

信用评级公告

联合〔2021〕4966号

联合资信评估股份有限公司通过对盛屯矿业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持盛屯矿业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“盛屯转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年六月二十五日

盛屯矿业集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
盛屯矿业集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
盛屯转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
盛屯转债	23.86 亿元	5.22 亿元	2026/03/01

注：当前转股价为 4.88 元/股

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反应了公司在矿产资源储备、产业链协同性、行业经验和业务资源等方面具备的竞争优势。跟踪期内，公司有色金属采选业务和贸易业务经营较为稳定。同期，受益于刚果（金）铜钴综合利用项目扩产、印尼 3.4 万吨金属镍冶炼项目投产以及对恩祖里铜钴矿权的收购，公司上游资源储量提升，有色金属冶炼及深加工业务规模扩大，并带动公司收入的增长。同时，联合资信也关注到有色金属价格波动较大、公司控股股东和实际控制人股权质押比例较高、在建项目投资规模较大以及海外业务存在国际经营风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力较强。若同时考虑未来转股因素，公司偿付债券的能力将增强。

跟踪期内，公司购买资产、对外投资相关事宜的完成有利于公司锌、铜、钴、镍等有色金属采选、冶炼及加工业务产业链的完善，进一步提高公司的抗风险能力。未来，随着在建项目建成投产以及有色金属价格的回升，公司经营有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“盛屯转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 有色金属采选业务保持较强的盈利能力，跟踪期内新增并入卡隆威采矿权项目，公司上游资源储备增强。公司铅锌资源储备品位较好，有色金属采选业务毛利率维持 40% 以上。2020 年，公司通过收购恩祖里铜矿有限公司实现对卡隆威采矿权项目的控制，增加上游铜钴保有矿石储量 1346 万吨。

分析师：黄 露
周 婷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保
财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **新增产线投产以及有色金属价格回升带动公司盈利水平提升。**跟踪期内，刚果（金）铜钴综合利用项目扩产、印尼3.4万金属吨高冰镍项目投产，公司有色金属冶炼及深加工业务规模扩大。同时，受益于金属价格回升，2021年一季度公司盈利水平大幅提高。
3. **2020年，公司发行可转债并已完成部分转股，资本实力得以增强。**“盛屯转债”转股期为2020年9月7日至2026年3月1日。截至2021年6月16日，“盛屯转债”已累计转股3.82亿股，合计18.64亿元，公司资本实力得以增强。

关注

1. **有色金属行业属周期性行业，有色金属价格及加工费波动影响公司收入利润的稳定性。**有色金属价格波动较大，部分产品无价格对冲产品。同时，跟踪期内锌等产品加工费下降对相关板块经营业绩产生一定影响。
2. **公司海外业务占比较高，存在一定跨国经营风险。**跟踪期内，公司积极布局海外资源，在刚果（金）和印尼推进湿法铜钴冶炼项目和镍业项目。公司海外业务占比逐步提高，存在一定跨国经营风险。
3. **股东股权质押比例较高。**截至2021年5月底，公司控股股东及实际控制人质押股份占其持有公司股份的比例分别为67.17%和100.00%，不利于公司股权结构和实际控制权的稳定。
4. **公司在建项目规模较大，存在一定资本支出压力。**截至2021年3月底，公司在建项目为CCM项目和卡隆威项目，预计总投资42.76亿元，已完成投资4.17亿元。上述项目计划分别于2021年和2022年完工投产，近两年投资规模较大。
5. **跟踪期内，公司收到厦门证监局责令整改措施决定。**公司于2021年1月7日收到厦门证监局下发的《厦门证监局关于对盛屯矿业集团股份有限公司采取责令改正措施的决定》，指出公司存在关联交易未审议披露、个别贸易业务不具备商业实质、生产成本核算有误、合并抵消有误以及往来款抵消有误等五项问题。公司整体管理能力有待加强。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	12.51	24.28	26.49	33.02
资产总额(亿元)	163.61	195.89	232.33	246.83
所有者权益(亿元)	85.31	91.32	112.09	122.00
短期债务(亿元)	38.75	52.86	51.67	56.01
长期债务(亿元)	8.93	5.95	16.25	14.29
全部债务(亿元)	47.68	58.81	67.92	70.29
营业收入(亿元)	326.65	359.03	392.36	114.95
利润总额(亿元)	6.51	3.34	1.13	8.57
EBITDA(亿元)	11.94	8.81	8.36	--
经营性净现金流(亿元)	11.54	6.90	10.52	9.16
营业利润率(%)	4.35	3.38	3.84	9.26
净资产收益率(%)	6.46	3.40	1.91	--
资产负债率(%)	47.86	53.38	51.76	50.57
全部债务资本化比率(%)	35.85	39.17	37.73	36.55
流动比率(%)	131.11	115.19	111.09	118.05
经营现金流负债比(%)	18.37	7.53	10.84	--
现金短期债务比(倍)	0.32	0.46	0.51	0.59
EBITDA利息倍数(倍)	3.54	3.50	2.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	6.68	8.12	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	106.91	138.72	164.19	169.34
所有者权益(亿元)	67.22	93.88	111.06	112.80
全部债务(亿元)	23.05	28.03	38.33	36.64
营业收入(亿元)	62.67	97.26	137.50	41.10
利润总额(亿元)	3.93	1.89	-0.09	0.25
资产负债率(%)	37.13	32.32	32.36	33.39
全部债务资本化比率(%)	25.54	22.99	25.66	24.52
流动比率(%)	109.47	99.52	150.91	140.68
经营现金流负债比(%)	0.55	-0.77	-40.65	--

注: 1.公司 2021 年一季度财务数据未经审计; 2. 已将其他应付款和长期应付款中有息债务调整至全部债务测算, 由于公司未提供 2021 年一季度其他应付款中有息债务数据, 本报告沿用 2020 年底数据对 2021 年一季度短期债务做调整; 3. 由于会计准则调整以及前期差错更正, 本报告已对 2018—2019 年期末数据做追溯调整

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
盛屯转债	AA	AA	稳定	2020/06/16	华艾嘉 周婷	有色金属行业企业 信用评级方法	阅读全文
盛屯转债	AA	AA	稳定	2019/07/11	任贵永 余瑞娟	有色金属行业企业 信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

盛屯矿业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

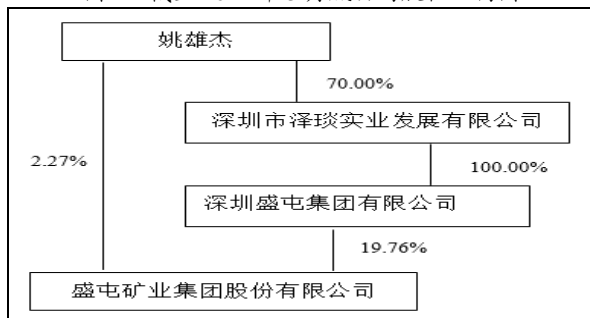
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于盛屯矿业集团股份有限公司(以下简称“公司”)及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 1975 年的厦门市电气设备厂,1992 年 12 月,经厦门市经济体制改革委员会及中国人民银行厦门分行同意(厦体改(1992)008 号、厦人银(92)179),并经国家证券委员会确认(证委发(1993)20 号),由厦门市电气设备厂独家发起以社会募集方式组建厦门市龙舟实业股份有限公司(以下简称“厦门龙舟”)。厦门龙舟初始发行股票 1300 万股,其中 700 万股由厦门市电气设备厂净资产折股而成,600 万股为社会公众股;公司于 1996 年 5 月 31 日在上海证券交易所上市挂牌交易(股票代码 600711.SH)。几经更名和资产重组后,公司于 2011 年 6 月更为现名。后经多次转增资本、发行股票,截至 2021 年 3 月底,公司股本 26.75 亿股(尚未完成工商变更),其中姚雄杰先生直接持有公司 2.27% 股权,并通过深圳盛屯集团有限公司(以下简称“盛屯集团”)间接持有公司 19.76% 股权,为公司实际控制人。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

跟踪期内,公司主营业务无重大变化。

截至 2021 年 3 月底,公司合并范围内一级控股子公司 22 家,本部内设投资研究部、资金部、财务部、风控法务部等多个职能部门。

截至 2020 年底,公司合并资产总额 232.33 亿元,所有者权益 112.09 亿元(含少数股东权益 5.29 亿元);2020 年,公司实现营业收入 392.36 亿元,利润总额 1.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司合并资产总额 246.83 亿元,所有者权益 122.00 亿元(含少数股东权益 9.36 亿元);2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 114.95 亿元,利润总额 8.57 亿元。

公司注册地址:厦门市翔安区莲亭路 836 号 3#楼 101 号 A 单元;法定代表人:陈东。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可(2020)246 号”文批复核准,公司向社会公开发行面值总额 23.86 亿元可转换公司债券,期限 6 年,6 年间票面利率分别为 0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80% 和 2.00%。2021 年 3 月 2 日,“盛屯转债”已按期支付第一年利息。

“盛屯转债”转股期起止日期为 2020 年 9 月 7 日至 2026 年 3 月 1 日。截至 2021 年 6 月 16 日,“盛屯转债”已累计转股 3.82 亿股,合计 18.64 亿元,剩余金额 5.22 亿元。

表 1 截至 2021 年 6 月 16 日公司存续债券概况(单位:亿元)

债券名称	起息日	到期日期	发行额度	余额
盛屯转债	2020/03/02	2026/03/01	23.86	5.22

资料来源:Wind

2021 年 6 月 10 日,公司发布《中信证券股份有限公司关于盛屯矿业集团股份有限公司使用闲置募集资金暂时补充流动资金的核查意见》(以下简称“《核查意见》”),“盛屯转债”募集资金 23.86 亿元,其中 17.00 亿元拟用于刚果(金)年产 3 万吨电铜、5800 吨粗制氢氧化钴(金属量)

湿法冶炼项目（以下简称“CCM 项目”），6.86 亿元拟用于补充流动资金。截至《核查意见》出具日，CCM 项目已累计使用募集资金 4.12 亿元，募

集资金专户余额 1.20 亿元，募集资金中 11.70 亿元暂时用于补充流动资金。

表2 截至2021年6月10日“盛屯转债”募集资金使用情况（单位：亿元、%）

项目	投资总额	拟投入募集资金	累计使用募集资金	暂时用于补充流动资金	工程进度	募集资金专户余额
CCM 项目	23.91	17.00	4.12	11.70	17.25	1.20
补充流动资金项目	6.86	6.86	6.86	--	100.00	--
合计	30.77	23.86	10.99	11.70	--	1.20

注：募集资金专户余额含利息；尾数为差异由四舍五入导致
资料来源：联合资信根据《核查意见》整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表3 2017—2020 年中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90

社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、

5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应

量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 年中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的

“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

五、行业分析

1. 行业概况

中国是有色金属生产和消费大国，有色金属行业具有规模及产值巨大、产业链长等优势，但同时存在中低端加工领域产能过剩、高端材料生产及绿色冶炼水平不高等劣势。

有色金属是指黑色金属（铁、铬、锰）以外的 64 种金属及其合金的总称，国际市场通常把有色金属分为基本金属（铜、铝、铅、锌、镍、锡）、贵金属（金、银和铂族金属）和小金属（基本金属和贵金属之外的其他金属）。中国通常把铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、钛、汞称为十种常用有色金属，并以此十种有色金属为范围统计有色金属行业指标。有色金属是国民经济发展的基础材料，下游产业主要包括航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等行业。

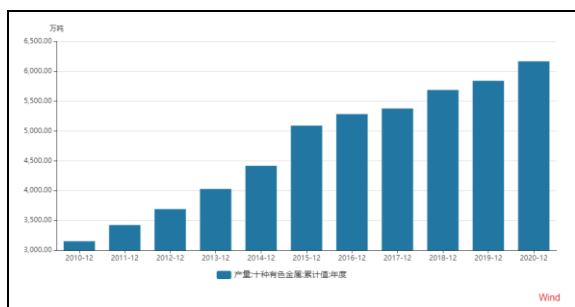
有色金属矿产属于不可再生资源，在世界各国的国民经济发展中都具有十分重要的地位，属于我国产业政策扶持的战略性行业之一。根据自然资源部 2020 年 10 月 22 日发布的《矿产资源报告（2020）》，2019 年，新增探明矿产资源储量方面，主要金属矿产中锰矿、铜矿、铅矿和锌矿等新增明显，分别新增 1.00 亿吨、363.80 万吨、605.20 万吨和 1479.50 万吨，铁矿、镍矿、锡矿、金矿明显下降；非金属矿产中磷矿、石墨和萤石明显增长，分别新增 8.80 亿吨、9216.50 万吨和 8.80 亿吨。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。

2. 行业运行情况

2020 年年初，疫情对我国有色金属行业固定资产投资及主要有色金属价格造成很大的冲击。但随着国内疫情得到有效控制，整个行业恢复状况良好，产量实现平稳增长。

2020 年，有色金属行业统筹推进新冠肺炎疫情防控和复工复产工作，持续深化供给侧结构性改革，行业运行整体平稳。2020 年，中国十种有色金属产量为 6168 万吨，同比增长 5.5%，增幅同比扩大 2 个百分点。

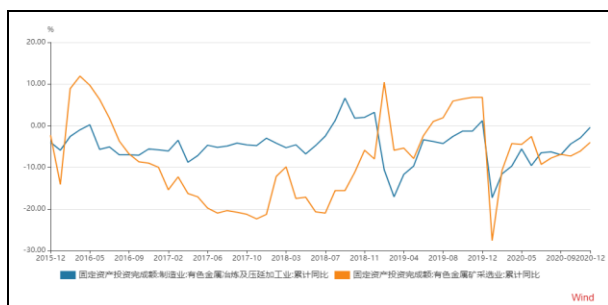
图 2 中国十种有色金属产量（单位：万吨）



资料来源：Wind

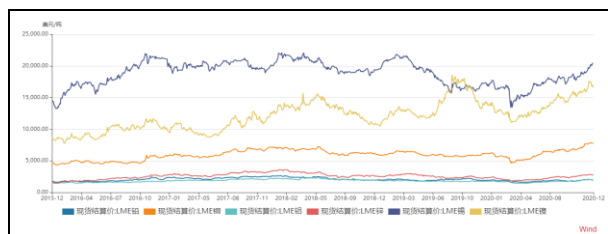
2020 年初受疫情影响，有色金属冶炼及压延加工业与有色金属采选业固定资产投资完成额均大幅下降，并于二月降至谷底，分别同比下降 -17.30% 与 -27.60%。而后，随着国内疫情逐步得到有效控制，有色金属行业固定资产情况逐步好转，降幅缩小。从全年来看，有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额同比下降 0.40%，基本与上年持平；有色金属采选业固定资产投资完成额同比下降 4.00%。

图 3 近年有色金属行业固定资产投资完成额增速（单位：%）



资料来源：Wind

图 4 主要有色金属价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

2020 年，大宗有色金属价格经历“V 型”走势，4

月以来价格持续回暖，铜、铝全年现货均价 48752 元/吨、14193 元/吨，同比增长 2.1%、1.7%；铅、锌全年现货均价 14770 元/吨、18496 元/吨，分别下降 11.3%、9.7%。

3. 行业政策

近年来，发改委、工信部、生态环境部、商务部、海关总署等多个政府部门发布或调整了有色金属行业相关的行业政策。从政策侧重角度来看，主要涉及环境保护、矿业权出让制度、安全生产及其他共三个方面，其中环境保护相关政策数量最多、影响范围最广。

环境保护方面，政策主要从下列两个重点领域进行规范：（1）污染防治。近年来，中国政府陆续修订了《中华人民共和国大气污染防治法》、《中华人民共和国水污染防治法》，制定了《中华人民共和国土壤污染防治法》、《中华人民共和国环境保护税法》及实施条例，为其他后续政策的制定和修订提供了整体方向。生态环境部与卫生健康委于 2019 年 1 月联合发布《有毒有害大气污染物名录（2018 年）》，包括甲醛、二氯甲烷、三氯乙烯、铅及其化合物在内的 11 种污染物作为第一批大气污染物纳入名录。（2）废料进口。生态环境部等多部委于 2018 年 12 月将其他铜废碎料和其他铝废碎料自 2019 年 7 月 1 日起自《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。生态环境部等多部委于 2018 年 4 月将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将钨废碎料、镁废碎料、钛废碎料、木废碎料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。

矿业权出让制度方面，《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》（自然资规〔2019〕7 号）对建立和实施矿业权出让制度作出了一系列重大制度创新。一是全面推进矿业权竞争性出让，明确除协议出让外，对其他矿业权以招标、拍卖、

挂牌方式公开竞争出让。二是严格控制协议出让，稀土、放射性矿产勘查开采项目或国务院批准的重点建设项目，可以协议方式向特定主体出让；已设采矿权深部或上部的同类矿产（《矿产资源分类细则》的类别，普通建筑用砂石土类矿产除外），需要利用原有生产系统进一步勘查开采矿产资源的，可以协议方式向同一主体出让探矿权、采矿权。三是积极推进“净矿”出让，开展砂石土等直接出让采矿权的“净矿”出让，积极推进其他矿种的“净矿”出让。五是规范财政出资地质勘查工作。六是调整探矿权期限，以出让方式设立的探矿权首次登记期限延长至5年，每次延续时间为5年，探矿权申请延续登记时应扣减首设面积的25%。

安全生产及其他方面，生态环境部等多部委于2019年1月联合发布的关于印发《废铅蓄电池污染防治行动方案》的通知，对于铅酸蓄电池生产、销售、回收等环节进行了规范，目标到2020年铅蓄电池生产企业通过落实生产者责任延伸制度实现废铅蓄电池规范收集率达到40%；到2025年废铅蓄电池规范收集率达到70%；规范收集的废铅蓄电池全部安全利用处置。

4. 行业关注

原材料价格波动幅度大、生产成本刚性上升，挤压企业盈利空间

近年来，有色金属价格波动幅度较大，对企业库存管理和盈利水平造成压力。此外企业环保投入增加、社保费用计提基数提高等因素导致企业成本费用刚性上升。同时，随着新环保法和环境保护税法的实施，环保投入大幅增加。

资源储备获取难度加大

对于有色金属矿采选业企业来说，其核心竞争力体现在矿产储量及矿石品位上，由于矿石资源有限，考虑到企业可持续发展，需要不断通过获得探矿权、探转采或者兼并收购其他矿山来进行矿山资源储备。一方面，矿山资源储备同时将占用大量资金；另一方面，能否获得易开采、高品位矿山，上述因素成为制约有色金属矿采选业的关键因素。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生重大变化。截至2021年3月底，姚雄杰先生直接持有公司2.27%股权，并通过盛屯集团间接持有公司19.76%股权，仍为公司实际控制人。

截至2021年6月24日，公司控股股东盛屯集团持有公司52248.75万股，已质押35094.63万股，占其所持有股份的67.17%；公司实际控制人姚雄杰先生直接持有公司4030.50万股，已全部质押。若因市场形势发生重大变化，导致控股股东和实际控制人无法偿还融资本息，从而导致控股股东持有的公司股份全部被处置，可能将影响公司股权结构和正常经营。

2. 企业规模

公司重点聚焦于钴、镍、铜、锌金属品种开展金属冶炼及深加工、有色金属采选以及有色金属贸易等业务。跟踪期内，伴随新增产线投产以及有色金属价格上涨，公司主营业务规模逐步扩张，行业竞争力有所提升。

公司致力于有色金属资源的开发利用，尤其是新能源电池等所需有色金属资源，重点聚焦于钴、镍、铜、锌金属品种开展金属冶炼及深加工、有色金属采选以及有色金属贸易等业务。

有色金属采选方面，子公司兴安埃玛矿业有限公司（以下简称“埃玛矿业”）、锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司（以下简称“银鑫矿业”）和贵州华金矿业有限公司（以下简称“华金矿业”）下属矿区在产，其中华金矿业复产后产能爬坡，2020年以来产能提升明显。此外，跟踪期内，公司通过收购实现对卡隆威采矿权项目的控制，自有铜钴资源规模大幅增长。目前，公司正推进年产阴极铜3万吨、粗制氢氧化钴3556.4吨（金属量）项目（以下简称“卡隆威项目”）建设，其投产将进一步加强公司铜钴金属的生产能力。

有色金属冶炼及深加工方面，公司位于国内的业务主要由四川四环锌锗科技有限公司（以下简称“四环锌锗”）和珠海市科立鑫金属材料有限公司（以下简称“科立鑫”）负责运营，跟踪期内，公

司国内业务整体经营能力无明显变化。此外，公司布局海外资源，在刚果（金）和印尼推进湿法铜钴冶炼项目和镍业项目。截至2021年3月底，公司具备年产3万吨阴极铜、5800吨金属吨粗制氢氧化钴、3.4万金属吨镍的生产能力和4500金属吨四氧化三钴、22万吨锌锭、40吨锗等有色金属深加工能力。目前，公司正在推进CCM项目建设，铜钴业务规模将进一步扩大。

3. 过往债务履约情况

近年来，公司履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：3502000000179226），截至2021年5月24日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷中存在1笔关注类和13笔不良类记录，均为2011年之前的记录。2011年公司更名为盛屯矿业后，无逾期情况，过往债务履约情况良好。

公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息均已按时偿付。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等方面未发生重大变化。董事、监事和部分高级管理人员变动较大，但对公司经营稳定性及战略政策连续性无重大影响。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等方面未发生重大变化。2020年7月，公司进行董事会和监事会换届选举，公司董事、监事和部分高级管理人员变化较大。公司新任董事、监事及高级管理人员工作经验丰富，其岗位调整对公司经营稳定性及战略政策连续性无重大影响。

公司新任总裁张振鹏先生，1975年生，本科学历；曾任云南冶金集团进出口有限公司期货部经理、原料部经理，托克投资中国有限公司昆明分公司总经理、中国铅锌原料部总经理，上海振宇企业发展有限公司（以下简称“上海振宇”）有限公司总经理，公司副总裁。

八、重大事项

跟踪期内，友山镍业高冰镍项目实现生产，为公司带来新的收入和利润增长点；同期，公司完成卡隆威采矿权项目股权收购，公司所持海外矿产资源规模进一步扩大，并拟通过非公开发行股票方式募集资金开发建设卡隆威项目，提升公司铜钴冶炼能力。此外，公司于2021年初收到厦门证监局责令整改通知，公司业务管理有待加强。

1. 3.4万吨镍金属量高冰镍项目投产运营

2019年8月，公司第九届董事会第三十七次会议审议通过了《关于投资印度尼西亚纬达贝工业园年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目的议案》，以全资子公司宏盛国际资源有限公司作为投资路径，由合资公司友山镍业印尼有限公司（以下简称“友山镍业”）实施建设年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目（以下简称“镍业项目”），合计总投资4.07亿美元。

2020年9月，镍业项目1号电炉顺利投产。截至2020年底，该项目4条生产线全部投产。镍业项目投产扩大了公司海外镍业务规模，并为公司带来较好的经济效益，有助于提升公司盈利能力和可持续发展能力。

2. 收购卡隆威采矿权项目股权及拟非公开发行股票募集资金推进卡隆威项目开发建设

2019年2月，公司第九届董事会第二十九次会议审议通过了《关于收购恩祖里铜矿有限公司100%股权的议案》，公司通过全资子公司旭晨国际有限公司以现金方式收购恩祖里铜矿有限公司（Nzuri Copper Limited）（以下简称“恩祖里”）100%的股权，总交易金额不超过1.14亿澳元。恩祖里于刚果（金）控股的子公司卡隆威资源有限公司（以下简称“卡隆威资源”）拥有两个铜钴项目，分别为卡隆威采矿权项目（Kalongwe）和FTB探矿权项目（FOLD & THRUST BELT JV）。其中，卡隆威铜钴矿山采矿权拥有资源量为矿石量1346万吨，储量为铜金属量30.2万吨，平均品位2.7%，钴金属量4.27万吨，平均品位0.62%。公司于2020年3月12日完成了对恩祖里的收购，持有卡隆威采矿权项目的85%股权。

公司第三届投委会 2021 年五次会议审议通过了《关于收购 GICC 持有卡隆威矿业的 10% 股份的议案》，同意通过子公司卡隆威资源以 2000 万美元的价格收购刚果工业和商业公司（以下简称“GICC”）持有卡隆威采矿权项目的 10% 股份。公司于 2021 年 4 月 21 日完成了对卡隆威采矿权项目 10% 股权的收购，合计持有卡隆威采矿权项目 95% 股权。

目前，公司正在推进年产阴极铜 3 万吨、粗制氢氧化钴 3556.4 吨（金属量）项目开发建设，该项目预计总投资 2.93 亿美元。对此，公司拟向不超过 35 名特定对象非公开发行股票（不超过 8.025 亿股），募集资金总额不超过 22.50 亿元，其中 16.00 亿元拟用于卡隆威项目建设。本次非公开发行的相关事项已经公司董事会审议通过，尚需公司股东大会批准和中国证监会的核准。

公司增持卡隆威采矿权项目股权有助于公司扩大资源储备，其后续项目建设将有助于提升公司在刚果（金）阴极铜以及粗制氢氧化钴整体产能和产量，促进公司业绩持续增长。

3. 公司收到厦门证监局对公司采取责令整改措施决定

公司于 2021 年 1 月 7 日收到中国证券监督管理委员会厦门监管局（以下简称“厦门证监局”）下发的《厦门证监局关于对盛屯矿业集团股份有限公司采取责令改正措施的决定》（〔2021〕4 号，以下简称“《决定书》”），指出公司存在关联交易未审议披露、个别贸易业务不具备商业实质、生产成本核算有误、合并抵消有误以及往来款抵消有误等五项问题。对此，厦门证监局决定对公司采取责令改正行政监管措施、并计入证券期货市场诚信档案；要求公司就上述财务核算问题对定期报告予以更正，进一步加强财务会计基础工作，提高会计核算水平和财务信息质量；要求公司全体董事、监事和高级管理人员加强对证券法律法规的学习，对信息披露、公司治理、内部控制等方面存在的问题进行全面梳理，采取有效措施进行整改，切实提升公司及子公司规范运作水平。公司已根据《决定书》中要求逐项梳理并落实整改措施。信永中和会计师事务所于 2021 年 3 月 25 日出具《关于盛屯矿业集

团股份有限公司 2018 年度、2019 年度财务报表前期差错更正的专项说明》，具体调整额度见下表。

表 4 公司财务差错更正调整情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年
资产合计	3721.25	59382.81
负债合计	5742.61	63381.61
所有者权益合计	-2021.36	-3998.80
营业收入	-125960.79	-141131.06
营业成本	-125378.80	-139234.63
归属于母公司所有者权益净利润	-666.27	-1974.12

资料来源：《关于盛屯矿业集团股份有限公司 2018 年度、2019 年度财务报表前期差错更正的专项说明》

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务无明显变化，有色金属贸易仍为收入占比最高的业务，2020 年该板块盈利能力小幅下降。同期，受益于新增产线产能释放，公司有色金属冶炼及深加工产品产销量逐步提高，伴随有色金属价格的提高，该板块盈利水平及盈利能力提升明显。

跟踪期内，公司业务无明显变化，但因板块重新划分，故对收入构成进行追溯调整。目前，公司主营业务包括金属冶炼及深加工、有色金属采选和有色金属贸易。

公司金属冶炼及深加工业务包含四环锌钴的锌钴及其他小金属冶炼加工、科立鑫的钴产品加工和刚果（金）盛屯资源有限公司（以下简称“盛屯资源”）的年产 3 万吨阴极铜、5800 吨金属粗制氢氧化钴项目（以下简称“CCR 项目”）。2020 年，受益于 CCR 项目产能释放，公司铜钴产品产销量增量明显，带动金属冶炼及深加工业务收入同比增长 36.39%；同期，受益于有色金属价格的快速提升，该板块毛利率同比提升 4.48 个百分点。

跟踪期内，公司主要有色金属矿石采选量同比小幅提高，但由于矿石品位下降及采选难度增加影响，公司自产有色金属产销量同比下降，且伴随产销量占比较高的铅银锌等精矿销售均价下降，公司有色金属采选业务收入同比下降 16.14%，毛利率同比下降 15.40 个百分点。

跟踪期内，公司有色金属贸易业务仍保持较大

规模，占主营业务收入的比重超过 80%。2020 年，该板块实现收入 321.59 亿元，同比提高 5.16%，但毛利率同比下降 0.40 个百分点，贸易业务盈利能力弱。

受上述因素综合影响，2020 年，公司实现主营业务收入 390.99 亿元，同比提高 8.91%，综合毛利率同比提高 0.39 个百分点至 3.95%。

表 5 近年来公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
金属冶炼及深加工业务	48.03	13.38	13.75	65.51	16.75	18.23
有色金属采选业务	3.78	1.05	56.63	3.17	0.81	41.23
有色金属贸易及其他	305.82	85.19	0.88	321.59	82.25	0.48
服务及其他	1.36	0.38	100.00	0.72	0.18	100.00
合计	358.99	100.00	3.56	390.99	100.00	3.95

注：公司根据业务调整对 2019 年主营业务收入做追溯调整；位数为差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

一方面由于 CCR 项目和镍业项目产能释放带动有色金属产品产销量提升，另一方面由于有色金属价格持续上涨。2021 年一季度，公司实现营业收入 114.95 亿元，同比提高 29.17%；同期，毛利率同比提高 7.88 个百分点至 9.65%。

2. 有色金属采选

伴随华金矿业复产后产能爬坡提升，2020 年，公司金矿处理量同比大幅提升。同期，埃玛矿业和银鑫矿业矿石处理量较为稳定，但受矿石品位下降及采选难度增加影响，公司精矿产销量同比下降。公司其他矿区目前均处于证照办理或建设阶段，无

产品产出，对资金形成占用。跟踪期内，公司新增投建卡隆威采矿权项目，将为未来铜钴产品生产提供一定资源保障。

跟踪期内，公司有色金属采选业务经营主体无变化，新增投建卡隆威项目尚无产出。截至目前，公司控股 8 家、参股 1 家（尤溪三富矿业有限公司，公司持有其 38% 股份）有色金属精矿生产企业。控股矿业保有矿石储量合计 6570.56 万吨，设计产能合计 351.50 万吨/年。其中，埃玛矿业、银鑫矿业和华金矿业已有持续性产出，实际产能合计 81.00 万吨/年。

表 6 公司主要子公司的矿种及产品情况（单位：万吨、万吨/年、年）

公司名称	保有矿石储量	设计产能	实际产能	剩余服务年限	主要矿种	主要产品	2019 年处理量	2020 年处理量	2021 年一季度处理量
埃玛矿业	720.72	30.00	30.00	11	铅、锌	铅精粉、锌精粉	30.00	30.00	1.72
银鑫矿业	2240.20	72.00	36.00	21	铜、钨、锡	铜精粉、银	20.18	18.66	0.00
风驰矿业	68.60	6.00	--	10	锡、铜、锌	铜精粉、锡精粉	技改停产和探矿中	技改停产和探矿中	技改停产和探矿中
鑫盛矿业	328.35	16.00	--	12	铜、镍、金	铜精粉、镍	探矿中	探矿中	探矿中
华金矿业	362.12	42.00	15.00	15	金	黄金矿砂	8.75	14.38	2.40
恒源鑫茂	1242.40	49.50	--	22	铅、锌	铅银精矿、锌精矿	办证中	办证中	办证中
三鑫矿业	262.17	20.00	--	10	铜、钴	铜精粉	建设及办证中	建设及办证中	建设及办证中
卡隆威	1346.00	116.00	--	12	铜、钴	阴极铜、粗制氢氧化钴	--	建设中	建设中
合计	6570.56	351.50	81.00	--	--	--	58.93	63.04	4.12

注：银鑫矿业受冬季停产影响，2021 年一季度无产出；目前，银鑫矿业正处于整改检修阶段，无产出
资料来源：公司提供

公司有色金属采选生产技术较为成熟,安全及环保管理较为规范。跟踪期内,公司有色金属采选经营模式、管理模式等无明显变化。其中,埃玛矿业和银鑫矿业矿石处理能力无变化,2020年合计矿石处理量较为稳定;同期,华金矿业完成技改复产产能爬坡,实际产能提升至15万吨/年,当年矿石处理量同比提高63.34%。精矿洗选方面,2020年,公司主要精矿产量合计1.69万吨,同比下降21.02%,主要由于矿区硫铁矿增加导致入选矿石品位下降、采选难度增加等因素综合影响。同期,公司精矿产品产销率保持高水平,当期实现销量合计1.68万吨。2020年,有色金属价格波动较大,其中产销量占比较高的铅银精矿和锌精矿销售均价分别同比下降11.69%和21.90%,导致有色金属采选业务盈利能力有所下滑。

表7 公司主要矿产品产销情况(单位:吨、%、万元/吨)

产品	产销情况	2019年	2020年
铅银精矿	产量	5650.90	4267.49
	销量	5688.02	4242.59
	产销率	100.66	99.42
	销售均价	1.54	1.36
锌精矿	产量	13536.85	10624.72
	销量	13679.08	10563.10
	产销率	101.05	99.42
	销售均价	1.05	0.82
铜精矿	产量	1932.18	1710.14
	销量	1946.32	1716.70
	产销率	100.73	100.38
	销售均价	4.26	4.55
钨锡混合矿	产量	128.27	178.76
	销量	129.02	177.41
	产销率	100.58	99.24
	销售均价	8.37	10.51
钨精矿	产量	120.31	95.61
	销量	120.94	95.61
	产销率	100.52	100.00
	销售均价	10.46	10.89
合计	产量	21368.51	16876.72
	销量	21563.38	16795.40
	产销率	100.91	99.52

资料来源:公司提供

3. 金属冶炼及深加工

跟踪期内,公司金属冶炼及深加工业务运营主体经营模式无明显变化,受益于新增产线产能释放及有色金属价格的提高,该业务盈利水平和盈利能力稳步提升。

公司金属冶炼及深加工业务主要由四环锌锗、科立鑫、盛屯资源和友山镍业负责运营。其中,四环锌锗主要业务为锌锗产品生产、多金属综合回收和销售;科立鑫主要业务为钴产品加工销售;盛屯资源主要运营刚果(金)铜钴产品加工销售业务;友山镍业主要负责印尼镍产品加工销售。

(1) 四环锌锗

2019年,公司通过发行股份及支付现金购买的方式收购四环锌锗97.22%股权,新增锌锗冶炼及金属综合回收业务。跟踪期内,四环锌锗产能无变化,截至2021年3月底,锌、锗产能分别为22万吨/年和40吨/年。

采购方面,受锌锭产量的提高,其原料采购量亦有所提高。2020年,四环锌锗合计采购锌原料32.23万吨,同比增长19.24%。其中,公司根据成本变化调整原料结构,加大锌精矿委托加工至锌焙砂的规模,减少锌焙砂的直接采购。原料采购价格主要参考上海有色网现货价格,并根据加工费、精矿品位、其他成分含量等因素对价格进行调整。跟踪期内,四环锌锗整体原料采购价格呈上升趋势。四环锌锗锌料主要采购自贸易商,供应商集中度一般,且稳定性较弱。2020年,前五大供应商采购金额占该业务采购成本的35.14%。

表8 四环锌锗主要原材料采购情况(单位:万吨)

原材料种类	2019年	2020年	2021年一季度
锌精矿	18.06	26.33	7.53
锌焙砂	8.97	5.90	0.06
合计	27.03	32.23	7.59

资料来源:公司提供

生产方面,四环锌锗锌锭产能利用率保持高水平,2020年,四环锌锗自产锌锭23.96万吨,同比提高18.32%;同期,由于耗用的锗原材料主要为当期生产的副产品,锗金属含量下降,导致四环锌锗生产高纯二氧化锗12.18吨,同比下降54.94%。

表 9 四环锌锆主要产品产销情况

项目	自产锌锆 (万吨)	外购锌锆 (万吨)	高纯二氧化 化锆(吨)	
2019 年	产能	22.00	--	40.00
	产量	20.25	0.13	27.03
	产能利用率 (%)	92.05	--	67.58
	销量	21.01	0.13	20.14
	产销率(%)	103.78	100.00	74.49
2020 年	产能	22.00	--	40.00
	产量	23.96	--	12.18
	产能利用率 (%)	108.91	--	30.45
	销量	23.81	--	17.93
	产销率(%)	99.35	--	147.24
2021 年 一季度	产能	22.00	--	40.00
	产量	5.62	--	1.50
	产能利用率 (%)	102.18	--	15.00
	销量	5.82	--	1.80
	产销率(%)	103.53	--	120.26

注：对 2021 年一季度主要产品产能利用率做年化处理
资料来源：公司提供

销售方面，四环锌锆实行以产定销的经营模式，产品产销率保持较高水平。其中，高纯二氧化锆 2020 年产销率为 147.24%，主要由于 2019 年金属锆价格下降，四环锌锆与下游客户就下调产品价格未达成一致导致当期产品销量缩减，2020 年伴随有色金属价格回升，前期库存商品于本期实现销售所致。四环锌锆下游客户主要为贸易商，前五大客户锌锆销售额占该业务收入的比重由 2019 年的 58.33% 提升至 2020 年的 60.59%。其中，前两大客户（托克投资（中国）有限公司和泸州交投集团物流有限公司）锌锆销售额占该业务收入的比重由 2019 年的 32.80% 提升至 2020 年的 35.93%，客户集中度较高，稳定性尚可。有色金属加工费为四环锌锆最主要收入来源，跟踪期内，锌产品加工费呈下降趋势。同期，四环锌锆其他金属综合回收能力强，可为其带来持续的超额收益。

表 10 四环锌锆锌产品价格情况（单位：元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年一季度
锌产品价格	17.04	15.40	18.17
锌产品加工费	6.20	5.43	3.40

资料来源：公司提供

（2）科立鑫

2018 年，公司通过发行股份方式收购科立鑫 100.00% 股权，扩张钴产品深加工业务规模。跟踪期内，科立鑫整体经营稳定，经营模式无明显变化。

科立鑫采购的主要原材料为含粗制氢氧化钴的钴湿法冶炼中间品或者粗制碳酸钴硫酸钴等。2020 年，科立鑫钴产品产能无变化，合计产量 2424.24 吨，同比变化不大，因此原料需求量较为稳定。2020 年，科立鑫合计采购钴原料 2284.72 吨，同比增长 3.08%。一方面，科立鑫与优美科市场拓展（香港）有限公司（以下简称“优美科”）加工协议到期；另一方面，公司为科立鑫提供了充足稳定的钴中间品作为原料；科立鑫 2021 年一季度调整经营模式，由代加工业务为主转为自产自销为主，带动钴产品业务量大幅提升，当期采购钴原料 1031.41 吨，为 2020 年全年的 45.15%。

表 11 科立鑫主要原材料采购情况（单位：吨）

原材料种类	2019 年	2020 年	2021 年一季度
钴湿法冶炼中间品	1506.22	2006.48	1031.41
硫酸钴	710.14	278.24	0.00
合计	2216.36	2284.72	1031.41

资料来源：公司提供

生产方面，科立鑫与优美科签有三年期加工协议，单一客户业务量占比高，导致科立鑫产品结构主要根据优美科需要调整。2020 年，科立鑫四氧化三钴产量同比提高 106.47%，其他钴产品产量均同比降幅明显。2021 年一季度，科立鑫根据市场需要调整自身产品结构，生产钴产品合计 1075.95 吨，为 2020 年全年的 44.38%；其中四氧化三钴产量占 76.29%。

销售方面，科立鑫分为代加工和常规销售两种模式。代加工业务中，科立鑫遵循“成本+利润”的基础定价方式，扣除辅料、人工等的成本后，确定合理的利润范围，结合市场供需情况，确定最终加工费价格。常规销售业务中，科立鑫遵循“原材料购入成本（伦敦金属导报 MB 钴金属价格×钴计价系数或进料加工模式下的原材料购入金额）+加工成本（原材料以外的生产成本）+合理利润”的定价方式，通过参考市场价格并结合钴产品的市场供需情况，确定最终产品销售价格。跟踪期内，科

立鑫主要产品整体保持较高产销率水平。2021 年一季度，当期生产的 255.10 吨其他产品（主要为碳酸钴）未对外销售，主要由于子公司阳江市联邦金属化工有限公司正在推进扩产技改，或将碳酸钴进一步加工至三氧化二钴销售。

由于钴产品应用领域较为集中，科立鑫钴原料采购及钴产品销售的供应商和客户稳定性好，集中度较高。2020 年，前五大供应商采购金额占该板块采购成本的 70.13%，前五大客户销售金额占该板块销售收入的 60.98%。

表 12 科立鑫主要产品产销情况（单位：吨、%）

项目		三氧化二钴	其他
2019 年	产量	836.57	1579.87
	销量	872.67	1563.96
	产销率	104.32	98.99
2020 年	产量	1727.24	697.00
	销量	1793.11	832.02
	产销率	103.81	119.37
2021 年一季度	产量	820.85	255.10
	销量	761.78	0.00
	产销率	92.80	0.00

资料来源：公司提供

（3）盛屯资源

公司于 2017 年投资设立盛屯资源（公司持有其 51% 股权）作为开发 CCR 项目的建设主体。一方面可利用刚果（金）铜钴矿资源，加强公司铜钴湿法冶炼的低成本优势，扩展铜钴产业链业务；另一方面也为公司未来对上游铜钴矿山资源进行整合收购提供条件。CCR 项目于 2018 年底投产，初期设计产能为 1 万吨/年阴极铜和 3500 吨/年金属钴的生产能力。2020 年上半年以来，公司完成 CCR 项目扩产改造，该项目产能逐步提升至 3 万吨/年阴极铜和 5800 吨/年金属钴。

跟踪期内，盛屯资源生产加工经营模式无明显变化。盛屯资源铜钴矿原料主要采购自产线周边矿区，伴随产能的逐步提升以及铜钴产品市场需求的向好，盛屯资源阴极铜和粗制氢氧化钴产品产销量均同比大幅提升，产能利用率和产销率保持高水平。盛屯资源阴极铜产品于刚果（金）地区销售，钴产品回国销售，下游客户主要为贸易商，集中度很高。2020 年，通过其股东盛屯环球资源投资有

限公司（销售占比 82%）和关联方盛屯金属国际贸易有限公司（销售占 7%）的销售额占该业务销售收入的 90.00%。

目前公司正在积极推进 CCM 项目建设，该项目投产后，公司于刚果（金）的铜钴冶炼能力将进一步提高。

表 13 盛屯资源主要原材料采购情况

原材料种类	2019 年	2020 年	2021 年一季度
铜矿（万金属吨）	1.69	3.15	0.86
钴矿（万金属吨）	0.22	0.51	0.22
合计	1.91	3.66	1.08

资料来源：公司提供

表 14 盛屯资源主要产品产销情况（单位：吨）

项目		阴极铜	粗制氢氧化钴
2019 年	产能	8333.33	2916.67
	产量	8663.47	1394.38
	产能利用率（%）	103.96	47.81
	销量	8253.70	1248.18
	产销率（%）	95.27	89.52
2020 年	产能	25000.00	3500.00
	产量	26378.96	3989.82
	产能利用率（%）	105.52	113.99
	销量	26556.99	4052.64
	产销率（%）	100.67	101.57
2021 年一季度	产能	30000.00	5800.00
	产量	9241.71	1587.49
	产能利用率（%）	123.22	109.48
	销量	8728.32	1855.77
	产销率（%）	94.44	116.90

注：已对 2021 年一季度主要产品产能利用率做年化处理

资料来源：公司提供

（4）友山镍业

公司于 2019 年通过增资方式持有友山镍业股权，并以此作为开发镍业项目的建设主体。镍业项目设计产能为年产 3.4 万金属吨高冰镍。2020 年 9 月，镍业项目 1 号电炉投产试运行并顺利产出第一批镍铁，截至 2020 年底，镍业项目 4 条生产线全部投运。2021 年一季度，该项目达产并进入稳定运营期，并取得良好的经济效益，带动公司收入和利润水平同比增长。

表 15 友山镍业主要产品产销情况

项目	2020 年	2021 年一季度
镍铁产量(万吨)	3.18	6.69
镍金属产量(吨)	4239.97	9818.93
镍铁销量(万吨)	2.05	7.36
镍金属销量(吨)	2638.43	10784.77

资料来源: 公司提供

4. 有色金属贸易及其他

跟踪期内,公司有色金属贸易业务经营模式无明显变化,贸易规模有所扩大,但盈利能力有所下降。

公司有色金属贸易业务仍主要通过盛屯金属有限公司、深圳市盛屯金属有限公司、厦门盛屯金属销售有限公司、上海振宇企业发展有限公司、盛屯金属国际等子公司开展。2020 年以来,公司有色金属贸易业务经营模式无变化,业务规模有所增长。2020 年,公司有色金属贸易及其他板块实现营业收入 321.59 亿元,同比增长 5.16%。同期,该板块毛利率同比下降 0.40 个百分点,毛利率变动与金属品种、区域升贴水等有关,波动较大,整体处于较低水平。

公司从事金属贸易目的是加强在有色行业产业链的参与力度,获取渠道和价格优势,能够为公司积累客户资源。贸易品种方面,公司贸易业务产品仍主要包括锌精矿、铅精矿、镍精矿、黄金矿砂、锌锭、氧化锌、铅锭、精铅、贵铅、铝锭、阴极铜、银锭、铋锭、铋白、硫化镍等与公司主营产品相关的行业产品。2020 年,公司有色大宗商品贸易交易对手方、采购及销售模式、定价及结算方式、业务管理模式和产品结构均未发生重大变化。

5. 经营效率

跟踪期内,公司经营效率处于较好水平。

跟踪期内,公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比下降,存货周转次数同比提高;2020 年上述指标分别为 34.52 次、1.83 次和 10.27 次。公司实体业务规模有所扩张,整体经营效率保持较好水平。

表 16 公司主要业务同业对比情况(单位:次)

企业名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
云南驰宏锌锗股份有限公司	716.71	9.74	0.63
深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	34.74	15.03	1.38
西部矿业股份有限公司	51.67	7.31	0.64
浙江华友钴业股份有限公司	13.11	4.79	0.84
盛屯矿业集团股份有限公司	34.52	10.27	1.83

资料来源: 联合资信根据公开数据整理

6. 在建项目

公司正积极推进卡隆威项目和 CCM 项目建设,将借助矿产资源优势进一步扩大公司铜钴产品生产能力。但该项目近期投资规模较大。

截至 2021 年 3 月底,公司在建项目为卡隆威项目和 CCM 项目,预计总投资 42.76 亿元(含 33.00 亿元外部融资),已完成投资 4.17 亿元。公司近两年投资规模较大,但项目建成后,公司将借助矿产资源优势进一步扩大铜钴产品生产能力,提升公司综合竞争力。

表 17 公司主要在建工程情况(单位:亿元)

项目名称	预计完工时间	总投资	资金筹措方案		已投资
			自筹	融资	
卡隆威项目	2022 年	18.86	2.86	16.00	0.05
CCM	2021 年	23.91	6.91	17.00	4.12
合计	--	42.76	9.76	33.00	4.17

注: CCM 项目通过本期公开发行可转换债券募集资金 17.00 亿元;卡隆威项目拟通过非公开发行股票募集资金

资料来源: 公司提供

7. 未来发展

公司未来围绕锌、钴、铜、镍四种有色金属的发展方向明确,整体战略可执行性较强。但海外投资项目较多,存在一定跨国经营风险。

随着世界经济复苏、产业升级、以及新能源在全球的普及,钴镍铜锌等金属市场需求有望快速提升。在此背景下,公司将继续深耕有色金属资源行业,继续做大做强海外业务板块,在刚果(金)、印尼等矿产资源国生根,进一步扩大市场份额和行业影响力,不断提升公司的成长性与竞争力,积极打造公司的比较优势和可持续发展能力。

铜钴方面,公司将推动 CCR 项目提产增量,并加快 CCM 项目(预计 2021 年投产)和卡隆威

项目（预计 2022 年投产）建设，提高海外铜钴生产能力；同时，稳固科立鑫钴材料深加工业务，通过提升工艺技术扩大产能。

镍方面，公司将促进镍业项目达产、高产，并继续积极寻求印尼等地优质镍项目并购机会，继续开拓和布局新能源三元动力电池所需镍材料项目。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报告未经审计。公司财务报表按照最新企业会计准则的要求编制。

从合并范围看，2020 年，公司合并范围内新增子公司 19 家，含非同一控制下企业合并子公司 17 家和新设立子公司 2 家；同期，合并范围内减少子公司 3 及，含处置子公司 2 家和注销子公司 1 家。2021 年一季度，公司合并范围内新增子公司 1 家。整体看，公司合并范围变化较大，对财务数据的可比性产生一定影响。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 232.33 亿元，所有者权益 112.09 亿元（含少数股东权益 5.29 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 392.36 亿元，利润总额 1.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 246.83 亿元，所有者权益 122.00 亿元（含少数股东权益 9.36 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 114.95 亿元，利润总额 8.57 亿元。

2. 资产质量

伴随合并范围的扩大以及新项目投产，跟踪期内，公司资产规模增长较快，资产结构保持相对均衡，且符合行业特征。2021 年一季度，受益于新产线产能释放以及产品价格提升，公司业绩增量明显，货币资金较上年底大幅增长。公司整体资产质量较好。

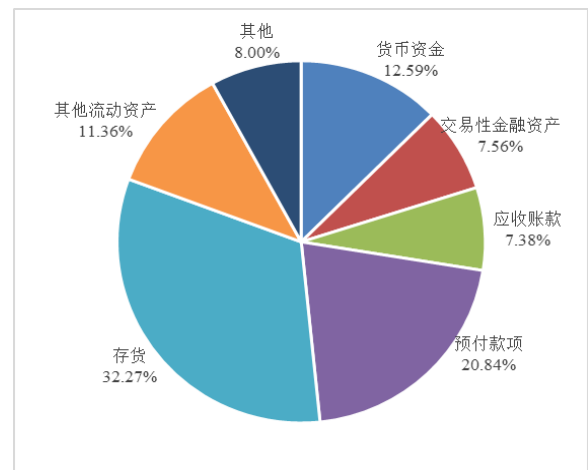
截至 2020 年底，公司合并资产总额 232.33 亿元，较年初增长 18.60%，主要系镍业项目在建工程完成转入固定资产所致。其中，流动资产占

46.40%，非流动资产占 53.60%。公司资产结构相对均衡，其中非流动资产较年初占比有所提高。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 107.81 亿元，较年初变化不大，主要由货币资金（占 12.59%）、交易性金融资产（占 7.56%）、应收账款（占 7.38%）、预付款项（占 20.84%）、存货（占 32.27%）和其他流动资产（占 11.36%）构成。

图 5 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 13.57 亿元，较年初下降 30.57%，主要系当期项目建设资金支出增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 43.63%）和其他货币资金（占 55.86%）构成。公司其他货币资金主要包括定期存单、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、银行黄金融资业务保证金、期货交易保证金等，共计 7.58 亿元，全部为受限资金，受限比例较高。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产 8.15 亿元，较年初增长 149.29%，主要系本期公司持有黄金价格波动大以及年末结构性存款余额增加所致。同期，公司应收款项融资较年初增长 225.57% 至 4.76 亿元，主要系当期票据贴现业务未终止确认金额增加所致。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 7.95 亿元，较年初下降 7.01%。应收账款账龄以 1 年以内为主，占 53.27%；1~2 年的占 25.62%。公司应收账款累计计提坏账 1.66 亿元，计提比例 17.29%；应收账款前五大欠款方合计金额为 3.18

亿元，占应收账款期末余额的 33.11%，集中度尚可。

截至 2020 年底，公司存货 34.79 亿元，较年初下降 9.61%，主要系库存商品减少所致。存货主要由原材料（主要为矿山用耗材、钴原料、铅精矿等，占 22.46%）、半成品（占 31.53%）和发出商品（主要为有色金属贸易中的钴、锌、铅、镍等有色金属，占 22.76%）构成，累计计提跌价准备 0.07 亿元，计提比例为 0.20%。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 12.25 亿元，较年初增长 96.20%，主要系待抵扣进项税及一年内到期的大额存单、定期存款等增加所致。公司其他流动资产主要由已租出标准黄金（占 45.22%）、可抵扣增值税（19.67%）和公司持有的一年内到期的大额存单、定期存款等（占 39.10%）构成。已租出标准黄金为开展黄金租赁业务而购买或向银行借入标准黄金租赁给珠宝商，其中出租的标准黄金计入该科目核算；可抵扣增值税进项主要由有色金属贸易及其他业务产生。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 124.53 亿元，较年初增长 37.74%，主要由于固定资产的大幅增长。公司非流动资产主要由固定资产（占 44.50%）、无形资产（占 30.39%）和商誉（占 9.11%）构成。

截至 2020 年底，公司长期应收款 2.97 亿元，较年初增加 2.74 亿元，主要为子公司转让的相关债权采取分散收款形式，款项回收期超过一年，故计入此科目核算。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 3.41 亿元，较年初下降 19.18%，主要系公司减少对珠海市迈兰德基金管理有限公司的投资 0.58 亿元以及该公司宣告发放现金股利或利润 1.10 亿元所致。

截至 2020 年底，公司固定资产 55.41 亿元，较年初增长 104.99%，主要系主要系镍业项目在建工程完成转入固定资产所致。固定资产主要由机器设备（占 47.41%）和房屋及建筑物（占 39.27%）构成，累计计提折旧 10.55 亿元；固定资产成新率 84.01%，成新率较高。

截至 2020 年底，公司无形资产 37.84 亿元，较年初增长 15.56%，主要系收购恩祖里带动采矿权的增加所致。公司无形资产主要由采矿权（占

76.56%）和探矿权（占 18.59%）构成，累计摊销 6.76 亿元，计提减值准备 0.10 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉 11.34 亿元，较年初变化不大，主要为前期收购埃玛矿业、银鑫矿业和科立鑫产生的商誉。2020 年，主要因确认递延所得税负债而形成的商誉减值，分别对埃玛矿业、银鑫矿业和科立鑫计提 968.36 万元、98.25 万元和 280.68 万元商誉减值。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 3.81 亿元，较年初下降 52.11%，主要系上期预付印尼项目长期资产款项本期纳入合并范围所致。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 34.63 亿元，主要为各类保证金及用于借款抵押的固定资产、无形资产、其他流动资产和交易性金融资产等，占资产总额的 14.91%。

表 18 截至 2020 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产科目	受限金额	受限原因
货币资金	7.58	定期存单、保证金等
存货	1.08	借款抵押、期货保证金抵押
固定资产	10.39	借款抵押
无形资产	1.49	借款抵押
投资性房地产	0.38	借款抵押
其他流动资产	4.79	借款抵押
交易性金融资产	2.70	借款抵押
应收款项融资	2.72	应收票据贴现未到期、应收票据质押取得应付票据
长期待摊费用	0.84	借款抵押
其他非流动资产	2.66	票据保证金
合计	34.64	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 246.83 亿元，较上年底增长 6.24%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，流动资产占 49.50%，非流动资产占 50.50%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受可转债转股以及新投产项目带来较高收益影响，公司所有者权益稳步提高，且权益

结构稳定性保持高水平。

截至 2020 年底,公司所有者权益 112.09 亿元,较年初增长 22.74%,主要系可转债转股带动公司股本和资本公积的增长以及新增合并友山镍业带动少数股东权益的增长所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 95.28%,少数股东权益占比为 4.72%。截至 2020 年底,公司可转债合计转股 3.31 亿股,带动公司股本较年初增长 14.36%至 26.39 亿元,资本公积较年初增长 26.89%至 62.63 亿元。在所有者权益中,股本、资本公积和未分配利润分别占 23.55%、55.87%和 13.79%,所有者权益结构稳定性好。

截至 2021 年 3 月底,公司所有者权益 122.00 亿元,较上年底增长 8.84%,主要系公司当期盈利水平大幅提升带动公司未分配利润和少数股东权益的大幅增长所致,权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内,公司项目投资规模较大,融资需求增加,带动公司债务规模快速增长。同期,受益于权益规模的稳步提高,公司债务负担指标有所下降,整体债务负担适中;但短期债务占比高,公司仍存在一定的短期支付压力。

截至 2020 年底,公司负债总额 120.24 亿元,较年初增长 14.99%,主要系长短期借款及应付债券增长所致。其中,流动负债占 80.70%,非流动负债占 19.30%。公司负债以流动负债为主,非流动负债占比上升较快。

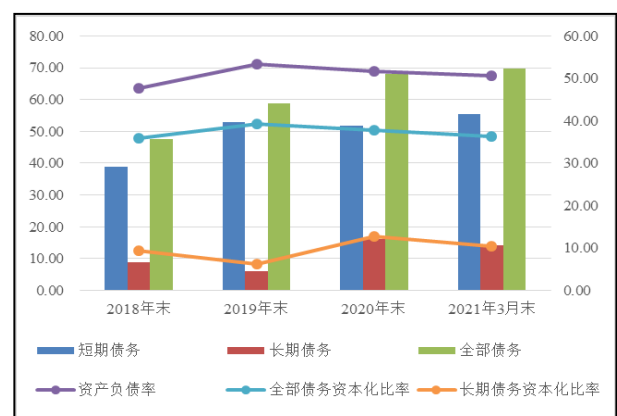
截至 2020 年底,公司流动负债 97.04 亿元,较年初增长 5.97%,主要系短期借款和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款(占 30.07%)、应付票据(占 20.60%)、应付账款(占 20.81%)和合同负债(占 16.91%)构成。其中,受业务规模增长带动融资需求增加影响,公司抵押借款增长带动短期借款较年初增长 30.88%至 29.18 亿元;由于国内信用证结算减少,公司应付票据较年初下降 9.83%至 19.99 亿元;由于期货套保产品浮动亏损增加,公司衍生金融负债较年初增长 1.60 亿元至 1.72 亿元;应付账款受业务扩张影响较年初增长 22.65%至 20.19 亿元;同期,公司其他应付款较年初下降 40.39%至 4.32 亿元,主要由于应付标准金的减少以及子公司上海振宇在山西省金融

资产交易中心平台上发行的晋金所一应收账款收益权产品到期兑付。

截至 2020 年底,公司非流动负债 23.20 亿元,较年初增长 78.48%,主要系公司融资需求增加,长期借款和应付债券大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款(占 11.64%)、应付债券(占 30.14%)、长期应付款(占 28.25%)和递延所得税负债(占 27.02%)构成。其中,长期借款较年初增加 2.53 亿元至 2.70 亿元;应付债券较年初增加 5.99 亿元至 6.99 亿元,主要由于当期新增发行盛屯转债;同期,公司长期应付款较年初增长 37.36%至 6.56 亿元,主要由于境外非银行金融机构借款和固定资产售后回租应付租赁款增长。

有息债务方面,截至 2020 年底,公司全部债务 67.92 亿元,较年初增长 15.50%。其中,短期债务占 76.08%,较年初下降 13.81 个百分点,债务结构有所优化,但仍存在较大的短期支付压力。从债务指标来看,截至 2020 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.76%、37.73%和 12.66%,较年初分别下降 1.63 个百分点、1.44 个百分点和提高 6.55 个百分点。公司债务负担较适中。

图 6 公司债务负担指标情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底,公司负债总额 124.83 亿元,较上年底增长 3.81%,主要系业务规模扩张带动应付票据和合同负债的增长所致。其中,流动负债占 82.91%,非流动负债占 17.09%。公司以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。有息债务

方面，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 70.29 亿元，较上年底增长 3.49%，短期债务占比回升至 79.68%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.57%、36.55% 和 10.48%，较上年底分别下降 1.18 个百分点、1.18 个百分点和 2.18 个百分点。受益于权益规模的增长，公司债务负担小幅下降。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于项目投产带动的主要产品产量提升以及主要金属价格快速上涨，公司营业收入快速提高，期间费用成本控制能力保持较好水平。但受信用减值和期货空头损失增加影响，2020 年公司利润总额降幅明显，当期非经常性损益对利润侵蚀严重。

受益于刚果（金）铜钴项目扩产、新建印尼友山镍业项目逐步投产以及金属产品价格的快速提高，跟踪期内，公司营业收入增长，2020 年为 392.36 亿元，同比增长 9.28%；同期，营业成本¹同比增长 8.62%，增幅低于营业收入增幅，带动营业利润率同比提高 0.46 个百分点至 3.84%。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用总额同比增长 20.73%，主要系财务费用增长所致。其中，公司执行新收入准则，将产品运输费、包装费及装卸费等计入营业成本，导致公司销售费用同比下降 82.45%；新增印尼友山镍业项目、CCR 项目增产等带来境外项目咨询费用、工资及资产折旧摊销增加，导致公司管理费用同比增长 23.97%；同期，主要受汇兑损失增加影响，公司财务费用同比大幅增长 95.81%。但由于公司收入规模较大，2020 年，公司期间费用比保持低水平，整体成本费用控制能力较好。

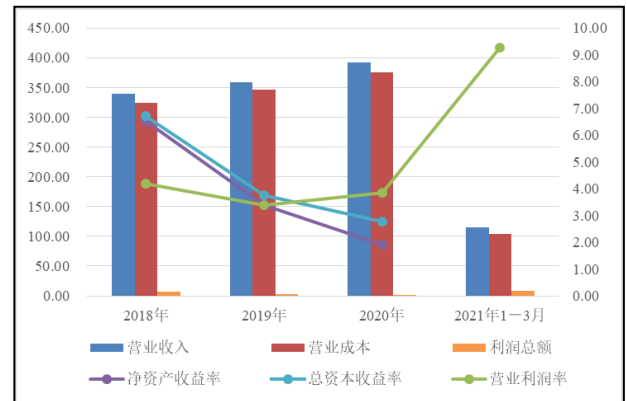
非经常性损益方面，2020 年，公司确认信用减值损失 2.30 亿元，主要为对前期供应链金融业务应收款做了较大规模的减值；公司实现投资收益 -2.54 亿元，主要为处置交易性金融资产取得的投资收益（主要为产品价格上涨导致的期货空头交易损失）-2.84 亿元；同期，公司实现营业外收入 0.90

¹ 公司执行新收入准则，将产品运输费、包装费及装卸费等计入营业成本

亿元，同比大幅增长，主要由于科立鑫未完成业绩承诺，根据协议约定，林奋生应补偿公司 0.86 亿元。2020 年，非经常性损益对公司利润侵蚀严重。

受上述因素综合影响，公司实现利润总额 1.13 亿元，同比下降 66.09%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比下降 0.96 个百分点和 1.49 个百分点，整体盈利能力有所下降。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年一季度，受益于产品产量的提升以及主要金属价格的持续上涨，公司实现营业收入 114.95 亿元，同比提高 29.17%；同期，期间费用控制能力仍保持较高水平；非经常性损失较小；带动公司利润总额同比扭亏并大幅增长至 8.57 亿元；营业利润率较 2020 年进一步提高 5.42 个百分点。公司盈利能力回升。

5. 现金流

跟踪期内，受益于业务规模的扩张以及产品价格的提升，公司经营活动获现能力有所提高，且收入实现质量保持高水平。但由于持续性较大规模的投资支出，公司经营活动现金收入无法满足投资活动现金支出，融资压力较大。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流入小计	451.04	516.34	137.48
经营活动现金流出小计	444.14	505.82	128.31
经营活动现金流量净额	6.90	10.52	9.16
投资活动现金流入小计	10.59	18.09	9.93
投资活动现金流出小计	21.33	44.95	12.30
投资活动现金流量净额	-10.74	-26.85	-2.36

筹资活动前现金流量净额	-3.85	-16.34	6.80
筹资活动现金流入小计	44.89	94.97	6.54
筹资活动现金流出小计	41.59	77.08	6.90
筹资活动现金流量净额	3.30	17.89	-0.36
现金收入比	119.68	124.28	116.54

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动方面，2020年，伴随公司业务规模的扩大以及产品价格提高，公司经营活动现金流收支均同比增长。同期，受新增采购退款11.16亿元影响，公司收到其他与经营活动有关的现金同比增长34.42%；受往来款缩减以及支付保证金缩减影响，公司支付其他与经营活动有关的现金同比下降46.41%。受此影响，2020年，公司经营活动现金净流入同比增长52.46%至10.52亿元；现金收入比同比提高4.61个百分点至124.28%，公司经营获现能力提高，收入实现质量保持高水平。

投资活动方面，2020年，期货出入金的增长带动公司投资支付的现金以及收回投资收到的现金均同比大幅增长；同期，公司追加投资推进CCR项目扩建以及印尼友山镍业项目投产，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增长170.18%，带动公司投资活动现金净流出规模同比增长149.92%至26.85亿元。经营活动现金收入仍无法满足投资活动现金支出，且公司仍有较大规模的在建项目投资，融资压力较大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金收支以取得银行借款和偿还债务为主，2020年，公司投资压力较大导致融资需求增加，筹资活动现金收支均同比大幅增长。其中，受业务规模扩大影响，公司票据保证金收支规模增幅明显带动其他与筹资活动有关的现金收支同比大幅增长。2020年，公司筹资活动现金净流入17.89亿元。

2021年一季度，公司经营活动现金净流入同比增加12.93亿元，主要由于公司金属冶炼产品产量提升以及产品价格持续上涨带动的销售现金流入的增长；投资活动现金净流出同比缩减13.48亿元，主要由于上期公司对恩祖里等股权投资支出以及镍业项目的投资较大；同期，公司筹资活动现金净流入同比减少29.97亿元，主要系上期公司发行较大规模可转换公司债券所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所提高，长期偿债能力指标有所下降，但整体均保持较好水平。同时考虑到公司在矿产资源储备、产业链、行业经验和业务资源等方面的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率较年初小幅下降至111.09%，速动比率较年初小幅提高至75.24%；截至2021年3月底，上述指标分别提高至118.05%和78.64%。2020年，公司经营现金流动负债比同比提高至10.84%。2020年底和2021年3月底，公司现金短期债务比分别为0.51倍和0.59倍。公司短期偿债能力指标有所提高。

从长期偿债能力指标看，2020年，受计提减值规模较大影响，公司EBITDA同比下降5.07%至8.36亿元。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占33.75%）、摊销（占18.38%）、计入财务费用的利息支出（占34.31%）和利润总额（占13.56%）构成。同期，公司EBITDA利息倍数同比下降至2.41倍，全部债务/EBITDA提高至8.12倍。公司长期偿债能力指标有所下降。

截至2020年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2020年底，公司无对外担保。

截至2020年底，公司合并口径获得各银行授信合计47.22亿元，已使用39.76亿元，尚未使用额度7.46亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司为上海证券交易所上市公司，具备公开市场直接融资能力。

7. 母公司财务分析

母公司资产中其他应收款和长期股权投资占比高，其中其他应收款由于应收业绩补偿金而大幅增长。同期，母公司所有者权益较为稳定，债务负担轻，但短期兑付压力较大。母公司主营业务，并承担融资责任，导致收入及筹资性现金流入规模较大。

截至2020年底，母公司资产总额164.19亿元，较年初增长18.37%，主要系应收科立鑫业绩补偿款增长带动的其他应收款大幅增长所致。其中，流动资产64.26亿元，主要由货币资金（占10.42%）

和其他应收款(占 73.68%)构成;非流动资产 99.94 亿元,主要由长期股权投资(占 93.65%)构成。

截至 2020 年底,母公司所有者权益为 111.06 亿元,较年初增长 18.30%,主要系可转债部分转股带动母公司股本和资本公积的增长所致。母公司权益中,股本占 23.77%、资本公积占 67.93%,权益结构稳定性好。

截至 2020 年底,母公司负债总额 53.13 亿元,较年初增长 18.52%,主要系长短期借款及当期发行可转债所致,母公司负债以流动负债为主(占 80.14%)。其中,流动负债 42.58 亿元,主要由短期借款(占 39.78%)、应付票据(占 26.42%)和其他应付款(占 23.88%)构成;非流动负债 10.55 亿元,主要由长期借款(占 25.60%)和应付债券(占 66.25%)构成。截至 2020 年底,母公司全部债务 38.33 亿元,较年初增长 36.76%,其中短期债务占比较高(占 74.71%)。截至 2020 年底,母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 32.36%和 25.66%,整体债务负担轻,但短期兑付压力较大。

母公司主营贸易业务,2020 年,受贸易规模扩大以及有色金属价格影响,母公司实现营业收入 137.50 亿元,同比增长 41.37%;同期,由于母公司承担较大规模的财务费用,且受子公司分红减少影响当期确认投资收益缩减,导致母公司当期亏损,利润总额为-0.09 亿元。

现金流方面,2020 年,受业务规模扩张以及往来款增长影响,母公司经营活动现金收支规模均同比大幅增长,当期净流出 17.31 亿元。同期,母公司投资活动现金收支变化不大,保持小规模净流出。2020 年,母公司筹资活动现金净流入 20.50 亿元,同比增加 17.26 亿元,主要由于当期发行可转债 23.86 亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

公司存续债券余额规模较小,公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力较强。

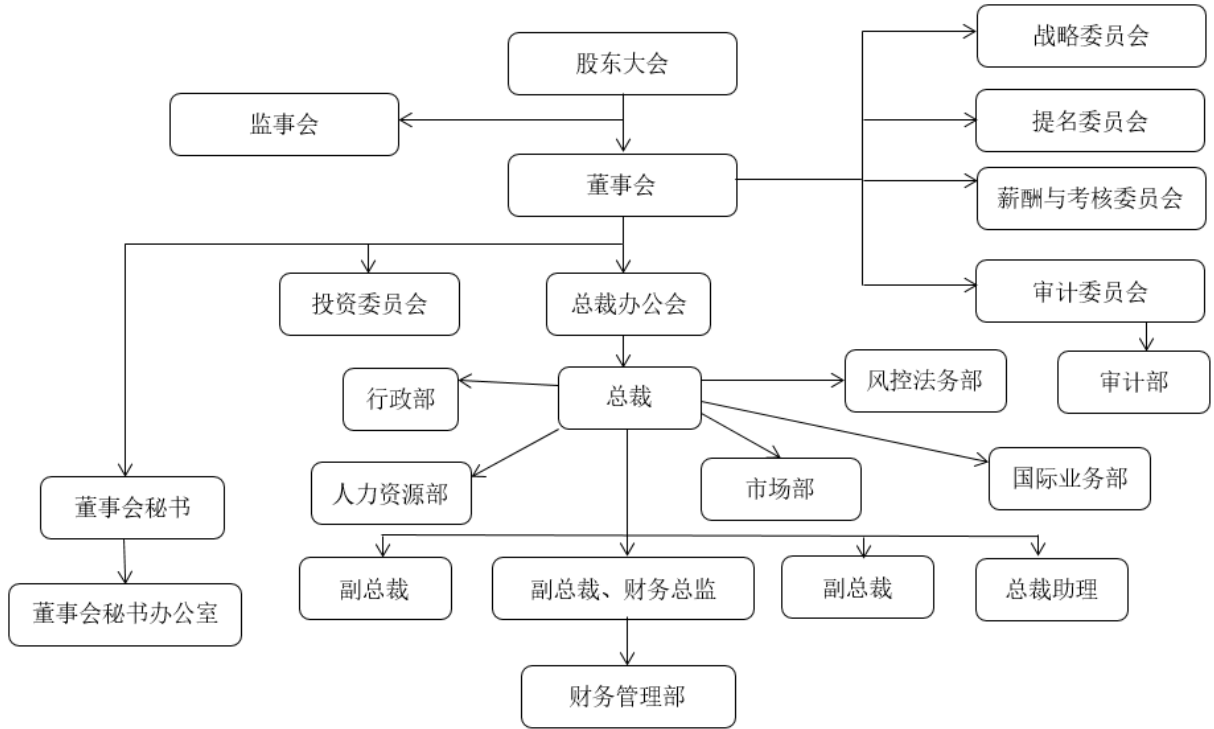
截至 2021 年 6 月 16 日,公司存续债券为“盛屯转债”,债券余额 5.22 亿元。2020 年,公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为

8.36 亿元、516.34 亿元和 10.52 亿元,分别为存续债券余额的 1.60 倍、98.92 倍和 2.01 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券保障能力较强。若同时考虑未来转股因素,公司偿付债券的能力将增强。

十二、 结论

综合评估,联合资信确定维持盛屯矿业集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA,并维持“盛屯转债”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司一级控股子公司情况

序号	子公司名称	主要业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司	矿产品采选	100.00	--
2	盛屯金属有限公司	批发零售	100.00	--
3	大理三鑫矿业有限公司	探矿、矿产品批发零售	65.00	--
4	深圳盛屯融资租赁有限公司	融资租赁业务	70.00	30.00
5	盛屯电子商务有限公司	信息技术开发、咨询	95.00	5.00
6	克什克腾旗风驰矿业有限责任公司	矿产品采选	89.35	--
7	云南鑫盛矿业开发有限公司	矿产品批发零售	80.00	--
8	深圳市盛屯金属有限公司	批发零售	100.00	--
9	兴安埃玛矿业有限公司	矿产品采选	100.00	--
10	盛屯金属贸易（上海）有限公司	批发零售	100.00	--
11	北京盛屯天宇资产管理有限公司	资产管理	100.00	--
12	上海振宇企业发展有限公司	批发零售	96.43	--
13	深圳市盛屯股权投资有限公司	股权投资	100.00	--
14	盛屯金属国际贸易有限公司	一般货物贸易	100.00	--
15	厦门盛屯钴源贸易有限公司	能源矿产地质勘查	51.00	--
16	厦门市翔安区盛兴弘股权投资管理合伙企业（有限合伙）	股权投资	99.01	0.99
17	盛屯环球资源投资有限公司	资源投资、大宗商品贸易	51.00	--
18	珠海市科立鑫金属材料有限公司	金属加工	100.00	--
19	四川四环锌锗科技有限公司	金属加工	100.00	--
20	香港旭晨有限公司	股权投资	100.00	--
21	宏盛国际资源有限公司	股权投资	100.00	--
22	盛屯新材料有限公司	资源投资、大宗商品贸易	100.00	--

资料来源：公司提供

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.51	24.28	26.49	33.02
资产总额（亿元）	163.61	195.89	232.33	246.83
所有者权益合计（亿元）	85.31	91.32	112.09	122.00
短期债务（亿元）	38.75	52.86	51.67	56.01
长期债务（亿元）	8.93	5.95	16.25	14.29
全部债务（亿元）	47.68	58.81	67.92	70.29
营业收入（亿元）	326.65	359.03	392.36	114.95
利润总额（亿元）	6.51	3.34	1.13	8.57
EBITDA（亿元）	11.94	8.81	8.36	--
经营性净现金流（亿元）	11.54	6.90	10.52	9.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	46.61	42.83	34.52	--
存货周转次数（次）	11.67	9.43	10.27	--
总资产周转次数（次）	2.37	2.00	1.83	--
现金收入比（%）	115.87	119.68	124.28	116.54
营业利润率（%）	4.35	3.38	3.84	9.26
总资本收益率（%）	6.67	3.74	2.78	--
净资产收益率（%）	6.46	3.40	1.91	--
长期债务资本化比率（%）	9.47	6.11	12.66	10.48
全部债务资本化比率（%）	35.85	39.17	37.73	36.55
资产负债率（%）	47.86	53.38	51.76	50.57
流动比率（%）	131.11	115.19	111.09	118.05
速动比率（%）	75.50	73.17	75.24	78.64
经营现金流动负债比（%）	18.37	7.53	10.84	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.46	0.51	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	3.54	3.50	2.41	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.99	6.68	8.12	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 已将其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至全部债务测算，由于公司未提供 2021 年一季度其他应付款中有息债务数据，本报告沿用 2020 年底数据对 2021 年一季度短期债务做调整；3. 由于会计准则调整以及前期差错更正，本报告已对 2018—2019 年期末数据做追溯调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.69	9.24	9.44	10.11
资产总额（亿元）	106.91	138.72	164.19	169.34
所有者权益合计（亿元）	67.22	93.88	111.06	112.80
短期债务（亿元）	16.32	26.86	28.64	28.57
长期债务（亿元）	6.74	1.17	9.69	8.07
全部债务（亿元）	23.05	28.03	38.33	36.64
营业收入（亿元）	62.67	97.26	137.50	41.10
利润总额（亿元）	3.93	1.89	-0.09	0.25
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.18	-0.34	-17.31	2.90
财务指标				
销售债权周转次数（次）	28.21	87.99	71.59	--
存货周转次数（次）	44.18	189.95	209.13	--
总资产周转次数（次）	0.67	0.79	0.91	--
现金收入比（%）	116.39	111.43	122.21	113.38
营业利润率（%）	5.27	-0.64	0.88	0.74
总资本收益率（%）	6.49	3.55	1.88	--
净资产收益率（%）	5.42	3.18	0.62	--
长期债务资本化比率（%）	9.11	1.23	8.03	6.68
全部债务资本化比率（%）	25.54	22.99	25.66	24.52
资产负债率（%）	37.13	32.32	32.36	33.39
流动比率（%）	109.47	99.52	150.91	140.68
速动比率（%）	107.96	98.26	149.13	135.50
经营现金流流动负债比（%）	0.55	-0.77	-40.65	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.34	0.33	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 已对 2018—2019 年期末数据做追溯调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。