



# 2019年西藏华钰矿业股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

# 2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A	AA-
评级展望	负面	稳定
债券信用等级	A	AA-
评级日期	2021-05-26	2020-07-24

## 评级观点

中证鹏元对西藏华钰矿业股份有限公司（以下简称“华钰矿业”或“公司”，股票代码：601020）及其2019年6月14日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为A，公司主体信用等级下调为A，评级展望调整为负面。

本次评级下调主要是基于：审计机构就关联交易及持续经营能力存疑问题对公司2020年度财务报告出具了保留意见的审计报告及否定意见的内控报告；公司债务压力及流动性压力大，大额、长期逾期信用记录或将对公司再融资能力产生持续不利影响；公司资本支出缺口和对外担保规模较大，进一步加剧资金压力；且控股股东所持公司股权部分已遭被动减持和司法拍卖，剩余股权均被冻结，公司存在实际控制人变更风险。

## 债券概况

债券简称：华钰转债

债券剩余规模：3.25亿元

债券到期日期：2025-06-14

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，附债券赎回及回售条款

## 未来展望

- 公司短期债务压力大，融资弹性小，流动性紧张。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	48.16	49.15	45.38	38.96
归母所有者权益	25.49	25.16	21.88	19.90
总债务	-	9.44	11.90	8.67
营业收入	2.74	23.79	15.19	11.45
净利润	0.25	0.47	1.07	2.17
经营活动现金流净额	0.31	5.43	4.29	3.88
销售毛利率	20.79%	14.50%	24.30%	43.67%
EBITDA 利润率	-	10.57%	17.22%	32.27%
总资产回报率	-	2.02%	4.02%	8.12%
资产负债率	33.10%	35.34%	37.85%	32.23%
净债务/EBITDA	-	3.41	4.45	2.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.51	5.30	12.56
总债务/总资本	-	22.90%	29.66%	24.73%
FFO/净债务	-	14.53%	11.38%	22.30%
速动比率	0.21	0.29	0.42	0.58
现金短期债务比	-	0.35	0.11	0.26

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：袁媛  
yuany@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司所持矿山总体品位较高，在境内外有一定资源储备。**公司主矿扎西康矿山铅、锌品位分别为 2.48% 和 3.90%，达到可开采利用标准的镉、银元素较多，品位较高，具备一定的开采价值和成本优势。公司在境内外有一定的资源储备。

## 关注

- **审计机构对公司 2020 年度财务报告出具了保留意见的审计报告。**立信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“立信”）出具了保留意见的 2020 年审计报告，主要基于：公司没有对是否存在其他未披露的关联方关系及交易提供充分资料和信息，立信无法就公司披露的关联方关系及交易的完整性，以及是否涉及关联方资金占用获取充分、适当的审计证据，无法判断上述事项对公司财务报表可能产生的影响。此外，截至 2020 年 12 月 31 日，华钰矿业合并资产负债表中的货币资金余额为 0.33 亿元，一年内到期的长期借款余额为 1.44 亿元，为拉萨市信用融资担保有限责任公司提供反担保金额为 1.70 亿元。因此，立信认为存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。
- **审计机构对公司 2020 年内控报告出具否定意见。**立信对公司出具了否定意见的《西藏华钰矿业股份有限公司内部控制审计报告》，主要基于：公司未严格按照其《关联交易管理制度》执行相关内部控制程序，导致关联方关系及关联交易没有得到及时识别、审批和披露，未能有效防范资金被违规占用的风险。
- **公司存在逾期记录，流动性压力及债务偿还压力大，融资弹性低。**2020 年公司最高逾期金额达 1.95 亿元，逾期最长天数为 164 天，过往债务履约记录存在较大瑕疵，或对公司再融资产生不利影响，此外 2020 年控股股东股权被陆续司法拍卖及被动减持，公司获得外部支持的可能性小，融资弹性低。截至 2020 年末，公司有息债务规模为 9.44 亿元，其中短期债务 4.36 亿元，而 2021 年 3 月末公司货币资金仅为 2,907.98 万元，速动比率仅为 0.21，流动性压力及债务偿还压力均很大。
- **公司资本支出压力大，进一步加剧了公司流动性压力。**2019 年至 2020 年 4 月公司以 50,000 万元陆续收购贵州亚太矿业有限公司（以下简称“亚太矿业”）40% 股份，但该矿山目前仍处于筹建阶段，难以贡献现金流。同时，截至 2020 年末，公司按合同仍需向合资公司塔铝金业封闭式股份公司（Closed Joint-Stock Company “Talco Gold”）（以下简称“塔铝金业”）提供 3,313.35 万美元借款。除此之外，截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资 11.96 亿元。整体上，公司对外支出规模较大，存在较大的资本支出压力。
- **公司控股股东所持公司股份遭被动减持和司法拍卖，未来存在控股股东、实际控制人变更的风险。**2020 年 11 月-2021 年 4 月，控股股东西藏道衡投资有限公司（以下简称“道衡投资”）被动减持及司法拍卖合计 81,512,946 股，占 2021 年 3 月末公司总股本的 14.72%。截至 2021 年 3 月末，道衡投资用于质押/冻结的公司股份合计 10,814.62 万股，占其所持有公司股份数的 100.00%，占公司总股本的 19.53%。未来质押股权存在继续被平仓、司法拍卖的可能，公司面临控股股东、实际控制人变更的风险。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年年末，公司为拉萨市信用融资担保有限责任公司提供反担保，担保余额 1.70 亿元，占期末净资产的 5.35%，面临一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
矿业及金属企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月发行6年期6.4亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购塔铝金业股权项目。公司已使用62,844.30万元募集资金置换预先投入的自筹资金，截至2019年8月26日，本期债券募集资金专项账户已销户。

截至2021年3月31日，累计共有3.15亿元华钰转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为30,947,329股；尚未转股的华钰转债余额为3.25亿元，占华钰转债发行总量的比例为50.82%。

## 三、发行主体概况

**因质押违约，2020年及2021年控股股东所持公司部分股份遭被动减持和司法拍卖，剩余股权均已质押/冻结，上海证券交易所对控股股东提出监管要求和进行公开谴责，公司存在控股股东、实际控制人变更的风险**

2020年公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化，受可转债转股影响，截至2020年末，公司注册资本变更为55,514.72万元。截至2021年3月末，公司控股股东仍为道衡投资，其持有公司10,814.62万股股份，占公司股份总数的19.53%。刘建军<sup>1</sup>仍持有道衡投资95%股权，为公司的实际控制人。

因控股股东道衡投资与海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）股票质押融资业务未能按期赎回，2020年11月和2021年4月海通证券分别减持公司股票347万股和200万股。2021年2月3日及3月18日，因控股股东道衡投资与金融机构存在质押式证券回购纠纷，道衡投资所持有的4,604.29万股和3,000万股公司股票分别被司法拍卖并已成功办理完毕过户登记手续。

2021年1月5日，上海证券交易所下发《关于西藏矿业股份有限公司控股股东所持公司部分股份被司法拍卖事项的监管工作函》（上证公函[2021]0003号），对华钰矿业、控股股东道衡投资、实际控制人刘建军提出监管要求。2021年3月11日，上海证券交易所下发《关于对西藏华钰矿业股份有限公司控股股东西藏道衡投资有限公司予以公开谴责的决定》（[2021]19号），上海证券交易所对控股股东作出予以公开谴责的纪律处分决定。

---

<sup>1</sup> 截至本报告出具日，公司未提供实际控制人刘建军人民银行征信报告。

2021年4月29日，因立信出具了否定意见的《2020年度内部控制审计报告》，根据《上市规则》第13.9.1条规定，公司股票已被实施其他风险警示。

截至2021年3月31日，道衡投资持有的全部10,814.62万股（占公司总股本的19.53%）公司股票被质押或冻结。未来质押股权可能被平仓、冻结股份被司法拍卖，并最终导致公司控股股东、实际控制人变更的风险。

**表1 截至2021年3月末前十大股东明细**

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
西藏道衡投资有限公司	108,146,175	19.53
青海西部资源有限公司	68,401,660	12.35
杭州吉成创业投资有限公司	10,400,000	1.88
西藏博实创业投资有限公司	10,045,342	1.81
孟星	5,186,100	0.94
程祥	2,720,000	0.49
李继东	2,451,300	0.44
李向东	1,910,000	0.34
周文斌	1,731,700	0.31
张阳	1,714,670	0.31
<b>合计</b>	<b>212,706,947</b>	<b>38.41</b>

资料来源：2021年公司一季报

2020年公司主营业务未发生变化，合并报表范围新增1家子公司，减少1家子公司。

**表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
提格雷私人资源有限公司	70%	-	矿产品采选	收购
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
贵州品钰科技有限公司	51%	5,000	矿产品贸易	处置

资料来源：2020年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势**

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，

扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

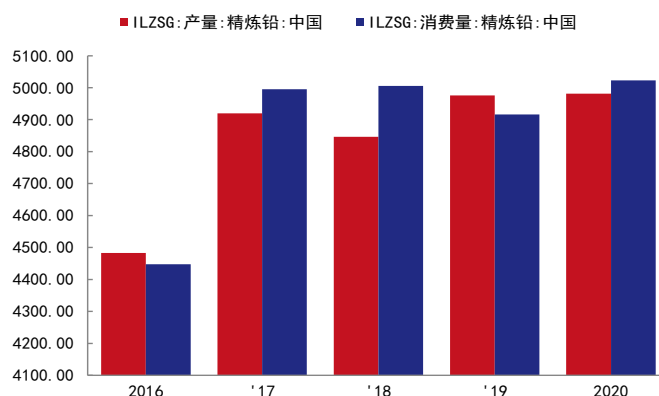
2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

## 行业环境

### （一）铅

**2020年国内精炼铅产量稳中有增，供需处于紧平衡；终端需求保持平稳，但受下游需求长期下降、锂离子电池替代等因素影响，未来铅酸蓄电池终端市场需求仍不乐观**

2020年中国精炼铅产量小幅增长，为498.16万吨。中国精炼铅消费量增长为502.28万吨，供需处于紧平衡。

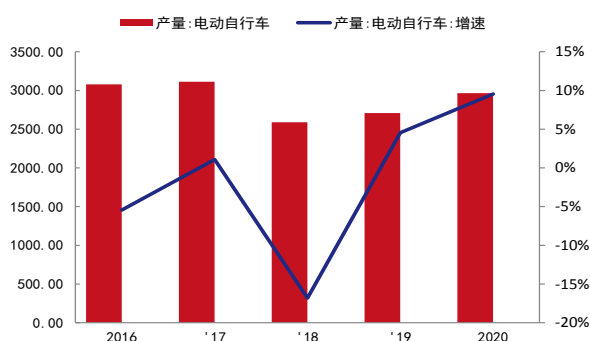
**图 1 2020 年中国精炼铅产量小幅增加（单位：千吨）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

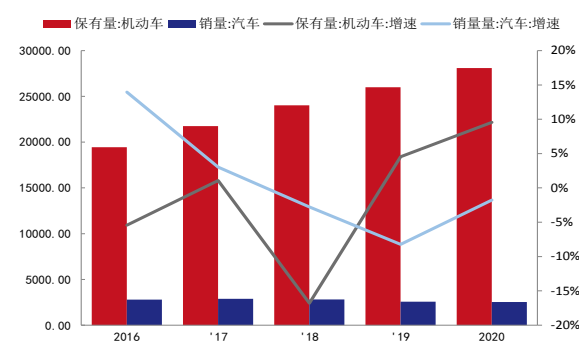
80%的铅用于生产铅酸蓄电池，铅酸蓄电池41%用于电动车（动力型），24%用于汽车（启动型）电源。我国电动车（动力型）主要为电动自行车和电动三轮车，市场需求主要集中在农村和三、四线城市。2020年我国电动自行车产量增长9.54%，电动自行车发展态势良好，一方面受疫情影响，国内出行习惯部分改变；另一方面，2019年4月1日电动自行车开始实施新国标后，部分地区过渡期结束，带来电动自行车阶段性置换高峰。

2020年，我国汽车销量下降1.78%，持续低迷，汽车市场整体饱和，新车市场需求预计将保持长期负增长。2020年末，我国汽车保有量已达28,100.00万辆。考虑到铅酸蓄电池平均寿命约2年，除新车一般配备一只电池外，存量车在维修保养过程中需要购买电池，在新车销售放缓趋势下，未来存量车的维修保养需求将成为主要需求。得益于5G移动通讯基站加快应用，通信储能和基站备用电源电池增长较好，但由于铅蓄电池占比较小，且锂电池替代作用，通信基站对铅消费提振有限。

替代品方面，政策对二轮电动车的逐步限制，整车轻量化要求电池减重，从而推动锂电对铅酸蓄电池替代。同时，新能源汽车发展较快，对传统汽车的挤占替代效应不断深化，最终将挤占部分汽车启动型电池。

**图 2 2020 年中国电动自行车产量保持增长（单位：万辆）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

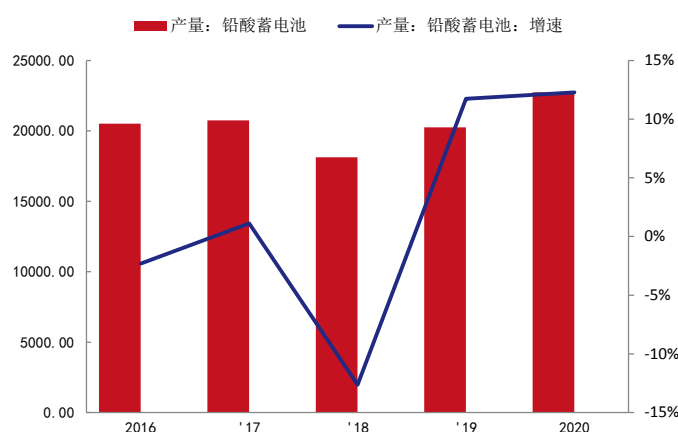
**图 3 2020 年中国汽车销量持续低迷（单位：万辆）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理



受益于海外电池订单受疫情回流至国内，2020年全国铅酸蓄电池产量同比增长12.28%至22,735.60万千伏安时。但综合下游需求长期下降、锂离子电池替代增加等多方面因素影响，未来终端主要需求的不振将对上游铅生产产生一定的影响。

**图 4 2020 年我国铅酸蓄电池产量继续上升（单位：万千伏安时）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2020年初受新冠疫情影响，经济下滑，铅价大幅下跌；随后疫情好转，复工复产，铅价回升；受经济复苏、通胀预期及疫情反复影响，铅价持续震荡，预计2021年下半年铅价持续震荡**

2020年年初-3月，在国内和海外疫情影响下，铅价重挫。3-8月，国内疫情好转叠加复工复产，库存持续去化，供需出现阶段性错配，铅价上行。8月-10月，随着生产的持续恢复，铅价逐步回归，后受消费淡季影响，铅价承压下行。2020年10月-2021年4月，受经济复苏、通胀预期及疫情反复影响，铅价持续震荡，预计2021年下半年，铅价将保持震荡。

**图 5 2020 年铅价先抑后扬，持续震荡（单位：元/吨）**



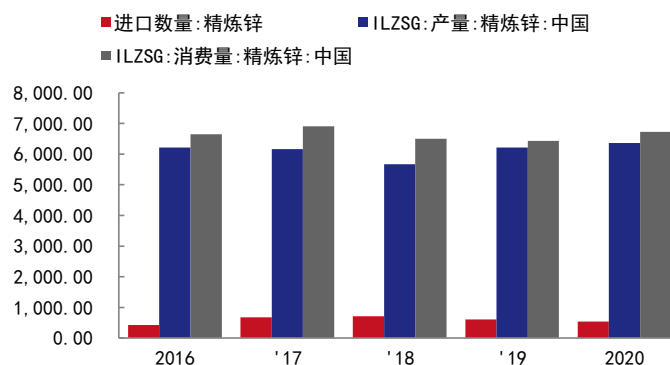
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## （二） 锌

**2020年中国精炼锌产量继续保持增长，终端消费增长平稳形成一定支撑，但下游消费需求难有亮点**

在较高收益驱动下，炼厂2020年下半年加大提产力度，2020年中国精炼锌产量继续保持增长，但在国内精锌产量高位的情况下，且进口窗口长期关闭，国内对外精锌需求相对减小。在三季度国内强消费下，中国精炼锌消费量保持增长。

**图 6 2020 年我国精炼锌产量保持稳增长（单位：千吨）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

精炼锌的初级消费领域主要为镀锌板与压铸合金，终端用途中，建筑、交通和耐用消费品占79%，基础设施占14%，工业机械占7%，主要终端行业为基建，房地产，汽车和家电。

基建方面，2020年3月-8月，国内加大逆周期调节力度，不断推动专项债的发行，基建领域有一定需求。房地产方面，2020年，受三道红线影响，房地产房屋新开工面积同比增速有所回落，但房企为了加快资金的回款，对现有项目的加快施工至可预售状态，施工面积仍保持同比上升，对镀锌需求仍有一定支撑。2020年中国汽车产销数据持续同步负增长，随着汽车保有量的提升，汽车市场难有明显回升，但新能源汽车表现较好，预计将提供部分需求。家电方面，受海外出口增加影响，2020年我国主要家电产量有一定增长，对锌的消费具有一定的带动作用。整体上看，终端消费增长平稳，形成一定支撑，但锌下游消费需求难有亮点。

### 2020年锌价先抑后扬，高位震荡

2020年一季度受新冠疫情影响，全球经济下滑，锌价大幅下跌。二季度开始，随着国内疫情控制局面向好，推动下游企业陆续复工复产，需求端逐步回暖，锌价回升，叠加全球货币流动性宽松，通胀预期等，锌价持续维持高位。2021年下半年，随着锌矿供应逐步宽松，海外经济持续复苏，国内基建和房地产保持较强韧性，总体看，预期锌价走势震荡。

**图 7 2020 年锌价先抑后扬，高位震荡（单位：元/吨）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （三）白银

#### 2020年受疫情和刺激性货币政策影响，银价先跌后涨，随后震荡下行

2020年上半年，受全球流动性紧张影响，白银价格大跌，随着新冠疫情在海外爆发，避险情绪上升，美联储快速降息至0附近并推出无限量QE提振市场，白银价格回涨，但随着疫苗出现，市场避险情绪下降，白银震荡下跌。未来随着美国经济强劲复苏，预计美联储将边际收紧货币刺激政策，同时疫情好转避险情绪下降，对白银价格产生利空。但中美两国大力发展新能源，光伏有望迎来大发展，白银的工业需求或将增加，对银价具有一定提振作用。

**图 8 2020 年白银价格先跌后涨，后震荡下跌（单位：元/千克）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要从事铅、锌、镉、铜等有色金属的采选、地质勘查及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅镉精矿（含银）、铜精矿。2020年公司营业收入同比增长56.58%，主要系贸易业务规模增加所致，就有色金属采选业务（以下简称“采选业务”）收入而言，同比下降8.86%至5.83亿元。2020年公司综合毛利率较上年下降9.8个百分点，主要原因是低毛利的贸易业务占比增加。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
铅锑精矿（含银）	-	-	38,282.55	57.07%	41,866.32	61.25%
锌精矿	-	-	20,015.29	58.96%	21,293.25	49.39%
铜精矿	-	-	0.00	-	802.63	29.10%
有色金属采选收入小计	-	-	58,297.84	57.72%	63,962.20	56.90%
有色金属贸易收入小计	-	-	178,474.88	0.09%	87,354.15	0.33%
其他业务收入小计	-	-	1,121.53	60.53%	611.12	39.80%
<b>合计</b>	<b>27,435.55</b>	<b>20.79%</b>	<b>237,894.25</b>	<b>14.50%</b>	<b>151,927.46</b>	<b>24.30%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

### 1、有色金属采选业务

公司在境内外有一定的资源储备；扎西康矿山品位较高，有一定的开采价值，但参股公司采矿权和探矿权证到期，尚未取得新的权证

截至2020年末，在合并报表范围内，公司在国内拥有2项采矿权及4项探矿权<sup>2</sup>；海外方面，公司拥有3个海外采矿权，即塔吉克斯坦康桥奇矿集区锑、金采矿权（以下简称“康桥奇采矿权”）、埃塞俄比亚Da Tambuk采矿权和Mato Bula采矿权。公司参股公司亚太矿业拥有1项采矿权及2项探矿权<sup>3</sup>，上述矿证已经到期，公司正在办理相关手续。

截至2020年末，公司持续推进探矿权转采矿权工作，其中，柯月项目已获得西藏自治区发改委核准批复。查个勒项目获得西藏自治区生态环境厅批复，项目将进入申报、核准和申请办理采矿证环节。

**表4 截至 2020 年末纳入公司合并报表范围内及参股公司探矿及采矿权证书情况（单位：平方公里、万吨/年）**

项目	证书编号	有效期	矿种	面积	生产规模	所有者
扎西康采矿权	C5400002011043220111478	2013年4月11日至2022年11月11日	铅矿、锌多金属矿	3.16	60.00	公司本部
拉屋采矿权	C5400002010053210064092	2013年4月11日至2027年11月11日	铜矿、锌矿	3.70	6.00	公司本部
康桥奇采矿权	NO:17	2017年4月27日至2040年11月28日	锑矿、金矿	2.46	150.00	塔铝金业

<sup>1</sup> 2项采矿权分别为西藏山南隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿权和西藏拉萨市当雄县拉屋铜锌多金属矿采矿权，以下分别简称为扎西康采矿权、拉屋采矿权；4项探矿权分别为西藏拉萨当雄县拉屋铜铅锌矿详查探矿权、西藏山南隆子县桑日则铅锌多金属矿详查探矿权、西藏山南隆子县柯月矿区外围铅矿详查、西藏日喀则昂仁县查个勒矿区外围铅锌矿勘探探矿权，以下分别简称为拉屋探矿权、桑日则探矿权、柯月探矿权、查个勒探矿权。

<sup>3</sup> 1项采矿权为贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿（整合）采矿权，简称泥堡金矿（整合）采矿权；2项探矿权为贵州省普安县泥堡金矿勘探探矿权和贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权，简称泥堡探矿权和泥堡南探矿权。

Da Tambuk 采矿权	MOM\LSML\168\2017	2019年5月23日至2025年5月22日	金矿	2.98	30.00	提格雷资源
Mato Bula 采矿权	MOM\LSML\166\2017	2019年5月23日至2031年5月22日	金矿	7.69		
桑日则探矿权	T54520080602008482	2021年4月2日至2026年4月2日	-	15.39	-	公司本部
拉屋探矿权	T54120080802012572	2021年4月2日至2026年4月2日	-	17.02	-	公司本部
查个勒探矿权	T54120081002015907	2021年4月2日至2026年4月2日	-	2.62	-	嘉实矿业
柯月探矿权	T54120081002016493	2021年1月6日至2026年1月6日	-	20.30	-	公司本部

## 2、参股公司探矿及采矿权证书情况

项目	证书编号	有效期	矿种	面积	生产规模	所有者
泥堡金矿（整合）采矿权	C5200002011034120117572	2011年2月至2021年2月	金矿、砷、硫	6.13	66.00	
泥堡金矿勘探探矿权	T01120081102018371	2019年4月18日至2021年4月18日	-	5.67	-	亚太矿业
泥堡南金矿详查探矿权	T01120090402028211	2019年4月20日至2021年4月20日	-	1.61	-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有一定的矿产资源储量。截至2020年末，公司拥有的铅、锌、铜、镭、银资源储量分别达到66.23万金属吨、106.04万金属吨、2.50万金属吨、14.05万金属吨、1,451.07金属吨，均已在自然资源部完成备案手续。此外，塔铝金业可控资源储量镭、金分别达到26.46万金属吨、49.90金属吨，该资源储量已在塔吉克斯坦共和国国家资源储量委员会备案。控股子公司提格雷资源私人有限公司（以下简称“提格雷资源”）可控资源储量黄金为9.48金属吨，根据埃塞俄比亚法律规定，资源储量无需在埃塞俄比亚有权机关备案。参股公司亚太矿业黄金储量为59.14金属吨，该资源储量已经在贵州省自然资源厅备案。

公司矿山品位整体一般，具备一定的开采价值，目前已投产矿山为扎西康矿山和拉屋矿山。根据各矿权资源储量核实报告，扎西康矿山铅、锌、银品位分别为2.48%、3.90%和97.23克/吨，达到可开采利用标准的镭品位0.68%，有助于精矿产品保持较强的市场竞争力。拉屋矿山中铅、锌和铜品位合计仅为4.28%，银品位为26.8克/吨，远低于扎西康矿山，开采价值相对较小。塔吉克斯坦康桥奇矿集区金、镭品位分别为2.17克/吨和1.15%，非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目金品位4.14克/吨，亚太矿业泥堡矿区金品位4.12克/吨，均具有一定开采价值。

**2020年公司采选业务对扎西康矿山依赖度仍高，受疫情影响，公司处理矿石量和精矿总产量均下降**

扎西康矿山、拉屋矿山核定生产能力分别为60万吨/年和6万吨/年，经营主体分别为山南分公司和拉

屋分公司，其中，扎西康矿山是公司的主力生产矿山。

2020年，公司处理矿石量为61.19万吨，精矿总产量为7.17万吨，受2020年上半年疫情影响，延期开工，生产量降低，处理矿石量和精矿产量均有所下降。

扎西康矿山是公司实际产量最大的运营矿山，是公司营业毛利主要来源。公司采选业务对扎西康矿山依赖度高，若其出现重大经营风险，如安全生产事故、自然灾害等情况，公司收入规模和盈利能力将会受到重大不利影响。拉屋矿山矿石品位和金属回收率相对较低，且海拔高、生产难度大，使得精矿采选成本高，产能利用率低，2020年拉屋选厂停产，未处理矿石，未来复产存在一定不确定性。目前塔吉克斯坦康桥奇矿集区基础设施不断完善中，受新冠疫情影响，公司进出塔吉克斯坦物资受阻，整体建设进度缓慢。同时，非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目处于基建期。亚太矿业尚处于筹建阶段。

**表5 扎西康矿山选矿处理量及精矿产量**

选矿处理量及产量	2020年	2019年
处理矿石量（吨）	611,893.20	709,825.64
精矿总产量（吨）	71,675.28	86,045.42
其中：锌精矿（吨）	38,414.29	45,639.66
铅锑精矿（含银）（吨）	33,260.98	40,405.76
精矿中含铅（吨）	15,494.33	17,428.32
精矿中含锌（吨）	20,521.80	23,562.84
精矿中含锑（吨）	3,420.56	4,451.43
精矿中含银（千克）	59,824.50	73,907.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司精矿产品产销率较高，盈利能力较好，但存在一定规模的关联交易，且需持续关注有色金属价格波动风险**

采选业务的业务模式为公司通过勘探或并购获得矿产资源，经采选将矿石加工成精矿，出售后获利。2020年公司实现有色金属采选收入58,297.84万元，同比下降8.86%，主要原因是受新冠疫情影响，公司延期开工，产量下降。公司采用以产定销、全产全销的产销模式，主要产品的产销率均在100%左右。从生产成本构成看，原矿处理费和制造费用是公司采选业务成本的主要构成。2020年公司有色金属采选收入毛利率为57.72%，较为稳定。

公司全资子公司西藏华钰融信经贸有限公司（以下称“华钰融信”）承担自主开采矿产品的市场营销职能。公司是金属市场价格的被动接受者，矿产品的销售价格根据产品定价依据、精矿中实际金属含量并综合考虑运费等市场因素确定。2020年有色金属价格波动较大，公司主要产品销售均价均有不同程度下降，金属银价格上升。

**表6 公司采选业务产品情况**

产品	项目	2020年	2019年
金属铅	产量（吨）	15,494.33	17,428.32

	销量 (吨)	15,711.61	16,976.13
	产销率	101.40%	97.41%
	销售额 (万元)	13,463.07	16,393.01
	均价 (元/吨)	8,568.87	9,656.51
金属锌	产量 (吨)	20,521.80	24,113.00
	销量 (吨)	21,633.08	23,002.37
	产销率	105.42%	95.39%
	销售额 (万元)	20,015.29	21,293.25
	均价 (元/吨)	9,252.17	9,256.98
	产量 (吨)	-	203.88
金属铜	销量 (吨)	-	203.88
	产销率	-	100.00%
	销售额 (万元)	-	663.26
	均价 (元/吨)	-	32,531.27
金属铋	产量 (吨)	3,420.56	4,451.43
	销量 (吨)	3,526.84	4,369.06
	产销率	103.11%	98.15%
	销售额 (万元)	4,570.67	6,213.02
	均价 (元/吨)	12,959.70	14,220.52
	产量 (吨)	59.82	74.42
金属银	销量 (吨)	60.80	72.86
	产销率	101.64%	97.90%
	销售额 (万元)	20,248.81	19,399.66
	均价 (元/千克)	3,330.20	2,662.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采选业务的客户群体分为冶炼企业和贸易企业，且主要以贸易企业为主。公司采用先货后款、客户自提的销售模式，并根据客户实力以及合作的历史情况设定一定的授信额度，额度可循环使用。公司客户群体稳定，2020年公司采选业务前五大客户占采选业务收入比重为78.02%，客户集中度风险高。其中，西藏开恒实业有限公司和西藏诚康物资有限公司为公司关联方，2019年和2020年关联方合计分别占有色金属采选收入的32.73%和10.62%。

**表7 公司采选业务前五大客户情况 (单位: 万元)**

年度	客户名称	主要销售产品	销售收入	占采选业务收入比重
2020	客户一	锌精矿、铅铋精矿	12,904.06	22.13%
	客户二	锌精矿、铅铋精矿	11,356.65	19.48%
	客户三	锌精矿、铅铋精矿	10,679.68	18.32%
	客户四	锌精矿	6,190.78	10.62%
	客户五	锌精矿、铅铋精矿	4,352.20	7.47%
	合计	-	<b>45,483.37</b>	<b>78.02%</b>
2019	客户一	锌精矿、铅铋精矿	16,377.70	25.61%
	客户二	锌精矿、铅铋精矿	13,861.87	21.67%
	客户三	锌精矿、铅铋精矿	12,492.47	19.53%
	客户四	锌精矿、铅铋精矿	8,442.12	13.20%

客户五	锌精矿、铅锑精矿	6,831.14	10.68%
<b>合计</b>	-	<b>58,005.30</b>	<b>90.69%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 2、有色金属贸易业务

**2020年公司有色金属贸易收入大幅增长，但盈利能力弱，且前五大客户毛利率与贸易业务毛利率存在差异**

依托公司现有的销售渠道和客户资源，公司于2017年开展了贸易业务，主要销售产品是锌锭、铅锭、电解铜等金属产品。公司贸易业务由上海钰能金属资源有限公司（以下简称“上海钰能”）经营，精矿价格根据上海期货交易所及上海有色金属交易网等渠道公布的结算价加升贴水确定。2020年实现贸易收入178,474.88万元，同比增长104.31%，但毛利率仅为0.09%，盈利能力弱。

公司分别从贸易商等采购精矿及精炼金属，销售对象为贸易公司及冶炼企业。贸易产品基本按照以销定购、先款后货方式采购及销售，并根据每月实际采购及供货数量结算货款，余款在合同期的最后一个月结清。公司贸易业务供应商及客户集中度较高，但公司前五大供应商和客户存在采购成本与销售收入倒挂。

**表8 截至2020年末公司贸易业务供应商情况（单位：万元）**

供应商名称	主要销售产品	采购金额	占贸易业务成本比重
托克投资（中国）有限公司	锌锭	39,828.70	22.34%
上海迈科迪信投资管理有限公司	电解铜	38,739.96	21.73%
盛屯矿业集团股份有限公司	锌锭	26,338.20	14.77%
上海莫默实业有限公司	锌锭	8,985.57	5.04%
深圳迈科大宗商品金融服务有限公司	电解铜	8,221.10	4.61%
<b>合计</b>	-	<b>122,113.53</b>	<b>68.48%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表9 截至2020年末公司贸易业务客户情况（单位：万元）**

客户名称	主要销售产品	销售收入	占贸易业务收入比重
甘肃省新业资产经营有限责任公司	电解铜	38,051.67	21.32%
宁波瑞垠国际贸易有限公司	锌锭	26,578.71	14.89%
盛屯金属有限公司	锌锭 电解镍、高冰镍含钨等	22,459.91	12.58%
如东金岭金属材料有限公司	锌锭、电解铜	11,361.40	6.37%
上海金克金属贸易有限公司	锌锭、电解铜	9,298.96	5.21%
<b>合计</b>	-	<b>107,750.65</b>	<b>60.37%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司对外收购资产、向合资公司借款及规模较大的在建项目，使公司存在较大的资本支出压力**

2020年4月公司以现金50,000万元收购亚太矿业40%股权，2019年支付1.98亿元，2020年支付3.02亿元，目前工商变更完毕，公司境内收购资产使流动资金紧张，加剧资金压力。



2018年2月和2019年6月，公司与“塔吉克铝业公司”国有独资企业签订的2份借款合同，约定公司应向合资公司塔铝金业提供1,000.00万美元的五年期借款和3,000.00万美元五年期借款。2019年11月、12月分别就2019年6月签订的借款合同与“塔吉克铝业公司”国有独资企业签订借款合同补充协议，约定公司应向合资公司“塔铝金业”封闭式股份公司提供6,000.00万美元五年期借款。截至2020年12月31日，公司已向塔铝金业提供借款6,686.65万美元，尚需3,313.35万美元，资金压力较大。

截至2020年末，公司主要在建项目包括山南扎西康采选扩建工程、山南矿山扩建工程等项目。主要在建项目总投资27.61亿元，未来需投资11.96亿元，存在较大的资本支出压力。

**表10 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预算数	累计已投资	尚需投资
山南扎西康采选扩建工程	55,969.00	55,364.53	604.47
山南矿山扩建工程	33,546.00	27,192.39	6,353.61
山南柯月矿区探矿综合工程	7,800.00	6,682.26	1,117.74
拉屋矿山掘进工程	2,131.94	1,246.12	885.82
嘉实采选矿工程	19,600.00	9,280.60	10,319.40
康桥奇矿区选厂建设工程	96,600.00	21,845.80	74,754.20
康桥奇矿区地表建设工程	26,978.82	11,188.20	15,790.62
康桥奇矿区井巷采掘工程	19,336.86	16,080.30	3,256.56
康桥奇矿区尾矿建设工程	14,185.41	7,698.10	6,487.31
<b>合计</b>	<b>276,148.03</b>	<b>156,578.30</b>	<b>119,569.73</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告和保留意见的2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。立信对公司2020年审计报告形成保留意见的基础有：由于公司没有对是否存在其他未披露的关联方关系及交易提供充分资料和信息，立信无法就公司披露的关联方关系及交易的完整性，以及是否涉及关联方资金占用获取充分、适当的审计证据，无法判断上述事项对公司财务报表可能产生的影响。同时，立信认为存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。

立信对公司出具了否定意见的《西藏华钰矿业股份有限公司内部控制审计报告》，主要基于：公司未严格按照其《关联交易管理制度》执行相关内部控制程序，导致关联方关系及关联交易没有得到及时识别、审批和披露，未能有效防范资金被违规占用的风险。

2020年公司合并报表范围新增1家子公司，减少1家子公司，见表2。

## 资产结构与质量

近年公司总资产波动式增长，资产以采矿权、工程设备及矿山投资为主，近四成资产位于境外，且主要资产已抵质押，资产整体流动性较弱

受境内外收购资产，矿山项目建设投入增加影响，2020年末，公司资产总额为49.15亿元，同比增长8.30%，但在建项目投入及对外收购资产，使得流动资产同比下降27.97%至3.45亿元，仅占总资产的7.03%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,907.98	0.60%	3,275.30	0.67%	6,378.90	1.41%
应收账款	11,057.39	2.30%	11,079.29	2.25%	27,748.47	6.11%
存货	5,952.66	1.24%	5,320.37	1.08%	5,574.31	1.23%
<b>流动资产合计</b>	<b>23,920.37</b>	<b>4.97%</b>	<b>34,537.42</b>	<b>7.03%</b>	<b>47,947.47</b>	<b>10.57%</b>
长期股权投资	51,630.04	10.72%	26,684.25	5.43%	6,000.79	1.32%
固定资产	88,822.86	18.44%	89,810.59	18.27%	82,189.35	18.11%
在建工程	94,685.37	19.66%	92,807.10	18.88%	78,547.35	17.31%
无形资产	216,877.55	45.03%	216,607.18	44.07%	205,929.95	45.38%
<b>非流动资产合计</b>	<b>457,663.14</b>	<b>95.03%</b>	<b>456,941.94</b>	<b>92.97%</b>	<b>405,854.11</b>	<b>89.43%</b>
<b>资产总计</b>	<b>481,583.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>491,479.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>453,801.58</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金为3,275.30万元，较上年下降主要系对外投资及建设性支出及偿付债务所致。截至2020年末，公司应收账款账面价值为11,079.29万元，较上年减少主要系公司加强回款力度，已累计计提坏账准备1,435.84万元，账龄在1年以内（含1年）的应收账款占比为89.87%，计提比例低，公司应收对象集中度高，有一定坏账风险。公司的存货主要为原材料、库存商品、周转材料以及发出商品，截至2020年末存货账面价值5,320.37万元，受限存货为407.96万元，有色金属价格波动较大，存货存在一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至2020年末，长期股权投资账面价值2.67亿元，采用权益法计量，主要系新增对亚太矿业的投资，2021年2月2日，亚太矿业股权工商变更手续办理完毕，公司共计持有亚太矿业40%股权，截至2021年3末，长期股权投资增加至账面价值5.16亿元。但值得关注的是，根据公开资料显示，赵伟曾任原公司子公司西藏恒琨冶炼有限公司（以下简称“恒琨冶炼”）董事长和法定代表人，同时也曾任亚太矿业控股股东、西藏瑞安贸易有限公司的股东和法定代表人。

公司固定资产主要为办公楼、构筑物、机器设备和井巷工程等，截至2020年末，账面价值为8.98亿元，账面价值为1.13亿元的固定资产已用于抵押，占固定资产的12.53%。此外，拉屋选厂经常处于停产状态，相关资产长时间闲置，2020年计提减值准备294.66万元。截至2020年末，公司在建工程9.28亿元，

同比增长18.15%，主要系现有矿山建设以及塔吉克斯坦康桥奇矿区选厂建设工程投入。截至2020年末，无形资产账面价值为21.66亿元，其中土地使用权账面价值3,479.24万元，采矿权账面价值为14.13亿元，探矿权账面价值为5.41亿元，较上年增加主要系收购提格雷资源增加的采矿权账面价值；已用于抵押无形资产账面价值为6,709.15万元，占无形资产的3.10%，主要土地证、扎西康采矿证和拉屋采矿证、柯月探矿证均已抵押，剩余的采矿权主要为公司持股50%，账面价值为12.65亿元的境外康桥奇采矿权，和公司持股70%（账面价值为1.36亿元）的境外埃塞俄比亚采矿权，抵押价值较弱。除此之外，公司质押所持子公司西藏日喀则嘉实矿业有限公司所有60%股权，存在股权变更风险。

截至2020年末，公司使用权受限的资产为1.84亿元，境外资产19.01亿元，境外资产占总资产的比例为38.68%，资产整体流动性较弱，可用于抵质押融资的空间较小。

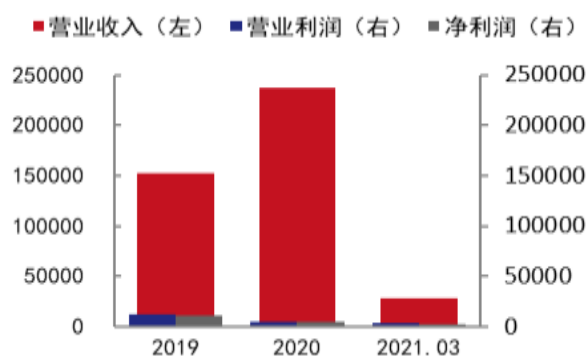
## 盈利能力

**公司营业收入持续增长，但盈利规模和能力持续下降，未来铅锌等金属价格波动较大，存在不确定性**

受金属贸易业务扩大影响，2020年公司营业收入同比大幅增长，但贸易业务毛利率较低，公司综合毛利率呈下降趋势。矿产勘探开采行业为周期性行业，盈利水平对铅、锌等有色金属价格较为敏感。2021年以来，受经济复苏、通胀预期和疫情反复影响，铅锌等金属价格波动较大，未来存在一定不确定性。

2020年公司资产减值损失5,358.36万元，主要为格尔木市人民政府依法收回恒琨冶炼建设用地使用权，计提相关在建工程减值准备。除此之外，拉屋矿山处于停产状态，对相关在建工程和拉屋矿权计提减值准备，拉屋矿山复产存在一定不确定性，若未来继续停产可能进一步侵蚀公司利润。

图 9 公司收入及利润情况（单位：万元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司 EBITDA 利润率下降，主要系低毛利贸易收入规模增加所致。受汇兑损失增加和拉屋矿山停产计提减值影响，2020 年公司营业利润和净利润有所减少，总资产回报率下降。

## 现金流

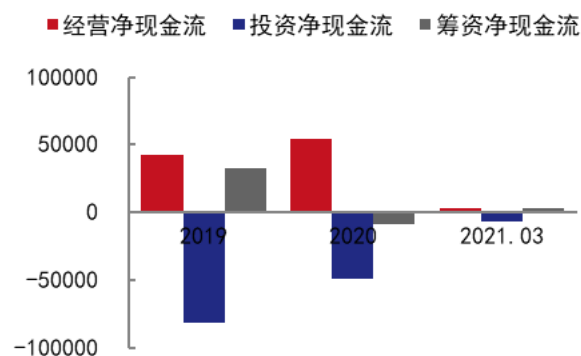
公司经营活动现金流表现较好，但公司即期债务偿还压力较大，叠加大额资本开支缺口，存在较大资金压力

公司经营活动现金流入主要来源于采选业务和贸易业务、收回往来款和代垫款的现金流入，现金流出主要为矿产勘探、矿山采选、支付往来款和代垫款的现金流出。2020年公司经营活动现金净流入规模上升至54,339.77万元。

2020年，投资活动现金净流出48,832.34万元，主要为在建工程投入及对外投资所致。公司工程项目建设资金需求主要靠经营性现金流和对外融资满足，截至2020年末，公司主要在建项目需投入11.96亿元，带来较大的资金压力。

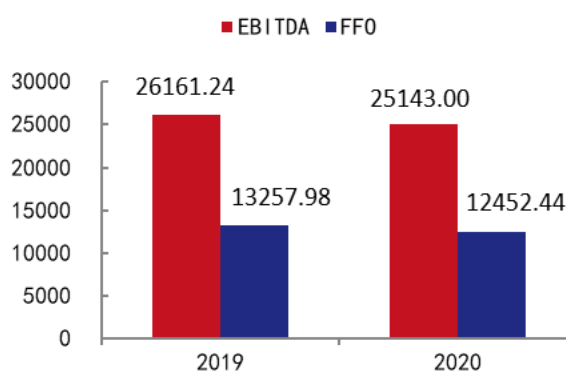
2020年，公司筹资活动产生的现金净流出8,969.39万元，主要为偿还债务。截至2020年末，公司短期债务合计4.36亿元，即期债务偿还资金需求量较大。值得关注的是，控股股东所持公司股权均被质押/冻结，公司股票已被实施其他风险警示，公司再融资能力将持续受到不利影响。

图 11 公司现金流结构（单位：万元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司 EBITDA 和 FFO 情况（单位：万元）

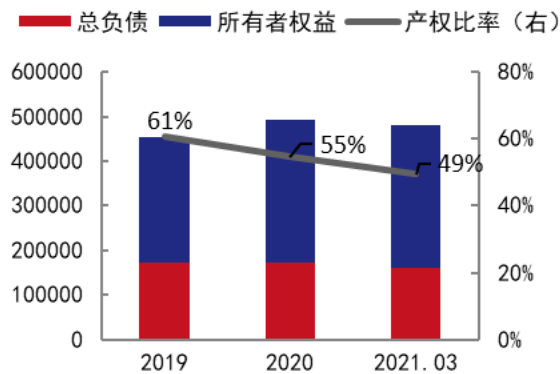


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

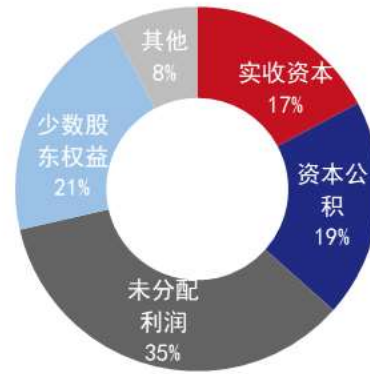
## 资本结构与偿债能力

公司有息债务规模较大，且存在期限错配，流动性压力大

2020年公司负债规模小幅增长至17.37亿元。受可转债转股影响，公司所有者权益增长至31.78亿元，产权比率为55%。负债结构方面，以流动负债为主。

**图 13 公司资本结构（单位：万元）**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图 14 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，短期借款余额为1.20亿元，为质押借款。应付账款主要为应付设备/工程款及货款/服务费，截至2020年末，应付账款余额为2.40亿元。2020年公司调整会计政策，预收款项重分类至合同负债，2020年末新增合同负债2.17亿元，减少全部预收款项。其他应付款主要为借款及利息、保证金/押金，其中应付借款及利息余额1.72亿元，借款对象为西藏山南雅砻投资有限公司、烟建集团有限公司和关联方青海西部稀贵金属有限公司，借款利率较高，期限较短。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债余额为1.44亿元，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至2020年末，长期借款余额为2.28亿元，主要为国家开发银行和中国建设银行西藏自治区分行发放的质押借款和抵押借款，利率区间2.25%-2.90%（浮动利率）。截至2020年末，公司应付债券为本期债券，期末余额为2.80亿元，期限6年。截至2020年末，递延所得税负债为1.19亿元，主要由收购塔铝金业发生非同一控制下企业合并资产评估增值所产生。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	12,000.00	6.91%	4,000.00	2.33%
应付账款	19,369.58	12.15%	23,971.59	13.80%	19,122.34	11.13%
预收款项	0.44	0.00%	0.00	0.00%	14,327.86	8.34%
合同负债	22,274.05	13.97%	21,745.70	12.52%	0.00	0.00%
其他应付款	18,919.18	11.87%	20,950.84	12.06%	5,320.26	3.10%
一年内到期的非流动负债	18,900.00	11.86%	14,400.00	8.29%	52,150.71	30.36%
<b>流动负债合计</b>	<b>86,339.31</b>	<b>54.16%</b>	<b>101,321.45</b>	<b>58.33%</b>	<b>100,528.47</b>	<b>58.53%</b>
长期借款	23,800.00	14.93%	22,800.00	13.13%	10,700.00	6.23%
应付债券	27,669.50	17.36%	28,009.15	16.13%	51,250.38	29.84%
递延所得税负债	11,929.59	7.48%	11,875.31	6.84%	9,112.10	5.31%

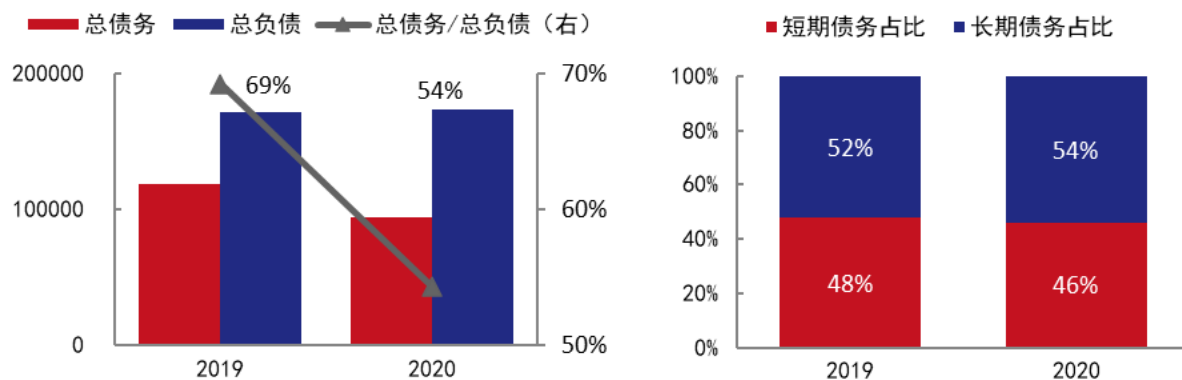
非流动负债合计	73,076.26	45.84%	72,375.53	41.67%	71,219.08	41.47%
负债合计	159,415.58	100.00%	173,696.97	100.00%	171,747.55	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司有息债务为9.44亿元，包括短期借款、其他应付款中借款及利息、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券。其中短期债务4.36亿元，短期债务占比较高。

图 15 公司债务占负债比重（单位：万元）

图 16 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司资产负债率小幅下降。近年，公司资本支出规模较大，因2020年末公司存在大额应收融资款项，FCF/净债务为正。总体偿债压力大。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	33.10%	35.34%	37.85%
净债务/EBITDA	-	3.41	4.45
EBITDA 利息保障倍数	-	6.51	5.30
总债务/总资本	-	22.90%	29.66%
FFO/净债务	-	14.53%	11.38%
FCF/净债务	-	37.02%	-8.91%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司对外支出规模较大，叠加债务集中到期，流动性压力凸显；公司可变现资产和抵质押融资空间较小，大股东支持力度弱，公司仍存在很大的短期集中偿付压力

截至2020年末，公司有息债务集中于2021年偿付，短期偿债压力大。根据公司提供的资料，截至2021年4月末，公司银行授信额度为4.5亿元，其中国家开发银行西藏自治区分行2.0亿元，中国建设银行西藏自治区分行2.5亿元，已使用4.17亿元，可使用0.03亿元，银行授信规模空间小。2020年公司多次发生借款逾期，最高金额达1.95亿元，逾期最长天数为164天，银行借款罚息合计1,011.95万元，计入营业外支出。不良银行债务履约记录或将影响公司再融资能力。

**表14 截至 2020 年末公司有息债务分布表（单位：万元）**

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
国家开发银行西藏自治区分行	2,000.00	2,000.00	2,000.00	12,000.00
中国建设银行西藏自治区分行	15,900.00	8,300.00	500.00	0.00
西藏山南雅砻投资有限公司	3,000.00	0.00	0.00	0.00
烟建集团有限公司	7,000.00	0.00	0.00	0.00
青海西部稀贵金属有限公司	3,000.00	0.00	0.00	0.00
<b>本金</b>	<b>30,900.00</b>	<b>10,300.00</b>	<b>2,500.00</b>	<b>12,000.00</b>

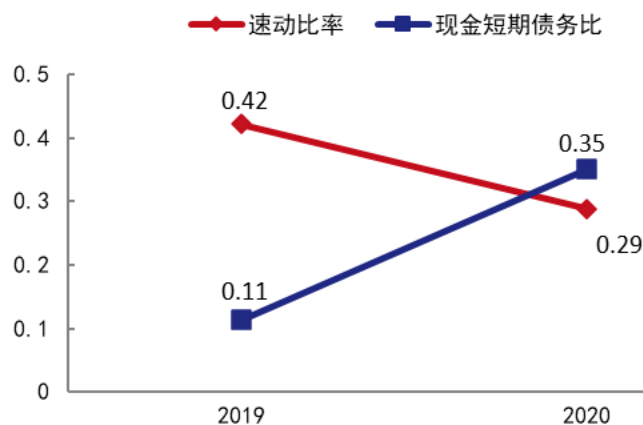
注：未包括本期债券。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司控股股东道衡投资所持公司股权均已质押/冻结，加大公司经营不确定性的风险。同时，根据公开资料，2021年公司实际控制人兼董事长刘建军存在2笔合计3.78亿元被执行标的，且被执行限消令。大股东和实际控制人可支持资源有限，对公司担保能力和支持力度下降。

从流动比率看，公司速动比率和现金短期债务比均较低，短期偿债压力大。

综上，公司持续对外收购有色金属资源，对矿山项目建设进行大量固定资产投资，向关联方塔铝铝业提供借款，对资金形成较大占用。同时，公司资产以采矿权、采矿工程及矿山投资款为主，近四成资产位于境外，且主要资产已抵质押，剩余资产能够提供的融资弹性较小。随着部分债务到期，流动性压力凸显。

**图 17 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息存在3笔不良类账户。根据公司提供的资料及审计报告，2020

年公司借款逾期最高金额达1.95亿元，逾期最长天数为164天，银行借款罚息合计1,011.95万元。

**表15 截至报告查询日，公司相关还款责任记录中关注、不良类账户情况（单位：万元）**

1、未结清信贷					
授信机构	事项	金额	余额	最近一次还款形式	信息报告日期
国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	19,000.00	17,000.00	正常还款	2021/4/11
	关注	5,500.00	5,500.00	正常还款	2021/3/28
	关注	5,000.00	5,000.00	正常还款	2021/3/28
	关注	5,000.00	3,500.00	正常还款	2021/3/28
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	4,800.00	3,300.00	正常还款	2021/3/28
	关注	6,500.00	2,500.00	正常还款	2021/3/28
	关注	6,000.00	2,000.00	正常还款	2021/3/28
	关注	5,000.00	1,500.00	正常还款	2021/3/28
	关注	2,500.00	1,400.00	正常还款	2021/3/28
<b>合计</b>		<b>- 59,300.00</b>	<b>41,700.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
2、已结清信贷					
授信机构	事项	金额	最近一次还款形式	最后一次还款日期	
国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行	次级	12,500.00		正常还款	2020/6/1
	次级	12,500.00		正常还款	2020/5/29
	次级	3,000.00		正常还款	2020/6/1
	关注	20,000.00		正常还款	2020/7/31
	关注	4,000.00		正常还款	2020/11/22
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	3,700.00		正常还款	2019/8/8
	关注	1,600.00		正常还款	2019/8/8
	关注	1,000.00		正常还款	2020/11/16
<b>合计</b>		<b>- 58,300.00</b>	<b>--</b>		

资料来源：公司征信报告，中证鹏元整理

### 或有事项分析

截至2020年末，公司为西藏集为建设工程有限公司贷款事项向担保公司拉萨市信用融资担保有限责任公司提供反担保，担保余额1.70亿元，占期末净资产的5.35%，面临一定的或有负债风险。

**表16 截至2020年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额
拉萨市信用融资担保有限责任公司	1.70

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理



## 十、结论

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A，调整评级展望为负面，下调本期债券信用等级为A。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2,907.98	3,275.30	6,378.90	12,332.89
应收账款	11,057.39	11,079.29	27,748.47	27,145.08
存货	5,952.66	5,320.37	5,574.31	5,032.35
流动资产合计	23,920.37	34,537.42	47,947.47	50,317.62
长期股权投资	51,630.04	26,684.25	6,000.79	0.00
固定资产	88,822.86	89,810.59	82,189.35	81,870.85
在建工程	94,685.37	92,807.10	78,547.35	45,471.32
无形资产	216,877.55	216,607.18	205,929.95	205,843.60
非流动资产合计	457,663.14	456,941.94	405,854.11	339,249.90
资产总计	481,583.51	491,479.35	453,801.58	389,567.51
短期借款	0.00	12,000.00	4,000.00	5,500.00
应付账款	19,369.58	23,971.59	19,122.34	16,717.62
预收款项	0.44	0.00	14,327.86	2,798.51
合同负债	22,274.05	21,745.70	0.00	0.00
其他应付款	18,919.18	20,950.84	5,320.26	12,095.52
一年内到期的非流动负债	18,900.00	14,400.00	52,150.71	36,300.00
流动负债合计	86,339.31	101,321.45	100,528.47	77,498.86
长期借款	23,800.00	22,800.00	10,700.00	38,700.00
应付债券	27,669.50	28,009.15	51,250.38	0.00
递延所得税负债	11,929.59	11,875.31	9,112.10	9,112.10
非流动负债合计	73,076.26	72,375.53	71,219.08	48,076.25
负债合计	159,415.58	173,696.97	171,747.55	125,575.11
归属于母公司的所有者权益	254,882.23	251,628.51	218,803.98	198,953.92
营业收入	27,435.55	237,894.25	151,927.46	114,498.87
净利润	2,544.13	4,714.41	10,720.91	21,748.19
经营活动产生的现金流量净额	3,066.91	54,339.77	42,930.21	38,796.79
投资活动产生的现金流量净额	-7,081.67	-48,832.34	-81,577.31	-71,917.45
筹资活动产生的现金流量净额	3,649.75	-8,969.39	32,866.21	-10,469.18
<b>财务指标</b>	<b>2020年3月</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>
销售毛利率	20.79%	14.50%	24.30%	43.67%
EBITDA 利润率	-	10.57%	17.22%	32.27%
总资产回报率	-	2.02%	4.02%	8.12%
资产负债率	33.10%	35.34%	37.85%	32.23%
净债务/EBITDA	-	3.41	4.45	2.08
EBITDA 利息保障倍数	-	6.51	5.30	12.56
总债务/总资本	-	22.90%	29.66%	24.73%

FFO/净债务	-	14.53%	11.38%	22.30%
速动比率	0.21	0.29	0.42	0.58
现金短期债务比	-	0.35	0.11	0.26

资料来源：公司 2017-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。