



江西铜业股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司 债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20222879D-01

发行人	江西铜业股份有限公司
本期债项评级结果	江西铜业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） AAA
发行要素	拟发行金额为不超过 20 亿元（含 20 亿元），期限为 3 年，每年付息一次、到期一次还本。募集资金拟用于偿还有息债务及补充流动资金。
评级观点	中诚信国际肯定了江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”或“公司”）铜资源储量丰富、规模优势突出、产业链完整、行业地位显著、2021 年盈利及获现水平大幅提升以及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产品价格波动明显、短期债务占比较高、部分应收类款项账龄较长且坏账准备金额较大以及铜箔分拆上市事项存在一定不确定性等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
正面	
<ul style="list-style-type: none">■ 公司铜资源储量丰富，其所属德兴铜矿为国内最大露天开采铜矿山■ 作为国内最大的综合性铜生产企业，公司规模优势突出，产业链完整，主要产品产销量持续增长■ 受益于铜及硫酸价格高位运行，2021 年以来盈利及获现水平均大幅提升■ 银行可使用授信充足，A+H 上市公司，融资渠道畅通	
关注	
<ul style="list-style-type: none">■ 有色金属行业价格波动较大对公司盈利稳定性的影响■ 短期债务占比较高■ 部分应收类款项账龄较长、坏账准备金额较大■ 铜箔分拆上市事项存在不确定性	

项目负责人：周伊格 ygzhou@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

2022 年 9 月 2 日

财务概况

江西铜业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
资产总计（亿元）	1,349.14	1,408.82	1,610.35	1,839.63
所有者权益合计（亿元）	590.33	668.59	778.10	771.93
负债合计（亿元）	758.81	740.22	832.25	1,067.70
总债务（亿元）	587.20	565.52	617.94	821.36
营业总收入（亿元）	2,403.60	3,185.63	4,427.68	2,552.48
净利润（亿元）	21.78	24.44	59.14	37.35
EBIT（亿元）	50.75	53.39	93.90	--
EBITDA（亿元）	72.30	80.35	121.51	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	82.52	13.82	90.32	73.39
营业毛利率（%）	3.82	3.55	3.96	3.39
总资产收益率（%）	3.76	3.87	6.22	--
EBIT 利润率（%）	2.11	1.68	2.12	--
资产负债率（%）	56.24	52.54	51.68	58.04
总资本化比率（%）	49.87	45.82	44.26	51.55
总债务/EBITDA（X）	8.12	7.04	5.09	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.84	4.13	6.07	--
FFO/总债务（X）	0.10	0.13	0.18	--

注：1、中诚信国际根据江西铜业提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年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。

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。

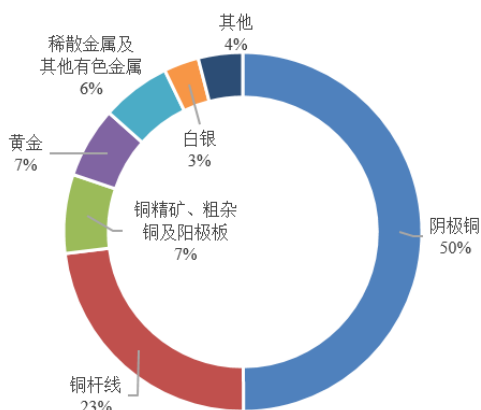
跟踪评级安排

- 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.ccxi.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

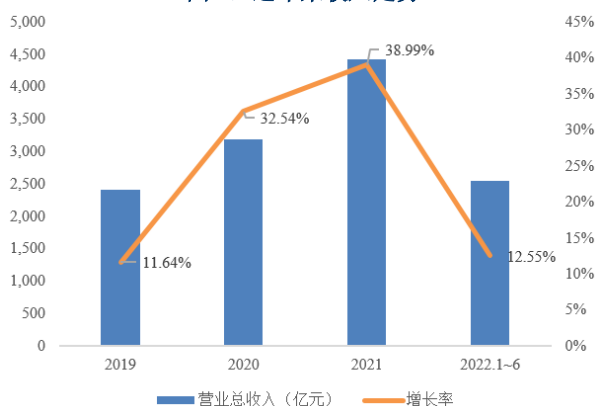
公司由江西铜业集团公司（以下简称“江铜集团”）与香港国际铜业（中国）投资有限公司、深圳宝恒（集团）股份有限公司、江西鑫新实业股份有限公司以及湖北三鑫金铜股份有限公司于 1997 年 1 月共同发起设立。1997 年 6 月 12 日，公司发行境外上市外资股 H 股在香港联合交易所和伦敦股票交易所同时上市交易；2002 年 1 月 11 日在上交所上市。目前生产及经营范围涉及有色金属、化工、金融、贸易等领域，主要产品涵盖阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆线等 50 多个品种，是我国最大的综合性铜生产企业，2021 年实现营业总收入 4,427.68 亿元。

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，公司实收资本为 34.63 亿元，江铜集团持有公司 43.72% 股权²，为公司控股股东；公司实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）。

表 1：截至 2021 年末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	总资产	净资产	营业总收入	净利润
山东恒邦冶炼股份有限公司	恒邦股份	44.48%	194.78	77.81	413.77	4.36
江西铜业（清远）有限公司	清远公司	100.00%	56.20	7.76	106.35	0.07
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	和鼎铜业	40.00%	83.03	26.74	274.05	5.20
江西省江铜铜箔科技股份有限公司 ³	江铜铜箔	70.19%	28.06	24.08	18.01	2.22
广州江铜铜材有限公司	广州江铜铜材	100.00%	85.68	9.98	392.57	0.29
江铜国际贸易有限公司	江铜国贸	59.05%	80.00	7.23	797.05	-3.03
江西铜业香港有限公司	江铜香港	100.00%	32.74	12.84	308.39	0.89
江西铜业集团财务有限公司	财务公司	100.00%	309.09	37.52	5.71	0.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

本期债券概况

公司本期债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），期限为 3 年，本期债券募集资金 20 亿元拟用于偿还有息债务及补充流动资金，其中 5 亿元用于偿还有息债务，剩余 15 亿元用于补充

注1：2009 年 11 月 27 日，公司 H 股股票在伦敦股票交易所退市。

注2：截至 2022 年 6 月 30 日，江铜集团净融出 1,528,000 股公司 A 股股份，若将融出证券数量包括在内，江铜集团实际持有 1,513,936,110 股，占已发行股本约 43.72%。

注3：原名为江西省江铜耶兹铜箔有限公司，于 2022 年 3 月更为现名。

流动资金。

本期债券将增加公司长期债务，有利于改善公司债务期限结构。

发行人信用质量分析概述

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。

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>

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。

中诚信国际认为，江西铜业作为我国最大的综合性铜生产企业，行业地位突出；其资源储量丰富，且所属德兴铜矿单位现金成本低于行业平均水平；公司铜冶炼规模优势突出、生产技术领先，具有较强的成本控制能力；同时，公司产业链完整，2021 年以来加大锂电铜箔等新能源领域铜材项目的布局，多元化经营水平较高

且持续提升，但铜箔板块分拆上市进展有待持续关注；此外，贸易业务可对收入形成补充，但需关注账款清收进度。

业务多样性：公司主业突出，产业链完整，2021 年以来加大锂电铜箔等新能源领域铜材项目布局，多元化经营水平较高且持续提升，铜箔板块分拆上市进展有待持续关注。

公司收入主要来自铜及黄金等有色金属及其他伴生金属的采选、冶炼、加工及贸易业务，主业突出，且产业链完整。截至 2021 年末，公司拥有 5 座 100% 所有权的在产铜矿山，虽然矿权数量较为有限，但近年来矿山生产经营及产量稳定，并可伴生金、银及其他稀散金属。同时，公司于 2019 年收购 A 股上市公司恒邦股份（股票代码：002237）⁴，其为国家重点黄金冶炼企业，具备一定黄金冶炼规模及技术优势，成为公司黄金板块发展平台，提升了公司多元化经营水平。此外，公司冶炼副产品硫酸亦具备较大生产规模，并拓展至硫化工行业，可对公司收入及利润形成一定补充，且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。

产业链延伸方面，2021 年以来公司加快了锂电铜箔等新能源领域铜材项目的布局，并筹划控股子公司江铜铜箔⁵分拆上市。2021 年 9 月，江铜铜箔认缴出资 20 亿元设立全资子公司江西江铜华东铜箔有限公司，拟在上饶经济技术开发区辖区投资建设年产 10 万吨/年锂电铜箔项目，并计划推进 2 万吨/年常规铜箔项目的建设，其铜箔产能有望大幅增长。截至 2021 年末，公司持有江铜铜箔 70.19% 股权，为其控股股东；本次分拆完成后，公司仍将保持对江铜铜箔的控制权。目前，分拆预案已经公司董事会及监事会审议通过，但尚需履行多项审批程序并有待取得监管机构的批准。江铜铜箔的分拆上市有利于公司做大做强铜箔业务、进一步提升多元化经营水平、并提升公司及控股子公司的核心竞争力，但项目实施过程中仍然存在各种不确定因素；中诚信国际将对分拆事项的进展及在建项目推进情况保持关注。

资源赋存与行业地位：公司是我国最大的综合性铜生产企业，行业地位突出；铜资源储量位居国内前列，可采年限长，为公司可持续发展提供了有力保障。

公司为我国最大的综合性铜生产企业，行业地位突出。截至 2021 年 12 月 31 日，公司 100% 所有权的保有资源量约为铜金属 861.90 万吨，金 278.50 吨，银 8,138 吨，钼 20.00 万吨，铜资源储量位居国内前列，剩余可开采年限长；同期末，公司联合其他公司所控制的资源按权益计算的金属资源量约为铜 443.5 万吨、黄金 52 吨；此外，控股子公司恒邦股份及其子公司已完成储量备案的查明黄金资源储量为 150.38 吨，丰富的资源储备为公司可持续发展提供了有力保障。此外，截至 2021 年末，公司通过子公司持有加拿大多伦多证券交易所上市公司 First Quantum Minerals Ltd.（以下简称“FQM”）⁶126,842,671 股股份，占其已发行股份的 18.354%，为 FQM 单一最大同行业投资人股东。FQM 在赞比亚、巴拿马、秘鲁等 8 个国家拥有 9 个铜矿开发项目，其中三

注4：2019 年 6 月 28 日，公司以 29.76 亿元完成收购 A 股上市公司恒邦股份 29.99% 股份，成为其控股股东；并于 2020 年 11 月参与恒邦股份定增，以 25.04 亿元现金认购其 237,614,400 股股票，对恒邦股份持股比例增至 44.48%；截至 2021 年末，公司对恒邦股份持股比例仍为 44.48%。2021 年，恒邦股份营业总收入为 413.83 亿元，净利润为 4.27 亿元。2021 年末，恒邦股份总资产为 193.76 亿元，所有者权益为 78.98 亿元，资产负债率为 59.24%。

注5：江铜铜箔主要从事各类高性能电解铜箔的研发、生产与销售；截至 2021 年末已建成常规铜箔产能 1.5 万吨/年及锂电铜箔产能 1.5 万吨/年，其中锂电铜箔项目尚处于调试阶段和客户开拓阶段；2021 年分别生产常规铜箔和锂电铜箔 1.65 万吨和 0.22 万吨。

注6：截至 2021 年末，FQM 总资产为 252.70 亿美元，所有者权益为 114.94 亿美元；2021 年，FQM 营业收入为 72.12 亿美元，净利润为 10.89 亿美元。

座已投产的矿山为世界级矿山，并在澳大利亚、赞比亚拥有 2 个大型镍矿资源，铜、镍等资源储量丰富。此外，公司冶炼产能及产量处于行业领先水平。

表 2：截至 2021 年末公司自有矿山基本情况（金属量，万吨、%、年）

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	资源剩余可开采年限
德兴铜矿	主矿产铜（工业铜矿石）	114.80	104.21	0.456	24
	主矿产铜（低品位铜矿石）	51.40	40.26	0.250	
德兴铜矿富家坞矿区	主矿产铜（工业铜矿石）	164.26	150.78	0.499	24
永平铜矿	主矿产铜	41.87	29.16	0.589	34
武山铜矿	主矿产铜	130.39	100.86	1.085	33
城门山铜矿	主矿产铜	126.14	89.58	0.638	20
	主矿产铜	95.11	66.90	0.598	
银山矿业公司	伴生金	113.47(t)	75.60(t)	0.669(g/t)	48
	伴生银	1,524(t)	1,104(t)	8.983(g/t)	

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

成本控制能力：公司所属德兴铜矿是我国最大的露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平，且近年来铜精矿产量稳定；公司铜冶炼规模优势突出、生产技术领先，原材料供应较为稳定，具有较强的成本控制能力。

矿山开采方面，公司主力矿山德兴铜矿是我国最大的露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平；同时，近年来公司铜精矿生产平稳，年产量超过 20 万吨，矿山资源优势保证了原材料的自给水平，有利于公司平滑原材料成本波动的风险。除自产矿产铜外，公司阴极铜生产原材料主要为外购铜精矿、粗杂铜和阳极铜等，由贸易事业部统一采购。2021 年，公司前五大供应商采购金额为 390.31 亿元，占采购总额的 9.18%，采购较为分散；但采购方式多以长单为主，零单采购为辅，对原材料供应的稳定性起到保障作用。

表 3：近年来公司各矿山铜精矿产量情况（万吨、金属量）

矿山名称	2020	2021
德兴铜矿	15.63	15.33
永平铜矿	1.51	1.31
武山铜矿	1.19	1.15
城门山铜矿	1.40	1.26
银山矿业公司	0.95	1.18
合计	20.68	20.23

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

表 4：近年来公司矿产铜产量及外购原材料情况（万吨、金属量）

板块名称	2019	2020	2021	
自产	矿产铜	20.92	20.89	20.23
	铜精矿	29.70	30.74	30.75
外购	粗杂铜	31.54	29.89	31.37
	阳极铜	22.67	24.02	21.79
合计	104.83	105.54	104.14	

注：表格数据不包括子公司浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司原材料采购数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司铜冶炼规模优势突出，其所属贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂，且是国内首家引进全套闪速冶炼技术生产线的单位，整体生产技术和主要技术经济指标达到国际先进水平，进一步增强了公司的成本控制能力。作为我国最大的阴极铜供应商，近年来公司阴极铜产量持续增长；2021

年受益于江铜宏源新建产能全部投产以及贵溪冶炼厂产能利用率提升，阴极铜产量同比增长 8.51%，产销率保持高位。此外，公司在江西南昌、贵溪、深圳等地拥有 8 家包括铜杆、铜线、铜箔、铜管等产品的铜材加工厂。2021 年，江铜铜箔三期 1.5 万吨/年锂电铜箔、江铜华北(天津)铜业有限公司 22 万吨/年铜杆线、广州江铜铜材有限公司二期新建 35 万吨/年铜杆线等多个项目陆续完工，带动铜加工产品产能提升、产销量增长。2022 年 1~6 月，公司自产铜精矿含铜、阴极铜及铜加工产品产量分别为 10.16 万吨、92.39 万吨和 79.15 万吨，同比基本持平。

表 5：公司主要铜产品产能及产销情况（万吨/年、万吨）

产品		2019	2020	2021
阴极铜	产能	164.00	163.20	168.00
	产量	155.63	164.25	178.22
	销量	131.79	191.06	178.44
铜加工产品	产能	137.30	160.30	167.00
	产量	119.72	147.12	165.17
	其中：铜杆线产量	106.17	133.39	150.03
	销量	112.91	151.54	166.73

注：表格统计口径仅为公司自产产品产销量数据，不含贸易数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受山东省矿山安全检查、合质金货源减少影响，2021 年公司黄金产品产量及板块收入同比均有所下降；硫酸产品价格上涨带动化工板块收入及利润提升；贸易业务对收入形成良好补充，但需关注账款清收进度。

公司黄金、白银冶炼和硫酸年产能较为稳定，其中恒邦股份黄金冶炼、白银冶炼和硫酸产能分别为 50 吨/年、1,000 吨/年和 130 万吨/年。2021 年，受山东省开展矿山安全检查、合质金货源减少影响，恒邦股份黄金产品产量同比减少 8.82%，叠加金价下行，致使公司黄金板块收入同比下降 16.23%；同年白银产品总体产量同比基本持平，但其中自产矿含银产量同比有所下降。化工板块方面，2021 年公司硫酸产品产销量同比略有增长，但受益于硫酸价格涨幅较大，化工板块收入同比增长 202.31%至 33.75 亿元，板块盈利能力亦大幅提升。2022 年 1~6 月，公司黄金、白银及硫酸产量分别为 47.87 吨、673.65 吨和 267.74 万吨，其中黄金产量同比增长 23.15%。

表 6：公司黄金、白银及硫酸产能及产销情况

产品		2019	2020	2021
黄金 (吨/年、吨)	产能	75.00	75.00	75.00
	产量	50.30	78.59	71.66
	销量	50.82	77.21	72.98
白银 (吨/年、吨)	产能	1,510.00	1,510.00	1,510.00
	产量	824.84	1,126.39	1,123.71
	销量	872.53	1,063.27	1,169.17
硫酸 (万吨/年、万吨)	产能	485.00	485.00	485.00
	产量	476.17	511.96	530.11
	销量	474.12	515.35	526.41

注：2019 年数据含恒邦股份 7~12 月产销量数据；2020~2021 年数据含恒邦股份全年产销量数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除有色金属开发和冶炼外，公司还从事阴极铜、铜杆线及其他金属商品的贸易业务。2021 年，由于铜价上涨，公司贸易业务收入同比增长 31.18%至 2,030.34 亿元，其占营业总收入比重为 45.86%，同比下降 2.73 个百分点，但仍处于较高水平。公司以前年度贸易业务形成较多坏账，

公司对贸易业务的应收款项采取“降存量、控增量”措施，并于 2019 年实行三年清收计划，目前已对全部应收对象提起诉讼；截至 2021 年末，应收账款、其他应收款及应收保理款坏账准备金额分别为 60.15 亿元、13.88 亿元和 11.96 亿元，坏账准备金额较高；部分债权获得资产保全，但资产处置周期较长，现金回流较慢，需对应收款项清收进度保持关注。

在建及拟建项目计划投资规模较大，但年均资本支出压力尚可。

截至 2021 年末，公司在建项目主要包括武山铜矿三期扩建工程、上饶锂电铜箔（一期）5 万吨/年建设项目及国兴 18 万吨阴极铜节能减排项目等；其中武山铜矿三期扩建工程预计将新增铜精矿金属量年产量 1 万吨左右，预计将于 2025 年 12 月投产运营；公司主要在建项目计划总投资为 160.17 亿元，2022 年计划投资为 30.32 亿元。拟建项目主要为铜箔四期 20,000 吨/年电解铜箔改扩建项目，项目计划总投资为 20.55 亿元，2022 年计划投资 2.10 亿元。此外，根据公司于 2021 年 7 月 16 日发布的公告，公司还计划在上饶投资建设年产 22 万吨铜杆及 3 万吨铸造材料项目；上饶三个项目计划总投资为 128 亿元。整体来看，公司在建及拟建项目投资总额较大，2022 年度计划投资较上年有所增长，但由于投资年限较长，年均资本支出压力尚可。

表 7：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	截至 2021 年末已投资	2022 年计划投资	预计投产时间	资金来源
德兴铜矿五号（铁罗山）尾矿库工程	31.23	27.40	1.20	项目已投产运行	自有资金
武山铜矿三期扩建工程	23.08	21.18	1.59	2025 年 12 月	自有资金
国兴 18 万吨阴极铜节能减排项目	31.08	2.96	11.13	2023 年 12 月	自有资金
银山矿深部挖潜扩产技术改造	15.05	12.40	1.33	项目已投入试生产	自有资金
铜箔三期 15,000 吨/年电解铜箔改扩建项目	8.32	3.74	1.50	项目已投产运行	自有资金
上饶锂电铜箔（一期）5 万吨/年建设项目	51.41	0.53	13.57	2024 年 12 月	自有资金
合计	160.17	68.21	30.32	--	--

资料来源：公司提供

表 8：截至 2021 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

拟建项目名称	计划总投资	2022 年计划投资	预计投产时间	资金来源
铜箔四期 20,000 吨/年电解铜箔改扩建项目	20.55	2.10	2024 年 12 月	自有资金

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，江西铜业利润水平大幅提升，虽然总债务规模有所增长，但财务杠杆仍处于较为合理区间。公司可通过其良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，同时凭借其多重外部融资渠道及较强的融资能力实现到期债务接续，整体偿债能力亦保持在较好水平。

近年来铜价上涨及经营规模扩大等带动总资产规模逐年增长；2022 年以来债务增速较快，但财务杠杆仍处于适中水平。公司盈利及经营获现能力较强，可在一定程度上覆盖其资本支出需求。

铜价上涨及经营规模扩大等带动总资产规模逐年增长。流动资产在总资产中占比较高，截至 2022 年 6 月末，货币资金及以理财产品为主的交易性金融资产合计占比超过资产总额的 30%；受限比例较高，受限原因主要为各类保证金。

2021 年以来铜价大幅攀升并持续高位运行，使得原材料采购、商品贸易及期货业务等对资金需求有所增长；同时，融资成本下行进一步增强了公司的融资意愿，因此总债务及总负债规模快速

攀升。近年末利润积累及 FQM 股价上涨持续推升权益规模；但 2022 年以来 FQM 股价有所回落，使得 6 月末其他综合收益大幅下降。近年末公司杠杆水平呈逐年下降态势；但 2022 年上半年以来债务增速较快，叠加权益规模下降，杠杆水平快速增长，但整体来看尚处于较为合理区间。公司银行融资渠道畅通，授信额度充足；债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平，不存在债务集中到期的兑付压力。

矿山采选端对利润贡献较高，公司盈利能力较强；2021 年，铜及硫酸价格上涨以及附加值较高的铜箔产品产量提升等带动营业总收入及经营性业务利润大幅增长，总资产收益率亦有所优化。此外，公司经营获现能力较强，2021 年以来利润提升带动经营活动净现金流持续大幅增长。公司或将保持一定规模资本开支，但经营获现可对其形成一定覆盖。

表 9：近年来公司主要财务指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~6
营业总收入	2,403.60	3,185.63	4,427.68	2,552.48
营业毛利率	3.82	3.55	3.96	3.39
净利润	21.78	24.44	59.14	37.35
资产总计	1,349.14	1,408.82	1,610.35	1,839.63
负债合计	758.81	740.22	832.25	1,067.70
资产负债率	56.24	52.54	51.68	58.04
总资本化比率	49.87	45.82	44.26	51.55
经营活动产生的现金流量净额	82.52	13.82	90.32	73.39
投资活动产生的现金流量净额	-119.44	-3.03	-32.29	-110.92
筹资活动产生的现金流量净额	115.73	-51.62	11.54	71.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较强的经营获现能力将有助于公司降低筹资依赖程度，维持较强的偿债能力；此外，凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务接续。

近年来公司总债务规模整体有所上升，债务主要由银行信用借款及抵押借款组成，其中短期债务占比较高，债务期限结构有待优化。公司经营获现能力较强，2021 年以来利润提升、经营活动净现金流大幅增长，相关偿债指标均有所优化。此外，虽然公司短期债务规模较大，面临一定的短债压力，但截至 2022 年 6 月末公司货币等价物规模较大，可对短期债务形成一定覆盖。整体来看，公司经营状况良好，经营活动净现金流可有效覆盖利息，且为债务本息偿付提供一定流动性支持。

表 10：近年来公司主要偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.6
总债务	587.20	565.52	617.94	821.36
短期债务/总债务	89.25	73.07	77.90	79.03
经营活动净现金流/利息支出	4.38	0.71	4.51	--
EBITDA 利息保障倍数	3.84	4.13	6.07	--
FFO/总债务	0.10	0.13	0.18	--
总债务/EBITDA	8.12	7.04	5.09	--

注：因缺少相关数据，部分 2022 年 1~6 月指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 2,394.48 亿元，其中尚未使用额度为 1,466.78 亿元，备用流动性充足，银行融资渠道畅通。同时，公司作为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠

道较为通畅，财务弹性较好。截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计 359.69 亿元，占当期末总资产的 19.55%，其中受限货币资金 189.58 亿元，主要为各项保证金；受限的交易性金融资产 82.62 亿元，主要为开具信用证及银行承兑汇票的保证金；其余所有权或使用权受限的资产主要为其他非流动资产、其他应收款和存货等，合计 87.49 亿元。

其他事项

未决诉讼方面，截至 2022 年 6 月末，公司存在一些重大未决诉讼。其中，2019 年公司全资子公司深圳江铜营销有限公司（以下简称“深圳营销”）为一宗诉讼的被告，帮的汽车科技有限公司（以下简称“帮的汽车”）声称深圳营销于 2011 年至 2015 年期间，未依据原告的提货指令，向案外人恒宝昌公司（上海）铜材有限公司（以下简称“恒宝昌公司”）交付货物，构成违约，帮的汽车索偿人民币 1,081,872,419 元货款及赔偿金；目前由于案外人恒宝昌公司的实际控制人因在涉案交易中涉嫌经济犯罪，被相关司法机构立案调查，本案中止。除上述诉讼外，在其余涉诉金额较大的诉讼中公司均为原告。

此外，截至 2022 年 6 月末，公司对外担保余额为 6.38 亿元，占净资产比重较低，或有事项风险较为可控。

表 11: 截至 2022 年 6 月末公司对外担保情况（万元）

担保人	被担保人	担保发生额/余额	担保期限
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	浙江富冶集团有限公司 ⁷	159,400.00	2022.01.01~2023.12.31
担保发生额合计	—	159,400.00	--
担保余额合计⁸	—	63,760.00	--

资料来源：公司提供

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，2019~2022 年 8 月 4 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。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

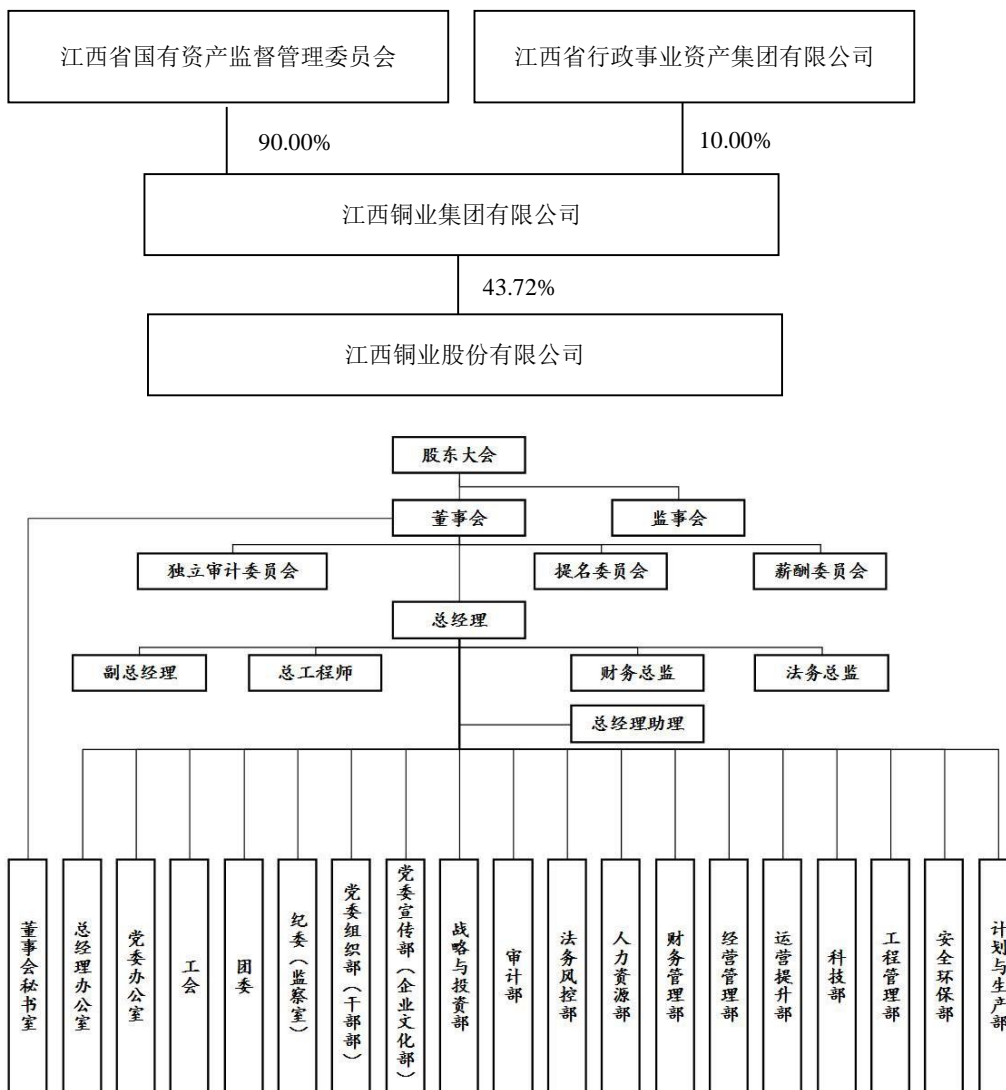
评级结论

综上所述，中诚信国际评定“江西铜业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

注7：浙江富冶集团有限公司（以下简称“富冶集团”）为民营企业，实际控制人为罗忠平；其主营业务为阴极铜、黄金和白银的冶炼加工等；富冶集团为和鼎铜业的第二大股东。2021 年 12 月，为满足实际生产经营的需要，降低融资成本，和鼎铜业作为甲方，富冶集团作为乙方，江西金汇环保科技有限公司、江西和丰环保科技有限公司、浙江富和置业有限公司作为丙方，各方经协商签署了《互保协议》，约定在 2022 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间，甲乙双方每年的互保累计余额（即每日结余上限）不超过 16.00 亿元。丙方担任富冶集团的反担保人，以自有的全部资产向和鼎铜业承担连带责任。截至 2021 年末，富冶集团在《互保协议》范围内及额外为和鼎铜业提供信用担保金额合计为人民币 439,023 万元。

注8：担保余额=子公司担保发生额*公司持股比例。

附一：江西铜业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：截至 2022 年 6 月 30 日，江铜集团净融出 1,528,000 股 A 股，若将融出证券数量包括在内，江铜集团实际持有 1,513,936,110 股，占已发行股本约 43.72%。此外，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铜集团，实际控制人仍为江西省国资委。

资料来源：公司提供

附二：江西铜业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	2,975,038.96	2,502,586.80	3,483,097.93	4,406,108.17
应收账款	493,044.65	437,290.49	495,872.77	514,079.23
其他应收款	292,924.08	293,171.13	355,873.81	414,966.49
存货	2,692,330.74	3,268,752.20	3,697,679.77	3,635,300.63
长期投资	1,513,942.95	2,112,528.19	2,558,979.83	2,222,701.80
固定资产	2,189,766.77	2,214,801.96	2,244,656.53	2,162,664.61
在建工程	496,992.34	341,216.24	286,262.79	376,410.35
无形资产	415,265.51	802,690.87	766,785.89	760,364.36
资产总计	13,491,391.54	14,088,155.29	16,103,464.43	18,396,343.73
其他应付款	283,868.43	344,304.08	413,815.07	507,135.42
短期债务	5,240,823.05	4,132,190.84	4,813,550.78	6,491,351.03
长期债务	631,220.31	1,523,041.69	1,365,886.83	1,722,202.48
总债务	5,872,043.36	5,655,232.53	6,179,437.61	8,213,553.51
净债务	3,999,009.55	4,210,054.91	4,049,908.59	5,703,287.11
负债合计	7,588,131.30	7,402,224.80	8,322,471.76	10,677,001.13
所有者权益合计	5,903,260.24	6,685,930.49	7,780,992.67	7,719,342.60
利息支出	188,382.56	194,345.57	200,071.70	0.00
营业总收入	24,036,033.51	31,856,317.48	44,276,767.02	25,524,786.12
经营性业务利润	457,473.82	645,114.07	1,126,843.23	594,390.33
投资收益	70,695.05	-30,428.14	-176,417.76	9,482.36
净利润	217,838.86	244,381.18	591,392.82	373,510.01
EBIT	507,452.09	533,884.18	939,046.58	469,413.51
EBITDA	723,009.26	803,463.09	1,215,136.98	469,413.51
经营活动产生的现金流量净额	825,229.64	138,199.64	903,163.43	733,920.36
投资活动产生的现金流量净额	-1,194,394.90	-30,315.73	-322,884.26	-1,109,176.99
筹资活动产生的现金流量净额	1,157,271.50	-516,190.45	115,394.48	719,323.99
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率(%)	3.82	3.55	3.96	3.39
期间费用率(%)	1.66	1.31	1.19	0.85
EBIT 利润率(%)	2.11	1.68	2.12	--
总资产收益率(%)	3.76	3.87	6.22	--
流动比率(X)	1.23	1.39	1.39	1.36
速动比率(X)	0.84	0.81	0.84	0.94
存货周转率(X)	8.59	10.31	12.21	13.45*
应收账款周转率(X)	48.75	68.48	94.90	101.09*
资产负债率(%)	56.24	52.54	51.68	58.04
总资本化比率(%)	49.87	45.82	44.26	51.55
短期债务/总债务(%)	89.25	73.07	77.90	79.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	-0.01	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.12	-0.01	0.16	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	4.38	0.71	4.51	--
总债务/EBITDA(X)	8.12	7.04	5.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.19	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.84	4.13	6.07	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.69	2.75	4.69	--
FFO/总债务(X)	0.10	0.13	0.18	--

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关联公司短期存款及超短期融资券调整至短期债务，将计入其他非流动负债的关联公司长期借款、长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；3、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
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
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+应收款项融资调整项)
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+应收款项融资调整项)×收款项天/营业收入+存货平均净额×货平均天/营业成本+合同资产平均净额×同资产天/营业收入-应付账款平均净额×付账款天/(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
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)
EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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：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