



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪076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，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一五年五月十一日

西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2015）

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	2014/5/7		
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	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益(亿元)	119.15	119.98	120.44	120.07
总资产(亿元)	261.48	281.83	258.29	257.52
总债务(亿元)	104.21	124.89	111.20	111.49
营业总收入(亿元)	198.29	252.72	242.47	40.43
营业毛利率(%)	6.38	5.21	6.13	3.58
EBITDA(亿元)	9.06	15.17	11.83	-
所有者权益收益率(%)	-1.07	3.16	2.83	-1.65
资产负债率(%)	54.43	57.43	53.37	53.38
总债务/EBITDA(X)	11.50	8.23	9.40	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.81	2.92	2.32	-

西矿集团	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	132.76	135.23	130.63
总资产(亿元)	392.62	423.07	416.94
总债务(亿元)	208.71	240.82	245.26
营业总收入(亿元)	236.66	292.14	297.85
营业毛利率(%)	6.37	5.72	5.39
EBITDA(亿元)	7.95	17.03	12.60
所有者权益收益率(%)	-7.42	0.00	-1.13
资产负债率(%)	66.19	68.04	68.67
总债务/EBITDA(X)	26.26	14.14	19.46
EBITDA 利息倍数(X)	0.99	2.21	1.74

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、2015 年第 1 季度所有者权益收益率指标已经年化。

基本观点

2014 年，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）受有色金属价格下降及“煤电铝碳”相关公司和资产本期不再纳入合并范围等因素影响，营业收入同比减少，加之投资收益的下降，公司盈利能力有所弱化。当年末公司资产负债率较 2013 年末降低，资本结构保持稳定，债务期限结构合理。同时，公司有色金属资源储备优势明显，且拥有较完善的采选冶产业链，长期发展具有保障，整体偿债能力很强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到受有色金属下游需求放缓及价格走低等因素影响，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主体信用等级 **AA⁺**，评级展望为稳定，维持“西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。该债项级别同时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的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 2014 年 12 月 31 日，公司保有有色金属资源储量为 152.62 万吨铅、243.45 万吨锌、680.64 万吨铜、36.33 万吨钼、2,382.94 万吨银和 19.07 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。
- 财务结构保持稳健。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 53.37% 和 48.01%，分别较上年降低 4.06 和 2.99 个百分点，负债规模稳定在适中水平。

关 注

- 2014年有色金属需求放缓，铜、铝、铅等有色金属价格较上年降低，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。
- 在国际主要经济体增速放缓的背景下，主要有色金属产品的价格短期内将被抑制，预计短期内价格将在低位震荡，公司采选冶及贸易业务的盈利能力面临一定压力。

分 析 师

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tcdai@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月11日



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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

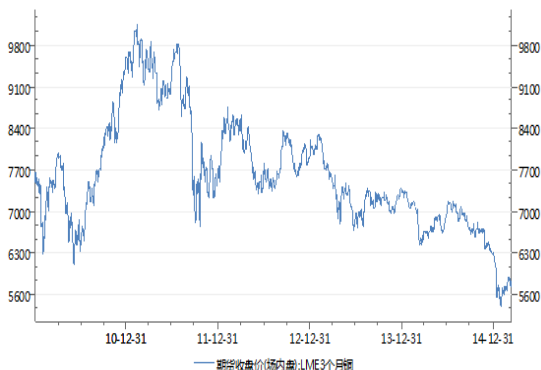
行业分析

2014年中国有色金属行业运行相对平稳，主要有色金属产量平稳增长，受需求增速放缓及美元走强等因素影响，国内铜、铅、铝等基本金属年均价格同比下降，而锌等金属年均价格有所上升

2014年受需求增速放缓及美元走强等因素影响，LME基本金属价格继续震荡。就细分产品而言，锌产品方面，根据ILZSG公布的数据显示，2014年1~6月，全球锌市供应短缺23.4万吨，而2013年同期则过剩2.8万吨，2014年锌的供需结构逐步从过剩转向短缺。需求方面，2014年各初级消费领域及终端消费领域的锌需求均有所回暖。在供应趋紧、需求稳步上升的预期下，锌价得到持续的基本面支撑。价格方面，2014年上半年锌价呈现单边上升走势，下半年价格有所回落，但总体而言，年均价格仍较2013年提高。2014年LME三月期锌（场内盘）震荡区间为1,945美元/吨~2,410美元/吨，年均价格为2,167美元/吨，同比提高15.88%。上期所沪锌期货收盘价年内震荡区间为14,655元/吨~17,380元/吨，年均价格为15,892元/吨，同比提高6.53%。库存方面，2014年末LME锌库存量为69.16万吨，同比减少25.91%，锌库存的持续下降有利于提振锌价的后续走势。

图1：2010年以来LME锌价走势

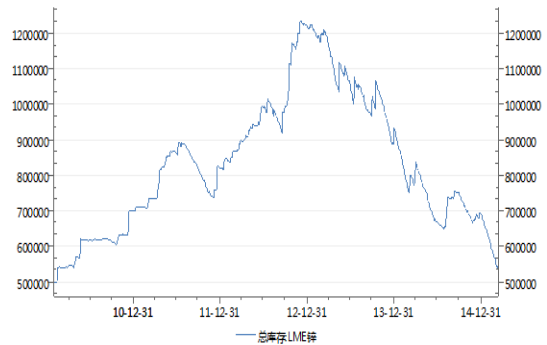
单位：美元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

图2：2010年以来LME锌库存

单位：吨

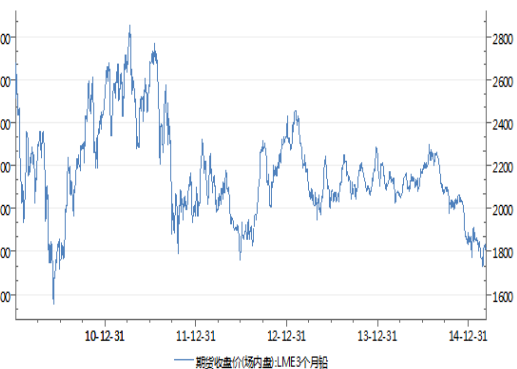


资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

铅产品方面，2014年上半年，国内铅市的消费需求偏弱，对铅价走势造成影响，铅价反弹受到一定制约，铅价基本维持弱势震荡。7月份随着国内环保力度的加强，原生铅和再生铅企业受其影响供应受限，铅冶炼企业开工率较低，使得铅价大幅上涨。但整体来看，铅的产业链单一，下游铅酸蓄电池需求的疲软对铅价形成制约，8月份开始，铅价大幅走跌，年底甚至出现暴跌，2014年末铅价达到近5年最低值（12,195元/吨）。2014年LME三月期铅（场内盘）震荡区间为1,832美元/吨~2,301美元/吨，年均价格为2,113美元/吨，同比降低1.95%。上期所沪铅期货收盘价年内震荡区间为12,195元/吨~15,345元/吨，年均价格为13,878元/吨，同比降低3.06%。库存方面，2014年末LME铅库存量为22.20万吨，同比增加0.70万吨。

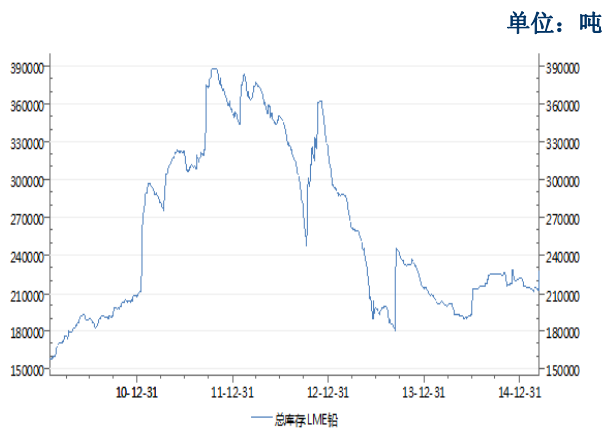
图3：2010年以来LME铅价走势

单位：美元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

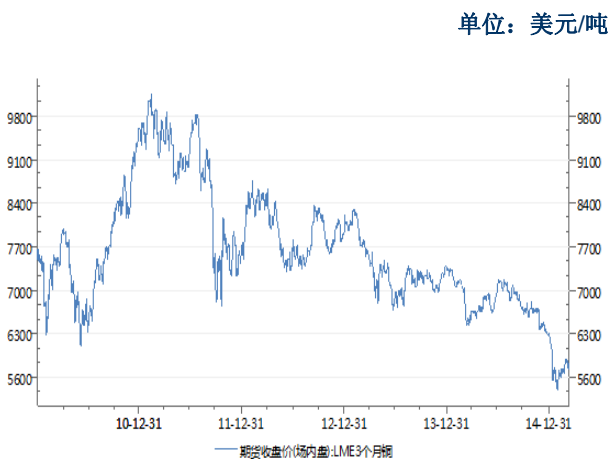
图4：2010年以来LME铅库存



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

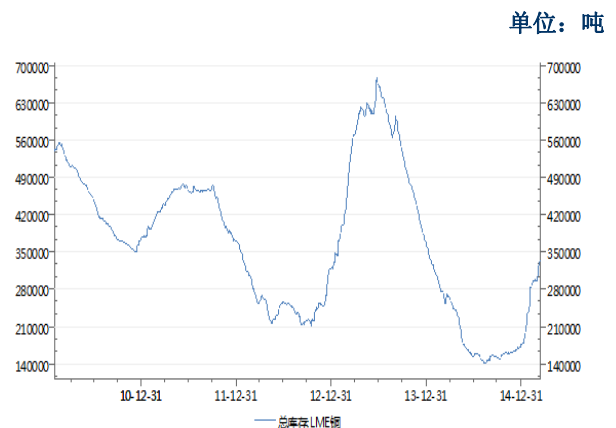
铜产品方面，2014年国内外经济增速放缓，铜市全年呈现震荡走低的格局。2014年年初，国内铜产量维持高位，而同期市场需求有所收窄，使得铜价在1~3月出现暴跌。2月中旬~6月底，受外盘提振带动，国内铜市展开反弹行情。7~12月，铜矿供给维持充足，精炼铜产量创新高，而需求开始转淡，同时6月底爆发的融资铜骗贷事件对市场造成不利影响，铜价大幅走跌。2014年LME三月期铜（场内盘）价格波动区间为6,290美元/吨~7,393美元/吨，当年平均价格为6,830美元/吨，同比下降7.06%。国内铜价走势与国际价格基本保持一致，2014年上期所沪铜期货收盘价波动区间为44,170元/吨~52,670元/吨，平均价格为48,413元/吨，同比下跌8.56%。库存方面，2014年末LME铜库存量为17.70万吨，同比减少19.40万吨。

图5：2010年以来LME铜价走势



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

图6：2010年以来LME铜库存



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

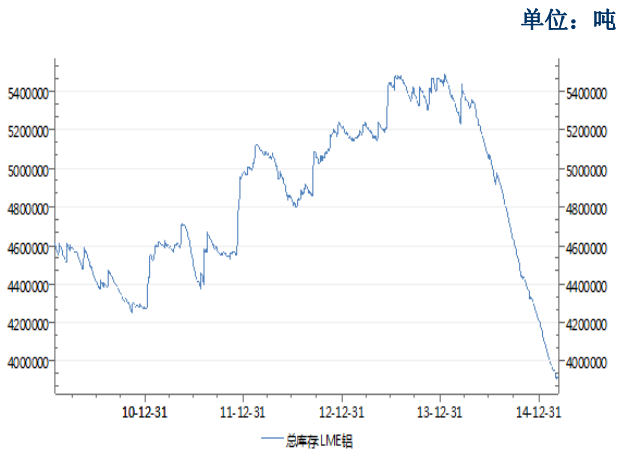
铝产品方面，2014年年初受制造工厂春节放假和部分铝材加工企业停工歇业影响，市场需求有所萎缩，而同期市场供给持续增加，使得1~3月铝价不断走低。3~9月，由于印尼禁止出口铝土矿造成氧化铝减产，电解铝成本持续推高，同时受国内外铝库存和流通货源减少影响，铝价呈现震荡上扬的态势。9~12月，随着需求的下降和整个基本金属市场的走弱，铝市场震荡下行。价格方面，2014年LME三月期铝（场内盘）波动区间为1,677美元/吨~2,107美元/吨，平均价格为1,896美元/吨，与上年基本持平（2013年平均价格为1,887美元/吨）；当年上期所沪铝期货收盘价波动区间为12,750元/吨~14,930元/吨，平均价格为13,631元/吨，同比下降6.06%。库存方面，2014年末LME铝库存量为421.03万吨，同比减少124.78万吨。

图7：2010年以来LME铝价走势



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

图8：2010年以来LME铝库存



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

中诚信证评认为，2015年中国和全球经济的发展，将对基本金属市场形成一定支撑，但中国等主要经济体增速的放缓，将抑制基本金属产品价格的涨幅，预计短期内锌、铅、铜、铝等有色金属价格将在低位震荡。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

2014年，公司锌锭、电铅、电解铜产量均同比减少，仅粗铅产量有所增长，公司冶炼产品产能未能完全释放；此外，受当期有色金属产品价格的下滑等因素影响，公司金属采选冶业务收入同比降低

资源储量方面，截至2014年末，公司保有有色金属资源储量为152.62万吨铅、243.45万吨锌、680.64万吨铜、36.33万吨钼、2,382.94万吨银和19.07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，2014年受子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司尾矿库容量限制，当年公司未启动铅锌选矿生产，公司全年锌精矿产量为6.67万吨，同比下降13.26%。铜精矿方面，随着玉龙铜矿生产工艺的完善，公司2014年铜精矿产量计划完成率为107%，当年原计划铜精矿产量为3.11万吨，实际产量为3.33万吨。铅精矿方面，公司2014年铅精矿原计划产量为4.71万吨，实际产量4.84万吨，计划完成率为103%。此外，公司2014年精矿

所含银和精矿所含金原计划产量分别为97.87千克和135.23千克，实际产量分别为105.26千克和210.22千克，计划完成率分别为108%和155%。

表1：2012~2015E年公司主要品种精矿产量

	2012	2013	2014	2015E
锌精矿(万吨)	7.29	7.69	6.67	6.52
铅精矿(万吨)	5.28	5.17	4.84	4.70
铜精矿(万吨)	2.53	2.89	3.33	3.36
精矿所含银(千克)	102.61	102.30	105.26	101.65
精矿所含金(千克)	145.40	175.01	210.22	140.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

就有色金属冶炼而言，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。2014年受下游需求增速放缓和产品价格降低等影响，公司主要冶炼产品的产能未能全部释放。

表2：2013~2015E年公司冶炼产能产量情况

冶炼产品	产能			产量		
	2013	2014	在建产能	2013	2014	2015E
锌锭	6	6	10	5.56	4.02	8.10
粗铅	15	10	-	3.89	4.42	4.20
电铅	5.5	5.5	-	2.61	2.21	2.00
电解铜	5	5	-	1.83	1.49	2.50

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10万吨和5.5万吨。2014年，受市场需求下滑和价格降低等因素影响，公司粗铅产量计划完成率为79%，当年原计划产量5.60万吨，实际产量为4.42万吨。粗铅未能按计划完成产量对其下游电铅的生产造成影响，公司电铅产量继续下降。2014年公司电铅产量为2.21万吨，未达到公司2.40万吨的计划产量，与上年相比，公司电铅产量降幅为15.33%。2015年，公司粗铅和电铅计划产量分别为4.20万吨和2.00万吨。

锌冶炼方面，2014年受10万吨电锌项目尚未正式竣工验收而未能启动生产的影响，公司锌锭产量同比下降27.70%，为4.02万吨。2014年，公司10万吨/年电锌氧压浸出新技术工程尚在建设当中，其土建工程、设备安装已基本完成，配套渣场等还处于建设施工阶段，期末建设进度为96%，该项目目前正在进行投料试生产前的相关准备工作，预计

2015年5月底可投料试生产。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。2015年公司锌锭计划产量为8.10万吨。

铜冶炼方面，考虑到电解铜价格持续走低，公司为控制亏损降低了电解铜的产量，公司电解铜产量继续下滑。2014年公司电解铜产量为1.49万吨，较上年降低18.58%。2015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2.50万吨。

截至2014年末，玉龙铜业铜矿二期1,800万t/a矿石采选系统一期工程已基本完成竣工验收的准备工作，其中，水土保持设施验收、环境保护设施验收、安全设施验收已委托验收单位开展现场调查、出具整改建议，目前玉龙铜业根据整改建议积极实施整改。目前，玉龙铜业铜矿二期1,800万t/a矿石采选系统二期工程尚处于前期准备阶段，主要用于矿山采剥和萃取车间恢复重建工程。

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2014年12月31日公司主要在建项目情况

项目名称	预算数(亿元)	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度(%)	资金来源
西藏玉龙铜矿采选冶工程	34.15	96	95	自筹
10万吨/年电锌氧压浸出新技术工程	13.70	76	96	募集资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司于2013年末转让了旗下“煤电铝碳”相关公司和资产，被转让的分子公司及转让股权分别为：子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司100%、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；以及公司拥有对上述公司的债权及部分现金。2014年，上述分子公司不再纳入公司的合并范围。与此同时，2014年有色金属价格同比下跌。受以上两方面因素影响，公司2014年金属采选冶业务收入同比减少22.03%，为42.70亿元。毛利方面，公司对冶炼厂

采取了减产减亏和控制成本等措施，当年金属采选冶板块毛利率为25.88%，同比增加6.05个百分点。

金属贸易业务规模持续扩大，收入占比逐年提高，但贸易业务获利空间不断收窄，对公司整体盈利能力造成影响

公司近年来有色金属贸易量逐年增长，2014年，其有色金属贸易业务收入为192.82亿元，同比增长2.27%；贸易收入在营业总收入中占比为79.52%，较上年提高4.91个百分点。当期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出现倒挂，2014年该项业务毛利率为-0.14%，同比降低0.27个百分点。总体看，贸易业务获利空间逐年收窄，需关注其对公司整体盈利能力的影响。同时，有色金属价格波动对公司金属贸易业务和整体业务状况带来的影响仍需予以关注。

表4：2012~2014年公司金属贸易业务概况

	2012	2013	2014
收入(亿元)	130.45	188.54	192.82
占营业总收入比重	66.79%	74.61%	79.52%
毛利率	0.99%	0.13%	-0.14%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

套期保值业务方面，2014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为20%（上年度为30%）。对于自产冶炼产品，公司按照产销进度进行保值，2014年公司对自产冶炼产品的保值覆盖率为100%。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%（上年度为85%），对无风险纯现货贸易则不进行保值。通过套期保值，2014年公司获得保值收益1.33亿元，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部分产品产能的释放率及产品获利空间造成影响，公司当年营业总收入有所下降。

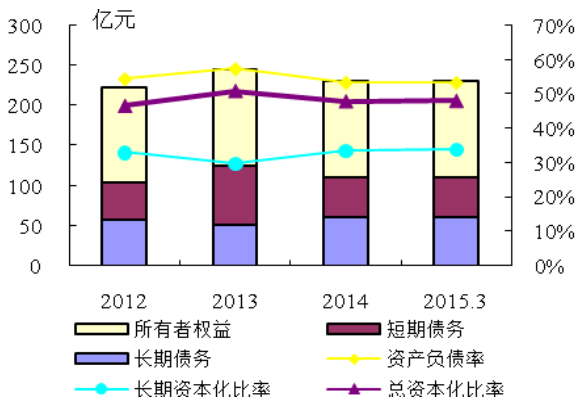
财务分析

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 2012~2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度财务报表。所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2014 年，公司整体业务规模有所缩减，同时公司加强了应收账款管理，当年回收了较多的应收账款，因此期末资产规模同比减少。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 258.29 亿元，同比下降 8.35%。与此同时，公司归还了部分债务，负债总额同比降低，公司资产负债率较上年下降。截至 2014 年末，公司负债合计为 137.85 亿元，同比减少 14.83%；公司资产负债率和总资本化比率分别为 53.37% 和 48.01%，同比分别下降 4.06 个百分点和 2.99 个百分点，在行业中仍处于适中水平。截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产总额为 257.52 亿元，负债合计为 137.45 亿元，其资产负债率和总资本化比率分别保持在 53.38% 和 48.15%。

图 9：2012~2015.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 2014 年 12 月 31 日矿业上市公司资本结构比较

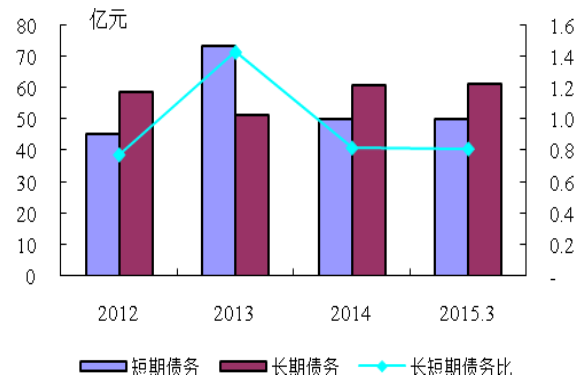
名称	总资产(亿元)	资产负债率	总资本化比率
江西铜业	953.22	50.67%	39.87%
紫金矿业	751.60	55.20%	40.00%
西部矿业	258.29	53.37%	48.01%
云南铜业	248.71	72.62%	66.96%

资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2014 年公司偿还了到期的一年内到期的非流动负债，因此短期债务总额同比下降；同时，受玉龙铜业基建资金需求增加影响，

公司新增了银行长期借款。受此影响，公司长短期债务比由上年度 1.43 调整为 0.82，长期债务比重上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 111.20 亿元，其中短期债务 50.07 亿元，长期债务 61.13 亿元。

图 10：2012~2015.Q1 公司债务结构分析

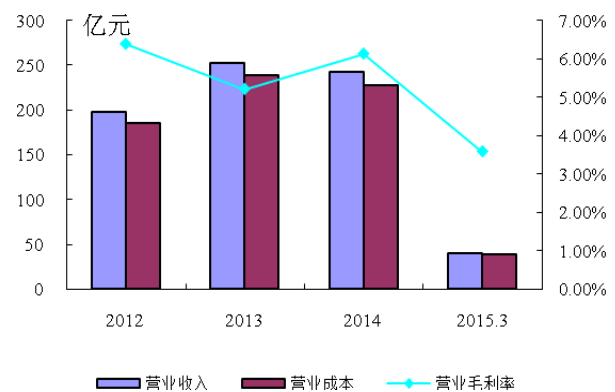


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着部分到期债务的归还，2014 年公司资产负债率有所降低，同时债务期限结构逐步向长期倾斜，公司财务结构保持稳健。

盈利能力

图 11：2012~2015.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

从收入规模看，受主要有色金属产品下降和当年合并范围减少等因素影响，公司 2014 年营业总收入为 242.47 亿元，与上年相比，降幅为 4.05%。从获利空间来看，当年金属采选冶业务毛利率同比提高 6.05 个百分点；而金属贸易业务毛利率则下降 0.27 个百分点，同时金属贸易业务收入占比持续上升，受此影响，公司当年营业毛利率为 6.13%，同比仅增加 0.92 个百分点。2015 年一季度，公司实现营业收入 40.43 亿元，同比下降 1.92%。

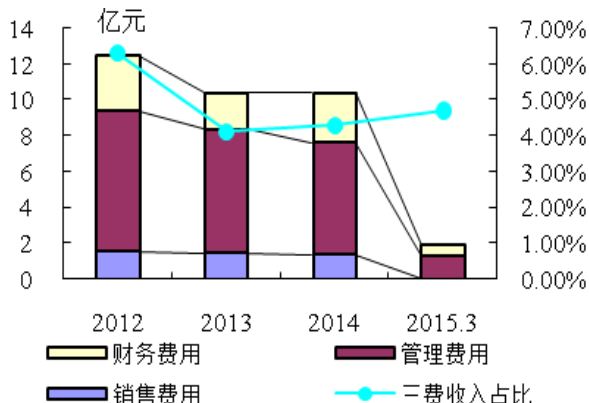
表 6: 截至 2014 年 12 月 31 日矿业上市公司盈利指标比较

	毛利率 (%)	三费收入占比 (%)
江西铜业	3.32	1.20
紫金矿业	26.35	6.55
西部矿业	6.13	4.29
云南铜业	1.29	3.17

数据来源: 聚源终端、中诚信证评整理

从期间费用情况来看, 2014 年随着业务规模的下降, 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 1.41 亿元, 与上年相比, 降幅为 4.92%; 发生管理费用 6.23 亿元, 同比降低 10.04%。财务费用方面, 公司当年利息支出同比减少 0.11 亿元, 但公司 2014 年发生汇兑损失 0.60 亿元, 并支付了 0.15 亿元票据贴现利息支出, 受此影响, 全年财务费用 2.77 亿元, 较上年增加 0.75 亿元。2014 年, 公司期间费用合计 10.41 亿元, 同比略降 0.03 亿元, 三费收入占比为 4.29%, 整体看, 公司费用控制情况保持良好。

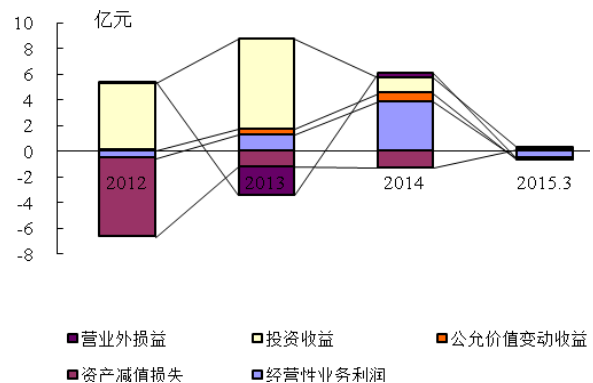
图 12: 2012~2015.Q1 公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2014 年公司营业毛利率的提高使得其经营性业务利润同比增加, 公司当年经营性业务利润同比增加 2.20 亿元。2013 年公司通过出资青海西部矿业百河铝业有限责任公司等分子公司股份取得了 7.05 亿元投资收益, 2014 年公司投资收益为 1.18 亿元。受投资收益下降影响, 公司利润总额同比减少 0.56 亿元, 为 4.79 亿元。

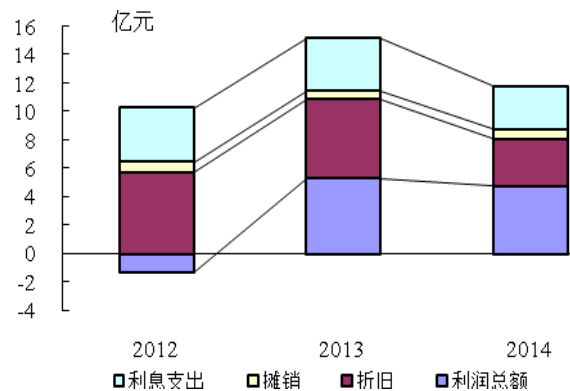
图 13: 2012~2015.Q1 公司利润总额构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 利润总额的降低使得公司 2014 年 EBITDA 同比减少 22.05%, 为 11.83 亿元。经营活动现金流方面, 2014 年公司加强了应收账款的管理, 因此经营性现金流保持良好, 2014 年公司共实现经营活动净现金流 16.27 亿元, 基本与上年持平。

图 14: 2012~2014 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, 2014 年公司营业收入规模缩减, 且同期投资收益下降较快, 公司利润总额有所减少。

偿债能力

随着公司总债务规模的下降, 其偿债指标有所提高。2014 年公司经营活动净现金流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 0.15 倍和 3.20 倍。另外, 2014 年公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 2.32 倍和 9.40 倍, EBITDA 对债务和利息支出的覆盖程度良好。

表 7：2012~2015.Q1 公司部分偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.Q1
总债务(亿元)	104.21	124.89	111.20	111.49
短期债务(亿元)	45.51	73.56	50.07	50.00
EBITDA(亿元)	9.06	15.17	11.83	-
总资本化比率(%)	46.66	51.00	48.01	48.15
EBITDA 利息倍数(X)	1.81	2.92	2.32	-
总债务/EBITDA(X)	11.50	8.23	9.40	-
经营活动净现金/ 总债务(X)	0.14	0.13	0.15	0.07
经营活动净现金/利息 支出(X)	-2.69	2.87	3.20	-

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2014年12月31日，公司对子公司之外的企业提供担保。

从授信情况来看，截至2014年12月31日公司银行授信182亿元人民币。其中，尚未使用的银行授信为128.53亿元人民币，公司拥有充足的备用流动性，对其偿债能力提供了一定支撑。

总体看，2014年受收入规模缩减和投资收益下降等因素影响，公司盈利能力有所弱化。得益于当年部分债务的归还，公司资本结构保持稳健，同时长期债务的增加在一定程度上缓解了公司的短期偿债压力。公司目前具有较为充足的备用流动性，整体偿债能力很强。

担保实力

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。

西矿集团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。

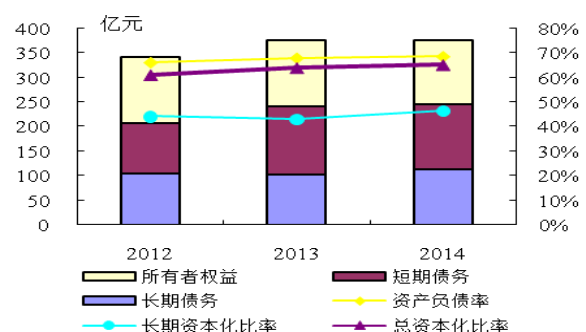
业务运营方面，2013年西矿集团将“煤电铝碳”业务整体剥离，目前经营的业务主要为有色金属采选冶及贸易业务、盐湖化工业务等，其中，有色金

属采选冶及贸易业务主要由西部矿业经营，盐湖化工业务的经营主体主要为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”）。其中，西部矿业是西矿集团收入和利润的主要来源，2014年西部矿业营业收入占西矿集团的比重为81.41%。

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近几年维持在60%~70%。2014年末，青海锂业已形成10,000吨碳酸锂、25,000吨硫酸钾及4,500吨硼酸的生产能力，其二期二步项目待西矿集团批准后投资建设。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。

从财务表现来看，财务结构方面，截至2014年12月31日，集团资产总额为416.94亿元，同比减少1.45%；集团当年归还了一部分银行借款，负债规模有所下降，截至2014年12月31日，集团负债合计为286.30亿元，同比减少0.53%，其资产负债率和总资本化比率分别为68.67%和65.25%，同比分别增长0.63个百分点和1.21个百分点。

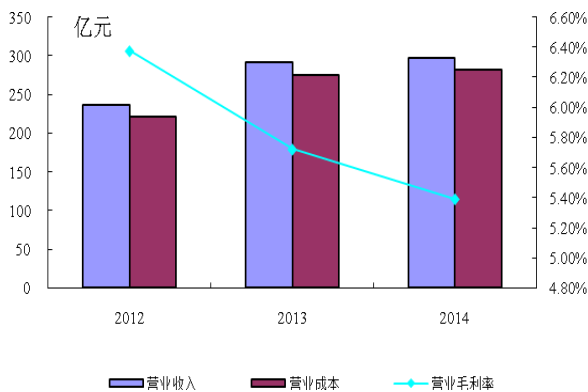
图 15：2012~2014 年西矿集团资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面, 2014 年西矿集团实现营业收入 297.85 亿元, 较上年增长 1.96%, 主要由于有色金属贸易业务规模上升引起。另外, 2014 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, 2014 年西矿集团营业毛利率为 5.39%, 同比降低 0.33 个百分点。而同期投资收益的减少, 也使得西矿集团整体盈利能力弱化, 2014 年西矿集团利润总额为 0.10 亿元, 净亏损 1.47 亿元。

图 16: 2012~2014 年西矿集团成本收入分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从偿债能力看, 2014 年集团 EBITDA 为 12.60 亿元, EBITDA 利息倍数为 1.74 倍, 总债务/EBITDA 上升至 19.46 倍, 集团偿债指标有所弱化。

表 8: 西矿集团 2012~2014 年部分财务指标

财务指标	2012	2013	2014
资产总额 (亿元)	392.62	423.07	416.94
短期债务 (亿元)	103.69	138.37	132.32
长期债务 (亿元)	105.01	102.45	112.93
总债务 (亿元)	208.71	240.82	245.25
营业收入 (亿元)	236.66	292.14	297.85
营业毛利率 (%)	6.37	5.72	5.39
净利润 (亿元)	-9.86	0.00	-1.47
资产负债率 (%)	66.19	68.04	68.67
总资本化比率 (%)	61.12	64.04	65.25
EBITDA (亿元)	7.95	17.03	12.60
总债务/EBITDA (X)	26.26	14.14	19.46
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.99	2.21	1.74

资料来源: 公司提供、中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 西矿集团公司无对外担保。

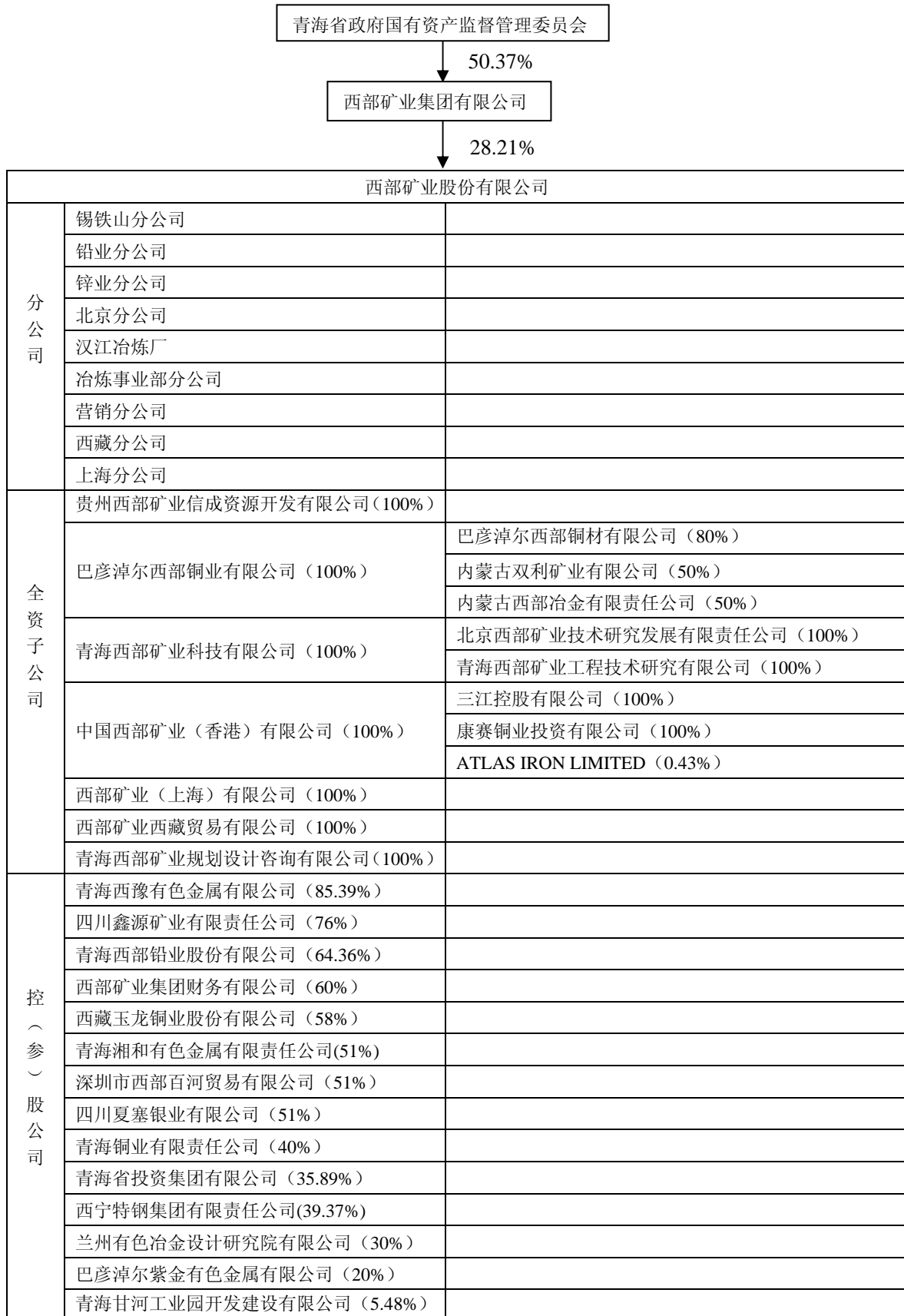
总体看, 目前集团盐湖化工业务规模较小, 其

收入和利润仍主要来自于西部矿业, 2014 年受有色金属价格下滑等因素影响, 集团盈利能力有所弱化。长期来看, 西矿集团拥有丰富的资源储备, 同时随着在建项目未来的建成投产, 集团的业务将持续发展, 财务实力将逐步增强。中诚信证评认为, 西部矿业集团有限公司具备很强的综合实力, 能够为本次债券本息的偿还提供较为有力的保障。

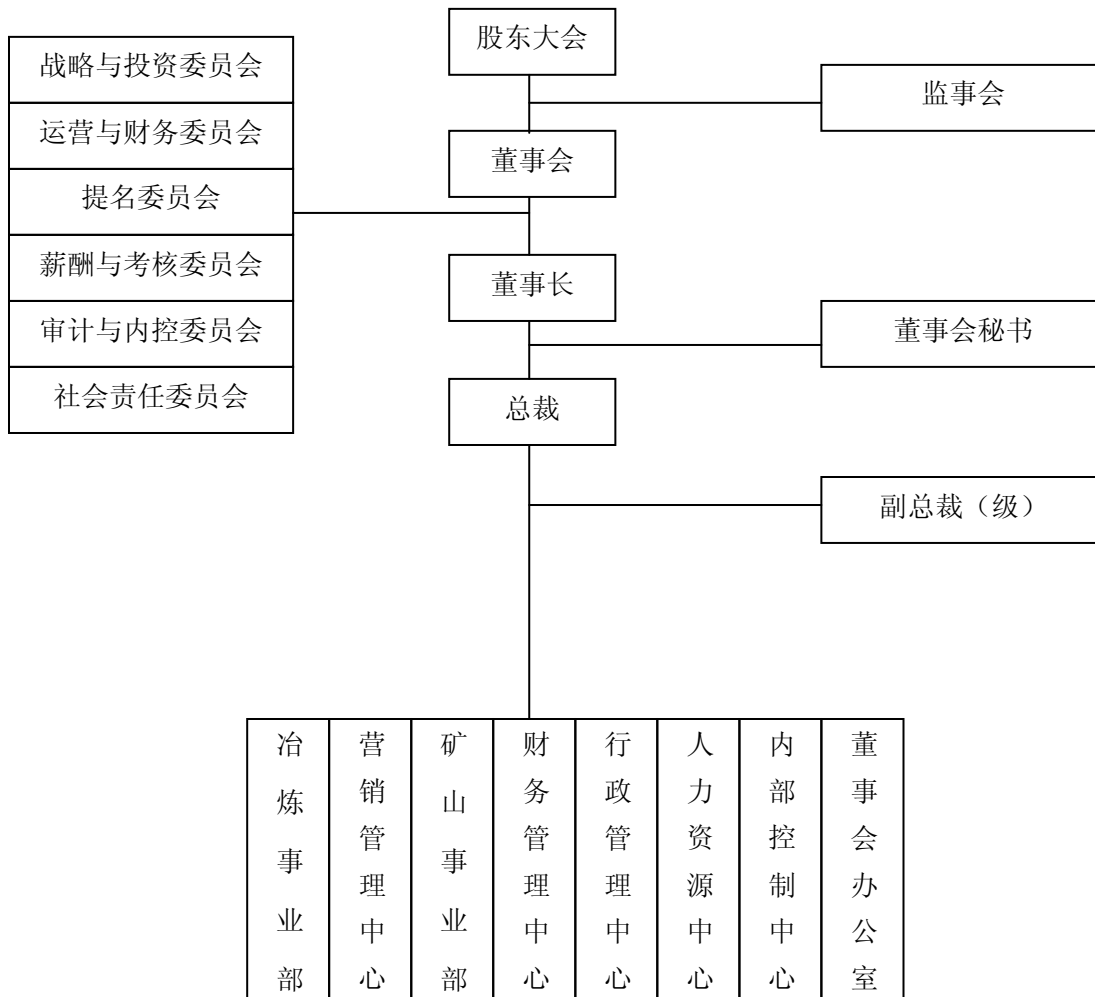
结 论

综上, 中诚信证评维持西部矿业主体信用等级 AA^+ , 评级展望为稳定, 维持“西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA^+ 。

附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：西部矿业股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	483,949.08	620,611.46	397,266.92	372,858.96
应收账款净额	277,478.67	198,836.61	61,351.68	53,553.84
存货净额	169,684.65	135,470.17	151,460.37	137,266.41
流动资产	1,206,310.51	1,194,166.95	892,058.37	893,506.60
长期投资	242,998.38	535,857.32	539,390.23	529,319.52
固定资产合计	841,697.23	748,473.16	881,144.05	883,305.13
总资产	2,614,822.66	2,818,273.49	2,582,875.39	2,575,228.78
短期债务	455,103.52	735,592.98	500,738.68	500,001.26
长期债务	587,030.30	513,313.79	611,268.23	614,928.23
总债务(短期债务+长期债务)	1,042,133.82	1,248,906.78	1,112,006.91	1,114,929.49
总负债	1,423,360.53	1,618,518.35	1,378,475.75	1,374,538.06
所有者权益(含少数股东权益)	1,191,462.13	1,199,755.13	1,204,399.64	1,200,690.72
营业总收入	1,982,921.54	2,527,151.98	2,424,708.54	404,295.76
三费前利润	121,921.46	126,148.26	142,768.86	13,999.43
投资收益	51,781.51	70,477.44	11,774.29	1,483.62
净利润	-12,723.55	37,929.16	34,044.04	-4,946.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	90,636.85	151,717.45	118,265.24	-
经营活动产生现金净流量	143,632.45	165,354.92	162,744.93	19,579.37
投资活动产生现金净流量	-229,848.20	-211,810.85	-81,353.82	-11,174.62
筹资活动产生现金净流量	-66,780.63	136,013.27	-261,041.17	-33,364.50
现金及现金等价物净增加额	-153,088.93	89,849.82	-179,581.05	-26,503.53
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	6.38	5.21	6.13	3.58
所有者权益收益率(%)	-1.07	3.16	2.83	-1.65
EBITDA/营业总收入(%)	4.57	6.00	4.88	-
速动比率(X)	1.31	0.99	1.01	1.05
经营活动净现金/总债务(X)	0.14	0.13	0.15	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.32	0.22	0.33	0.16
经营活动净现金/利息支出(X)	2.87	3.18	3.20	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.81	2.92	2.32	-
总债务/EBITDA(X)	11.50	8.23	9.40	-
资产负债率(%)	54.43	57.43	53.37	53.38
总债务/总资本(%)	46.66	51.00	48.01	48.15
长期资本化比率(%)	33.01	29.96	33.67	33.87

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、2015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。

附四：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)	2012	2013	2014
货币资金	721,097.64	844,336.35	642,053.88
应收账款净额	294,066.82	225,256.31	88,965.94
存货净额	194,255.24	302,454.26	312,364.85
流动资产	1,798,189.90	1,796,123.53	1,572,432.26
长期投资	320,886.95	640,844.91	646,971.43
固定资产合计	1,125,025.88	1,022,364.37	1,184,739.60
总资产	3,926,209.75	4,230,679.44	4,169,352.14
短期债务	1,036,932.04	1,383,744.62	1,323,229.52
长期债务	1,050,138.89	1,024,455.96	1,129,347.02
总债务(短期债务+长期债务)	2,087,070.93	2,408,200.59	2,452,576.53
总负债	2,598,578.57	2,878,348.04	2,863,023.76
所有者权益	1,327,631.17	1,352,331.40	1,306,328.38
营业总收入	2,366,597.38	2,921,381.37	2,978,534.55
三费前利润	143,405.20	158,061.48	152,099.16
投资收益	53,848.41	70,065.45	17,376.26
净利润	-98,563.16	47.45	-14,726.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	79,466.08	170,251.42	126,004.63
经营活动产生现金净流量	49,521.55	283,484.19	165,839.12
投资活动产生现金净流量	-613,013.17	-360,747.55	-180,717.44
筹资活动产生现金净流量	552,739.18	9,171.85	-173,289.09
现金及现金等价物净增加额	-9,710.23	-68,319.87	-187,736.96
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	6.37	5.72	5.39
所有者权益收益率(%)	-7.42	0.00	-1.13
EBITDA/营业总收入(%)	3.36	5.83	4.23
速动比率(X)	1.11	0.84	0.76
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.12	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.05	0.20	0.13
经营活动净现金/利息支出(X)	0.62	3.68	2.28
EBITDA 利息倍数(X)	0.99	2.21	1.74
总债务/EBITDA(X)	26.26	14.14	19.46
资产负债率(%)	66.19	68.04	68.67
总债务/总资本(%)	61.12	64.04	65.25
长期资本化比率(%)	44.16	43.10	46.37

附五：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)

附六：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

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，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。