

西部矿业集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 21 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0297 号

西部矿业集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“18 西部矿业 MTN002”的信用等级为 **AA+**；维持“19 西部矿业 CP001”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日

评级观点：中诚信国际维持西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 西部矿业 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**；维持“19 西部矿业 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了丰富的矿山资源、较强的技术水平、利润水平大幅提升及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到盈利能力受行业周期性波动影响较大、其他应收款规模较大、本部债务负担较重以及相关省属企业经营实力弱化或将其外部融资环境产生不利影响等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

西矿集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	497.80	604.22	613.80	624.96
所有者权益合计（亿元）	156.30	136.52	154.74	158.12
总负债（亿元）	341.50	467.71	459.06	466.83
总债务（亿元）	273.41	367.20	369.95	376.11
营业总收入（亿元）	361.61	383.20	392.19	83.10
净利润（亿元）	3.60	-16.56	10.93	0.52
EBITDA（亿元）	27.39	6.05	42.84	--
经营活动净现金流（亿元）	23.36	20.74	39.26	9.18
营业毛利率(%)	10.67	10.12	10.39	8.56
资产负债率(%)	68.60	77.41	74.79	74.70
总资本化比率(%)	63.63	72.90	70.51	70.40
西矿集团（公司本部）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	156.34	159.90	187.81	187.10
所有者权益合计（亿元）	22.31	24.44	29.18	31.76
总负债（亿元）	134.03	135.46	158.63	155.33
总债务（亿元）	121.87	124.87	125.67	118.75
营业总收入（亿元）	19.18	36.77	54.94	13.33
净利润（亿元）	2.60	3.41	0.12	-0.26
经营活动净现金流（亿元）	-9.42	8.26	3.26	-0.12
营业毛利率(%)	-0.49	-0.50	-0.26	-0.52
资产负债率(%)	85.73	84.72	84.46	83.02
总资本化比率(%)	84.53	83.63	81.15	78.90

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：有色金属(C050000_2019_04)

西部矿业集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	3.52	6
	总资产收益率(%)*	2.38	6
财务政策与 偿债能力 (34%)	总资本化比率(%)	70.51	6
	EBITDA/总债务(%)*	7.75	5
	EBIT 利息保障倍数(X)*	0.96	6
	调整后的 CFO/总债务(%)*	3.19	8
规模与多元 化(20%)	营业总收入(亿元)*	379.00	8
	业务多样性	10	10
运营实力 (30%)	资源赋存	10	10
	原材料供应稳定性	10	10
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			1
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件、安全环保风险等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **丰富的矿山资源。**目前公司主要拥有和控制的矿山包括内蒙古获各琦铜矿、西藏玉龙铜矿及会东大梁铅锌矿等，铜、铅、锌等有色金属储量丰富。同时，经过多年的积累，公司已拥有高海拔作业下领先的矿山采选技术和丰富的生产管理经验。

■ **利润水平大幅提升。**2019 年受益于产销量的大幅增加，公司经营业务利润保持在较好水平。此外，由于资产减值损失等因素消除，2019 年公司利润总额大幅增加，并实现扭亏为盈。

■ **融资渠道较为通畅。**公司下属子公司西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”，股票代码 601168.SH）为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。同时，公司银企关系良好，具有良好的财务弹性。

关注

■ **行业周期性波动对公司盈利水平影响较大。**有色金属价格具有行业周期性，公司盈利能力受有色金属价格波动影响较大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，铜、铅、锌价格下跌，公司净利润同比降幅较大。

■ **其他应收款持续增长且规模较大。**2019 年末公司其他应收款进一步增长，主要为股东欠款，中诚信国际将对公司股东欠款事项解决进展情况保持关注。

■ **公司本部债务负担较重，且面临较大短期偿债压力。**2020 年 3 月末，公司本部债务负担仍较重且短期债务占比高，面临较大的流动性压力。

■ **相关省属企业经营实力弱化。**近年来青海盐湖工业股份有限公司、青海省投资集团有限公司等企业持续亏损、债务出现逾期。同时，公司持有部分股权的青海省属企业盈利能力较弱，上述因素或将对公司融资环境和信用水平产生影响。

评级展望

中诚信国际认为，西部矿业集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；公司债务规模大幅攀升，偿债能力显著弱化。

评级历史关键信息

西部矿业集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	A-1 (19 西部矿业 CP001)	2019/8/27	张馨予、周伊格	中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000 2019_04	阅读全文
AA+/稳定	AA+ (18 西部矿业 MTN002)	2019/6/17	张馨予、周伊格	中诚信国际有色金属行业评级方法 031200 2017_03	阅读全文
AA+/稳定	AA+ (18 西部矿业 MTN002)	2018/6/5	王鹏、刘旷、钟婷	中诚信国际有色金属行业评级方法 031200 2017_03	阅读全文

同行业比较

2019 年部分有色金属企业主要指标对比表						
公司名称	电解铜产量 (万吨)	锌锭产量 (万吨)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
驰宏锌锗	--	30.85	313.73	43.53	164.03	7.61
云南铜业	111.50	--	423.64	71.38	632.90	9.75
锡业股份	11.00	9.45	351.37	60.06	428.87	11.09
西矿集团	14.04	9.36	613.80	74.79	392.19	10.93

注：“驰宏锌锗”为“云南驰宏锌锗股份有限公司”简称；“云南铜业”为“云南铜业股份有限公司”简；“锡业股份”为“云南锡业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
18 西部矿业 MTN002	AA+	AA+	10.00	2018/12/05~2021/12/05
19 西部矿业 CP001	A-1	A-1	10.00	2019/11/25~2020/11/25

跟踪评级原因

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个

季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

受中美贸易摩擦及需求增速放缓等因素影响，2019年国内外铜价同比均有所下降；2020年以来，受疫情影响铜价大幅下跌

美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2020”中的数据统计，2019年末全球铜矿产资源储量约为8.71亿吨（金属量，下同），主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯等国家。中国的铜矿产资源储量位居全球第八位，储量约为2,600万吨，占全球储量的2.99%。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。2019年以来，环保要求的提高使得一些中小型矿山关闭，少数大型矿山的生产也曾阶段性受限，据安泰科统计，2019年我国铜精矿产量为155万吨，同比减少0.70%；而消费量约680万吨，同比增加8.16%，存在较大产销缺口，对外依存度高的局面难以改善，铜精矿进口仍将是主要供应来源。

表 1：2019 年末全球铜资源储量情况

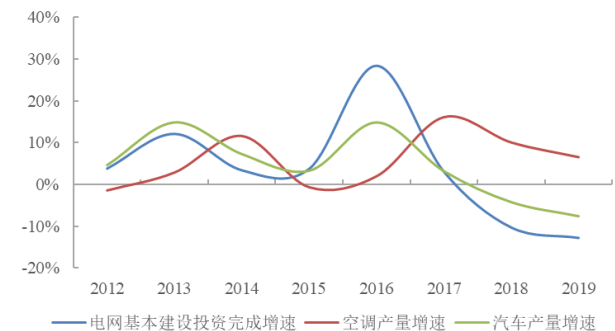
排名	国家	基础储量（万吨）
1	智利	20,000
2	澳大利亚	8,700
3	秘鲁	8,700
4	俄罗斯	6,100
5	墨西哥	5,300
6	美国	5,100
7	印度尼西亚	2,800
8	中国	2,600
9	哈萨克斯坦	2,000
10	刚果（金）	1,900

11	赞比亚	1,900
--	其他	22,000
总计		约 87,100

资料来源：U.S. Mineral Commodity Summaries, January 2020，中诚信国际整理

需求方面，近年来我国铜消费量始终处于全球第一位。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次是空调制冷、建筑业和交通运输。2019年我国电网基本设施投资完成额为2.41亿元，同比下降12.69%；国内空调产量同比增加6.50%至21,866万台；国内固定资产投资完成额同比增加5.40%，同比增速略有下降；据中国汽车工业协会数据显示，2019年国内汽车产量为2,572万辆，同比减少7.50%，同期汽车销量为2,576万辆，同比减少8.20%，汽车行业需求呈疲软态势。受上述下游产业需求变化影响，2019年我国精铜消费量约为1,126万吨，同比增长0.80%，增速同比下降3.20个百分点。

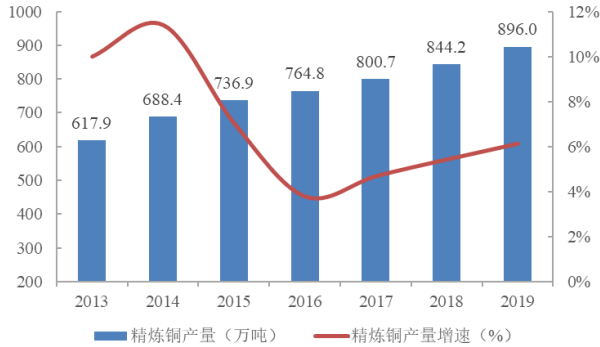
图 1：近年来我国铜行业下游发展增速情况



资料来源：中诚信国际整理

供应方面，2019年，受禁止洋垃圾入境政策影响，我国粗铜和废铜进口量同比下降较多，但铜精矿进口量出现较大幅度增长，整体看原材料供应有一定保证。2019年，我国精铜产量为896.00万吨，同比增加6.10%，受产能扩张影响，增速有所提升；同期受国内产能扩张及需求增速放缓影响，我国精铜净进口量同比下降11.40%至307.70万吨，但全年国内精铜市场仍呈过剩格局，过剩量为77.70万吨，同比有所扩大。

图 2：近年来我国精炼铜产量及增速情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

价格方面，2019 年，全球宏观经济下行，制造业表现低迷，需求承压；智利、秘鲁等铜产量大国相继出现生产干扰因素，供给端不确定风险仍然存在。全年铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势。2019 年 LME 三个月期铜价格开于 5,862 美元/吨，于 9 月初达到全年最低水平 5,562 美元/吨。年末中美贸易谈判暂时达成部分协议，市场信心再次提振，LME 三个月期铜价格收于 6,183 美元/吨，较年初开盘价上涨 5.48%。整体来看，2019 年 LME 三个月期铜均价为 6,017 美元/吨，同比下跌 8.04%。2020 年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至 3 月末 LME 三个月期铜价格为 4,797.5 美元/吨，较年初下跌 22.45%。

图 3：近年来 LME 三个月期铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，长期看，以中国为代表的新兴经济体的金属需求对国际铜价影响较大。由于全球经济发展及地缘政治关系仍具有较大的不确定性，且全球需求端疲软现象没有得到根本性改变，

未来一段时间内国际铜价或仍将呈震荡下行态势。

2019 年受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外锌价整体呈下行态势；2020 年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌

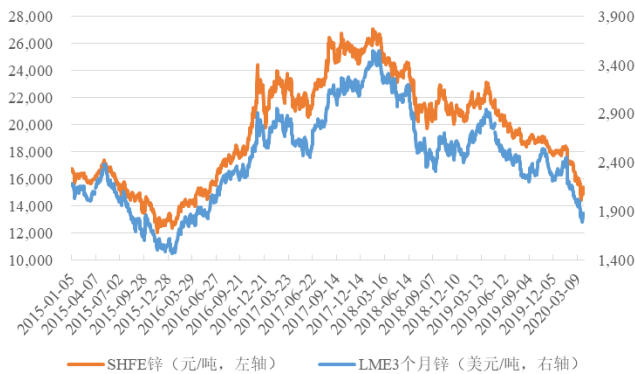
截至 2019 年末，我国锌资源储量约为 4,400 万吨，占全球资源储量的 17.60%，主要分布在云南、广东、内蒙古和甘肃等地。近年来受环保政策影响，我国锌精矿及精炼锌产量均呈逐年下降态势。2019 年，国内锌精矿产能有所增长，但受西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司等矿区发生安全事故影响，产量增速受限。据安泰科估计，2019 年我国锌精矿产量同比增加 1.20% 至 422.00 万吨；同期由于全球锌精矿供应充足，TC/RC 处于高位，受高利润驱动，锌冶炼企业纷纷增产，加之株洲冶炼厂完成搬迁，以上共同带动我国精炼锌产量同比增加 8.68% 至 616.2 万吨，增速同比上升 13.20 个百分点。消费方面，2019 年，受制造业景气度下降、下游需求低迷影响，锌消费增速较低，2019 年我国精锌消费量为 666.00 万吨，同比增加 1.52%。

库存方面，2019 年由于海外冶炼事故多发，全球精锌供应趋紧，LME 锌库存呈持续减少态势。2019 年初，LME 锌库存不足 13 万吨；截至 2019 年末，LME 锌库存较年初减少约 7.81 万吨至 5.12 万吨，降幅达 60.39%。国内方面，2019 年以来，由于国内锌冶炼企业生产积极性较高，锌锭库存量有所增长。截至 2019 年末，上海期货交易所锌锭库存为 2.81 万吨，较年初增长 0.80 万吨。

价格方面，2019 年全球经济面临较大不确定性，经济增速放缓，制造业景气度下行，加之贸易摩擦不断，国内外锌价整体呈下跌态势。截至 2019 年末，LME3 个月锌价收于 2,292 美元/吨，较年初下降 4.34%；2019 年 LME3 个月锌平均价格为 2,506 美元/吨，同比下降 13.37%；截至 2019 年末，SHFE 锌收于 17,950 元/吨，较年初下降 12.18%；2019 年 SHFE 锌平均价格为 19,944 元/吨，同比下降 13.29%。2020 年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，LME3 个月锌价

收于 1,880 美元/吨，较年初下降 17.94%；SHFE 锌收于 15,175 元/吨，较年初下降 15.13%。2020 年 1~3 月，LME3 个月锌平均价格为 2,131 美元/吨，同比下降 20.41%；同期 SHFE 锌平均价格为 16,755 元/吨，同比下降 22.00%。

图 4：近年来 SHFE 锌及 LME3 个月锌价格



数据来源：Choice，中诚信国际整理

总体来看，2019 年受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外锌价整体呈下行态势；2020 年以来，受疫情蔓延影响，国内外锌价大幅下跌。

2019 年受锂电池等替代作用以及宏观经济增速放缓等因素影响，国内外铅价震荡下行；2020 年以来，受疫情影响铅价继续走低

近年来，受环保政策以及铅原矿品位下降影响，我国铅精矿产量呈下降态势，但随着小矿权的清退整改接近尾声以及新建矿山产能的逐渐释放，我国铅精矿产量增速已逐渐放缓。据安泰科统计，2019 年我国铅精矿产量为 200.60 万吨，同比减少 1.30%，增速同比下降 0.96 个百分点。随着再生铅占比逐步提高，国内对铅精矿需求或将有所下降，预计未来国内铅精矿产量难以大幅增长。

2019 年我国精铅产量约为 495.90 万吨，同比增长 1.00%，其中，再生铅产能明显增长，带动我国再生铅产量同比增长 4.95% 至 222.50 万吨；受部分主要产区环保限产政策影响，原生铅产量同比下降 2.01% 至 273.40 万吨。消费方面，铅酸蓄电池是国内精铅初级消费中最主要的产品。2019 年 1~11 月，我国铅酸蓄电池产量同比增长 2.90% 至

18,130.90 万千瓦安时，但随着蓄电池行业通过降低铅酸电池耗铅量来降低成本，特别是“电动车新国标”的实施以来，精铅消耗有所减少。2019 年我国精铅消费量为 486.40 万吨，同比下降 0.78%。长期来看，电动车新国标的实施将加剧锂电池对铅蓄电池的替代作用；通讯基站领域精铅需求量也将逐步被锂取代，电池领域对铅需求将逐步放缓。

价格方面，受着全球经济增速回落、中美贸易摩擦反复等宏观事件影响，汽车销量下降导致精铅需求下滑，铅价格整体震荡下行。2019 年初，美联储主席鲍威尔发表鸽派讲话，美元指数下跌，但在总体需求不振的背景下，伦铅走势先扬后抑，并于 5 月末触及 2016 年 10 月以来最低点至 1,773.5 美元/吨；随后全球开启量化宽松浪潮，伦铅再度回升至 2,200 美元/吨附近；进入四季度，随着部分停工检修的海外冶炼厂恢复生产，伦铅价格于高位回落，12 月末伦敦 LME 三个月期铅价格收于 1,923 美元/吨，同比下降 5.21%；2019 年伦敦 LME 三个月期铅均价为 2,004 美元/吨，同比下降 10.80%。国内方面，精铅供应稳定，加之精铅消费旺季有所推迟，使得国内库存积累，SHFE 铅价格走势明显弱于伦铅，呈波动下降态势，2019 年末，SHFE 铅主力合约收于 15,050 元/吨，较年初下降 16.62%；2019 年沪铅主力合约均价为 16,557 元/吨，同比下降 12.20%。2020 年以来，受疫情蔓延影响，铅价大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，LME3 个月铅价收于 1,690 美元/吨，较年初下降 12.73%；SHFE 铅收于 13,885 元/吨，较年初下降 8.86%。

图 5：近年来 SHFE 铅及 LME3 个月铅价格



资料来源：Choice，中诚信国际整理

整体看，2019年受锂电池等替代作用以及宏观经济增速放缓等因素影响，国内外铅价震荡下行；2020年以来，受疫情影响铅价继续走低。

2019年受益于主要产品产销量增长，公司有色金属采选冶板块收入同比大幅增加，带动总收入增长

公司主营业务为有色金属采选冶、有色金属贸易及盐湖化工等。2019年，尽管有色金属价格普遍下跌，但受益于主要产品产销量的大幅增加，公司有色金属采选冶板块收入同比增加约63%，带动营业总收入同比增长。

表2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
有色金属采选冶	85.88	85.26	138.72	29.31
有色金属贸易	261.25	281.48	238.27	52.09
盐湖化工	6.45	3.75	3.57	1.26
其他业务	8.03	12.71	11.62	0.43
合计	361.61	383.20	392.19	83.10
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
有色金属采选冶	23.75%	22.25%	35.37%	35.28%
有色金属贸易	72.25%	73.46%	60.76%	62.69%
盐湖化工	1.78%	0.98%	0.91%	1.52%
其他业务	2.22%	3.32%	2.96%	0.52%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：部分小数点后差异系四舍五入所致。公司其他业务主要包括金融、旅游、建筑地产及科技信息等。

资料来源：公司提供

公司资源储量丰富；2019年，各精矿产量受益于技改完成以及采矿方法优化同比增加；冶炼产能释放带动冶炼产品产量增长；2020年以来，有色金属价格下滑，公司利用窗口期对部分冶炼设备实施停产检修

作为西部最大的有色金属矿业公司之一，公司主要拥有和控制的矿山包括内蒙古获各琦铜矿、西藏玉龙铜矿、四川呷村银多金属矿、青海锡铁山铅锌矿、四川会东大梁铅锌矿等，铜、铅、锌等有色金属储量丰富；随着近年来的收购，公司新增铁矿石及钒金属储量，资源品种更加丰富。

表3：截至2020年3月末公司资源储量（金属量）

资源品种	采矿权	探矿权	合计
铜（万吨）	617.90	32.56	650.46
铅（万吨）	154.34	45.82	200.16
锌（万吨）	292.63	64.62	357.25
镍（万吨）	24.78	2.25	27.03
钼（吨）	36.03	--	36.03
硫（万吨）	378.39	--	378.39
钨（万吨）	--	4.24	4.24
金（吨）	12.59	9.84	22.43
银（吨）	2,186.15	1,572.37	3,758.52
钒（万吨）	58.94	--	58.94
铁矿石（万吨）	14,544.90	13,757.74	28,302.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，西部矿业以3.44亿元受让甘肃威斯特矿业勘查有限公司所持的肃北县博伦矿业开发有限责任公司（以下简称“肃北博伦”）30%股权；2020年1月以147.43万元收购青海省第四勘察院所持青海西钢它温查汉矿业开发有限责任公司（以下简称“它温查汉”）15%股权，公司通过西部矿业实现对肃北博伦与它温查汉全资控股，对资源的控制能力进一步增强。此外，2019年西部矿业以货币资金出资1.70亿元设立西矿钒科技公司，整合现有石煤发电及钒冶炼产品资源，并吸收合并其参股子公司肃北华泰博伦能源有限责任公司，拟建设完整的钒开发科技产业链。

值得关注的是，公司下属赛什塘铜矿、青海大场金矿由于位于三江源保护区内已退出生产，截至2020年3月末，公司已收到三江源补偿退出款11亿元，后续补偿还在进一步申请中。由于公司未来获得的补偿价款存在不确定性，公司已对涉及三江源保护区的探矿权全额计提减值。中诚信国际将对上述补偿价款的到位情况保持关注。

矿山产量方面，2019年受益于技改并持续优化矿山采矿方法以降低贫化率、提高回收率，公司各精矿产品产量均有所增长，其中受益于四川鑫源矿业有限责任公司所属的呷村银多金属矿技改完成并恢复生产，公司锌、金等精矿产量同比增幅较大。2020年一季度，受疫情影响，公司春节后复工时间有所推迟，矿山产量同比小幅下降。此外，公司玉

龙铜业二期项目建设正在推进中，建成后将新增 90 万吨/年选矿和 1,800 万吨/年的硫化矿采选能力。该项目计划于 2020 年底投料试生产，达产后公司铜精矿产量将大幅增加。

表 4：近年来公司精矿产品产量情况（金属量）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
铜精矿含铜(万吨)	4.97	4.71	4.91	1.31
铅精矿含铅(万吨)	5.93	5.45	6.96	1.62
锌精矿含锌(万吨)	13.63	13.37	16.30	3.94
精矿所含金(千克)	274.21	187.49	268.95	65.92
精矿所含银(吨)	131.94	107.11	138.13	28.19
铁精粉(万吨)	--	66.89	167.35	34.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

冶炼方面，截至 2020 年 3 月末，公司拥有 16 万吨/年电解铜、10 万吨/年电解铅以及 10 万吨/年锌锭产能。产量方面，2019 年通过技术攻关和优化工艺等措施，公司电解铅产量同比增加约 18%；受益于青海铜业有限责任公司 10 万吨/年电解铜项目达产，公司电解铜产量同比大幅增长。2020 年一季度，公司冶炼产品产量同比变化不大，但受疫情全球蔓延影响，有色金属价格普遍下跌，冶炼加工费发生倒挂，公司部分冶炼厂于 4 月起陆续停产检修，

表 6：近年来公司冶炼业务对外采购情况（万吨、元/吨）

品种	2017		2018		2019		2020.1~3	
	采购量	采购单价	采购量	采购单价	采购量	采购单价	采购量	采购单价
铅精矿	4.85	13,426	4.52	14,086	4.34	14,071	1.30	11,979
锌精矿	2.34	15,480	3.46	14,337	2.12	12,239	1.41	9,992
铜精矿	--	--	6.09	44,876	7.81	42,378	1.64	42,330

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

表 7：近年来公司冶炼产品销售情况（万吨、元/吨）

品种	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
电解铜	5.83	48,869	6.30	50,389	14.03	47,333	2.86	45,201
电解铅	4.26	18,150	7.44	18,828	8.67	16,634	1.89	14,209
锌锭	5.78	23,850	9.08	23,162	9.54	20,538	2.12	15,450

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

2019 年盐湖化工板块保持了较强的盈利能力，但规模较小，对利润贡献有限；贸易业务收入规模有所下降

公司盐业板块由青海盐业运营；镁板块由西部

其中青海铜业预计检修 2 个月；青海西豫和锌业分公司预计检修 1 个月。价格下跌对冶炼板块影响较大，公司冶炼板块 2020 年度经营目标的完成或将受到影响，中诚信国际将对此保持关注。

表 5：公司冶炼产品产能及近年来产量情况（金属量）

冶炼产品	截至 2020 年 3 月末 产能(万吨/年)	产量(万吨)			
		2017	2018	2019	2020.1~3
电解铜	16	5.98	7.97	14.04	2.71
电解铅	10	4.26	7.44	8.77	1.68
锌锭	10	5.69	9.05	9.36	2.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料方面，公司铅锌冶炼业务所采用的铅精矿和锌精矿自给率均大于 50%；由于公司矿山与冶炼产能分离，受运输成本较高影响，公司铜冶炼原材料主要依赖外购，自给率不高。

销售方面，2019 年，公司冶炼产品销量随产量增加有所增长；但受下游需求不足影响，有色金属价格震荡下行，同期公司锌锭、电铅及电解铜的销售均价同比分别下降约 11%、12% 和 6%。2020 年以来，受疫情影响，有色金属价格下行，公司冶炼产品售价同比大幅下降。

镁业运营。资源方面，公司盐湖资源主要集中在茶卡盐湖、柯柯盐湖；西部镁业高纯氢氧化镁所用原材料为含镁卤水，存放于团结湖中。

表 8：截至 2020 年 3 月末公司盐湖资源储备情况

运营主体	矿权	面积(km ²)	资源品种	储量
青海盐业	茶卡盐湖	112.90	原盐	4.25 亿吨
	柯柯盐湖	95.14	原盐	7.23 亿吨
西部镁业	团结湖	25.31	氯化镁	3,046.25 万吨

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

青海盐业主要产品为工业盐和食用盐，截至 2020 年 3 月末，产能分别为 300 万吨/年和 100 万吨/年，产量均以销定产。公司工业盐在西北地区市场占有率约 60%~70%，2019 年受产能释放及产品结构调整影响产量小幅增加；同期受益于盐改政策对食盐销售市场化的推动，公司积极开拓市场，食用盐产销量同比增加，但公司目前食用盐产能利用率仍较低。2019 年青海盐业实现营业收入 2.52 亿元，净利润 0.47 亿元。

西部镁业拥有 15 万吨/年高纯氢氧化镁产能，下游产品为高纯氢氧化镁原粉、高纯超细氢氧化镁、高纯轻质氧化镁、特级高纯烧结镁砂和特级高纯电熔镁砂，产品广泛应用于阻燃、医疗、军工、航天航空、新能源等领域。由于纯度高、成本低，公司镁产品还远销日本、美国、法国、德国等地。2019 年氢氧化镁产量受市场情况影响有所下降。2019 年西部镁业实现营业收入 1.23 亿元，净利润 -0.09 亿元。

表 9：近年来公司盐湖板块产量情况

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
工业盐(万吨)	176.52	257.80	266.60	24.91
食用盐(万吨)	5.89	2.08	3.62	0.57
氢氧化镁(万吨)	4.54	8.51	5.93	0.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司贸易产品主要为铜、铅、锌等，主要由西部矿业本部、中国西部矿业（香港）有限公司以及西部矿业集团（香港）有限公司运营，2019 年该板块收入有所下降，且毛利率较低，对公司利润贡献较小。

旅游方面，公司下属茶卡盐湖景区 2019 年接待游客 330 万人次，全年营业收入及净利润分别为 2.81 亿元和 1.20 亿元。此外，公司于 2018 年收购

伊吾西矿胡杨文化旅游有限公司和青海西矿哈拉湖文化有限公司使得旅游产品更加丰富。但 2020 年以来，受疫情影响，该板块盈利能力有所下滑。

房地产方面，公司与青海省发展投资有限公司合作建设了新青海大厦项目，公司持股比例为 66.67%，项目总投资约 24 亿元，目前已全部完工。其中，酒店已于 2019 年 11 月 18 日开业，写字楼招租正在洽谈中。

金融业务方面，公司于 2011 年 12 月成立了财务公司，公司和子公司西部矿业分别持有其 40% 和 60% 股份。此外，为进一步拓宽公司金融领域业务、满足公司及下属子公司购买大型机器设备、盘活应收账款等业务需求，公司于 2019 年分别设立西矿（天津）融资租赁有限公司和西矿（天津）商业保理有限公司。

公司在建项目主要为玉龙铜矿改扩建工程，尚需投资金额较大，面临一定资本支出压力

根据战略规划，公司未来发展的总体思路是以“矿山、冶炼、营销”三大运营板块为核心主体，凭借其所拥有的矿产资源储量，不断提升采、选、冶技术、管理水平和西部地区的产业优势。

目前公司主要在建项目为玉龙铜矿改扩建工程等，计划总投资 134.51 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资 72.48 亿元。在银行融资方面，项目经营主体玉龙铜业已与国开行西藏分行、工行西藏分行、建行西藏分行、中行西藏分行、农行西藏分行、西藏银行签订银团贷款协议，目前已获批 81.84 亿元银团贷款，融资成本 2.95%，利率每年调整一次。根据规划该项目预计将于 2020 年底投料试生产，但 2020 年 2~3 月，项目施工进度受新冠疫情影响略有延期，后期公司将加快建设进度。中诚信国际关注到，公司在建项目计划投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表 10: 截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况 (亿元)

项目名称	预算数	截至 2020 年 3 月末已投资	计划投资	
			2020.4~12	2021
西藏玉龙铜矿改扩建工程	106.18	49.78	30.00	5.00
新青海大厦	26.00	25.60	0.20	0.20
年产 100 万吨食用盐项目建设工程 (一期 30 万吨)	2.33	2.10	0.20	0.03
合计	134.51	72.48	30.40	5.23

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

此外, 2019 年 9 月, 西部矿业通过债转股方式引入第三方投资者工银金融资产投资有限公司 (以下简称“工银金融”) 及农银金融资产投资有限公司 (以下简称“农银金融”) 对大梁会东各增资 10 亿元, 增资款已于 2019 年 9 月到位, 资金拟用于偿还西部矿业及其子公司的金融机构借款。截至 2020 年 3 月末, 工银金融、农银金融及西部矿业对会东大梁的持股比例分别为 22.72%、22.72% 和 54.55%, 西部矿业仍为会东大梁控股股东, 公司仍为其实际控制人。退出方式方面, 工银金融与农银金融可在增资款交付之日起三年内通过资本市场实现股权退出或在特殊情况下以协议转让的方式退出。增资完成后, 公司资本实力进一步增强, 财务杠杆水平有所下降。

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季报。中诚信国际在分析时使用的 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

2018 年, 公司根据青海省投资集团有限公司 (以下简称“青投集团”) 存在的减值迹象, 在第三方评估机构的协助下, 对该股权投资的可回收金额进行了评估。经评估, 公司对青投集团股权投资的可回收金额为 0, 因此确认对青投集团长期股权投资减值损失 25.22 亿元。此外, 公司当期按照权益法确认对西宁特殊钢集团有限责任公司 (以下简

称“西钢集团”) 投资损失为人民币 7.01 亿元、对青投集团投资损失为 2.10 亿元。以上事项对公司报表产生较大影响。

2019 年, 主要产品价格下行, 但受益于产销量的大幅增加, 公司经营性业务利润保持在较好水平; 资产减值损失金额大幅减少带动公司利润总额增加并实现扭亏为盈

公司有色金属采选冶板块毛利率受行业周期性影响波动较大, 2019 年, 铜、铅、锌价格下降, 该板块毛利率同比减少 12.87 个百分点; 由于资源优势明显、生产成本较低, 盐湖化工板块毛利率维持在较高水平; 有色金属贸易板块毛利率较低, 2019 年其收入及占比下降使得当期公司营业毛利率同比小幅上升。2020 年 1~3 月, 受疫情影响, 有色金属价格大幅下跌, 公司采选冶板块毛利率下滑使得营业毛利率同比下降。

表 11: 近年来公司主要板块毛利率构成 (%)

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
有色金属采选冶	36.99	37.00	24.13	20.96
有色金属贸易	0.05	0.21	0.16	0.42
盐湖化工	55.30	41.34	50.00	51.31
其他业务	38.63	39.93	43.77	23.02
营业毛利率	10.67	10.12	10.39	8.56

资料来源: 公司提供

债务规模较大使财务费用维持高位, 加之研发费用、运输费用等增加, 2019 年公司期间费用同比小幅上升; 营业总收入的增加使得期间费用率小幅下降。2020 年 1~3 月, 研发费用及销售费用的增加使得期间费用同比小幅上升, 加之营业总收入同比

¹ 截至 2019 年 9 月末, 青海省国资委、西部矿业、西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司及青海省国有资产投资管理公司分别持有其 58.40%、20.36%、13.41% 和 7.83% 股权, 青投集团实际控制人为青海省

国资委。截至 2018 年末, 青投集团总资产为 773.27 亿元, 所有者权益为 134.01 亿元, 资产负债率为 82.67%。2018 年青投集团实现营业总收入 186.54 亿元, 净利润-10.05 亿元。

减少，公司当期期间费用率同比上升 1.65 个百分点。

2019 年，有色金属价格普遍下降，但受益于产销量的大幅增加，公司经营业务利润保持在较好水平；营业外损益受益于政府补助的增加同比小幅增长。此外，2018 年公司对所持青投集团的长期股权投资全额计提减值 25.22 亿元，加之确认对西钢集团和青投集团等长期股权投资损失合计 8.85 亿元，对利润影响较大；2019 年，公司计提资产减值损失规模同比大幅下降，同时实现小额投资收益。受益于上述因素，2019 年公司利润总额大幅增加，并实现扭亏为盈。2020 年 1~3 月，受有色金属价格下跌影响，公司经营业务利润及利润总额同比均大幅下降，中诚信国际将对此保持关注。

2019 年公司 EBIT 大幅回升，EBIT 利润率及总资产收益率由负转正，盈利能力大幅好转。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	17.42	23.73	23.87	4.99
期间费用率(%)	4.82	6.19	6.09	6.01
经营性业务利润	17.71	11.44	13.31	1.53
资产减值损失	10.68	28.97	2.58	1.05
公允价值变动收益	-0.46	0.28	0.01	0.10
投资收益	-0.75	-0.85	0.96	0.54
营业外损益	0.63	0.56	1.53	0.21
利润总额	6.54	-17.09	13.38	1.43
EBIT 利润率(%)	4.38	-0.92	7.09	--
总资产收益率(%)	3.23	-0.64	4.55	--

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部收入主要为贸易业务收入，2019 年受规划调整影响同比增长约 49%；利润主要来自下属子公司分红和处置资产，2019 年同比有所下降。其中，经营性业务利润继续呈亏损状态，但亏损规模受益于财务费用的下降有所减少。

2019 年末，公司总资产小幅增长；第三方投资者对子公司增资带动所有者权益上升，财务杠杆水平有

²2019 年 9 月，根据青海省政府关于组建青海化工新材料（集团）有限责任公司（以下简称“化工集团”）的相关批复，公司将所持大美煤业 19 亿股股份出资，组建化工集团，并将化工集团股份转让给青海省国资

所下降；公司本部财务杠杆仍处于高位

2019 年末公司资产总额同比小幅增长，其中非流动资产占总资产的比重在 60% 以上，但受青海大美煤业股份有限公司（以下简称“大美煤业”）²不再纳入合并报表范围影响有所下降。2019 年末货币资金受益于获现能力提升以及会东大梁收到增资款大幅增加；2020 年 3 月末进一步增长，其中受限的货币资金为 23.43 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及储备央行法定存款准备金，占同期末货币资金的比重为 28.57%。其他应收款主要为股东欠款，2019 年末进一步增加主要系新增应收青海省国资委大美煤业股权转让款 19.08 亿元所致，同期末公司前五名欠款单位合计金额为 57.45 亿元，占当期其他应收款余额的 87.81%，且公司已计提坏账准备 4.53 亿元，中诚信国际将持续关注公司股东欠款事项解决进展情况。

表 13：2019 年末公司其他应收款前五名情况（亿元）

债务人名称	账面余额	其他应收款合计占比
青海省国有资产管理委员会	42.95	61.99%
青海省台东吉乃尔锂资源股份有限公司	6.11	8.82%
鑫宁希源（新疆）股权投资普通合伙合伙企业	2.93	4.22%
青海大美煤业股份有限公司	2.92	4.21%
青海省投资集团有限公司	2.54	3.67%
合计	57.45	82.91%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末由于大美煤业不再纳入合并报表范围，公司总负债小幅下降；但总债务受在建项目推进等因素影响小幅增长。2020 年 3 月末，公司加大融资力度，长期借款增加带动总债务及总负债有所增长。

权益方面，近年来受亏损以及分红等因素影响，公司未分配利润持续下降，对所有者权益形成一定拖累；但受益于子公司收到增资款，2019 年末所有者权益有所增长；2020 年 3 月末进一步增长主要系根据新会计准则，公司将青海银行股份有限公司、中山证券有限责任公司等股权投资收益确认

委持股。截至 2019 年末，公司所持大美煤业股份由 60.53% 降至 10.53%，大美煤业不再纳入公司合并报表范围。

为其他综合收益所致。

2019 年公司通过引入第三方投资者等方式对资本结构进行调整, 年末资产负债率及总资本化比率有所下降, 但相对而言仍处于较高水平, 且玉龙铜矿项目建设的推进或将进一步推升其杠杆水平。

表 14: 近年来公司主要资产负债表主要科目情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	57.82	57.86	78.45	82.01
存货	22.31	51.67	47.26	44.29
其他应收款	33.34	43.00	65.43	63.45
固定资产	102.49	146.00	152.99	151.57
在建工程	85.98	124.70	81.18	87.26
无形资产	58.97	82.45	78.83	78.00
资产总额	497.80	604.22	613.80	624.96
总负债	341.50	467.71	459.06	466.83
总债务	273.41	367.20	369.95	376.11
未分配利润	-5.86	-10.76	-11.53	-12.03
少数股东权益	114.94	101.60	112.88	113.53
所有者权益	156.30	136.52	154.74	158.12
资产负债率 (%)	68.60	77.41	74.79	74.70
总资本化率 (%)	63.63	72.90	70.51	70.40

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司本部资产主要为对青海省国资委、西部矿业集团香港(控股)有限公司等关联方提供借款形成的其他应收款及对子公司、联营企业投资; 跟踪期内财务杠杆虽有所下降, 但由于前期进行多项股权收购及投资, 本部债务规模较高; 截至 2020 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 83.02% 和 78.90%, 仍处于较高水平, 偿债压力较大。

2019 年公司经营获现能力大幅增强; 各项偿债指标均有所好转; 但公司本部短期偿债压力仍较大

2019 年受益于销量上升, 经营活动净现金流同比大幅增加; 由于投资及购建固定资产和购买理财产品等支付的现金同比均有所减少, 公司投资活动现金净流出规模同比下降; 筹资活动净现金流受经营获现能力增强及投资规模下降影响, 净流入规模同比下降。2020 年一季度, 产品价格下降使得公司经营现金净流入规模同比下降。

2019 年受益于利润总额增加, EBITDA 对总债务的覆盖能力及 EBIT 对利息的覆盖能力有所增

强; 经营活动净现金流增加带动其对总债务及利息的覆盖能力亦有所增强, 但剔除付息、分红后, 其对总债务的覆盖能力仍有待提升。

表 15: 近年来公司现金流及偿债指标情况

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流(亿元)	23.36	20.74	39.26	9.18
投资活动净现金流(亿元)	-22.59	-86.65	-31.37	-8.51
筹资活动净现金流(亿元)	-5.74	57.36	2.32	-10.18
总债务(亿元)	273.41	367.20	369.95	376.11
EBITDA(亿元)	27.39	6.05	42.84	--
EBITDA/总债务(%)	10.02	1.65	11.58	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.34	0.35	2.67	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.06	0.11	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.99	1.19	2.44	--
经调整的 CFO/总债务(%)	3.45	0.41	5.71	--
长短期债务比(X)	1.29	1.62	1.51	1.33

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

从公司本部层面来看, 截至 2020 年 3 月末, 公司本部总债务为 118.80 亿元, 其中短期债务为 86.10 亿元, 占当期末总债务的 72.47%; 同期末货币资金为 6.24 亿元, 货币资金/短期债务为 0.07 倍, 难以对其形成覆盖, 短期偿债压力较大。

较为畅通的融资渠道可为公司流动性提供一定支撑; 公司对外担保等或有事项风险整体可控

截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额为 6.50 亿元, 占当期末公司净资产的 4.11%, 被担保方为西宁特殊钢股份有限公司和青海江仓能源发展有限责任公司, 二者实际控制人均为青海省国资委; 同期末公司不存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件以及相应的或有负债。

表 16: 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (亿元)

担保人	被担保人	担保额度
西矿集团	西宁特殊钢股份有限公司	2.50
西矿集团	青海江仓能源发展有限责任公司	4.00
合计		6.50

资料来源: 公司提供

截至 2020 年 3 月末, 公司所有权受限的资产账面价值合计 63.16 亿元, 占当期末总资产的 10.11%, 其中受限货币资金 23.43 亿元; 同期末, 公司所持西部矿业股权中有 13,000,000 股处于质押状态, 占公司所持有西部矿业股权的 1.82%。

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 672.77 亿元，其中未使用额度为 371.14 亿元；同时，公司下属子公司西部矿业为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅；此外，公司下属财务公司通过同业拆借、票据贴现等业务，进一步拓宽了公司的融资渠道。

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，截至 2020 年 4 月 26 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

作为青海省国资委下属规模最大的省属有色金属矿业公司，公司在资源获取、政策和资金扶持以及税收等方面获得了国家和青海省政府的大力支持；但应收账款规模较大及参股省属企业亏损对公司形成一定拖累

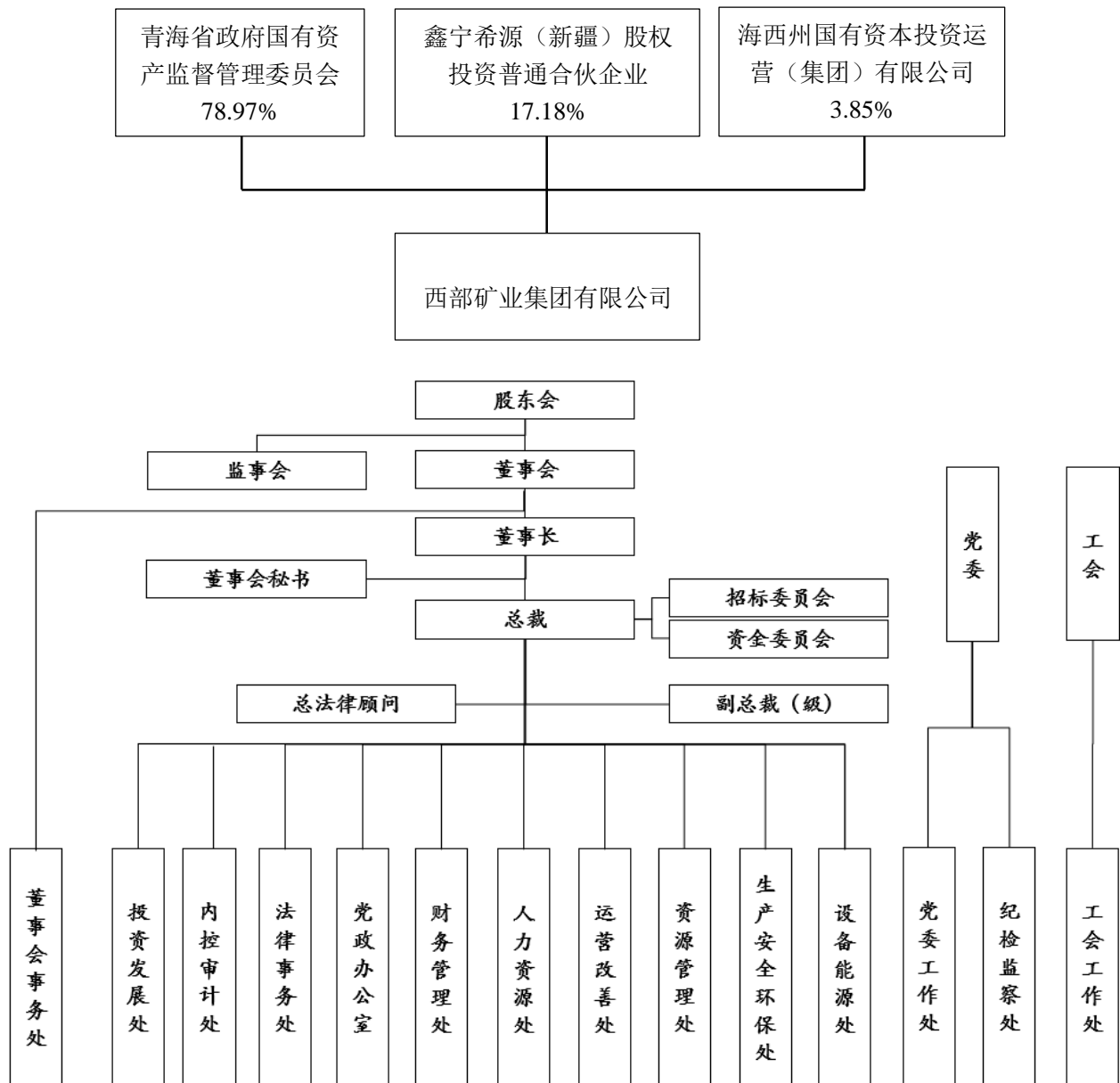
青海省拥有丰富的有色金属资源和盐湖资源，公司作为青海省最大的有色金属矿业公司，青海省政府已将公司定位为省内资源开发的龙头企业，积极鼓励公司在省内进行资源勘探开发和整合，这为公司在青海省获取资源和进行资源整合提供了有利条件。同时，青海省政府还积极鼓励公司实施“走出去”战略，在更大范围内进行资源整合，为公司未来发展提供了有力支持。此外，近年来公司盐湖资源开发利用、高纯氢氧化镁技术研发、矿产资源综合回收利用等多个项目均获得了不同程度的政府补助。税收方面，公司控股公司西部矿业本部及青海盐业、西部镁业等多家分、子公司享受 15% 的企业所得税优惠税率。

但中诚信国际关注到，近年来青海盐湖工业股份有限公司、青海省投资集团有限公司等企业持续亏损、债务出现逾期。公司参股的省属企业盈利能力差、应收股东欠款规模增长，均对公司形成拖累，或对公司融资环境和信用水平产生影响。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持西部矿业集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 西部矿业 MTN002”的债项信用等级为 **AA⁺**；维持“19 西部矿业 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：西部矿业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：西部矿业集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	578,189.11	578,559.25	784,459.42	820,100.61
应收账款净额	19,906.91	19,490.68	46,682.89	53,732.50
其他应收款	333,368.22	430,020.20	654,324.00	634,525.30
存货净额	223,054.00	516,683.34	472,552.87	442,880.15
长期投资	707,512.92	338,519.67	165,285.09	160,856.25
固定资产	1,024,856.20	1,460,040.42	1,529,928.84	1,514,858.08
在建工程	859,811.67	1,246,983.13	811,758.92	872,622.65
无形资产	589,717.32	824,519.25	788,300.35	779,950.37
总资产	4,978,014.31	6,042,230.98	6,137,959.98	6,249,150.31
其他应付款	139,582.34	224,981.19	254,411.14	265,278.78
短期债务	1,541,593.09	2,268,577.43	2,223,343.37	2,129,763.24
长期债务	1,192,537.15	1,403,427.66	1,476,206.25	1,423,428.41
总债务	2,734,130.25	3,672,005.09	3,699,549.61	3,553,191.65
净债务	2,155,941.13	3,093,445.84	2,915,090.19	2,733,091.04
总负债	3,415,001.90	4,677,065.53	4,590,553.53	4,667,907.59
费用化利息支出	92,970.55	135,729.29	144,158.77	--
资本化利息支出	24,151.52	37,893.03	16,457.44	--
所有者权益合计	1,563,012.41	1,365,165.45	1,547,406.45	1,581,242.72
营业总收入	3,616,136.43	3,831,969.95	3,921,928.25	831,003.93
经营性业务利润	177,052.33	114,392.60	133,109.13	15,312.99
投资收益	-7,534.93	-8,544.01	9,645.16	5,431.90
净利润	36,023.61	-165,559.93	109,282.16	5,154.69
EBIT	158,349.23	-35,154.70	277,935.15	--
EBITDA	273,923.78	60,482.87	428,371.99	--
经营活动产生现金净流量	233,634.84	207,394.16	392,550.50	66,078.52
投资活动产生现金净流量	-225,856.69	-866,477.15	-313,689.47	-78,883.78
筹资活动产生现金净流量	-57,407.91	573,586.62	23,227.77	-101,795.57
资本支出	280,922.25	566,666.18	307,054.65	84,031.02
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	10.67	10.12	10.39	8.56
期间费用率(%)	4.82	6.19	6.09	6.01
EBITDA 利润率(%)	7.58	1.58	10.92	--
总资产收益率(%)	3.23	-0.64	4.55	--
净资产收益率(%)	2.45	-11.31	7.38	1.32
流动比率(X)	0.67	0.58	0.80	0.81
速动比率(X)	0.56	0.42	0.64	0.66
存货周转率(X)	12.02	9.31	7.11	6.64*
应收账款周转率(X)	192.59	194.53	118.53	66.21*
资产负债率(%)	68.60	77.41	74.79	74.70
总资本化比率(%)	63.63	72.90	70.51	69.20
短期债务/总债务(%)	56.38	61.78	60.10	59.94
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.06	0.11	0.07*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.09	0.18	0.12*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.99	1.19	2.44	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.45	0.41	5.71	--
总债务/EBITDA(X)	9.98	60.71	8.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.03	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.34	0.35	2.67	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.35	-0.20	1.73	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的应付融资租赁款调整至长期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：西部矿业集团有限公司财务数据及主要指标（公司本部）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	39,241.09	42,869.76	101,434.90	62,389.39
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	629,220.26	725,367.90	960,504.12	975,991.11
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	863,484.97	801,140.43	752,364.82	761,773.04
固定资产	381.76	762.47	680.60	659.36
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	783.48	733.66	802.87	767.51
总资产	1,563,436.69	1,599,001.28	1,878,100.04	1,870,977.93
其他应付款	31,123.24	74,301.93	220,056.61	252,203.69
短期债务	764,431.72	844,333.34	991,298.41	860,963.10
长期债务	454,276.92	404,399.81	265,423.27	326,500.00
总债务	1,218,708.63	1,248,733.15	1,256,721.68	1,187,463.10
净债务	1,179,467.54	1,205,863.38	1,155,286.78	1,125,073.71
总负债	1,340,349.45	1,354,639.25	1,586,268.92	1,553,329.76
费用化利息支出	27,820.96	67,522.79	61,240.54	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	223,087.23	244,362.03	291,831.11	317,648.17
营业总收入	191,784.49	367,688.48	549,397.99	133,283.75
经营性业务利润	-45,629.47	-59,877.52	-23,182.66	-9,723.14
投资收益	60,873.67	106,037.52	23,119.88	7,137.38
净利润	25,985.54	34,051.61	1,210.18	-2,585.83
EBIT	53,806.50	101,574.39	62,450.73	--
EBITDA	54,073.17	101,976.90	62,866.34	--
经营活动产生现金净流量	-94,233.54	82,622.97	32,562.83	-1,188.86
投资活动产生现金净流量	117,144.44	28,295.65	20,347.31	14,322.14
筹资活动产生现金净流量	-38,089.93	-112,498.28	-10,719.93	-52,178.79
资本支出	62.26	809.28	347.54	4.64
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	-0.49	-0.50	-0.26	-0.52
期间费用率(%)	23.13	15.38	3.89	6.71
EBITDA 利润率(%)	28.19	27.73	11.44	--
总资产收益率(%)	3.48	6.42	3.59	--
净资产收益率(%)	13.44	14.57	0.45	-3.39
流动比率(X)	0.75	0.81	0.84	0.90
速动比率(X)	0.75	0.81	0.84	0.90
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	85.73	84.72	84.46	83.02
总资本化比率(%)	84.53	83.63	81.15	78.90
短期债务/总债务(%)	62.72	67.62	78.88	72.50
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.08	0.07	0.03	-0.004*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.12	0.10	0.03	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.39	1.22	0.53	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-13.76	0.64	-3.07	--
总债务/EBITDA(X)	22.54	12.25	19.99	--
EBITDA/短期债务(X)	0.07	0.12	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.94	1.51	1.03	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.93	1.50	1.02	--

注：2020年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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+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
	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+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）
盈利能力	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
	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”。

附五：信用等级符号及定义

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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。