



山东恒邦冶炼股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20222642D-01



发行人及评级结果	山东恒邦冶炼股份有限公司 AA+/稳定
本期债项评级结果	AA+
发行要素	拟发行金额不超过 31.60 亿元，期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息。募集资金拟用于含金多金属稀有价元素综合回收技术改造项目和补充流动资金。
评级观点	中诚信国际肯定了山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“恒邦股份”或“公司”）以黄金冶炼为主业，形成了一定的冶炼规模优势和技术优势，此外，有色金属冶炼和硫酸等形成利润补充以及股东支持力度大和融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司各条线产品的毛利率有所波动、盈利能力受金属价格影响较大、面临一定短债压力、经营获现水平一般、资产流动性有待提升等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
评级展望	中诚信国际认为，山东恒邦冶炼股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：获得控股股东资产注入，资本实力大幅增强，资源储量及自产金产量显著提升，盈利能力和经营获现能力大幅改善且具有可持续性。</p> <p>可能触发评级下调因素：资产负债率持续上升；短期债务占比持续维持高位、流动性承压；主要金属价格超预期下行，经营利润及现金流持续恶化；控股股东支持能力或意愿大幅弱化。</p>
正面	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司以黄金冶炼为主业，形成了一定的规模优势和技术优势 ■ 有色金属冶炼及硫酸等产品可对利润形成补充，产业链较为完整，可抵御部分单一产品价格波动风险 ■ 作为控股股东下属黄金上市平台，可获得持续的资金和战略支持 ■ 银行可使用授信充足，A股上市公司，融资渠道畅通 	
关注	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 随着外购原材料增加，公司各条线产品的毛利率有所波动，盈利能力受金属价格影响较大 ■ 流动性周转需求增加，公司新增部分短期债务使得杠杆水平上升，面临一定的短债压力 ■ 公司经营获现水平一般，且资产流动性有待提升 	

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

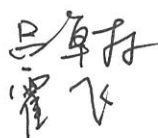
项目组成员：霍飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 8 月 15 日



财务概况

恒邦股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
资产总计（亿元）	161.41	178.88	194.12	209.49
所有者权益合计（亿元）	46.50	74.82	77.73	79.86
负债合计（亿元）	114.91	104.06	116.39	129.63
总债务（亿元）	86.41	77.48	93.94	103.69
营业总收入（亿元）	285.36	360.53	413.83	214.42
净利润（亿元）	2.90	3.65	4.27	2.55
EBIT（亿元）	7.63	8.22	8.93	--
EBITDA（亿元）	13.06	13.72	14.52	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.16	1.94	4.74	14.90
营业毛利率(%)	5.52	4.75	5.03	5.12
总资产收益率(%)	4.72	4.83	4.79	--
资产负债率(%)	71.19	58.18	59.96	61.88
总资本化比率(%)	65.01	50.87	54.72	56.49
总债务/EBITDA(X)	6.61	5.65	6.47	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.51	3.97	4.02	--
FFO/总债务(X)	0.11	0.17	0.14	--

注：1、中诚信国际根据恒邦股份提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年度审计报告及未经审计的2022年半年度财务报表整理。其中，2019年、2020年财务数据分别采用了2020年、2021年审计报告期初数，2021年财务数据采用了2021年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

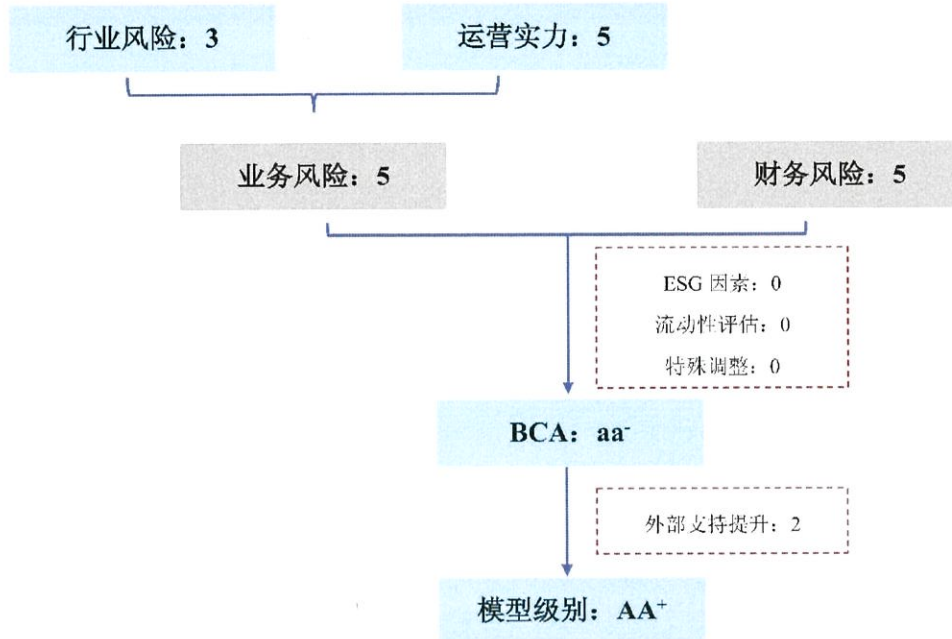
同行业比较（2021年数据）

公司名称	黄金（吨）		铜（万吨）			营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）	资产负债率（%）
	资源量	矿产金产量	铜资源量	矿产铜产量	阴极铜产量				
江西铜业	480.88	--	1,306	20.23	178.22	4,427.68	59.14	90.32	51.68
西部矿业	--	--	643	12.49	17.60	384.01	45.56	79.52	64.51
中金岭南	--	--	--	--	--	445.00	12.21	17.68	50.14
锡业股份	--	--	--	--	--	538.44	30.38	29.15	58.22
恒邦股份	150.38	0.12	--	--	19.48	413.83	4.27	4.74	59.96

中诚信国际认为，与同行业相比，恒邦股份具有较优的行业地位和业务多元化能力，但聚焦冶炼业务且资源储备不足另其成本控制能力一般，利润弹性相对较低，杠杆水平处于可比企业中部偏高位置。

注：“江西铜业”（600362.SH）为“江西铜业股份有限公司”简称，资源量为其拥有100%所有权的已查明金属资源储量及联合其他公司所控制的按公司所占权益计算的资源储量。“西部矿业”（601168.SH）为“西部矿业股份有限公司”简称，资源量为非权益储量。“中金岭南”（000060.SZ）为“深圳市中金岭南有色金属股份有限公司”简称。“锡业股份”（000960.SZ）为“云南锡业股份有限公司”简称。恒邦股份黄金资源量为全部矿山资源储量。

评级模型



方法论

中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2022_05

■ 业务风险：

恒邦股份属于有色金属行业，因具有强周期属性，中国有色行业风险评估为中等；恒邦股份产业链完整，产品结构较为丰富，同时具有较优的产销规模优势和行业地位，成本控制能力一般，业务风险评估为较低。

■ 财务风险：

恒邦股份收入和利润水平持续提升，同时资产规模持续扩大，且公司多重外部融资渠道及较高规模的货币资金对偿债能力形成有效支撑，但须关注其短债压力的上升，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对恒邦股份个体基础信用等级无影响，恒邦股份具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司控股股东江西铜业是江西省铜产业发展的核心企业，是国内最大的综合性铜生产加工企业，自身经营实力很强，对下属子公司的支持能力强。公司是江西铜业下属黄金产业唯一的上市公司，在股东内部有一定的战略定位，公司未来也会借助控股股东在资源整合方面的支持，加快优质黄金矿产资源的收购，拓宽资源控制渠道，增加黄金资源储量及自给原料比重，增强风险抵抗能力。因此外部支持调升 2 个等级。



声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

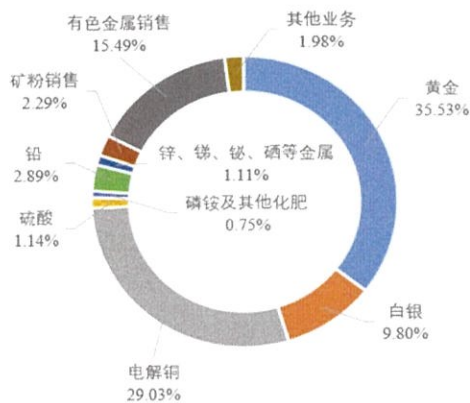
跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

发行人概况

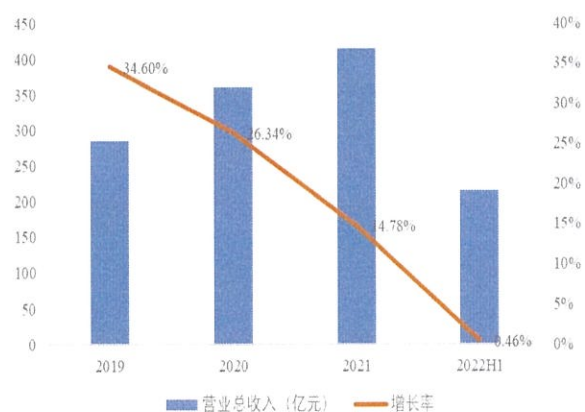
公司成立于1994年2月，前身为牟平县东方冶炼股份有限公司，由牟平县黄金工业总公司以牟平县黄金冶炼厂净资产3,000万元折股，同时向内部职工发行1,000万股股份设立。后经两次股权转让，王信恩及通过设立的烟台恒邦集团有限公司（以下简称“恒邦集团”）受让公司股份，恒邦集团持有公司30%股份，是公司的控股股东。恒邦集团实际控制人王信恩直接持有公司15%股份，成为公司实际控制人。公司后更名为山东恒邦冶炼股份有限公司，此后通过增资及股权转让，上市前恒邦集团持股比例为67.41%，王信恩直接持股比例为10.86%。2008年，公司在深圳证券交易所发行上市，发行2,400万股股份，募集资金6.24亿元。发行完成后公司总股本增至9,580万股，恒邦集团持股50.52%，王信恩持股8.14%。此后，恒邦集团及王信恩陆续减持所持公司股份。2019年3月，江西铜业与恒邦集团、公司当时实际控制人王信恩及一致行动人签署股权转让协议，上述股东向江西铜业转让29.99%股份，江西铜业成为公司控股股东，江西省国有资产监督管理委员会成为公司实际控制人。2020年9月，公司向江西铜业定向增发股份，募集资金净额24.89亿元，江西铜业持股比例增至44.48%。公司目前主要从事贵金属冶炼业务，致力于金精矿、铜精矿及含砷复杂矿的冶炼技术研究，综合回收能力已达国际领先水平，2021年实现营业总收入413.83亿元。

图1：2021年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图2：近年来收入及增长率走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至2022年6月末，江西铜业对公司持股比例为44.48%。恒邦集团及王信恩位列二、三大股东，持股比例分别为5.89%和2.06%¹。

本期债券概况

公司可转换公司债券拟发行金额不超过31.60亿元，本期债券的存续期限为自发行之日起6年，转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，每年付息一次、到期归还本金并支付最后一年利息。可转债发行主要条款包括转股价格向下修正、赎回条款、回售条款等。扣除发行费用后拟用于以下项目：

¹：2022年6月末，恒邦集团质押占其持股的17.29%，冻结占其持股的42.35%，王信恩质押占其持股的98.83%。



表 1：本期债券募集资金用途（万元）

项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额
含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目	273,171.96	222,000.00
补充流动资金	94,000.00	94,000.00
合计	367,171.96	316,000.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目的实施主体为公司全资子公司威海恒邦化工有限公司（以下简称“威海恒邦”），项目建设周期规划为 2 年，本项目达产后预计可实现年销售收入 924,652.70 万元，净利润 37,414.76 万元，税后投资回收期为 8.80 年（含建设期）。

上述债券发行完成后，短期内将增加公司总债务规模，但债务结构大幅改善，且有助于缓解公司项目相关的资金压力，若完成转股，公司资本实力亦将大幅提升，对公司债务本息的偿付能力将不会产生较大不利影响。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2022 年上半年中国经济在面对超预期因素冲击时体现出了较强的韧性，随着一揽子稳增长政策措施落地见效，下半年宏观经济或将结构性修复，考虑到经济不同部门修复节奏的不统一以及政策效果显现具有一定延迟与滞后，经济或总体呈现出非对称“W”型走势。经济修复的同时也将面临严峻复杂的外部压力与内部挑战，俄乌冲突叠加全球经济滞胀风险抬升外部不确定性，疫情及疫情防控影响弱化但疫情反弹风险犹存，预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈，微观主体面临多重困难且市场活力仍有不足。此外，宏观债务风险持续处于高位，尤其是房地产等重点领域风险加速暴露，需高度警惕“停贷风波”发酵下的风险蔓延。从政策环境看，上半年宏观政策积极发力稳增长，货币政策降准降息并下调中长期 LPR，财政政策收支两端同时发力并加快专项债发行。下半年稳增长依然是宏观政策主线，但防风险是底线，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。货币政策稳字当头，稳中求进，或主要以结构性政策工具配合财政金融政策着重推动宽信用，引导淤积的流动性流向实体。财政政策以积极为基调，但重点将转向支出端，或以加大政策落实特别是专项债的使用为重点，包括调整固投资项目资本金比例及扩大专项债使用范围等。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，创新发展能够持续为经济运行注入新的增长动能，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年上半年宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/8778?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，有色金属行业属于周期性行业，与全球宏观经济及流动性状况关系密切，整体波动较大，需持续关注产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

黄金

黄金属于不可再生资源，全球黄金储量逐年下降，增产空间有限，2021 年再生金产量下降导致

全年黄金供应量降至 4,666 吨，为 2017 年以来最低水平。受消费情绪复苏以及金价下降等因素影响，2021 年全球黄金需求量增长 10% 至 4,021 吨，但黄金 ETF 需求量大幅收窄。2021 年国内黄金产量为 443.6 吨，同比下降 7.5%，主要系受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响所致。2021 年以来随着全球流动性宽松后的预期收紧，疫苗接种等带来的全球经济复苏进程加速，也使得避险情绪下降，大量资金流出黄金市场并涌入股票市场，令黄金价格在年初高点回调；但叠加疫情反复及经济恢复不明朗同时通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有所反弹，下半年国际金价围绕 1,800 美元/盎司波动。2022 年 2 月以来受俄乌战争影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，地缘政治风险、高通胀以及黄金 ETFs 的净流入都对黄金价格提供了有力支撑，3 月末收盘价格上涨至 1,954 美元/盎司，同比涨幅超过 13%。3 月美联储如期启动加息 25 基点，美元走强及美联储收紧货币对黄金价格仍有一定压制，4 月以来黄金价格震荡下行，6 月末收盘价为 1,808 美元/盎司。

铜

我国铜精矿仍对进口依赖度较高，2021 年铜精矿整体供应仍有所短缺，也是铜价走高的基本面因素之一，随着部分项目建成投产，铜精矿供应有望实现恢复性增长。冶炼方面，2021 年受益于硫酸价格提升和年末的加工费上升，企业生产积极性提高，在三季度以来局部地区限电限产的制约影响下，全年开工率仍保持在一定水平，冶炼厂整体盈利能力尚可，精炼铜产量保持增加。2021 年以来，受后疫情时代经济复苏、流动性宽松及能源转型需求增加等因素影响，国际国内铜价整体呈上升趋势，价格重心大幅上移，2021 年 LME 三月期铜均价为 9,290 美元/吨，同比上涨 50.34%。铜加工费亦有所回升，结束了 2015 年以来加工费逐年下降趋势，冶炼企业盈利能力有望实现一定程度的恢复。2022 年 2 月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022 年第一季度 LME 和沪铜三月期铜均价持续上涨。但 3 月美联储如期启动加息 25 基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，二季度以来价格冲高回落，仍需关注整体价格震荡风险。

详见《中国铜行业展望，2022 年 3 月》，[报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8482?type=1](https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8482?type=1)

运营实力

中诚信国际认为，恒邦股份自有矿山资源较为有限，但公司以黄金冶炼为主业，形成了一定的冶炼规模优势和技术优势；同时有色金属冶炼和硫酸等可形成利润补充，产业链较为完整，可抵御部分单一产品价格波动风险；随着进入江西铜业供应体系后，成本控制能力有所提升；但随着外购原料的增加，各条线产品的毛利率有所波动，需关注公司整体的成本控制情况。

业务多样性：公司以黄金冶炼为主，同时有色金属冶炼和硫酸等可形成利润补充，产业链较为完整，且可降低价格波动对盈利能力的影响，但采矿权数量有限，矿山板块尚未形成规模优势。

公司业务重心主要为黄金冶炼，所控制上游金矿资源和采矿权较为有限。截至 2021 年末，公司共拥有 13 座矿山，近年来自产金年均贡献产量约 1 吨左右，但由于其毛利率较高，可为公司整体盈利能力形成一定补充；但 2021 年受山东省开展地下非煤矿山安全检查造成的停产影响，自产金产量有限令板块收入及毛利率同比大幅下降。2022 年以来部分矿山已拿到复产批文程序，

生产正在逐步恢复中，矿山板块多采矿权尚未形成规模优势。公司亦拥有有色金属冶炼产能，并扩展至下游化工行业，硫酸、磷铵及其他化肥等副产品亦对收入和利润形成一定贡献，贵金属和基本金属的多元化有助于降低单一价格波动对盈利能力的影响。

资源赋存与行业地位：公司所控制上游资源较为有限，收购企业项目推进有望增厚公司的资源储备；整体上公司保持了较大规模的黄金冶炼产能和一定的行业地位；近年来各产品产量有所波动，但产销率仍保持在较高水平。

资源方面，截至 2021 年末，公司拥有的矿山已查明资源储量 150.38 吨，其中最大的金矿辽上金矿保有黄金储量为 77.14 吨。公司主力矿山开采年限较长，腊子沟金矿及辽上金矿具有较长的可开采年限，剩余开采年限分别为 12 年和 22 年。

2020 年 12 月，公司董事会审议通过使用自有资金 3.77 亿港元认购万国国际矿业集团有限公司（以下简称“万国矿业”）1.08 亿股新增发股份及第三大股东盛屯尚辉有限公司持有的万国矿业 0.65 亿股股份的议案，该项投资已于 2021 年 3 月 9 日完成交割过户手续，公司持有万国矿业稀释后的 20.87% 股份，成为万国矿业第二大股东。万国矿业为港股上市公司，第一大股东为捷昇投资有限公司，截至 2022 年 6 月末持股比例为 33.99%。万国矿业拥有江西省宜丰万国矿业有限公司、金岭矿业有限公司采矿权和西藏昌都县灿地矿业有限公司探矿权。完成收购后，公司将有权向万国矿业董事会提名 1 名执行董事，万国矿业下属矿山将优先向公司或公司关联方提供原材料供应，公司可获得较为稳定的原材料供应来源。但同时，万国矿业旗下所罗门群岛金岭矿受疫情影响推迟至 2022 年下半年实现试生产以及西藏矿“探转采”工作推进未实现预期等将可能影响万国矿业未来的盈利能力，并影响公司未来的资源储备情况。

表 2：截至 2021 年末公司主要矿山资源概况（单位：吨）

名称	已查明金资源储量	公司持股比例
腊子沟金矿	22.37	100%
辽上金矿	77.14	100%
福祿地金矿	7.68	100%
哈沟山金矿	4.97	100%
东道口金矿	2.31	100%
东邓格庄金矿	1.10	100%
盘马金矿马家瑶	8.21	65%
盘马金矿杨家亦	3.87	65%
庄子金矿	7.19	65%
山城金矿	8.60	65%
八甲硫铁矿	0.15	100%
建德铜矿 ²	1.91	100%
苏家庄金矿	4.91	65%
合计	150.38	--

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

受制于自产金业务规模有限，公司立足黄金为主的贵金属冶炼及综合回收，逐渐加强核心技术的积累和研发。公司不断夯实黄金冶炼的主营业务，发挥多金属回收的优势，依托先进的生产工艺

²：建德铜矿采矿权已于 2021 年 6 月份到期，建德市相关政府主管部门在核准续期申请材料过程中，认为原采矿权划定范围现已涉及到当前划定的风景区区域，不再核准续期，建德铜矿于采矿权到期后停止开采。截至本报告出具日，公司仍在就后续相关事项与政府有关部门进行沟通磋商。由于采矿权到期，公司计提相关固定资产和无形资产减值准备，对当期利润形成一定拖累。

和丰富的技术积累，实现了对金、银等贵金属和矿石附生的铜、铅、铋、锑、碲、砷等有价元素的综合回收。目前，公司已形成规模化冶炼业务，截至 2021 年末，公司已具备黄金 50 吨/年、白银 1,000 吨/年的产能，此外还拥有附产电解铜 25 万吨/年，硫酸产能 130 万吨/年的产能，成为黄金冶炼产业中中游冶炼端标志性企业，保持了一定的行业地位。冶炼金方面，受益于矿石入选品位的提升，2021 年冶炼金产销量及收入均保持增长。合质金方面，受 2021 年金价的走势偏弱以及前三季度山东省内金矿事故导致合质金货源减少等影响，合质金产量同比降幅较大。电解铜方面，受益于价格上升带来的景气度提升，2021 年公司加大电解铜和硫酸生产，产量分别提升 26.33%和 10.30%，对因黄金板块收入和毛利下滑造成的影响形成一定弥补。受市场需求量及价格变化影响，公司调整了磷铵产能结构，磷铵产量整体小幅上涨。2022 年上半年，公司自产金板块产量尚未恢复到整改前水平，且辽上金矿扩建项目仍处在建设期，自产金产量较为有限。同期冶炼金产销量保持稳定，合质金受市场供给增加影响产销量同比均大幅提升。

表 3：公司产品产销量情况

板块名称	2019		2020		2021		2022.1-6	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
黄金（吨）	41.89	34.46	47.90	45.13	39.60	39.13	23.15	23.37
其中：自产金	1.64	1.64	1.48	1.48	0.12	0.12	0.06	0.06
冶炼金	15.60	15.60	24.31	23.47	25.35	25.47	12.38	12.60
合质金	17.22	17.22	20.18	20.18	13.54	13.54	10.71	10.71
白银（吨）	611.17	598.82	801.54	738.23	757.20	802.47	439.06	424.51
电解铜（万吨）	11.86	18.22	15.42	20.85	19.48	27.23	10.05	12.37
铅（万吨）	9.24	9.91	9.82	9.90	8.69	9.24	5.43	8.07
硫酸（万吨）	137.86	123.17	124.63	122.71	137.47	121.49	65.51	55.57
磷铵（万吨）	4.76	5.04	5.92	5.08	6.30	7.36	3.28	2.42

注：公司黄金产量包括为客户提供的加工服务业务产量，但销售结算未计入公司黄金销量；由于统计口径差异，黄金总产量包含返金量，与各项合计有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

成本控制能力：公司冶炼为主的业务模式使其原材料外购比例很高，整体成本控制能力不强；但进入江西铜业供应体系后，成本控制能力有所提升。

公司原材料以外购为主，成本易受到价格波动影响。2021 年受黄金矿粉外购量增加以及前期高价采购等因素影响，冶炼金毛利率下降 7.08 个百分点至 5.66%；2022 年上半年受益于产销量的提升使得单位成本下降，冶炼金毛利率有所回升。合质金生产原料均为外购，导致该板块整体成本控制能力一般。2021 年以来公司采购模式未发生明显变化，主要通过贸易子公司进行国内采购，海外原料采购已从单纯依赖贸易商采购转变为了贸易商采购和矿山直接采购相结合的模式，目前矿山直采占比约为 50%，整体海外采购占比较高。2021 年前五大供应商占比为 24.22%，整体较为分散。随着江西铜业成为公司的控股股东，公司逐步进入江西铜业供应链体系，依靠控股股东在有色产业链中的优势地位，利用其规模化采购带来的较强的议价能力，降低采购成本；利用其长期稳固的供应链系统，提高原材料供应安全性、可靠性及稳定性。但须关注目前国际地缘政治、国内外疫情对采购可能带来的影响情况。

表 4：公司分板块毛利率情况（亿元，%）

板块名称	2019		2020		2021		2022.1-6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率

自产金	5.22	35.23	5.79	48.05	0.47	7.27	0.23	-184.70 ³
冶炼金	49.59	22.52	89.85	12.74	93.55	5.66	48.12	8.12
合质金	54.73	-1.26	77.61	-2.78	53.02	0.30	41.16	-1.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目总投资金额较大，但2022年投资压力较为可控。

截至2022年6月末，公司在建工程主要包括辽上金矿扩界、扩能采选建设工程、复杂金精矿多元素综合回收及其他零星的工程建设项目。

辽上金矿扩界、扩能采选建设工程项目预计建成后达到年采选金矿90万吨，项目总投资11.91亿元。截至目前该项目各项手续基本齐全，项目开工建设正在积极筹备中。复杂金精矿多元素综合回收项目环评、安评、能评已取得核准批复。高纯新材料的研制及产业化项目主要建设高纯砷、硫系玻璃、高纯硒等高纯新材料产能系统，二期实验室生产工艺已全线打通，正在布局实施产业化，目前项目基建工作已有序开展。上述项目2022年计划投资6.76亿元，随着各项目稳步推进，截至2022年6月末已投入3.25亿元，2022年度资本开支对公司流动性产生的压力较为可控。依据公司计划，2023~2024年投资支出较高，但公司有望通过类权益类融资募集资金，中诚信国际将持续关注公司资金平衡及项目进展情况。

表5：截至2022年6月末公司在建项目情况（万元）

项目名称	项目建设期	项目总投资	项目投入情况				资金来源
			截至2022年6月末已投	2022全年	2023全年	2024全年	
辽上金矿扩界、扩能采选建设工程	2021.12-2025.12	119,071.00	1,494.95	17,000.00	26,000.00	28,000.00	自筹
复杂金精矿多元素综合回收项目	--	427,003.00	701.69	36,427.00	194,960.00	194,960.00	自筹
矿山信息化建设	2021.1-2022.12	1,200.00	1,193.81	20.00	0	0	自筹
精炼公司稀贵金属扩能	2021.1-2024.12	20,700.00	215.85	2,000.00	9,350.00	9,350.00	自筹
高纯新材料的研制及产业化	2021.1-2022.12	13,500.00	2,748.99	12,113.00	0	0	自筹
井巷工程	--	--	9,864.26	--	--	--	自筹
其他	--	--	16,236.13	--	--	--	自筹
总计	--	462,403.00	32,455.68	67,560.00	230,310.00	232,310.00	--

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，近年来恒邦股份收入和利润水平小幅增长，随着业务规模的扩大和金属价格提升，资产和负债规模均增加，同时公司新增部分短期债务以满足流动性需求，推高杠杆水平；公司经营获现水平一般，相关偿债指标有待提升；公司多重外部融资渠道及较高规模的货币资金对偿债能力形成有效支持。

盈利能力

公司利润率水平一般，受益于收入规模的扩大，净利润小幅增长。

³：自产矿山产能未恢复至整改前水平，产量仍较小，但矿山运营固定成本较大，因此该板块毛利率为负。

公司营业收入主要受冶炼产品产量与价格影响，2021 年以来主产品黄金产量下降较多，白银价格上涨较多，贵金属冶炼收入总体有所下降；但在电解铜产量增加及价格上涨较多的情况下，营业总收入有所增加。冶炼业务受商业模式限制，其毛利润水平主要体现在规模效应方面，毛利率的一般性波动主要来源于原材料与产成品的价格基数水平。除常规冶炼利润外，黄金冶炼中公司自产矿石、电解铜冶炼中的副产品硫酸价格的上涨及稀有金属的冶炼可贡献超额毛利润。2021 年营业毛利率水平和经营性业务利润总体有所上升。公司对有色金属进行套期保值，公允价值变动损益和投资收益等科目变动较大。2022 年上半年黄金产品受低毛利率的合质金产品产销量增加影响毛利率有所降低，但受益于硫酸价格大幅提升，当期营业毛利率同比基本持平。同期受黄金价格下降影响，公司计提较大规模存货跌价损失及合同履约成本减值损失，对利润水平形成一定侵蚀。整体来看，非经常性损益对利润水平有一定影响，公司整体利润率水平一般。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2019		2020		2021		2022.1-6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
分行业								
贵金属冶炼	130.21	11.33	204.54	7.50	187.92	4.26	109.88	3.96
有色金属冶炼	71.04	1.54	78.52	2.32	136.32	5.33	74.37	4.60
有色金属贸易	28.19	0.10	55.85	0.26	64.09	0.71	22.96	-0.04
化工生产	3.47	-64.12	3.69	-19.72	7.83	33.44	5.26	41.88
矿粉销售	33.28	3.72	9.36	5.30	9.48	3.24	0.24	1.42
其他业务	19.17	4.82	8.57	0.62	8.18	26.20	1.70	60.03
分产品								
黄金	109.54	11.24	173.25	6.18	147.04	3.73	89.51	3.06
白银	20.53	11.81	31.20	14.61	40.56	5.46	20.09	6.74
电解铜	53.03	-1.37	63.36	0.66	120.11	3.93	63.68	2.59
硫酸	1.44	-165.57	0.88	-104.41	4.71	45.81	3.52	55.84
磷铵及其他化肥	2.03	7.70	2.82	6.64	3.11	14.71	1.74	13.73
铅	13.39	4.96	12.12	8.00	11.94	8.32	7.25	3.33
锌、镉、铋、碲等金属	4.76	22.49	3.14	16.30	4.59	40.68	3.71	48.29
矿粉销售	33.28	3.72	9.36	5.30	9.48	3.24	0.24	1.42
有色金属销售	28.19	0.10	55.85	0.26	64.09	0.71	22.96	-0.04
其他业务	19.17	4.82	8.57	0.62	8.18	26.20	1.70	60.03
营业总收入/营业毛利率	285.36	5.52	360.53	4.75	413.83	5.03	214.42	5.12

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-6
期间费用合计	10.24	9.30	11.55	5.02
期间费用率	3.59%	2.58%	2.79%	2.34%
经营性业务利润	5.34	7.58	8.46	5.44
资产减值损失	-0.47	-1.90	-1.88	-2.49
信用减值损失	0.04	-0.15	-0.08	0.01
公允价值变动收益	-1.47	1.38	0.27	0.35
投资收益	0.46	-2.15	-1.45	0.06
利润总额	3.50	4.21	4.93	3.14
净利润	2.90	3.65	4.27	2.55
总资产收益率	4.72%	4.83%	4.79%	--

注：减值损失负值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量



随着经营规模扩大、有色金属价格整体上涨以及外购原材料增加，公司经营性资产和负债规模均有所扩大，杠杆水平有所增加。

近年来随着公司完成定向增发及新增部分借款，总资产规模有所上升。公司主要经营活动体现为生产过程中的原材料采购、生产及销售；近年来投资活动较少，故主要资产体现为货币资金、预付采购款、存货及冶炼厂对应的固定资产，固定资产账面价值随折旧逐年减少。资产的变化主要为存货、货币资金、应收款项以及预付款项等经营性资产之间的流转，随着经营规模扩大和有色金属价格的提高，采购、生产、销售过程中所需的流转资金有所增加，亦形成一定的资金占用。依靠外部融资，公司经营性资产总体规模有所上升，2022 年以来融资规模的增加及经营获现能力的好转令 6 月末货币资金增加。同时，由于公司境外原材料采购规模较大，开立信用证使得票据保证金等受限货币资金规模较大，对流动性产生一定影响；但产成品销售顺畅，2021~2022 年 6 月末存货稳中有降。

定增的完成使得 2020 年末负债规模有所下降，但后续融资需求增加使得负债规模仍有所增长。公司负债结构以短期为主，其中银行短期借款居多。江西铜业控股后带来的公司信用资质提升使得公司增加银行间市场融资通道，长期信用借款及债券融资均有所增加。2021 年以来，公司经营周期内负债规模有一定幅度增加，经营周期结束归还部分负债，负债余额有所增加，无较大的净偿付需求。此外，公司有部分因采矿权出让金形成的长期应付款，有一定摊销需求。

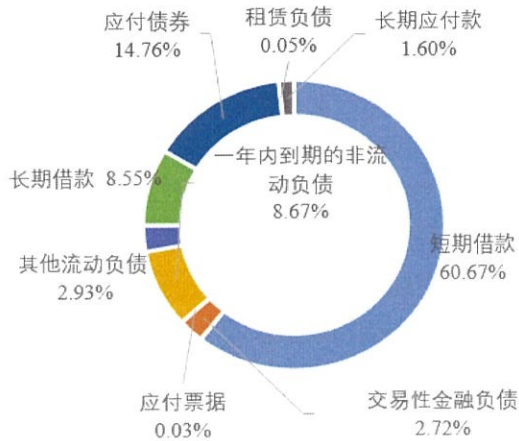
权益结构方面，定向增发完成使得权益规模大幅增加，资本结构有所改善。2021 年以来归属于母公司股东净利润的结余使得所有者权益小幅增长，股利支付水平较低。受负债规模增加影响，公司杠杆比率有所上升。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	17.16	26.81	35.96	55.37
存货	74.18	87.06	87.79	74.88
固定资产	45.19	42.85	40.45	38.43
资产总计	161.41	178.88	194.12	209.49
短期借款	60.24	67.06	79.82	62.91
应付账款	18.99	16.14	13.92	16.58
长期借款	0.06	2.24	5.09	8.87
应付债券	0.00	0.00	5.05	15.30
负债合计	114.91	104.06	116.39	129.63
所有者权益合计	46.50	74.82	77.73	79.86
资产负债率	71.19%	58.18%	59.96%	61.88%
总资本化比率	65.01%	50.87%	54.72%	56.49%

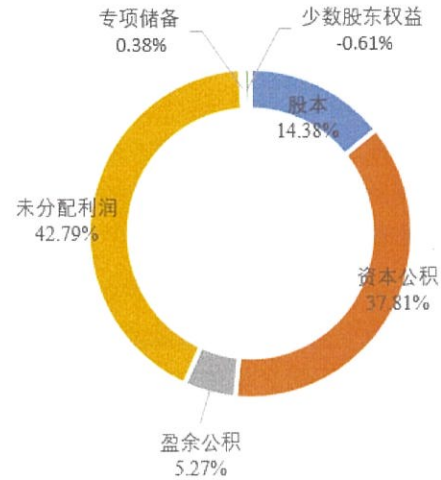
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年 6 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

经营活动净现金流波动较大，公司近年来保持了持续的对外融资，经营活动带来的边际偿付能力变化并不明显，公司面临一定短债压力。

近年来利润逐年上升但规模有限，受存货及经营性应收应付规模变化影响，经营活动净现金流波动较大。投资方面，公司固定资产投资支出较为稳定，2021 年受股权投资影响，当期投资活动现金净流出有所增加。公司经营流动性需求仍有待补充，筹资活动现金持续呈净流入状态。2022 年上半年经营活动净现金流大幅增加，主要系公司加快库存周转所致。

近年来公司债务总体有所增长，债务主要以短期银行借款为主，短期债务占比较高，但受益于非受限货币资金的增加，其对短期债务的覆盖能力有所优化。2021 年公司逐步开展银行间市场债务融资，债务偿付期限有所延长，债务平均成本有所下降。商业模式属性存在的利润弹性不足的特征使其通过经营大幅改善流动性的能力有限，边际偿付能力趋势性变化并不明显。未来公司对外筹资额度主要基于有色金属价格的整体变动以及矿山投资的需求，畅通的融资渠道能对公司偿债能力提供有力支持。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.6
经营活动产生的现金流量净额	5.16	1.94	4.74	14.90
投资活动产生的现金流量净额	-6.19	-8.81	-11.45	-2.66
筹资活动产生的现金流量净额	2.06	17.71	14.92	8.81
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	1.39	0.56	1.31	7.09*
FFO/总债务	0.11	0.17	0.14	--
总债务/EBITDA	6.61	5.65	6.47	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.51	3.97	4.02	--
非受限货币资金/短期债务	0.04	0.19	0.27	0.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年 6 月末，公司共有 17.05 亿元所有权受限资产，占当期末总资产的 8.14%。受限资产主要为因信用证保证金及承兑汇票保证金受限的货币资金，共计 11.59 亿元，占当期末货币资金的 20.93%。同期末江西铜业持有公司股份无质押。

截至 2022 年 6 月末，公司不存在对外担保；同期末，公司为若干诉讼事项的被告人，但整体涉诉金额较小，对公司财务状况或经营业绩影响有限。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2022 年 7 月 5 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设⁴

假设

——2022 年，恒邦股份产量小幅回升，黄金价格平稳小幅上升，铜价上升较多，原材料成本小幅上升

——2022 年，恒邦股份在建项目投资规模预计在 6~8 亿元

——2022 年，恒邦股份债务规模增加约 10 亿元，长期债务占比有所增加

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率(%)	50.87	54.72	55.96~58.21
总债务/EBITDA(X)	5.65	6.47	6.53~7.59

其他调整因素

流动性评估

中诚信国际认为，恒邦股份未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖

公司经营获现能力偏弱，受到存货及经营性应收应付变化影响有所波动，不过公司非受限货币资金有一定储备，未使用授信充足。截至 2022 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 277.14 亿元，其中尚未使用额度为 141.63 亿元，备用流动性均较充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，公司 2021 年以来重启债券市场发行渠道，中期票据尚未使用额度 15 亿元，且债券发行利率尚可。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及项目建设支出，2022 年在建项目投资支出在 10 亿元以下，2023~2024 年虽支出超过 20 亿元，但有望通过可转债获得融资。债务本息偿还方面，2019~2021

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出在 3~4 亿元左右，待偿债务有望得以接续。公司债务结构逐步优化，未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖。

表 11：截至 2022 年 6 月末公司债务到期分布情况（万元）

	一年内到期	1~3 年
银行融资	727,652.01	88,690.77
公开债务	30,410.30	153,000.00
其他	15,822.13	16,613.94
合计	773,884.44	258,304.71

注：上述口径为债务全口径，未考虑票据保证金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，但内部控制仍有待提升，整体来看公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为开采、冶炼加工类企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及开采、冶炼加工对生态环境产生损害的问题。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。环保投入主要为环保设备投入，2021 年公司安全生产投入大幅增加主要系省内非煤矿山整改相关隐患治理及安全防护用品等投入增加所致。2021 年度公司没有发生环境污染事故及其它环保违法违规行，也未受到生态环境部门的行政处罚。

表 12：近年来公司安全、环保资金投入情况（万元）

	2019	2020	2021	2022.1~6
安全生产投入	2,801.90	2,534.34	8,977.81	2,956.22
环境保护投入	27,269.09	20,690.74	19,337.46	9,864.24
合计	30,070.99	23,225.08	28,315.27	12,820.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司第九届董事会董事长黄小平于 2021 年 4 月因工作关系原因辞职，后经公司第九届董事会第十次会议选举，黄汝清先生成为公司董事长，黄汝清先生拥有公司控股股东江西铜业系统任职经历。2020 年 5 月，公司与关联方烟台恒邦房地产开发有限公司办理完成了金帝御景小区 1 号楼房屋不动产权证书过户手续，交易金额占公司 2019 年经审计净资产的 1.76%，但公司未就上述关联交易及时履行相应的审议和信息披露义务。2021 年 6 月，公司收到中国证券监督管理委员会山东监管局印发的《关于对山东恒邦冶炼股份有限公司及黄小平、曲胜利、夏晓波采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕20 号）。同时，公司也收到深圳证券交易所监管函。中诚信国际将对企业公司治理规范性的提升保持关注。战略方面，公司未来发展方向仍围绕黄金主业进行，横向扩张及纵向延伸，做大做强主业，成为国际一流的贵金属冶炼企业。公司将依托黄金冶炼核心技术优势，以提升杂矿处理能力为目标，实现对金、银等贵金属和铜、锌、铋、锑、碲、硒等有价值元素的综合回收，提升公司的经济效益。同时，依托公司已有稀散金属产品，延伸产业链，开拓高端材料制造领域，重点开展高纯材料产业发展，布局高纯砷、锑、铋、碲及其相关的高纯化合物，使企业向高端制造业迈进。



外部支持

作为江铜集团黄金业务上市平台，公司在其内部具有一定战略地位，能获得控股股东在资源整合和资金等方面的有力支持

江西铜业是江西省铜产业发展的核心企业，是国内最大的综合性铜生产加工企业，规模优势显著，自身经营实力较强，对下属子公司的支持能力很强。公司在江西铜业及江西铜业集团有限公司（以下简称“江铜集团”）内部有一定的战略地位，是其黄金业务发展的平台。江西铜业收购公司控制权时，承诺将以公司作为江铜黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金资产注入上市公司，规范与公司存在的同业竞争，为公司的发展提供支持。公司未来也会借助控股股东在资源整合方面的支持，加快优质黄金矿产资源的收购，拓宽资源控制渠道，增加黄金资源储量及自给原料比重，增强风险抵抗能力，增加企业经济效益。资金支持方面，江铜财务公司提供给公司授信额度 30 亿元，截至 2022 年 6 月末已使用 21.92 亿元。2020 年 9 月，江西铜业认购公司增发 2.38 亿股股份，募集资金净额 24.89 亿元，公司流动性及资本实力进一步增强。此外，依托于江铜集团的信用实力，公司获得的银行授信额度大幅增加，融资渠道进一步畅通。

综上，公司可在外部支持评级中调升 2 个子集。

同行业比较

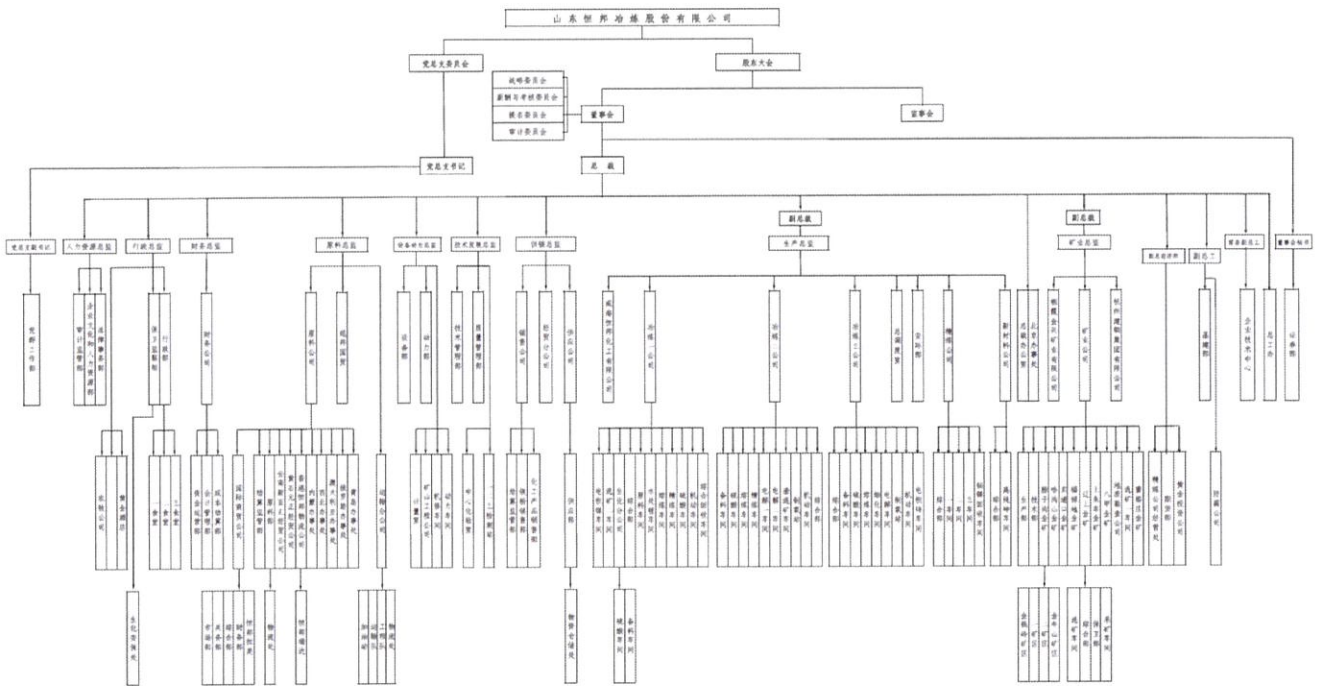
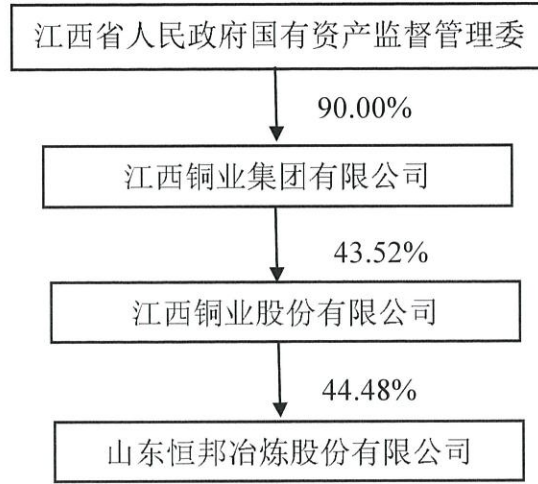
中诚信国际选取了江西铜业、西部矿业、中金岭南、锡业股份为恒邦股份的可比公司，上述企业中江西铜业和西部矿业均从事黄金或/及铜相关业务，在业务和财务方面均具有可比性，中金岭南和锡业股份与恒邦股份从事的金属品种有差异，但在整体规模和体量上有一定可比性。

中诚信国际认为，作为以冶炼加工为主的企业，恒邦股份在黄金和铜资源量与可比企业仍存在较大差异，辽上金矿开发完成并持续贡献产量后有望提升公司资源储量，但其进度仍存在不确定性。由于其冶炼产销量规模在行业内处于较好水平，可与中游企业拉开差距，不过冶炼企业整体仍面临较为激烈的市场竞争，公司可通过技术和工艺流程优势等为产品提供一定附加值，整体来看行业地位较优。业务多样性方面，与单一黄金企业相比，公司贵金属和有色金属结合且延伸至下游化工产业链，可以抵御一部分价格波动风险，在 2021 年以来黄金价格震荡下行的情况下，可依靠铜价和硫酸价格上升获取利润。成本控制方面，公司加大矿山直采力度，与主要矿山签订长单协议，加强渠道控制力，但前五大供应商占比不高，与自给率高的西部矿业、锡业股份等在成本控制能力上仍有差距，且江西铜业冶炼规模优势带来的成本下降作用更为明显，公司成本控制能力有待提升。公司杠杆水平在可比企业中处于中等偏高位置，主要系价格上升带来的周转压力及项目投入资金需求提升所致。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东恒邦冶炼股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“山东恒邦冶炼股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：山东恒邦冶炼股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



注：2022 年 3 月 25 日，江铜集团发布《江西铜业集团有限公司控股股东拟发生变更的公告》（以下简称“公告”）称，经江西省人民政府同意，拟将江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）持有的江铜集团 90% 股权无偿划转至江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”），江西国控系江西省国资委下属江西省级国有资本运营平台。划转完成后，江铜集团的控股股东由江西省国资委变更为江西国控，江铜集团实际控制人仍为江西省国资委；公司控股股东仍为江西铜业，实际控制人仍为江西省国资委。江铜集团对江西铜业持股比例为截至 2022 年 3 月末。

资料来源：公司提供



附二：山东恒邦冶炼股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	171,613.97	268,133.93	359,615.23	553,745.18
应收账款	7,555.43	4,735.88	2,133.27	2,972.52
其他应收款	40,634.42	48,512.11	84,191.89	78,235.78
存货净额	741,800.44	870,622.33	877,927.89	748,761.41
长期投资	3,611.87	3,612.39	37,691.51	39,085.41
固定资产	451,938.02	428,492.19	404,549.48	384,311.88
在建工程	17,620.60	33,065.67	27,962.12	32,455.68
无形资产	35,965.67	75,154.89	65,713.54	65,282.87
资产总计	1,614,079.42	1,788,803.66	1,941,193.26	2,094,939.47
其他应付款	11,341.08	8,814.72	13,162.59	12,895.28
短期债务	825,176.25	735,830.04	837,271.54	777,998.94
长期债务	38,910.02	38,969.53	102,172.61	258,874.61
总债务	864,086.27	774,799.57	939,444.15	1,036,873.54
净债务	828,724.69	632,259.06	717,178.77	599,034.75
负债合计	1,149,081.69	1,040,647.47	1,163,862.02	1,296,315.93
所有者权益合计	464,997.73	748,156.19	777,331.24	798,623.54
利息支出	37,266.71	34,551.23	36,161.01	--
营业总收入	2,853,607.76	3,605,311.04	4,138,287.85	2,144,167.02
经营性业务利润	53,373.44	75,837.49	84,567.73	54,372.30
投资收益	4,647.16	-21,521.27	-14,500.66	595.91
净利润	29,043.53	36,475.94	42,652.17	25,517.48
EBIT	76,261.33	82,168.40	89,325.00	--
EBITDA	130,642.01	137,209.51	145,209.38	--
经营活动产生的现金流量净额	51,621.89	19,350.65	47,358.80	148,958.77
投资活动产生的现金流量净额	-61,885.59	-88,109.79	-114,472.25	-26,582.91
筹资活动产生的现金流量净额	20,572.31	177,109.64	149,182.87	88,124.30
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率(%)	5.52	4.75	5.03	5.12
期间费用率(%)	3.59	2.58	2.79	2.34
EBIT 利润率(%)	2.67	2.28	2.16	--
总资产收益率(%)	4.72	4.83	4.79	--
流动比率(X)	0.99	1.29	1.37	1.57
速动比率(X)	0.31	0.38	0.50	0.81
存货周转率(X)	4.23	4.26	4.50	5.00*
应收账款周转率(X)	394.48	586.64	1,204.89	1,679.79*
资产负债率(%)	71.19	58.18	59.96	61.88
总资本化比率(%)	65.01	50.87	54.72	56.49
短期债务/总债务(%)	95.50	94.97	89.12	75.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.02	-0.02	0.01	0.25*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.02	-0.02	0.01	0.33*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	1.39	0.56	1.31	--
总债务/EBITDA(X)	6.61	5.65	6.47	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.19	0.17	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.51	3.97	4.02	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	2.05	2.38	2.47	--
FFO/总债务(X)	0.11	0.17	0.14	--

注：1、2022 年半年报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标计算公式

	指标	计算公式
	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
盈利能力	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



附四：信用等级的符号及定义

基础信用评估等级符号	含义
aaa	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	无外部特殊支持下，受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除aaa级，ccc级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2]基础信用评估：通过分999受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号银河SOHO5号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn

编号: I 03322199



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

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



此件与原件一致,仅限山东恒邦
 冶炼股份有限公司公开发行前
 转换公司债券信用评级报告使
 用,再次复印无效。



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

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

此件与原件一致，仅限山东恒邦冶炼股份有限公司公开发行的信用评级报告使用，再次复印无效。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



霍飞, 证件号码:642222199407060015, 于2019年12月01日参加金融市场基础知识
考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201912110000110627830110
000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



霍飞, 证件号码:642222199407060015, 于2019年12月01日参加证券市场基本法律
法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201912110000113805040110
000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



霍飞, 证件号码:642222199407060015, 于2020年09月13日发布证券研究报告业务考试, 成绩合格。



20200913010011619580030100

* 详细信息在中国证券业协会网站www.sac.net.cn

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



吕卓林, 证件号码:14020319900903762X, 于2016年05月21日证券市场基本法律法规考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

20160511000038333440110000

2016年05月21日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



吕卓林, 证件号码:14020319900903762X, 于2016年05月21日金融市场基础知识考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

20160511000039245730110000

2016年05月21日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



吕卓林, 证件号码:14020319900903762X, 于2020年11月29日发布证券研究
报告业务考试, 成绩合格



*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核对信息

202012120000116901080120000

2020年11月29日

