

# 紫金矿业集团股份有限公司 2020 年度 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

---

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn 商思仪

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn 汤梦琳

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 7 月 22 日



## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]2591D 号

## 紫金矿业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“紫金矿业集团股份有限公司 2020 年度公开发行 A 股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期可转换公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十二日





**发行要素**

发行主体	存续期	本期规模	偿还方式	转股期限	发行目的
紫金矿业集团股份有限公司	自发行之日起五年	不超过 60 亿元	每年付息一次，到期归还本付息	自发行日结束起六个月后至债券到期	在建项目建设投资

**评级观点：**中诚信国际评定紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“紫金矿业集团股份有限公司 2020 年度公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司矿产资源丰富、有色金属产量位居行业前列、生产经营及业绩保持良好状态及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时中诚信国际也关注到公司产品价格的波动明显、项目建设资金投入力度较大及境外资产占比提升带来的管理压力等因素对其经营和整体信用状况的影响。

**概况数据**

紫金矿业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	893.15	1,128.79	1,238.31	1,396.78
所有者权益合计（亿元）	376.43	472.74	570.80	585.80
总负债（亿元）	516.72	656.06	667.51	810.97
总债务（亿元）	373.28	475.24	472.49	572.92
营业总收入（亿元）	945.49	1,059.94	1,360.98	361.62
净利润（亿元）	32.48	46.83	50.61	13.26
EBIT（亿元）	61.57	77.06	89.02	--
EBITDA（亿元）	104.71	121.56	147.55	--
经营活动净现金流（亿元）	97.64	102.33	106.66	23.26
营业毛利率(%)	13.94	12.59	11.40	10.85
总资产收益率(%)	6.90	7.62	7.52	--
资产负债率(%)	57.85	58.12	53.91	58.06
总资本化比率(%)	49.79	50.13	45.29	49.44
总债务/EBITDA(X)	3.56	3.91	3.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.28	7.33	7.20	--

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

■ **资源优势明显，产品产量居行业前列。**近年来随着资源勘探和海外优质资源收购力度的加大，公司资源储备大幅增长，截至 2020 年 3 月末，公司保有 2,240.87 吨金、5,713.39 万吨铜和 963.87 万吨锌（铅），主要金属储量均位居国内前列，为公司未来可持续发展提供有力保障。此外，2019 年公司矿产金和矿产铜产量分别占国内产量的 13% 和 23%，规模优势明显。

■ **经营规模扩大，盈利能力保持良好状态。**随着内生外延增长并举，公司在收入规模扩大的情况下，仍保持较强的盈利能力及优质的现金流水平。

**同行业比较**

公司名称	2019 年矿产金产量（吨）	2019 年铜精矿产量（万吨）	2019 年营业总收入（亿元）	2019 年净利润（亿元）	2020 年 3 月末总资产（亿元）	2020 年 3 月末资产负债率（%）
山东黄金	40.12	--	626.31	14.21	601.56	55.91
中金黄金	24.69	--	389.63	6.92	457.76	52.43
江西铜业	--	20.92	2,403.60	21.78	1,341.70	58.91
<b>紫金矿业</b>	<b>40.83</b>	<b>27.73</b>	<b>1,360.98</b>	<b>50.61</b>	<b>1,396.78</b>	<b>58.06</b>

注：“山东黄金”（600547.SH）为“山东黄金矿业股份有限公司”简称；“中金黄金”（600489.SH）为“中金黄金股份有限公司”简称；“江西铜业”（600362.SH）为“江西铜业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **资本运作能力强，融资渠道畅通。**作为 A+H 股上市公司，公司股权融资渠道畅通。2019 年公司完成公开发行，募集资金近 80 亿元。此外，公司外部授信额度充足，且尚未使用授信额度较多，具有较强的备用流动性。

**关注**

■ **公司股利支付率较高。**2017-2019 年公司现金分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的比率分别为 59.09%、56.26% 和 59.24%，较高的股息支付率将推升公司在高资本支出下的现金流压力。

■ **收购项目部分处在建设投入期，仍将有较大规模的资本支出。**公司 Timok 铜金矿及卡莫阿铜矿等项目目前仍处于建设期。此外，既有项目技改工程也将面临较大规模的投资支出压力，公司在未来 1~2 年仍将有较高的存量在建工程和较大规模的资本支出，将对其流动性造成一定压力，进一步推高公司杠杆水平。

■ **海外业务占比较高，面临一定汇率和海外经营风险。**近年来公司加大了海外资源的并购开发力度，发展重心逐渐向海外偏移。截至 2019 年末公司在海外 11 个国家拥有重点矿产资源项目，海外资产占比达 49.42%。海外资产的增加将加大公司管理压力，面临地缘政治、汇率波动海外经营等风险。

**评级展望**

中诚信国际认为，紫金矿业集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属产品价格持续下行，大幅侵蚀利润水平；海外经营突发不利因素，对外并购项目收益未达预期；债务规模大幅攀升，短期流动性压力增加。



## 发行主体概况

公司前身是成立于 1986 年的全民所有制企业上杭县矿产公司，并于 1994 年改制为上杭县财政局下属国有独资企业。公司于 1998 年改制成为有限责任公司，2000 年，财政局将所持股权全部划转至闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（以下简称“闽西兴杭”）；同年由闽西兴杭作为牵头人，在公司原有基础上发起设立股份制公司。目前，公司主营业务为以黄金为主导产业的矿产资源的勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售，形成了金、铜、锌等金属为主的产品格局，投资项目分布在全国 24 个省及全球 9 个国家。

产权结构：2003 年公司进行 1:10 拆股后，在深交所发行 400,544,000 股 H 股完成上市，上市后闽西兴杭持有公司 4.21 亿股股份，持股比例为 32.04%。2008 年，公司在上交所首次公开发行 14 亿股 A 股股票；2016 年，公司非公开发行 14.90 亿股股票；2019 年，公司公开发行 23.46 亿股股票。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 25.38 亿元，闽西兴杭持有公司 60.84 亿股股份，持股比例为 23.97%，是公司的控股股东，福建省上杭县国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例
金山（香港）国际矿业有限公司	金山香港	100.00%
紫金（欧洲）国际矿业有限公司	紫金欧洲	100.00%
紫金铜业有限公司	紫金铜业	100.00%
紫金国际资本有限公司	紫金国际资本	100.00%
紫金矿业集团财务有限公司	财务公司	100.00%
Norton Gold Field Ltd.,	诺顿金田	100.00%
洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司	洛阳银辉	70.00%
紫金矿业集团黄金冶炼有限公司	黄金冶炼公司	100.00%
紫金波尔铜业有限公司	紫金波尔	63.00%
Bisha Mining Share Company	BMSC	55.00%
Rakita Exploration Doo Bor	Rakita	100.00%
卡莫阿控股有限公司	卡莫阿控股	49.50%

注：公司与艾芬豪公司分别直接持有卡莫阿控股 49.50% 股权，公司持有艾芬豪 13.88% 股权。

资料来源：公司提供

## 本期债券概况

本期可转换公司债券募集资金总额不超过 60

亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于公司主要在建项目的建设。

表 2：募集资金拟投资项目情况（亿元）

全称	投资总额	拟投入募集资金
刚果（金）卡莫阿控股有限公司 Kamo-a-Kakula 铜矿项目	516,350.74	314,000.00
塞尔维亚 Rakita 勘探有限公司 Timok 铜金矿上部矿带采选工程	336,197.73	218,000.00
黑龙江铜山矿业有限公司铜山矿采矿工程项目	94,751.15	68,000.00
合计	947,299.62	600,000.00

资料来源：公司公告

表 3：发行方案概要

项目	投资总额
发行品种	A 股股票的可转换公司债券，可转换公司债券及未来转换的公司 A 股股票将在上海证券交易所上市
发行规模	募集资金总额不超过人民币 60 亿元
票面金额及发行价格	每张面值为人民币 100 元，按面值发行
存续期限	自发行之日起五年
票面利率	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
还本付息的期限和方式	每年付息一次，到期归还本金并支付最后一利息 (1) 年利息计算 年利息指本次发行的可转换公司债券持有人按其持有的可转换公司债券票面总金额自可转换公司债券发行首日起每满一年可享受的当期利息 (2) 还本付息方式 A、本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次可转换公司债券发行首日。 B、付息日：每年的付息日为自本次发行的可转换公司债券发行首日起每满一年的当日。如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个交易日，顺延期间不另付息。每相邻的两个付息日之间为一个计息年度。转股年度有关利息和股利的归属等事项，由公司董事会或董事会授权人士根据相关法律、法规及上海证券交易所的规定确定。 C、付息债权登记日：每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换为公司股票的“可转换公司债券”，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。 D、在本次发行的可转换公司债券到期日之后的五个交易日内，公司将偿还所有到期未转股的



	<p>可转换公司债券本金及最后一年利息。</p> <p>B、本次发行的可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税额由可转换公司债券持有人承担。</p>	
转股期限	自债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止	
初始转股价格	<p>(1) 初始转股价格的确定</p> <p>初始转股价格不低於募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的均价二者孰高。具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定</p> <p>(2) 转股价格的调整方式</p> <p>在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，公司将按上述情况出现的先后顺序，依次对转股价格进行累积调整</p>	
转股价格向下修正条款	<p>(1) 修正权限与修正幅度</p> <p>在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低於当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低於该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低於公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>(2) 修正程序</p> <p>如公司决定向下修正转股价格的，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，公告修正幅度、股权登记日和暂停转股期间等有关信息。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>	
转股股数确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法	本次发行的可转换公司债券持有人可在转股期限内申请转股时，转股数量的计算方式为：转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。	
赎回条款	<p>(1) 到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐</p>	<p>机构（主承销商）协商确定。</p> <p>(2) 有条件赎回条款</p> <p>在转股期限内，当上述两种情形中的任意一种出现时，公司有权决定按照可转换公司债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：</p> <p>A、在转股期限内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低於当期转股价格的 130%（含 130%）；</p> <p>B、当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款	<p>(1) 有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低於当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股、配股以及派发现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）而调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>(2) 附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。即可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售。可转换公司债券持有人在本次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容。</p>	

资料来源：募集说明书

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9



个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，

进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域环境



**2019 年全球黄金需求微降，金价上涨推低消费者需求，抵消 ETF 投资需求；中国需求亦有所下降，且环保趋严使得国内和全球黄金供应亦下降；受行业供需影响，全年黄金均价上升较快，但 2020 年新冠肺炎疫情令行业不确定性增加**

金饰需求仍为黄金主要需求来源，2019 年不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的占比均有所下降。但随着全球宽松的货币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金 ETF 产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，全球央行黄金购买量近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。整体来看，2019 年全球黄金总需求为 4,356 吨，同比小幅下降 1%。

**表 4：全球黄金需求情况（吨）**

黄金需求端	2018		2019		需求同比变化
	需求量	占比	需求量	占比	
金饰	2,241	51%	2,107	48%	-6%
投资	1,168	27%	1,272	29%	9%
央行	657	15%	650	15%	-1%
科技	335	8%	327	8%	-2%
需求合计	4,401	100%	4,356	100%	-1%

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

**表 5：截至 2019 年末黄金储备前十名国家（组织）**

排名	国家	黄金储备（吨）	黄金占外汇储备比重（%）
1	美国	8,133.46	76.98
2	德国	3,366.49	73.48
3	IMF	2,814.04	--
4	意大利	2,451.84	68.33
5	法国	2,436.10	62.98
6	俄罗斯	2,271.16	19.94
7	中国	1,948.31	2.94
8	瑞士	1,040.00	5.93
9	日本	765.22	2.82
10	印度	634.96	6.67

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

黄金供应方面，2019 年全球黄金总供应量增长 2%至 4,776 吨，消费者在金价上涨之际卖出获利令回收金供应上涨 11%带动整体供应的小幅增长。但

矿产金仍为黄金供应的主要来源，2019 年受中国黄金行业环保趋严使得产量下降影响小幅下降，是十年来的首次下降。

**表 6：全球黄金供应情况（吨）**

黄金供应端	2018		2019		供应同比变化
	供应量	占比	供应量	占比	
供应合计	4,671	100%	4,776	100%	2%
其中：矿产金	3,503	75%	3,464	73%	-1%

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

国内方面，受 GDP 增速放缓及 CPI 指数上涨影响，国内金饰需求全年下降 7%至 637 吨，与全球趋势保持一致。投资方面，截至 2019 年底，中国黄金 ETF 总持有量为 45 吨，同比持平。但 2019 年 10 月下旬三只新的黄金 ETF 产品获批，未来 ETF 市场扩张将持续带来投资需求的扩张。金价上涨及宏观经济下行等因素带来的金条与金币需求大幅下降超过 30%。央行黄金储备总量保持较好的增长态势，2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。整体看，2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨，同比下降 8%。

**表 7：中国黄金需求情况（吨）**

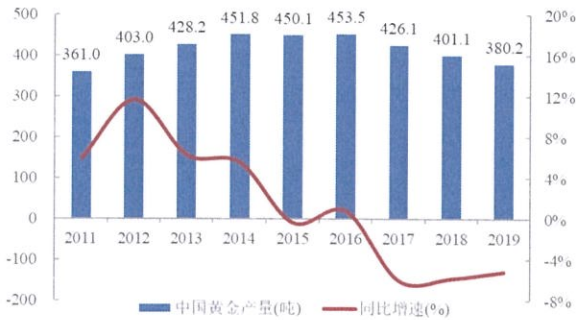
黄金需求端	2018	2019	同比变化
金饰	686	637	-7%
金条与金币	308	211	-31%
黄金 ETF	46	46	--
央行黄金储备总量	1,853	1,948	5%

资料来源：世界黄金协会（World Gold Council），中诚信国际整理

2019 年，国内原料黄金产量为 380 吨，连续 13 年位居全球第一，较 2018 年减产 21 吨。受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，河南、福建、新疆等重点产金省（区）矿产金产量下降。虽然产量持续下滑，但近年来黄金行业积极响应新时代高质量发展要求，深化供给侧结构性改革，正经历由规模速度型向高质量效益型的转变。



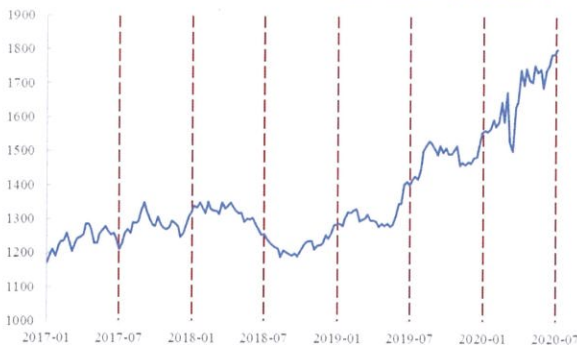
图 1：近年来我国黄金（成品金）产量及增速



资料来源：中国黄金协会，中诚信国际整理

金价方面，2019 年国际黄金价格自年初 1,282.70 美元/盎司开盘，6 月起黄金价格开始向上突破，9 月 4 日达到 1,555.40 美元/盎司，年末收于 1,516.90 美元/盎司。全年平均价格为 1,395.60 美元/盎司，比 2018 年增长 9.84%。跟随国际金价走势，上海黄金交易所 Au9999 黄金以 2019 年初 283.98 元/克开盘，8 月 29 日达到最高点 369.24 元/克，年末收于 340.80 元/克，年平均价格为 308.70 元/克，比 2018 年增长 13.73%。受人民币汇率变化的影响，国内黄金价格与国际黄金价格变化的时间点有所区别，但整体趋势一致。2020 年新冠肺炎疫情爆发，叠加美联储降息等因素，黄金价格震荡上行，6 月末 COMEX 黄金期货收盘价为 1,798.10 美元/盎司。

图 2：COMEX 黄金当月连续期货价格图（美元/盎司）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发使得消费者需求减弱，金条及金币投资需求或承压，但避险情绪的升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气度回升。但受疫情影响，仍有部分生产企业复工不足，或将对行业供给产生一定影响，中诚信国际将持续

关注疫情期间的不确定性对黄金市场的供需情况及金价的影响。

中诚信国际认为，黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高，2019 年及 2020 年第一季度金价的持续上升带来行业景气度的攀升，中诚信国际将对黄金价格及其对行业内企业信用水平的影响持续关注。

### 2019 年，主要受中美贸易摩擦及需求增速放缓等因素影响，国内外铜价同比均有所下降；2020 年以来，受疫情影响铜价探底后有所回升

据统计，截至 2019 年末全球铜矿产资源储量约为 8.71 亿吨（金属量，下同），主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第八位，储量约为 2,600 万吨，占全球储量的 2.99%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。2019 年以来，环保要求的提高使得一些中小型矿山关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，据安泰科统计，2019 年我国铜精矿产量为 155 万吨，同比减少 0.70%；而消费量约 680 万吨，同比增加 8.16%，存在较大产销缺口，对外依存度高的局面难以改善，铜精矿进口仍将是主要供应来源。

表 8：2019 年末全球铜资源储量情况

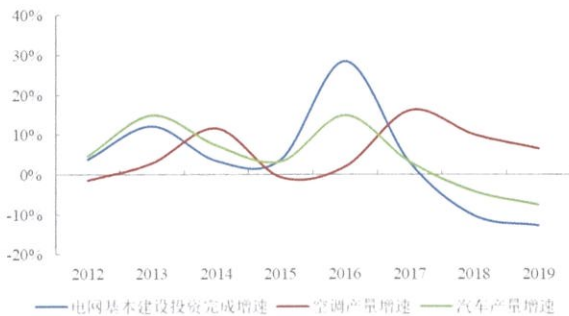
排名	国家	基础储量（万吨）
1	智利	20,000
2	澳大利亚	8,700
3	秘鲁	8,700
4	俄罗斯	6,100
5	墨西哥	5,300
6	美国	5,100
7	印度尼西亚	2,800
8	中国	2,600
9	哈萨克斯坦	2,000
10	刚果（金）	1,900
11	赞比亚	1,900

--	其他	22,000
	总计	约 87,100

资料来源: U.S. Mineral Commodity Summaries, January 2020, 中诚信国际整理

需求方面,近年来我国铜消费量始终处于全球第一位。其中,电力行业对铜的需求占比最大,其余依次是空调制冷、建筑业和交通运输。2019年我国电网基本设施投资完成额为2.41亿元,同比下降12.69%;国内空调产量同比增加6.50%至21,866万台;国内固定资产投资完成额同比增加5.40%,同比增速略有下降;据中国汽车工业协会数据显示,2019年国内汽车产量为2,572万辆,同比减少7.50%,同期汽车销量为2,576万辆,同比减少8.20%,汽车行业需求呈疲软态势。受上述下游产业需求变化影响,2019年我国精铜消费量约为1,126万吨,同比增长0.80%,增速同比下降3.20个百分点。

图3:近年来我国铜行业下游发展增速情况



资料来源:中诚信国际整理

2019年智利、秘鲁等铜产量大国相继出现生产干扰因素,供给端不确定风险仍然存在。受禁止洋垃圾入境政策影响,我国粗铜和废铜进口量同比下降较多,但铜精矿进口量出现较大幅度增长,整体看原材料供应有一定保证。2019年,我国精铜产量为896.00万吨,同比增加6.10%,受产能扩张影响,增速有所提升;同期受国内产能扩张及需求增速放缓影响,我国精铜净进口量同比下降11.40%至307.70万吨,但全年国内精铜市场仍呈过剩格局,过剩量为77.70万吨,同比有所扩大。

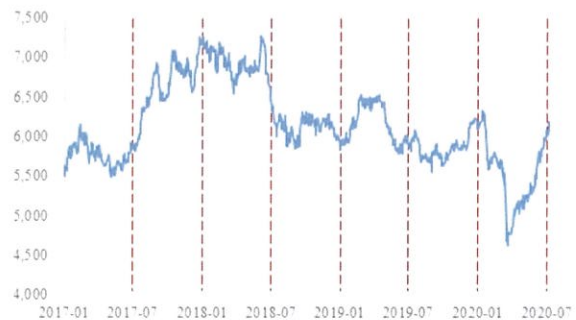
图4:近年来我国精炼铜产量及增速情况



资料来源:安泰科,中诚信国际整理

价格方面,2019年全年铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势。2019年LME三月期铜价格开于5,862美元/吨,于9月初达到全年最低水平5,562美元/吨。年末中美贸易谈判暂时达成部分协议,市场信心再次提振,LME三月期铜价格收于6,183美元/吨,较年初开盘价上涨5.48%。整体来看,2019年LME三月期铜均价为6,017美元/吨,同比下跌8.04%。2020年一季度,受疫情蔓延影响,铜价大幅下跌;但2020年4月以来,疫情及经济相关利好消息使得市场风险情绪改善,加之下游需求明显改善,铜价出现反弹;截至2020年6月末,LME三月期铜收于6,044美元/吨,已基本回升至年初水平;2020年1~6月,三月期铜平均价格为5,522美元/吨,同比下降10.55%。

图5:近年来LME三月期铜价格走势(美元/吨)



资料来源:Choice,中诚信国际整理

中诚信国际认为,长期看以中国为代表的新兴经济体的金属需求对国际铜价影响较大。由于全球经济发展及地缘政治关系仍具有较大的不确定性,且全球需求端疲软现象没有得到根本性改变,未来



一段时间内国际铜价或仍将呈震荡下行态势。

**2019 年受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外锌价整体呈下行态势；2020 年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌后逐渐反弹**

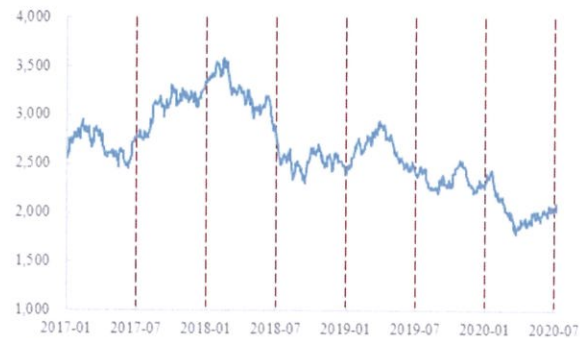
截至 2019 年末，我国锌资源储量约为 4,400 万吨，占全球资源储量的 17.60%，主要分布在云南、广东、内蒙古和甘肃等地。近年来受环保政策影响，我国锌精矿及精炼锌产量均呈逐年下降态势。2019 年，国内锌精矿产能有所增加，但受西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司等矿区发生安全事故影响，产量增速受限。据安泰科估计，2019 年我国锌精矿产量同比增加 1.20% 至 422.00 万吨；同期由于全球锌精矿供应充足，TC/RC 处于高位，受高利润驱动，锌冶炼企业纷纷增产，加之株洲冶炼厂完成搬迁，以上共同带动我国精炼锌产量同比增加 8.68% 至 616.20 万吨，增速同比上升 13.20 个百分点。消费方面，2019 年，受制造业景气度下降、下游需求低迷影响，锌消费增速较低，2019 年我国精锌消费量为 666.00 万吨，同比增加 1.52%。

库存方面，2019 年由于海外冶炼事故多发，全球精锌供应趋紧，LME 锌库存呈持续减少态势。2019 年初，LME 锌库存不足 13 万吨；截至 2019 年末，LME 锌库存较年初减少约 7.81 万吨至 5.12 万吨，降幅达 60.39%。国内方面，2019 年以来，由于国内锌冶炼企业生产积极性较高，锌锭库存量有所增长。截至 2019 年末，上海期货交易所锌锭库存为 2.81 万吨，较年初增长 0.80 万吨。

价格方面，2019 年全球经济面临较大不确定性，经济增速放缓，制造业景气度下行，加之贸易摩擦不断，国内外锌价整体呈下跌态势。截至 2019 年末，LME3 月锌价收于 2,292 美元/吨，较年初下降 4.34%；2019 年 LME3 月锌平均价格为 2,506 美元/吨，同比下降 13.37%；截至 2019 年末，SHFE 锌收于 17,950 元/吨，较年初下降 12.18%；2019 年 SHFE 锌平均价格为 19,944 元/吨，同比下降 13.29%。2020

年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，LME3 月锌价收于 1,880 美元/吨，较年初下降 17.94%；SHFE 锌收于 15,175 元/吨，较年初下降 15.13%。2020 年 1~3 月，LME3 月锌平均价格为 2,131 美元/吨，同比下降 20.41%；同期 SHFE 锌平均价格为 16,755 元/吨，同比下降 22.00%。一季度之后，锌价有所反弹。

图 6：近年来 LME 三月期锌价格走势（美元/吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

总体来看，2019 年受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外锌价整体呈下行态势；2020 年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌后开始反弹。

**业务运营**

公司收入主要来自黄金、铜、锌等主要有色金属产品的销售及贸易。黄金板块是公司最重要的业务板块，近年来随着黄金储备提升，板块规模有所增加；2019 年以来黄金价格整体有所上升，当期在冶炼加工金业务的带动下，黄金板块收入大幅提升。公司在立足黄金业务的同时，近年来积极开展铜、锌等有色金属业务，对外收购矿山使得其他有色金属业务规模不断扩大。当前公司仍有一定的黄金、铜的待建项目储备，可为收入的持续增长提供支撑。

表 9：近年来公司收入及占比情况（亿元）

板块收入	2017	2018	2019	2020.1~3
矿山产金	93.20	91.08	116.34	33.67
冶炼加工金	484.37	556.00	808.24	227.79
矿山产银	6.03	5.05	6.58	1.64
矿山产阴极铜	--	--	19.55	6.70
矿山产电解铜	--	--	18.20	4.72
矿山产铜精矿	--	--	93.68	26.18



矿山产铜	71.63	88.20	--	--
冶炼产铜	180.61	189.64	208.98	56.34
矿山产锌	40.67	40.12	38.89	5.80
冶炼产锌	39.69	36.89	40.39	6.40
铁精矿	11.17	14.51	18.56	3.85
贸易收入	141.99	171.19	205.88	35.97
其他	90.17	137.18	179.28	38.38
内部抵消	-214.03	-269.92	-393.60	-85.81
<b>总计</b>	<b>945.49</b>	<b>1,059.94</b>	<b>1,360.98</b>	<b>361.62</b>
<b>板块收入占比</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020.1-3</b>
矿山产金	9.86%	8.59%	8.55%	9.31%
冶炼加工金	51.23%	52.46%	59.39%	62.99%
矿山产银	0.64%	0.48%	0.48%	0.45%
矿山产阴极铜	--	--	1.44%	1.85%
矿山产电解铜	--	--	1.34%	1.31%
矿山产铜精矿	--	--	6.88%	7.24%
矿山产铜	7.58%	8.32%	--	--
冶炼产铜	19.10%	17.89%	15.36%	15.58%
矿山产锌	4.30%	3.79%	2.86%	1.60%
冶炼产锌	4.20%	3.48%	2.97%	1.77%
铁精矿	1.18%	1.37%	1.36%	1.06%
贸易收入	15.02%	16.15%	15.13%	9.95%
其他	9.54%	12.94%	13.17%	10.61%
内部抵消	-22.64%	-25.47%	-28.92%	-23.73%
<b>总计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注：自 2019 年年报起，公司不再披露矿山产铜数据，细分为矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿三项数据。

资料来源：公司提供

## 内生外延并举，经营规模逐年扩大，行业竞争力大幅提升

目前公司已逐步形成了内生外延的增长模式，对内加大勘探力度，对外加大资源收购，资源储备不断丰富，在国际有色行业中形成了较强的竞争能力。

公司现已形成了以金、铜、锌（铅）等主要有色金属品种为主，银、铅、钼、钨、锡、铁、铂等金属矿产资源和煤炭等非金属矿产资源为辅的多资源储备格局。公司资源覆盖范围较广，国内矿产资源分布在福建、吉林、黑龙江、新疆、青海及内蒙古等地，境外矿产资源分布在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、刚果（金）、澳大利亚及塞尔维亚等地。截至 2019 年末，公司共拥有探矿权 182 个，探矿

注1：公司和艾芬豪公司分别持有卡莫阿控股 49.5% 的股权，最初卡莫阿控股持有卡莫阿铜业有限公司（以下简称“卡莫阿铜业”）95% 股权，刚果（金）政府持有卡莫阿铜业 5% 股权。2016 年卡莫阿控股将卡莫阿铜

权面积 3,260.44 平方公里；共拥有采矿权 233 个，与上年度持平，采矿权面积 982.59 平方公里，同比增长 12.37%。截至 2020 年 3 月末，公司保有黄金资源量 2,240.87 吨，铜资源量 5,713.39 万吨，锌（铅）资源量 963.87 万吨。

表 10：公司资源储量情况

项目	2017	2018	2019	2020.3
金矿（吨）	1161.22	1,355.62	1,510.28	1,864.28
伴生金矿（吨）	158.85	372.35	376.59	376.59
铜矿（万吨）	3147.51	4,952.11	5,725.42	5,713.39
银矿（吨）	836.05	1,846.59	1,860.64	1,857.11
钼矿（万吨）	68.09	67.85	67.71	67.71
锌矿（万吨）	783.04	836.61	855.83	847.25
铅矿（万吨）	144.03	121.92	117.89	116.62
钨矿（万吨）	7.56	7.44	7.02	6.97
锡矿（万吨）	13.97	13.97	13.97	13.97
铁矿（亿吨）	2.06	1.98	1.99	1.99
煤炭（亿吨）	0.69	0.69	0.69	0.69
铂矿（吨）	235.80	235.80	527.84	527.84
钯矿（吨）	148.76	148.76	378.14	378.14

注：2019 年末公司尚未完成对大陆黄金的收购工作，金矿及伴生金矿资源储量不包括武里蒂卡金矿

资料来源：公司提供

近年来，公司加大对原有矿山深部找矿、补充勘探，2017~2019 年地质勘查投入金额分别为 2.10 亿元、3.12 亿元和 1.96 亿元。

对外收购方面，2015 年 3 月公司通过下属公司收购加拿大艾芬豪矿业公司（以下简称“艾芬豪”）9.9% 已发行普通股股份；当年 5 月公司完成对艾芬豪全资子公司卡莫阿控股有限公司（以下简称“卡莫阿控股”）49.5% 股权的收购，交易对价 4.12 亿美元。2019 年 10 月公司以约 10.33 亿元的交易对价增持艾芬豪部分股权，持股比例增至 13.9%。公司与艾芬豪公司及刚果（金）政府合作的刚果（金）卡莫阿-卡库拉（Kamoa-Kakula）铜矿项目<sup>1</sup>卡莫阿铜矿保有铜资源总量高，是全球第四大铜矿。目前卡莫阿-卡库拉铜矿尚处于建设中，将于 2021 年二季度末投产，2023 年正式达产，预计达产后年产铜精矿含铜 30.70 万吨。2020 年 2 月，公司公告的卡

业 15% 股权转让给刚果（金）政府，政府也对卡莫阿控股获得合法权益及优惠政策做出承诺。卡莫阿控股为公司联营企业，卡莫阿铜业 100% 持有卡莫阿-卡库拉铜矿项目。



莫阿铜矿最新铜资源保有量为4,369万吨。

2016年,公司完成非公开发行14.90亿股股份,募资资金净额45.97亿元,其中32.31亿元募集资金主要投资于刚果(金)科卢韦齐铜矿建设项目,公司于2014年及2016年分批收该铜矿项目所属的穆索诺伊简易股份有限公司72%股权。同年,公司完成对黑龙江多宝山铜业股份有限公司其他股东持有的49%股权的收购,实现对该公司的全资控股,同时公司开始推进多宝山铜矿二期工程建设。2017年科卢韦齐铜矿投产;2018年科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂、多宝山二期扩建工程均顺利投产。

2018年12月,公司完成了对塞尔维亚RTBBOR集团(增资后更名为“紫金波尔”)增资的交割,以3.5亿美元获得其63%股权。紫金波尔下属4个低品位斑岩铜(金)矿山及1个冶炼厂,截至2020年3月末保有铜金属量1,016万吨。未来紫金波尔还将投入12.6亿美元(含增资3.5亿美元)对旗下矿山及冶炼厂进行扩建及新建。

2019年3月公司通过金山香港完成对Nevsun Resource Ltd.(以下简称“Nevsun”)100%股权的收购,交易对价93.63亿元。公司获得了Nevsun旗下位于塞尔维亚的Timok铜金矿上带矿100%权益、Timok铜金矿下带矿46%权益及位于厄立特里亚的Bisha铜锌矿60%权益<sup>2</sup>。除Timok铜金矿和Bisha铜锌矿两处旗舰项目外,Nevsun还在塞尔维亚100%持有铅锌银、铜探矿权8个,持股25%的合资公司在塞尔维亚拥有8个探矿权,通过子公司在马其顿持有4个探矿权,资源储备较为丰富。11月,公司完成公开发行23.46亿股股份,募资资金近80亿元,完成对收购Nevsun股权自筹资金的置换。同月,公司通过紫金欧洲向自由港勘探公司(Freeport-McMoRan Exploration Corporation)收购了Timok铜金矿下带矿剩余股权,实现了对Timok铜金矿项目公司Rakita的全资控股,交易对价为2.4亿美元的

初始购买价格及Timok下带矿投产后不超过1.5亿美元的递延支付款。据Nevsun披露的信息,Timok铜金矿保有铜金属量1,558万吨,金金属量299吨。Timok上带矿于2020年开始建设,2021年建成试产,Timok下带矿尚处于勘探阶段。此外,公司通过上述收购还获得了Nevsun及Rakita持有的其他探矿权益。

2020年3月公司完成大陆黄金股份有限公司(以下简称“大陆黄金”)100%股权的收购,交易对价13.3亿加币,获得大陆黄金旗下位于哥伦比亚的武里蒂卡金矿,武里蒂卡金矿保有金金属量352.71吨,已于2020年4月末试产。武里蒂卡金矿于2020年4月底全线贯通生产流程,达产后年均生产黄金8吨左右,预计2020年生产黄金4~5吨。

2020年6月,公司公告称将通过子公司西藏紫金实业有限公司收购多方持有的西藏巨龙铜业有限公司(以下简称“巨龙铜业”)50.1%股权,交易对价38.83亿元。巨龙铜业下属三个矿区驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿及知不拉多金属矿铜三个矿区合计拥有铜金属量795.76万吨,伴生钼金属37.06万吨。驱龙铜多金属矿一期建设总投资146亿元,已投资74亿元,后续建设仍需投资72亿元,预计2021年底建成投产,投产后年产铜16.5万吨,钼0.62万吨;知不拉铜多金属矿采选工程已基本建成并进行试生产,年产铜2.35万吨;荣木错拉铜多金属矿与驱龙铜多金属矿共用采矿场和选矿厂,投产前投资已包含在驱龙铜多金属矿中,该项目取得采矿许可证即可投产。截至2020年7月10日,上述巨龙铜业之收购已完成工商变更。

2020年6月,公司公告称将通过子公司金山香港在加拿大的子公司收购圭亚那金田有限公司(以下简称“圭亚那金田”)100%股权,交易对价约16.99亿元。收购完成后公司获得圭亚那金田下属Aurara

注<sup>2</sup>: 2019年4月30日,本公司下属子公司Nevsun Resources (Eritrea) Ltd.与厄立特里亚国家矿业公司、BMSC签署《股份购买协议》,Nevsun Eritrea将持有5%的BMSC股权作价1,000万美元转让给厄立特里亚国家矿业公司。公司通过Nevsun Eritrea最终持有55%的BMSC股权。



金矿及其他独立勘探资产。Aurara 金矿为在产金矿，2017~2019 年黄金产量分别为 5.0 吨、4.8 吨及 3.87 吨，截至 2019 年末保有黄金资源量为 177.82 吨。该项目进入成本不高，后续地采部分资本投入较少，将于 2021 年实现露天+井下的联合开采，预期投资回报见效快。目前地采开拓工程受疫情及资金短缺影响，处于停工状态。

中诚信国际认为，公司通过对外收购丰富产业链上游资源储备，同时扩充中下游加工冶炼产能，经营规模逐年扩大，竞争实力不断增强。公司保有金属资源量处于行业领先水平，且海外资源禀赋优质，为公司的可持续发展提供有力支撑。但同时，公司收购的部分项目仍需要一定的建设期及产量爬升期，保有储量的增长对公司业绩的影响有一定的滞后。如部分收购项目收益不达预期，将进一步推高公司杠杆水平及现金流压力。此外，公司所持海外矿产资产较多，面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险。

### 波格拉金矿采矿权到期且目前政府尚未批准延期申请，公司正积极寻求合法合理的解决方案并通过其他并购及技改扩产等措施降低损失

2019 年 8 月，公司与巴里克黄金公司（以下简称“巴里克黄金”）在巴布亚新几内亚（以下简称“巴新”）的合资公司巴里克（新几内亚）有限公司<sup>3</sup>（以下简称“BNL”）持有 95% 权益的波格拉金矿的特别采矿权到期，但金矿可以继续生产，直到巴新相关部门作出采矿权延期的决策时为止。2020 年 4 月，巴布亚新几内亚政府宣布不批准波格拉金矿采矿权延期申请。巴新政府未经正当程序即暂停波格拉金矿采矿权许可，违反了对 BNL 的法律义务。目前，BNL 以巴里克黄金一方为主导的谈判团队仍与巴新政府协商以寻求解决方案，公司在兼顾各方利益的同时，将积极寻求合法、合理的解决方案。2020 年 7 月，BNL 向世界银行下属的国际投资争端解决中心（以下简称“ICSID”）就巴新政府拒绝波格拉

注<sup>3</sup>：公司于 2015 年出资 2.98 亿美元收购了 50% 的 BNL 的股权，波格拉金矿截至 2019 年末保有黄金金属量为 314 吨，公司持有其 47.5% 的

金矿延期申请提起调解程序，同时继续推进在巴新国家法院对巴新政府提起的诉讼。

波格拉金矿的停产对公司黄金产量将产生较大影响，公司在其采矿权到期后完成了对大陆黄金武里蒂卡金矿的收购，在巴新政府收回采矿权后又推进了对圭亚那金田的收购，同时公司将加快甘肃李坝金矿、山西义联-义兴寨金矿等重点项目技改、复产和扩产计划，争取 2020 年矿产金产量与 2019 年持平，中诚信国际将对上述事项保持关注。

### 受益于新增产能，近年来公司黄金、铜、锌等主要产品产销量均有一定提升；产品增量有效弥补价格波动的影响，公司总体业绩呈增长趋势

黄金方面，2018 年由于波格拉金矿所在地巴新受地震影响，同时诺顿金田矿石品位下降等因素共同影响，当期矿产金产量有所下降；2019 年，金矿产量有所恢复，加之其他金矿产能上升，矿产金产量增幅较大，2019 年公司矿产金产量占国内产量的 13%，规模优势突出。公司冶炼产能充足，主要分布黄金冶炼公司和洛阳银辉，近年来受益于黄金市场回暖，冶炼加工及贸易金产量有所上升。

表 11：近年来公司主力金矿矿产金产量（吨）

	2017	2018	2019
巴布亚新几内亚波格拉金矿	7.82	6.77	8.83
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	4.01	4.57	5.72
澳洲诺顿金田黄金公司	6.27	4.26	5.75
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	1.42	3.24	3.78
吉林珲春曙光金铜矿	2.57	3.11	3.14
福建紫金山金铜矿	3.88	3.24	2.25
其他	11.51	11.31	11.37
合计	37.48	36.50	40.83

资料来源：公司年度报告

冶炼加工及贸易金原材料为外购合质金，主要采购自上海黄金交易所，2019 年采购占比为 47.35%；公司对外采购合质金供应商集中度较高，2019 年前五大供应商采购占比为 81.19%。

铜金属方面，随着科卢韦齐铜矿产能提升、多宝山铜矿二期项目建成投产以及紫金波尔的并入，

权益，每年按权益归属公司的黄金产量约为 8 吨，目前公司已收回该项目的全部投资成本。



公司矿产铜及冶炼铜产量均有所上升。2019年矿产铜产量占国内产量的23%，规模优势明显。公司冶炼铜产能主要分布在紫金铜业和吉林紫金铜业有限公司；随着公司原材料矿产铜精矿产量的提升，冶炼产能也有所增加。

**表 12：近年来公司主力铜矿产量情况（万吨）**

	2017	2018	2019
刚果（金）科卢韦齐铜矿	2.19	5.32	8.43
福建紫金山金铜矿	7.59	7.66	7.77
黑龙江多宝山铜矿	3.37	3.98	7.11
新疆阿舍勒铜矿	4.41	4.45	4.36
紫金波尔铜业有限公司	--	--	4.36
吉林珲春曙光金铜矿	1.17	1.52	1.65
Bisha	--	--	1.60
其他	2.07	1.92	1.71
<b>合计</b>	<b>20.80</b>	<b>24.86</b>	<b>36.99</b>

资料来源：公司年度报告

锌金属方面，因收购在产 Bisha 锌矿，2019年产量大幅提升。公司保有锌资源量充足，可完全自给其冶炼产能。

**表 13：年来公司主力锌矿产量情况（万吨）**

	2017	2018	2019
Bisha	--	--	12.13
新疆紫金锌业有限公司	7.94	9.36	9.00
乌拉特后旗紫金矿业有限公司	8.75	7.44	7.53
俄罗斯龙兴有限责任公司	9.33	9.99	7.50
新疆哈巴河阿舍勒铜业股份有限公司	0.78	0.90	1.11
其他	0.20	0.13	0.14
<b>合计</b>	<b>27.00</b>	<b>27.80</b>	<b>37.41</b>

资料来源：公司年度报告

**表 14：近年来公司各类产品产量情况**

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
<b>黄金</b>				
矿产金（吨）	37.48	36.50	40.83	10.55
冶炼加工及贸易金（吨）	176.28	205.13	260.46	64.60
<b>铜</b>				
矿产阴极铜（万吨）	--	--	4.90	1.78
矿产电解铜（万吨）	--	--	4.36	1.23
矿产铜精矿（万吨）	--	--	27.73	8.48
矿山产铜（万吨）	20.80	24.86	--	--
冶炼产铜（万吨）	42.80	43.45	50.14	14.21
<b>锌</b>				
锌精矿（万吨）	27.00	27.80	37.41	8.60
冶炼锌锭（万吨）	19.70	18.31	22.85	4.73
<b>其他</b>				
矿山产银（吨）	238.09	220.88	263.18	72.91
铁精矿（万吨）	242.52	247.00	278.00	78.03

注：阴极铜来自科卢韦齐铜矿、紫金山金铜矿；电解铜来自紫金波尔。资料来源：公司提供

近年来公司各主要产品销量随产量增加有所上升，产销率均保持较高水平。黄金主要销售至上海黄金交易所，铜产品销往贸易商、板带加工企业。

**表 15：近年来公司各类产品销量情况**

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
<b>黄金</b>				
矿产金（吨）	37.38	36.13	39.20	9.90
冶炼加工及贸易金（吨）	176.15	205.48	260.45	64.12
<b>铜</b>				
矿产阴极铜（万吨）	--	--	4.90	1.78
矿产电解铜（万吨）	--	--	4.38	1.23
矿产铜精矿（万吨）	--	--	27.83	8.07
矿山产铜（万吨）	20.82	24.95	--	--
冶炼产铜（万吨）	43.12	43.60	50.12	14.05
<b>锌</b>				
锌精矿（万吨）	27.96	28.28	37.22	8.42
冶炼锌锭（万吨）	19.85	18.26	22.86	4.35
<b>其他</b>				
矿山产银（吨）	235.96	220.80	265.20	63.72
铁精矿（万吨）	242.50	246.77	299.63	63.15

资料来源：公司提供

公司产品售价随市场价格有所波动，2018年黄金价格的下降使得冶炼加工及贸易金价格下降，但铜价于2018年处于高位。2019年以来金、银价同比上涨，公司黄金、银销售均价同比均有所上升，量价齐升使得板块收入有所提升；铜、锌相关产品销售价格受市场行情影响同比下降，但受益于产能的释放带来的销量增加，板块收入有所增加。

**表 16：近年来公司各类产品售价情况**

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
<b>黄金</b>				
矿产金（元/克）	249.36	252.06	296.80	340.05
冶炼加工及贸易金（元/克）	274.97	270.59	310.33	355.26
<b>铜</b>				
矿产阴极铜（元/吨）	--	--	39,925	37,632
矿产电解铜（元/吨）	--	--	41,531	38,506
矿产铜精矿（元/吨）	--	--	33,665	32,441
矿山产铜（元/吨）	34,406	35,353	--	--
冶炼产铜（元/吨）	41,885	43,499	41,700	40,094
<b>锌</b>				
锌精矿（元/吨）	14,547	14,186	10,447	6,881
冶炼锌锭（元/吨）	19,997	20,205	17,665	14,707
<b>其他</b>				
矿山产银（元/克）	2.56	2.29	2.48	2.57
铁精矿（元/吨）	460	588	619	609



资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，公司产品价格波动较为明显或将对整体盈利能力产生一定影响，但公司产品种类丰富，产业链完整，目前随着疫情的逐步控制，主要金属价格逐步回升，预计产销量的增加将对公司经营业绩产生较为积极的影响。

### 黄金租赁主要为向银行借金还金，可锁定融资成本。直接面向市场的黄金租赁敞口及风险均较小；套期保值盈亏对利润影响有限

公司还通过黄金租赁进行融资活动，目前公司黄金租赁分为两种模式。模式一为公司从银行租入黄金的同时，与银行签订与该黄金租赁对应的相同数量、规格和到期日的远期合约，约定到期日公司以约定的人民币价格从银行购入相同数量和规格的黄金，用以归还所租赁黄金。公司认为该模式下租赁期间黄金价格波动风险完全由银行承担，公司只需承担约定的黄金租赁费及相关手续费，故公司将其计入短期借款。2018年起公司部分计入交易性金融负债的黄金租赁计入短期借款。模式二为公司从银行租入黄金，通过上海黄金交易所卖出所出租黄金融得资金，租赁到期后通过上海黄金交易所买入相同数量和规格的黄金偿还银行并支付约定的租金，公司将其计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

**表 17：近年来公司黄金租赁业务头寸及损益情况（亿元）**

项目	2017	2018	2019
黄金租赁 1	68.64	74.83	70.06
黄金租赁 2	22.32	0.75	0.32
合计	90.96	75.58	70.38
以公允价值计量的黄金租赁公允价值变动损益	0.37	0.38	-0.27
以公允价值计量的黄金租赁投资损益	-0.34	-0.23	-0.51

注：黄金租赁 1 为模式一下的黄金租赁，计入短期借款；黄金租赁 2 为模式二下的黄金租赁，计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

资料来源：公司公告

公司运用远期合约、期货合约对冶炼加工金属的采购和销售以及其他矿产金属的销售进行风险管理，以此来规避相关产品价格发生重大波动的风

险；运用货币衍生合约对汇率风险和利率风险进行风险管理，以此来规避公司的汇率风险和利率风险。

**表 18：近年来公司套期保值损益情况（万元）**

项目	2017	2018	2019
<b>未指定套期关系的衍生工具公允价值变动损益</b>			
交叉货币互换	1,121.79	719.05	-2,672.43
商品套期保值合约	-6,972.84	2,579.36	-11,325.18
<b>处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债取得的投资收益</b>			
交叉货币互换	1,477.52	-932.31	1.33
黄金租赁套期保值合约	361.73	-5,980.25	--
商品套期保值合约	-39,297.30	17,058.04	-4,653.80

资料来源：公司公告

## 战略规划及管理

### 在建项目仍需持续性资金投入，2019 年公开发行募集资金可以一定程度上缓解投资压力

公司以建设特大型国际矿业集团为发展目标，在实施国际化发展的过程中，推行资源控制战略，不断深化金属资源储备，拓宽以金铜为主产业链纵深。公司始终贯彻“国际化、项目大型化、资产证券化”的发展战略，以金、铜为主要标的，持续跟踪全球优质矿业资源项目，适时抓住市场机遇完成并购。目前公司竞争力已跻身国际矿业公司前列，在海外 11 个国家拥有重点矿产资源项目，控股企业以自主建设、自营管理为主，在产项目 8 个全部实现盈利。

公司在建工程投资预算较大的；目为 Rakita 建设工程暨 Timok 上带矿建设项目，该项目尚处于建设初期，后续仍需较大规模资金投入。主要建设项目 Timok 上带矿已完成可研报告，项目回收期为 3.5 年，预计将于 2021 年投产。根据可研性报告，Timok 上带矿建成达产后，年产铜金属约 9.14 万吨，金金属约 2 吨；波尔铜业技改项目计划投资 12.94 亿美元，截至 2019 年末已投资 9.67 亿元；此外，公司合营项目卡莫阿铜矿建设预算高达 14.72 亿美元，截至 2019 年末已投入 39.57 亿元。公司本年度在建工程预算为 115.75 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资金额为 39.52 亿元；叠加新并购巨龙铜业等项目，本年度剩余资本支出仍保持较大规模。



**表 19：截至 2020 年 3 月末公司在建工程投资情况（亿元）**

项目名称	项目总投资	已投资金额
波尔铜业基建工程	18.57	7.53
黑龙江紫金铜业基建工程	0.35	0.33
贵州紫金基建工程	5.57	5.46
黑龙江多宝山基建工程	6.30	2.13
贵州新恒基基建工程	3.50	3.95
穆索诺伊基建工程	0.10	0.10
安康金峰矿业基建工程	3.70	2.83
紫金山金铜矿基建工程	6.44	3.95
俄罗斯斯龙兴基建工程	5.59	0.21
义联金矿基建工程	0.71	0.51
Rakita 基建工程	33.58	3.51
新疆紫金有色基建工程	14.97	5.06
新疆锌业基建工程	4.20	2.75
卢阿拉巴矿业基建工程	12.17	1.17
合计	115.75	39.52

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司形成了以国际化为导向的长期战略规划，通过内生外延并举发展，逐步实现成为全球重要矿产产品企业的目标。为实现公司战略规划，预计未来公司仍将有较大规模的资本支出，若使用债务融资工具或将推升公司资产负债水平，但随着公司“造血”能力的提升，其较强的盈利能力将使公司保持较好的可持续发展能力。

### A+H 股上市公司，公司治理健全；董事会成功换届，公司将保持既有方向快速发展

公司作为 A+H 股上市企业，依据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》、《香港联交所上市规则》等法律法规制定管理方法，形成了健全的公司治理体制。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会及经营层组成的相互制衡的公司治理结构。内控方面，公司制定了详尽的制度。对于重点的海外项目投资管理，公司制定了《对外投资并购管理办法》及《境外项目财务管理规定》，规范对外投资各个环节，制定全流程监督体制；对于境外项目，由国际事业部牵头，全面负责项目建设、运营及管理工作，并定期召开会议，向集团汇报工作。

公司新一届董事会于 2019 年 12 月 30 日完成换届，董事会由 12 名董事构成，其中外部独立董事

5 名。董事及主要管理人员未发生变化，董事长陈景河先生实现连任，陈景河先生是公司初创人员及重要领导者。决策层保持稳定有利于公司继续执行既定的规划方针，保持长期发展目标不变。

### 注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础

作为开采、冶炼加工类企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及开采、冶炼加工对生态环境产生损害的问题。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。2019 年公司安全生产投入 6.75 亿元；环境保护投入 7.25 亿元，同比均有所增加。2019 年以来，公司安全生产基础持续改善，环境和生态建设显著提升。公司海外项目百万工时损工事故率接近国际先进企业水平，同时公司拥有国家级“绿色矿山”9 家；国家级“绿色工厂”2 家以及省级“绿色工厂”3 家。

**表 20：近年来公司安全、环保资金投入情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1-3
安全生产投入	5.98	5.61	6.75	2.24
环境保护投入	4.89	6.63	7.25	1.68
合计	10.87	12.24	14.00	3.92

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告及未经审计 2020 年一季度，各期财务数据均为财务报表期末数。

### 盈利能力

#### 公司经营业务利润和盈利指标保持增长，但资产减值损失、投资收益等非经常性损益存在一定波动

公司业务由毛利率较高的矿产产品和毛利率较低的冶炼产品构成。由于公司经营规模较大，各产品均已形成规模生产，单位成本保持一定幅度的边际下降，毛利率受产品销售价格波动的影响较大。黄金价格 2018 震荡下行，四季度开始反弹，2019 年开始上涨，趋势延续至今；铜及锌价格则自 2018



年起呈下降趋势。总体来看，随着毛利率较低的冶炼加工业务收入占比的提升以及矿产铜、矿产锌等产品价格的走低，公司整体营业毛利率有所下降。2020年一季度，黄金继续震荡上行，板块毛利率继续提升。铜板块则由于公司技改建设完成，生产成本大幅下降，在价格下行过程中仍保持着较好的毛利率水平。锌板块则受产品价格下行影响，毛利率大幅下降。公司整体营业毛利率同比下降1.96个百分点。

**表 21：近年来公司主要板块毛利率情况(%)**

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
矿产产金	33.95	31.37	41.82	49.72
冶炼加工金	0.55	0.25	0.55	0.63
矿产产银	39.12	24.31	42.71	47.92
矿产产阴极铜	--	--	36.65	49.34
矿产产电解铜	--	--	25.32	27.39
矿产产铜精矿	--	--	45.54	45.28
矿产产铜	50.61	49.95	--	--
冶炼产铜	5.58	3.54	3.22	1.70
矿产产锌	66.74	65.34	37.99	7.65
冶炼产锌	8.99	3.20	9.13	1.97
铁精矿	66.13	71.04	68.99	71.40
<b>营业毛利率</b>	<b>13.94</b>	<b>12.59</b>	<b>11.40</b>	<b>10.85</b>

资料来源：公司提供

公司经营规模扩大，运输成本上升使得销售费用有所增加，2019年公司将部分运输成本计入营业成本，当期销售费用有所下降；合并范围的扩大带来的人员数量增长影响，支付职工薪酬上升及研发费用的增加导致管理费用近年来增幅较大；公司债务规模的增长带动利息支出的增加，财务费用自汇兑损失降低后呈增长趋势。公司持有的以美元为主的外币资产头寸较多，导致汇兑损益有所波动。近年来公司期间费用整体有所增长，但在营业总收入高速增长的情况下，期间费用率有所降低。

尽管近年来公司毛利率有所下滑，但在营业总收入增长的带动下，经营性业务利润仍呈增长态势。公司拥有矿产类固定资产及无形资产较多，因此采取审慎的会计计量办法，每年对该类资产进行减值测试。2017年和2018年公司就固定资产及无

注<sup>4</sup>：2018年12月，公司以2.01亿元自厦门建发股份有限公司处购得紫金铜冠6%股权，购买日之前公司持有紫金铜冠45%股权账面价值

形资产分别计提较大数额的资产减值，对利润形成一定侵蚀。2019年资产减值损失大幅下降，且资产减值中应收款项所产生的信用损失占比不高，减值风险总体可控；随着2018年新金融工具准则实行，公司部分权益投资工具重分类后公允价值变动损益计入其他综合收益，此后公允价值变动损益对公司利润的影响逐步降低；2018年公司对其持有的厦门紫金铜冠发展有限公司（以下简称“紫金铜冠”）股权进行重估<sup>4</sup>，且权益法核算长期股权投资产生部分收益，使得当期投资收益规模较大。此外，资产报废、对外捐赠等营业外支出也对公司利润产生一定影响。

2020年4月，公司暂时丧失波格拉金矿采矿权。波格拉金矿2019年贡献权益收入27.96亿元，权益净利润5.27亿元，公司2020年收入及净利润增长预期将会受到一定影响。但考虑到该笔投资已收回成本并实现大幅盈利，若实际丧失采矿权，公司还将就处置部分资产获得收益，故该事件对公司财务影响总体可控。

**表 22：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	7.49	8.87	5.74	1.52
管理费用	29.94	32.39	41.66	10.35
财务费用	20.13	12.54	14.67	4.05
其中：利息费用	15.89	15.76	19.28	--
利息收入	3.21	3.51	5.00	--
汇兑损益	6.89	-0.81	-1.30	--
期间费用合计	57.56	53.81	62.07	15.93
期间费用率(%)	6.09	5.08	4.56	4.41
经营性业务利润	60.68	65.90	77.25	18.12
资产减值损失	22.21	15.00	4.34	2.37
公允价值变动收益	7.50	-1.36	-0.60	0.45
投资收益	1.56	10.61	0.34	2.59
营业外损益	-4.59	-0.51	-2.68	-0.69
利润总额	45.68	61.30	69.74	18.10
EBIT 利润率(%)	6.51	7.27	6.54	--
总资产收益率(%)	6.90	7.62	7.52	--

注：中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司息税前利润逐年提升，EBIT 利润率和总资产

4.84亿元，购买日公允价值为9.15亿元，按公允价值重新计量产生的收益为4.31亿元。



产收益率整体有所提升；但 2018 年受投资收益影响，使得当期指标波动较为明显。

2020 年一季度，在黄金产品量价齐升及铜产品产量同比大幅增加的情况下，公司业绩继续保持增长。当期公司实现营业总收入和净利润分别同比增长 24.52% 和 26.34%。随着铜、锌等价格开始反弹，预计公司 2020 年上半年业绩将继续提升。

## 资产质量

### 合并范围扩大及资本支出增加使得公司资产总额及债务规模近年来快速扩张；调整债务期限结构及公开发行股份使得公司资本结构有所优化

2018 年以来随着公司对紫金波尔、Nevsun 等多个公司多数股权的控制，合并范围有所增加。同时，公司逐步推进收购项目的投资工作，固定资产、无形资产的增加带动资产规模快速提升。流动资产方面，货币资金的波动使得流动资产波动较大，其中 2019 年末货币资金大幅下降主要系投资规模较大所致。受产品产销规模增加的影响，近年来存货也有所上升。

表 23：近年来公司资产端指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	59.36	100.90	62.25	78.65
存货	110.90	126.70	148.87	158.26
流动资产	286.75	304.49	285.94	322.93
长期股权投资	67.97	70.42	69.24	69.87
固定资产	301.36	341.44	386.25	435.31
无形资产	99.04	225.10	241.63	320.27
非流动资产	606.40	824.31	952.37	1,073.85
资产总计	893.15	1,128.79	1,238.31	1,396.78
流动资产比重(%)	32.11	26.97	23.09	23.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2018 年公司负债端随合并范围扩大及对外筹资的增加有所增长。2019 年公司负债规模相对保持稳定，但通过多期债务融资工具置换到期债务，拉长债务期限结构，减轻部分短期流动性压力。同年公司完成公开发行募集资金近 80 亿元，用于置换收购 Nevsun 时的银行借款。近年来公司维持较好

注<sup>5</sup>：2017~2019 年公司分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为 59.09%、56.26% 和 59.24%。

的收益水平，未分配利润积累也使其资本实力有所增强。但公司股息支付率较高<sup>5</sup>，一定程度降低了未分配利润增速。2019 年公司完成公开发行股票，使得当期末资产负债率和总资本化比率均有所下降。

表 24：近年来公司负债权益端指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	98.56	156.17	144.41	173.70
应付账款	42.17	45.40	43.82	42.56
其他应付款	36.42	49.80	53.26	58.52
一年内到期的非流动负债	46.00	97.07	57.69	92.74
流动负债合计	287.94	372.23	333.63	410.66
长期借款	65.99	129.18	138.26	171.66
应付债券	137.79	88.79	119.66	117.13
非流动负债合计	228.79	283.82	333.89	400.31
负债合计	516.72	656.06	667.51	810.97
流动负债占比(%)	55.72	56.74	49.98	50.64
实收资本	23.03	23.03	25.38	25.38
其他权益工具	4.99	49.86	49.86	49.86
资本公积	111.10	110.95	186.90	186.15
未分配利润	201.95	221.81	240.06	250.46
少数股东权益	26.43	68.18	58.94	89.42
所有者权益合计	376.43	472.74	570.80	585.80
资产负债率(%)	57.85	58.12	53.91	58.06
经调整的资产负债率(%)	58.41	62.54	57.93	61.63
总资本化比率(%)	49.79	50.13	45.29	49.44

注：经调整的资产负债率为将公司计入“其他权益工具”的永续债静态调入负债后计算所得。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年一季度，主要受合并大陆黄金影响，当期末公司外部借贷规模有所增加，合并完成后总资产进一步上升。2020 年以来公司债务增速较快，未来随着收购项目的建设所需较高额度资本支出，或将进一步推高公司杠杆水平。中诚信国际将关注公司后续债务控制情况。

## 现金流及偿债能力

### 未来公司投资活动净现金流或将仍呈流出态势，公司还将依靠对外融资筹措资金，但较强的经营获现能力将有助于公司降低筹资依赖程度，维持较强的偿债能力

近年来公司经营状况良好，随着收购整合后经营规模的扩大，经营活动现金流入逐年增加。公司



收购项目及后续持续的投资使得投资活动现金流呈现大幅净流出态势。筹资活动现金流视公司当期资金需求情况，波动幅度较大。2018 年公司筹措收购资金，当期筹资活动现金流呈大幅净流入；2019 年公司借款持续滚动，使用了债务融资工具对到期债务进行置换并完成了非公开发行募集资金，筹资活动净现金流维持平衡状态。2020 年一季度因对外收购、补充流动性及项目建设等方面的资金需求，筹资活动现金流再度呈现大幅净流入态势。

近年来公司总债务规模整体有所上升，短期债务与长期债务占比相当。随着公司经营规模的扩大、毛利润上升，公司 EBITDA 逐年增加，EBITDA 对债务的保障能力有所提升。但由于 2018 年债务规模大幅上升发生在三季度之后，故当期利息覆盖倍数与债务覆盖倍数有所分化。但整体来看，公司经营状况良好，经营活动净现金流可有效覆盖利息，且为债务本息偿付提供一定流动性支持。公司 EBITDA 对总债务覆盖能力较强。近期，由于股权并购事项较多，大额资本开支一定程度上推升了公司债务余额，但受益于良好的经营获现能力，畅通的外部融资渠道，预计公司短期流动性压力尚可，但仍需关注大额资本可能对公司偿债指标产生弱化影响。在资本开支下降后，公司可依靠较强盈利能力实现杠杆水平的下降。

**表 25：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	97.64	102.33	106.66	23.26
投资活动净现金流	-59.48	-136.40	-141.03	-103.31
筹资活动净现金流	-26.74	76.55	-3.26	96.79
长期债务	203.78	217.97	257.93	288.79
总债务	373.28	475.24	472.49	572.92
长期债务占比(%)	54.59	45.87	54.59	50.41
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.86	6.17	5.21	--
EBITDA/总债务(%)	0.28	0.26	0.31	--
经调整的 CFO/总债务(%)	17.62	11.86	10.95	--
EBIT 利息倍数(X)	3.70	4.64	4.35	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**充足的外部授信和畅通的股权融资渠道对公司整体偿债能力提供支持；新并购企业存在一定规模的**

## 对外担保余额尚待解决

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,605.91 亿元，其中未使用额度为 1,106.77 亿元；同时，公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。同期末，控股股东闽西兴杭国有资产投资经营有限公司持有公司 60.84 亿股股份，其中因国有资产划转社保基金冻结 2.08 亿股，占其持股比例的 3.43%，不对其对公司控制权产生重大影响。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 1.60 亿元，占当期末总资产的 0.13%。受限资产主要包括因闭矿生态修复受限的货币资金和以矿山恢复保证金为主的其他非流动资产，分别为 1.49 亿元和 0.10 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；对福建省稀有稀土（集团）有限公司担保余额为 4.88 亿元，该笔担保未采取反担保措施。因该公司为福建省人民政府国有资产监督管理委员会下属企业，担保风险总体可控。

公司于 2020 年 7 月完成收购的巨龙铜业或有负债事项较多。截至 2020 年 6 月 8 日，其为西藏藏格创业投资集团有限公司（以下简称“藏格集团”）提供 16.64 亿元担保，为藏格集团关联人四川省永鸿实业有限公司提供 15 亿元担保，为青海中浩天然气化工有限公司提供 2 亿元担保。尽管藏格集团及其关联人、借款方已向公司和巨龙铜业提供解除有关担保责任的方案，并在交易过程做出了相应安排，以尽快解除巨龙铜业相关担保责任，且藏格集团实际控制人肖永明方将提供相应的抵押物和质押物，但仍存在无法按期解除担保的可能，导致巨龙铜业面临大额或有负债风险。此外，藏格集团持有巨龙铜业 12.88% 股权处于质押、冻结状态，西藏中胜矿业有限公司持有巨龙铜业 18% 股权处于质押状态。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料，截至 2020 年 6 月 11 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支



付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### **当地政府支持意愿强烈，给予企业优先的战略考量和一定的政策指引，部分矿产资源运营主体位于西部地区，享受西部大开发税收优惠政策**

公司主体位于福建省龙岩市上杭县，实际控制人为上杭县财政局。福建省龙岩市已形成了以有色金属、机械装备和文旅康养为依托，以第二产业为支撑的经济发展格局，公司在其产业布局中具有重要地位。公司是市、县两级头部企业，地方经济发展的支柱。市、县两级政府就企业发展提供有力的支持，在政策优惠，行政、金融等资源的协调等方面为公司提供了支持。龙岩市 2020 年政府工作报告中提出了将加快建设制造业提质发展，着手打造金、铜精深加工示范基地，推进紫金铜业 40 万吨技改项目。政府还将支持紫金矿业等企业通过增资扩产、技改升级、并购投资等方式实现产业链延伸及发展产业配套项目，支持企业通过走出去的方式投资兴业、拓展市场。

此外，公司下属部分子公司符合西部大开发税收优惠政策规定的条件，除可减按 15% 税率计征企业所得税外，在当地也均可获得相关支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定紫金矿业集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“紫金矿业集团股份有限公司 2020 年度公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于紫金矿业集团股份有限公司 2020 年度公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，对本次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，本公司将于本次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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.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。

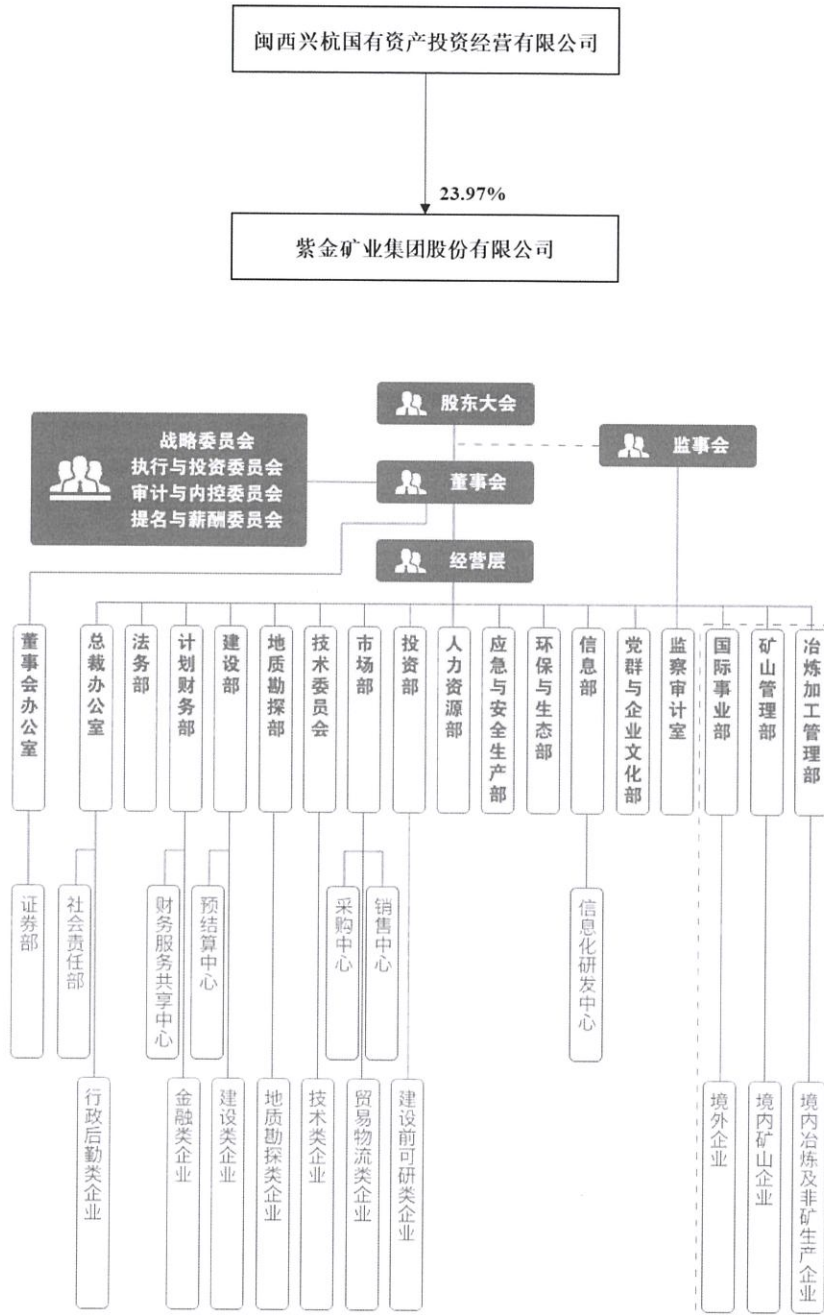
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 07 月 22 日



### 附一：紫金矿业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附二：紫金矿业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	593,606.67	1,008,989.08	622,514.48	786,531.90
应收账款净额	129,286.45	100,987.11	94,411.57	79,310.69
其他应收款	115,300.30	141,551.26	88,100.67	74,197.35
存货净额	1,108,983.50	1,266,967.49	1,488,655.42	1,582,603.12
长期投资	757,554.94	704,175.33	1,228,663.72	1,013,339.94
固定资产	3,013,619.96	3,414,446.49	3,862,476.64	4,353,085.37
在建工程	312,229.69	535,580.58	587,682.94	727,479.48
无形资产	990,352.60	2,251,028.02	2,416,250.85	3,202,743.16
总资产	8,931,526.36	11,287,930.38	12,383,094.72	13,967,764.73
其他应付款	364,211.53	497,958.68	532,684.98	585,168.33
短期债务	1,694,987.87	2,572,698.53	2,145,675.71	2,841,292.97
长期债务	2,037,816.33	2,179,736.94	2,579,269.02	2,887,949.17
总债务	3,732,804.19	4,752,435.47	4,724,944.74	5,729,242.14
净债务	3,139,197.52	3,743,446.39	4,102,430.26	4,942,710.24
总负债	5,167,241.83	6,560,559.11	6,675,134.92	8,109,715.05
费用化利息支出	158,904.33	157,622.47	192,781.75	--
资本化利息支出	7,705.49	8,293.17	12,052.64	--
所有者权益合计	3,764,284.52	4,727,371.27	5,707,959.81	5,858,049.69
营业总收入	9,454,861.91	10,599,424.61	13,609,797.80	3,616,185.62
经营性业务利润	606,834.21	659,045.20	772,509.63	181,197.48
投资收益	15,567.01	106,052.29	3,440.62	25,920.02
净利润	324,754.92	468,267.66	506,090.47	132,641.70
EBIT	615,700.35	770,640.44	890,209.63	--
EBITDA	1,047,122.72	1,215,557.26	1,475,510.84	--
经营活动产生现金净流量	976,435.55	1,023,300.97	1,066,555.70	232,603.32
投资活动产生现金净流量	-594,760.28	-1,364,021.04	-1,410,283.01	-1,033,096.10
筹资活动产生现金净流量	-267,428.73	765,516.84	-32,581.03	967,901.72
资本支出	503,748.48	780,886.19	1,189,600.12	167,154.50
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	13.94	12.59	11.40	10.85
期间费用率(%)	6.09	5.08	4.56	4.41
EBITDA 利润率(%)	11.07	11.47	10.84	--
总资产收益率(%)	6.90	7.62	7.52	--
净资产收益率(%)	9.45	11.03	9.70	9.17*
流动比率(X)	1.00	0.82	0.86	0.79
速动比率(X)	0.61	0.48	0.41	0.40
存货周转率(X)	7.05	7.80	8.75	8.40*
应收账款周转率(X)	91.09	92.06	139.30	166.53*
资产负债率(%)	57.85	58.12	53.91	58.06
总资本化比率(%)	49.79	50.13	45.29	49.44
短期债务/总债务(%)	45.41	54.13	45.41	49.59
经营活动净现金流/总债务(X)	0.26	0.22	0.23	0.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.58	0.40	0.50	0.33*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.86	6.17	5.21	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	17.62	11.86	10.95	--
总债务/EBITDA(X)	3.56	3.91	3.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.62	0.47	0.69	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.28	7.33	7.20	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.70	4.64	4.35	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信在分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理。



### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。





# 营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司  
 类型 有限责任公司(中外合资)  
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101  
 法定代表人 闫衍  
 注册资本 人民币3266.67万元  
 成立日期 1999年08月24日  
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日  
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



在线扫码获取详细信息

此件与原件一致, 仅限紫金矿业集团股份有限公司2020年度公开发行A股可转换公司债券使用, 再次复印无效。

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

此件与原件一致，仅限紫金矿业集团股份有限公司2020年度公开发行A股可转换公司债券使用，再次复印无效。



公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)



2020年2月13日



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2015年03月28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

201504421424671042



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2019年12月01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

20191211000011445401011  
0000



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



商思仪, 证件号码:110104199012262022, 于2013年10月13日证券投资分析  
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

20131031835131031

2013年10月13日



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



商思仪, 证件号码:110104199012262022, 于2013年07月21日证券市场基础  
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

20130711452121011

2013年07月21日

