



# 山东恒邦冶炼股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0263 号

---

## 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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 24 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	山东恒邦冶炼股份有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“恒邦转债”	AA <sup>+</sup>
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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，有色金属冶炼及多种有价元素回收可对收入、利润形成补充，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有色金属价格普遍上涨使得公司流动性需求上升，公司化工生产板块经营产生亏损，毛利率水平下降，资本开支规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>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><b>可能触发评级下调因素：</b>杠杆比率持续上升；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>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 有色金属冶炼及多种有价元素回收可对收入、利润形成补充</li> <li>■ 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</li> <li>■ 银行可使用授信充足，A股上市公司，融资渠道畅通</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 有色金属市场价格普遍上涨使得公司流动性需求增加</li> <li>■ 硫酸价格大幅下降使得化工生产板块经营产生亏损，公司毛利率水平下降</li> <li>■ 资本开支规模较大</li> </ul>		

项目负责人：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn  
项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

恒邦股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	194.12	198.77	219.01	241.07
所有者权益合计（亿元）	77.73	81.93	91.78	93.22
负债合计（亿元）	116.39	116.84	127.23	147.85
总债务（亿元）	93.94	86.57	98.37	112.50
营业总收入（亿元）	413.83	500.47	655.77	208.08
净利润（亿元）	4.27	4.66	4.87	1.37
EBIT（亿元）	8.93	10.10	8.61	--
EBITDA（亿元）	14.52	15.58	13.98	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.74	15.64	10.32	12.66
营业毛利率(%)	5.03	3.76	2.72	2.71
总资产收益率(%)	4.60	5.14	4.12	--
EBIT 利润率(%)	2.16	2.02	1.31	--
资产负债率(%)	59.96	58.78	58.10	61.33
总资本化比率(%)	54.72	51.38	51.73	54.69
总债务/EBITDA(X)	6.47	5.56	7.04	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	4.04	4.25	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.15	0.12	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
中金岭南	430.25	60.22	656.47	10.40	15.71
恒邦股份	219.01	58.10	655.77	4.87	10.32

中诚信国际认为，与同行业相比，恒邦股份矿山资源储备有限，成本控制能力较弱使得盈利水平低于可比企业，但整体杠杆水平略优于可比企业。

注：“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。

资料来源：中诚信国际整理

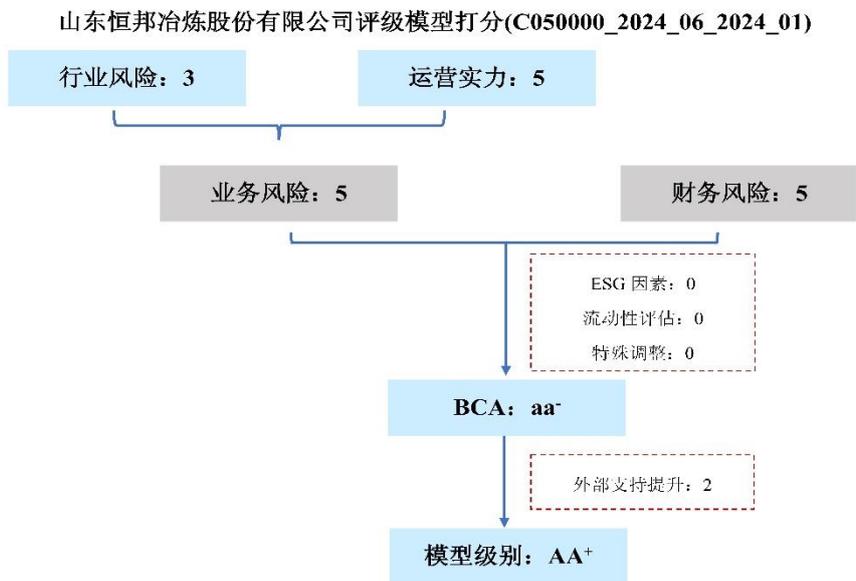
## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
恒邦转债	AA+	AA+	2023/07/28 至本 报告出具日	31.596/31.60	2023/06/12~2029/06/11	转股价格修正条款、回售条款、赎回条款

注：债券余额为截至 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
恒邦股份	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/07/28 至本报告出具日

## ● 评级模型



### 注:

**调整项:** 本期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司控股股东江西铜业股份有限公司（以下简称“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。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。公司未来将借助控股股东在资源整合及资金等方面的支持，加快优质黄金矿产资源的收购，增加黄金资源储量，拓宽资源控制渠道，增强抗风险能力。外部支持调升 2 个等级。

**方法论:** 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000\_2024\_06

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

2023 年风险事件的发生以及央行购金使得黄金在较高的利率环境中仍有所上升；2024 年随着降息预期的加强及海外主要经济体经济数据下行，黄金价格加速上涨。

2023 年以来，美国通胀有所下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。2023 年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长，未来若黄金需求端进一步好转。

详见《中国黄金行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10950?type=1>

2023 年以来受经济实际运行情况与经济预期反复的影响，铜价整体呈弱势窄幅振荡走势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。海外主要经济体运行情况、利率政策及产生的预期对于铜价走势影响有待持续关注。

2023 年 SHFE 铜与 LME 总体走势基本相同，总体呈振荡趋势，但振幅较 2022 年有所收窄，走势整体偏弱，无较为明显的单调趋势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。同时，部分行业以及未来潜在的政策托底使得下行风险有限。海外央行的下一步利率政策、经济运行情况及未来所产生的宏观经济风险对铜行业需求产生的影响及对交易市场行为产生的影响仍有待观察。2024 年铜价边际变化影响将主要来源于中国铜需求，海外宏观经济情况和预期的变化情况，铜矿供给的扰动以及市场交易行为等。

详见《中国铜行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10958?type=1>

中诚信国际认为，公司战略方向明确，以黄金冶炼为主业，具备一定的冶炼规模优势，同时有色元素回收及冶炼副产品可带来一定的附加经济价值；公司通过较高的综合回收率，可实现有限利润空间内的成本控制。2023 年以来，黄金产品产销量均有所提升，需关注在建项目进展情况。

2023 年以来公司产权结构无较大变化，以江西铜业为主导的董事会成员发生部分变动，战略方向明确。

截至 2024 年 3 月末，江西铜业持有公司 44.48% 股份，是公司的控股股东，江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）为公司实际控制人。烟台恒邦集团有限公司（以下简

称“恒邦集团”)及王德宁位列二、三大股东,持股比例分别为 5.89%和 2.06%。

公司第九届董事会由 9 名董事组成,其中 3 名独立董事,6 名董事中,4 名具有江西铜业系统工作背景。2023 年包括董事长在内的 3 名董事因工作调整原因离任,由 3 名具有相似背景的董事接任。监事会及高级管理人员无变动。

2023 年,公司合并范围未发生变更。公司依旧以母公司、分公司的架构开展贵金属冶炼、矿产资源开发、高新材料研发及生产等业务。

战略方面,在业务布局上,公司将围绕黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、高新材料研发与生产等主营业务,依托公司黄金冶炼核心技术优势和不断增加的黄金资源储备。在产品方向上,公司在做强黄金、白银等品种的同时,着力延伸产业链条,依托已有稀散小金属,开拓高端材料制造领域,生产高纯砷、铋、铊、碲及其相关的高纯化合物。

**2023 年以来公司资源开发工作持续投入,控股股东黄金资产有待注入。公司以黄金冶炼为主业,有价元素回收和冶炼副产品销售等可带来一定经济价值。冶炼产能规模较大,保持了一定的行业地位。2023 年,随着黄金冶炼产能的扩大,黄金产品产销量均有所提升。**

截至 2023 年末,公司拥有的矿山已查明金资源储量 150.38 吨,其中主力的辽上金矿保有黄金储量为 77.14 吨。辽上金矿扩界、扩能采选项目关键手续均已获批,矿山建设规模为 90 万吨/年,将于 2026 年投产,2023 年实现投入 8,000 余万元。此外,控股股东江西铜业向公司注入黄金资产事项正在推进<sup>1</sup>。

公司业务为黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、有色金属冶炼、高新材料研发与生产及有色金属全球贸易等,形成了地质勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼和深加工一体化的经营模式。公司围绕黄金冶炼及有色金属综合利用主线,建设了 3 套火法冶金系统生产线<sup>2</sup>,2023 年,公司对现有的三套火法冶金系统进行技术改造的同时对精炼系统进行了工艺优化调整,黄金冶炼产能大幅提升。截至 2023 年末,公司已具备年产黄金 98.33 吨、白银 1,000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力,并可综合回收铋白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。

作为国家重点黄金冶炼企业之一,公司已经形成了一定的规模化经营能力,且复杂金精矿的处理优势以及较高的金属综合回收率有助于实现有限利润空间内的成本控制。受益于黄金冶炼产能的提升,2023 年黄金产量大幅增长;黄金价格的上涨使得公司黄金产品销售均价大幅提升。电解铜及附产的硫酸产量同比变化不大,但受化工行业市场影响,硫酸需贴价销售。小金属冶炼方面,多种有价元素综合利用率亦进一步提高,当期铋、碲等产品产量大幅提升,但当期产品原材料成本的增加压缩其盈利空间。2024 年一季度,黄金产量同比大幅增加,销售均价亦进一步提升。

<sup>1</sup> 2024 年 4 月,山东监管局就控股股东江西铜业未在承诺期限内完成向公司转让黄金权益的工作从而避免同业竞争下达的《关于对江西铜业股份有限公司采取责令改正措施的决定》,责令江西铜业限期整改。江西铜业将按照监管要求,积极推进承诺事项的履行。

<sup>2</sup> 包括富氧底吹熔炼造钨捕金+熔炼烟气骤冷收砷系统、富氧底吹熔炼+粉煤底吹直接还原系统、富氧侧吹熔炼系统。

表 1：公司产品产销量情况

产品	2021		2022		2023		2024.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
黄金（吨）	39.60	39.13	46.76	46.23	73.88	73.81	23.42	24.24
白银（吨）	757.20	802.47	825.53	816.38	952.47	903.47	213.12	246.81
电解铜（万吨）	19.48	27.23	20.02	39.20	20.30	39.49	5.01	10.10
铅（万吨）	8.69	9.24	11.12	17.25	9.59	9.05	2.54	4.87
硫酸（万吨）	137.47	121.49	135.23	118.53	132.20	131.35	32.50	31.95
磷铵（万吨）	6.30	7.36	5.69	5.69	0.00	0.33	2.48	1.32

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；电解铜销量包含贸易业务部分。受子公司威海恒邦矿冶发展有限公司含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目建设，磷铵及其他化肥产品 2023 年停产，2024 年磷铵产线已恢复生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司产品销售均价情况

产品	2021	2022	2023	2024.1~3
黄金（元/克）	375.80	386.10	449.50	485.80
白银（元/克）	5.05	4.52	5.09	5.34
电解铜（元/吨）	60,170	58,441	60,222	61,108
硫酸（元/吨）	388	388	85	67
磷铵（元/吨）	3,003	3,161	3,503	3,365
铅（元/吨）	13,259	13,368	13,730	14,093

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在保障公司原材料供应的同时，公司积极开展有色金属贸易业务，主要经营品种为黄金、白银、铜、铅等。公司海外原材料采购，矿山直接采购和贸易商采购相结合的模式。随着国际化采购渠道布局的初步完成，公司未来将继续扩大向海外矿山企业的直接采购规模，增强对原材料渠道的控制能力，进一步降低采购成本。贸易业务增加了公司的周转，同时需要较高的流动性支持，但对利润的贡献有限。

**在建项目总投资金额较大，2024 年存在一定资本开支压力。**

公司围绕主业开展多项在建项目，截至 2024 年 3 月末，公司在建工程项目总投资 84.10 亿元，已完成投入 16.35 亿元。复杂金精矿多元素综合回收项目为新建一套年产 20 万吨阴极铜电解系统。威海恒邦化工含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目，建成后具备年处理 45 万吨含金多金属矿能力，同时搭配处理 2 万吨外购粗铜。目前公司新建项目较多，未来随着精炼公司稀贵金属扩能项目和复杂金精矿多元素综合回收项目等多项在建项目的建设、实施，公司黄金、铜冶炼产能规模将进一步提升。公司主要在建项目均已开工建设且项目总投资较大，2024 年仍有一定的资本支出压力。

表 3：截至 2024 年 3 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 2024.3 已投	2024.4~12	2025	
辽上金矿扩界、扩能采选建设工程	2016.1~2026.12	120,121.00	11,909.60	26,100.00	42,620.7	自筹
复杂金精矿多元素综合回收项目	2021.1~2025.12	427,003.00	38,141.41	143,520.00	245,341.59	自筹
精炼公司稀贵金属扩能（稀贵金属资源综合利用技术提升项目）	2021.1~2024.12	20,700.00	10,357.14	10,342.86	--	自筹
威海恒邦化工含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目	2022.7~2024.12	273,171.96	73,101.11	200,070.85	--	可转债

井巷工程	--	--	9,237.24	--	--	自筹
其他	--	--	20,704.61	2,9413.00	--	自筹
<b>总计</b>	--	<b>840,995.96</b>	<b>163,451.11</b>	<b>409,446.71</b>	<b>287,962.29</b>	--

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，2023 年以来受益于贵金属产品产销量及价格上升，公司收入规模有所增加；化工板块亏损冲抵使得利润增幅有限；公司发行可转换公司债券，资本结构优化。经营活动现金保持流入，多重外部融资渠道对偿债形成有效支持。

### 盈利能力

2023 年在贵金属黄金、白银产销量及价格上升的带动下，营业总收入大幅增加；但硫酸价格大幅下降使得化工板块经营产生亏损，使得当期营业毛利率水平同比有所下降，毛利润规模略有减少。期间费用整体持平，其中研发投入及员工薪酬支出有所增加，但融资成本的优化使得财务费用有所减少。增值税加计扣除产生一定其他收益；商品期货合约产生的已平仓收益及未平仓收益同比变化不大，但对利润产生负向贡献；公司对部分存货进行了减值准备的计提。整体来看，营业总成本扣除主营业务外的成本基本保持稳定。营业外损益中，当期非流动资产报废损失有所减少。整体来看，2023 年实现净利润 4.87 亿元，同比增长 4.70%，绝对增幅及相对增幅均较为有限。2024 年一季度，经营规模的扩大以及黄金价格持续上涨推动当期营业总收入同比增长 24.98%。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>分行业</b>								
贵金属冶炼	187.92	4.26	215.94	3.60	378.02	2.72	130.91	2.23
有色金属冶炼	136.32	5.33	140.28	5.41	139.90	5.36	36.31	7.18
有色金属贸易	64.09	0.71	132.35	0.07	130.46	0.13	39.00	0.18
化工生产	7.83	33.44	7.62	25.64	1.35	-120.61	0.65	-49.53
矿粉销售	9.48	3.24	0.72	7.25	2.30	4.33	0.47	1.99
其他业务	8.18	26.20	3.57	32.49	3.74	38.05	4.83	47.34
<b>分产品</b>								
黄金	147.04	3.73	178.50	2.46	331.78	1.87	117.74	1.61
白银	40.56	5.46	36.93	7.84	46.02	8.40	13.18	7.84
电解铜	120.11	3.93	119.83	3.76	121.81	3.76	30.03	4.86
硫酸	4.71	45.81	4.60	38.19	1.11	-145.24	0.20	-155.58
磷铵及其他化肥	3.11	14.71	3.02	6.53	0.23	-3.51	0.45	-2.92
铅	11.94	8.32	14.89	4.73	12.16	6.40	4.49	6.45
锌、镉、铋、硒等金属	4.59	40.68	6.07	47.41	6.15	38.10	1.79	48.00
矿粉销售	9.48	3.24	0.72	7.25	2.30	4.33	0.47	1.99
有色金属销售	64.09	0.71	132.35	0.07	130.46	0.13	39.00	0.18
其他业务	8.18	26.20	3.57	32.49	3.74	38.05	0.73	47.34
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>413.83</b>	<b>5.03</b>	<b>500.47</b>	<b>3.76</b>	<b>655.77</b>	<b>2.72</b>	<b>208.08</b>	<b>2.71</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 资产质量

2023 年公司发行 31.60 亿元可转换公司债券，其中 4.71 亿元计入权益，资本结构有所优化，2023 年末公司资产负债率有所下降。负债方面，公司使用得到流动性补充的募集资金用于短期借款的净偿付，随着可转换公司债券的发行，非流动负债占比大幅上升。资产结构中，募集资金一部分投入项目建设推升 2023 年末在建工程，一部分用于补充流动性或尚未使用，货币资金规模整体有所上升。受黄金价格上涨影响，当期末存货库存商品价值有所增加，存货规模扩大形成一定资金占用，但公司加大存货管理力度，存货周转率得以提升。2024 年一季度以来，随着业务的开展及公司提前储备部分贷款，当期末经营性负债及有息债务规模均有所上升。

## 现金流及偿债情况

公司经营活动现金净流入规模下降主要受存货及净营运资本增加影响所致，但仍保持相当规模的净流入。随着多个在建项目的推进，当期投资活动现金支出规模较大，发行可转换公司债券使得筹资活动总体呈净流入状态。偿债指标方面，期末债务规模的上升使得 EBITDA 和 FFO 对总债务的覆盖能力均有所弱化，受益于利息支出的下降，EBITDA 对利息的保障能力小幅提升。但整体来看，公司总债务中包含约 31.60 亿元可转换公司债券，融资成本较低，且可转换公司债券具备一定的转股预期，公司实际债务偿付压力较为可控。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 358.20 亿元，其中尚未使用额度为 238.38 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司利用资金池对国内资金进行每日跟踪监测，资金管理制度较为完善。

表 5：近年来公司主要财务情况相关指标（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
研发费用	1.35	1.43	1.77	0.55
管理费用	6.42	4.69	5.30	1.15
财务费用	3.58	3.20	2.36	0.57
资产减值损失	-1.88	-1.03	-0.97	-0.18
公允价值变动收益	0.27	-0.53	0.27	-0.56
投资收益	-1.45	-0.33	-1.10	-0.77
净利润	4.27	4.66	4.87	1.37
货币资金	35.96	39.03	48.11	62.20
存货	87.79	90.03	93.09	93.81
固定资产	40.45	38.72	36.66	35.77
在建工程	2.80	2.22	12.78	16.35
资产总计	194.12	198.77	219.01	241.07
应付债券	5.05	15.00	42.15	32.40
负债合计	116.39	116.84	127.23	147.85
总债务	93.94	86.57	98.37	112.50
所有者权益合计	77.73	81.93	91.78	93.22
资产负债率	59.96	58.78	58.10	61.33
总资本化比率	54.72	51.38	51.73	54.69
经营活动净现金流	4.74	15.64	10.32	12.66
投资活动净现金流	-11.45	-6.17	-15.20	-7.69
筹资活动净现金流	14.92	-4.99	14.03	9.96
总债务/EBITDA	6.47	5.56	7.04	--
EBITDA 利息保障倍数	4.02	4.04	4.25	--
FFO/总债务	0.14	0.15	0.12	--
货币等价物/短期债务	0.27	0.45	0.83	1.17

注：资产减值损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 10.75 亿元，占当期末总资产的 4.46%。受限资产主要包括因信用证保证金及承兑汇票保证金受限的货币资金 10.69 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司不存在影响正常经营的重大未决诉讼，亦无对外担保。

**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，2021~2024 年 3 月末，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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2024 年，恒邦股份产能的释放带动金产量小幅上升，主要产品价格上涨。

——2024 年，恒邦股份在建及拟建项目持续推进，资本支出约为 40 亿元。

——2024 年，恒邦股份债务融资规模扩大。

### 预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	51.38	51.73	55.46~58.38
总债务/EBITDA(X)	5.56	7.04	7.70~8.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

**ESG<sup>4</sup>表现方面**，恒邦股份作为开采、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<sup>5</sup>，并积极履行社会责任；公司治理结构符合国家法律法规及章程规定，内控制度逐步完善，ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，恒邦股份经营获现能力较为稳定，未使用授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，债务融资工具发行顺畅。公司资金流出主要用于维持企业日常经营的运转、债务的还本付息以及投资扩产。整体看来，公司资金平衡能力较强，良好的银企关系及畅通的融资渠道有助于债务平稳续接，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

## 外部支持

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息做出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>4</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

<sup>5</sup> 2021~2023 年公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入分别为 2.83 亿元、2.67 亿元和 2.75 亿元。

公司作为省国资委下属产业投资公司有色金属平台，控股股东在战略发展、资源整合以及资金等方面可给予公司一定支持。

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，目前江西铜业已启动江西黄金权益转让的审计评估程序，同时继续推进石坞金矿权证取得工作，未来黄金资源储量的提升或将增加企业经济效益。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 2024 年 3 月末已使用 21.40 亿元。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且公开市场融资渠道畅通。

## 跟踪债券信用分析

“恒邦转债”募集资金总额为 31.60 亿元，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已合计使用募集资金 29.54 亿元，其中，直接投入募集资金项目募集资金 5.96 亿元、使用募集资金永久补充流动资金 9.40 亿元、使用闲置募集资金暂时补充流动资金 14.16 亿元，募集资金账户余额为 1.82 亿元（不含暂时补充流动资金金额）。截至目前，募集资金均已按用途使用，不存在未达到计划进度的募投项目或项目发生重大变化的情况。

“恒邦转债”设置赎回、回售以及转股价格向下修正条款<sup>6</sup>，2023 年 7 月，公司可转债正式在深交所上市，2023 年 12 月 18 日，公司可转债进入转股期，转股价格为 11.46 元/股。跟踪期内，恒邦股份股票价格未触发有条件赎回条款<sup>7</sup>，未到回售条款<sup>8</sup>的可执行时间，未来需持续关注公司 A 股股价变动对“恒邦转债”兑付和转股的影响。

## 评级结论

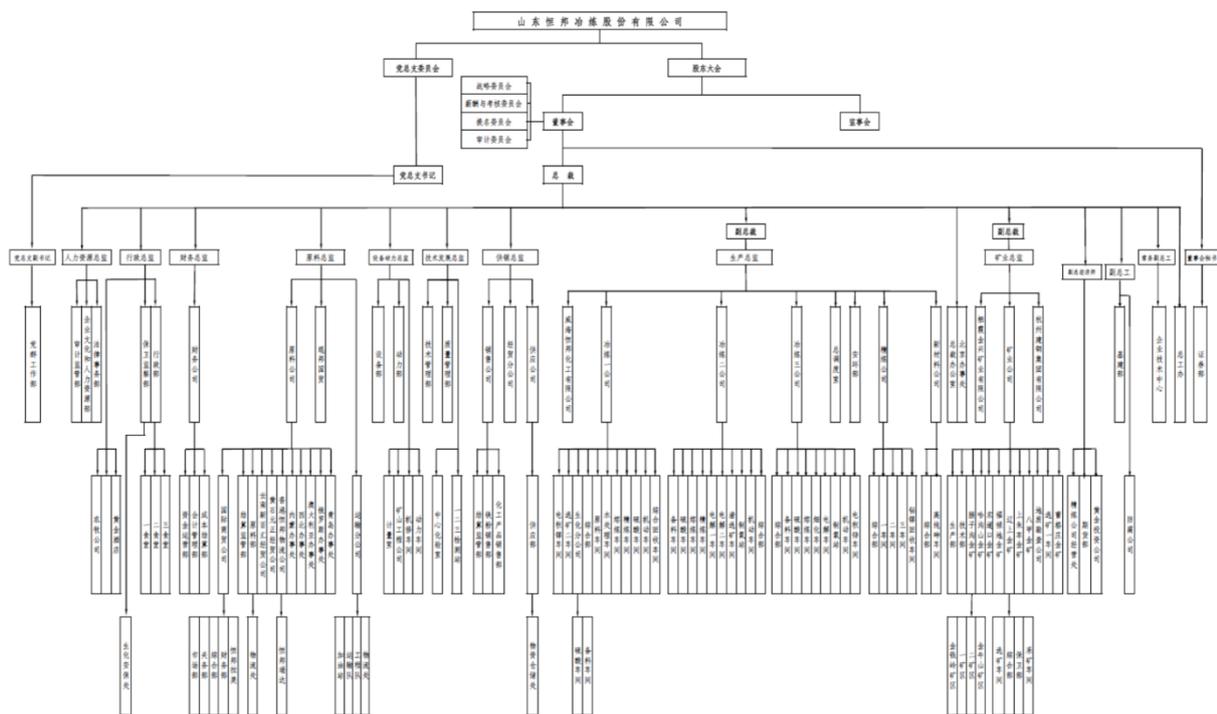
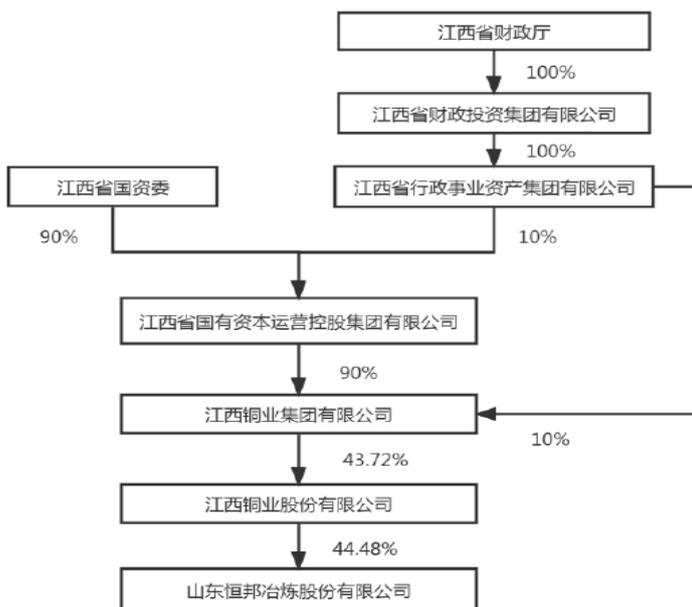
综上所述，中诚信国际维持山东恒邦冶炼股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“恒邦转债”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

<sup>6</sup> 即公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格 85%，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

<sup>7</sup> 在债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或是债券转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

<sup>8</sup> 在“恒邦转债”最后两个计息年度，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

## 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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	359,615.23	390,335.43	481,080.93	621,973.79
应收账款	2,133.27	1,105.98	420.85	1,256.29
其他应收款	84,191.89	112,259.35	97,228.45	135,810.64
存货	877,927.89	900,259.32	930,929.49	938,071.61
长期投资	37,691.51	38,182.25	42,555.27	42,327.34
固定资产	404,549.48	387,184.44	366,585.18	357,698.65
在建工程	27,962.12	22,246.68	127,762.21	163,451.11
无形资产	65,713.54	66,872.35	73,877.89	72,101.90
总资产	1,941,193.26	1,987,657.56	2,190,100.02	2,410,749.94
其他应付款	13,162.59	13,158.96	14,609.51	14,651.51
短期债务	837,271.54	603,109.02	440,882.64	531,056.92
长期债务	102,172.61	262,618.57	542,838.87	593,966.68
总债务	939,444.15	865,727.58	983,721.51	1,125,023.61
净债务	717,178.77	595,622.68	618,617.26	503,049.81
总负债	1,163,862.02	1,168,378.58	1,272,346.50	1,478,515.40
所有者权益合计	777,331.24	819,278.98	917,753.52	932,234.54
利息支出	36,161.01	38,562.70	32,881.18	--
营业总收入	4,138,287.85	5,004,677.68	6,557,704.20	2,080,752.34
经营性业务利润	84,567.73	82,590.08	74,183.95	30,788.74
投资收益	-14,500.66	-3,301.09	-10,965.30	-7,662.45
净利润	42,652.17	46,557.04	48,744.37	13,693.67
EBIT	89,325.00	101,000.60	86,123.86	--
EBITDA	145,209.38	155,771.28	139,818.81	--
经营活动产生现金净流量	47,358.80	156,427.01	103,211.35	126,627.61
投资活动产生现金净流量	-114,472.25	-61,720.69	-151,978.48	-76,852.32
筹资活动产生现金净流量	149,182.87	-49,866.16	140,328.63	99,626.72
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	5.03	3.76	2.72	2.71
期间费用率(%)	2.79	1.92	1.49	1.13
EBIT 利润率(%)	2.16	2.02	1.31	--
总资产收益率(%)	4.60	5.14	4.12	--
流动比率(X)	1.37	1.71	2.31	2.10
速动比率(X)	0.50	0.64	0.90	0.95
存货周转率(X)	4.48	5.42	6.97	8.66*
应收账款周转率(X)	1,939.88	3,090.03	8,590.00	9,925.26*
资产负债率(%)	59.96	58.78	58.10	61.33
总资本化比率(%)	54.72	51.38	51.73	54.69
短期债务/总债务(%)	89.12	69.66	44.82	47.20
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.01	0.14	0.08	--
经调整的经营净现金流/短期债务(X)	0.01	0.21	0.17	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.31	4.06	3.14	--
总债务/EBITDA(X)	6.47	5.56	7.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.26	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	4.04	4.25	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.47	2.62	2.62	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.15	0.12	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 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