

信用等级通知书

信评委函字 号

[2016]跟踪0155

西部矿业股份有限公司：

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AA+的主体信用等级，评级展望为稳定；

维持“15西矿股CP001”和“16西矿股CP001” A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年六月八日

西部矿业股份有限公司 2016 年度跟踪评级报告

受评对象 西部矿业股份有限公司

本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

存续短期融资券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (天)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
15 西矿股 CP001	10	366	A-1	A-1
16 西矿股 CP001	10	365	A-1	A-1

概况数据

西部矿业	2013	2014	2015	2016.1~3
总资产(亿元)	281.83	258.29	285.69	280.01
所有者权益(亿元)	119.98	120.44	124.38	129.64
总负债(亿元)	161.85	137.85	161.31	150.37
总债务(亿元)	124.89	111.20	129.76	118.63
营业总收入(亿元)	252.72	242.47	267.67	63.84
净利润(亿元)	3.79	3.40	1.07	-0.93
EBIT(亿元)	9.06	7.85	5.62	--
EBITDA(亿元)	15.16	11.83	8.75	--
经营活动净现金流(亿元)	16.54	16.27	24.30	-15.43
营业毛利率(%)	5.21	6.13	5.02	2.43
总资产收益率(%)	3.33	2.91	2.07	--
资产负债率(%)	57.43	53.37	56.46	53.70
总资本化比率(%)	51.00	48.01	51.06	47.78
总债务/EBITDA(X)	8.24	9.40	14.83	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.91	2.32	1.63	--

注：所有财务报表均按新会计准则编制；2015 年和 2016 年一季度公司将短期融资券计入流动负债中的“应付债券”科目，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”；2016 年一季度财务报表未经审计；未取得公司 2016 年 1-3 月利息支出数据。

分析师

项目负责人：刘翌展 yhliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王鹏 pwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 8 日

基本观点

中诚信国际维持西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 西矿股 CP001”和“16 西矿股 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

中诚信国际肯定了 2015 年以来公司丰富的矿山资源储备、经营性盈利水平不断提升、财务结构较为稳健以及融资渠道较为通畅等优势。同时，中诚信国际也关注到有色金属行业低迷影响公司冶炼产能未能完全释放以及投资亏损导致公司利润总额有所下降等因素对公司生产经营及整体信用状况产生的影响。

优势

- **丰富的矿山资源储备。**目前公司主要拥有和控制的矿山包括内蒙古获各琦铜矿、青海赛什塘铜矿、西藏玉龙铜矿、四川呷村银多金属矿以及青海锡铁山铅锌矿等。截至 2015 年 12 月底，公司总计保有的金属资源储量为锌 255.10 万吨、铅 165.12 万吨、铜 693.50 万吨、钼 36.33 万吨、银 2.621.03 吨和金 19.96 吨，丰富的资源储备为公司生产提供了充足的原料供应。
- **2015 年经营性盈利能力进一步提升。**近年来，公司不断通过工艺改造、降低外包业务承包价格等多项挖潜降本措施应对不利的市场变化，公司经营性业务盈利水平逐年提高。2013~2015 年，公司分别实现经营性业务利润 2.18 亿元、3.86 亿元和 4.22 亿元。
- **财务结构较为稳健，资产负债率处于合理水平。**2015 年底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 56.46%和 51.06%，2016 年一季度末分别降至 53.70%和 47.78%，未来随着公司发行股份购买资产事项的顺利实施，公司资本实力或将进一步增强，资产负债率将进一步下降。
- **融资渠道较为通畅。**公司为国内 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。同时，公司下属西部矿业集团财务有限公司通过同业拆借、票据贴现等业务，进一步拓宽了公司的融资渠道。截至 2015 年底，公司共获得银行综合授信额度 205.50 亿元，未使用授信额度 151.77 亿元，具有较强的财务弹性。

关注

- **盈利能力受有色金属行业的周期波动影响较大。**目前有色金属价格处于弱势震荡之中，铜、铅、锌等主要金属品种价格低位运行，行业的周期波动性给公司盈利能力带来一定负面影响。
- **有色金属行业持续低迷，公司冶炼业务产能未能完全释放。**目前，公司拥有在产粗铅 10 万吨/年、电解铜 5 万吨/年以及锌锭 6 万吨/年的产能。2015 年，公司生产粗铅 4.28 万吨、电解铜 0.98 万吨以及锌锭 4.05 万吨，冶炼板块产能利用率普遍不高。
- **2015 年投资亏损对利润形成一定负面影响。**2015 年，公司实现经营性业务利润 4.22 亿元，当期产生投资损失 1.92 亿元，其中对西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）投资亏损 3.05 亿元，受此影响，全年共实现利润总额 2.36 亿元，同比降低 50.68%。

声 明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

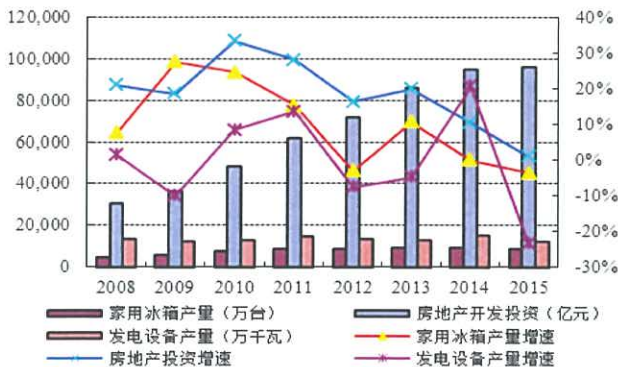
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内对发行主体每年或每半年进行定期跟踪评级。

近期关注

2015 年以来我国铜市场维持低迷态势，铜精矿产量小幅下滑但进口量仍旧持续增长；同期精铜产量和消费量增幅均有所下滑，精铜进口量仍旧保持较大规模，精铜市场维持供应过剩格局

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，中国已成为全球最大的铜消费国。近二十年来，随着国民经济快速增长，中国对铜的消费持续增加。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，其余依次是空调制冷、交通运输和建筑业，这几个行业的铜消费量约占国内铜消费总量的 80%。近年来，电力行业的快速发展是拉动我国铜需求增长的主要动力。

图 1：2008~2015 年我国铜行业下游增长情况



资料来源：统计局，中诚信国际整理

根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2015”中的数据统计，全球铜矿产资源储量约为 70,000 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 3,000 万吨（金属吨），占全球储量的 4.29%。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。据安泰科统计，2015 年由于铜价下跌，国内一些成本较高的中小型矿山开始有减产或停产行为，2015 年我国铜精矿产量约为 158 万吨，同比减少 1.37%；同期进口量增至 340 万吨，同比增长 10.75%，主要由于近年来我国铜冶炼产能持续扩张，推动对铜精矿需求快速增长。

需求方面，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。2014 年以来，精铜消费增速依然不高，冷柜、变压器、通信及电子网络用电缆产量同比均出现下滑，电力行业用铜产品增速提高。2015 年以来，国内经济进入结构调整期，经济增速放缓，国内精铜消费量增速保持在较低水平，据安泰科统计，2015 年我国精铜消费量约为 915 万吨，同比增加 4.96%，增速进一步下滑。

供应方面，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 年以来，由于铜市场持续低迷、下游需求不振，铜价持续下跌，国内铜冶炼企业检修较多，精炼铜产量增速放缓，2015 年我国精炼铜产量为 796.36 万吨，增速同比下滑约 6 个百分点。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。

图 2：2008~2015 年我国精炼铜产量及增长情况



资料来源：中国有色金属工业协会，中诚信国际整理

中国经济的增长带动我国精铜需求逐年增长，

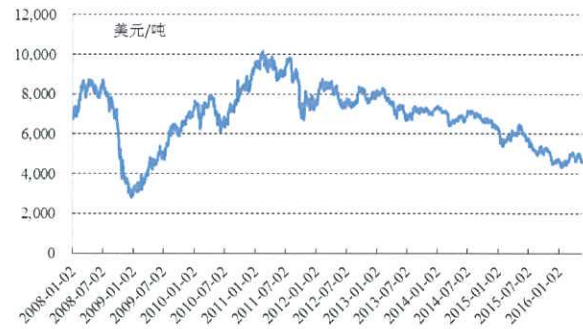
我国精铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模；但精铜进口量的变化除了受国内需求影响以外，近年来越来越受到融资贸易的影响。2014年青岛港重复质押融资事项一定程度上影响了精铜进口量，但全年我国精铜净进口 332 万吨，国内精铜供需仍旧呈现过剩局面。2015 年下半年由于国内外铜价比值得到修复，部分刺激了出口意愿，加之库存转移行为存在，精铜进口量开始增加，2015 年全年我国精铜净进口 334 万吨，同比增加 0.60%。

总体来看，2015 年以来我国铜市场维持低迷态势，铜精矿产量小幅下滑，较大的冶炼规模受制于铜精矿资源短缺，国内精铜生产依赖于进口原材料。此外，2015 年我国精铜产量和消费量增幅均有所下滑，但精铜进口量仍旧保持较大规模，我国精铜市场维持供应过剩格局。

2015 年以来铜下游消费疲软，同时供应压力依旧较大，铜价延续下行趋势

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。2014 年以来，随着前两年投产的大型矿山产能逐步释放，供应压力加大，铜价持续承压；同时原油暴跌以及美元不断走强，使得铜价持续下滑，全年 LME3 月期铜平均价格为 6,825 美元/吨，同比下跌 7.14%；SHFE3 月期铜平均价格为 48,838 元/吨，同比下跌 8.76%。2015 年以来，铜价呈现进一步下行趋势，受美元走强、供应过剩以及中国经济增速放缓等多重因素影响，2015 年全年 LME3 月期铜平均价格为 5,493 美元/吨，同比下跌 19.50%，延续下行态势。2016 年 2 月，LME3 月期铜均价为 4,592 美元/吨，分别环比上涨 2.91%和同比下跌 19.25%；SHFE3 月期铜均价为 35,981 元/吨，同比下跌 13.74%。

图 3：2008~2016 年 2 月 LME 3 月期铜价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信国际整理

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，短期内铜需求回落，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。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。

近年来全球铜精矿供应持续增长，铜加工费呈现逐步回升态势；但 2015 年以来，受嘉能可、自由港等矿业巨头纷纷宣布减产的影响，2016 年铜加工费略有下降

目前我国铜精矿产量、精铜产能、铜加工产能三者的比例关系约为 1:3.6:8.2，铜产业存在结构不合理的问题，而资源自给率不足使得铜冶炼和铜加工企业在铜加工费价格谈判中处在相对劣势，在一定程度上压缩了铜冶炼行业和铜加工行业的利润空间。

由于国际铜精矿供给长期紧张，铜精矿加工费（TC/RC）自 2005 年上半年达到高点后逐渐回落。2014 年全年，我国铜冶炼加工费（TC/RC）为 92 美元/吨和 9.2 美分/磅左右。2014 年以来，铜精矿产量增速高于精铜需求增速，全球铜矿供给进一步增长，推动铜冶炼加工费（TC/RC）提升。2014 年底，江西铜业与自由港等大型铜矿供应商签订 2015 年铜冶炼加工费（TC/RC）增至 107 美元/吨和 10.7 美分/磅左右。2015 年以来，包括嘉能可、自由港等矿业巨头在内的境外矿企纷纷宣布减产，导致了对 2016 年铜精矿供应过剩幅度缩减的部分预期，使得 2016 年铜加工费的谈判较为艰难。2015 年 12 月 15 日，江西铜业与智利矿业公司安托法加斯塔

就2016年世界铜加工费协议价达成一致,确定2016年铜加工粗炼费/精炼费(TC/RC)为97.35美元/吨和9.735美分/磅,较2015年有所下降。

2015年我国精铅产量和消费量同比均有所下滑,国内、外铅价格持续下跌

2015年以来,全球精铅产量和消费量分别为1,096.1万吨和1,089.0万吨,分别同比下降0.4%和2.9%,精铅产量和消费量双双下滑,全球精铅市场适度过剩,整体呈现紧平衡状态。国内方面,受冶炼厂减产、检修、系统升级改造及部分产能因效益关闭等因素影响,我国精铅产量延续上一年下滑态势,幅度略有收窄。根据中国有色金属工业协会统计,2015年我国精铅产量为385.8万吨,同比下降5.3%(2014年对比统计数据略有修正,下同)。其中,原生铅产量为266.4万吨,同比下降8.0%;再生铅产量为119.4万吨,同比增加1.4%。消费方面,2015年以来,我国铅酸蓄电池产量持续呈现负增长,1~10月产量为16,651.1万千瓦安时,同比下降11.5%。受此影响,2015年我国精铅消费量大约为470万吨,同比减少5.2%。

价格方面,2015年LME三月期铅总体呈现先扬后抑走势,一方面中国原生铅产量下降导致供应紧张以及LME铅库存明显下降,使得LME三月期铅触底反弹,于5月5日达到年内高点2,162.5美元/吨;另一方面,美元指数重拾升势且重心回升以及主要金属消费国中国经济持续萎靡导致基本金属价格回落,铅价重归跌势。2015年LME三月期铅均价为1,792美元/吨,同比下跌15.4%。国内方面,期货市场铅价振幅明显小于外盘,2015年沪铅主力合约均价为12,913元/吨,同比下跌7.3%;全年国内现货市场铅价均价为13,092元/吨,同比下跌5.3%。从国内市场来看,铅是表现最好的基本金属。截至2016年2月底,LME3月期铅价格收于1,753美元/吨,同比上涨1.4%。

图4: 2008~2016年2月LME3月期铅价格走势



资料来源:聚源数据,中诚信国际整理

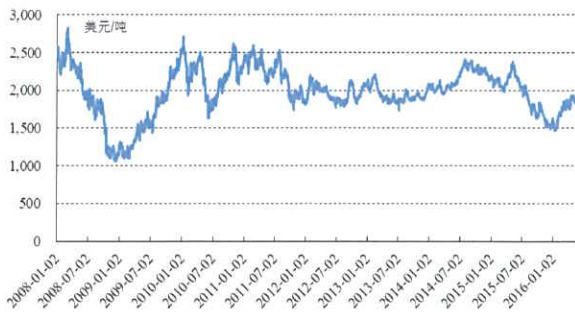
目前我国铅冶炼企业普遍规模较小,行业集中度较低,调整产业结构、淘汰落后产能成为未来铅行业的重点发展目标。中诚信国际认为,铅冶炼企业经营状况短期内难以好转,同时在环保压力下,铅产能短期内尚不会大幅增加,未来铅价格主要受下游需求影响较大。

2015年以来,锌产量持续增长,但消费整体偏弱,锌价下跌幅度明显

近年来,建筑、交通等领域用锌量呈上升趋势,锌产能持续扩增。2015年以来,受益于较高的锌冶炼加工费,锌冶炼厂开工率大幅提升,冶炼锌产量增幅较大。据中国有色金属工业协会统计,2015年我国精锌产量为622.1万吨,同比增长10.9%(对比期间2014年统计数据略有修正,下同)。从消费来看,受下游行业汽车产销量、房地产投资增速明显放缓等因素影响,全年锌消费量明显偏弱。

价格方面,2015年国内外锌价均大幅下挫。其中,LME三月期锌受美联储加息不断增强、美元指数上涨以及中国经济放缓人民币贬值等因素影响呈断崖式下跌,全年均价为1,942美元/吨,同比下跌10.4%,截至2015年12月31日收盘于1,609美元/吨;LME现货锌月均价为1,931美元/吨,同比下跌10.8%。国内方面,沪锌期货走势与外盘相似,但跌幅弱于外盘,年均价为15,160元/吨,同比下跌4.4%,现货年均价为15,232元/吨,同比下跌4.2%。2016年以来,受收储及冶炼厂减产消息影响,锌价小幅提振并持续拉升,截至2016年5月19日,LME锌价收于1,860美元/吨。

图 5：2008-2016 年 5 月 LME 3 月期锌价格走势



数据来源：聚源数据，中诚信国际整理

总体来看，2015 年以来冶炼锌产量增幅较大，但受下游行业需求不振影响，全年锌消费量偏弱，使得全年锌价下跌幅度明显。

2015 年，有色金属价格持续承压，公司主要冶炼产品产能未能完全释放，有色金属采选冶业务收入同比有所下滑，但受益于矿山外包价格的下降，公司成本控制能力有效增强

公司主要经营铜、铅、锌等有色金属的采矿、选矿、冶炼和贸易等业务。2015 年以来，国内经济增速放缓，有色金属行业下游需求不足，各基本金属价格持续承压，公司当年实现金属采选冶业务收入 36.63 亿元，同比减少 14.22%。

资源储量方面，截至 2015 年底，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铅 165.12 万吨、锌 255.10 万吨、铜 693.50 万吨、钼 36.33 万吨、银 2,621.03 吨和金 19.96 吨，丰富的有色金属储量为公司业务的长期发展提供了较为有力的支撑。

有色金属采选方面，公司铜矿开采主要基于获各琦铜矿、赛什塘铜矿和西藏玉龙铜矿。其中，获各琦铜矿是中国铜储量排名第六大的铜矿，由全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司负责运营，该矿产能为 300 万吨/年，铜的平均品位为 1.16%。赛什塘铜矿是公司产能第三大铜矿，由公司拥有 51% 股权的青海赛什塘铜业有限责任公司负责运营，设计产能为年处理矿石量 75 万吨，铜平均品位为 0.91%。玉龙铜矿是公司未来主要开采的铜矿之一，由控股 58% 的西藏玉龙铜业股份有限公司（以下简称“玉龙铜业”）负责运营。玉龙铜矿位于青藏高原东部山区的昌都地区，铜矿矿产资源储量为

42,165 万吨矿石量，含铜 650 多万吨，平均品位为 0.67%。该项目是我国即将开发的最大的铜矿项目之一，项目共分为两期建设，一期设计产能为 1 万吨/年电铜和 36 万吨/年的矿石浮选，二期设计产能为 10 万吨/年电铜和 1,800 万吨/年的硫化矿采选。目前，一期项目已建成试生产，二期项目 1,800 万吨/年的矿石采选工程正处于前期准备阶段，目前已完成部分征地工作。中诚信国际关注到玉龙铜矿矿区海拔高度一般在 4,500 米到 5,100 米之间，特殊的地理环境导致人力成本和运营成本上升。

锡铁山铅锌矿是公司最重要的矿山，也是中国年采选矿量最大的铅锌矿，由公司锡铁山分公司负责运营。2013 年，锡铁山 2,702 米以下铅锌矿深部改扩建工程开始建设，项目计划总投资 4.78 亿元，截至 2016 年 3 月底，项目已建成投产，矿石处理能力达 150 万吨/年。

呷村银多金属矿为四川省储量最大的银多金属矿，由公司持有 76% 股权的四川鑫源矿业有限责任公司经营。该矿于 2007 年 1 月 1 日正式生产，目前具有年产 70 万吨矿石的处理能力，采选多金属矿石并生产含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。

公司矿山采、选业务采用劳务外包的方式由第三方承包商负责，劳务承包合同的有效期一般为 3~5 年。面对低迷的行业环境，2015 年下半年以来公司开展了矿山采、选业务劳务外包招标工作，通过市场化方式，有效降低了公司各矿山的生产成本，在成本控制方面取得明显进展。产量方面，2015 年公司分别生产铜精矿（金属量，下同）4.00 万吨、铅精矿 4.71 万吨、锌精矿 6.96 万吨、精矿含金 181.66 千克、精矿含银 101,153 千克，生产经营状况较为稳定，均完成年初计划目标。

表 1：2013~2016 年 3 月公司精矿产量情况

项目	2013	2014	2015	2016.1-3
铜精矿(万吨)	2.89	3.33	4.00	0.69
铅精矿(万吨)	5.17	4.84	4.71	0.49
锌精矿(万吨)	7.69	6.67	6.96	0.72
精矿所含金(千克)	175.01	210.22	181.66	15
精矿所含银(千克)	102,300	105,259	101,153	9,220

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

冶炼业务方面，公司主要从事铜、铅、锌等有色金属产品的冶炼，产业链较为完整，但受经济增

速放缓以及主要有色金属产品下游需求不足等因素影响，公司冶炼产能未能全部释放。截至 2016 年 3 月底，公司共有冶炼产能合计 47.5 万吨/年。其中，位于青海省甘河工业区的西部矿业铝业分公司 5 万/年粗铅、5.5 万吨/年电解铅以及西部铝业股份有限公司的 5 万吨/年电解铅已停产，公司计划将现有甘河工业区的电解铅业务搬至格尔木市并对其技改以配套青海西豫有色金属有限公司 10 万

吨/年的粗铅冶炼业务。目前，公司主要在产冶炼项目包括格尔木市青海西豫有色金属有限公司 10 万吨/年粗铅、甘河工业园区西部矿业铝业分公司 6 万吨/年锌锭以及内蒙古巴彦淖尔的巴彦淖尔西部铜材有限公司 5 万吨/年电解铜。在建产能方面，截至 2016 年 3 月底，西藏玉龙铜矿采选冶一期工程 1 万吨/年电铜处于试生产状态，电锌氧压浸出新技术工程的 10 万吨/年电锌也已投料试生产。

表 2：截至 2016 年 3 月底公司冶炼概况（万吨）

运营主体	产品	位置	产能
西部矿业铝业分公司	粗铅	青海甘河工业区	5（停产）
	电解铅	青海甘河工业区	5.5（停产）
青海西豫有色金属有限公司	粗铅	青海格尔木市	10
西部铝业股份有限公司	电解铅	青海甘河工业区	5（停产）
西部矿业铝业分公司	锌锭	青海甘河工业区	6
	锌锭	青海甘河工业区	10（试生产）
巴彦淖尔西部铜材有限公司	电解铜	内蒙古巴彦淖尔	5
玉龙铜业	电解铜	西藏昌都地区	1（试生产）
合计	--	--	47.5

注：公司甘河工业区 10 万吨/年氧压浸出全湿法炼锌项目已于 2015 年 9 月底投料试生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

具体来看，铜冶炼方面，公司目前从事铜冶炼业务的子公司为巴彦淖尔西部铜材有限公司（以下简称“西部铜材”）及玉龙铜业。西部铜材集冶炼、铜材加工于一体，由巴彦淖尔西部铜业有限公司和北京中科英华科技发展有限公司出资组建，是巴彦淖尔市唯一一家铜加工企业，具有年产 5 万吨精炼铜的生产能力。玉龙铜业一期工程的 1 万吨/年电铜已进入试生产阶段，二期工程目前处于前期准备阶段。2015 年，考虑到电解铜价格持续走低，公司为避免亏损采取了停产及工艺改造等措施，全年公司实现电解铜产量 0.98 万吨，同比下降 34.23%。

铅冶炼方面，公司下属西部矿业铝业分公司和西部铝业股份有限公司的铅冶炼业务均已停产，目前仅拥有 10 万吨/年的在产粗铅产能。2015 年，由于铅市场行情低迷，加工利润空间进一步缩减，公司为避免亏损增加，减少了粗铅的生产，同时电解铅业务逐步停产，产量大幅下降。

锌冶炼方面，公司目前主要的锌冶炼设施位于青海省甘河工业区，由西部矿业铝业分公司负责运营，产能为 6 万吨/年。此外，公司 10 万吨/年电锌氧

压浸出工程已于 2015 年 9 月底投料试生产，公司锌锭产能将由 6 万吨/年上升至 16 万吨/年。公司年产 10 万吨电锌项目是全国第二个、西部地区首个采用国际先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”技术项目，对于提高公司节能减排水平，加快青海省资源优势向经济优势和发展优势转变进程具有重要意义。2015 年公司生产锌锭 4.05 万吨，未来随着 10 万吨电锌项目的逐步达产，公司锌锭产量或将进一步增长。

表 3：2013~2016.3 公司冶炼业务产能、产量情况（万吨）

冶炼产品	截至 2016 年 3 月底 产能	产量			
		2013	2014	2015	2016.1-3
电解铜	5+1（试生产）	1.83	1.49	0.98	0.47
粗铅	10	3.89	4.42	4.28	0.91
电解铅	5.5（停产）	2.61	2.21	0.96	0.00
锌锭	6+10（试生产）	5.56	4.02	4.05	1.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，随着 10 万吨/年电锌项目逐步达产以及玉龙铜矿项目投产，公司未来锌、铜冶炼规模将逐步扩大。但短期内，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，中诚信国际将对公司后续产能释放情况保持关注。

2015 年金属贸易业务规模持续扩大，收入占比逐年提高，但贸易业务获利能力弱，对公司整体盈利能力贡献较小

公司目前开展的贸易业务主要包括铜、铅、锌、镍、锡、铝等产品，主要由公司本部、中国西部矿业（香港）有限公司和深圳市西部百河贸易有限公司运营。近年来，公司贸易类收入规模呈跨越式增长，2015年为226.06亿元，同比增长17.24%；贸易收入在当年营业总收入中占比为84.45%，同比提高4.93个百分点。近年主要有色金属价格的下滑使得公司金属贸易业务收入和成本持续出现倒挂，2015年该项业务毛利率为-0.13%。总体看，贸易业务获利能力弱，对公司利润贡献较小。

2011年12月，公司及其控股股东西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”）共同出资成立了西部矿业集团财务有限公司（以下简称“财务公司”），两者持股比例分别为60%和40%，注册资本50,000万元。2015年11月，公司审议通过《关于向控股子公司西部矿业集团财务有限公司增加注册资本金的关联交易议案》，同意财务公司增加注册资本金15亿元人民币和500万美元，由公司与西矿集团按目前持股比例进行同比例增资，即公司增资9亿元人民币，西矿集团增资6亿元人民币，500万美元由财务公司未分配利润转增资本实现，该交易事项已于2016年3月10日完成工商变更登记程序。财务公司主要为西矿集团各成员单位提供资金结算、存款、票据、贷款和同业拆借等金融服务。截至2016年3月底，财务公司流动资产中的发放贷款及垫款、非流动资产中的发放贷款及垫款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款的余额分别为15.75亿元、15.80亿元、2.78亿元以及8.24亿元。

此外，为了对冲有色金属现货市场价格波动的风险，公司于2007年9月开始在期货市场从事铜、铅、锌等产品的套期保值操作。2015年，公司按照保值计划对铅锭、锌锭、电解铜及其含金含银等自产冶炼产品进行保值，未对自产精矿产品和贸易产品进行保值。2015年，公司对自产冶炼产品一直按照产销进度进行保值，保值覆盖率为100%。通过

保值，2015年公司实现保值收益10,303万元，有效弥补了由于有色金属现货价格下跌所导致的损失，较好的达到了套期保值目的。但中诚信国际关注到，公司套期保值业务受有色金属价格变化影响波动性较大，仍存在一定市场风险和操作风险。

总体看，公司拥有较为完整的产业链和较丰富的资源储备，但近年来主要有色金属产品价格的下滑对公司主要产品产能释放及产品获利空间造成不利影响，中诚信国际将对此保持持续关注。

公司目前主要在建项目不多，未来资本支出压力尚可

根据战略规划，公司未来发展的总体思路是凭借所拥有的矿产资源储量，不断提升的采、选、冶技术和管理水平以及西部地区的产业优势等，力求在行业中保持独特的竞争力，将公司创建为“国内一流、国际知名”的有色金属矿业集团。

近年来，通过对现有平台的梳理以及剥离盈利能力较差的“煤炭铝电”板块和锰冶炼业务，公司在铅、锌、铜等有色金属产品的布局更趋集中。

2016年2月2日，公司发布股票停牌公告，公告称公司在筹划重大事项，可能涉及发行股份购买资产。5月21日，公司发布的重大资产重组进展公告称本次重大资产重组的标的资产为四川会东大梁矿业有限公司（以下简称“大梁矿业”）和青海锂业有限公司（以下简称“青海锂业”）。大梁矿业和青海锂业均为西矿集团的控股子公司，其中大梁矿业为西矿集团于2010年以21.76亿元受让会东铅锌矿改制后新设立的公司，为避免同业竞争，一直由公司受托管理其生产经营业务。青海锂业是依托中国科学院青海盐湖研究所的科研技术力量从事盐湖锂、钾、硼等矿产资源综合利用的高新技术企业，拥有丰富的锂、钾、硼资源。截至2016年3月底，青海锂业利用“盐湖提锂”技术建成的1万吨/年碳酸锂生产线已处于试生产阶段，2015年和2016年1~3月分别生产碳酸锂3,571吨和1,953.73吨。2015年度，青海锂业实现主营业务收入1.02亿元，净利润4,416.95万元；2016年1~3月，实现营业收入2.02亿元、净利润1.47亿元。青海锂业计划2016年度生产碳酸锂1万吨，按照碳酸锂价

格 10 万元/吨计算，全年可实现销售收入 10 亿元以上，实现利润 5 亿元左右，若重组顺利，将成为公司未来新的利润增长点。中诚信国际将持续关注公司重大资产重组进展情况。

从在建项目来看，公司目前主要在建项目为年产 10 万吨铜冶炼项目，该项目于 2015 年 9 月开工建设，项目建设周期为 2 年，规划总投资 25.17 亿元，其中 30% 自筹资金已经到位，剩余资金采用项目贷款。该项目由子公司青海铜业运营，公司持股 60%，紫金矿业集团股份有限公司持股 40%，项目的建成对加快青藏地区铜资源开发、填补青藏地区铜冶炼的空白、实现青海省“十三五”战略目标有着重要的意义，同时为青海省打造的千亿锂电产业链中阴极铜和铜箔产业的发展提供了极大的发展空间。

财务分析

以下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 2013~2015 年财务报表和未经审计的 2016 年一季度财务报表。

2015 年公司资本结构较为稳健，资产负债率维持在合理水平，但短期债务占比略高；未来随着发行股份购买资产事项的顺利实施，公司资本实力或将进一步增强，资产负债率将有所下降

近年来，随着在建项目的推进，公司非流动资产稳步增加，但由于财务公司同业拆借及发放贷款业务的变动以及 2013 年公司处置部分资产的影响，使得近三年来公司总资产呈不断波动的态势，2013~2016 年 3 月末，公司总资产分别为 281.83 亿元、258.29 亿元、285.69 亿元和 280.01 亿元。所有者权益方面，2015 年 9 月 29 日公司持股 40% 的联营企业青海铜业有限责任公司（以下简称“青海铜业”）宣告向包括公司在内的两名股份增发注册资本 1.92 亿元，其中公司增资金额 1.6 亿元。增资完成后，公司持有青海铜业的比例增加至 60%，相应确认了少数股东权益 3.20 亿元。此外，2015 年公司实现净利润 1.07 亿元，分配上年度现金红利 1.19

亿元，占上年度归属于上市公司股东净利润的 41%，以上因素综合导致 2015 年底公司所有者权益增加至 124.38 亿元。2016 年一季度，公司控股子公司财务公司增加注册资本 15 亿元人民币，其中西矿集团增资 6 亿元，该事项导致 2016 年 3 月底公司少数股东权益增加约 6 亿元。2016 年 3 月底，公司所有者权益增加至 129.64 亿元。

资产结构方面，作为矿业生产企业，公司以非流动资产为主，2015 年和 2016 年 3 月底非流动资产占总资产比重分别为 63.48% 和 69.66%。2015 年以来，随着西藏玉龙铜矿采选冶工程的部分竣工转固和 10 万吨/年锌项目的投入增加，期末公司固定资产和在建工程分别同比增加 23.26% 和 14.16%，但受益于发行 10 亿元短期融资券、通过票据支付减少现金流出以及加大票据再贴现业务，期末货币资金同比大幅增加 52.83% 至 60.71 亿元，带动流动资产增加，2015 年底非流动资产占总资产比重同比下降 1.99 个百分点至 63.48%。长期股权投资方面，公司主要投资对象包括西钢集团及青海省投资集团有限公司等，集中于钢铁、煤炭、电力及有色金属行业，2015 年公司对西钢集团的投资亏损 3.05 亿元，在钢铁行业景气度快速下滑的情况下，公司面临长期股权投资质量下降风险。2016 年一季度，公司偿还了到期的公司债券 20 亿元，季末货币资金大幅降低，使得非流动资产占总资产比重回升至 69.66%。

流动资产方面，货币资金、存货和其他应收款在流动资产中占比较高，截至 2015 年底上述三项分别占到流动资产的 58.19%、9.51% 和 4.84%。货币资金方面，2015 年受益于 10 亿元短期融资券的发行、通过票据支付减少现金流出以及票据再贴现业务规模的扩大，期末货币资金余额同比大幅增加 52.83% 至 60.71 亿元。2016 年一季度，公司偿还了到期的公司债券 20 亿元，季末货币资金回落至 35.95 亿元。存货方面，2015 年底和 2016 年 3 月底公司存货余额分别为 9.92 亿元和 11.34 亿元，其中 2015 年底公司存货余额同比减少 34.48%，主要为贸易商品库存减少。公司其他应收款主要包括期货保证金、原生矿产品生态补偿费以及合营公司资金

拆借等，2015 年底和 2016 年 3 月底分别为 5.05 亿元和 4.93 亿元。

此外，由于财务公司业务的不开展，近年来公司发放贷款及垫款规模呈不断上升的趋势，2013~2016 年 3 月末，公司发放贷款及垫款（短期+长期）分别为 13.62 亿元、21.63 亿元、22.94 亿元和 31.55 亿元，财务公司发放贷款及垫款业务主要针对西矿集团及其下属公司，对公司合并报表层面货币资金和现金流影响较大。

资本结构方面，2013~2016 年 3 月底公司总债务分别为 124.89 亿元、111.20 亿元、129.76 亿元和 118.63 亿元；同期总负债分别为 161.85 亿元、137.85 亿元、161.31 亿元和 150.37 亿元。2015 年以来，由于公司仍有新建、改扩建等在建项目投资性需求，导致外部融资需求较大，总负债和总债务规模均同比有所上升，期末公司资产负债率和总资本化比率分别上升至 56.46%和 51.06%。2016 年一季度，公司偿还了 20 亿元到期的公司债券，同时所有者权益有所增长，季末资产负债率和总资本化比率分别降至 53.70%和 47.78%。此外，若公司发行股份购买资产重组事项顺利实施，公司资本实力或将进一步增强，资产负债率将进一步下降。

图 6：2013 年~2016 年 3 月底公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务结构方面，2013 年~2016 年 3 月底公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 1.43、0.82、1.65 和 1.58，整体以短期债务为主。2015 年公司将 2016 年到期的 20 亿元公司债券重分类至一年内到期的非流动负债，当年末总债务规模为 129.76 亿元，其中短期债务为 80.89 亿元，长短期债务比上升至 1.65。截至 2016 年 3 月底，公司总债务规模为 118.63 亿元，下降明显，主要系公司偿还了到期

20 亿元公司债券，同期短期债务为 72.62 亿元，长短期债务比降至 1.58。

图 7：2013 年~2016 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司资本结构较为稳健，资产负债率维持在合理范围内，但短期债务占比较高，短期内面临一定流动性压力。未来，若发行股份购买资产事项顺利实施，公司资本实力或将进一步增强，资产负债率将有所下降。

2015 年，公司收入规模和经营性业务利润持续增长，但受投资亏损影响，利润总额有所下降

2015 年以来，电解铜价格持续走低，公司为控制亏损采取了停产及工艺改造等措施，全年公司电解铜产量同比下降 34.23%。此外，公司年产 5.5 万吨电解铅业务逐步停产，电解铅产量大幅下降。受产品价格下跌以及停产导致的产品产销量下降影响，2015 年公司采选冶业务实现营业收入 36.63 元，同比下降 14.22%。全年，公司有色金属贸易业务保持较快增长，带动营业总收入同比增加 10.39%至 267.67 亿元。

表 4：2013~2015 年公司主要业务板块收入情况 (亿元)

业务领域	2013	2014	2015
采选冶业务	55.08	42.70	36.63
贸易业务	188.54	192.82	226.06
营业总收入	252.72	242.47	267.67

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

毛利率方面，由于低毛利率的贸易业务规模占比较高，近年来公司营业毛利率维持较低水平，2013~2015 年分别为 5.21%、6.13%和 5.02%。采选冶业务方面，公司有色金属采选业务获利空间较大，2015 年受益于对冶炼厂采取了减产减亏和控制成本等措施，金属采选冶板块毛利率为 30.65%，同

比增加 4.77 个百分点，对利润的贡献度较大。但贸易业务的低迷对公司整体盈利水平产生较大的负面影响，2015 年公司有色金属贸易业务收入成本仍处于倒挂状态，毛利率为-0.13%。

表5：2012~2015年公司主要业务板块毛利率情况（%）

业务领域	2013	2014	2015
采选冶业务	19.09	25.88	30.65
贸易业务	0.13	-0.14	-0.13
营业毛利率	5.21	6.13	5.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从期间费用情况来看，2015 年公司严控内部管理成本，公司销售费用和管理费用均同比减少，当年共发生销售费用 0.96 亿元，同比减少 31.54%；发生管理费用 5.07 亿元，同比减少 18.61%。财务费用主要为利息支出，全年财务费用为 2.82 亿元，同比增加 1.80%。2015 年，公司期间费用合计为 8.86 亿元，同比下降 14.93%，三费收入占比为 3.31%，公司费用控制情况保持良好。

表6：2013~2016年一季度公司期间费用情况（亿元、%）

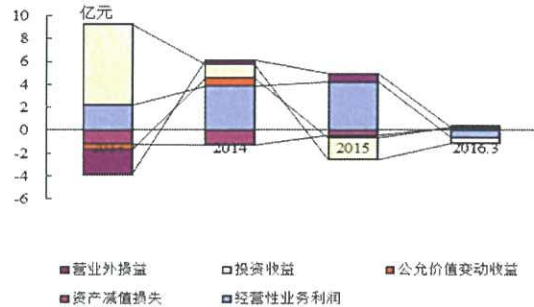
	2013	2014	2015	2016.1~3
销售费用	1.48	1.41	0.96	0.16
管理费用	6.93	6.23	5.07	1.40
财务费用	2.03	2.77	2.82	0.52
三费合计	10.44	10.41	8.86	2.09
营业总收入	252.72	242.47	267.67	63.84
三费收入占比	4.13	4.29	3.31	3.27

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从利润来看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2014 年，由于剥离了盈利能力较差的“煤炭铝电”业务，公司经营性业务利润上升至 3.86 亿元；因对存货、在建工程等进行测试，计提资产减值损失 1.30 亿元；因期货期权合同产生投资收益 1.33 亿元；公司全年实现利润总额 4.79 亿元。2015 年，公司实现经营性业务利润 4.22 亿元，当期产生投资损失 1.92 亿元，对利润形成一定负面影响，全年公司实现利润总额 2.36 亿元。公司长期股权投资对象主要包括西钢集团及青海省投资集团有限公司等，集中于钢铁、煤炭、电力及有色金属等强周期行业，近年来公司投资收益下降幅度较大，2013~2015 年分别为 7.05 亿元、1.18 亿元和-1.92 亿元。其中，2015 年公司对西钢集团的投资亏损 3.05 亿元，在钢铁行业景气度快速下滑的

情况下，公司面临长期股权投资质量下降风险。2016 年一季度，公司实现经营性业务利润-0.61 亿元，实现利润总额-0.83 亿元。

图8：2013~2016年一季度利润总额分析（亿元）



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，2015 年以来贸易规模增加带动公司收入规模保持增长，同时受益于良好的成本费用控制水平，公司经营性业务利润保持增长。但同期公司投资产生亏损对利润形成一定负面影响。未来，随着重大资产重组事项的顺利实施，重组标的青海铝业或将成为公司新的利润增长点。

2015 年，公司盈利能力有所下降，EBITDA 对债务的覆盖能力有所弱化；同时受益于较好的获现水平，经营活动净现金流对债务本息的保障能力向好

经营获现方面，近年来折旧规模较高、一定的盈利水平以及财务公司吸收存款使得公司经营活动净现金流保持了较好的水平，2013~2015 年分别为 16.54 亿元、16.27 亿元和 24.30 亿元。2015 年，公司应收账款及存货规模占用资金量有所减少，且当年采购环节使用银行承兑汇票结算比例大幅提升一定程度上延迟了经营性现金流出，当年经营性净现金流为 24.30 亿元，同比增长 49.32%，2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为-15.43 亿元，主要是财务公司发放的贷款增加，同时归还到期的票据再贴现资金，导致经营活动现金呈净流出状态。

表7：2013~2016年一季度公司现金流状况（亿元）

	2013	2014	2015	2016.1~3
经营活动产生现金流入	310.46	296.96	326.69	76.40
经营活动产生现金流出	293.93	280.68	302.39	91.83
经营活动净现金流	16.54	16.27	24.30	-15.43
投资活动产生现金流入	14.44	14.27	13.43	1.19

投资活动产生现金流出	35.62	22.41	22.71	6.24
投资活动净现金流	-21.18	-8.14	-9.28	-5.04
筹资活动产生现金流入	109.12	98.08	84.42	31.20
其中：吸收投资收到的现金	-	-	-	6.00
借款所收到的现金	109.12	98.08	74.41	15.20
筹资活动产生现金流出	95.51	124.19	78.25	32.52
其中：偿还债务支付的现金	88.68	117.75	71.57	29.65
筹资活动净现金流	13.60	-26.10	6.18	-1.32
现金及现金等价物净增加额	8.98	-17.96	21.46	-21.75

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债指标方面，近年来随着 EBITDA 的逐年下降，EBITDA 偿债指标呈逐年弱化趋势。2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 14.83 倍和 1.63 倍。现金流偿债方面，由于近年来公司经营活动净现金流维持在较好水平，现金流对债务本息的保障能力较好。2015 年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息倍数分别为 0.19 倍和 4.53 倍。2016 年 1~3 月，由于公司经营呈现现金净流出状态，无法覆盖债务本息。

表8：2013~2016年一季度公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.1-3
长期债务(亿元)	51.33	61.13	48.88	46.01
总债务(亿元)	124.89	111.20	129.76	118.63
资产负债率(%)	57.43	53.37	56.46	53.70
长期资本化比率(%)	29.96	33.67	28.21	26.19
总资本化比率(%)	51.00	48.01	51.06	47.78
EBITDA(亿元)	15.16	11.83	8.75	--
总债务/EBITDA (X)	8.24	9.40	14.83	--
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.15	0.19	-0.52*
EBITDA 利息倍数 (X)	2.91	2.32	1.63	--
经营净现金流利息倍数 (X)	3.18	3.20	4.53	--

注：标*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司目前与多家银行保持较好的合作关系，银行融资渠道通畅。截至 2015 年底，公司及控股子公司共获得银行综合授信额度为 205.50 亿元，未使用授信额度 151.77 亿元，具有较强的财务弹性。

受限资产方面，截至 2015 年底公司受限资产包含货币资金 7.50 亿元，主要包括公司开具银行承兑汇票及信用证保证金被冻结金额 2.86 亿元，因诉讼被冻结金额 0.43 亿元，储备央行的法定存款准备金 4.19 亿元以及安全生产保证金 0.02 亿元。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司为联营公司巴彦淖尔紫金有色金属有限公司之控股

股东紫金矿业集团股份有限公司提供 1.2 亿元反担保，整体对外担保规模相对较小，或有负债风险可控。

过往债务履约情况

根据企业提供资料，截至目前公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，近三年未出现延迟支付债务本金及其利息情况，无不良信用记录。

债务融资工具方面，公司存续期债务融资工具包含“11 西矿 02”、“15 西矿股 CP001”和“16 西矿股 CP001”，目前尚未到期，公司按期支付各期利息。

结论

综上，中诚信国际维持公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“15 西矿股 CP001”和“16 西矿股 CP001”的债项信用等级为 A-1。

附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）

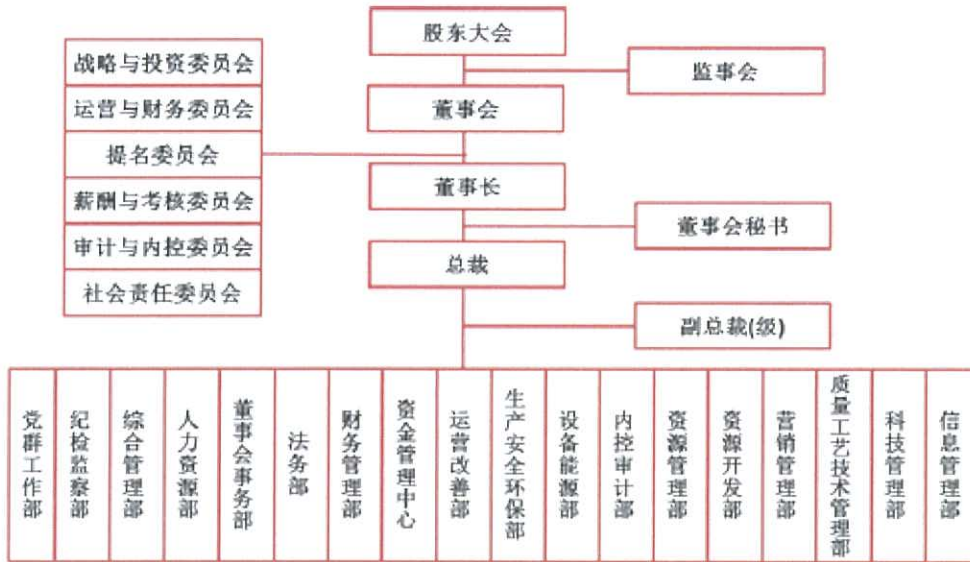


西部矿业股份有限公司					
下属全资及控股子公司	直接持股 (%)	间接持股 (%)	下属全资及控股子公司	直接持股 (%)	间接持股 (%)
巴彦淖尔西部铜业有限公司	100	-	北京西部矿业技术研究发展有限责任公司	-	100
四川鑫源矿业有限责任公司	76	-	青海西部矿业工程技术研究有限公司	-	98
贵州西部矿业信成资源开发有限公司	100	-	西部矿业集团财务有限公司	60	-
青海赛什塘铜业有限责任公司	-	51	西部矿业西藏贸易有限公司	100	-
青海西豫有色金属有限公司	85	-	西藏玉龙铜业股份有限公司	58	-
巴彦淖尔西部铜材有限公司	-	80	四川夏塞银业有限公司	58	-
深圳市西部百河贸易有限公司	51	-	西部铝业股份有限公司	64	-
中国西部矿业（香港）有限公司	100	-	青海湘和有有色金属有限责任公司	51	-
三江控股有限公司	-	100	青海西部矿业规划设计咨询有限公司	100	-
西部矿业（上海）有限公司	100	-	青海铜业有限责任公司	60	-
康赛铜业投资有限公司	-	100	青海西部矿业科技有限公司	100	-

备注：上图中三江控股有限公司已于 2015 年度注销。

资料来源：公司提供

附二：西部矿业股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 4 月底）



资料来源：公司提供

附三：西部矿业股份有限公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	620,611.46	397,266.92	607,131.37	359,523.17
交易性金融资产	296.74	621.06	0.00	0.34
应收账款净额	198,836.61	61,351.68	11,641.03	10,103.24
其他应收款	90,812.32	61,439.64	50,497.67	49,311.08
存货净额	135,470.17	151,460.37	99,244.37	113,403.67
长期投资	535,857.32	539,390.23	501,300.60	517,571.95
固定资产	380,777.18	334,844.19	412,744.62	398,131.23
在建工程	365,769.37	499,474.45	570,205.35	619,464.27
无形资产	181,613.08	183,983.32	188,421.00	184,083.17
总资产	2,818,273.49	2,582,875.39	2,856,941.03	2,800,089.62
其他应付款	41,939.58	31,238.44	31,206.17	30,401.73
短期债务	735,592.98	500,738.68	808,858.77	726,209.29
长期债务	513,313.79	611,268.23	488,788.95	460,074.02
总债务	1,248,906.78	1,112,006.91	1,297,647.72	1,186,283.30
净债务	628,295.31	714,740.00	690,516.35	826,760.14
总负债	1,618,518.35	1,378,475.75	1,613,125.12	1,503,689.20
财务性利息支出	37,056.58	30,618.61	32,595.28	--
资本化利息支出	14,957.73	20,318.32	21,059.38	--
所有者权益合计	1,199,755.13	1,204,399.64	1,243,815.91	1,296,400.43
营业总收入	2,527,151.98	2,424,708.54	2,676,701.96	638,432.89
三费前利润	126,148.26	142,768.86	130,758.19	14,740.28
投资收益	70,477.44	11,774.29	-19,212.57	-5,220.94
净利润	37,929.16	34,044.04	10,746.01	-9,326.46
EBIT	90,553.77	78,510.22	56,217.11	--
EBITDA	151,616.24	118,265.24	87,503.54	--
经营活动产生现金净流量	165,354.92	162,744.93	243,007.14	-154,254.39
投资活动产生现金净流量	-211,810.85	-81,353.82	-92,793.78	-50,438.61
筹资活动产生现金净流量	136,013.27	-261,041.17	61,760.09	-13,200.83
现金及现金等价物净增加额	89,849.82	-179,581.05	214,567.90	-217,539.44
资本支出	179,128.39	110,560.19	128,785.79	34,381.79
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	5.21	6.13	5.02	2.43
三费收入比(%)	4.13	4.29	3.31	3.27
EBITDA/营业总收入(%)	6.00	4.88	3.27	--
总资产收益率(%)	3.33	2.91	2.07	--
流动比率(X)	1.12	1.22	0.96	0.85
速动比率(X)	0.99	1.01	0.87	0.74
存货周转率(X)	15.70	15.87	20.28	23.43*
应收账款周转率(X)	10.61	18.64	73.34	234.89*
资产负债率(%)	57.43	53.37	56.46	53.70
总资本化比率(%)	51.00	48.01	51.06	47.78
短期债务/总债务(%)	58.90	45.03	62.33	61.22
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.15	0.19	-0.52*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	0.33	0.30	-0.85*
经营活动净现金/利息支出(X)	3.18	3.20	4.53	--
总债务/EBITDA(X)	8.24	9.40	14.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.24	0.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.91	2.32	1.63	--

注：所有财务报表均按新会计准则编制；2015年和2016年一季度公司将短期融资券计入流动负债中的“应付债券”科目，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”；2016年一季度财务报表未经审计；未取得公司2016年1-3月利息支出数据，加“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

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 - 利息支出 - 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 + 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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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）)

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

注：三费前利润中“利息支出、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、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。