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(2022)100066】

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+/2022 年 5 月 25 日
前次跟踪：	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	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	6.40	3.29	9.77
刚性债务	117.88	92.70	84.29
所有者权益	84.26	90.14	95.47
经营性现金净流入量	0.11	28.93	0.60
合并口径数据及指标：			
总资产	420.76	398.38	391.24
总负债	299.49	280.62	258.58
刚性债务	238.18	221.81	213.15
所有者权益	121.27	117.76	132.66
营业收入	632.90	882.39	1,270.58
净利润	9.75	8.13	12.96
经营性现金净流入量	10.71	48.84	50.66
EBITDA	35.69	35.51	41.59
资产负债率[%]	71.18	70.44	66.09
权益资本与刚性债务比率[%]	50.91	53.09	62.24
流动比率[%]	97.89	116.00	163.86
现金比率[%]	13.84	13.56	33.57
利息保障倍数[倍]	2.14	2.08	2.79
净资产收益率[%]	8.39	6.81	10.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.15	26.63	34.64
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.60	8.66	20.99
EBITDA/利息支出[倍]	3.63	3.64	4.50
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.15	0.19

注：根据云南铜业经审计的 2019-2021 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
吴凡 wufan@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 2021 年以来云南铜业在品牌技术、股东支持、融资渠道、经营性现金净流入等方面保持优势，同时也反映了公司在主业盈利、原材料对外依存度高、财务杠杆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。**云南铜业是中铝集团体系内主要的铜产业平台，战略地位突出。公司能够在资源获取、原料保障及资金融通等方面能够获得较大力度的支持。
- **融资渠道较通畅。**云南铜业与多家商业银行合作关系较好，未使用授信余额较充足；公司新一轮 26.75 亿元定增计划也已于 2022 年 4 月获得中国证监会受理。公司直接及间接融资渠道较为通畅。
- **经营性现金流良好。**2020 年以来云南铜业加大销售力度、加快存货周转，经营性现金呈持续大额净流入，对债务本息偿付的保障程度得到提升。

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。另外，云南铜业主业以铜冶炼为主，2019 年以来，铜 TC/RC 下行，阴极铜业务盈利空间被压缩。

- **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，受国内铜精矿紧张影响，公司进口铜精矿原材料增加，所面临的原材料价格波动风险及资金占用规模较大。此外，进口铜精矿支付还面临一定的汇率风险。
- **财务杠杆在同业中处于较高水平。**云南铜业累积了较大规模的刚性债务，近年来公司对债务规模持续压降，资产负债率有所下降，但在同业中仍处于较高水平。

➢ 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 2021 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 2022 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 2022 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	正常付息

资料来源：Wind，云南铜业

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和

构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”

开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

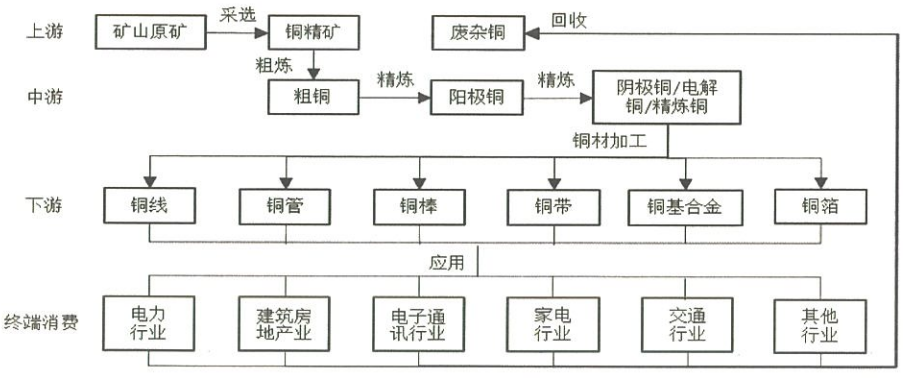
（2）行业因素

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。2021 年以来，在全球流动性充裕、通胀预期攀升、国内经济和需求超预期恢复及“能耗双控”影响下，铜价大幅上涨；另一方面，矿端受疫情及地缘局势紧张影响，供应偏紧，2021 年年中铜 TC/RC 创近年来新低，铜冶炼企业面临较大的经营压力。随着 2022 年矿端供应增加，铜 TC/RC 长单加工费 benchmark 回升，预计国内铜企经营压力或有所缓解。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，智利铜矿资源占比超 20%，中国储量占比不

足 3%。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%。铜精矿供应方面，疫情使得全球部分存量扩产及增量项目产能被延期释放。2022-2023 年计划内的铜矿供给增量较多，据 SMM 统计，2022 年、2023 年全球铜矿产量增量预计分别为 110 万吨、96 万吨，增幅分别为 5.2%、4.3%，但疫情因素及区域劳资纠纷等仍易对铜矿供应形成扰动。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）。

国内冶炼企业铜矿自给率普遍偏低，大部分不足 10%。2019-2021 年，我国铜矿砂及精矿进口量分别为 2,198.19 万吨、2,175.73 万吨和 2,340.21 万吨，对外依存度高。受《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》及《进口废物管理目录》等实施的影响，国内再生铜进口产品结构不断优化，2019-2021 年废铜进口量分别为 148.65 万吨、94.38 万吨和 158 万吨，其中 2021 年废铜进口量大增，主要受益于铜价高位促进了全球废铜的释放及欧美基建“重建”带来废旧金属增加。产量方面，根据国家统计局数据，2019-2021 年我国精炼铜产量分别为 978 万吨、1,003 万吨和 1,049 万吨，同比增长分别为 10.2%、7.4%和 7.4%，产量逐年扩大。产能方面，据 SMM 统计，2021 年国内精炼铜产能为 1,387 万吨，2022 年预计新增 86 万吨产能，产能进一步增长。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，占全球消费量约 40-50%。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%。2019-2021 年，我国电网基本建设投资完成额分别为 4,856 亿元、4,699 亿元和 4,951 亿元，同比增速分别为-9.6%、-6.2%和 5.4%；建筑方面，建筑用铜主要领域为电线电缆，需求主要发生在施工后期，因此用竣工数据作为建筑用铜需求指标，近三年全国房地产竣工面积分别为 9.59 亿平方米、9.12 亿平方米和 10.14 亿平方米，波动增长；家电方面，同期空调产量分别为 2.19 亿台、2.11 亿台和 2.18 亿台，冰箱产量分别为 0.79 亿台、0.90 亿台和 0.90 亿台。预计 2022 年待疫情受控后，政策面仍会通过加大基础设施投入以保持经济平稳增长，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。2019 年，铜价延续弱势震荡走势，全年 1 号电解铜(Cu_Ag>=99.95%)均价 47,708 元/吨，同比下降 5.62%；2020 年铜市呈现先抑后扬走势，年初 1 号电解铜(Cu_Ag>=99.95%)价格为 49,075 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 23 日的 36,640 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 57,910 元/吨，较年初上涨 18.00%，全年均价上涨 2.34%。2021 年以来，在全球流动性充裕、通胀预

期攀升、国内经济和需求超预期恢复及“能耗双控”影响下，铜价继续维持强势走势，全年 1 号电解铜(Cu_Ag>=99.95%)均价为 68,552.35 元/吨，较上年均价上涨 40.41%。2022 年以来铜价仍在高位震荡，至 5 月 13 日 1 号电解铜(Cu_Ag>=99.95%)价格为 71,175 元/吨。

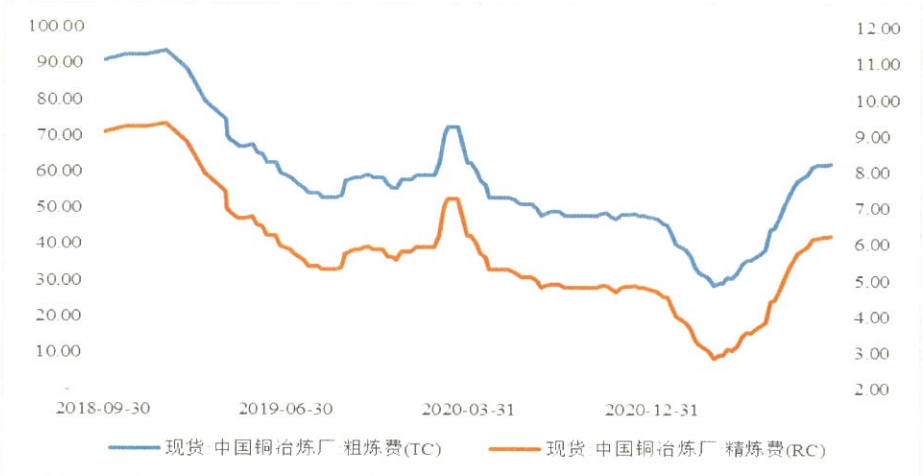
图表 3. 近年铜价（1 号电解铜(Cu_Ag>=99.95%)）走势情况（单位：元/吨）

资料来源：同花顺

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/RC[1]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，2019-2021 年我国铜精矿长单 TC/RC 参照基准分别为 80.80 美元/吨和 8.08 美分/磅、62 美元/吨和 6.2 美分/磅、59.50 美元/吨和 5.95 美分/磅，2022 年中国冶炼企业与国际矿业企业 Freeport（自由港）长单加工费敲定于 65 美元/吨和 6.5 美分/磅，有所回升。随着矿端供应增加，铜加工费预计仍有走高的可能性，铜加工费的波动很大程度上影响了冶炼企业的盈利情况。

[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。

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

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，以回收铜为主的废电机等（包括电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品自 2018 年底开始由“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。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	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

[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
		铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告	铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口。
2021 年 11 月	国务院	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展，重点区域严禁新增钢铁、焦化、水泥熟料、平板玻璃、电解铝、氧化铝、煤化工产能。天山北坡城市群加强兵地协作，钢铁、有色金属、化工等行业参照重点区域执行重污染天气应急减排措施。

资料来源：公开资料

C. 竞争格局/态势

全球铜冶炼产能主要布局于资源地或消费大国。我国作为铜生产、消费大国，国内精炼铜产量占全球产量比重超过 40%。其中精炼铜产能规模达 40 万吨以上的特大型铜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（该公司）、金川集团股份有限公司（简称“金川集团”）、紫金矿业等，国内精炼铜 CR5 约为 60%，行业集中度较高。

从资源储量来看，紫金矿业是我国拥有金、铜、锌资源储量最多的企业之一，权益铜金属资源储量超 6,000 万吨，2021 年产铜精矿含铜 58.42 万吨；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 2021 年末 100%所有权保有铜金属资源储量 861.9 万吨，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；金川集团铜金属资源储量超过 1,000 万吨，年产铜精矿含铜约 13-14 万吨；云南铜业（该公司）2021 年末铜金属资源储量 361.04 万吨，年产铜精矿含铜在 7-10 万吨左右；铜陵有色金属集团控股有限公司（简称“铜陵有色集团”）2020 年末境内铜金属资源储量 287.68 万吨，全年铜精矿含铜产量 8.80 万吨，在大型铜冶炼企业中铜自给率偏低。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。

国内铜 TC/RC 定价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 TC/RC 参照基准，2022 年参与长单签订的国内冶炼企业为江西铜业、铜陵有色和公司控股股东之股东中国铜业有限公司（简称“中国铜业”）。大型铜冶炼企业进口规模较大，可直接与国际矿业公司签订长单合同，采购上有一定的成本优势。生产方面，大型铜冶炼企业可多样化配制炉型，根据水质、区域优势资源及原材料含量情况适配不同炉型，通过生产组织合理调配，提高原材料适应性，降低冶炼成本；并通过增加冶炼回收率及贵金属等副产品产量提高收益。总体来看，进口合同长单比例高、生产组织能力强、单位冶炼成本低、副产品收益高、产业链完善、铜矿自给率高的企业具有更强的抗风险和盈利能力。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021 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	178.22	20.23	4,427.68	3.96	2,211.13	4.66	1,610.35	51.68	59.14	90.32
铜陵有色	159.69	5.26	1,310.34	5.80	1,143.06	4.34	508.40	53.98	34.70	34.13
云南铜业	**134.73**	**7.57**	**1,270.58**	**4.07**	**958.11**	**2.23**	**391.24**	**66.09**	**12.96**	**50.66**
紫金矿业	62.13	58.42	2,251.02	15.44	283.29	66.05	2,085.95	55.47	196.00	260.72
金川集团	114.50*	14.24*	2,641.92	6.11	666.42	7.61	1,207.48	57.42	61.08	91.64

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

注 1：标*为 2020 年数据

注 2：紫金矿业阴极铜收入口径为矿山电积铜+铜精矿+电解铜

D. 风险关注

下游主要行业需求仍然承压。2022 年，国内受疫情影响经济下行压力较大，预计基础设施投入力度将有所加大但仍会受制于政府债务约束，国内房地产融资环境虽明显改善但投资效率或将随着部分高周转民营房企的退出而弱化，预计铜产品下游需求将以存量为主，铜行业预计出现较显著增长的可行性不大。

铜精矿对外依存度高，铜加工费易受矿端供应影响。我国是精炼铜第一大消费国和生产国，但铜矿资源较匮乏且矿石品位相对较低，进口依赖度高。国内铜冶炼企业以赚取加工费为主，易受矿端供应扰动影响。近两年，铜矿主产国智利、秘鲁总统换届，刚果（金）政局紧张升级，以及疫情反复等因素，对矿山资源供应影响较大。

铜价波动大。作为大宗商品，铜价除受供需因素影响外，还会在很大程度上受到金融市场波动的影响，价格波动较为剧烈。2021 年全球流动性充裕、通胀预期攀升，铜价快速上涨，在需求端趋弱以及美元升息背景下，预计未来铜价较易出现大幅下跌。铜价大幅波动易对铜行业经营、资产减值及资金占用不利。

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。

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，其中铜矿资源位于云南省内，阴极铜生产基地分布于西南、华北、东南区域，具备一定的资源及生产规模优势。跟踪期内，公司生产效率提升，阴极铜等产品产销量进一步增长，同时阴极铜、硫酸等产品价格大幅上涨，带动营业收入大幅增长；毛利方面，铜 TC/RC 进一步下滑、自产铜精矿含铜产量减少、进口铜精矿数量增加，导致阴极铜、黄金等毛利下滑，而副产品硫酸价格大幅上升，带动硫酸产品毛利大幅提升，综合影响毛利较上年小幅下滑。

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、尽量规避铜价波动风险，但 2019 年以来铜 TC/RC 下行，公司经营压力有所加大。

该公司为国内主要铜冶炼企业之一，产业链相对完整并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，使得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“铁峰牌”系列产品已在国内外具有一定市场知名度。公司保有一定规模的矿山铜储量，且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，可获得集团体系的资源保障。

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 月通过非公开发行股票募集资金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。2022 年 4 月 26 日，公司定增计划获得中国证监会受理，拟非公开发行不超过 50,990.36 万股股份，募资不超过 26.75 亿元，其中 18.75 亿元用于收购迪庆有色 38.23%股权，8.00 亿元用于补充流动资金。

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、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。2019-2021 年公司营业收入分别为 632.90 亿元、882.39 亿元和 1,270.58 亿元，呈快速增长趋势，主要系阴极铜等主要产品产销规模扩大，2021 年营业收入增长还受阴极铜、白银、硫酸等价格上涨的影响。同期综合毛利率分别为 7.32%、5.97%和 4.07%，其中 2021 年毛利率较上年进一步下滑，主要受 TC/RC 进一步走低、自产铜精矿含铜产量减少、进口铜精矿[4]数量增加及铜价上涨等影响。另外，公司还有自产阳极铜、阳极泥、硫酸铜、铁精矿及稀贵金属（钯）等副产品或中间产品销售，能够形成一定的收益贡献。

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	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计	**632.90**	**882.39**	**1,270.58**
其中：核心业务收入	**546.32**	**752.26**	**1,084.40**

[3] 2018-2020 年，迪庆有色盈利承诺合计 8.17 亿元，实际盈利合计 15.88 亿元，已兑现盈利承诺。
[4] 2021 年进口铜精矿价格高于国内铜精矿。

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年
在营业收入中所占比重（%）	**86.32**	**85.25**	**85.35**
其中：（1）阴极铜	485.39	652.79	958.11
在核心业务收入中所占比重（%）	88.85	86.78	88.35
其中：阴极铜-自产	458.34	569.01	823.68
阴极铜-贸易	27.05	83.78	134.43
（2）黄金	37.34	64.87	67.49
在核心业务收入中所占比重（%）	6.84	8.62	6.22
（3）白银	23.59	34.60	41.63
在核心业务收入中所占比重（%）	4.32	4.60	3.84
其中：白银-自产	22.39	25.93	31.39
白银-贸易	1.20	8.67	10.25
（4）硫酸	6.38	4.94	17.17
在核心业务收入中所占比重（%）	1.15	0.65	1.58
毛利率	**7.32**	**5.97**	**4.07**
其中：阴极铜	5.67	5.22	2.23
黄金	18.36	14.64	8.40
白银	20.78	5.22	4.33
硫酸	21.72	-18.01	62.56

资料来源：云南铜业

从业务板块来看，2021 年该公司阴极铜、黄金、白银和硫酸收入分别为 958.11 亿元、67.49 亿元、41.63 亿元和 17.17 亿元，其中阴极铜、硫酸收入大幅增长，主要受产品价格大幅上涨影响；黄金、白银收入增长幅度较小。阴极铜、黄金、白银和硫酸毛利率分别为 2.23%、8.40%、4.33%和 62.56%，受益于化工景气度上升，硫酸价格大涨，带动该产品价格毛利率大幅提升。公司有一定规模的产品贸易，2021 年电解铜、白银贸易收入分别为 134.43 亿元和 10.25 亿元，但毛利贡献微薄。

A. 资源储备

2021 年 9 月，该公司所持的金沙矿业（经营效益不佳）股权完成转让[5]，目前主要拥有和控制的普朗铜矿、大红山铜矿、羊拉铜矿等矿山主要分布在三江成矿带。截至 2021 年末，公司保有铜矿石量 9.55 亿吨，铜金属量 361.05 万吨，铜平均品位 0.39%，在产铜精矿原矿年产能 1,932 万吨。2019-2021 年铜精矿含铜产量分别为 8.43 万吨、9.80 万吨和 7.57 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 1.02%；玉溪矿业下的大红山铜矿属于火山沉积铜矿。

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

[5] 2021 年 9 月，该公司将金沙矿业 63.408%股权及相关债权在北京产权交易所挂牌转让，受让方为昆明市东川金水矿业有限责任公司，交易价格为挂牌价格 6.64 亿元，其中：云南铜业所持金沙矿业 63.408%股份转让价格 4.61 亿元，相关债权转让价格 2.03 亿元。金水矿业与公司不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的关联关系。

茅山水铜业有限公司（简称“思茅山水”），持股比例分别为20%和45%，可对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”）合计持有其 60%股权。凉山矿业除向公司供应铜精矿外，还代公司将粗铜加工为阳极铜（粗铜由公司提供）。2022 年 1 月，公司董事会审议通过公司与云铜集团签订股权托管协议议案，云铜集团授权公司管理其持有的凉山矿业 40%股权，便于有效解决之间的同业竞争问题。

图表 9. 截至 2021 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）[6]	品位（%）	2019 年	2020 年	2021 年
并表矿业	—	—	**28.45**	—	—	1,931.50	**95,510.94**	**361.05**	**0.39**	**8.43**	**9.80**	**7.57**
迪庆有色	50.01%	普朗铜矿	6.05	2018 年	33	1,250	80,901.53	263.64	0.33	4.80	6.08	4.89
玉溪矿业	100%	狮子山铜矿	0.73	1977 年	13	56	1,421.77	7.21	0.51	2.29	2.30	1.95
		大红山铜矿	9.72	1997 年		429	8,097.17	45.63	0.56			
		米底莫铜矿										
		红龙厂铜矿	0.21	—	—	7.5	1,320.57	8.01	0.61	—	—	—
		大明槽铜矿	1.15	—	—	—	655.92	4.90	0.75	—	—	—
迪庆矿业	75%	羊拉铜矿	2.41	2007 年	22	99	2,007.68	20.49	1.02	0.26	0.29	0.23
楚雄矿冶	100%	六苴铜矿	4.25	1975 年	3	90	436.27	4.53	1.04	0.67	0.64	0.37
		凹地苴铜矿										
		郝家河铜矿	3.93	1973 年		已停产	670.03	6.63	0.99	—	—	—
金沙矿业	51%	因民铜矿	已转让	已转让	已转让	已转让	已转让	已转让	已转让	0.41	0.50	0.13
		滥泥坪铜矿										
		汤丹铜矿										
权益矿业	—	—	**33.89**	—	—	**543**	**10,192.95**	**110.71**	**1.09**	**2.58**	**2.59**	**2.33**
凉山矿业	20%	拉拉铜矿	2.92	1958 年	13	165	6,580.13	80.62	1.23	1.40	1.50	1.24
		绿水铜矿	1.20	1993 年								
		红泥坡矿区铜矿	4.66	—	20	198						
		铜厂沟铜多金属矿勘探	22.27	—	—	—						
思茅山水	45%	大平掌铜矿	2.75	2006 年	11	180	3,612.82	30.09	0.83	1.18	1.09	1.09
		银子山矿	0.09									

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 2021 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：郝家河铜矿正在上海联合产权交易所挂牌准备转让。

注 4：上表为年报口径，对公司并表以及有重大影响在产矿山进行统计。

[6] 铜金属资源量口径较 2021 年跟踪报告口径有变化，2021 年资源量数据需经评审备案，之前跟踪报告披露数据的口径还包含近年公司地质找探矿增加、未评审备案的资源量。

注 5：因单位转化四舍五入，单项汇总数与合计数可能有细微差异。

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购入铜精矿经粗炼、精炼成阴极铜后对外销售，或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。

2019-2021 年，该公司各渠道铜对外采购（含铜）量合计分别为 94.00 万吨、123.00 万吨和 131.54 万吨，以铜精矿为主。由于公司冶炼产能逐步扩充达产，近三年铜采购量逐年递增。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 年加大了国外采购量；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；受国内铜精矿紧张影响，2021 年公司适当增加了国外采购量。2021 年，公司向前 5 名供应商合计采购 525.78 亿元，占采购总额的 44.32%，前五大采购占比较上年提升了 12.26 个百分点，一系按深交所要求，属于同一实际控制人控制的供应商合并列示（供应商一）；二系进口铜精矿采购量增加及大宗商品价格上涨，自进口供应商采购额占比增加（供应商二）。

图表 10. 公司原材料含铜采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2019 年		2020 年		2021 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	82.77	37,124.98	108.68	38,680.24	117.55	58,759.80
外购阳极铜含铜	10.94	40,859.53	13.19	43,780.81	13.18	60,131.44
外购粗铜含铜	0.26	39,516.95	0.97	41,274.22	0.37	57,631.96
外购冰铜含铜	0.01	36,852.64	0.13	40,594.10	0.33	56,680.11
外购其他铜金属	0.03	38,263.33	0.02	37,837.83	0.10	58,199.66
外购合计	**94.00**	**37,566.36**	**123.00**	**39,249.69**	**131.54**	**58,888.38**
自给铜精矿含铜	**8.45**	**26,980.18**	**9.80**	**29,757.49**	**7.56**	**28,193.22**

资料来源：云南铜业

图表 11. 2021 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	供应商一	184.93	15.59%	是
2	供应商二	178.34	15.03%	否
3	供应商三	57.69	4.86%	否
4	供应商四	54.89	4.63%	否
5	供应商五	49.92	4.21%	否
合 计		525.78	44.32%	-

资料来源：云南铜业

C. 生产情况

该公司主业在西南地区由分公司（简称“西南铜业”）运营，阴极铜产能为 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，2021 年无新增阴极铜产能。2019-2021 年，公司阴极铜产量分别为 111.51 万吨、130.90 万吨和 134.73 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。

2019-2021 年，该公司副产品黄金产量分别为 11.95 吨、16.90 吨和 18.12 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，产量整体也有所增加。

图表 12. 公司主要产品产能及产量情况

产品	2019 年（末）		2020 年（末）		2021 年（末）	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
阴极铜（万吨）	130.00	111.51	130.00	130.90	130.00	134.73
其中：西南铜业	50.00	52.60	50.00	53.70	50.00	50.30
赤峰云铜	40.00	26.79	40.00	41.80	40.00	42.92
东南铜业	40.00	32.12	40.00	35.40	40.00	41.51
黄金（吨）	10.00	11.95	15.50	16.90	15.50	18.12
白银（吨）	550.00	640.86	1,275.00	621.68	1,278.00	675.62
硫酸（万吨）	493.00	389.86	500.00	466.17	470.00	463.38

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，易门铜业有限公司（简称“易门铜业”）采用底吹炉，赤峰云铜用侧吹炉和顶吹炉。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。

阴极铜业务营业成本主要为原材料、燃料和动力、职工薪酬和折旧等，其中原材料成本占比 96%以上，其次为燃料和动力，2019-2021 年燃料和动力占阴极铜营业成本比重分别为 1.27%、0.97%和 0.74%。

该公司重视安全生产，践行中铝集团安全管理思路。2019-2021 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。2021 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。2019-2021年，公司阴极铜销量（不含贸易销量）分别为109.43万吨、132.22万吨和135.44万吨。2021年公司向前5大客户合计销售497.06亿元，占比39.12%，占比较上年提升了13.05个百分点，主要系根据深交所要求同一实际控制人控制的客户合并列示、销售占比相应提升所致。

图表13. 公司主要自产产品销售情况

产品	2019年		2020年		2021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）	109.43	41,884.31	132.22	43,035.09	135.44	60,816.49
黄金（吨、元/克）	11.95	312.47	16.90	383.85	18.03	374.41
白银（吨、元/千克）	640.86	3,493.74	619.54	4,185.36	670.07	4,679.94
硫酸（万吨、元/吨）	381.91	167.04	484.02	101.98	477.41	359.72

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14. 2021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	客户一	230.88	18.17%	是
2	客户二	84.51	6.65%	否
3	客户三	66.48	5.23%	否
4	客户四	58.09	4.57%	否
5	客户五	57.10	4.49%	否
合　计		497.06	39.12%	-

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。2021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-9,210.58 万元，并预期将在资产负债表日后 6 个月（预期阴极铜商品销售期间）内逐步转入利润表。2021 年自其他综合收益转出并计入损益的金额为-99,039.43 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。

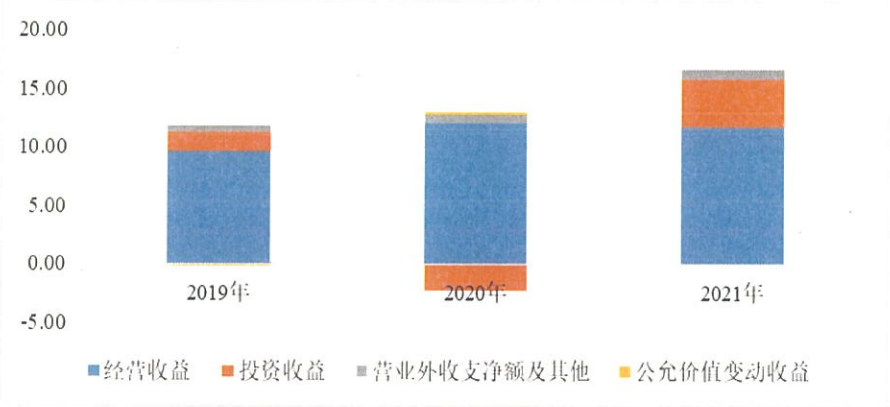
图表 15. 公司购销套保工具损益情况（单位：万元）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 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	-4,201.75	-99,039.43	-9,210.58
自其他综合收益转出计入损益	11,215.97	-3,317.37	-99,039.43

资料来源：云南铜业

（2）盈利能力

图表 16. 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

该公司利润主要来自主业，联营、合营企业投资收益及政府补助形成有益补充，另外大宗商品期货形成的交易性金融资产/负债持有或处置产生的投资收益波动较大。2019-2021 年，公司分别实现营业毛利 46.34 亿元、52.65 亿元和 51.69 亿元，其中 2021 年阴极铜、黄金、白银和硫酸贡献毛利分别为 21.33 亿元、5.67 亿元、1.80 亿元和 10.74 亿元，受 TC/RC 下行、自产铜精矿含铜产量减少、价高的进口铜精矿数量增加等影响，阴极铜毛利同比大幅下降；受益于硫酸价格上涨，硫酸毛利大幅增长。同期公司期间费用分别为 30.07 亿元、30.43 亿元和 28.70 亿元。公司期间费用主要为管理费用（含研发费用），2021 年管理费用为 16.84 亿元，同比增长 25.11%，主要系上年疫情政策优惠基数较低、停工损失增加 0.62 亿元、地质环境保护与恢复治理费用增加 0.92 亿元以及研发投入增加所致；财务费用为 9.26 亿元，同比微降，主要受益于对刚性

债务规模的控制；销售费用 2.60 亿元，较上年减少 64.45%，主要系按会计准则要求，将部分销售费用调整至营业成本，按可比口径，销售费用增长 24.47%。近三年公司计提的资产减值损失及信用减值损失分别为 3.50 亿元、6.28 亿元和 6.88 亿元，其中 2021 年主要为末期矿山设备设施计提固定资产减值准备 3.88 亿元、计提存货跌价准备 2.95 亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计（亿元）	632.90	882.39	1,270.58
营业毛利（亿元）	46.34	52.65	51.69
其中：阴极铜	27.53	34.06	21.33
黄金	6.86	9.50	5.67
白银	4.90	1.81	1.80
硫酸	1.39	-0.89	10.74
期间费用（亿元）	30.07	30.43	28.70
期间费用率（%）	4.75	3.45	2.26
其中：销售费用率（%）	0.94	0.83	0.20
其中：管理费用率（%）	2.30	1.53	1.33
其中：财务费用率（%）	1.51	1.10	0.73
全年利息支出总额（亿元）	**9.82**	**9.76**	**9.24**
其中：资本化利息数额（亿元）	**0.42**	**0.16**	**0.01**

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

2019-2021 年，该公司投资收益分别为 1.69 亿元、-2.28 亿元和 4.17 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.12 亿元、0.79 亿元和 1.59 亿元，主要来自思茅山水和凉山矿业，趋增主要受益于铜价上涨；交易性金融资产/负债（商品期货合约）投资收益波动较大，同期持有收益分别为 1.33 亿元、-3.21 亿元和 0.32 亿元；另外 2021 年因处置金沙矿业股权产生投资收益 3.07 亿元、债务重组损失 0.83 亿元。近三年，公司公允价值变动收益分别为-0.14 亿元、0.23 亿元和-0.08 亿元，主要为未平仓商品期权合约持仓公允价值变动和非有效套期保值的衍生工具持仓损益公允价值变动。公司每年可获得一定的政府补助，对盈利形成有益补充。2019-2021 年，公司分别获得政府补贴（计入营业外收入和其他收益）0.88 亿元、0.69 亿元和 1.06 亿元，主要为硫酸等综合资源退税、福利企业退税。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年
投资净收益	**1.69**	**-2.28**	**4.17**
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.12	0.79	1.59
处置长期股权投资产生的投资收益	0.22	0.33	3.07
交易性金融资产/负债在持有期间的投资收益	1.33	-3.21	0.32
处置交易性金融资产/负债取得的投资收益	-	0.03	-
非有效套期保值的衍生工具平仓损益	-	-0.23	0.02
债务重组损失	-	-	-0.83

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年
公允价值变动损益	**-0.14**	**0.23**	**-0.08**
其中：交易性金融资产/负债公允价值变动	-0.14	0.17	-0.11
非有效套期保值的衍生工具持仓损益公允价值变动	-	0.07	0.03
营业外净收入及其他收益	**0.42**	**0.69**	**0.72**
其中：政府补助	0.88	0.69	1.06

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理。

2019-2021 年，该公司实现净利润 9.75 亿元、8.13 亿元和 12.96 亿元，净资产收益率分别为 8.39%、6.81%和 10.35%，总资产报酬率分别为 5.30%、4.96%和 6.53%。

（3）运营规划/经营战略

截至 2021 年末，该公司无重大在建项目。公司发展思路是外抓资源、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。截至 2021 年末，云铜集团对公司持股 37.51%，实际控制人仍为国务院国资委。公司股权结构稳定，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、钯、钌等稀贵金属、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 2021 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 2021 年末经审计的资产总额为 564.57 亿元，所有者权益为 199.08 亿元；2021 年度完成营业总收入 1,421.74 亿元，实现净利润 12.66 亿元，经营性现金流量净额 63.25 亿元。

2022 年 2 月，该公司董事黄云静和杨新国变更为赵泽江、张亮，聘任韩锦根为公司副总经理。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，2019-2021 年公司向关联方采购商品、接受劳务涉及金额分别为 151.28 亿元、182.98 亿元和 265.46 亿元，其中 2021 年公司向中铜（昆明）铜业有限公司、中国铜业、中铝秘鲁矿业公司关联采购金额分别为 84.01 亿元、65.51 亿元和 35.40 亿元。同期公司向关联方出售商品、提供劳务金额为 113.09 亿元、180.34 亿元和 267.84 亿元，其中 2021 年公司向中国铜业、凉山矿业、中铝洛阳铜加工有限公司、云铜集团关联销售额分别为 81.95 亿元、67.81 亿元、44.30 亿元和 36.82 亿元。

该公司控股股东云铜集团对公司融资担保逐渐减少，2019-2021 年末云铜集团对其担保余额分别为 30.58 亿元、2.93 亿元和 0 亿元。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 2021 年末，公司在中铝财务公司存款 14.46 亿元，短期借款余额 7 亿元、长期借款余额 2.18 亿元。截至 2021 年末，公司应收预付和应付预收关联方款项分别为 4.24 亿元和 6.23 亿元。

图表 19. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
向关联方采购商品、接受劳务	151.28	182.98	265.46
向关联方出售商品、提供劳务	113.09	180.34	267.84
向关联方出租房屋、车辆	0.02	0.02	0.02
作为承租方因租赁土地及房屋而支付租赁费	0.30	0.40	0.43
应收预付关联方款项	18.43	12.31	4.24
应付预收关联方款项	30.29	19.81	6.23

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、滇中有色和中铜国贸，查询日期为 2022 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 2022 年 5 月 19 日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，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。根据公司 2021 年 6 月 4 日披露的《关于所属企业收到行政处罚决定书的公告》，子公司楚雄矿冶收到楚雄州生态环境局出具的行政处罚决定书（楚环罚字[2021]83 号），主要系项目需要配套建设的环境保护设施未建成、未经验收即投入生产，被处以罚款 60 万罚款，目前罚款已结清，对公司整体影响有限。

财务

2021 年该公司铜精矿进口量增加、铜价上涨，资金面压力加大，但通过加快周转，存货占用资金规模有所下降，公司经营性现金净流入进一步增加，呈大额净流入。受益于良好的经营性现金流，2021 年末公司账面货币资金大幅

增加，对债务偿付保障能力增强；当年公司进一步压降刚性债务规模，2021年末资产负债率较上年末下降了4.35个百分点，且优化了债务长短期结构。

1. 数据与调整

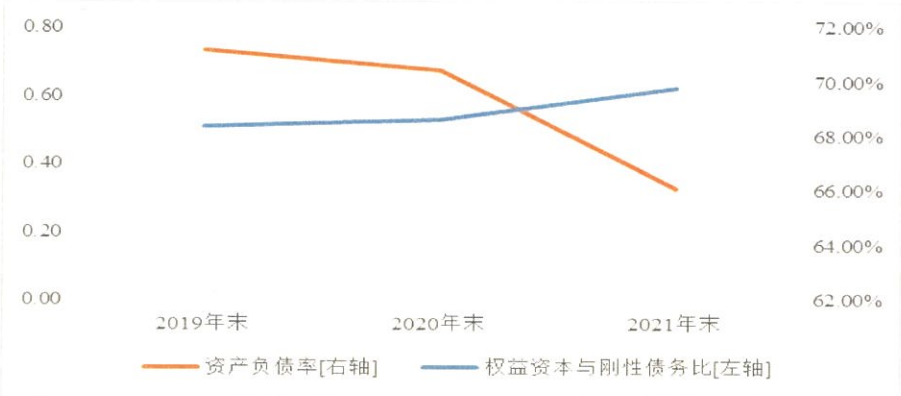
天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2019年财务报表进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的2020-2021年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则及其补充规定，并参照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号-财务报告的一般规定》(2014年修订)的列报和披露要求。2021年起，公司执行《关于修订印发<企业会计准则第21号——租赁>的通知》（财会〔2018〕35号），根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。财政部于2021年颁布了《收入准则实施问答》，中国证券监督管理委员会于2021年颁布了《监管规则适用指引——会计类第2号》，公司已采用或参照上述问答及指引编制2021年度财务报表，具体为：针对发生在商品控制权转移给客户之前，且为履行销售合同而发生的运输相关成本，本公司将其自销售费用重分类至营业成本，对财务数据影响体现在2021年参照的上年数（合并口径）销售费用减少5.22亿元、营业成本增加5.22亿元。

2021年，该公司合并范围减少1家子公司，系对金沙矿业股权进行了处置。截至2021年末，公司合并范围内子公司共14家，其中二级子公司12家，孙公司2家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表20. 公司财务杠杆水平变动趋势



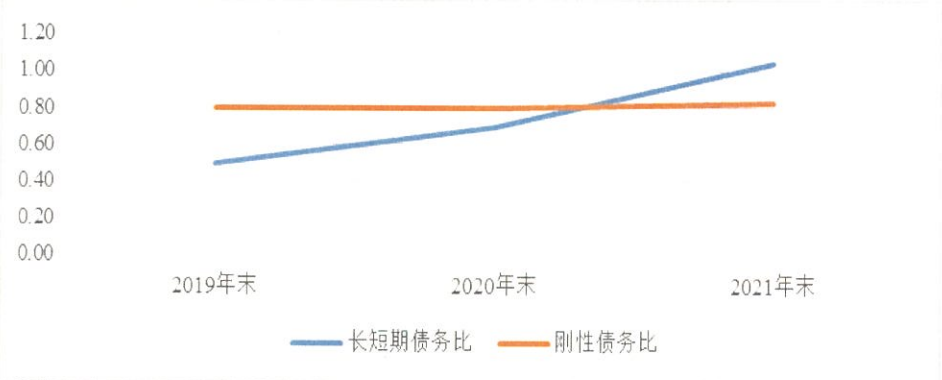
资料来源：根据云南铜业所提供数据绘制

2019-2021年末，该公司所有者权益分别为121.27亿元、117.76亿元和132.66亿元，主要受留存收益及套期工具浮动损益（计入“其他综合收益”）影响有所波动。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积金、未分配利润

和少数股东权益构成，2021 年末分别为 17.00 亿元、58.60 亿元、11.04 亿元和 40.08 亿元；另外其他综合收益由上年末的-6.31 亿元增至-0.72 亿元，主要系套期工具浮动损益-9.90 亿元转入损益。近三年末公司负债总额分别为 299.49 亿元、280.62 亿元和 258.58 亿元，呈小幅下降趋势，主要系对刚性债务压降所致；资产负债率分别为 71.18%、70.44%和 66.09%，其中 2021 年末较上年末下降 4.35 个百分点主要受益于权益增长的同时负债下降。

（2）债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末
刚性债务（亿元）	238.18	221.81	213.15
应付账款（亿元）	39.02	31.42	26.41
递延收益-非流动负债（亿元）	10.16	0.15	0.08
刚性债务占比（%）	79.53	79.04	82.43
应付账款占比（%）	13.03	11.20	10.21

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，2019-2021 年末，该公司长短期债务比分别为 0.49、0.69 和 1.04，受益于刚性债务期限结构的调整，公司长短期债务比指标呈上升趋势。从负债结构看，公司负债以刚性债务和应付账款为主，刚性债务占比约 80%。2019-2021 年末，公司应付账款分别为 39.02 亿元、31.42 亿元和 26.41 亿元，主要为应付货款及工程款等。

（3）刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期刚性债务合计	**152.84**	**110.42**	**85.23**
其中：短期借款	72.58	85.03	56.51
应付票据	27.31	2.60	13.19
交易性金融负债	0.71	0.18	0.30
应付短期债券	10.09	10.10	5.05
一年内到期的长期借款	39.50	10.39	10.07
其他短期刚性债务	2.65	2.12	0.11

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末
中长期刚性债务合计	**85.34**	**111.39**	**127.92**
其中：长期借款	83.50	106.39	122.92
应付债券	0.00	5.00	5.00
其他中长期刚性债务	1.84	0.00	0.00
综合融资成本（%）	**4.43**	**4.24**	**4.25**

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下降趋势，2019-2021 年末分别为 238.18 亿元、221.81 亿元和 213.15 亿元，刚性债务期限结构有所优化，短期刚债下降而长期刚债趋增。根据财务数据测算，公司 2019-2021 年综合融资成本分别为 4.43%、4.24%和 4.25%。

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。2021 年末公司银行借款为 189.50 亿元，按照性质划分，以信用借款为主（126.37 亿元），抵押借款和保证借款为辅（分别为 26.09 亿元和 37.04 亿元）。同年末公司超短期融资券为 5.05 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 23. 2021 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	53.58	72.78	126.37
抵押借款	-	26.09	26.09
保证借款	2.92	34.12	37.04
合计	56.51	132.99	189.50

资料来源：云南铜业

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
营业周期（天）	68.66	55.37	34.44
营业收入现金率（%）	109.09	111.72	108.62
业务现金收支净额（亿元）	12.08	50.07	50.21
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.37	-1.23	0.46
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	10.71	48.84	50.66
EBITDA（亿元）	35.69	35.51	41.59
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.15	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.63	3.64	4.50

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。

2019-2021 年该公司营业周期为 68.66 天、55.37 天和 34.44 天，其中 2021 年较上年下降 20.93 天，主要系公司加大销售力度，加快存货周转。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。

2019-2021 年该公司营业收入现金率分别为 109.09%、111.72%和 108.62%，持续保持较高水平。同期公司业务现金收支净额分别为 12.08 亿元、50.07 亿元和 50.21 亿元。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；2021 年业务现金收支净额较上年基本持平。同期，经营性现金净流量分别为 10.71 亿元、48.84 亿元和 50.66 亿元，处于良好水平。

该公司 EBITDA 以固定资产折旧、利息支出及利润总额为主。随着东南铜业、赤峰云铜铜冶炼产能投产及销售规模扩大，2019-2021 年公司 EBITDA 呈增长趋势，分别为 35.69 亿元、35.51 亿元和 41.59 亿元，2021 年增长主要来自利润总额。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 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
回收投资与投资支付净流入额	0.29	0.93	5.81
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	-28.46	-9.93	-5.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.57	-14.71	5.68
投资环节产生的现金流量净额	-23.60	-23.71	5.94

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。公司对固定资产项目投资金额呈减少趋势，2019-2021 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 28.46 亿元、9.93 亿元和 5.56 亿元。收到/支付其他与投资活动有关的现金主要为套期保值资金，波动较大，近三年其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 4.57 亿元、-14.71 亿元和 5.68 亿元。另外，2021 年公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 4.45 亿元，主要为处置金沙矿业收到投资性现金净额。近三年公司投资环节净流入分别为-23.60 亿元、-23.71 亿元和 5.94 亿元。

（3）筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
权益类净融资额	0.39	-3.44	-6.00
债务类净融资额	13.46	-24.21	-29.18
其中：现金利息支出	-9.54	-9.54	-9.59
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	—	—	-0.43

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
筹资环节产生的现金流量净额	13.85	-27.65	-35.62

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。2019 年公司固定资产投入较大，并叠加增加原料储备因素，融资规模显著增加，债务类融资净额为 13.46 亿元；2020 年、2021 年公司压缩了刚性债务规模，债务类融资资金净流出分别为 24.21 亿元和 29.18 亿元。2019-2021 年公司筹资性现金净流量分别为 13.85 亿元、-27.65 亿元和-35.62 亿元。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	196.62	192.54	207.42
	46.473	48.33%	53.02%
其中：货币资金（亿元）	26.37	20.90	40.82
存货（亿元）	130.25	119.90	108.48
预付款项（亿元）	17.59	27.05	40.20
其他流动资产（亿元）	15.49	18.90	13.98
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	224.14	205.84	183.81
	53.27%	51.67%	46.98%
其中：固定资产（亿元）	175.40	157.18	143.41
在建工程（亿元）	10.56	10.83	5.89
无形资产（亿元）	19.43	17.03	14.94
长期股权投资（亿元）	7.68	8.51	9.94
期末全部受限资产账面金额（亿元）	**12.74**	**6.65**	**23.21**
受限资产账面余额/总资产	**3.03%**	**1.67%**	**5.93%**

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

近年来该公司资产总额逐年下降，2019-2021 年末分别为 420.76 亿元、398.38 亿元和 391.24 亿元，2021 年末同比有所减少主要系受金沙矿业处置的影响。受所处行业重资产及重营运资金的影响，公司资产构成流动资产、非流动资产接近各半。

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。2021 年末，存货为 108.48 亿元，较上年末减少 9.53%，当年公司持续加强存货管控，存货周转速度较上年提升 4.04 次至 10.67 次；存货以原材料、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，受铜价高位波动的影响，当年计提存货跌价准备 2.95 亿元，转回或转销存货跌价准备 1.61 亿元。货币资金为 40.82 亿元（其中受限资金 1.72 亿元），较上年末增长 96.36%，主要系本期加大销售力度、加快存货周转，富余货币资金增加；预付款项为 40.20 亿元，主要为预付国际贸易商与矿山企业的原材料采购款，较上年末增长 48.62%，主要受进口铜精矿采购量增加及铜价上涨的影响；其他流动资产为 13.98 亿元，其中待抵扣增值税 2.15 亿元、

期货保证金 11.50 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。2021 年末，公司固定资产为 143.41 亿元，以房屋建筑及机器设备为主；较上年末减少 8.76%，主要系金沙矿业资产处置、折旧计提、末期或闲置矿山设备减值准备计提及在建工程转入等综合影响所致；其中受限固定资产 20.24 亿元，主要为东南铜业办理抵押借款抵押的固定资产。同期末在建工程为 5.89 亿元，在建项目主体已完工，在建项目规模较小；无形资产为 14.94 亿元，以土地使用权和采矿权为主；较上年末减少 12.25%，主要系金沙矿业资产处置所致；其中受限部分 1.25 亿元，主要为迪庆有色采矿权办理了抵押借款。另外，公司 2021 年末长期股权投资 9.94 亿元，主要有合营企业思茅山水（5.65 亿元，当年权益法下确认投资收益 1.03 亿元）和联营企业凉山矿业（2.81 亿元，当年权益法下确认投资收益 0.24 亿元）。

受限资产方面，2021 年末该公司受限资产合计 23.21 亿元，包括受限的货币资金 1.72 亿元、固定资产 20.24 亿元、采矿权（无形资产）1.25 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 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率	97.89%	116.00%	163.86%
速动比率	24.29%	27.47%	46.41%
现金比率	13.84%	13.56%	33.57%

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理

2019-2021 年末，该公司流动比率分别为 97.89%、116.00%和 163.86%，呈上升趋势，主要受益于长短期债务期限结构趋于优化、流动负债减少。同期末，公司速动比率分别为 24.29%、27.47%和 46.41%。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。近三年末现金比率分别为 13.84%、13.56%和 33.57%，其中 2021 年末大幅提升，主要系公司加大销售力度、加快存货周转，货币资金存量增加及流动负债减少所致。

6. 表外事项

截至 2021 年末，该公司无对外担保。

该公司有 3 起重大诉讼事项，均已结案，分别为公司与江门市江磁电工企业有限公司（简称“江门江磁”）诉讼事项、公司与云南凯通（集团）有限公司（简称“凯通集团”）诉讼事项和子公司玉溪矿业与思茅山水诉讼事项，涉案金额分别为 0.83 亿元、3.32 亿元和 2.22 亿元，具体如下：（1）截至 2021 年末江门江磁尚欠公司 0.46 亿元，已全额计提坏账准备；（2）2021 年 4 月，

将凯通集团持有的金沙矿业12.408%股权交付公司抵偿债务1.86亿元，因凯通集团名下目前查无可供执行的财产，且法院已穷尽执行措施，法院已裁定终结本次执行程序，案件已结案。（3）玉溪矿业、思茅山水与第三方普洱山海工贸有限公司于2022年1月13日签订了《和解协议》，2022年1月26日，玉溪矿业与思茅山水在玉溪市中级人民主持下就铜矿石委托代加工合同纠纷案进行调解，法院出具了《民事调解书》。调解书确认案涉《铜矿石委托代加工合同》等合法有效，并于2022年1月26日终止履行。除上述案件外，公司零星诉讼案件涉案金额共计0.66亿元，主要涉及建设工程施工合同、买卖合同纠纷等事项，截至2021年末，未形成预计负债。

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，自有矿山的铜精矿大部分交分公司由西南铜业进行冶炼加工，另外公司本部还承担部分融资职能。2019-2021年本部营业收入分别为447.34亿元、340.86亿元和410.29亿元，净利润分别为9.69亿元、9.43亿元和3.44亿元；经营性现金净流量分别为0.11亿元、28.93亿元和0.60亿元。2021年末，母公司资产总额192.90亿元，其中货币资金9.77亿元、预付款项16.29亿元、其他应收款17.01亿元、存货36.69亿元、长期股权投资86.64亿元、固定资产11.49亿元；2021年末，公司本部刚性债务为84.29亿元，较上年末减少8.41亿元；其中短期刚性债务为21.81亿元，较上年末减少20.27亿元，主要受益于长短期债务期限结构调整。同期末，本部资产负债率50.51%，现金资产对短期刚性债务覆盖比为0.52。整体而言，公司本部财务杠杆适中，能对子公司进行较有效的资金调配及周转，财务风险可控。

外部支持因素

1. 政府支持

2019-2021年，该公司计入当期损益的政府补助[7]合计分别为1.48亿元、1.93亿元和2.37亿元，其中计入其他收益的政府补助分别为0.86亿元、0.69亿元和1.06亿元，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，立足“做强铜业”，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

[7] 含营业外收入和其他收益中的政府补助，以及冲减相关成本、费用或损失的政府补助。

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，探明铜资源储量 1,000 万吨，目前铜精矿产能 21 万吨/年，扩产后可达 30 万吨/年，在同等条件下可优先向公司提供。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，公司生产经营原料保障程度相对较高。资金支持方面，公司可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。截至 2021 年末公司在中铝财务公司存款 14.46 亿元、短期借款余额 7 亿元、长期借款余额 2.18 亿元。

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 年末，公司获得的银行综合授信合计 988.08 亿元，尚有未使用的授信额度合计 599.27 亿元，尚未使用的授信余额充足。

图表 29. 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）	988.08	388.81	599.27
其中：国家政策性金融机构（亿元）	104.76	78.54	26.23
工农中建交五大商业银行（亿元）	414.78	210.98	203.81
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.58	74.46	38.39

资料来源：根据云南铜业所提供数据整理（截至 2021 年末）

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，其中铜矿资源位于云南省内，阴极铜生产基地分布于西南、华北、东南区域，具备一定的资源及生产规模优势。跟踪期内，公司生产效率提升，阴极铜等产品产销量进一步增长，同时阴极铜、硫酸等产品价格大幅上涨，带动营业收入大幅增长；毛利方面，铜 TC/RC 进一步下滑、自产铜精矿含铜产量减少、进口铜精矿数量增加，导致阴极铜、黄金等毛利下滑，而副产品硫酸价格大幅上升，带动硫酸产品毛利大幅提升，综合影响毛利较上年小幅下滑。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、尽量规避铜价波动风险，但 2019 年以来铜 TC/RC 下行，公司经营压力有所加大。

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。

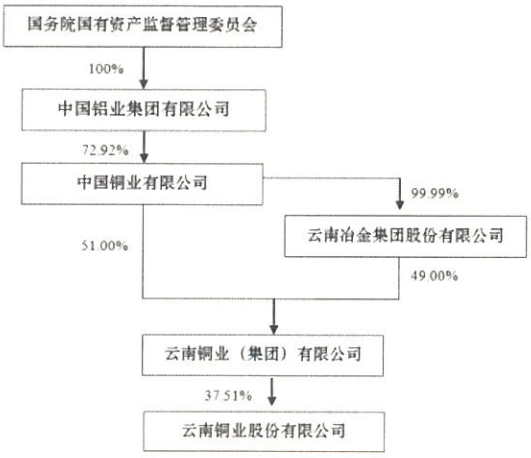
2021 年该公司铜精矿进口量增加、铜价上涨，资金面压力加大，但通过

加快周转，存货占用资金规模有所下降，经营性现金净流入进一步增加。受益于良好的经营性现金流，2021 年末公司账面货币资金大幅增加，对债务偿付保障能力增强；当年公司进一步压降刚性债务规模，2021 年末资产负债率进一步下降，且优化了债务长短期结构。

同时，我们仍将持续关注：（1）国内外经济形势变化情况及其对铜需求的影响；（2）铜 TC/RC 变动对该公司盈利的影响；（3）铜价波动情况；（4）存货、预付账款对公司资金占用情况；（5）套保有效性及对公司盈利的影响；（6）公司长短期债务结构情况。

附录一：

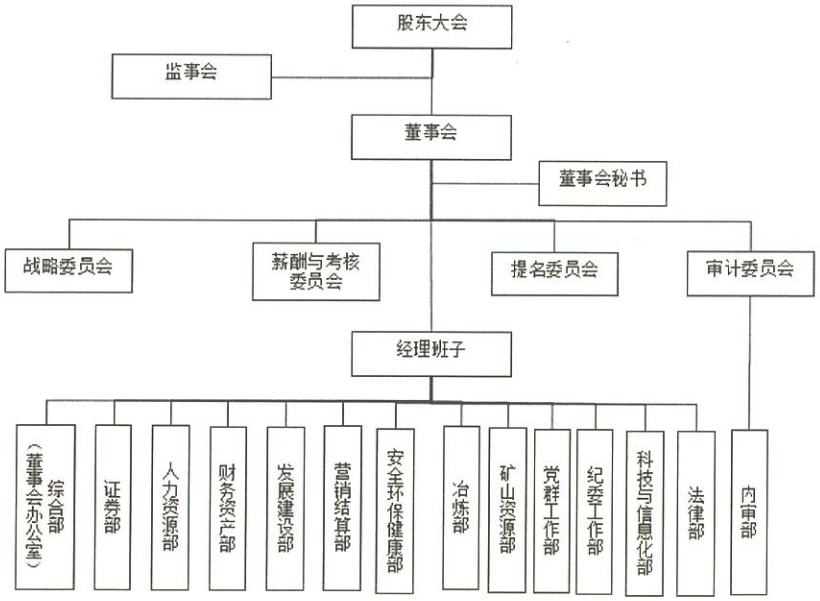
公司与实际控制人关系图



注：根据云南铜业提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2021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	3,379.46	2,291.29	5,186.48	199.75	524.40	585.39	
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	290.35	199.08	1,421.74	12.66	63.25	49.38	
云南铜业股份有限公司	**云南铜业**	**本部**	**—**	**铜冶炼**	84.29	95.47	410.29	3.44	0.60	8.30	**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	54.35	21.65	291.87	1.74	-0.19	6.83	
中铜东南铜业有限公司	东南铜业	子公司	60.00	铜冶炼	51.20	22.02	280.04	1.77	7.35	6.62	
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	6.81	5.15	124.43	0.53	1.93	1.30	
易门铜业有限公司	易门铜业	子公司	100.00	铜冶炼	-	3.62	74.76	1.99	4.96	2.74	
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	7.09	37.13	28.26	9.60	12.95	15.29	
中铜国际贸易集团有限公司	中铜国贸	子公司	50.00	贸易	7.11	6.71	1,776.42	0.26	11.63	1.62	
玉溪矿业有限公司	玉溪矿业	子公司	100.00	铜矿采选	-	26.83	24.71	2.37	8.29	4.54	

注1：根据云南铜业2021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。公司对中铜国贸持股比例为50%，中铜国贸董事会5人中3人由公司提名，实质上控制中铜国贸，因此将其纳入合并范围。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额［亿元］	420.76	398.38	391.24
货币资金［亿元］	26.37	20.90	40.82
刚性债务[亿元]	238.18	221.81	213.15
所有者权益［亿元］	121.27	117.76	132.66
营业收入[亿元]	632.90	882.39	1,270.58
净利润［亿元］	9.75	8.13	12.96
EBITDA[亿元]	35.69	35.51	41.59
经营性现金净流入量[亿元]	10.71	48.84	50.66
投资性现金净流入量[亿元]	-23.60	-23.71	5.94
资产负债率[%]	71.18	70.44	66.09
权益资本与刚性债务比率[%]	50.91	53.09	62.24
流动比率[%]	97.89	116.00	163.86
现金比率[%]	13.84	13.56	33.57
利息保障倍数[倍]	2.14	2.08	2.79
担保比率[%]	—	—	-
营业周期[天]	68.66	55.37	34.44
毛利率[%]	7.32	5.97	4.07
营业利润率[%]	1.90	1.21	1.33
总资产报酬率[%]	5.30	4.96	6.53
净资产收益率[%]	8.39	6.81	10.35
净资产收益率*[%]	8.34	4.58	7.44
营业收入现金率[%]	109.09	111.72	108.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.15	26.63	34.64
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.60	8.66	20.99
EBITDA/利息支出[倍]	3.63	3.64	4.50
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.15	0.19

注：表中数据依据云南铜业经审计的 2019-2021 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	3
		盈利能力	5
		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	2
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	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
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2022 年 5 月 25 日	AA^+/稳定	胡颖、吴凡	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
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2022 年 5 月 25 日	AA^-	胡颖、吴凡	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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。