



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G471-F2号

## 紫金矿业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“紫金矿业集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年九月二十一日

# 紫金矿业集团股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体等级</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	紫金矿业集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	本期债券发行规模为不超过人民币45亿元
<b>债券期限</b>	债券期限为3+N年，即以3为基础期限，在基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限；在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。
<b>债券利率</b>	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。
<b>付息方式</b>	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
<b>清偿顺序</b>	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。
<b>续期选择权</b>	本期债券以基础期限作为1个周期，发行人在续期选择权行权年度有权选择将本期债券期限延长1个续期周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。
<b>赎回选择权</b>	(1) 因税务政策变更；(2) 因会计准则变更，发行人有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，发行人没有权利也没有义务赎回本期债券。
<b>递延支付利息权</b>	除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“紫金矿业集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”的信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望稳定。该级别反映了紫金矿业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。中诚信证评肯定了紫金矿业丰富的资源储备、显著的规模优势、领先的技术实力、获现能力较强、畅通的融资渠道等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到黄金价格波动、债务压力上升、期货交易风险以及汇率风险和海外经营风险等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

## 正 面

- 丰富的资源储量。近年公司通过勘探和收购不断增大资源储量、丰富资源品种，已成为我国控制金属矿产资源最多的企业之一。截至 2017 年末，公司保有资源储量包括黄金 1,320.07 吨、铜 3,147.51 万吨、银 836.05 吨、钼 68.09 万吨、锌 783.04 万吨以及铅 144.03 万吨等，资源品种涵盖范围广，且主要金属黄金的储量位居国内同行业前列。
- 黄金、铜、锌等主要产品规模优势显著。公司黄金、铜和锌等产品产量位居国内同行业前列，2017 年公司分别生产矿产金 37.48 吨、矿产铜 20.80 万吨、矿产锌 27.00 万吨，分别占国内相应产品产量的 10.15%、12.56%和 8.26%，产量居同行业前列，规模优势显著。
- 领先的技术实力。公司是国内最早从事黄金矿业开发的企业之一，具有丰富的黄金以及其他矿种开发经验和实力，并在难处理金矿资源开发利用、精炼等方面达到国际先进水平，较强的科研能力将为公司的技术实力提升提供



概况数据

紫金矿业	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益(亿元)	319.28	311.17	376.43	377.21
总资产(亿元)	839.14	892.18	893.15	909.89
总债务(亿元)	370.40	439.60	373.28	389.42
营业总收入(亿元)	743.04	788.51	945.49	498.14
营业毛利率(%)	8.47	11.50	13.94	14.25
EBITDA(亿元)	64.64	77.27	104.84	66.34
所有者权益收益率(%)	4.21	5.42	8.63	16.27*
资产负债率(%)	61.95	65.12	57.85	58.54
总债务/EBITDA(X)	5.73	5.69	3.56	2.94*
EBITDA利息倍数(X)	4.48	4.65	6.29	8.63

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2018年上半年加“\*”指标已经过年化处理。

分析师



侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 颢 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年9月21日

有效保障。

- 获现能力较强。受益于矿产金和矿产铜业务的规模和成本优势，公司整体抗风险能力提升，2015~2017年及2018年1~6月公司EBITDA分别为64.64亿元、77.27亿元、104.84亿元和66.34亿元，同期EBITDA利息倍数为4.48倍、4.65倍、6.29倍和8.63倍，公司保持较强的盈利和获现能力，对利息支出的覆盖处于较高水平。
- 融资渠道通畅。作为A+H上市公司，公司直接融资渠道通畅；间接融资方面，截至2018年6月末，公司拥有银行授信额度1,351亿元，其中尚未使用额度1,042亿元，具有很好的财务弹性。

关 注

- 黄金价格波动。近年来，黄金价格波动较大，国内黄金生产企业应对价格冲击的手段较单一。金价的波动对公司盈利的稳定性将产生不利影响，公司经营面临一定产品价格波动风险。
- 未来资本支出规模较大。全球资源竞争日趋激烈，公司未来资源投资项目较多，且为弥补主要产金矿山紫金山金矿资源枯竭，公司加大了对其余矿山的勘探及产能扩张力度，资本支出规模将维持在较高水平。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险，公司内部控制体系有待进一步完善。公司对部分原材料和产成品进行套期保值，2016年受套期保值业务亏损的影响，当年投资收益为-19.73亿元，期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，对公司套期保值业务的风险控制情况应保持关注。
- 海外业务占比持续扩大，公司面临一定汇率和海外经营风险。目前公司境外资产主要有澳大利亚诺顿金矿、吉尔吉斯奥同克金矿、塔吉克斯坦ZGC金矿、刚果（金）科卢韦奇铜矿、俄罗斯图瓦铅锌矿、巴新波格拉金矿、刚果（金）卡莫阿铜矿以及南非NKWE铂矿等。截至2018年6月底，公司境外资产占总资产的比重为26.32%，面临一定汇率风险和海外经营风险。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”或“公司”）前身系成立于 1986 年的国有独资企业——上杭县矿产公司；1993 年 8 月改组为上杭县紫金矿业总公司，主要业务转向开发建设上杭紫金山金矿；1994 年 10 月更名为福建省闽西紫金矿业集团有限公司。1998 年 12 月，福建省闽西紫金矿业集团有限公司由国有独资公司转变为国有控股的有限公司，2000 年 6 月上杭县财政局将所持的 86.80% 股权全部划拨予闽西兴杭实业有限公司（已更名为“闽西兴杭国有资产投资经营有限公司”）。2000 年 9 月，闽西兴杭实业有限公司为主发起人，联合新华都实业集团股份有限公司等其他 7 家发起人，设立福建紫金矿业股份有限公司，并于 2004 年 6 月更为现名。紫金矿业于 2003 年 12 月在香港 H 股上市（股票代码：2899），于 2008 年 4 月回归国内 A 股上市（股票代码：601899）。2017 年 5 月 16 日，公司非公开增发 A 股 149,048 万股，募集资金 459,692 万元。截至 2018 年 6 月末，公司股份总额为 230.31 亿股，控股股东闽西兴杭国有资产投资经营有限公司（以下简称“兴杭国投”）持股比例为 25.88%，公司实际控制人为福建省上杭县国资委。

公司主要从事以黄金为主的矿产资源的勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售，主要产品包括黄金、铜、锌及铁矿石等其他有色金属。

截至 2017 年末，公司总资产为 893.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 376.43 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 57.85% 和 49.79%；2017 年公司实现营业总收入 945.49 亿元，净利润 32.48 亿元，产生经营活动净现金流 97.64 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 909.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 377.21 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 58.54% 和 50.80%。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 498.14 亿元，净利润 30.69 亿元，产生经营活动净现金流 49.81 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	紫金矿业集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币 45 亿元
债券期限	本期发行的可续期公司债券期限为 3+N 年。即以 3 为基础期限，在基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限；在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。
票面金额和发行价格	本期债券面值人民币 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
续期选择权	本期债券以基础期限作为 1 个周期，发行人在续期选择权行权年度有权选择将本期债券期限延长 1 个续期周期，或选择在该周期未到期全额兑付本期债券。
赎回选择权	（1）因税务政策变更，由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回； （2）因会计准则变更，若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，发行人没有权利也没有义务赎回本期债券。
递延支付利息权	除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。
偿还方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
清偿顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金及法律法规允许的其他用途。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



## 行业分析

### 黄金行业概况

20世纪90年代以来,随着金融业的逐步发展,作为重要的避险和投资工具,黄金对于保证国家经济安全和规避金融风险的作用日渐凸显。同时,黄金价格除了受自身的供需影响之外,还广泛受到全球政治、经济、国际货币等因素的综合影响。

世界黄金协会(WGC)公布的数据显示,截至2017年末,全球官方黄金储备共计33,726.2公吨。其中欧元区(包括欧洲央行)共计10,782.0公吨,占总比重的55.6%;央行售金协议(CBGA)签约国共计11,947.7公吨,占总比重的29.8%。全球主要黄金生产国为中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和秘鲁等国家;主要黄金储备国有美国、德国、意大利、法国和中国。

表 2: 截至 2017 年末黄金储备前十名国家(组织)

排名	国家	黄金储备(吨)	黄金占外汇储备比重(%)
1	美国	8,133.5	75.0
2	德国	3,373.6	69.1
3	国际货币基金组织	2,814.0	-
4	意大利	2,451.8	67.5
5	法国	2,435.9	63.5
6	中国	1,842.6	2.4
7	俄罗斯	1,828.6	17.5
8	瑞士	1,040.0	5.4
9	日本	765.2	2.5
10	荷兰	612.5	66.6

资料来源: World Gold Council(世界黄金协会), 中诚信证评整理

### 黄金供需

2017年,受金价上涨、美联储加息及美股屡创新高等因素影响,黄金ETF及类似产品投资需求同比下降62.91%,带动全球黄金需求整体下降,根据世界黄金协会统计,全球黄金消费需求为4,071.7吨,同比下滑7.00%,为2009年以来的最低水平。全球黄金需求主要来自四个方面:金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。2017年,黄金饰品需求约占53.15%,私营部门投资需求约占30.26%,央行储备黄金需求约占9.12%,工业及其他用金约占8.17%。

金饰制造需求方面,中国和印度为全球最大的

金饰消费国,二者约占全球近一半的市场份额。受黄金价格波动、经济前景不明以及消费者品味改变等因素影响,2014~2016年全球金饰需求呈逐年下降趋势。2017年,得益于相对稳定的金价和向好的宏观经济态势,在中国和印度买家的推动下,全年全球金饰需求同比增长3.99%至2,135.5吨,实现了2013年以来的首次年度增长。

投资需求方面,2017年全球黄金投资需求总量为1,231.9吨,较2016年大幅下降22.76%,黄金投资需求降至八年来最低点。一方面,全球金币与金条投资需求同比下降1.86%至1,029.2吨,其中,金条投资需求较为稳定,为770.9吨;金币投资需求则主要因美国需求大幅下降的影响而同比下滑10%,为258.2吨。另一方面,黄金交易所交易基金(ETF)需求大跌62.91%至202.8吨。受地缘政治风险带来的不确定性、实际利率为负或偏低以及以美股为主的全球股市表现良好等因素影响,2017年欧洲黄金ETF基金流入148.9吨,美国黄金ETF基金流入63.0吨,亚洲和其他地区一共减持了9.2吨,分别占全球黄金ETF净增持量的73.40%、31.10%和-4.50%。

工业需求方面,黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属,应用领域非常广泛,在电子、通讯、航空航天、化工和医疗等领域有着广泛的应用。近年来黄金的工业需求量较为稳定,在黄金总需求中占的比例较小,一般不超过10%。2017年,受益于智能手机中的人脸识别技术、电子芯片以及汽车安全驾驶系统中传感器的需求持续增长,推升了科技用金量,电子工业和其他工业应用的黄金使用量全年稳步增长。全年黄金工业需求增加2.91%至332.8吨,为2010年以来首次增长;其中电子领域用金265.3吨,同比增加3.79%,牙科领域用金16.8吨,同比下滑6.67%,其他行业用金50.6吨,同比增加1.61%。随着工业化进程的不断推进,预计未来工业对黄金的需求仍将有所提升。

央行购金方面,各国央行将黄金视为一种储备资产。2017年全球各国央行总计增持了371.4吨,同比下降4.72%,俄罗斯和土耳其为增储主力。其中,俄罗斯的黄金净购买量为223.5吨,年末黄金储备量增至1,828.6吨,这标志着俄罗斯的黄金储备连续第

11年增长；土耳其的黄金净购买量为86.0吨，年末黄金储备量增至525.8吨，其黄金储备规模升至全球第十一位。

中国是全球第一大实物黄金需求国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。近年来，受经济发展、生活水平提高等因素影响，金饰消费用金量稳定增长。中国黄金协会公布的数据显示，2017年我国黄金实际消费量1,089.07吨，与去年同期相比增长9.41%，连续五年为世界第一黄金消费国。其中黄金首饰用金696.50吨，同比增长10.35%，金条用金276.39吨，同比增长7.28%，金币用金26.00吨，同比下降16.64%，工业及其他用金90.18吨，同比增长19.63%。

另外，作为我国黄金和基金市场的一项重要创新，黄金ETF于2013年推出，黄金ETF的推出不仅丰富了投资者的投资渠道，有利于增加我国广义黄金储备，更有利于提升中国在世界黄金定价中的影响力以及加快中国金融开放的步伐。此外，2016年4月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格，首笔“上海金”基准价定格于256.92元/克。2017年4月，迪拜黄金与商品交易所（DGCX）“上海金”期货合约产品上线，这是“上海金”基准价在国际金融市场的首次应用。2017年11月，“黄金深港通”正式开通，由香港提供交易平台，深圳提供实物资产交割。深圳和香港市场的互联互通互融将使得中国的黄金市场进一步放大，随着“上海金”及“黄金深港通”的推出，我国有望在国际黄金市场上享有一定的定价权。

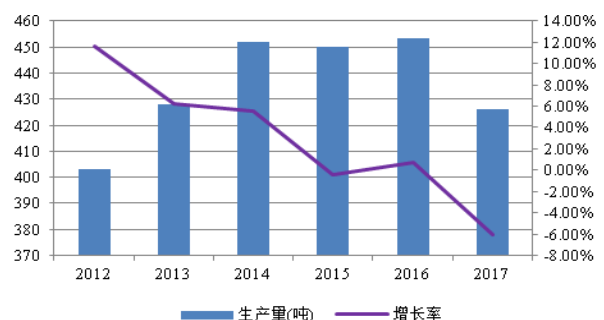
世界黄金协会统计的数据显示，2017年全球黄金总供应量较2016年下降4.19%至4,398.4吨。矿产金方面，2016年以来黄金价格回升带动新开业金矿数量增加，弥补了其他地方产量损失的空白，受此影响全球产量相对保持平稳，2017年全球矿产金产量3,268.7吨，同比小幅上升0.17%，为近年来最高全年总量。再生金方面，2016年在货币疲软的背景下，印度尼西亚、土耳其和埃及等地区国内较高的金价使得黄金回收活动非常活跃，但2017年以来随着黄金回收活动回归常态，当年全球再生金产量为1,160.0吨，同比下降10.43%，为全年黄金总供给量

下降的主要影响因素。

黄金的供给主要来自于矿产金、各国央行抛售的储备金及再生金，其中矿产金是比较稳定的市场供给来源。世界八十多个黄金生产国中，美洲约占三分之一，亚太地区以及非洲占比均接近30%，其中主要产金大国包括中国、澳大利亚、美国、俄罗斯和南非等。南非曾经是最大的产金地区，随着黄金地下开采深度的加深，开采难度明显增加，近年来南非黄金产量不断下降，2017年其最大的产金区域威特沃特斯兰德盆地的黄金产量已下降至167.1吨；与此同时，随着黄金勘探、开采技术的提高，我国黄金产量已连续十一年居世界第一。2017年，我国政府先后出台环保税、资源税和资源保护税政策，同时要求自然保护区等生态功能区内矿业权退出，部分黄金矿山企业减产或关停整改，导致黄金产量自2000年以来首次出现大幅下滑。全年我国原产黄金产量为426.12吨，较2016年下降6.03%。

国内方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2017年全国合计生产成品金517.49吨，受环保政策趋严部分黄金矿山企业减产或关停整改等因素影响同比下降3.35%，其中矿产金及有色副产金产量达426.14吨，同比下降6.03%，进口原料产金91.35吨，同比上升11.45%，我国黄金产量已连续十一年位居世界第一。近年来，我国黄金行业产业集中度在不断提升，黄金生产企业从2002年的1,200多家减少至目前不足700家，龙头企业有中国黄金集团公司、山东黄金集团有限公司、紫金矿业和山东招金集团有限公司等4家大型黄金生产企业，亦为全球黄金产量前20名企业。2017年，上述四家黄金生产企业集团成品金产量和矿产金产量分别占全国总产量的52.24%和40.39%。

图 1：2012~2017 年中国黄金产量及同比增长情况



资料来源：中国黄金协会，中诚信证评整理

整体看,2017年以来受相对稳定的金价及经济状况好转等因素影响,中国及印度等主要黄金消费国家黄金饰品消费需求有所上升;但在黄金投资机会成本增加的情况下,全球黄金投资需求大幅下降,带动全年黄金总需求呈现下滑态势。矿产金作为黄金供应的最主要来源,近年来在国际金价回升、新开业金矿增加等因素的影响下,产量相对较为稳定;但2017年以来随着黄金回收活动回归常态,再生金产量大幅下降,带动全球黄金总供给量同比有所下降。

### 价格走势

从影响黄金价格的因素来看,传统的生产与消费因素影响很小,以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。

2015年以来,国际金价受到美联储加息预期升温影响持续走低。截至2015年6月末,COMEX黄金期货价格为1,172.10美元/盎司。2015年下半年,在看空的大背景下,黄金价格持续下跌。其中,7月20日金价经历了日内大降50美元/盎司的暴跌,刷新1,087.80美元/盎司的逾5年低位。8月金价强势反弹,一度回到1,080美元/盎司之上,随后随着空头力量的爆发,黄金价格再度下跌,11月一举突破2010年初的低点。12月17日,美联储宣布加息,金价没有出现大涨或大跌,截至2015年末,COMEX黄金价格为1,060.50美元/盎司。2016年上半年,美联储暂缓加息步伐和英国脱欧公投两大事件引发的投资投机需求主导了国际金价走势,使得国际金价总体呈现震荡走高态势,黄金现货价格从1月中旬的1,071美元/盎司开始攀升,在7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落,但全年仍呈上升趋势。截至2016年末,COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152美元/盎司,同比上涨8.63%,全年均价为1,250.34美元/盎司,同比上升7.91%。2017年前三季度,持续的政治不确定性,尤其是特朗普上台后的一系列政策加剧了市场的不确定性,美元指数持续回落;以及美国空袭叙利亚、朝鲜核试验、法国大选等地缘政治事件的发生,阶段性推动着金价的上涨,COMEX黄金期

货合约收盘价格一路震荡上涨至全年高点1,362.40美元/盎司。自2017年9月中旬开始,受美联储对外公布了缩表计划,预期降税将获得成功等影响,美元走强,金价震荡回调。2017年12月,美联储宣布第三次加息,截至2017年末,COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.10美元/盎司,同比上涨13.29%,全年均价为1,258.79美元/盎司,同比上升0.68%。2018年1~4月,在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下,国际金价维持高位震荡。受美联储紧缩货币政策预期压制和美元指数走强以及全球地缘政治风险有所减弱影响,国际金价自4月下旬开始走低,截至2018年8月末,COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,201.70美元/盎司。

图2:2015.1~2018.8COMEX黄金当月连续期货价格趋势图



资料来源:Choice,中诚信证评整理

中诚信证评认为,近年来世界经济进入周期性弱复苏阶段,珠宝首饰需求、世界各国央行购金及全球黄金金条投资需求都在恢复。未来在美联储加息缩表背景下,中美贸易战、全球主要经济体面临债务过高及局部地缘政治形势恶化等因素将对价格形成支撑。

### 行业政策

鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义,中国对黄金实行了保护性开采的政策。近年来,国家陆续出台多项政策,在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持,对促进中国黄金行业产业集聚度的提升和黄金企业的发展起到了良好的助推



作用。

**表 3：2010 年以来我国已出台的黄金行业相关政策**

时间	政策名称	主要内容
2010/7/22	人民银行、发改委等六部委联合出台《关于促进黄金市场发展的若干意见》	明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，对符合黄金行业规划和产业政策要求的大型企业，要求商业银行要按照信贷原则扩大授信额度。要重点支持大型黄金集团的发展和实施“走出去”战略，支持大型企业集团发行企业债券、公司债券、中期票据和短期融资券，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本
2012/11/26	工业和信息化部《关于促进黄金行业持续健康发展的指导意见》	“十二五”期间，黄金工业结构调整和产业转型升级取得明显进展，工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展规模和质量进一步提高；提高行业准入规模；通过加大兼并重组力度，企业数量减少到 600 家左右，形成 1 个 50 吨级、2 个 40 吨级、1 个 30 吨级、1 个 20 吨级、2 个 10 吨级的黄金企业集团公司；到 2015 年，十大黄金集团公司产量达到 260 吨，比 2010 年增加 100 吨，大中型黄金企业的黄金产量占全国的 70% 以上
2013/2/22	国土资源部《关于金矿资源合理开发利用“三率”指标要求（试行）的公告》	明确了黄金开采回采率、选矿回收率、综合利用率指标要求，现有生产矿山在指标要求发布之日后两年内必须达到指标规定要求。达不到指标要求的，省级国土资源主管部门应组织督促其限期整改，整改后仍未达标的矿山企业，不予通过矿产资源开发利用年度检查
2015/4/1	中国人民银行、国家海关总署联合发布《黄金及黄金制品进出口管理办法》	除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格
2016/2/3	国务院分发布《国务院关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的决定》	明确取消了开采黄金矿产资质认定
2016/5/9	财政部、国家税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》	将矿产资源补偿费等收费基金适当并入资源税，在煤炭、原油、天然气、稀土、钨、钼等已实施从价计征改革基础上，对其他 21 种矿产资源全面实施改革，自 2016 年 7 月 1 日起实施。其中，金矿资源税征税对象为金锭，税率幅度 1%~4%

2016/5/11	央行、海关总署发布《中国人民银行黄金及黄金制品进出口许可证》“非一批一证”管理试点工作	适用于北京、上海、广州、南京、青岛、深圳海关。允许企业在指定海关不超过规定数量和批次的报关，避免了原来每一批进口货物都需要办理一次《准许证》。这一政策极大提高了黄金进出口企业的通关效率，有助于黄金贸易企业实施对自身较为有利的价格策略
2017/1/11	工业和信息化部发布《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》	“十三五”期间，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业。黄金产量年均增长 3% 左右，到 2020 年末，黄金产量达到 500 吨（力争达到 550 吨），新增黄金产能 125 吨，淘汰落后产能 40 吨，黄金年生产能力达到 600 吨（含进口料生产能力 100 吨）。黄金开采企业数量从 600 多家减少到 450 家左右。扣除黄金生产消耗 4,000 吨，全国新增黄金查明资源储量 3,000 吨，到 2020 年查明黄金资源储量为 13,000~14,000 吨
2017/2/7	中国黄金协会发布《黄金行业“十三五”发展规划》	“十三五”期间，黄金行业结构调整和产业转型升级取得明显进展，传统矿山采选业向中高端迈进，产业布局得到进一步优化，生产逐步向大基地、大集团集中，绿色矿山、数字化矿山建设取得新进展，矿区生态环境得到大幅改善，企业“走出去”取得明显成效
2017/7/5	国土资源部发布《自然保护区内矿业权清理工作方案》	将系统性开展各类保护区内矿业权清理工作，确保新设矿业权不再进入自然保护区
2018/3/1	环保部发布《黄金行业氰渣污染控制技术规范》	本标准规定了黄金行业金矿石氰化、金精矿氰化、氰化堆浸过程产生的氰渣在贮存、运输、脱氰处理、利用和处置过程中的污染控制及检测制度要求。自 2018 年 3 月 1 日起实施

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

黄金资源储量对矿业公司的运营尤其重要，近年来黄金生产企业纷纷加大了对上游资源的开发和并购力度，竞争日趋激烈，黄金资源的获取成本不断上升。黄金资源获取成本上升的原因主要有：一是采矿权竞争更加激烈，二是开采难度加大，三是黄金资源税提高，四是黄金开采风险加大。

从 2003 年 8 月 1 日开始，根据国土资源部颁布的《探矿权采矿权招标拍卖挂牌管理办法》，新增矿权需要实行招拍挂牌管理，改变了过去交易双

方通过协议转让矿山资源的交易方式，黄金矿山资源的买卖更加透明化，竞争也日趋激烈。

2015年，《黄金及黄金制品进出口管理办法》的出台，使得除银行等金融机构外，生产企业等也可以申请黄金进出口资格。2015年9月25日，紫金矿业获中国人民银行批复允许从事黄金进出口业务，成为国内获得黄金进出口业务资质的首家黄金企业。

2017年1月，《工业和信息化部办公厅关于推进黄金行业转型升级的指导意见》正式发布；随后2月，《黄金行业“十三五”发展规划》（以下简称“规划”）亦正式发布，为制定相关政策和改善行业管理提供依据。规划要求：“以建设黄金强国、满足国内市场需求为目标，以资源勘探开发、技术创新、绿色发展、两化融合、国际合作等为重点，以全球化视野进一步优化产业布局，以调结构、促转型、深化企业改革为主线，推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，到2020年底迈入世界黄金工业强国行列。”

鉴于黄金对国民经济发展具有重要意义，我国对黄金实行了保护性开采的政策。近年国家陆续出台多项政策，在税金征收、地质勘查等方面给予黄金企业政策支持，对促进我国黄金行业产业集中度的提升和黄金企业的发展起到良好的助推作用。

## 铜行业概况

### 供需

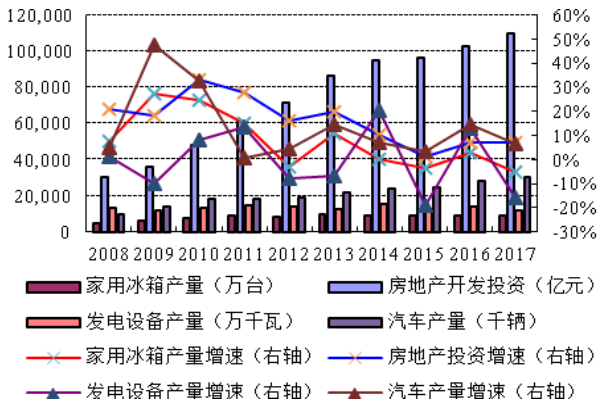
铜作为重要的基础工业原材料之一，其消费量在有色金属材料中仅次于铝。从主要消费地区来看，美国、日本及西欧作为传统三大铜消费地区，近几年消费维持在较稳定的水平，其消费量占全球铜消费量的比例呈递减趋势。近两年亚洲国家的铜消费量成为世界铜消费的主要增长点，我国已成为全球最大的铜消费国。

根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries2018”中的数据统计，全球铜矿产资源储量约为79,400万吨（金属吨），主要分布在智利、秘鲁、澳大利亚、墨西哥等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第六位，储量约为

2,700万吨（金属吨，下同），占全球储量的3.40%。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求。近几年我国铜冶炼产能不断扩大，而铜精矿产量增长缓慢，我国铜资源自给水平较低。2016年铜价仍处于相对低位，一些高成本的中小型矿山延续停产、减产行为，全年我国铜矿产量为155万吨，同比减少1.90%；同时，由于加工费价格较好以及废铜供应紧张，铜精矿进口量呈进一步增长态势，全年我国铜精矿进口量为440.0万吨，同比增加27.09%。2017年以来，环保要求的提升令一些中小型矿山产量关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，但受铜价格上涨驱动，全年我国铜矿产量为165.6万吨，同比增长7.7%。同时，2017年我国铜精矿进口量为435.0万吨，同比增加2.04%。

需求方面，2004年至今我国铜消费量始终处于全球第一位，且消费量逐年增加。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次为空调制冷、交通运输和建筑业，上述行业的铜消费量约占国内铜消费总量的80%。近年主要用铜行业不同幅度的增速减缓使我国铜消费需求虽保持增长，但增速下降。2016年以来，全国房地产开发投资同比增长6.88%，增速比去年同期增加5.89个百分点；全年发电设备产量同比增长13.06%；全年汽车产量同比增长14.46%，增幅比去年同期增加11.21个百分点，受下游行业复苏带动，2016年我国精铜消费量约为1,030万吨。2017年我国发电设备产量同比减少15.9%；家用冰箱产量同比减少6.1%；但房地产开发投资同比增长7.0%；汽车产量同比增加6.48%，加之中国经济、基建等都为铜消费提供了一定支持；2017年我国精铜消费量约为1,074万吨，同比增长4.16%。

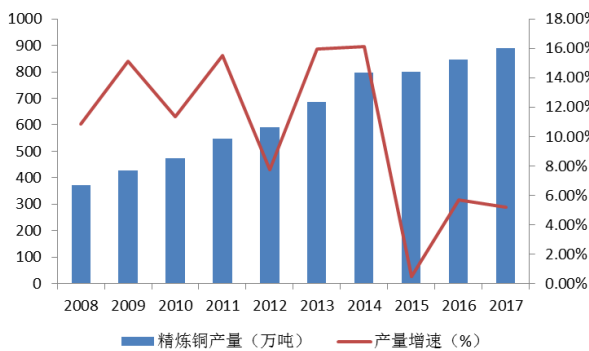
图 3：2008~2017 年我国铜行业下游增长情况



资料来源：安泰科，中诚信证评整理

供给方面，近年来冶炼和精炼产能的扩张推动我国铜产量保持快速增长。2015 年 12 月，国内十家铜冶炼企业发布联合倡议书，宣布 2016 年将减少精铜产量 35 万吨，但考虑到国内仍有部分产能增加，同时 2016 年全年大部分时间铜加工费处于相对较好的水平，部分冶炼厂产能利用率较高，2016 年我国精炼铜产量为 843.6 万吨，同比增加 6.0%。2017 年，铜精矿加工费较低及环保问题限产等对精铜产量形成一定影响，但随着此前产能的逐步达产，2017 年我国精炼铜产量为 888.9 万吨，同比增长 5.4%。

图 4：2008~2017 年我国精炼铜产量及增长情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

经济的增长带动我国精铜需求逐年增长，我国精铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模。2016 年，我国精铜净进口量为 320.3 万吨，同比减少 7.59%，国内精铜市场供应过剩 54.1 万吨，同比大幅降低。2017 年，我国精铜净进口量为 290.6 万吨，同比减少 9.27%，国内精铜市场仍旧呈现过剩格局，但过剩量为 17.3 万吨，较 2015~2016 年

有明显缩减，主要因净进口量下滑较大所致。

总体来看，近年来随着铜冶炼产能的扩张，国内精炼铜、铜精矿产量保持快速增长态势，但由于铜消费量增速的回升和进口量的减少，精铜市场虽仍呈现供应过剩格局，但过剩幅度已大幅降低。

### 价格

铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2016 年以来，全球精铜市场维持供应过剩格局；此外受人民币贬值、原油价格波动、美联储加息预期、英国“脱欧”等多重因素影响，铜价持续低位震荡。2016 年 11 月以来，市场对未来基本金属需求看好，加之其他有色金属品种价格走高提振，铜价开始快速上涨，2016 年 12 月，LME 3 月期铜月均价为 5,675 美元/吨，较年初大幅上涨 27.19%，但全年 LME 3 月期铜均价为 4,867 美元/吨，同比下跌 11.41%，仍呈下跌趋势。2017 年上半年，受中国制造业增速放缓、美联储 3 月加息等因素影响，铜价在全球经济增长的不确定中冲高回落陷入震荡。2017 年下半年，在中国经济表现强于预期，美元指数弱势以及中国废铜进口政策、国外矿山劳资谈判可能带来原料供应下滑的影响下，铜价强势向上突破。2017 年 12 月，LME 3 月期铜月均价格为 6,838 美元/吨，同比上涨 20.49%；全年 LME 3 月期铜均价为 6,190 美元/吨，同比上涨 27.20%。截至 2018 年 6 月末，LME 3 月期铜收盘价格为 6,645 美元/吨，受中美贸易摩擦升温及美联储加息预期增强等因素影响，较年初下降 2.82%。2018 年 1~6 月，LME 3 月期铜均价为 6,950 美元/吨。

图 5：2015.1~2018.6 LME 3 月期铜价格走势

单位：美元/吨



资料来源：Choice，中诚信证评整理



长期看，以中国为代表的新兴经济体对金属的大量需求还将持续。但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。

### 行业政策

近年来，国内铜行业冶炼产能急速扩张，国家监管部门于 2006 年开始通过进口关税、出口税率、行业准入条件、节能环保要求等政策变化加强对铜行业的宏观调控。

2012 年我国出台的《有色金属工业“十二五”发展规划》鼓励行业内规模领先的企业实施国内的兼并收购和海外扩张，同时优化我国有色金属行业产业布局并提高资源保障能力，这将使优质企业规模优势和资源优势更加明显。

2014 年 4 月 28 日，工信部发布《铜冶炼行业规范条件》，进一步加强铜冶炼行业管理，遏制低水平重复建设，规范现有铜冶炼企业生产经营秩序，提升资源综合利用率和节能环保水平，推动铜工业结构调整和产业升级，促进铜冶炼行业持续健康发展。新规范条件自 2014 年 5 月 1 日起实施，原《铜行业准入条件》同时废止。

2015 年 3 月，国家发改委和商务部发布《外商投资产业指导目录（2015 年修订）》，该文件明确外商投资铜铝铅锌冶炼不再受限。

2016 年 10 月，《有色金属工业发展规划（2016-2020 年）》发布，提出要加快产业结构调整，“从严控制铜、电解铝、铅、锌、镁等新建冶炼项目，鼓励对落后铅锌冶炼进行技术改造”。

2017 年 7 月 18 日，中国环保部向 WTO 递交通知，宣布从 2017 年 9 月起，中国将禁止进口 4 大类 24 种“洋垃圾”。其中七类废杂铜，属于限制进口许可废料，要进口此类废料需要获得相关批文。2018 年 1 月 31 日，环保部公示了 2018 年第 5 批倡议核准的限定入口类申请明细表，此次审定废七类铜进口量合计 3,470 吨，同比下降 93.57%。此次限制废七类铜进口量，将减少 2018 年废铜进口量。

我国政府出台的一系列调控政策表明政府对铜行业的监管力度正在加大，政策的实施有助于改

善目前我国铜行业的无序扩张状态，有助于铜产业结构的优化和资源的合理配置。未来具有完整产业链的大型铜生产企业将会拥有更好的成长空间，而规模小、技术落后的冶炼企业将面临淘汰的压力；同时，铜行业的集中度有望得到提升，上下游企业以及可以实现资源互补的企业之间的合作也将进一步增加。

整体来看，在全球黄金和铜需求进一步下滑，黄金和铜价格呈现宽幅震荡下行趋势的背景下，矿山资源较多、产业链完善且运营效率高的大型有色金属企业拥有更强的抗风险能力。

### 竞争实力

#### 突出的资源优势

矿山资源是矿产企业最重要的战略资源，公司通过自主勘查和资源并购，资源储备持续增长，已成为我国控制金属矿产资源最多的企业之一。

截至 2017 年末，公司共有国内外采矿权 226 个，面积 774.92 平方公里；探矿权 188 个，面积 1,860.81 平方公里。公司国内矿山资源主要分布于福建、吉林、黑龙江、新疆、青海、内蒙古、贵州、云南和四川等地；国外矿山资源主要分布在澳大利亚、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、秘鲁、刚果（金）、俄罗斯和巴布新几内亚等地区。2017 年公司主要矿山经评审的资源储量分别为黄金 1,320.07 吨、铜 3,147.51 万吨、银 836.05 吨、钼 68.09 万吨、锌 783.04 万吨、铅 144.03 万吨、钨 7.56 万吨、锡 13.97 万吨、铁 2.06 亿吨以及煤 0.69 亿吨。

表 4：2015~2017 年公司矿山保有资源/储量情况

主要矿种	2015 年 (完全权益法)	2016 年 (完全权益法)	2017 年 (完全权益法)
金(金属, 吨)	1,170.00	1,183.25	1,161.22
伴生金(金属, 吨)	91.28	164.17	158.85
<b>金小计(金属, 吨)</b>	<b>1,261.28</b>	<b>1,347.41</b>	<b>1,320.07</b>
铜(金属, 万吨)	2,346.40	3,006.38	3,147.51
银(金属, 吨)	1,110.42	934.06	836.05
钼(金属, 万吨)	57.46	67.97	68.09
锌(金属, 万吨)	839.68	800.87	783.04
铅(金属, 万吨)	154.15	149.55	144.03
钨(WO <sub>3</sub> , 万吨)	8.03	8.00	7.56
锡(金属, 万吨)	13.97	13.97	13.97
铁(矿石, 亿吨)	2.12	2.09	2.06
煤(亿吨)	4.89	4.57	0.69

注：2015 年以来公司保有资源储量按完全权益法统计，即所有项目/矿山的资源储量均按集团实际持股比例计算归属集团的量。

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

整体看，公司矿产资源品种涵盖范围广，且近年来资源储量保持了较快增长，主要经营金属黄金和铜的储量位居国内前列，巨大的资源保有量可为未来可持续发展提供有效保障。

## 显著的规模优势及行业地位

从行业发展情况来看，据中国黄金协会统计数据，2017 年我国黄金产量达到 426.14 吨，连续十一年位居世界第一，其中矿产金 369.17 吨；2017 年公司矿产金产量为 37.48 吨，占全国矿产金产量的 10.15%。铜方面，据中国有色金属工业协会统计数据，2017 年我国矿产铜产量为 165.64 万吨，其中公司矿产铜产量为 20.80 万吨，占全国矿产铜产量的 12.56%。同期，我国矿产锌产量为 326.85 万吨，其中公司矿产锌产量 27.00 万吨，占全国矿产锌的 8.26%。

从行业竞争结构来看，经过产业重组，我国黄金行业已经形成了数家规模较大的黄金企业，其中公司与中国黄金集团公司、山东黄金集团有限公司等同为国内特大型黄金企业，公司在矿产金产量及储量规模上位居国内黄金企业前列。从矿产铜产量规模来看，公司为全国第二大矿产铜生产商，产量仅次于江西铜业。

从金铜产品产量来看，2017 年公司生产矿产金 37.16 吨、冶炼金 176.28 吨，分别同比增长-11.91% 和 2.46%；生产矿产铜 20.80 万吨、冶炼铜 42.80 万吨，分别同比增长 34.22% 和 5.34%，金铜产品的规模优势显著。

在 2018 年《福布斯》全球 2000 强中，公司位居第 947 位，位居其中全球金属矿业企业第 14 位、全球黄金企业第 2 位；在 2018 年普华永道“全球最大 40 家矿业公司”中排名第 17 位。

总的来看，公司矿产金属生产规模较大，具有较强的规模优势，并稳居国内领先地位。

## 领先的技术实力及产品质量

公司是国内最早从事黄金矿业开发的企业之一，具有丰富的黄金以及其他矿种开发经验，在难处理金矿资源开发利用、精炼等方面的技术已达到国际先进水平。

公司拥有低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室、国家级企业技术中心、福建省有色金属矿产资源开发工程技术研究中心、院士专家工作站、博士后工作站等高层次研发平台，并设立了紫金矿冶设计研究院、厦门紫金矿冶技术公司、厦门地质矿产勘查总院、紫金矿冶测试公司、厦门紫金工程设计公司等多家专职的研发机构，近年先后获得国家级创新型试点企业、国家级知识产权试点企业、福建省创新型试点企业、专利工作试点企业、知识产权优势企业和高新技术企业等称号。

凭借较强的科研和技术实力，公司拥有多项自主知识产权专利技术和非专利技术；多项冶炼生产技术达到国际先进水平，特别是在有色金属矿产资源的露天矿陡帮开采技术、推浸选冶技术、生物提铜技术、黄铜矿酸性热压/常压预氧化、难处理金矿热压/常压化学催化氧化预处理等领域的研究和应用均居国内领先地位。2016 年，公司在贵州紫金建成了中国第一套热压预氧化装置，并实现了规模化工业生产，改变了热压预氧化技术长期被外国公司垄断的现状，解决了中国大量难选冶金矿处理的技术瓶颈，被权威专家鉴定为具有“国际领先水平”，紫金矿业的核心技术竞争力实现了新的突破。

研发投入方面，在每年的财务预算和执行中，公司优先安排技术研发投入经费，同时通过制定《科技经费管理办法》、《科技项目经费预算指南》和研发经费的年度预算制度等管理核算体系，提高资金使用的规范性、安全性和有效性，有力保证了科研创新工作的开展。2015~2017年公司研发支出分别为3.58亿元、4.38亿元和3.33亿元，研发方向涵盖了安全、环保、地勘、采矿、选矿、冶金及材料等领域。

公司科研机构设置齐全，核心技术人才团队稳定，为公司技术可持续性提供了良好条件的同时，使其产品保持较高品质，并获得市场的高度认可。公司已被列入英国伦敦金银协会LBMA黄金供货商名录，黄金产品获准使用“采用国际标准产品”标志，生产的标准金锭可在全世界范围内开展销售。总体看，公司研发和技术水平较高，技术创新成果显著，为公司可持续发展奠定了坚实的基础。

## 业务运营

公司主要业务为黄金及金属矿产资源的勘查、开发和利用，2015~2017年营业收入分别为743.04亿元、788.51亿元和945.49亿元。得益于冶炼金业

务量的大幅提升，公司近年业务规模增长较快。2018年1~6月，因冶炼加工金产销量增加及其他业务收入的增加，公司实现营业收入498.14亿元，较上年同期增长32.75%。

黄金业务板块是公司收入和利润的主要来源，近三年公司黄金业务收入和毛利占比分别保持在50%左右和35%以上。同时，作为国内黄金产业的龙头企业之一，公司通过多年的发展，已经形成了以金为主，铜、铅锌、钨、铁等基本金属并举的产品格局。2017年公司实现营业收入945.49亿元，其中黄金业务是公司收入的主要来源，2017年该业务收入（矿产金及冶炼金）577.57亿元，占公司内部抵消前收入的49.81%，较上年下降8.83个百分点；铜业务收入（矿产铜及冶炼铜）占比为21.76%，较上年上升3.54个百分点；锌业务收入（矿产锌及冶炼锌）占比为6.93%，较上年上升1.63个百分点。公司其他收入主要包含贸易物流收入141.93亿元、冶炼加工银销售收入14.44亿元、铜管销售收入8.46亿元、铜板带销售收入8.26亿元、黄金制品收入4.89亿元、铅精矿销售收入4.78亿元，以及其他产品、中间业务、服务业务等收入46.90亿元。

表5：2015~2018.H1公司主营业务收入构成情况

单位：万元

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
矿产金业务板块	765,909	9.38%	976,213	10.31%	932,029	8.04%	409,406	6.67%
冶炼加工及贸易金业务板块	4,930,653	60.40%	4,577,209	48.33%	4,843,690	41.77%	2,379,229	38.76%
矿产银业务板块	45,741	0.56%	51,394	4.26%	60,324	0.52%	26,857	0.44%
矿产铜业务板块	439,148	5.38%	403,138	13.96%	716,280	6.18%	435,466	7.09%
冶炼产铜业务板块	901,841	11.05%	1,322,003	2.08%	1,806,051	15.58%	969,752	15.80%
矿产产锌业务板块	127,357	1.56%	197,446	3.22%	406,671	3.51%	244,445	3.98%
冶炼产锌业务板块	282,845	3.46%	304,663	0.54%	396,876	3.42%	203,000	3.31%
铁精矿业务板块	37,901	0.46%	63,228	0.67%	111,662	0.96%	70,958	1.16%
其他	632,354	7.75%	1,574,668	16.63%	2,321,555	20.02%	1,399,001	22.79%
<b>汇总数</b>	<b>8,163,749</b>	<b>100.00%</b>	<b>9,469,962</b>	<b>100.00%</b>	<b>11,595,138</b>	<b>100.00%</b>	<b>6,138,114</b>	<b>100.00%</b>
其中：内部销售抵消	-733,392	-	-1,584,848	-	-2,140,276	-	-1,156,725	-
<b>合计</b>	<b>7,430,357</b>	<b>-</b>	<b>7,885,114</b>	<b>-</b>	<b>9,454,862</b>	<b>-</b>	<b>4,981,389</b>	<b>-</b>

注：上述业务板块占主营业务收入百分比采用内部销售抵消前数据。  
资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理



## 有色金属资源储备

近年来，公司将增加资源储量作为重要战略目标，并不断加大该部分资金投入，在对原有矿山深部找矿、补充勘探的同时，积极进行国内外资源并购，资源储备规模逐年扩大。

黄金资源方面，截至 2017 年末，公司黄金资源保有量为 1,320.07 吨。公司国内主要矿山包括紫金山金铜矿、吉林珲春市小西南岔金铜矿、甘肃杜家沟金矿、内蒙敖包金矿、贵州水银洞金矿等；国外矿山主要有塔吉克斯坦泽拉夫尚（ZGC）金矿、吉尔吉斯左岸金矿、澳大利亚诺顿金田有限公司、西澳大利亚 Coolgardie 的 Bullabulling 黄金项目等。

铜资源方面，截至 2017 年末，公司铜金属资源保有量为 3,147.51 万吨，主要矿山包括紫金山金铜矿、新疆阿舍勒铜矿、青海德尔尼铜矿、黑龙江多宝山铜矿等。

铅锌资源方面，截至 2017 年底，公司保有锌金属和铅金属资源分别达 783.04 万吨和 144.03 万吨，主要矿山通过新疆紫金锌业有限公司、乌拉特后旗紫金矿业有限公司、俄罗斯龙兴公司和新疆哈巴河阿舍勒铜业股份有限公司运营。

探矿方面，2015~2017 年，公司分别投入 2.52 亿元、2.05 亿元和 2.26 亿元地勘费用，用于主要矿山深部及外围矿区的勘探工作。2017 年公司探矿方面成果显著，完成钻探 23.51 千米，坑探 0.75 千米；勘查新增 333 以上类别资源储量（部分未经评审）金 59.21 吨、铜 170.7 万吨、铅锌 21.89 万吨、银 224.75 吨、钨（WO<sub>3</sub>）0.23 万吨、钴 3.33 万吨。其中，境外刚果（金）找矿取得巨大成果，卡莫阿铜矿卡库拉矿段持续增储，科卢韦齐铜钴矿新增铜金属量 28.48 万吨、钴金属量 3.33 万吨；国内找矿亦取得重大突破，山西繁峙义兴寨-义联金矿新增金金属量 38.45 吨，内蒙三贵口铅锌矿新增铅锌金属量 19.57 万吨，河南坤宇上宫金矿新增金金属量 9.52 吨，新疆阿舍勒铜矿、福建武平悦洋银多金属矿等也取得重要探矿成果。

近年来，公司国际化进程加快，海外重要项目建设和重大并购工作全力推进，截至 2017 年末，公司在海外共拥有矿山 9 座，主要以金矿、铜矿和

铅锌矿为主。其海外项目资源储量约占总资源储量的 1/3 以上，其中金矿和铜矿的海外资源量占比已超过 50%。2018 年 9 月 5 日，公司和 Nevsun Resources Ltd.（以下简称“Nevsun”）签署《收购执行协议》及《锁定协议》，并于 9 月 15 日通过境外子公司向 Nevsun 全体股东发出《要约收购通函》，正式启动对 Nevsun 的现金收购。若交易达成，预计将增加公司铜、锌、金权益金属资源分别为 825 万吨、188 万吨和 242 吨。此外，2018 年 9 月 17 日，公司与塞尔维亚签署《战略合作协议》，拟在本次交易交割日及后续 3 年期间内以现金出资方式累计投资 3.5 亿美元（约合人民币 23.98 亿元），对 Rudarsko-Topioničarski Basen RTB Bor Doo（RTB BOR 集团，系塞尔维亚国有铜业公司，拥有该国唯一在产的铜矿及冶炼厂）进行增资扩股，在增资完成后将持有其 63% 股权。上述项目的收购将大幅提高公司可持续发展能力，增加矿产资源储备和产品产量，但较大的资本支出将对公司造成一定的资金压力，中诚信证评将密切关注上述收购项目的进展。

整体来看，公司探矿及资源并购增储成效显著，资源储量十分丰富，金、铜等金属储量位居国内领先地位，且随着公司加快对海外矿山项目的收购和开拓进度，公司金、铜、铅锌等金属资源储备持续增长，整体实力不断增强。但中诚信证评也关注到，公司新增的矿山大多处于勘探或建设阶段，暂未形成大规模生产能力，且海外项目工程进度易受当地政治、法律、文化和政策等影响，或将持续加大公司的经营管理压力。

## 黄金业务

黄金业务为公司核心业务板块，具有很强的竞争力。2015~2017 年公司实现黄金业务收入 569.66 亿元、555.34 亿元和 577.57 亿元，占公司营业收入的比重分别为 76.67%、58.64% 和 49.81%。公司黄金业务包括矿产金和冶炼金业务，2015~2017 年矿产金业务分别实现销售收入 76.59 亿元、97.62 亿元和 93.20 亿元，同期冶炼金业务规模分别为 493.07 亿元、457.72 亿元和 484.37 亿元。2018 年 1~6 月

公司黄金业务收入为 278.86 亿元,其中矿产金和冶炼金收入分别为 40.94 亿元和 237.92 亿元。

**表 6: 2015~2018.H1 公司黄金产品销售情况**

名称	不含税单价 (元/克)	销售数量 (吨)	金额 (亿元)
<b>2015</b>			
矿产金	214.95	35.63	76.59
冶炼金	234.62	210.16	493.07
<b>2016</b>			
矿产金	234.53	41.62	97.62
冶炼金	264.46	173.08	457.72
<b>2017</b>			
矿产金	249.36	37.38	93.20
冶炼金	274.97	176.15	484.37
<b>2018.H1</b>			
矿产金	254.03	16.12	40.94
冶炼金	270.22	88.05	237.92

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

## 矿产金

2015~2017 年公司矿产金产量分别为 37.16 吨、42.55 吨和 37.48 吨。具体来看, 2017 年巴里克(新几内亚) 生产 7.82 吨、澳洲诺顿金田生产 6.27 吨、中塔泽拉夫尚生产 4.01 吨、福建紫金山金铜矿生产 3.88 吨、珲春曙光金铜矿生产 2.57 吨、洛阳坤宇黄金生产 1.83 吨、贵州资金矿业生产 1.61 吨、吉尔吉斯斯坦奥同克生产 1.42 吨、山西紫金生产 1.36 吨、内蒙古金中生产 1.31 吨、河北崇礼紫金生产 1.14 吨、河南洛宁华泰生产 1.09 吨, 公司其他黄金企业合计生产 3.18 吨。

**表 7: 2015~2018.H1 公司黄金产品产量情况**

产品	单位: 吨			
	2015	2016	2017	2018.H1
<b>黄金</b>	<b>247.36</b>	<b>214.60</b>	<b>213.76</b>	<b>104.91</b>
其中: 矿产金	37.16	42.55	37.48	16.88
冶炼加工金	210.20	172.05	176.28	88.03

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

紫金山金铜矿为公司本部黄金产品原料主要来源地, 是公司规模最大的单体矿山, 不过鉴于紫金山金铜矿受资源储量及矿石品位下降影响黄金产量不断下滑。为此, 公司近年对主要矿山实施一系列改扩建项目。其中, 陇南紫金(甘肃亚特) 礼县金矿项目一期 6,000 吨/日浮选项目已于 2013 年投产; 项目二期 8,000 吨/日和生物预氧化可研报告

已完成, 目前正处于外部立项完善推进及采矿基建剥离实施过程。公司该项目计划投资金额 14 亿元, 截至 2017 年末累计投资金额为 6.54 亿元。两期项目全部建成后, 达产规划产能为每年矿产金约 6 吨。

## 冶炼金

2015~2017 年公司冶炼金产量分别为 210.20 吨、172.05 吨和 176.28 吨。公司黄金冶炼业务主要集中在福建省本部、子公司洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司(以下简称“洛阳紫金”)和紫金矿业集团黄金冶炼有限公司。其中, 洛阳紫金是上海黄金交易所首批综合类会员单位及首批可提供标准金锭的认证企业, 其主要业务为收购洛阳市周边其他矿山企业或冶炼企业生产的、含金量达不到标准金锭要求的合质金, 并精炼提纯生产标准金锭, 于上海黄金交易所销售。

采购方面, 除自产黄金外, 公司黄金冶炼所需原材料主要为外购合质金, 收购品位均在 80% 以上。公司与主要供应商合作多年, 业务关系较为稳固。2017 年外购合质金合计采购金额为 215.67 亿元。

**表 8: 2017 年公司外购合质金前五名供应商情况**

单位: 亿元、%		
供应商	交易金额	占总采购比例
供应商 A	22.07	14.26
供应商 B	15.89	10.27
供应商 C	12.94	8.36
供应商 D	7.34	4.74
供应商 E	4.43	2.86
<b>合计</b>	<b>62.67</b>	<b>40.50</b>

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

采购定价及结算方面, 公司主要采取由客户点价销售的模式, 确定原材料的收购价, 即由客户自己报价, 通过公司的交易平台在上海黄金交易所报价, 成交后依据合同确定的加工费, 按成交价扣取加工费后的价格作为采购结算价。为控制采购的市场风险, 公司在客户原料到厂后, 经化验室检测后付款, 并以当天的均价和化验室提供的数量, 按总价的 80% 支付货款, 要求客户必须要在公司正常的生产周期内点价销售。

销售方面，公司标准黄金主要在上海黄金交易所进行销售，黄金加工制品主要通过专卖店和银行代销，主要市场集中在福建、上海、深圳等地。自有“紫金”和“银辉”品牌产品的入库量、交易量一直保持在交易所会员单位前列。2017 年公司对上海黄金交易所销售黄金金额为 405.24 亿元，占黄金业务收入比重的 70.16%。凭借雄厚的资金实力、先进的冶炼技术以及品牌效应等方面的优势，公司产品在黄金市场中具有很强的竞争力。

价格方面，凭借优良的产品品质，近三年公司标准金销售均价均高于上海黄金交易 2 号金平均价格。2017 年在黄金投资需求上升的背景下，公司产品价格继续上涨，矿产金和冶炼金产品平均价格（不含税）分别为 249.36 元/克和 274.97 元/克，分别较上年上涨 6.32% 和 3.97%。2018 年 1~6 月，公司矿产金和冶炼金产品平均价格（不含税）分别为 254.03 元/克和 270.22 元/克。

总体看，公司黄金业务产销量较为稳定，加之公司黄金产品品牌知名度很高，销售渠道顺畅，整体业务经营情况较好。未来，随着其他主要矿山在建项目的逐步达产，产能得到释放，将对紫金山金铜矿黄金产量下滑形成较好弥补，公司黄金业务收入仍将得以有效保障。

## 铜业务

随着多个国内外铜矿的成功收购以及铜冶炼项目的投产，公司铜板块业务的重要战略地位逐步显现。2015~2017 年公司分别实现铜业务收入 134.09 亿元、172.51 亿元和 252.23 亿元，占同期营业收入的比重分别为 18.05%、18.22% 和 21.76%，公司除黄金以外的另一支柱板块。公司铜业务主要包括矿产铜和冶炼铜，2015~2017 年公司矿产铜业务销售收入分别为 43.91 亿元、40.31 亿元和 71.63 亿元；同期冶炼铜业务收入分别为 90.18 亿元、132.20 亿元和 180.61 亿元。2018 年 1~6 月公司铜业务收入为 140.52 亿元，其中矿产铜和冶炼铜业务分别实现销售收入 43.55 亿元和 96.98 亿元。

表 9：2015~2018.H1 公司铜产品销售情况

名称	不含税单价 (元/吨)	销售数量 (吨)	金额 (亿元)
矿产铜	29,052	151,161	43.91
冶炼铜	34,874	258,600	90.18
2016			
矿产铜	26,656	151,236	40.31
冶炼铜	32,567	405,931	132.20
2017			
矿产铜	34,406	208,183	71.63
冶炼铜	41,885	431,191	180.61
2018.H1			
矿产铜	36,914	117,968	43.55
冶炼铜	44,420	218,315	96.98

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

### 矿产铜

2015~2017 年和 2018 年 1~6 月公司矿产铜产量分别为 15.03 万吨、15.50 万吨、20.80 万吨和 11.94 万吨。公司矿产铜规模较大，为全国第二大矿产铜生产商，产量仅次于江西铜业，且具有很强的盈利能力，2017 年该业务毛利率达 50.61%。

近年公司自产铜精矿不断增加，原有矿山扩产为公司增加铜精矿供应的重要手段之一，2017 年紫金山铜矿产铜 7.59 万吨、新疆阿舍勒铜精矿产铜 4.41 万吨；黑龙江多宝山铜矿产铜 3.37 万吨；刚果（金）科卢韦齐铜矿产铜 2.19 万吨；青海德尔尼铜矿生产精矿含铜 0.98 万吨；珙春金铜矿生产精矿含铜 1.17 万吨；其他矿山合计产铜 1.09 万吨。

表 10：2015~2018.H1 公司铜产品产量情况

产品	单位：万吨			
	2015	2016	2017	2018.H1
铜	41.44	56.13	63.60	33.72
其中：矿产铜	15.03	15.50	20.80	11.94
冶炼铜	26.41	40.63	42.80	21.78

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

公司铜矿采矿技术为生物提铜技术，该技术为公司专利技术，主要工艺流程为：采用湿法提铜工艺，即全部矿石破碎至-20mm 后进行生物堆浸→萃取→反萃→电积，生产出产品阴极铜。公司上述技术与传统的选冶提铜工艺相比，可使原来的十几道工序缩短为三至四道工序，而成本仅为传统工艺的



三分之一到二分之一，先进的工艺技术有效保障了公司矿产铜业务的利润空间。

## 冶炼铜

除自产铜精矿外，公司其他原材料主要为外购铜精矿和粗杂铜。2015~2017 年总采购量分别为 100.5 万吨、168.13 万吨和 165.74 万吨。

供应商及采购定价方面，公司铜冶炼原材料采购主要通过进口方式，上游国外供应商主要为瑞士矿业贸易有限公司、嘉能可国际有限公司、路易达孚金属贸易有限公司等国际知名铜精矿贸易商，原料供应稳定。目前公司铜精矿国外进口量约占采购量的 57.50%，不过随着紫金山金铜矿和科卢韦齐铜矿供应量的增加，这一比重将逐步下降。采购价格方面，公司参照中国铜原料谈判小组价格采购定价，已与上游原料供应商签订长期原材料供货合同，并为抵御市场价格波动风险，合同约定原料价格随产成品市场价格浮动。2017 年公司对多宝山铜矿二期建设目前正在推进中，项目计划总投资 24.77 亿元，截至 2017 年末已投资 7.89 亿元，项目二期建设及一期技改完成后，产能预计扩大至年产铜 8 万吨，对公司铜业务的发展起到积极作用。

2015~2017 年和 2018 年 1~6 月公司冶炼铜产量分别为 26.41 万吨、40.63 万吨、42.80 万吨和 21.78 万吨。近年来冶炼铜产量持续增长，主要得益于公司对紫金铜业 20 万吨/年铜冶炼项目技改扩能，以及珲春紫金 10 万吨/年铜冶炼项目以及刚果（金）科卢韦齐铜矿浮选系统等项目顺利投产。

## 销售

公司铜产品销售主要由紫金铜业市场部负责，主要销往福建本地及广东、江浙一带，下游客户主要为国内的贸易商、铜板带加工企业和铜管加工企业等，销售运费均由买方承担。2017 年前五大客户销售总额占铜业务收入的 52.32%，客户集中度相对较高。

产品定价方面：一是产品的最终结算价为作价期内上海期货交易所阴极铜当月合约日结算价的月算术平均价；二是买方赋予卖方在合同确定的作价期内上海期货交易所（SHFE）阴极铜当月合约盘面即时价的权利。另外，为规避阴极铜市场价格

波动风险，公司使用临时定价安排对子公司紫金铜业用于铜冶炼的存货进行套期保值。

## 锌业务

2015~2017 年公司实现锌业务收入 41.02 亿元、50.21 亿元和 80.35 亿元，占营业总收入的比重为 5.52%、5.30% 和 6.93%。公司锌业务主要包括矿产锌和冶炼锌业务，2015~2017 年矿产锌业务收入分别为 12.74 亿元、19.74 亿元和 40.67 亿元，冶炼锌业务收入分别为 28.28 亿元、30.47 亿元和 39.69 亿元，均呈逐年增长态势。

随着新疆紫金锌业铅锌矿、乌拉特后旗紫金三贵口锌矿（规划产能为年产锌精矿 7 万吨）和俄罗斯图瓦铅锌多金属矿（规划产能为年产锌约 8 万吨）的陆续投产，公司近年矿产锌产量大幅增长。2015~2017 年公司矿产锌产量分别为 19.82 万吨、25.00 万吨和 27.00 万吨。随着公司锌精矿自给率的不断提升，公司矿产锌业务发展前景良好。

表 11：2015~2018.H1 公司锌产品产量情况

单位：万吨				
产品	2015	2016	2017	2018.H1
锌	41.70	46.45	46.70	24.36
其中：矿产锌	19.82	25.00	27.00	14.83
冶炼锌	21.88	21.45	19.70	9.53

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

销售方面，公司锌锭产品主要销往华东和华北市场，目前在华北市场销售比率约占总销售量的 90%。公司产品通过铁路运输至天津和上海的仓储库，客户通过电话订货的方式付款订货后，从仓储库提货。同时，巴彦淖尔紫金生产的“紫金”牌锌锭可在上海期货交易所进行挂牌交易。定价方面，公司以上海有色网日均价及锌锭期货价格为基础，在综合考虑市场竞争结构、产品竞争因素、企业目标等要素的情况下，通过内设的定价委员会对主要产品进行定价；同时，公司约 15% 的锌锭产品通过上海有色网月均价上浮 50 元/吨进行长单销售合同定价。

总体来看，公司资源储量丰富，近年来金、铜以及铅锌等业务板块发展迅速，矿产品保持了很强的盈利能力。未来，随着主要矿山建设项目的逐步

达产，公司矿石自给率将进一步提高，整体竞争力及抗风险能力将得到增强。

### 套期保值

为了控制价格波动及交易风险，公司利用金融衍生工具进行远期交易，并制定了《集团公司套期保值管理办法》等相关管理规定。该办法明确规定了公司总部及权属单位进行套期保值交易坚持“只做保值不做投机”的基本原则，即贵金属及有色金属套期保值业务依托现货生产计划，通过恰当的套期保值交易，在一定程度上锁定集团公司产品利润，规避产品价格波动风险。具体来看，公司所有远期商品期货合约只能由经董事会批准并由公司高级管理层组成的远期交易小组执行，并由其时刻关注商品期货合约的价格波动。在持仓量方面，公司矿产黄金、矿产铜、矿产锌以及矿产银的远期销售合约持仓量原则上不得超过其矿产品年计划产量的 50%；冶炼金、冶炼铜和冶炼锌的远期销售合约持仓量不低于其年计划产量的 85%。同时，随着业务规模扩大，公司保有一定量的黄金租赁量。具体来看，公司从银行租入黄金，通过上海黄金交易所卖出所租黄金融得资金，到期日通过上海黄金交易所买入相同数量和规格的黄金偿还银行并支付约定租金，期限在一年以内，利率低于一年期基准利率，并通过“以公允价值计量且其变动计入当期损益”金融负债科目核算。因此，当金价出现较大波动时，黄金租赁业务产生的公允价值变动损益对公司的经营业绩造成一定影响。为了降低因金价波动使黄金租赁业务产生的公允价值变动损益对公司利润的影响，公司对大部分租赁黄金进行了远期套期保值操作。虽然公司针对远期交易建立了内部管理制度，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，2016 年受套期保值业务亏损的影响，当年公司投资收益下降至-19.73 亿元，因此应持续关注公司对套期保值业务的风险控制情况。

### 公司管治

作为 A 股和 H 股上市公司，公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》和《香港联交所上市

规则》等境内外法律法规的要求，完善公司治理结构，规范运作，已建立了较为完善的公司治理结构和制度。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。其中，股东大会系公司最高权力机构；董事会是股东大会的常设执行机构，也是公司的决策机构，下设战略委员会、执行与投资委员会、审计与内控委员会、提名与薪酬委员会四个专门委员会，由 12 人组成，其中独立非执行董事 4 人；监事会主要负有监督职责，由 3 名股东代表监事和 2 名职工代表监事组成；公司高管层由总裁 1 名，副总裁 5 名，董事会秘书 1 名、财务总监 1 名等组成，实行董事会授权委托下的总裁负责制，负责公司日常经营管理工作。

同时，公司已形成了全资、控股与参股的母子公司体系，并实行三级管控体系（集团—区域公司—权属公司），以股权管理为纽带，区域公司发挥区域管理中心、物流中心、人才中心、协调中心、保障和服务中心作用，按股权关系行使股东权利。各控股企业作为各自独立的法人单位，根据各自的经营特点设置相关的组织机构，但受公司的统一调控。

### 内部管理

面对黄金和有色金属市场低迷、矿产品价格大幅下滑对公司经济效益带来的不利影响，公司采取各项措施积极应对，并有针对性地加强内控建设，内控体系得到进一步完善。

在组织架构方面，强化“集团-区域-权属企业”三级管控力度，规范并跟踪督查权属企业股东会、董事会等会议程序，强化集团规章制度在权属企业的转化与执行；通过更新董事长、总裁授权文件，修订有关审批审核权限制度等方式，及时调整集团领导成员分工，完善公司授权体系。

在预算管理方面，完善集团公司计划管理制度及计划运营考核体系，提高其适用性和可执行性；对重点关注企业按照“一企一策”建立了经济责任制薪酬考核体系；提高预算管理质量，在采剥（掘）计划的编制与评审、核定矿山生产能力和采掘工程

单价核定等方面，提高预算管理有效性。在基本金属和贵金属价格大幅度下降的背景下，强化效率效益导向考核，充分调动经营管理积极性和创造性，促使权属企业挖潜增效、节支降耗；同时，加强对各权属企业实行科学管理、有效监督和客观评价。

在资金管理方面，加强资金的计划管理和集中统筹管控，拓展低成本融资渠道，提高安全性、流动性、收益性，降低资金综合成本；成立利率汇率风险决策小组和执行小组，就具体汇率利率保值业务之产品、额度、时机等进行决策，授权其签署相关合同、协议等规避利率汇率波动带来的风险；财务部每周进行一次宏观经济分析，对外币融资汇率、利率风险进行监控。

在资产管理方面，加强资产运营分析和资产清理，推进资产管理试点工作；加强地质工作和资源管理，完善了矿山地质工作运行管理体系，推进地质勘查工作市场化运作系列工作，规范矿山地质工作技术标准与工作方法。

在财务管理方面，强化财务区域管控，通过对各级财务人员绩效考评等措施，完善集团财务管控机制；推进 ERP 财务系统优化及建设工作，提高财务管理水平，规范财务核算。

在采购管理方面，规范采购供应渠道及物资品牌管理，完善供应商体系建设；推进大宗物资、大型设备的集中采购，加强采购渠道供应商名录管理，整合区域运输业务，降低运输成本。

在安全生产方面，公司严格落实安全生产责任制，近年来编制并发布了集团公司《年度环境报告》和《社会责任报告》。公司依照国家安全法律法规和政策规定提取安全专项措施费用，用于支持重大事故隐患治理、安全技术改造、科研、宣传培训、应急救援建设等。

此外，在套期保值方面，公司为规避市场价格波动风险，对原材料和产成品均进行一定程度的套期保值，并制订了相应的《集团公司套期保值管理办法》，下属子公司拥有自主权，能够锁定利润空间。虽然公司制定了相应的规章制度，但期货交易具有较高的市场风险和操作风险，应持续关注套期保值业务的风险控制情况。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的内部管理体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 战略规划

公司已制定明确的战略发展规划：坚持以矿业为主导，重视矿业与金融的结合，充分借助互联网计算，改造公司管理体系，解决探索与产业关联的互联网+业务；充分激发企业潜能，进一步增加产品产量，严格控制成本，努力实现企业经营现金流和利润的增长；坚定不移的推进新一轮创业发展，稳健实施全球资源战略，实现公司可持续发展和规模实力的大幅增长，争取在 2030 年进入国际一流矿业集团的行列，成为高技术效益型特大国际矿业集团。

在矿种方面，公司坚持以黄金、铜为主，兼顾其它贵金属及基本金属，以大型、成熟的矿山为目标，积极进行资源并购整合。具体来看，国内方面，在资源品种的选择上以金、铜矿为主，其它有色金属并举；资源品位上以国家一般工业指标为衡量标准，对于可露天开采的矿山可适当降低标准；对于资源地区的选择，以成矿条件优越的中西部地区为主，资源选择时考虑开发建设条件和人文、宗教、社区、政府的支持力度等多个内外部因素。

开发建设方面，2018 年公司计划继续推进多宝山铜业二期扩建工程、新疆紫金锌业采选 20,000 吨/日技改项目等建设，并加快海外重点项目建设开发。刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿项目是公司今后的主要增长点，将按照计划推进项目建设；加快推进科卢韦齐铜钴矿湿法系统建设，加大铜钴资源回收利用；优化俄罗斯龙兴公司图瓦锌多金属矿二期地采方案，实现露天转地下采矿的平稳过渡；继续完善诺顿金田低品位资源开发利用方案；加快中塔泽拉夫尚公司塔罗金矿大露采研究论证等。

冶炼加工方面，公司将重点推进紫金铜业新增 10 万吨阴极铜产能的二次挖潜增效扩建项目、铜冶炼资源综合利用及无害化处置项目，黑龙江紫金铜业铜冶炼项目，新疆紫金锌业配套 10 万吨/年锌冶炼项目建设等。



根据规划，2018 年公司计划生产矿产金 37.00 吨、矿产铜 24.40 万吨、矿产锌铅 31.17 万吨、矿产银 213 吨、铁精矿 260 万吨。

融资方面，公司计划继续加强与各政策性银行、商业银行的合作，并充分利用目前美元贷款利率较低的机遇，在境内外争取外汇贷款，解决境外并购及项目开发建设资金需求，同时利用信用证、押汇及外汇贷款等业务产品满足有进出口业务的企业流动资金需求。

总体看，公司的发展战略立足于自身经营特色，着眼于行业的未来发展趋势，专注于黄金、铜及其他有色金属矿产资源的获取，战略定位明确，战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

下列财务分析基于公司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 2015~2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年上半年财务报告。

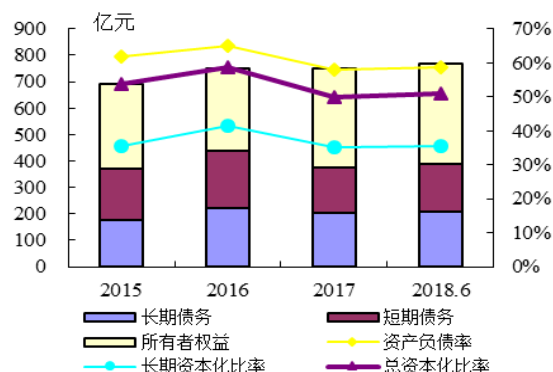
### 资本结构

近年公司不断加大投资支出、矿产资源及产能扩张力度，使公司整体资产规模持续上升。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 839.14 亿元、892.18 亿元和 893.15 亿元，复合增长率为 3.17%。同期末，公司负债总额分别为 519.86 亿元、581.01 亿元和 516.72 亿元，复合增长率为-0.30%，其中 2016 年末负债总额大幅增长主要系当年发行了 50 亿元超短期融资券所致。所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 319.28 亿元、311.17 亿元和 376.43 亿元，其中，2017 年上半年公司完成非公开发行人民币普通股（A 股），资本公积大幅增加，2017 年末公司所有者权益同比增加 20.97%。截至 2018 年 6 月末，公司资产总额为 909.89 亿元，负债总额为 532.68 亿元，所有者权益为 377.21 亿元。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 61.95%、65.12%和 57.85%；总资本化比率分别为 53.71%、58.55%和 49.79%。截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分

别为 58.54%和 50.80%。

图 6：2015~2018.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

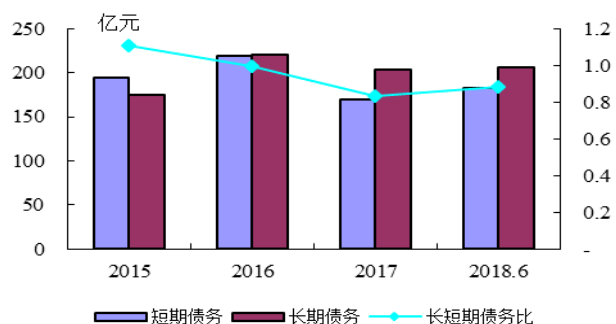
从资产结构来看，由于公司的核心竞争力是矿产资源，近年来公司加大投资支出、资源及产能扩张力度，并形成了以非流动资产为主的资产结构。截至 2017 年末，公司非流动资产为 606.40 亿元，占同期末总资产的比重为 67.89%。从非流动资产结构来看，2017 年末公司非流动资产主要包括长期股权投资 67.97 亿元、固定资产 301.36 亿元、其他非流动资产 69.59 亿元和无形资产 99.04 亿元。公司长期股权投资主要为对合营企业及联营企业的股权投资。固定资产和无形资产主要系矿山构筑物及建筑物和探矿及采矿权等。其他非流动资产主要包括勘探开发成本等。

截至 2017 年末，公司流动资产为 286.75 亿元，占当期末总资产的比重为 32.11%，主要由货币资金、交易性金融资产、其他流动资产和存货构成，分别占当期末流动资产的比重为 20.70%、8.91%、12.30%和 38.67%；其中，货币资金中 3.99 亿元系保证金，使用权受到限制。交易性金融资产方面，主要受合并范围新增紫金全球基金影响，公司交易性金融资产余额增至 25.54 亿元。存货方面，2017 年末公司存货余额同比减少 7.60%至 110.90 亿元，由于金、铜等有色金属以及原料价格受国际市场影响较大，价格波动剧烈，2017 年公司对存货计提跌价准备 0.78 亿元，同时转回或转销跌价准备 1.01 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司非流动资产和流动资产分别为 618.04 亿元和 291.85 亿元，占总资产比重分别为 67.92%和 32.08%。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应

付款及有息债务构成,2017年末上述三项占同期末负债总额的比重分别为7.84%、7.26%和73.11%。公司负债以有息债务为主,2015~2017年末以及2018年6月末总债务分别为370.40亿元、439.60亿元、373.28亿元和389.42亿元,债务规模增长较快。从债务期限结构来看,2015~2017年以及2018年6月末,公司短期债务/长期债务比分别为1.11倍、0.99倍、0.83倍和0.88倍,长短期债务规模相当。公司矿山资源开发项目建设周期长,长短期债务协调搭配的债务期限结构符合公司业务发展的需要,整体债务期限结构较为合理。

图7: 2015~2018.H1 公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看,2017年公司非公开发行股票的完成使得资产负债率和总资本化比率明显下降;同时,公司未来可能继续加大对矿产资源收购与地质勘探力度,债务规模或将提升。但目前而言,公司财务杠杆比率仍处于较合理水平,财务结构较稳健。

## 盈利能力

2015~2017年公司营业收入分别为743.04亿元、788.51亿元和945.49亿元,复合增长率为12.80%。2017年,公司矿产品产量及价格的上升使得整体收入稳步增长,当年营业总收入同比增长19.91%。2018年1~6月,公司实现营业总收入498.14亿元,同比增加32.75%,主要由于冶炼加工金产销量增加及其他业务收入的增加。

营业毛利率方面,受黄金等金属价格上涨、开采成本上升以及冶炼加工费上升等因素的共同影响,2015~2017年,公司营业毛利率呈现增长趋势,分别为8.47%、11.50%和13.94%。若剔除冶炼加工产品后,公司2017年矿产品毛利率为47.05%,较

上年上升9.10个百分点。2018年1~6月,公司主要产品单位售价同比上升,当期营业毛利率为14.25%。目前,公司盈利能力处于国内黄金行业前列,且随着在建矿山产能的逐步释放、资源自给率的进一步提高以及多金属板块的良好发展,公司盈利能力稳定性和经营抗风险能力将提高。

期间费用方面,2015~2017年,公司期间费用合计分别为42.58亿元、40.71亿元和57.56亿元,三费收入占比分别为5.73%、5.16%和6.09%,均保持在合理水平,公司期间费用控制能力较好。具体来看,销售费用方面,2017年受运输费用上升影响,公司全年销售费用同比上升12.20%至7.49亿元;当年管理费用为29.94亿元,同比增长6.08%,主要由于技术开发费及人工成本同比增加所致;财务费用方面,2017年公司汇兑损失增加,当年财务费用20.13亿元,大幅上升246.15%。2018年1~6月,期间费用为25.78亿元,三费收入占比为5.18%。

表12: 2015~2018.H1 公司期间费用分析

单位: 亿元、%

	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	6.92	6.67	7.49	4.30
管理费用	26.21	28.22	29.94	14.88
财务费用	9.46	5.82	20.13	6.60
三费合计	42.58	40.71	57.56	25.78
营业总收入	743.04	788.51	945.49	498.14
三费收入占比	5.73	5.16	6.09	5.18

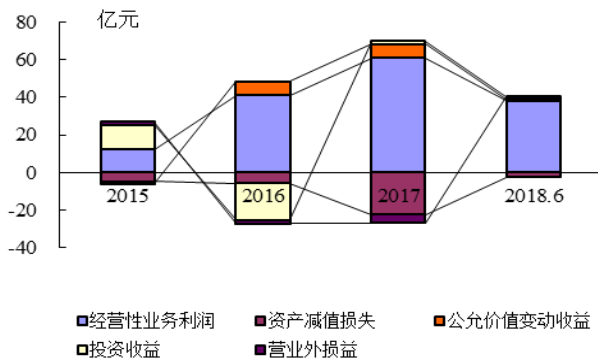
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面,近年来公司主要产品价格保持增长,经营性业务利润和利润总额也呈现增长态势。2015~2017年公司经营性业务利润<sup>1</sup>分别为12.28亿元、40.89亿元和60.68亿元;同期利润总额分别为20.86亿元、21.26亿元和45.68亿元。公司的利润总额由经营性业务利润、资产减值损失、公允价值变动收益、营业外损益和投资收益构成。2017年公司营业毛利率上升,经营性业务利润大幅增长,当年经营性业务利润为60.68亿元,同比增长48.39%。同期,公司投资收益为1.56亿元,主要系产品套期保值收益。2017年公司资产减值损失为22.21亿元,主要包括固定资产减值损失10.58

<sup>1</sup> 经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费

亿元、在建工程减值损失 6.14 亿元和无形资产减值损失 3.29 亿元，主要系公司对探矿权以及矿山寿命、排产计划、销售价格、运营成本、折旧费用、税金、资本性支出及折现率等关键假设作出的判断和估计，后期仍有继续减值的可能；公允价值变动损益 7.50 亿元主要系公司持有的股票、基金、期货合约等浮动收益；营业外损益-4.59 亿元主要为政府补助收入 0.02 亿元、收回已核销坏账及其他 0.47 亿元和非流动资产资产处置损失 2.79 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现经营性业务利润 38.21 亿元，利润总额 37.81 亿元。

图 8：2015~2018.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着 2016 年以来黄金价格的回暖，公司收入规模保持稳步增长，营业毛利率明显上升，期间费用控制较好。目前，公司盈利能力仍处于国内黄金行业前列，中诚信证评将持续关注黄金价格波动、黄金产量稳定性及非黄金业务的发展对公司盈利能力的影响。

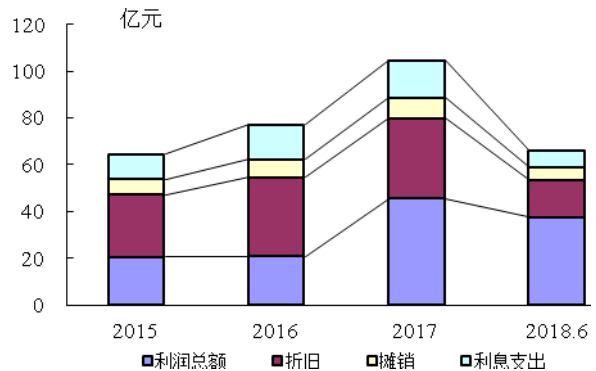
## 偿债能力

2017 年以来，随着部分短期借款及超短期融资券的到期偿付，期末公司总债务规模同比减少 15.09% 至 373.28 亿元；2018 年 6 月末，总债务规模小幅上升至 389.42 亿元。

从现金流情况来看，由于公司生产黄金主要销售给上海黄金交易所，且基本现款结算，公司经营性净现金流持续表现较好。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司经营活动净现金流分别为 102.69 亿元、86.02 亿元、97.64 亿元和 49.81 亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为 0.28 倍、0.20 倍、0.26 倍和 0.26 倍；经营活动净现金/利息支出分别

为 7.11 倍、5.17 倍、5.86 倍和 6.48 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力较强。

图 9：2015~2018.H1 公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 由利润总额、折旧、利息支出及摊销构成，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司 EBITDA 分别为 64.64 亿元、77.27 亿元、104.84 亿元和 66.34 亿元。2017 年公司利润总额大幅增加，当年 EBITDA 明显增长，整体获现能力强。从主要偿债能力指标表现来看，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司总债务/EBITDA 分别为 5.73 倍、5.69 倍、3.56 倍和 2.94 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 4.48 倍、4.65 倍、6.29 倍和 8.63 倍，公司 EBITDA 能对债务利息的偿还形成很强保障。

表 13：2015~2018.H1 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.H1
长期债务 (亿元)	175.51	220.46	203.78	206.66
总债务 (亿元)	370.40	439.60	373.28	389.42
资产负债率 (%)	61.95	65.12	57.85	58.54
总资本化比率 (%)	53.71	58.55	49.79	50.80
EBITDA (亿元)	64.64	77.27	104.84	66.34
EBITDA 利息倍数 (X)	4.48	4.65	6.29	8.63
总债务 / EBITDA (X)	5.73	5.69	3.56	2.94*
经营活动净现金 / 利息支出 (X)	7.11	5.17	5.86	6.48
经营活动净现金 / 总债务 (X)	0.28	0.20	0.26	0.26*

注：加“\*”指标已经过年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司资信状况良好，与多家商业银行建立了长期稳定的合作关系。截至 2018 年 6 月末，公司获得的银行授信总额合计 1,351 亿元，尚未使用授信额度 1,042 亿元，备用流动性充裕。



同时，公司作为上海、香港两地上市公司，直接融资渠道畅通。整体来看，公司融资渠道顺畅，备用流动性充足，具备很强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司对外担保额（不含子公司）合计 4.06 亿元，分别为对瓮福紫金化工股份有限公司和福建省稀有稀土（集团）有限公司提供担保 1.16 亿元和 2.90 亿元，对外担保规模整体较小，对外担保所承担的或有负债风险可控。未决诉讼方面，截至 2018 年 6 月 30 日，公司无重大未决诉讼。

综合而言，公司金、铜等矿产资源储量十分丰富，矿产金、铜产量位居国内前列，具有很强的规模优势和综合竞争力，且未来公司资源规模的不断扩张以及金、铜等各金属业务同时发展，将使公司的抗风险能力和整体实力得到进一步提升。同时，公司具备较强的盈利能力和获现能力，加之融资渠道顺畅，财务弹性较强，整体偿债能力极强。

## 递延支付利息条款及偿付顺序

除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在该付息日前 5 个工作日在上交所网站或以上交所认可的其他方式向合格投资者披露递延支付利息公告。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设置

保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

## 结 论

综上，中诚信证评评定紫金矿业集团股份有限公司的主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；评定“紫金矿业集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

## 关于紫金矿业集团股份有限公司 公开发行2018年可续期公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、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，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

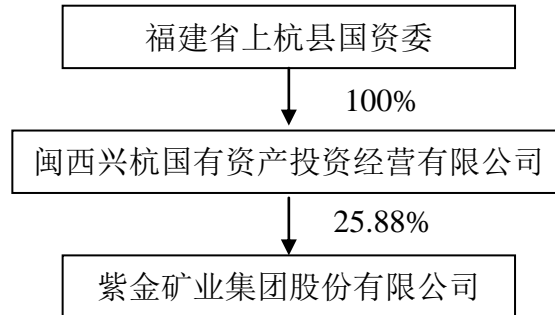
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期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，并发布定期跟踪评级结果及报告。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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

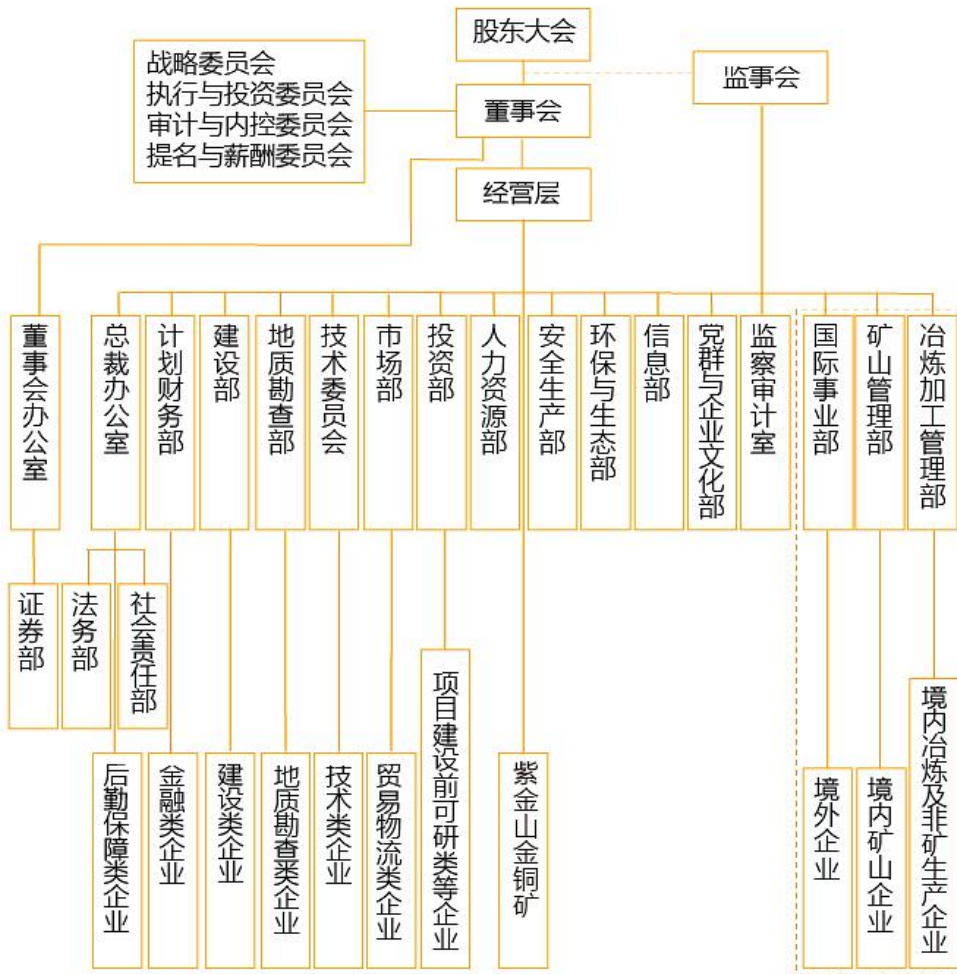
附一：紫金矿业集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供



附二：紫金矿业集团股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

**附三：紫金矿业集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	549,829.53	502,250.20	593,606.67	872,619.35
应收账款净额	86,468.27	78,306.75	129,286.45	148,022.11
存货净额	1,095,131.85	1,200,262.66	1,108,983.50	1,181,592.36
流动资产	2,179,484.70	2,414,020.88	2,867,501.06	2,918,506.29
长期投资	791,313.03	898,552.46	757,554.94	900,156.63
固定资产	2,935,935.13	3,253,061.02	3,013,619.96	2,898,996.79
总资产	8,391,403.37	8,921,770.03	8,931,526.36	9,098,893.79
短期债务	1,948,899.66	2,191,386.45	1,694,987.87	1,827,553.40
长期债务	1,755,118.84	2,204,573.36	2,037,816.33	2,066,648.57
总债务（短期债务+长期债务）	3,704,018.50	4,395,959.81	3,732,804.19	3,894,201.97
总负债	5,198,577.84	5,810,119.21	5,167,241.83	5,326,778.61
所有者权益（含少数股东权益）	3,192,825.53	3,111,650.82	3,764,284.52	3,772,115.18
营业总收入	7,430,357.37	7,885,113.78	9,454,861.91	4,981,389.08
三费前利润	548,618.21	816,093.51	1,182,430.51	639,933.37
投资收益	131,277.44	-197,333.64	15,567.01	12,761.29
净利润	134,267.78	168,726.79	324,754.92	306,874.99
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	646,399.12	772,696.21	1,048,446.03	663,397.54
经营活动产生现金净流量	1,026,941.40	860,167.19	976,435.55	498,068.53
投资活动产生现金净流量	-869,315.56	-847,885.59	-594,760.28	-90,844.68
筹资活动产生现金净流量	-27,301.77	-50,789.03	-267,428.73	-135,287.52
现金及现金等价物净增加额	133,393.78	-13,287.50	104,152.06	264,387.06
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	8.47	11.50	13.94	14.25
所有者权益收益率（%）	4.21	5.42	8.63	16.27*
EBITDA/营业总收入（%）	8.70	9.80	11.09	13.32
速动比率（X）	0.34	0.36	0.61	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.20	0.26	0.26*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	0.39	0.58	0.55*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.11	5.17	5.86	6.48
EBITDA 利息倍数（X）	4.48	4.65	6.29	8.63
总债务/EBITDA（X）	5.73	5.69	3.56	2.94*
资产负债率（%）	61.95	65.12	57.85	58.54
总债务/总资本（%）	53.71	58.55	49.79	50.80
长期资本化比率（%）	35.47	41.47	35.12	35.40

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、带“\*”财务指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧<sup>2</sup> + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (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)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 合同销售收入

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

<sup>2</sup> 折旧以固定资产合计口径核算，包括固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧以及投资性房地产折旧。



## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。