

云南铜业股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100091】

评级对象: 云南铜业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

20 云铜 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 28 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2020 年 4 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	9.97	6.40	3.29
刚性债务	120.12	117.88	92.70
所有者权益	74.76	84.26	90.14
经营性现金净流入量	19.29	0.11	28.93
合并口径数据及指标:			
总资产	372.64	420.76	398.38
总负债	261.56	299.49	280.62
刚性债务	205.51	241.22	224.94
所有者权益	111.09	121.27	117.76
营业收入	474.30	632.90	882.39
净利润	4.02	9.75	8.13
经营性现金净流入量	22.23	10.71	48.84
EBITDA	25.73	35.69	35.51
资产负债率[%]	70.19	71.18	70.44
权益资本与刚性债务比率[%]	54.05	50.27	52.35
流动比率[%]	101.10	97.89	116.00
现金比率[%]	16.71	13.84	13.56
利息保障倍数[倍]	1.60	2.14	2.08
净资产收益率[%]	3.90	8.39	6.81
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.15	3.82	16.84
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.11	-4.60	8.66
EBITDA/利息支出[倍]	2.93	3.63	3.64
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.16	0.15

注:根据云南铜业经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算,其中 2019 年数据采用 2020 年期初(上年)数。

分析师

胡颖 huying@shxsj.com
李佳卫 ljw@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对云南铜业股份有限公司(简称“云南铜业”,发行人、该公司或公司)及其发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(简称“20 云铜 01”、本期债券)的跟踪评级反映了 2020 年以来云南铜业在品牌技术、股东支持、融资渠道等方面保持优势,同时也反映了公司在主业周期性波动、资金占用、财务杠杆较高等方面继续面临压力。

主要优势:

- **主业具有品牌及技术优势。**云南铜业具有较强的技术研发和自主创新能力,其铜冶炼技术、生产成本及设备均处于国内较领先水平,公司“铁峰”牌系列产品具有一定知名度。
- **股东支持力度较大。**云南铜业作为中铝集团和中国铜业铜板块的主要平台,战略地位突出。公司在资源获取、原料保障及产能扩张等方面能够获得较大力度的支持。
- **融资渠道较通畅。**云南铜业为 A 股上市公司,同时与多家银行建立较好合作关系,且未使用授信余额较充足,公司直接及间接融资渠道较为通畅。

主要风险:

- **主业周期性波动明显。**铜具有大宗商品属性与金融属性,其价格受供求关系、美元走势、通胀预期等多重因素影响而波动性明显。云南铜业的主业盈利能力易受加工费波动影响。
- **原材料对外依赖度高。**云南铜业主要原料铜精矿对外依存度较高,所面临的原材料价格波动风险及资金占用压力较大。公司经营过程中还面临一定的汇率风险。
- **财务杠杆较高。**随着产能扩张和经营环节占款

增加，云南铜业累积了较大规模的刚性债务，财务杠杆处于较高水平。

➤ 未来展望

通过对云南铜业及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



云南铜业股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照云南铜业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(简称“20 云铜 01”、本期债券)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据云南铜业提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据,对云南铜业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会 2019 年 9 月 16 日签发的证监许可[2019]1712 号核准,该公司获得向合格投资者发行面值总额不超过 25 亿元公司债券的额度,额度有效期 2 年。2020 年 6 月,公司发行首期债券 20 云铜 01,发行规模 5 亿元,期限 3 年,资金用途为扣除发行费用后偿还银行借款。截至 2021 年 4 月末,公司尚在存续期的债券仅 20 云铜 01,债券余额 5 亿元,具体情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2021 年 4 月末公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 云铜 01	5.00	5.00	3 年	3.79	2020-06-02	25 亿元/2019 年 9 月	未到付息期

资料来源:云南铜业

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来,全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化,部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力,宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验,而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性,我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内,宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好,同时需关注海外疫情形势、美对华战

略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确

定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

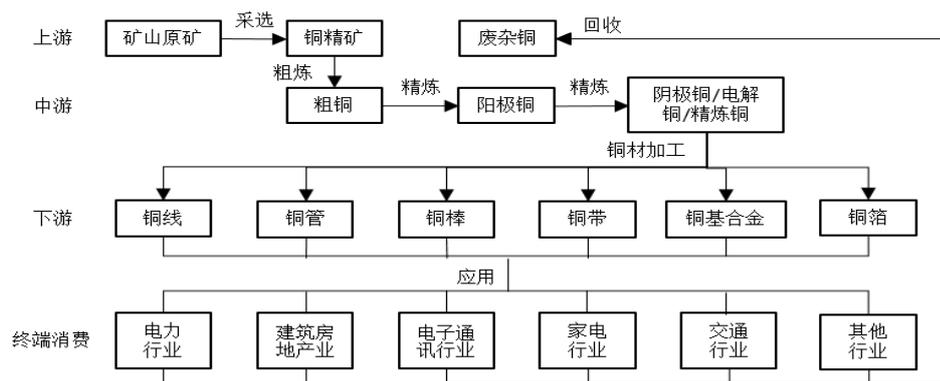
(2) 行业因素

我国为铜精矿第一大消费国，但铜矿资源较匮乏，进口依赖度较高。国内铜冶炼企业以赚取加工费为主，盈利空间较为有限。2020 年国内需求率先恢复，而矿端供应受疫情影响持续偏紧，供需失衡压力下铜冶炼加工费滑至新低，铜冶炼企业将面临较大的经营压力。国内铜冶炼企业集中程度较高，头部企业均拥有自有矿山，但整体自给率较低，单位冶炼成本低、产业链完善、铜矿自给率高的企业具有更强的抗风险能力。

A. 行业概况

铜具有导电性导热性好、抗磁化、耐腐蚀、易加工等特点，形成合金后还具有其他性能如形状记忆、超弹性、减震性等。其中，黄铜是铜和锌的合金，白铜是铜和镍的合金，青铜是铜和除了锌和镍以外的元素形成的合金，主要有锡青铜、铝青铜等，紫铜（又称红铜）是铜含量很高的铜，其他杂质总含量在 1% 以下，即工业纯铜。

图表 2. 铜产业链概况



资料来源：新材料在线、CIB Research

全球铜矿资源方面，智利、澳大利亚和秘鲁铜矿储量分别排名第一、第二和第三，据美国地质调查局数据，截至 2020 年末智利铜矿资源占比约 23%，中国储量占比不足 3%。2018-2020 年全球铜精矿含铜产量分别为 2,040 万吨、2,040 万吨和 2,000 万吨。2019 年全球最大铜矿之一印尼 Grasberg 项目由于作

业方式逐步从露天开采转向地下开采，其铜精矿产量大幅下滑；加之南美洲的产铜国秘鲁和智利频频发生骚乱和罢工，2019 年全球铜精矿供给处于紧张状态。2020 年全球铜精矿含铜产量下降 2%，主要系新冠疫情引起矿山临时关闭，特别是在秘鲁；俄罗斯的托明斯科耶和刚果的德兹瓦等新项目投产，加上巴拿马铜矿增产以及印度尼西亚铜矿生产恢复，部分抵消了疫情导致的产量下降。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量，铜矿资源垄断程度高，CR10 铜矿供应商产量合计超过总产量的 50%。我国矿山年产铜精矿超过 30 万吨的有五矿资源有限公司和紫金矿业集团股份有限公司（简称“紫金矿业”），分别可产 45 万吨/年（主要来自秘鲁、刚果（金）两座矿山）和 37 万吨/年（来自国内 5 座及海外 3 座矿山），国内铜矿自给率普遍偏低，大部分不足 10%。

2020 年我国铜产品进出口贸易总额 888 亿美元，同比增长 9.1%，其中进口额、出口额分别为 826 亿美元、62 亿美元，同比分别增长 10.6%、-8.8%。进口方面，受禁止洋垃圾入境政策以及铜矿加工费低、国内硫酸滞销等因素影响，废铜、铜精矿进口实物量分别为 94 万吨、2,177 万吨，同比分别下降 36.9%、1%，粗铜、精炼铜进口量分别为 103 万吨、467 万吨，同比分别增长 35.5%、31.5%。出口方面，未锻轧铜及铜材出口量为 74 万吨，同比下降 11.5%。

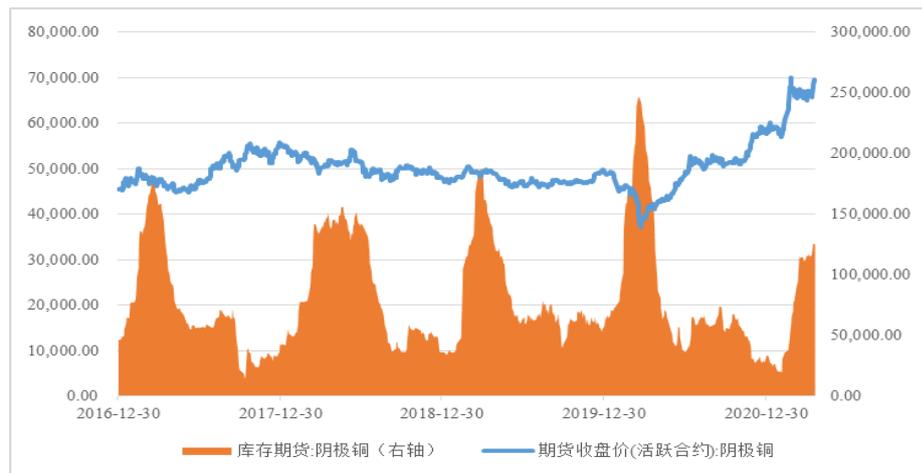
产量方面，根据国家统计局数据，2018-2020 年我国电解铜产量分别为 903 万吨、978 万吨和 1,003 万吨，同比增长分别为 8.0%、10.2%和 7.4%，近三年我国电解铜产量逐年扩大。2019 年铜冶炼行业投资同比增长 40.9%，国内铜冶炼厂年产能扩充约 100 万吨，带动当年产量增长。后续有色金属行业将由规模扩张逐步转向加大环保、安全等技改以及高端材料、新技术等研发投入。产能分布上，国内铜冶炼主要集中在江西、云南、安徽等铜矿资源丰富的地区。

消费方面，我国为精炼铜第一大消费国，占全球消费量的一半以上。按铜下游需求分类，我国电力、建筑、家电和汽车消费量占比分别为 45%、18%、16%和 7%。2018-2020 年，我国电网基本建设投资完成额分别为 5,373 亿元、4,856 亿元和 4,699 亿元，同比增速分别为 0.6%、-9.6%和-6.2%；建筑方面，近三年全国房地产开发投资分别为 12.03 万亿元、13.22 万亿元和 14.14 万亿元，同比分别增长 9.5%、9.9%和 7.0%，房地产销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米和 17.61 亿平方米；同期家电市场零售额分别为 8,211 亿元、8,032 亿元和 7,297 亿元，受疫情影响，2020 年零售额同比下滑 9.2%。总体来看，电力投资下滑，家电行业以存量更新为主、增长空间有限，房地产投资仍保持一定增长，铜需求增长乏力，但由于基数较大且政策面仍会通过加大基础设施投入以保持经济平稳增长，预计铜行业中短期内仍可保持稳定发展。

铜价方面，铜是重要的工业原材料，价格由供求双方决定；同时作为大宗商品，具备较强的金融属性，国内价格与国际价格接轨，同时与美元走势、通胀预期等因素有较强联动性。2018 年，由于智利全球最大铜矿劳资谈判再次陷入僵持，上半年铜价上扬；之后受中美贸易摩擦升温、下游需求疲软等影响，铜价震荡偏弱，价格有所回调。2019 年，铜价延续弱势震荡走势，全年上期

所阴极铜收盘均价 47,673 元/吨，同比下降 5.9%。2020 年铜市呈现先抑后扬走势，年初上期所阴极铜收盘价 49,230 元/吨，受新冠疫情影响，需求较为低迷，价格快速下行，最低至 3 月 27 日的 37,200 元/吨；随着复工复产及国内逆周期政策推进，国内汽车、家电、房地产等需求明显改善，另一方面，全球疫情对铜矿供给端扰动，伴随新冠疫苗进展和美国新基建的预期，铜价呈大幅上涨态势，2020 年末铜价为 57,750 元/吨，较年初上涨 17.31%，全年均价上涨 2.35%。2021 年以来，在疫情后经济复苏计划及矿端扰动影响下，铜价继续维持强势走势，至 4 月末上期所阴极铜收盘价为 71,890 元/吨，较年初上涨 23.61%。

图表 3. 近年 SHFE 铜价及库存走势情况（单位：吨、元/吨）



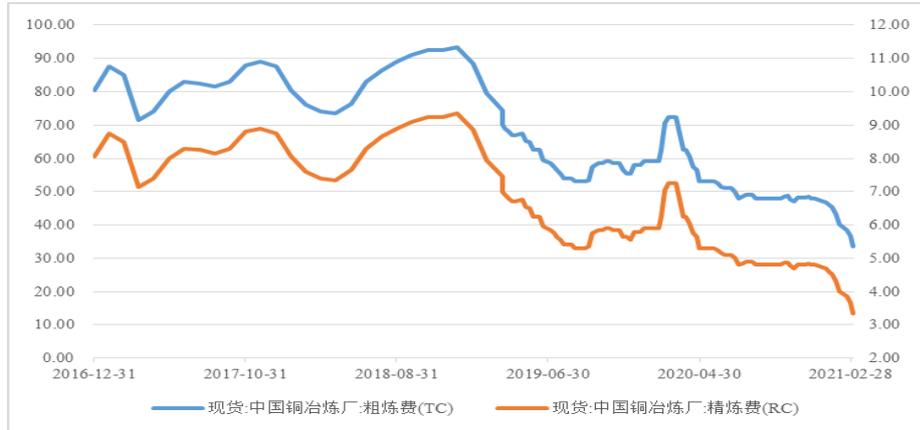
资料来源：Wind

我国铜精矿产量、精铜产能、铜加工产能三者的比例关系约为 1 : 3.6 : 8.2，铜产业链产能不匹配，资源自给率不足使得铜冶炼和加工企业在铜加工费谈判中处于劣势。铜加工费确定的一般模式为：上年末国内主要铜冶炼企业与国际铜矿企业协商确定下年度铜加工费 TC/RC¹参照基准，基准确定后，实际 TC/RC 年内随市场行情有所波动。受全球铜矿资源供应偏紧与国内铜冶炼产能扩张影响，近年来铜加工 TC/RC 呈下降趋势，2018-2020 年我国铜精矿长单 TC/RC 参照基准分别为 82.25 美元/吨和 8.225 美分/磅、80.80 美元/吨和 8.08 美分/磅及 62 美元/吨和 6.2 美分/磅，2021 年参照基准进一步降至 59.50 美元/吨和 5.95 美分/磅。现货铜精矿 TC/RC 方面，2018 年末为近 2 年高点，分别为 93.5 美元/吨和 9.35 美分/磅，一路下行至 2019 年 8 月末的 53 美元/吨和 5.3 美分/磅。受国内疫情停产及运输因素影响，铜冶炼厂生产负荷下降，TC/RC 回升至 2020 年 3 月中旬的 72.5 美元/吨和 7.25 美分/磅；随着海外疫情扩散，铜精矿供应偏紧，TC/RC 快速下行，至 2021 年 3 月仅 33.50 美元/吨和 3.35 美分/磅，已跌破大部分铜冶炼企业的成本线。铜加工费的波动很大程度上影响了冶炼企业的盈利情况，单位冶炼成本低、产业链完善、铜矿自给率高的企业具有更强的抗风

¹ TC/RC 为精铜矿转化为精铜的总费用，TC 为处理费(Treatment charges)或粗炼费，而 RC 为精炼费(Refining charges)。目前通行的做法是，铜精矿加工完毕后，矿产商或贸易商与冶炼厂商事先谈好 TC/RC 费用，然后基于 LME 基准价确定的售价中扣除 TC/RC 费用，就是铜精矿的销售/采购价格。冶炼加工费与铜矿供给呈正比，即铜矿供过于求（及冶炼产能相对不足）时，冶炼费用一般较高，反之则较低。

险能力。

图表 4. 近年铜冶炼加工费价格趋势



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

注: 设铜精矿含铜率 25%, 铜精炼回收率 96.5%。如 2021 年参照基准 TC/RC 为 59.5 美元/吨及 5.95 美分/磅, 结合回收率的综合加工费为 $(1/25%*59.5 + 5.95*22.0459)/96.5%=382.56$ 美元/吨, 按 2021 年 4 月 30 日美元对人民币汇率 6.48 计算, 折合人民币 2,478 元/吨。

B. 政策环境

2018 年 4 月, 生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》公告, 自 2018 年底开始, 以回收铜为主的废电机等(包括电机、电线、电缆、五金电器)的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。此次《进口废物管理目录》文件意味着禁止进口七类废铜²政策正式落地。受政策影响, 废铜获批量大幅下降, 2018-2020 年废铜进口量分别为 241.29 万吨、148.65 万吨和 94.38 万吨。2019 年 9 月, 工信部发布新版《铜冶炼行业规范条件》, 对铜冶炼企业布局, 质量、工艺和装备, 能源消耗, 资源综合利用及安全生产与职业病防治等方面提出规范及引导性意见, 促进铜冶炼行业持续健康发展。2020 年 4 月, 工信部、发改委和自然资源部三部委联合公告有色金属行业智能工厂(矿山)建设指南(试行), 具体包括《有色金属行业智能矿山建设指南(试行)》《有色金属行业智能冶炼工厂建设指南(试行)》《有色金属行业智能加工工厂建设指南(试行)》等三份文件, 加快 5G、人工智能、工业互联网等新一代信息通信技术与有色金属行业融合创新发展, 切实引导有色金属企业智能升级。

图表 5. 近年我国铜业相关政策梳理

时间	发文机构	政策名称	具体内容
2018 年 4 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署	进口废物管理目录	2018 年 12 月 31 日之后, 以回收铜为主的废电机等(包括电机、电线、电缆、五金电器)的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。
2019 年 9 月	工信部	铜冶炼行业规范条件	适用于已建成投产利用铜精矿和含铜二次资源的铜冶炼企业(不包含单独含铜危险废物处置企业)。对企业布局, 质量、工艺和装备, 能源消耗, 资源综合利用及安全生产与职业病

² 我国将进口废杂铜分为六类和七类废杂铜, 六类杂质较少, 通常可以直接加工利用。七类主要包括废旧线、变电机等必须经过拆解和分拣等再度加工处理才能被冶炼厂或铜加工厂使用。

时间	发文机构	政策名称	具体内容
			防治等方面提出规范及引导性意见。
2020年4月	工信部、发改委、自然资源部	有色金属行业智能工厂（矿山）建设指南（试行）	具体包括《有色金属行业智能矿山建设指南（试行）》《有色金属行业智能冶炼工厂建设指南（试行）》《有色金属行业智能加工工厂建设指南（试行）》等三份文件。结合中国有色金属冶炼工艺复杂等特点，推进工业互联网、大数据、人工智能、5G等前沿技术在有色金属行业的应用，切实引导有色金属企业智能升级。
2020年10月	生态环境部、商务部、发改委、海关总署	关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告	符合《再生黄铜原料》（GB/T 38470-2019）、《再生铜原料》（GB/T 38471-2019）、《再生铸造铝合金原料》（GB/T 38472-2019）标准的再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口。

资料来源：公开资料

C. 竞争格局/态势

全球大型铜冶炼企业基本位于资源地或消费大国。考虑到企业整体产能要高于单个冶炼厂，因而铜冶炼企业虽然没有铜矿的垄断性强，但精炼铜的全球集中度依然较高。国内方面，我国精炼铜产能规模达40万吨以上的特大型企业主要有江西铜业股份有限公司（简称“江西铜业”）、铜陵有色金属集团股份有限公司（简称“铜陵有色”）、云南铜业股份有限公司（该公司）、金川集团股份有限公司（简称“金川集团”）、紫金矿业、阳谷祥光铜业有限公司（简称“祥光铜业”）等，国内精炼铜CR6约为50%，行业集中度较高。

江西铜业为我国最大的铜生产基地、最大的伴生金、银生产基地以及重要的硫化工基地，拥有目前国内规模最大的德兴铜矿等，截至2020年末100%所有权保有铜资源储量874.4万吨（金属量，下同），联合其他公司控制的资源按所占权益计算铜金属资源量约443.5万吨，年产铜精矿含铜逾20万吨，2020年阴极铜产量164.25万吨。铜陵有色铜资源储量301.85万吨（集团2019年末境内口径数据，全年铜精矿产量5.53万吨），2020年生产阴极铜142.20万吨。云南铜业铜金属资源储量471.16万吨，2020年阴极铜产量130.90万吨，铜精矿产量9.80万吨。2020年3月末金川集团铜资源储量1,128.50万吨，2019年铜精矿产量14.07万吨，阴极铜年产量87.23万吨。紫金矿业积极布局海外矿山，是我国拥有金、铜、锌资源储量最多的企业之一，权益铜资源储量6,205.58万吨，2020年产铜精矿45.34万吨，电积铜、电解铜及冶炼产铜等铜产品共计69.98万吨。可见，国内大型铜企均有一定铜矿资源储备。但我国铜资源相对匮乏，大部分铜企业的矿石自给率不足10%，铜精矿进口依赖度高。

图表6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020年/末，单位：万吨、亿元）

核心样本企业名称	核心经营指标						核心财务数据（合并口径）			
	阴极铜产量	自产铜精矿	营业收入	毛利率	阴极铜收入	阴极铜毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
江西铜业	164.25	20.86	3,185.63	3.55%	1,666.80	3.90%	1,408.82	52.54%	24.44	13.82
铜陵有色	142.20	5.64	994.38	4.39%	855.62	3.40%	521.83	60.41%	9.61	21.57
云南铜业	130.90	9.80	882.39	5.97%	652.79	5.22%	398.38	70.44%	8.13	48.84
紫金矿业	69.98	45.34	1,715.01	11.91%	299.38	10.93%	1,823.13	59.08%	84.58	142.68
金川集团	87.23*	14.07*	2,477.59	4.78%	448.95	6.85%	1,148.53	59.99%	24.61	103.37
祥光铜业	40.43*	0	289.70	4.07%	113.53**	4.16%**	198.11	55.85%	4.24	15.65

核心样本企业名称	核心经营指标						核心财务数据（合并口径）			
	阴极铜产量	自产铜精矿	营业收入	毛利率	阴极铜收入	阴极铜毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
北方铜业	13.24*	4.31*	73.69	15.65%	51.70	19.08%	87.57	68.57%	4.66	8.53

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

注 1：标*为 2019 年数据，标**为 2020 年前三季度数据

注 2：紫金矿业阴极铜收入口径为电积铜+电解铜+冶炼产铜

D. 风险关注

下游主要行业景气度弱化，铜需求增长乏力。2020 年，铜行业主要下游行业电力设备设施投资降速，家电更新换代需求有限，铜需求增长乏力，但由于基数较大且政策面仍会通过加大基础设施投入以保持经济平稳增长，预计铜行业短期内仍可保持稳定发展。长期看，随着大规模城市化与工业化阶段的结束，以及城乡基础设施水平的显著提升，尤其是经济增长动能的转换，铜行业将面临较大挑战。

铜精矿对外依存度高，铜价及冶炼加工费易受矿端供应影响，进而影响盈利。我国是精炼铜第一大消费国，而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，铜资源对进口依赖度高。铜冶炼企业以赚取加工费为主，TC/RC（粗炼费/精炼费）易受铜价、大型矿山的开工停产、精炼铜冶炼能力扩大等因素影响，铜价及加工费波动对铜冶炼企业盈利能力影响较大。

面临持续的环保压力。国内污染防治力度不断加大，固废进口政策收紧，行业绿色发展压力较大。行业向绿色化、智能化的发展短期内加大铜生产企业的环保压力，部分环保投入不足、资本实力较弱的小型铜企或被淘汰出局。

新冠疫情影响。受疫情造成短期停工和运输不畅影响，2020 年初铜基本面暂时失衡，铜价疲软、库存攀升，销售资金回笼及采购款支付、银行还贷两端挤压企业资金。中短期来看，中国疫情得到有效控制后逐步复工复产，但海外疫情控制仍有较大不确定性，未来一段时间内海外铜精矿供给或将持续紧张。

2. 业务运营

该公司为国内主要铜采选及冶炼企业之一，已形成覆盖采选、冶炼等产业链的业务布局，具备一定的规模优势。受益于 2018 年非公开发行募资，公司收购迪庆有色并投建铜冶炼产能，铜矿资源储备及阴极铜产能均得以提升，因此阴极铜及伴生金属产销量近三年快速增长，整体收入和毛利水平得以提升。2019 年以来铜冶炼费 TC/RC 明显下行，公司经营压力有所加大，高度有效的套保政策有助于公司维持相对稳定的加工收益、规避铜价波动风险。

该公司为国内主要铜冶炼企业之一，已形成覆盖采选、冶炼等产业链的业务布局，具备一定的规模优势。公司通过设备引进、技术改造和工艺革新，其装备水平与产品质量不断提升并处于行业较先进水平。经过多年经营积累，公司积累了较高的品牌价值，其“铁峰牌”系列产品在国内外具有一定市场知名

度。2020 年末，公司合并口径矿山保有铜金属量共计 471.16 万吨，铜平均品位 0.42%。公司作为中国铝业集团有限公司（简称“中铝集团”）旗下铜板块重要平台，可享受到集团体系的资源保障。控股股东之股东中国铜业有限公司（简称“中国铜业”）在秘鲁收购矿山已探明储量逾 1,000 万吨，在同等条件下可优先向公司提供。

为提高铜精矿自给率、完善业务布局和提升冶炼工艺，该公司于 2018 年 12 月非公开发行股票，扣除发行费用后的募集资金净额为 21.04 亿元，用于收购云南迪庆有色金属有限责任公司（简称“迪庆有色”）50.01% 股权³，并投资中铜东南铜业有限公司（简称“东南铜业”）铜冶炼基地项目、楚雄滇中有色金属有限责任公司（简称“滇中有色”）10 万吨粗铜/年和 30 万吨硫酸/年完善项目。截至 2020 年末，主要投资在建产能已建设完成；2018-2020 年，迪庆有色金属盈利承诺合计 8.17 亿元，实际盈利合计 15.88 亿元，已兑现盈利承诺。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
阴极铜	西南、华北、华东、华南	横向规模化及纵向一体化	规模/技术/资源/区域分布/品牌

资料来源：云南铜业

(1) 主业运营状况/竞争地位

阴极铜产品、稀贵金属产品和贸易业务为该公司主要的收入和利润来源，其中稀贵金属主要为阴极铜冶炼的伴生金属。2018-2020 年公司营业收入分别为 474.30 亿元、632.90 亿元和 882.39 亿元，呈快速增长趋势，主要系阴极铜产销规模扩大。公司综合毛利率分别为 7.63%、7.32% 和 5.97%，其中 2019 年综合毛利率下滑，主要系毛利率相对较低的阴极铜收入占比提升所致；2020 年综合毛利率下滑主要受铜冶炼费及白银 TC/RC 整体走低影响。

图表 8. 公司核心业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入合计	474.30	632.90	882.39
其中：核心业务收入	385.66	546.32	752.26
在营业收入中所占比重（%）	81.31	86.32	85.25
其中：（1）阴极铜	330.87	485.39	652.79
在核心业务收入中所占比重（%）	85.79	88.85	86.78
（2）黄金	21.09	37.34	64.87
在核心业务收入中所占比重（%）	5.47	6.84	8.62
（3）白银	33.70	23.59	34.60
在核心业务收入中所占比重（%）	8.74	4.32	4.60

³ 本次非公开发行，云铜集团对该公司收购的迪庆有色作出业绩承诺，2018-2020 年迪庆有色扣除非经常性损益后归属于母公司的所有者净利润（盈利预测指标）分别不低于 15,165.25 万元、28,227.95 万元和 38,355.06 万元，合计为 81,748.26 万元。若补偿期限内截至当期期末的各会计年度盈利预测指标之和减去截至当期期末的各会计年度迪庆有色累计实际净利润数的差额为正数，云铜集团根据迪庆有色普朗铜矿采矿权收购对价对公司以现金方式进行补偿。

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年
毛利率 (%)	7.63	7.32	5.97
其中：阴极铜 (%)	5.63	5.62	5.22
黄金 (%)	20.73	18.36	14.64
白银 (%)	9.07	20.78	5.22

资料来源：云南铜业

从业务板块来看，受益于新增产能逐步爬坡，该公司阴极铜收入快速增长，2018-2020 年分别为 330.87 亿元、485.39 亿元和 652.79 亿元，其中自产阴极铜收入分别为 297.21 亿元、458.34 亿元和 569.01 亿元；阴极铜毛利率分别为 5.63%、5.62% 和 5.22%，其中 2020 年毛利率下降主要受铜冶炼费 TC/RC 大幅下降的影响。公司稀贵金属业务主要为铜产品加工业务的副产品金银的产销，同时也开展相关贸易，近三年公司黄金收入分别为 21.09 亿元、37.34 亿元和 64.87 亿元，快速增长主要受益于阴极铜产销量的增长，并新增采购了部分含金相对高的铜精矿，带动伴生的黄金产销量增长；2020 年受原料阳极泥采购占比提升影响，黄金毛利率较上年下降 3.72 个百分点。同期白银收入分别为 33.70 亿元、23.59 亿元和 34.60 亿元，随贸易业务规模有所波动；其中自产白银呈增长趋势，近三年分别为 15.63 亿元、22.39 亿元和 25.93 亿元，毛利率分别为 9.07%、20.78% 和 5.22%，其中 2020 年白银毛利率大幅下滑一系白银 TC/RC 下滑，二系原料阳极泥采购占比提升、其采购成本较高，压缩了盈利空间。

图表 9. 公司核心业务自产与贸易销售额情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
电解铜-自产	297.21	458.34	569.01
电解铜-贸易	33.67	27.05	83.78
黄金-自产	21.09	37.34	64.87
黄金-贸易	—	—	—
白银-自产	15.63	22.39	25.93
白银-贸易	18.08	1.20	8.67
核心业务销售总额-自产	333.93	518.07	659.81
核心业务销售总额-贸易	51.74	28.25	92.45

资料来源：云南铜业

A. 资源储备

该公司共持有 11 座在产矿山，分属于 5 家子公司，全部位于云南省境内。截至 2020 年末，公司在产矿山拥有采矿权面积 46.84 平方公里，铜矿石储量 11.25 亿吨，铜金属量 471.16 万吨，铜平均品位 0.42%。2020 年在产矿山铜精矿原矿年产能为 1,952 万吨，2018-2020 年，公司自有矿山铜精矿含铜产量分别为 8.00 万吨、8.43 万吨和 9.80 万吨。从资源品质来看，公司拥有云南省境内全部铜矿床类型，楚雄矿冶的六苴铜矿、凹地苴铜矿属于砂岩型，迪庆有色的普朗铜矿属于斑岩型；迪庆矿业的羊拉铜矿属于矽卡岩型，为铜品位较高的类型，品位 1.08%；玉溪矿业下的大红山铜矿属于火山沉积铜矿。公司矿山

C3 成本进入行业前 1/2。

另外，该公司参股凉山矿业股份有限公司（简称“凉山矿业”）和云南思茅山水铜业有限公司，持股比例分别为 20% 和 45%，可对公司铜精矿供应形成重要补充。凉山矿业主要从事铜矿采选、粗冶炼业务，公司和控股股东云南铜业（集团）有限公司（简称“云铜集团”）合计对其持股 60%。凉山矿业除向公司供应铜精矿外，还具有阳极铜冶炼产能 10 万吨/年，公司还向其销售粗铜代加工为阳极铜。云铜集团在 2007 年公司非公开发行股票时承诺将凉山矿业股权注入公司名下，并于 2014 年、2016 年进行了修订，截至目前未完成股权划转。

图表 10. 截至 2020 年末公司拥有矿山资源储量情况

所属单位	持有权益	矿山名称	总面积约数 (km ²)	开始运营年份	剩余可采年限 (年)	矿石处理能力 (万吨)	基础储量、资源量			精矿含铜产量		
							矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)	品位 (%)	2018 年	2019 年	2020 年
并表矿业			46.84	—		1,952	112,521.62	471.16	0.42	8.00	8.43	9.80
迪庆有色	50.01%	普朗铜矿	6.05	2018 年	37.8	1,250	89,482.82	306.45	0.34	3.61	4.80	6.08
玉溪矿业	100%	狮子山铜矿	0.73	1977 年	14	56	1,424.98	7.23	0.5	2.19	2.29	2.30
		大红山铜矿	9.72	1997 年		429	8,632.69	48.87	0.57			
		米底莫铜矿										
金沙矿业	51%	因民铜矿	19.75	1960 年	18	61	7,294.50	56.85	0.78	0.97	0.41	0.50
		滥泥坪铜矿		1960 年								
		汤丹铜矿		1977 年								
迪庆矿业	75%	羊拉铜矿	2.41	2007 年	31.4	66	2,553.47	27.19	1.08	0.60	0.26	0.29
楚雄矿冶	100%	六直铜矿	4.25	1975 年	5.8	90	486.63	5.01	1.03	0.63	0.67	0.64
		凹地直铜矿										
		郝家河铜矿	3.93	1973 年		已停产	670.03	6.63	0.99	-	-	-
权益矿业	-	-	39.92	-	-	345	10,723.95	113.53	1.06	2.96	2.58	2.59
凉山矿业	20%	拉拉铜矿	2.92	1958 年	8	165	6,990.02	82.54	1.18	1.80	1.40	1.50
		绿水铜矿	1.20	1993 年								
		拉拉铜矿接替资源详查	10.78	-	20	-						
		铜厂沟铜多金属矿勘探	22.27	-	-	-						
思茅山水	45%	大平掌铜矿	2.751	2006 年	18	180	3,733.93	30.99	0.83	1.16	1.18	1.09
		银子山矿	0.0919									

资料来源：云南铜业

注 1：矿山品位是根据不同阶段矿山地质勘查、矿山生产探矿、矿山开拓、采准等工程的实施，按照规范进行地质取样、分析化验的数据，结合开采消耗资源储量进行统计的，上表品位的数据为截至 2020 年末的测算数据。

注 2：除米底莫铜矿的矿权（玉溪矿业占股 55%）外，其余矿山所有权均为对应的主体企业 100% 持有。

注 3：牟定郝家河铜矿正在上海联合产权交易所挂牌准备转让。

B. 原材料采购

该公司生产所需原材料是铜精矿和粗铜等。公司原材料来源渠道包括自有

矿山提供及外部采购，其中外部采购分为国内采购和国外进口。自产矿冶炼的生产成本相对固定，盈利能力直接受阴极铜销售价格波动的影响。公司外购铜原料经营方式为公司通过购入铜精矿经粗炼、精炼成阴极铜后对外销售，或通过外购粗铜经精炼成阴极铜后对外销售。公司外部采购以长期合同为主，即一般签订年度采购框架协议，根据不同订单的实际采购数量、规格、品质等确定具体采购结算金额。定价方式上，公司国外采购参照 LME 铜价，并在金属计价比例的基础上扣减 TC/RC 作为采购到港价格，计价比例及 TC/RC 则通过交易双方谈判确定。公司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确定最终采购价格。公司以银行转账、银行汇款、汇票、国际信用证等方式进行采购结算。

2018-2020 年，该公司各渠道铜对外采购（含铜）量合计分别为 66.83 万吨、94.00 万吨和 123.00 万吨，以铜精矿为主。由于公司冶炼产能逐步扩充，铜采购量逐年递增。2019 年之前，公司外购铜以国内采购为主，随冶炼产能逐步扩充，公司在 2019 年加大了国外采购的规模；受疫情影响，2020 年公司适当增加铜精矿自给量及中铜体系内铜精矿采购以最大限度保障原材料供应，采购价格参照市场价格确定。2020 年，公司向前 5 名供应商合计采购 163.79 亿元，占采购总额的 25.98%。

图表 11. 公司原材料含铜采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
外购铜精矿含铜	56.46	38,310.24	82.77	37,124.98	108.68	38,680.24
外购冰铜含铜	0.97	39,886.53	0.01	36,852.64	0.13	40,594.10
外购粗铜含铜	1.03	41,627.93	0.26	39,516.95	0.97	41,274.22
外购阳极铜含铜	8.23	42,077.62	10.94	40,859.53	13.19	43,780.81
外购其他铜金属	0.15	40,490.32	0.03	38,263.33	0.02	37,837.83
外购合计	66.83	38,853.00	94.00	37,566.36	123.00	39,249.69
自给铜精矿含铜	8.10	30,421.84	8.45	26,980.18	9.80	29,757.49

资料来源：云南铜业

图表 12. 2020 年公司前五大供应商采购情况（单位：亿元，%）

序号	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例	是否为关联方
1	中铜（昆明）铜业有限公司	73.76	9.00%	是
2	TRAFIGURA PTE LTD.	66.46	8.11%	否
3	葫芦岛瑞升商贸有限公司	50.26	6.13%	否
4	中国铜业有限公司	37.75	4.61%	是
5	GLENCORE INTERNATIONAL AG	34.46	4.21%	否

资料来源：云南铜业

C. 生产情况

该公司在西南地区原有产能经技术改造后提升至 50 万吨/年；在赤峰云铜有色金属有限公司（简称“赤峰云铜”）与东南铜业逐步投产、达产达标后，各提供产能 40 万吨/年，至 2019 年末公司阴极铜总产能提升至 130 万吨/年，

2019-2020 年产能实现逐步爬坡并满产。2018-2020 年，该公司阴极铜产量分别为 68.02 万吨、111.51 万吨和 130.90 万吨。公司主要通过提升效能、增加运转时间，阴极铜实际产量可高出设计产能。

2018-2020 年，该公司副产品黄金产量分别为 7.80 吨、11.95 吨和 16.90 吨，增长较快，其一系阴极铜产量增长，其二系采购的铜精矿金含量有所增加。2020 年末，公司白银产能大幅提升 725 吨/年至 1,275 吨/年，主要因西南铜业稀贵生产线技术改造提升产能，以及赤峰云铜、东南铜业投产稳定后白银产能增加。此外，硫酸作为铜冶炼的副产品产能、产量同步扩大。

图表 13. 公司主要产品产能及产量情况

产品	2018 年（末）		2019 年（末）		2020 年（末）	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
阴极铜（万吨）	61.00	68.02	130.00	111.51	130.00	130.90
黄金（吨）	10.00	7.80	10.00	11.95	15.50	16.90
白银（吨）	550.00	497.06	550.00	640.86	1,275.00	621.68
硫酸（万吨）	189.00	216.13	493.00	389.86	500.00	466.17

资料来源：云南铜业

该公司生产环节所使用的铜冶炼炉型多样，其中东南铜业采用双闪速炉，西南铜业、滇中有色用艾萨炉，易门铜业采用底吹炉，赤峰云铜采用侧吹炉和顶吹炉。不同炉型对于加料吹氧的方式不同，原料适应性也存在差异，炉型的多样性有助于公司合理配矿以控制成本。公司是铜火法冶炼工艺最全的铜业公司，拥有旋浮熔炼技术和熔池熔炼技术，旋浮熔炼技术具有单系统产能大优势，熔池熔炼技术具有脱杂能力强、冶炼效率高的特点。公司冶炼工艺技术主要技术经济指标均处于国内先进水平，据公司年报披露其冶炼铜加工成本已进入行业前 1/4 分位，具有较强的成本优势。

该公司重视安全生产，践行中铝集团安全管理思路。2018-2020 年，公司未发生重大生产安全事故，保持安全生产风险受控。公司已对国家明令禁止/淘汰的设施进行了淘汰更换，至 2018 年基本淘汰落后工艺。近三年污染物排放满足排污许可规定的污染物浓度和总量要求，未发生重大突发环境事件。2020 年下属冶炼单位主要排放口二氧化硫平均排放浓度优于排放标准 1 至 2 倍。同时，公司积极开展生态保护治理，包括下属各单位通过构筑防洪坝、修筑永久排洪沟，植树、植草进行子坝坡面防护，对闭库后尾矿库进行复土和地表植被恢复等。

D. 销售情况

该公司铜制品自 2019 年起由子公司中铜国际贸易集团有限公司（简称“中铜国贸”）统一对外销售，主要采用直销模式，以长单销售为主，具体以区域化点对点的销售方式进行，即铜产品统一发货至各业务区域，各区域销售网点独立对外销售。中铜国贸已在天津、上海、深圳、成都设立销售网点，分别负责华北、华东、华南、西南地区的铜产品销售。公司铜产品销售价格以上海黄金交易所铜产品期货或现货价格为依据，结合市场行情确定。公司硫酸销售同

样采用直销模式，客户主要为周边地区氢、钙、磷肥等行业的客户及贸易商，价格随行就市。公司金、银等稀贵金属产品主要在国内市场销售，其中黄金通过上海黄金交易所销售，价格根据上海黄金交易所现货价格确定；白银产品以上海黄金交易所白银价格为参考进行定价。

该公司产品产销率基本保持在 100% 上下，主要得益于大宗商品特性及稳定的产品质量。公司产品价格主要随市场行情而波动。2018-2020 年，公司阴极铜销量分别为 68.17 万吨、109.43 万吨和 132.22 万吨。2020 年公司向前 5 大客户合计销售 229.94 亿元，占比 26.06%，客户集中度较高。

图表 14. 公司主要自产产品销售情况

产品	2018 年		2019 年		2020 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
阴极铜（万吨、元/吨）	68.17	43,597.77	109.43	41,884.31	132.22	43,035.09
黄金（吨、元/克）	7.80	270.38	11.95	312.47	16.90	383.85
白银（吨、元/千克）	497.06	3,144.50	640.86	3,493.74	619.54	4,185.36
硫酸（万吨、元/吨）	222.60	337.99	381.91	167.04	484.02	101.98

资料来源：云南铜业

注：此处销量为自产品销量，剔除了贸易销量；销售均价为不含税价格

图表 15. 2020 年公司前五大客户销售情况（单位：亿元，%）

序号	客户名称	销售额	占年度销售总额比例	是否为关联方
1	中国铜业有限公司	78.45	8.89%	是
2	上海黄金交易所	57.57	6.52%	否
3	江西铜业集团有限公司	50.35	5.71%	否
4	宁波金田电材有限公司	22.26	2.52%	否
5	常州金源铜业有限公司	21.31	2.42%	否

资料来源：云南铜业

E. 期货套期保值

该公司主要运用上海期货交易所的阴极铜期货标准合约和伦敦金属交易所铜合约对其预期采购和销售的商品价格风险进行套期保值，以减轻阴极铜市场价格波动风险。公司对当期购销现货敞口净额进行套保，并将相关套期工具公允价值变动产生的损益计入其他综合收益，并在对应产品销售时转入营业成本。2020 年末已经计入其他综合收益的现金流量套期工具公允价值变动产生的税前利得为-99,039.43 万元，主要系铜价上升套保产生的浮亏增加；将在阴极铜商品实现销售时逐步结转营业成本转入利润表。2020 年自其他综合收益转出并计入损益的金额为-3,317.37 万元。除每月购销净额的套期保值操作外，公司通过卖出看涨期权对冲铜价波动风险，铜价下跌时，公司通过获得期权费弥补库存铜跌价损失，铜价上涨时，公司收取期权费，看涨期权的买方行权形成多头期货头寸，公司形成对应存货的空头期货头寸。公司尚未到期的期权合约产生的浮动盈亏计入公允价值变动损益，而期权合约到期或行权后盈亏计入投资收益。总体来看，公司套期保值工具的运用有助于锁定相对稳定的加工收益。

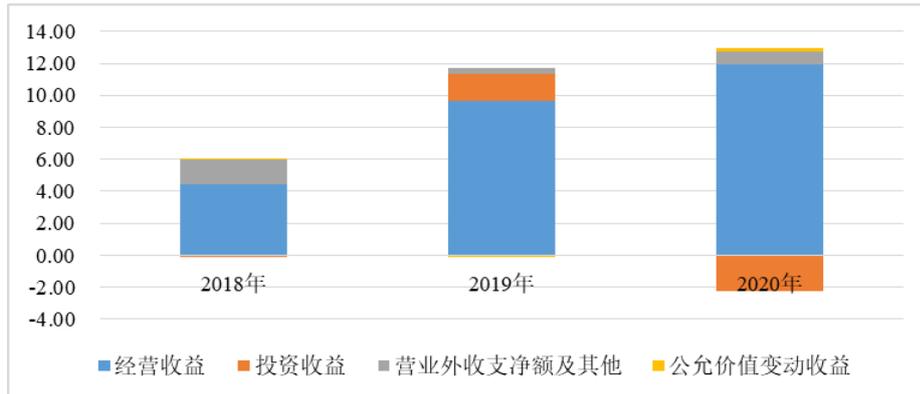
图表 16. 公司购销套保工具损益情况（单位：万元）

项目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）
已计入其他综合收益的现金流量套期工具公允价值变动产生的税前利得	4,129.25	-4,201.75	-99,039.43
自其他综合收益转出计入损益	37,203.32	11,215.97	-3,317.37

资料来源：云南铜业

（2）盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构(单位：亿元)



资料来源：根据云南铜业所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益；营业外收支净额及其他=营业外收支净额+其他收益+资产处置收益

随着新增产能的释放，该公司主业盈利能力稳步增强，2018-2020 年，公司分别实现营业毛利 36.21 亿元、46.34 亿元和 52.65 亿元，其中阴极铜贡献毛利分别为 18.63 亿元、27.27 亿元和 34.06 亿元，黄金贡献毛利分别为 4.37 亿元、6.86 亿元和 9.50 亿元。同期公司期间费用分别为 23.39 亿元、30.07 亿元和 30.43 亿元。公司期间费用主要为管理费用（含研发费用），2020 年管理费用为 13.46 亿元，同比减少 7.55%，主要系本期控制职工薪酬费用及上期子公司停工损失⁴及部分矿山安全设施提升改造基数较大所致；财务费用为 9.66 亿元，较上年微增，其中利息费用有所增加，而受益于汇率升值，汇兑损益由损失转为收益；销售费用 7.30 亿元，同比增长 22.10%，主要系产销规模扩大、运输费装卸费增加，小于收入规模增长，因此销售费用率有所下降。近三年公司计提的资产减值损失及信用减值损失分别为 5.38 亿元、3.50 亿元和 6.28 亿元，其中 2020 年金额较大主要系对滥泥坪铜矿、迪庆矿业等末期或闲置矿山设备设施计提固定资产减值准备 5.05 亿元、无形资产减值准备 0.74 亿元。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入合计（亿元）	474.30	632.90	882.39
营业毛利（亿元）	36.21	46.34	52.65

⁴ 因下属牟定郝家河铜矿安全设施提升改造及羊拉铜矿受堰塞湖洪灾影响被迫停产而产生的停工损失，羊拉铜矿已于 2019 年 4 月复产，郝家河铜矿复产时间尚不确定。

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年
期间费用（亿元）	23.39	30.07	30.43
期间费用率（%）	4.93	4.75	3.45
其中：销售费用率（%）	0.93	0.94	0.83
其中：管理费用率（%）	2.13	2.30	1.53
其中：财务费用率（%）	1.86	1.51	1.10
全年利息支出总额（亿元）	8.78	9.82	9.76
其中：资本化利息数额（亿元）	0.62	0.42	0.16

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

2018-2020年，该公司投资收益分别为-0.15亿元、1.69亿元和-2.28亿元，2020年为负主要系已到期商品期权合约为公司带来投资损失3.58亿元和非有效套期保值的衍生工具平仓损失0.23亿元。2018-2020年，公司公允价值变动收益分别为0.12亿元、-0.14亿元和0.23亿元，其中2020年主要为未平仓商品期权合约持仓收益0.17亿元和非有效套期保值的衍生工具持仓损益0.06亿元。公司每年可获得一定的政府补助，对盈利形成有益补充。2018-2020年，公司分别获得政府补贴（计入营业外收入和其他收益）1.99亿元、0.89亿元和0.69亿元，主要为硫酸等综合资源退税、福利企业退税。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2018年	2019年	2020年
投资净收益	-1,546.82	16,934.87	-22,758.14
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-3,973.22	1,192.03	7,890.06
处置长期股权投资产生的投资收益	-127.79	2,246.88	3,291.33
期权到期转入投资收益	1,746.74	12,902.42	-35,822.37
公允价值变动损益	1,163.01	-1,390.29	2,333.82
其中：交易性金融资产公允价值变动	—	1,118.42	1,710.53
交易性金融负债（未到期商品期权合约）公允价值变动	1,163.01	-2,508.71	-37.97
营业外收入及其他收益	20,556.09	9,745.20	8,733.14
其中：政府补助	19,878.08	8,921.29	6,915.09

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理。

2018-2020年，该公司实现净利润4.02亿元、9.75亿元和8.13亿元，净资产收益率分别为3.90%、8.39%和6.81%。

（3）运营规划/经营战略

随着“十三五”期间普朗铜矿、赤峰云铜环保搬迁升级改造、东南铜业铜冶炼基地等重大项目建成投产后，目前公司在建项目以改造提升为主，暂无大型在建项目，资本性支出压力较小。

图表 20. 2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	实施主体	总投资	资金来源	累计投资	建设期间	计划投资额		
						2021年	2022年	2023年
易门铜业新建马干	易门铜	0.37	企业自筹	0.17	2020-2021	0.20	-	-

项目名称	实施主体	总投资	资金来源	累计投资	建设期间	计划投资额		
						2021年	2022年	2023年
菁中和渣场工程	业							
易门铜业环集烟气脱硫完善项目	易门铜业	0.25	企业自筹	0.20	2020-2021	0.05	-	-
合计	—	0.62		0.37		0.25	-	-

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

该公司发展理念是外抓资源、内降成本、调整存量、聚焦海外、全要素市场化对标，打造世界一流铜业公司；投资理念是突出并围绕主责主业，严格控制非主业投资；兼顾公司资金筹集及债务承受能力，对标先进，持续优化，提高投入资本回报率，增强现金创造能力，持续提升公司价值。

管理

跟踪期内，云铜集团及国务院国资委仍为该公司的控股股东及实际控制人，其治理结构和管理层仍基本保持稳定。公司存在一定规模的关联交易，涉及日常购销、租赁、担保、资金拆借等，对公司无重大不利影响。

跟踪期内，该公司控股股东仍为云铜集团，实际控制人仍为国务院国资委，近三年公司股权结构稳定，公司产权状况详见附录一。云铜集团以铜金属采、选、冶、加工和贸易为主业，同时回收金、银、钼、钨等稀贵金属、褐色金属，是集地质勘探、科技开发、物流、磷化工、期货经纪、房地产开发等多元化业务为一体的企业集团，公司为云铜集团旗下从事阴极铜及伴生金属采选、冶炼的核心企业。截至2020年末，中国铜业直接持有云铜集团51%股权，另通过云南冶金集团股份有限公司持有剩余的49%股权。云铜集团2020年末的资产总额为562.90亿元，所有者权益为186.90亿元；2020年度完成营业总收入1,031.35亿元，实现净利润11.59亿元，经营性现金流量净额45.30亿元。

跟踪期内，该公司副董事长（兼任董事及副总经理（主持行政工作））由王冲变更为孙成余，2名独立董事发生变更，上述人员变更对公司日常经营无重大影响。公司组织结构详见附录二。

该公司关联交易包括商品购销、接受与提供劳务、租赁等经营活动以及关联担保、资金拆借。日常采销方面，2018-2020年公司向关联方采购商品、接受劳务涉及金额分别为112.71亿元、151.28亿元和182.98亿元，其中2020年公司向云铜集团、中国铜业及中铜（昆明）铜业有限公司关联采购金额分别为19.03亿元、37.75亿元和73.76亿元。2018-2020年，公司向关联方出售商品、提供劳务金额为117.31亿元、113.09亿元和180.34亿元，其中2020年公司向中国铜业、凉山矿业、云铜集团关联销售额分别为78.45亿元、40.21亿元和22.82亿元。

该公司能够持续获得云铜集团提供的融资担保支持，2018-2020年末云铜

集团对其担保余额分别为 33.56 亿元、30.58 亿元和 2.93 亿元。此外，公司 2019 年曾获得云铜集团提供的少量资金拆借，用于整装勘查。中铝集团的全资子公司中铝财务有限责任公司（简称“中铝财务”）向公司提供存款、结算、信贷及其他金融服务，截至 2020 年末，公司在中铝财务公司存款 3.90 亿元，全年收取存款利息 0.24 亿元；年末短期借款余额 2.00 亿元，长期借款余额 2.62 亿元，全年支付短期借款利息 0.13 亿元，支付长期借款利息 0.18 亿元。截至 2020 年末公司在中铝集团全资子公司中铝融资租赁有限公司（简称“中铝融资租赁”）的融资租赁余额为 2.01 亿元，偿还融资租赁本金 2.82 亿元，支付融资租赁利息 0.90 亿元。截至 2020 年末，公司应收预付和应付预收关联方款项分别为 12.31 亿元和 19.81 亿元。

图表 21. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
向关联方采购商品、接受劳务	112.71	151.28	182.98
向关联方出售商品、提供劳务	117.31	113.09	180.34
向关联方出租房屋、车辆	0.01	0.02	0.02
作为承租方因租赁土地及房屋而支付租赁费	0.18	0.30	0.40
应收预付关联方款项	21.08	18.43	12.31
应付预收关联方款项	29.16	30.29	19.81

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

根据该公司提供的本部及主要子公司（易门铜业、赤峰云铜、东南铜业、迪庆有色、滇中有色，查询日期为 2021 年 3 月至 4 月）《企业信用报告》，上述主体近 3 年来无信贷违约记录。经查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局重大税收违法案件信息公布栏、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询网站，截至 2021 年 5 月 15 日，未发现近三年公司本部及主要子公司存在重大不良行为记录。

财务

受益于存货资金控制及刚性债务规模的控制，2020 年该公司资产负债率略微下降，但仍处于较高水平。由于原材料大量依赖进口，公司存货占用资金规模大；但因其大宗属性，周转变现能力较强。公司拥有一定规模可动用货币资金，可为债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2019 年财务报表进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2020 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则及其补充规定，并参照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》(2014 年修订)的列报和

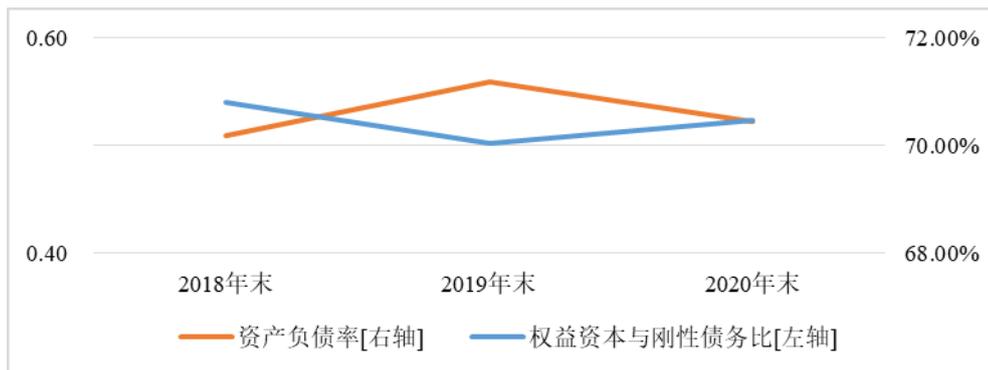
披露要求。2020年起，根据《企业会计准则第16号——政府补助》的规定，对本公司的政府补助会计政策进行变更，由总额法改为净额法，将与资产相关的政府补助冲减相关资产账面价值，不再计入递延收益；将与收益相关的政府补助中用于补偿企业已发生的相关成本、费用或损失的政府补助，冲减相关成本、费用或营业外支出，不再计入其他收益或营业外收入；除前述政府补助类别外，公司其他类别的政府补助仍计入递延收益、其他收益或营业外收入列示，本次会计政策变更将采用追溯调整法，本报告2019年数据已根据公司年度报告2020年初数进行了调整。

该公司近年来合并报表范围有所变动。2020年，合并范围减少1家子公司，主要系对全资子公司保定云铜有色金属有限公司破产清算。截止2020年末，公司合并范围内二级子公司共15家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

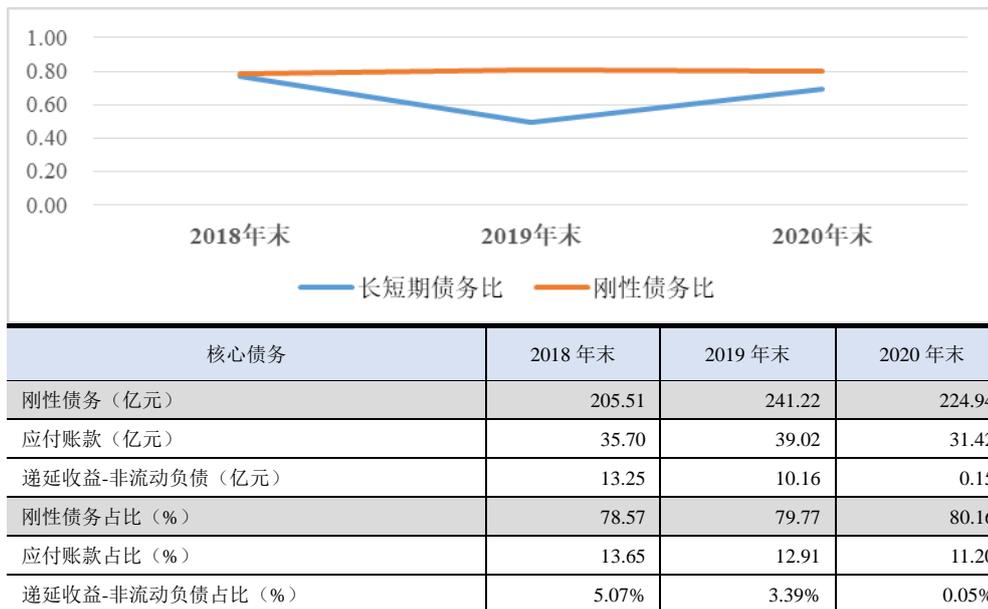


资料来源：根据云南铜业所提供数据绘制

2018-2020年末，该公司所有者权益分别为111.09亿元、121.27亿元和117.76亿元，其中2020年末减少2.06%，主要受本期套期工具浮动损失9.90亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积金和少数股东权益构成，2020年末公司实收资本仍为17.00亿元，资本公积增长为58.04亿元，少数股东权益35.77亿元。2018-2020年末，公司未分配利润分别为-2.75亿元、3.20亿元和6.59亿元，2018年末为负主要系2013年铜价大跌中公司出现较大亏损，随着经营业绩保持稳定，公司未分配利润转正。近三年末公司负债总额分别为261.56亿元、299.49亿元和280.62亿元，其中2020年末减少6.30%，主要系刚性债务压降所致；资产负债率分别为70.19%、71.18%和70.44%，处于较高水平。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据云南铜业所提供数据绘制

从债务期限结构看，2018-2020 年末，该公司长短期债务比分别为 0.77、0.49 和 0.69，有所波动，2019 年由于部分长期债务转入一年内到期，公司债务期限结构有所缩短；2020 年新增部分长期借款，债务期限结构有所优化。从负债结构看，公司负债以刚性债务和应付账款为主。2018-2020 年末，公司应付账款分别为 35.70 亿元、39.02 亿元和 31.42 亿元，占负债总额的比重均逾 10%；2020 年末较上年末减少 19.48%，主要系当年压降部分负债。2020 年末递延收益由上年末的 10.16 亿元大幅降至 0.15 亿元，主要为赤峰云铜老厂资产移交和与资产相关政府补助本期变更为净额法核算。此外，公司经营环节回收现金流较大、资本性支出大幅减少，偿还了部分到期的短期刚性债务，其中应付票据大幅减少较上年末减少 90.49%。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	104.85	153.41	110.97
其中：短期借款	86.13	72.58	85.03
一年内到期非流动负债	2.12	42.36	13.07
交易性金融负债	0.05	0.71	0.18
应付票据	16.02	27.31	2.60
应付短期融资券	—	10.09	10.10
应付利息	0.53	0.36	0.00
中长期刚性债务合计	100.66	87.81	113.97
其中：长期借款	89.34	83.50	106.39
应付债券	-	-	5.00

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末
应付融资租赁及分期支付采矿权款	11.32	4.31	2.59

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理，其中综合融资成本根据财务报表数据估算。

近年来该公司刚性债务规模呈波动趋势，2018-2020 年末分别为 205.51 亿元、241.22 亿元和 224.94 亿元，其中 2020 年末较上年末减少 16.27 亿元，主要系部分银行借款到期偿还不再续借所致。期限结构方面，2020 年短期刚性债务占比为 49.33%，较上年末大幅下降 14.27 个百分点。根据公司测算，公司 2020 年综合融资成本为 3.77%，表明银行及市场对企业资质较为认可。

该公司外部融资渠道以银行借款为主，来自中铝集团体系内贷款及融资租赁融资规模较小。2020 年末公司银行借款余额为 201.81 亿元，按照性质划分，以信用借款为主（129.20 亿元），抵押借款和保证借款为辅（分别为 17.09 亿元和 55.52 亿元）。公司年末超短期融资券余额 10.10 亿元，计入其他流动负债科目。2020 年 6 月，公司发行 20 云铜 01，金额 5 亿元，计入应付债券。

图表 25. 2020 年末公司借款性质构成（单位：亿元）

性质	短期借款	长期借款（含一年内到期）	合计
信用借款	81.57	47.62	129.19
抵押借款	0.50	16.59	17.09
保证借款	2.95	52.57	55.52
合计	85.03	116.78	201.81

资料来源：云南铜业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期（天）	72.21	68.66	55.37
营业收入现金率（%）	115.01	109.09	111.72
业务现金收支净额（亿元）	26.62	12.08	50.07
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.40	-1.37	-1.23
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	22.23	10.71	48.84
EBITDA（亿元）	25.73	35.69	35.51
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.16	0.15
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.93	3.63	3.64

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018-2020 年该公司营业周期为 72.71 天、68.66 天和 55.37 天，经营效率逐步提升，主要受益于收入规模的扩大及存货资金占用规模下降。公司产品

为金融属性强的铜及副产品金银，销售环节占款规模较小。

2018-2020 年该公司营业收入现金率分别为 115.01%、109.09% 和 111.72%，持续保持较高水平。同期公司业务现金收支净额分别为 26.62 亿元、12.08 亿元和 50.07 亿元。其中 2019 年净收支额较 2018 年有所减少，主要由于扩充产能后采购原材料规模大；2020 年公司购销规模大幅增加，减少采购端资金占用并适当增加预收款项，业务现金收支净额大幅提升。同期，经营性现金净流量分别为 22.23 亿元、10.71 亿元和 48.84 亿元。

该公司 EBITDA 以固定资产折旧、利息支出及利润总额为主。随东南铜业、赤峰云铜铜冶炼产能投产及销售规模扩大，2018-2020 年公司 EBITDA 呈增长趋势，分别为 25.73 亿元、35.69 亿元和 35.51 亿元，其中 2019 年固定资产折旧、利润总额分别较上年增加 2.97 亿元和 5.69 亿元。由于公司刚性债务规模较大，EBITDA 对其本息覆盖程度一般。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
回收投资与投资支付净流入额	0.09	0.29	0.93
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-44.70	-28.46	-9.93
其他因素对投资环节现金流量影响净额	7.57	4.57	-14.71
投资环节产生的现金流量净额	-37.05	-23.60	-23.71

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

该公司投资环节现金流主要体现为生产线项目的投入以及期货保证金及手续费的收支。公司对东南铜业铜冶炼基地项目、赤峰云铜环保升级搬迁改造项目投资金额呈减少趋势，2018-2020 年购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出分别为 44.70 亿元、28.46 亿元和 9.93 亿元。2020 年公司期货保证金及手续费资金净流出 14.69 亿元。近三年公司投资环节净流出额分别为 37.05 亿元、23.60 亿元和 23.71 亿元。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
权益类净融资额	19.75	0.39	-0.41
其中：现金股利	-0.31	-2.61	-0.41
债务类净融资额	7.65	13.46	-27.24
其中：现金利息支出	-8.72	-9.54	-12.57
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-10.65	—	—
筹资环节产生的现金流量净额	16.74	13.85	-27.65

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

该公司筹资活动以债务类融资为主。2018-2019 年公司基建投入较大，并

叠加增加原料储备因素，融资规模显著增加，债务类融资净额分别为 7.65 亿元和 13.46 亿元；2020 年公司压缩了刚性债务规模，债务类融资净额为-27.24 亿元。2018 年，公司完成非公开发行并募集资金 21.04 亿元，权益资本持续得到补充，另外当年公司筹资环节现金流受其他因素影响较大，主要因支付收购迪庆有色及云铜澳洲股权款，导致其他因素对筹资环节现金流量影响净额为-10.65 亿元。2018-2020 年公司筹资性现金净流量分别为 16.74 亿元、13.85 亿元和-27.65 亿元。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	149.26	196.62	192.54
	40.05%	46.47%	48.33%
其中：货币资金（亿元）	24.35	26.37	20.90
存货（亿元）	86.51	130.25	119.90
预付款项（亿元）	9.79	17.59	27.05
其他流动资产（亿元）	19.55	15.49	18.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	223.38	224.14	205.84
	59.95%	53.27%	51.67%
其中：固定资产（亿元）	154.13	175.40	157.18
在建工程（亿元）	26.70	10.56	10.83
无形资产（亿元）	18.35	19.43	17.03
长期股权投资（亿元）	7.59	7.68	8.51
期末全部受限资产账面金额（亿元）	9.69	12.74	6.65
受限资产账面余额/总资产	2.60%	3.03%	1.67%

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

近年来该公司资产规模有所波动，2018-2020 年末分别为 372.64 亿元、420.76 亿元和 398.38 亿元，其中 2019 年末增长主要受产线投建及原料备货增加影响，2020 年末减少主要受减少存货资金占用及压降刚性债务综合影响。受所处行业重资产特征影响，公司资产构成整体以非流动资产为主。

该公司流动资产主要由存货、货币资金、预付款项及其他流动资产等构成。2020 年末，存货为 119.90 亿元，以原材料、在产品为主，库存商品、低值易耗品及包装物等为辅，其原材料主要为铜精矿，产成品主要为电解铜，当年公司加强存货资金占用管理，在产销量增长情况下存货较上年末减少 7.94%；货币资金为 20.90 亿元，其中受限资金 2.67 亿元；预付款项为 27.05 亿元，主要为预付国际贸易商与矿山企业的原材料采购款，受铜精矿供应偏紧及公司业务规模扩大影响，近年该科目资金占用规模快速增长；其他流动资产为 18.90 亿元，其中待抵扣增值税 5.51 亿元、期货保证金 13.33 亿元。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，与其主业经营特征相符。2020 年末，公司固定资产为 157.18 亿元，以房屋建筑及机器设备为主，其中受限部分 3.39 亿元；较上年末减少 10.39%，主要系对滥泥坪铜

矿、迪庆矿业等末期或闲置矿山设备设施计提减值准备 5.05 亿元及折旧。同期末在建工程为 10.83 亿元，包括赤峰云铜搬迁改造项目等多个项目；无形资产为 17.03 亿元，以土地使用权和采矿权为主，其中受限部分 1.30 亿元。另外，公司 2020 年末长期股权投资 8.51 亿元，主要有合营企业思茅山水（4.90 亿元，当年权益法下确认投资收益 0.48 亿元）和联营企业凉山矿业（2.84 亿元，当年权益法下确认投资收益 0.32 亿元）。

受限资产方面，2020 年末该公司受限资产账面余额为 6.65 亿元，包括受限的货币资金 2.67 亿元、固定资产 2.67 亿元、采矿权（无形资产）1.30 亿元。公司受限资产占比较小，对资产流动性影响不大。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率	101.10%	97.89%	116.00%
速动比率	35.87%	24.29%	27.47%
现金比率	16.71%	13.84%	10.93%

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

2018-2020 年末，该公司流动比率分别为 101.10%、97.89% 和 116.00%，受短期债务规模影响较大，流动性指标偏弱。同期末，公司速动比率分别为 35.87%、24.29% 和 27.47%。速动比率显著低于流动比率，与其库存及预付材料款等占款规模较大有关，但电解铜为大宗商品，实际变现能力相对较强。

6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无对外担保，不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部经营部分铜冶炼加工业务。2018-2020 年本部营业收入分别为 528.55 亿元、447.34 亿元和 340.86 亿元。公司自有矿山的铜精矿大部分交由西南铜业分公司进行冶炼加工并对外销售。同期，本部净利润分别为 6.47 亿元、9.69 亿元和 9.43 亿元；经营性现金净流量分别为 19.29 亿元、0.11 亿元和 28.93 亿元。2020 年末，公司本部刚性债务为 92.70 亿元，较上年末减少 25.18 亿元；其中短期刚性债务为 42.08 亿元；同期末，本部货币资金为 3.29 亿元，现金资产对短期刚性债务覆盖比为 0.12，本部偿债对内部资金调度及债务滚续的依赖度高。

外部支持因素

1. 政府支持

2018-2020 年，该公司分别获得政府补贴（计入营业外收入和其他收益）1.99 亿元、0.89 亿元和 0.69 亿元，可为公司盈利提供一定补充。

2. 股东支持

该公司是中铝集团下属体系内铜板块的主要经营实体，公司立足“做强铜业”的发展战略，力争跻身全球铜矿资源企业前列。同时，中国铜业与云南省政府提出“两平台、一基地、三个千亿企业”的合作，其中“两平台”指的是铜平台和铅锌平台，“一基地”指以公司为核心打造中铝集团西南基地。公司在中铝集团体系内占据重要地位，未来中铝集团旗下铜板块相关业务与资产或将逐步集中于公司。资源供给方面，中国铜业在秘鲁持有的矿山，探明储量 1,000 万吨，目前产能 21 万吨/年，扩产后可达 30 万吨/年。同时，云铜集团旗下的凉山矿业具有一定铜矿资源。依托于股东，公司后续生产经营原料保障程度相对较高。资金支持方面，公司本部及子公司可获得云铜集团提供借款担保，还分别获得中铝集团旗下中铝财务、中铝融资租赁提供的相关存贷款服务及售后回租服务。

3. 国有大型金融机构支持

该公司能够得到多家金融机构较大力度的信贷支持。截至 2021 年 3 月末，公司获得的银行综合授信合计 840.53 亿元，尚有未使用的授信额度合计 407.20 亿元，后续仍有一定融资空间。

图表 31. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	未使用额度
全部（亿元）	840.53	433.33	407.20
其中：国家政策性金融机构（亿元）	119.59	89.02	30.57
工农中建交五大商业银行（亿元）	404.64	244.83	159.81
其中：大型国有金融机构占比（%）	62.37	77.04	46.75

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

注：综合授信口径包含银行信贷、中铝财务渠道融资及非贷款业务（如国际信用证）等

跟踪评级结论

该公司为国内主要铜采选及冶炼企业之一，已形成覆盖采选、冶炼等产业链的业务布局，具备一定的规模优势。受益于 2018 年非公开发行募资，公司收购迪庆有色并投建铜冶炼产能，铜矿资源储备及阴极铜产能均得以提升，因此阴极铜及伴生金属产销量近三年快速增长，整体收入和毛利水平得以提

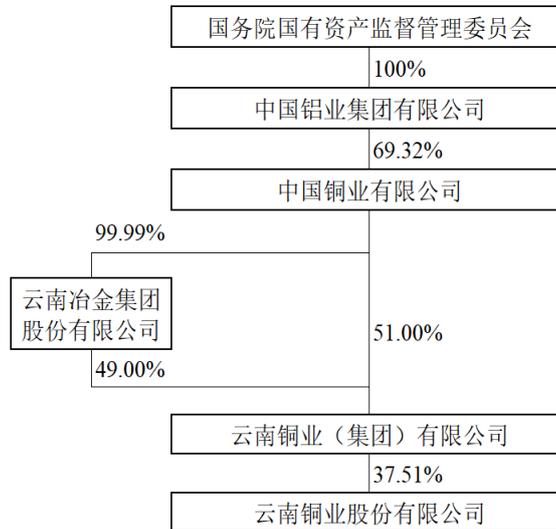
升。2019 年以来铜冶炼费 TC/RC 明显下行，公司经营压力有所加大，高度有效的套保政策有助于公司维持相对稳定的加工收益、规避铜价波动风险。

跟踪期内，云铜集团及国务院国资委仍为该公司的控股股东及实际控制人，其治理结构和管理层仍基本保持稳定。公司存在一定规模的关联交易，涉及日常购销、租赁、担保、资金拆借等，对公司无重大不利影响。

受益于存货资金控制及刚性债务规模的控制，2020 年该公司资产负债率略微下降，但仍处于较高水平。由于原材料大量依赖进口，公司存货占用资金规模大；但因其大宗属性，周转变现能力较强。公司拥有一定规模可动用货币资金，可为债务偿付提供一定保障。

附录一：

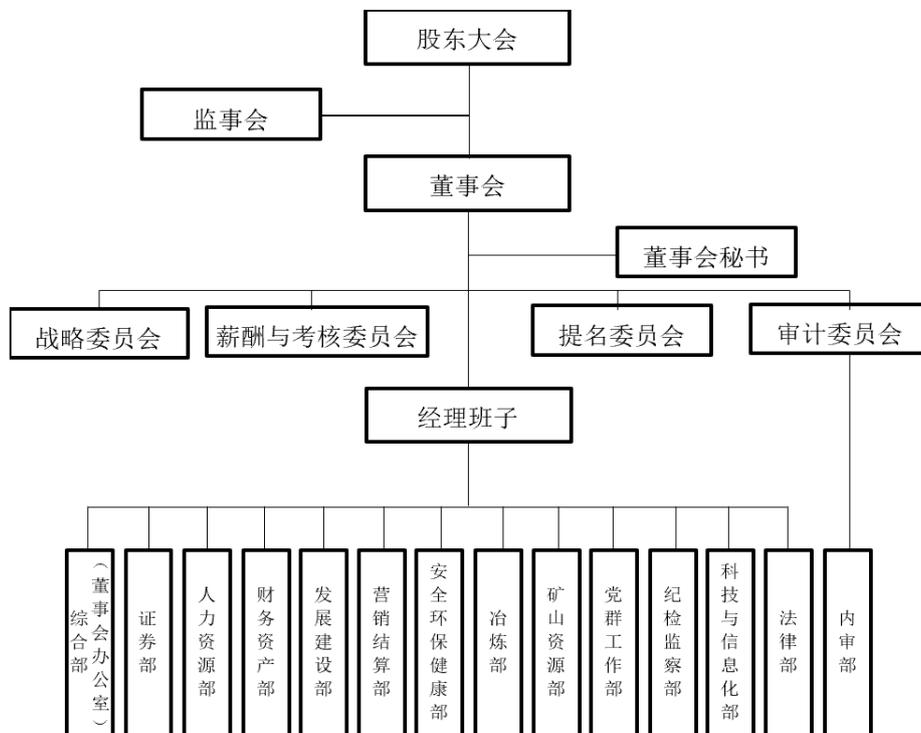
公司与实际控制人关系图



注：根据云南铜业提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据云南铜业提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
中国铝业集团有限公司	中铝集团	集团最高层级法人实体	—	铝、铜、铅锌等金属采选冶炼	3,236.82	2,275.45	3,670.20	41.88	307.08	406.53	
云南铜业 (集团) 有限公司	云铜集团	公司之控股股东	—	铜采选冶炼、房地产	304.81	184.76	758.55	2.31	12.95	35.60	
云南铜业股份有限公司	云南铜业	本部	—	铜冶炼	92.70	90.14	340.86	9.43	28.93	14.62	单体口径
赤峰云铜有色金属有限公司	赤峰云铜	子公司	45.00	铜冶炼	43.22	24.64	200.74	4.40	3.48	9.11	
中铜东南铜业有限公司	东南铜业	子公司	60.00	铜冶炼	50.76	18.33	174.91	0.06	9.17	4.62	
楚雄滇中有色金属有限责任公司	滇中有色	子公司	100.00	铜冶炼	5.43	4.68	95.81	1.15	0.52	1.99	
易门铜业有限公司	易门铜业	子公司	100.00	铜冶炼	2.41	3.28	53.48	2.18	1.83	3.00	
云南迪庆有色金属有限责任公司	迪庆有色	子公司	50.01	铜矿开采	15.87	27.57	26.99	8.20	11.05	13.88	
玉溪矿业有限公司	玉溪矿业	子公司	100.00	铜矿采选	1.96	26.09	19.54	0.15	1.29	2.15	

注 1：根据云南铜业 2020 年审计报告及所提供的其他资料整理；

注 2：该公司对赤峰云铜持股比例为 45%，赤峰金峰铜业有限公司对其持股比例为 10%，公司与赤峰金峰铜业有限公司为一致行动人。因此，公司取得对赤峰云铜 55% 的表决权，并将其纳入合并报表范围。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	372.64	420.76	398.38
货币资金 [亿元]	24.35	26.37	20.90
刚性债务[亿元]	205.51	241.22	224.94
所有者权益 [亿元]	111.09	121.27	117.76
营业收入[亿元]	474.30	632.90	882.39
净利润 [亿元]	4.02	9.75	8.13
EBITDA[亿元]	25.73	35.69	35.51
经营性现金净流入量[亿元]	22.23	10.71	48.84
投资性现金净流入量[亿元]	-37.05	-23.60	-23.71
资产负债率[%]	70.19	71.18	70.44
权益资本与刚性债务比率[%]	54.05	50.27	52.35
流动比率[%]	101.10	97.89	116.00
现金比率[%]	16.71	13.84	13.56
利息保障倍数[倍]	1.60	2.14	2.08
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	72.71	68.66	55.37
毛利率[%]	7.63	7.32	5.97
营业利润率[%]	1.36	1.90	1.21
总资产报酬率[%]	4.07	5.30	4.96
净资产收益率[%]	3.90	8.39	6.81
净资产收益率*[%]	1.80	8.34	4.58
营业收入现金率[%]	115.01	109.09	111.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.24	6.15	26.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.11	-4.60	8.66
EBITDA/利息支出[倍]	2.93	3.63	3.64
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.16	0.15

注：表中数据依据云南铜业经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(流动资产合计-存货-预付账款-待摊费用)/流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	4
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	2
		流动性	5
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA+

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年4月22日	AA+/稳定	胡颖、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 有色金属行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(有色金属)MX-GS011(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月28日	AA+/稳定	胡颖、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 有色金属行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(有色金属)MX-GS011(2019.8)	-
债项评级 (20云铜01)	历史首次评级	2020年4月22日	AA+	胡颖、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 有色金属行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(有色金属)MX-GS011(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月28日	AA+	胡颖、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 有色金属行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(有色金属)MX-GS011(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。