中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2014] 跟踪075号

西部矿业股份有限公司：

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已发行的“西部矿业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AA**$^{+}$，评级展望稳定；本债券的信用等级为**AA**$^{+}$ 。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月七日

西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	西部矿业股份有限公司
担保主体	西部矿业集团有限公司
发行规模	人民币 40 亿元，其中 5 年期 20 亿元，10 年期 20 亿元
存续期限	5 年期 ：2011/01/17—2016/01/17 10 年期：2011/01/17—2021/01/17
上次评级时间	2013/5/27
上次评级结果	债项级别 **AA+** 主体级别 **AA+** 评级展望 **稳定**
跟踪评级结果	债项级别 **AA+** 主体级别 **AA+** 评级展望 **稳定**

概况数据

西部矿业	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	123.68	119.15	119.98	120.74
总资产(亿元)	265.14	261.48	281.83	270.05
总债务(亿元)	105.63	104.21	124.89	128.84
营业总收入(亿元)	212.73	198.29	252.72	41.22
营业毛利率(%)	10.76	6.38	5.21	7.63
EBITDA(亿元)	21.40	9.06	15.17	0.98
所有者权益收益率(%)	0.07	-0.01	0.03	0.02
资产负债率(%)	53.35	54.43	57.43	55.29
总债务/EBITDA(X)	4.94	11.50	8.23	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.97	1.81	2.92	-

西矿集团	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	138.85	132.76	135.23
总资产(亿元)	350.42	392.62	423.07
总债务(亿元)	165.59	208.71	240.82
营业总收入(亿元)	250.12	236.66	292.14
营业毛利率(%)	9.80	6.37	5.72
EBITDA(亿元)	21.95	7.95	17.03
所有者权益收益率（%）	4.92	-7.42	0.00
资产负债率(%)	60.33	66.19	68.04
总债务/EBITDA（X）	7.54	26.26	14.14
EBITDA 利息倍数（X）	3.66	0.99	2.21

注：2014 年第 1 季度所有者权益收益率指标已经年化。

基本观点

2013 年，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）贸易业务的增长带动了公司营业收入规模的扩大，公司盈利状况得到改善。公司资本结构保持稳定，债务期限结构合理，备用流行性充足，能对公司的债务偿还形成支撑，公司拥有的有色金属资源储备和较完善的采选冶产业链为公司长期发展提供保障。与此同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到，受有色金属下游需求及价格低迷的影响，公司部分冶炼项目产能未得到完全释放，未来有色金属价格的波动仍将在一定程度上影响公司的信用水平。

中诚信证评维持“西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA+**，维持西部矿业主体信用等级 **AA+**，评级展望为稳定。该债项级别考虑了西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“集团”）为本次债券本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

正　面

- 公司多种金属资源储备优势明显。截至 2013 年 12 月 31 日，公司保有有色金属资源储量为 157.88 万吨铅、246.75 万吨锌、689.68 万吨铜、36.41 万吨钼、2,488.12 万吨银和 22.52 吨金。公司拥有多种金属资源储备能够为其长期可持续发展提供较为有力的保障。
- 收入规模扩大，盈利状况改善。2013 年公司有色金属贸易业务扩张较迅速，带动了营业收入的增长。公司当年处置了部分下属子公司股权，并通过套期保值获得了一定的收益，盈利状况有所改善。
- 财务结构保持稳健。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 57.43%和 51.00%，负债规模稳定在适中水平。

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用的评级观点，并非建议投资者买卖或持有本债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

关 注

- 2013 年有色金属需求及价格低迷，且部分产品的加工利润空间继续缩减，公司冶炼项目产能未能得到完全释放，采选冶业务的发展面临一定挑战。
- 在国际经济形势复杂多变和国内经济增速放缓的背景下，短期内有色金属价格或将保持震荡格局，将对公司采选冶及贸易业务的盈利能力形成一定压力。

分 析 师

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel：(021)51019090
Fax：(021)51019030
www.ccxr.com.cn
2014 年 5 月 7 日

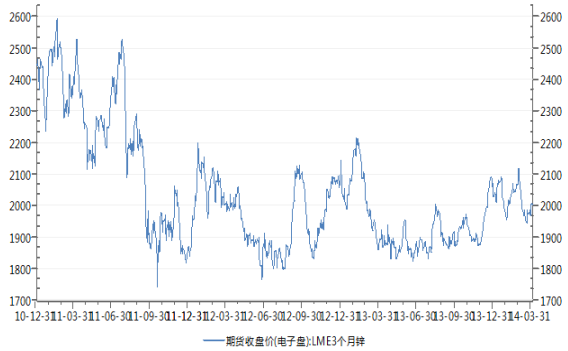
行业关注

2013 年中国经济增速放缓、美国经济和欧元区经济缓慢复苏，但债务危机的影响仍在持续，有色金属下游需求增速趋缓，锌、铅、铜、铝等基本金属价格呈现震荡格局，平均价格呈下降趋势

2013年全球经济形势仍是影响有色金属价格的最主要因素，在外部经济环境的影响下，LME基本金属价格继续呈现震荡格局。2013年美国制造业、消费及住房市场持续复苏，就业市场改善，推动经济复苏。欧元区的经济在2013年第二季度实现正增长，但复苏势头较微弱且不稳定。同时，欧债危机的影响仍在持续，加之中国经济增速的放缓，有色金属市场环境弱化，主要有色金属价格呈现震荡趋势。

就细分产品而言，锌产品方面，2013年初伦敦、上海两市锌价震荡上扬，至2月上旬，两市锌价达到全年最高点，其中伦锌价格达到2,200美元/吨，沪锌价格则逼近16,000元/吨。2-4月锌价呈现震荡下行走势，下半年锌价波动加剧，受生产成本支撑，锌价难以大幅下跌；但下游需求增速放缓，使得锌价上升空间有限。根据世界金属统计局数据显示，2013年1-10月全球锌市供应过剩123,000吨，而2012年全年全球锌市供应过剩308,000吨。2013年1-10月全球锌市供应短缺7,200吨，而2012年同期数据为过剩9.97万吨，总体看，全球锌供过于求的状况得到明显缓解，锌市逐步走向供需平衡，锌价有望止跌反弹。价格方面，2013年锌价继续宽幅震荡，当年LME三月期锌震荡区间为1,823美元/吨~2,215美元/吨，年均价格为1,870美元/吨，同比下降4.83%。上期所沪锌主力合约年内震荡区间为14,263元/吨~16,189元/吨，年均价格为14,931元/吨，同比下降0.82%。库存方面，2013年末LME锌库存量为93.35万吨，同比减少23.77%，锌库存的减少将有利于提振未来锌价走势。

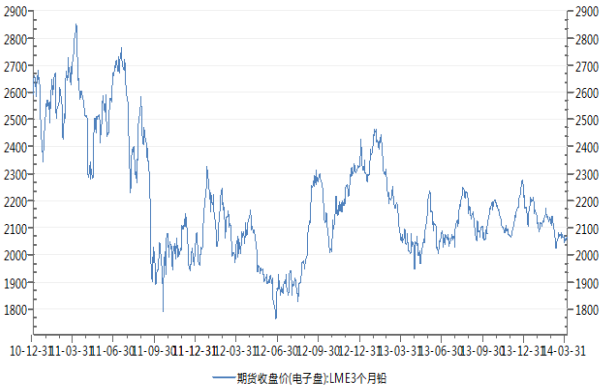
图1：2010年以来LME锌价走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

铅产品方面，2013年中国铅冶炼行业加快落后产能的淘汰步伐，工信部公布铅冶炼淘汰落后产能企业名单，涉及上市公司约19家，要求相关企业在2013年底之前彻底拆除淘汰落后产能。当年工信部公布2013年第一批铅蓄电池行业准入的6家企业名单，12月25日环保部发布第二批通过环保核查的铅蓄电池和再生铅企业名单。从价格走势来看，受国内外经济形势影响，铅价走低，但全球铅市供应的短缺和LME铅库存的大幅减少，使得铅价跌幅受限。2013年LME三月铅总体呈现震荡格局，全年价格波动区间为1,947美元/吨~2,462美元/吨，年均价格为1,972美元/吨，同比下降4.83%。沪铅的全年价格波动区间为13,605元/吨~15,575元/吨，年均价格为14,316元/吨，同比下降7.30%。库存方面，2013年LME库存先降后升，至9月中旬降至18万吨，随后库存量有所回升，12月开始铅库存缓慢下滑，年底库存为21.5万吨，较上年减少10.5万吨。

图2：2010年以来LME铅价走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

铜产品方面，受国内外经济形势影响，全年国内外铜价呈现震荡下行态势。从LME铜价走势来

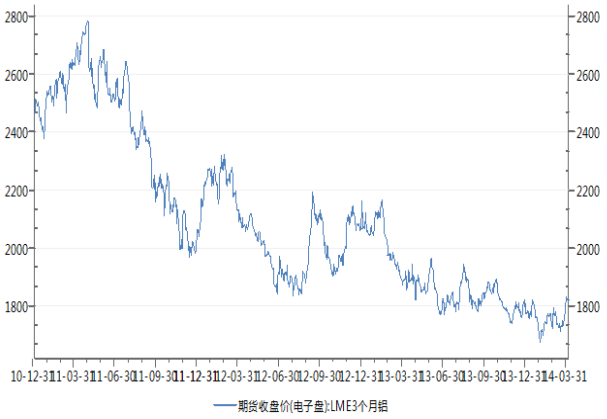
看，春节前高涨的备货市场推动了铜价的上涨，节后铜价大幅下跌，于6月底创下年内低点6,602美元/吨；下半年受中国精炼铜产量创下历史新高、2014年TC/RC协议价格上涨等因素制约，铜价继续走低。2013年LME三月期铜价格波动区间为6,706美元/吨~8,310美元/吨，当年平均价格为7,351美元/吨，同比下降7.49%。国内铜价走势与国际价格基本保持一致，2013年沪铜三月期铜价波动区间为48,216元/吨~59,995元/吨，平均价格为52,943元/吨，同比下跌7.63%。从库存情况来看，2013年上半年，全球铜库存进入快速上升通道，下半年随着主要经济制造业获利的恢复，全球铜库存消化加快，截至2013年底，LME铜库存已降至37.1万吨。

图3：2010年以来LME铜价走势

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

铝产品方面，2013年我国原铝产量为2,195.64万吨，同比增长11.60%，继续保持了稳定的增长态势；受国内经济增速放缓等因素影响，房地产、交通运输、电力电子等下游行业增长幅度下降，对铝价造成制约。从价格来看，2013年铝价整体呈下降趋势，但波动幅度收窄，当年LME三月期铝波动区间为1,739美元/吨~2,164美元/吨，窄于上年1,800美元/吨~2,360美元/吨的，平均价格为1,888美元/吨，同比下降7.95%；国内铝价走势与国际基本保持一致，当年上期所三月期铝价格波动区间为13,940元/吨~15,339元/吨，平均价格为14,516元/吨，同比下降8.10%。

图4：2010年以来LME铝价走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，2014 年全球经济的缓慢复苏和中国经济的平稳发展，将对基本金属市场需求形成支撑，但受美国退出 QE、欧元区经济增长缓慢、中国经济增速放缓等影响，基本金属产品价格的涨势将受到抑制，预计短期内锌、铅、铜、铝等有色金属价格仍将呈现震荡走势。在此背景下，中诚信证评认为矿山资源较多、产业链完善且运营效率高的大型有色金属企业将拥有更强的抗风险能力。

业务运营

2013 年，公司锌锭产量有所增长，其余冶炼产品产量均同比减少，公司冶炼产品产能未能完全释放

资源储量方面，截至 2013 年底，公司保有有色金属资源储量为 157.88 万吨铅、246.75 万吨锌、689.68 万吨铜、36.41 万吨钼、2,488.12 万吨银和 22.52 吨金，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。

从有色金属采选来看，公司 2013 年锌精矿产量为 7.69 万吨，同比提高 5.49%。获各琦、赛什塘等铜矿生产较为稳定，受益于玉龙铜矿的试生产，2013 年公司铜精矿产量为 2.89 万吨，较上年增长 14.23%。受锡铁山分公司铅原矿品位低于年计划 0.21 个百分点的影响，当年铅精矿原计划 5.34 万吨产量未完成，当期铅精矿实际产量为 5.17 万吨，同比下降 2.08%。

2014 年，受锡铁山入矿品位影响，公司锌精矿、铅精矿等产品的产量预计将继续走低，公司 2014 年计划生产锌精矿 6.71 万吨、铅精矿 4.71 万吨。

随着玉龙铜矿的工艺完善，2014 年公司铜精矿产量预计将获得一定增长，计划年产量为 3.11 万吨。

表 1：2011～2014E 年公司主要品种精矿产量

	2011	2012	2013	2014E
锌精矿（万吨）	7.88	7.29	7.69	6.71
铅精矿（万吨）	5.98	5.28	5.17	4.71
铜精矿（万吨）	2.55	2.53	2.89	3.11
精矿所含银（吨）	126.73	102.61	102.30	97.87
精矿所含金（千克）	179.83	145.40	175.01	135.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从有色金属冶炼来看，公司产业布局主要集中于锌、铅、铜冶炼领域，产品的产业链较为完整。但2013年受经济增速放缓和产品需求不足等影响，公司主要冶炼产品的产能未能全部释放。

表 2：2012～2014E 年公司冶炼产能产量情况

单位：万吨

冶炼产品	产能			产量		
	2012	2013	拟建在建	2012	2013	2014E
锌锭	6	6	10	5.10	5.56	8.18
粗铅	15	15	-	5.56	3.89	5.60
电解铅	5.5	5.5	-	4.57	2.61	2.40
电解铜	5	5	10	3.00	1.83	2.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，铅冶炼方面，公司目前粗铅和电解铅冶炼产能分别为 15 万吨和 5.5 万吨。当期受市场因素制约，公司粗铅加工利润空间进一步压缩，全年停产时间较长，2013 年公司粗铅产量为 3.89 万吨，同比下降 30.04%。同时，粗铅产量的降低对下游电解铅的生产造成影响，2013 年公司电解铅产量为 2.61 万吨，远未达到公司 3.5 万吨的计划产量，与上年相比，公司电解铅产量降幅达 42.89%。2014 年，公司粗铅和电解铅计划产量分别为 5.60 万吨和 2.40 万吨。

锌冶炼方面，2013 年公司锌锭产量小幅增长，全年生产锌锭 5.56 万吨，同比增长 9.02%。目前 10 万吨/年电锌氧压浸出新技术工程仍处于建设中，2013 年末的建设进度为 95%。随着该工程的建成投产，公司锌锭产量预计将获得大幅提升。2014 年公司锌锭计划产量为 8.18 万吨。

铜冶炼方面，2013年受加工利润空间收窄的影响，为避免亏损的增加，公司降低了电解铜产量，当期公司电解铜产量为1.83万吨，较上年降低39.00%。2014年随着玉龙铜矿生产工艺的完善，公司电解铜产量预计将有所增长，全年电解铜计划产量为2.42万吨。

截至2013年末，公司已完成玉龙铜业铜矿采选冶工程的建设，目前处于工艺完善阶段，全部投产后将具备1万吨阴极铜的硫化浮选能力。就投资进度而言，玉龙铜矿项目计划总投资23.50亿元，2013年投入7.70亿元，当年末累计投入资金24.63亿元。

从采选冶在建项目来看，目前公司在建项目主要包括锡铁山铅锌矿矿山深部（2,702米以下）工程、10万吨/年电锌氧压浸出新技术工程等，资金来源主要为募集资金。

表 3：截至 2013 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	募集资金拟投入金额	实际累计投入	工程进度	资金来源
锡铁山铅锌矿矿山深部（2702 米以下工程	2.36	1.49	即将竣工	募集资金
10 万吨/年电锌氧压浸出新技术工程	4.97	4.07	95%	募集资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产业布局方面，继退出磷化工、再生铜领域后，2013年公司处置了西部矿业保靖锌锰有限公司（以下简称“保靖锌锰”）100%股权，以减轻该公司1万吨锌冶炼及1万吨锰冶炼业务亏损状态对公司整体盈利水平的拖累。同时，公司以所持下属子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司100%股权、青海西海煤电有限责任公司100%股权、青海西部碳素有限责任公司（以下简称“西部碳素”）51%股权、分公司西部矿业股份有限公司唐湖电力分公司的整体资产以及公司所拥有对上述公司的债权及部分现金，认缴青海省投资集团有限公司（以下简称“青投集团”）的新增股份；交易完成后，公司持有青投集团35.89%的股份，成为其第二大股东。青投集团前身为青海省投资公司，1993年经青海省人民政府批准设立，初始注册资本2.5亿元，后经增资和股权变更，目前注册资本为36.25亿元。青投集团是青海省国资委直属的大型生产型企业，业务范围涉及煤炭、电力、冶金、矿业资源风险勘探、金融等，目前已形成电解铝、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探等多元化业务格局。2013年，青投集团营业收入为107.59亿元，实现净利润9,155万元，期

末总资产为369.67亿元。总体看，通过对现有平台的梳理和青投集团的增资，公司在铅、锌、铜等有色金属产品的布局更趋集中。

贸易业务规模及收入占比较上年提高，但贸易业务毛利率的降低拖累了公司的整体盈利能力，同时仍需关注有色金属价格波动对公司经营业绩的影响

2013年公司有色金属贸易量较上年增加，贸易业务实现营业收入188.54亿元，在营业总收入中的占比为74.61%，同比提高7.82个百分点。同时，受有色金属价格降低影响，2013年贸易业务毛利率为0.13%，较上年下降0.86个百分点，盈利空间的收缩对公司整体盈利能力造成一定影响。此外，有色金属价格的波动亦对公司的贸易业务和整体运营所造成的影响仍值得关注。

表4：2011～2013年公司金属贸易业务概况

	2011	2012	2013
收入(亿元)	160.83	130.45	188.54
占营业总收入比重	76.23%	66.79%	74.61%
毛利率	1.48%	0.99%	0.13%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

套期保值业务方面，2013年公司对铅精矿、锌精矿、铜精矿、铅锭、锌锭、电解铜、铅精矿含金含银等自产产品及白银、锌锭、等贸易产品进行套期保值。受市场行情的影响，公司仅对部分自产精矿产品进行保值，自产精矿的保值覆盖率约30%。对于自产冶炼产品，公司按照产销进度进行保值，2013年公司对自产冶炼产品的保值覆盖率为85%。对于贸易产品，公司对期现套利贸易进行了套期保值，保值覆盖率为85%，对无风险纯现货贸易则不进行保值。通过套期保值，2013年公司获得保值收益1.87亿元，在一定程度上弥补了由于有色金属现货价格下跌所导致的损失。中诚信证评认为，公司套期保值业务盈利受有色金属价格变化影响波动性较大，仍存在一定风险。

总体看，公司产业链较为完善，但2013年下游市场的低迷限制了产能的释放，使得公司铅精矿等产品产量下降。公司当年扩大了贸易业务规模，主营业务收入实现增长，但持续走低的贸易业务毛利率对整体盈利水平造成一定影响。

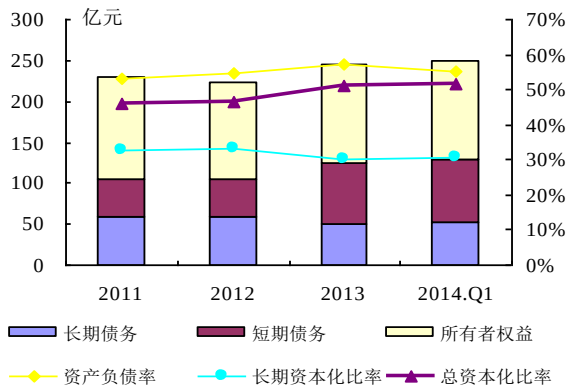
财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2011~2013年度审计报告，以及2014年一季度未经审计的财务报表，其中2012年数据为2013年初重述数，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2013年，随着有色金属贸易业务量的扩大，公司资产规模有所放大，截至2013年12月31日，公司总资产为281.83亿元，同比增长7.78%。与此同时，公司对外部负债的依赖程度有所上升，截至2013年12月31日，公司负债合计为161.85亿元，同比增加13.71%；公司资产负债率和总资本化比率分别为57.43%和51.00%，同比分别增长3个百分点和4.34个百分点，在行业中仍处于适中水平。另截至2014年3月31日，公司资产总额为270.05亿元，负债合计为149.32亿元，其资产负债率和总资本化比率分别保持在55.29%和51.62%。

图5：2011～2014.Q1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

表5：截至2013年12月31日矿业上市公司资本结构比较

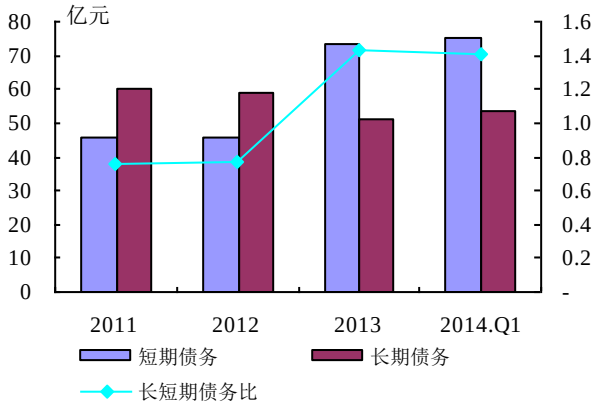
名称	总资产（亿元）	资产负债率	总资本化比率
江西铜业	887.67	48.58%	36.18%
紫金矿业	668.98	50.54%	41.62%
铜陵有色	397.47	69.92%	65.88%
西部矿业	**281.83**	**57.43%**	**51.00%**
云南铜业	265.90	74.83%	71.72%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2013年随着信用证贴现贷款的增加，以及部分长期借款的即将到期，公司短期债务增长较快，而长期债务规模有所下降，公

司债务期限结构有所调整。截至2013年12月31日，公司总债务为124.89亿元，其中短期债务73.56亿元，长期债务51.33亿元，长短期债务比为1.43。

图 6：2011～2014.Q1 公司债务结构分析



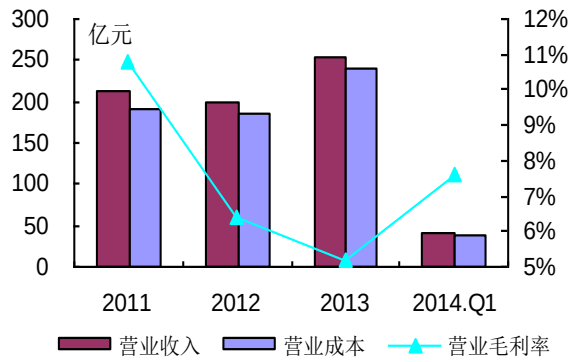
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2013年贸易业务规模的扩大使得公司资产和负债规模均有所扩张，资产负债率较上年提高，但公司负债比率仍保持合理水平，整体财务结构仍较为稳健。

盈利能力

从收入规模看，随着有色金属贸易业务规模的扩大，2013年公司实现营业收入252.72亿元，较上年同期上升27.45%。2013年公司实现贸易业务收入188.54亿元，较上年大幅增长44.53%。但受产量减少、产品价格下降和获利空间压缩等因素影响，公司当期有色金属采选冶业务收入有所下滑，全年共实现收入55.08亿元，同比降低9.05%。2014年以来，受益于贸易业务量的增长，2014年一季度公司实现营业收入41.22亿元，同比增长47.17%。

图 7：2011～2014.Q1 公司收入成本变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，有色金属贸易业务毛利率空间收窄，同时受有色金属产品价格下跌、加工业务获利空间缩减等因素影响，2013年公司有色金属采选冶业务毛利率同比下降2.57个百分点。受以上因素影响，2013年公司毛利率为5.21%，同比降低1.17个百分点。

表 6：2012～2013 年公司各业务板块收入及毛利率情况

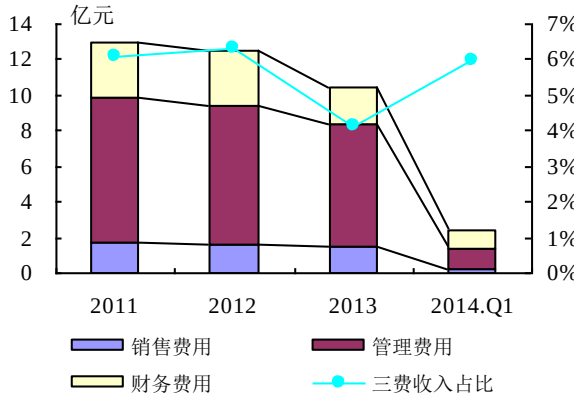
单位：亿元、%

业务板块	2012		2013	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
金属采选冶业务	60.56	21.66	55.08	19.09
金属贸易业务	130.45	0.99	188.54	0.13
其他	7.28	-45.35	9.10	-8.47
营业收入	**198.29**	**6.38**	**252.72**	**5.21**

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用情况来看，2013年公司期间费用合计10.44亿元，占营业收入的比重为4.13%，较上年降低2.18个百分点。公司当年加强了生产管理和费用控制，管理费用和销售费用均有所减少，分别为6.92亿元和1.48亿元，分别较上年降低11.74%和7.05%。另外，受定期存款规模扩大带来的利息收入增加影响，2013年公司财务费用为2.03亿元，同比下降33.77%。总体看，在营业收入规模扩张的情况下，2013年公司费用控制情况良好，期间费用占比处于较低水平。

图8：2011～2014.Q1公司期间费用分析

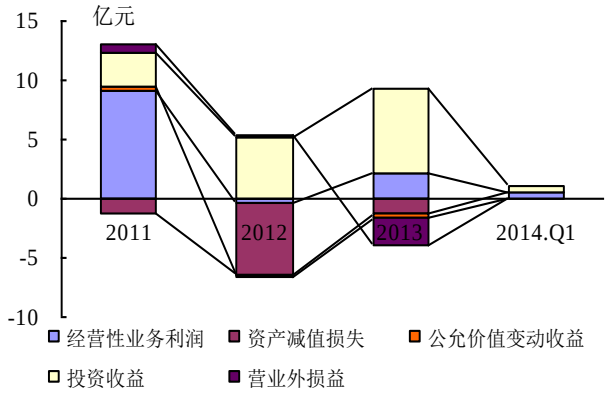


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2013 年随着贸易业务收入规模的扩大、利润空间较小的部分业务压缩，以及投资收益的增长，公司盈利状况改善，当期实现利润总额 5.35 亿元，同比增加 6.62 亿元。当年有色金属贸易业务收入增长较快，尽管毛利率下降，但该项业务仍处于盈利状况，对盈利水平的提高具有一定贡献。公司当年处置了保靖锌锰的股权，并以西部碳素等 3 家子公司的股权、债权和部分现金为对价，

对青投集团实行增资，成为青投集团的第二大股东。2013 年公司实现投资收益 7.05 亿元，同比增长幅度达 36.11%。

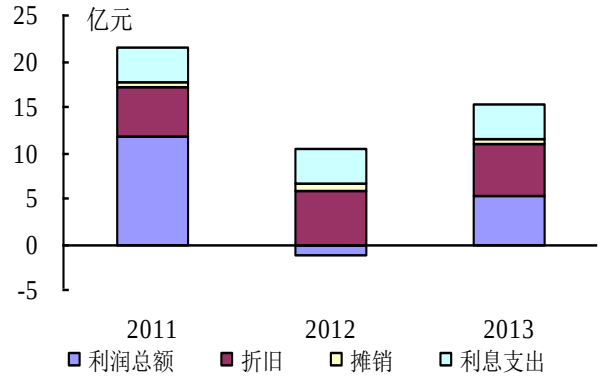
图 9：2011～2014.Q1 公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，在利润总额增长的拉动下，2013 年公司 EBITDA 同比大幅上升 67.39%至 15.17 亿元。经营活动现金流方面，2013 年贸易业务规模的扩大及公司资金管理的加强，使得经营活动净现金流继续改善，当年公司实现经营活动净现金流 16.54 亿元，较上年增加 15.12%。

图 10：2011～2013 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着贸易业务量的上升，2013 年公司营业收入同比增长，且公司当年投资收益增长较快，整体盈利状况得到改善，未来需关注有色金属价格波动对公司整体毛利率带来的影响。

偿债能力

从偿债指标来看，随着经营活动净现金流的改善，2013 年公司经营活动净现金能对利息支出及债务偿还提供一定保障，当年经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.13 倍和 3.18 倍。另外，2013 年公司 EBITDA 水平的上升使其对债务和利息支出的覆盖程度有所提高，当年 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 2.92 倍和 8.23 倍。

表 7：2011～2014.Q1 公司部分偿债能力指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务（亿元）	105.63	104.21	124.89	128.84
短期债务（亿元）	45.67	45.51	73.56	75.22
EBITDA（亿元）	21.40	9.06	15.17	-
总资本化比率（%）	46.07	46.66	51.00	51.62
EBITDA 利息倍数（X）	4.97	1.81	2.92	-
总债务/ EBITDA（X）	4.94	11.50	8.23	-
经营活动净现金/总债务	-0.11	0.14	0.13	-0.66
经营活动净现金利息保障倍数（X）	-2.69	2.87	3.18	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2013年12月31日，公司担保余额为1.2亿元，系为联营公司的控股股东紫金矿业提供的反担保，担保余额占公司净资产的比例为0.43%，公司或有风险较低。

从授信情况来看，截至2013年12月31日公司银行授信189.85亿元人民币。其中，尚未使用的银行授信为161.13亿元人民币，公司拥有充足的备用流动性，同时对其偿债能力亦提供了一定支撑。

总体看，2013年在贸易业务规模扩张的拉动下，公司盈利能力有所提高，获现能力对债务及利息支出保障程度得到增强，同时，公司资本结构保持稳健、债务期限结构合理、备用流动性较为充足，公司具有很强的偿债能力。

担保实力

西部矿业集团有限公司是由青海省国资委控股的大型国有企业，成立于 2000 年 5 月 8 日，青海省国资委持股 50.37%，处于实际控制地位。

西矿集团以矿产开发为主，是目前国内最大的铅锌生产企业和控制铜、银、锂等金属资源储量最大的矿业公司之一。集团主要经营铅、锌、铜等常规有色金属的采选冶及有色金属贸易，同时拥有盐湖化工等业务板块。西矿集团自身作为投资控股型集团公司，各板块业务主要通过下属子公司开展。

业务运营方面，目前西矿集团有色金属采选冶及贸易业务主要通过西部矿业完成，并且西部矿业

为西矿集团主要收入及利润贡献主体，2013 年西部矿业营业收入占西矿集团的比重为 86.51%。西矿集团盐湖化工板块的运营主体包括青海盐业股份有限公司（以下简称“青海盐业”）、青海锂业有限公司（以下简称“青海锂业”）和西部镁业科技有限公司（以下简称“西部镁业”）。

青海盐业主要从事工业盐、食用盐和精制盐的生产，其工业盐在西北地区市场的占有率约为 60%~70%。2013 年末青海锂业已形成 3,000 吨碳酸锂、25,000 吨硫酸钾及 2,500 吨硼酸的生产能力，其二期项目处于试生产阶段，二期项目全部投产后，西矿集团将形成 17,000 吨碳酸锂、12,500 吨硫酸钾和 12,500 吨硼酸的生产能力，考虑到目前我国碳酸锂产能不大，二期项目的建成将具有较好的市场前景。西部镁业主要利用青海盐湖资源从事氢氧化镁和氧化镁的生产，目前已解决多项工程关键技术难题，制得产品纯度达 99%以上，总体技术水平居国内领先地位，同时其 10 万吨/年高氢氧化镁及下游产品项目仍处于建设阶段。综合而言，目前西矿集团盐湖化工业务规模较小，且多个项目处于建设阶段，未来项目产能释放具有不确定因素，同时西矿集团亦面临较大资本支出压力。

表 8：西矿集团 2012～2013 年业务分业务板块营业收入及毛利率情况

	2012			2013		
	收入（亿元）	占比	毛利率	收入（亿元）	占比	毛利率
有色金属贸易	162.83	68.80%	0.62%	220.23	75.39%	0.03%
有色金属采选冶	62.53	26.42%	22.85%	57.28	19.61%	20.11%
盐湖化工产品	3.64	1.54%	38.31%	5.00	1.70%	46.60%
管理和其他业务	7.66	3.24%	-20.98%	9.63	3.30%	22.22%
合计	**236.66**	**100.00%**	**6.37%**	**292.14**	**100.00%**	**5.72%**

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

从财务表现来看，财务结构方面，截至 2013 年 12 月 31 日，集团资产总额为 423.07 亿元，同比增长 7.75%；同时，随着在建项目投入和对外投资的增加，集团融资规模有所上升，截至 2013 年 12 月 31 日，集团负债合计为 287.83 亿元，同比增长 10.77%，其资产负债率和总资本化比率进一步上升至 68.04%和 64.04%，同比分别增长 1.85 个百分点和 2.92 个百分点。

盈利能力方面，2013 年西矿集团实现营业收入 292.14 亿元，较上年增长 23.44%，主要由于有色金属贸易业务规模上升引起。另外，2013 年有色金属价格下滑、加工费利润空间压缩等因素使得公司贸易业务和采选冶业务毛利率下降，2013 年西矿集团营业毛利率为 5.72%，同比降低 0.65 个百分点。西部集团当期获得了较多的投资收益，对利润形成一定补充，2013 年西矿集团利润总额为 1.69 亿元，净利润为 47 万元。

从偿债能力看，2013 年集团 EBITDA 为 17.03 亿元，EBITDA 利息倍数上升至 2.21 倍，总债务/EBITDA 降至 14.14 倍，集团偿债指标有所增强。

表 9：西矿集团 2011～2013 年部分财务指标

财务指标	2011	2012	2013
资产总额（亿元）	350.42	392.62	423.07
短期债务（亿元）	86.28	103.69	138.37
长期债务（亿元）	79.31	105.01	102.45
总债务（亿元）	165.59	208.71	240.82
营业收入（亿元）	250.12	236.66	292.14
营业毛利率（%）	9.80	6.37	5.72
净利润（亿元）	6.84	-9.86	0.00
资产负债率（%）	60.33	66.19	68.04
总资本化比率（%）	54.36	61.12	64.04
EBITDA（亿元）	21.95	7.95	17.03
总债务/ EBITDA（X）	7.54	26.26	14.14
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.66	0.99	2.21

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2013 月 12 月 31 日，西矿集团合计担保余额 3.00 亿元，担保余额占集团净资产（含少数股东权益）的比重为 2.22%，集团的或有风险很小。

总体看，目前集团盐湖化工业务规模较小，其收入和利润仍主要来自于西部矿业，2013 年得益于西部矿业有色金属贸易业务收入的增长，集团收入

规模扩大，盈利状况有所好转，偿债能力较上年增强。从长期来看，依托于丰富的资源储备和在建项目的不断推进，集团的整体业务和财务实力将逐渐增强。中诚信证评认为，西部矿业集团有限公司具备一定的综合实力，能够为本次债券本息的偿还提供较为有力的保障。

结　论

综上，中诚信证评维持本次公司债券债项级别**AA$^+$**，主体级别**AA$^+$**，中诚信证评认为西部矿业在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）

青海省政府国有资产监督管理委员会

↓ 50.37%

西部矿业集团有限公司

↓ 28.21%

西部矿业股份有限公司		
分公司	锡铁山分公司	
	铅业分公司	
	锌业分公司	
	北京分公司	
	西藏分公司	
	营销分公司	
	冶炼事业部分公司	
	铅业分公司汉江冶炼厂	
全资子公司	贵州西部矿业信诚资源开发有限公司（100%）	
	）	
	巴彦淖尔西部铜业有限公司（100%）	巴彦淖尔西部铜材有限公司（80%）
		内蒙古双利矿业有限公司（50%）
	青海西部矿业科技有限公司（100%）	北京西部矿业技术研究发展有限责任公司（99.7%）
		青海西部矿业工程技术研究有限公司（98%）
	中国西部矿业（香港）有限公司（100%）	（维尔京）三江控股有限公司（100%）
		（香港）康赛铜业投资有限公司（100%）
	西部矿业（上海）有限公司（100%）	
	西部矿业西藏贸易有限公司	
	青海西部矿业规划设计咨询有限公司（100%）	
控股公司	西藏玉龙铜业股份有限公司（58%）	华能果多水电有限公司（34%）
	四川鑫源矿业有限责任公司（76%）	
	深圳市西部百河贸易有限公司（51%）	
	青海西部铅业股份有限公司（64.36%）	
	青海西豫有色金属有限公司（85.39%）	
	青海湘和有色金属有限责任公司(51%)	
	四川夏塞银业有限公司（51%）	
	西部矿业集团财务有限公司（60%）	
合营联营公司		
	青海省投资集团有限公司（35.89%）	
	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司（20%）	
	兰州有色冶金设计研究院有限公司（30%）	
	西宁特钢集团有限责任公司(39.44%)	
	青海铜业有限责任公司（40%）	
	青海甘河工业园开发建设有限公司（6.14%）	

附二：西部矿业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	590,093.39	483,949.08	620,611.46	402,025.60
应收账款净额	292,265.42	277,478.67	198,836.61	196,308.74
存货净额	199,242.47	169,684.65	135,470.17	172,092.45
流动资产	1,300,663.21	1,206,310.51	1,194,166.95	1,072,752.80
长期投资	247,784.81	242,998.38	535,857.32	529,392.78
固定资产合计	814,337.16	841,697.23	748,473.16	757,653.65
总资产	2,651,359.97	2,614,822.66	2,818,273.49	2,700,518.67
短期债务	456,731.60	455,103.52	735,592.98	752,191.90
长期债务	599,569.93	587,030.30	513,313.79	536,165.64
总债务（短期债务+长期债务）	1,056,301.53	1,042,133.82	1,248,906.78	1,288,357.54
总负债	1,414,600.18	1,423,360.53	1,618,518.35	1,493,164.14
所有者权益（含少数股东权益）	1,236,759.79	1,191,462.13	1,199,755.13	1,207,354.53
营业总收入	2,127,315.30	1,982,921.54	2,527,151.98	412,232.32
三费前利润	220,983.26	121,921.46	126,148.26	30,712.53
投资收益	29,037.55	51,781.51	70,477.44	3,823.95
净利润	87,645.29	-12,723.55	37,929.16	6,930.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	214,041.31	90,636.85	151,717.45	-
经营活动产生现金净流量	-115,614.58	143,632.45	165,354.92	-213,783.62
投资活动产生现金净流量	-40,561.20	-229,848.20	-211,810.85	-24,176.67
筹资活动产生现金净流量	199,948.53	-66,780.63	136,013.27	21,829.14
现金及现金等价物净增加额	43,616.16	-153,088.93	89,849.82	-218,585.87
财务指标	**2011**	**2012**	**2013**	**2014.Q1**
营业毛利率（%）	10.76	6.38	5.21	7.63
所有者权益收益率（%）	0.07	-0.01	0.03	0.02
EBITDA/营业总收入（%）	10.06	4.57	6.00	2.37
速动比率（X）	1.48	1.31	0.99	0.98
经营活动净现金/总债务（X）	-0.11	0.14	0.13	-0.66
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.25	0.32	0.22	-1.14
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.69	2.87	3.18	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.97	1.81	2.92	-
总债务/ EBITDA（X）	4.94	11.50	8.23	-
资产负债率（%）	53.35	54.43	57.43	55.29
总债务/总资本（%）	46.07	46.66	51.00	51.62
长期资本化比率（%）	32.65	33.01	29.96	30.75

注：2014年一季度末所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

附三：西部矿业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	643,040.10	721,097.64	844,336.35
应收账款净额	342,399.05	294,066.82	225,256.31
存货净额	220,054.99	194,255.24	302,454.26
流动资产	1,633,405.93	1,798,189.90	1,796,123.53
长期投资	326,627.94	320,886.95	640,844.91
固定资产合计	994,988.44	1,125,025.88	1,022,364.37
总资产	3,504,202.05	3,926,209.75	4,230,679.44
短期债务	862,824.28	1,036,932.04	1,383,744.62
长期债务	793,069.93	1,050,138.89	1,024,455.96
总债务（短期债务+长期债务）	1,655,894.21	2,087,070.93	2,408,200.59
总负债	2,114,019.18	2,598,578.57	2,878,348.04
所有者权益	1,390,182.87	1,327,631.17	1,352,331.40
营业总收入	2,501,174.53	2,366,597.38	2,921,381.37
三费前利润	235,710.49	143,405.20	158,061.48
投资收益	43,936.34	53,848.41	70,065.45
净利润	68,419.69	-98,563.16	47.45
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	219,532.96	79,466.08	170,251.42
经营活动产生现金净流量	-90,441.95	49,521.55	283,484.19
投资活动产生现金净流量	-221,667.97	-613,013.17	-360,747.55
筹资活动产生现金净流量	273,157.54	552,739.18	9,171.85
现金及现金等价物净增加额	-39,109.42	-9,710.23	-228.35
财务指标	**2011**	**2012**	**2013**
营业毛利率（%）	9.80	6.37	5.72
所有者权益收益率（%）	4.92	-7.42	0.00
EBITDA/营业总收入（%）	8.78	3.36	5.83
速动比率（X）	1.15	1.11	0.84
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.02	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.10	0.05	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.51	0.62	3.68
EBITDA 利息倍数（X）	3.66	0.99	2.21
总债务/ EBITDA（X）	7.54	26.26	14.14
资产负债率（%）	60.33	66.19	68.04
总债务/总资本（%）	54.36	61.12	64.04
长期资本化比率（%）	36.33	44.16	43.10

附四：基本财务指标的计算公式

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+应付短期融资券
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+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
所有者权益收益率＝当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）
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））
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）
总资产报酬率=净利润*2/（期初资产总计+期末资产总计）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

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