



# 2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换 公司债券2022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.

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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A	A
评级展望	负面	负面
华钰转债	A	A

## 评级日期

2022年06月29日

## 联系方式

项目负责人：袁媛  
yuany@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立  
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 A，评级展望维持为负面；维持“华钰转债”信用等级为 A。
- 该评级结果是考虑到：公司所持矿山总体品位较高，在境内外有一定资源储备，但中证鹏元也关注到，首先，公司资产流动性偏低；同时，公司所处的矿产勘探开采行业周期性较强，未来有色金属价格波动可能对公司盈利能力产生不利影响；公司流动性压力大，融资弹性低。此外，跟踪期内公司、控股股东西藏道衡投资有限公司（以下简称“道衡投资”或“控股股东”）及公司、控股股东的实际控制人、部分高管均受到监管行政处罚，且控股股东仍存在一定比例股权质押及冻结情况，实际控制人仍存在限制消费令；公司面临一定或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司流动性压力大，融资弹性小，能够获取的外部支持力度有限。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	2022年	2021年	2020年	2019年
总资产	49.01	50.02	49.15	45.38
归母所有者权益	26.75	26.80	25.16	21.88
总债务	--	9.88	9.44	11.90
营业收入	0.89	14.08	23.79	15.19
EBITDA 利息保障倍数	--	8.37	6.51	5.30
净利润	-0.07	1.35	0.47	1.07
经营活动现金流净额	0.32	2.59	5.43	4.29
销售毛利率	39.62%	28.99%	14.50%	24.30%
EBITDA 利润率	--	23.66%	10.57%	17.22%
总资产回报率	--	4.19%	2.02%	4.02%
资产负债率	32.75%	33.35%	35.34%	37.85%
净债务/EBITDA	--	2.39	3.41	4.45
总债务/总资本	--	22.86%	22.90%	29.66%
FFO/净债务	--	21.56%	14.53%	11.38%
速动比率	0.21	0.24	0.29	0.42
现金短期债务比	--	0.41	0.35	0.11

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 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、镉和银品位分别为 1.69%、3.20%、0.79% 和 68.57 克/吨，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金、镉等有色金属资源储备。

## 关注

- **公司面临一定产品价格波动风险。**公司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，若有色金属价格下降较多，可能对公司盈利能力产生不利影响。
- **公司资产流动性偏低。**截至 2021 年末，公司资产以采矿权、生产相关固定资产为主，超四成资产位于境外，且主要优质资产已抵质押，部分土地使用权及少部分探矿权已被司法冻结，存在一定变现难度。
- **公司流动性压力大，融资弹性低。**截至 2021 年末，公司短期债务占比进一步提高，其中银行借款减少，向非金融机构借款增加较多，边际融资成本提升；公司短期偿债指标表现仍较差，同时考虑到公司尚未使用的授信额度较小，在建项目仍有一定资本支出压力，流动性压力大。
- **近期公司、控股股东和公司、控股股东的高管及实际控制人均受到监管处罚。**跟踪期内，因信息披露等事项，公司控股股东受到上海证券交易所通报批评，公司、控股股东和公司、控股股东的部分高管及实际控制人均受到中国证券监督管理委员会西藏监管局行政处罚。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至报告出具日，公司有多起证券虚假陈述责任纠纷案件尚未判决，涉案金额约 0.68 亿元，未来面临一定或有负债风险。
- **公司控股股东持有的公司股权仍存在一定比例的质押/冻结，实际控制人仍存在限制消费令。**因股票质押融资业务未能按期赎回及质押式证券回购纠纷，跟踪期内道衡投资持有的公司股份遭被动减持及司法拍卖，同时考虑本期债券转股导致的股本变化后，截至 2022 年 3 月末，持股比例较上年同期下降 3.18 个百分点，剩余股权仍存在一定比例的质押/冻结。截至 2022 年 6 月 17 日，公司实际控制人刘建军仍存在限制消费令。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	4
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	

		盈利水平	4
业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	很小
指示性信用评分			aa
调整因素	重大特殊事项,流动性	调整幅度	-2
独立信用状况			a
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			A

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A/负面	A	2021-5-26	袁媛、谢海琳	<a href="#">矿业及金属企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-7-24	何卫平、陈刚	<a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2018-9-18	熊冲、宋根南	<a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
华钰转债	6.40	2.39	2021-5-26	2025-6-14

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 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6.40亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购“塔铝金业”封闭式股份公司（以下简称“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。

## 三、发行主体概况

2021年5月至今，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2021年末，公司注册资本及股本变更为55,531.25万元。截至2022年3月末，公司控股股东仍为道衡投资<sup>1</sup>，其持有公司9,148.26万股股份，占公司股份总数的16.35%，刘建军<sup>2</sup>仍持有道衡投资95%股权，仍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，2021年6月30日-7月5日，海通证券减持公司股票553.81万股，2021年8月29日至2021年8月30日和2021年11月26日至2021年11月29日，因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300万股和812.5446万股公司股票分别被司法拍卖并过户完成。同时考虑到本期债券处于转股期，总股本持续变化，截至2022年3月末，控股股东道衡投资对公司的持股比例较2021年3月末下降3.18个百分点。

截至2022年6月14日，公司处于质押的股份数为5,569.00万股，其中控股股东道衡投资质押/冻结4,569万股，占其持股总数的49.9439%，占公司总股本的8.1253%，西藏博实创业投资有限公司质押/冻结1,000万股，占其持股总数的99.55%，占公司总股本的1.78%，控股股东仍存在一定比例的股权质押/冻结情况。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东明细

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	质押/冻结数量（股）
------	---------	---------	------------

<sup>1</sup> 截至本报告出具日，公司未提供控股股东道衡投资人民银行征信报告。

<sup>2</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。

西藏道衡投资有限公司	91,482,629	16.35	54,690,000/35,585,910
青海西部稀贵金属有限公司	58,401,660	10.44	0.00
西藏博实创业投资有限公司	10,045,342	1.80	10,000,000/0.00
青海西部资源有限公司	10,000,000	1.79	0.00
朱波平	6,100,000	1.09	0.00
孙惠良	3,950,000	0.71	0.00
费占军	3,600,000	0.64	0.00
关峰	2,809,190	0.50	0.00
徐宏志	2,703,800	0.48	0.00
李继东	2,382,900	0.43	0.00
<b>合计</b>	<b>191,475,521</b>	<b>34.23</b>	<b>0.00</b>

注：质押/冻结数量统计截止日为报告出具日。

资料来源：2022年第一季度报告

2021年公司主营业务未发生变化，合并报表范围无新增，减少1家子公司。处置后公司仍持有西藏恒琨冶炼有限公司48%股权。

**表2 2021年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
西藏恒琨冶炼有限公司	63.6363%	5,500	有色金属冶炼	处置 15.6363% 股权

资料来源：2021年审计报告，中证鹏元整理

人员变动方面，2021年5月27日，公司发布《关于董事长及法定代表人变更的公告》和《第三届董事会第二十三次会议决议公告》，刘建军辞去公司董事长职务，公司董事会选举刘良坤为公司董事长。公司章程规定，董事长为公司的法定代表人，故公司法定代表人同时变更为刘良坤。2021年10月18日，选举王小飞为职工监事，不再担任非职工监事，同时梁遇春不再担任监事，2021年11月5日，公司选举叶勇飞为第四届董事会独立董事，李永军不再担任公司独立董事；选举王义春为公司第四届监事会监事；聘任蒋仕来为公司总经理，徐建华不再担任公司总经理；聘任布景春、薛垂良为公司副总经理，王艳萍不再担任公司副总经理。

公司控股股东道衡投资通过集中竞价交易方式减持特定股份未履行预披露义务，减持数量和比例较大，且未及时披露股权被司法拍卖可能对其控制权稳定产生较大影响的重要信息，相关信息披露不及时。2021年8月11日，上海证券交易所对公司控股股东予以通报批评。

2022年1月18日，公司收到中国证券监督管理委员会西藏监管局《行政处罚决定书》（2022）1号，处罚决定内容如下：道衡投资、华钰矿业因未按规定披露关联方及关联交易及未及时披露道衡投资所持上市公司5%以上股份被司法拍卖情况的事项存在违法事实，中国证券监督管理委员会西藏监管局决定对公司及其第一大股东道衡投资责令改正，给予警告，并处以罚款，对公司部分现任及时任高管、公司及道衡投资实际控制人刘建军给予警告，并处以罚款。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，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。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加



大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

### （一）铅

**2021年国内精炼铅产量小幅增长，供需仍处于紧平衡；终端需求保持平稳，受锂电池替代等因素影响，未来国内铅酸蓄电池终端市场需求仍不乐观，但出口端有望维持强势**

根据ILZSG公布数据并经安泰科修正，2021年全球铅精矿产量为462.9万吨，同比增长3.5%。安泰科统计，2021年全球精铅产量为1,228.9万吨，同比增长3.3%，已经恢复2019年水平。再生铅产量550.4万吨，同比增加3.2%，增量主要来自再生铅。2021年度全球铅消费量为1,221.2万吨，同比增长4.3%。同期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，全球供需均处于紧平衡。

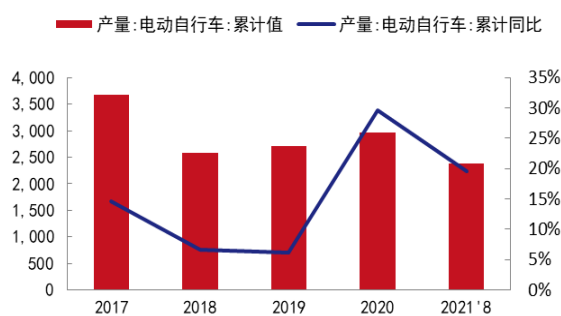
80%的铅用于生产铅酸蓄电池，铅酸蓄电池41%用于电动车（动力型），24%用于汽车（启动型）电源。我国电动车（动力型）主要为电动自行车和电动三轮车，市场需求主要集中在农村和三、四线城市。受疫情影响，国内出行习惯部分改变；另一方面，2019年4月1日电动自行车开始实施新国标后，部分地区过渡期结束，带来电动自行车阶段性置换高峰，2020年我国电动自行车产量增长大幅增长近29.7%，2021年1-8月，电动自行车产量增速有所下滑，但增速仍高达19.5%。

2021年全年汽车产销量分别为2,608.2万辆和2,627.5万辆，同比分别增长3.4%和3.8%，终结连续三年下跌的颓势。2022年至今，汽车消费较为低迷，且上海、东北等重要汽车生产基地受到疫情影响较大，但政府已经出台多项政策，其中5月23日国务院常务会议提出，阶段性减免部分乘用车购置税600亿元，政策支持力度较大，下半年汽车行业需求有望复苏。2021年末，我国汽车保有量已达3.02亿辆。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。

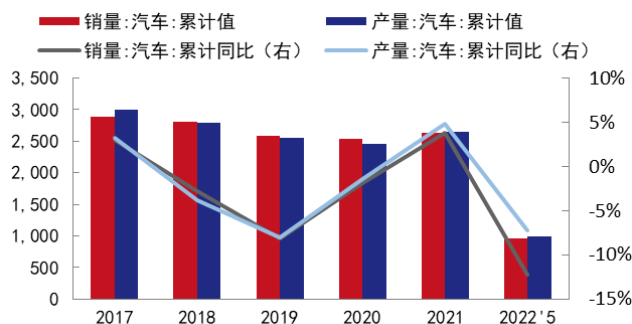
替代品方面，政策对二轮电动车的逐步限制，整车轻量化要求电池减重，从而推动锂电对铅酸蓄电池替代。同时，新能源汽车发展较快，对传统汽车的挤占替代效应不断深化，最终将挤占部分汽车启动型电池。

**图 1 2020 年以来中国电动自行车产量保持快速增长（单位：万辆）**

**图 2 2021 年中国汽车销量实现正增长（单位：万辆）**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理



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, 2021年1-12月铅蓄电池出口量为1.9亿套, 同比增长17%。但锂电池的替代格局仍在, 中长期消费增量可能不及预期, 短期海外电池供应矛盾仍存, 铅锭和电池的出口都有望打开。

### 2021年铅价呈宽幅震荡走势, 需求端表现一般, 价格主要围绕供给端情况波动

2021年铅价整体呈现低位宽幅震荡走势, 再生铅产能持续扩张, 年中高库存拖累铅在有色金属中表现最弱。具体来看, 2021年1-7月铅价震荡走高。主要受冶炼厂铅精矿原料短缺影响。7月底-9月下旬, 再生铅企业盈利, 且近两年再生铅产能处于扩张期, 原生及再生铅产量增长明显, 而需求端表现一般, 再度开启累库周期, 随着库存的快速累积, 铅价持续回落。9月下旬-10月中旬, 随着铅价的走低, 大量企业启动集中检修, 叠加限电限产等因素导致供给收缩, 国内库存自高位持续回落, 铅价快速走高。此后, 随着铅价回升, 铅生产企业盈利情况有所好转, 且检修也全面结束, 供给上升, 铅价维持弱势震荡走势。

图3 2021年铅价呈宽幅震荡走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## (二) 锌

## 2021年中国精炼锌产量保持增长，预计2022年下半年锌下游消费支撑力度较好

2021年全国锌精矿产量为413.6万吨，同比增长1.92%。2021年大多数省份产量实现增长，主要是矿山恢复生产，产能释放。2021年全球精锌产量1,399万吨，同比增加0.6%，主要增量位于中国。2021年全球精锌总消费1,414.4万吨，同比增长4.3%，全球精锌消费有所复苏。

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，2021年基建投资增速为0.4%，基建投资环境表现为政府意愿偏弱、项目储备减少、资金来源受限，对基建投资的拖累效应较为明显，2022年一季度，基建投资增速高达10%，进入二季度，受疫情全面爆发拖累，经济增长压力较大，预计下半年基建将全面发力。

房地产方面。2021年4月以来，房地产领先指标房屋新开工面积持续下降，截至2021年末，新开工面积及房地产投资额分别同比跌至-11.40%和4.4%，而2021年全年土地购置费用则同比下降2.10%，为近20年来首次下降。2022年以来，已有超过100个城市出台放松限购限贷和降低房贷利率政策。此后，2022年5月，央行宣布首套房贷利率下限调至五年期LPR减20个基点，紧接着央行5年期贷款利率再度下调15个基点。贷款利率已降至近年最低水平。短期内需求或者有一定保障。汽车方面，2021年汽车产销量实现三年内首次增长，而新能源汽车增速依旧可观。整体上看，预计2022年下半年锌下游消费支撑力度较好。

## 2021年锌“能源”属性凸显，锌价跟随能源价格震荡上行，中枢不断抬高

2021年，后疫情时代全球经济复苏情况以及全球气候危机下国内外能源问题带来的基本面影响构成了锌价走势的主线。2021年上半年，全球经济复苏预期向好，锌价稳步上涨。下半年开始，内蒙古、云南等地限电限产政策趋严，供给端产量受限，随着天津、广东限电政策的推出，需求端亦受到一定程度打压。加之国储先后四批次共计18万吨锌锭的抛储，供应缺口得到一定修复。在供需双弱的局面下，锌价维持小幅震荡，整体价格重心上移。

自2021年9月份以来，海外能源短缺，天然气价格飙升带动电价暴涨。10月份电价达阶段性高点，欧洲多个冶炼厂接连宣布减产。其中，10月13日世界锌业巨头Nyrstar宣布削减其三家欧洲冶炼厂50%产量，减产消息短时间刺激锌价大幅飙升。但随着海外天然气价格的回落以及国内发改委连续发文表态做好煤炭保价稳供工作，锌价大幅跳水。2021年末至今，能源危机和俄乌冲突持续推高能源价格，锌价重心持续上移，锌的“能源”属性凸显。预计未来锌价有望维持强势震荡走势。

图4 2021年锌价中枢不断抬高（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### (三) 白银

#### 2021年受疫情反复和货币政策影响，白银呈弱势震荡走势

2021年，美联储货币政策的转向预期与疫情反复成为白银价格走势的核心影响逻辑，而美债收益率和美元指数则是核心驱动。2021年11月美联储货币政策转向落地后，货币政策影响相对淡化，通胀逻辑再度成为黄金、白银走势的核心逻辑，但是不会改变货币政策的主逻辑低位，疫情反复则穿插其中拖累白银价格。整体来看，2021年白银价格呈现弱势震荡格局。

白银的主要用途依然是体现在工业方面，其次是摄影和珠宝银器方面。根据世界白银协会的数据显示，2020年光伏、汽车对于白银的需求比重分别达到了30%和23%。随着全球对于新能源的重视程度日趋增长，新能源行业或将成为下一轮白银工业需求的增量。

图 5 2021 年白银价格呈弱势震荡格局（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、锑、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、铅锑精矿（含银）、铜精矿。2021年公司营业收入同比减少40.80%，主要系有色金属贸易业务（以下简称“贸易业务”）规模减少所致，有色金属采选业务（以下简称“采选业务”）收入则同比增长16.19%，主要系自产品价格上涨所致。毛利率方面，2021年贸易业务未取得正收益，采选业务毛利率小幅提升，但受采选业务占比大幅提升且毛利率较高影响，公司销售毛利率同比大幅提升14.49个百分点。

2022年一季度公司未开展贸易业务，同时，受藏历新年及疫情防控影响，采选业务收入亦有所下滑，公司营业收入同比下滑67.72%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
铅锑精矿（含银）	0.37	36.20%	4.32	59.89%	3.83	57.07%
锌精矿	0.48	44.33%	2.42	61.59%	2.00	58.96%
铜精矿	0.03	8.57%	0.04	35.41%	0.00	-
<b>有色金属采选收入小计</b>	<b>0.88</b>	<b>39.83%</b>	<b>6.77</b>	<b>60.36%</b>	<b>5.83</b>	<b>57.72%</b>
有色金属贸易收入	0.00	-	7.25	-0.14%	17.85	0.09%
其他业务收入	0.01	7.41%	0.06	5.40%	0.11	60.53%
<b>合计</b>	<b>0.89</b>	<b>39.62%</b>	<b>14.08</b>	<b>28.99%</b>	<b>23.79</b>	<b>14.50%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度财务报表，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；扎西康矿山品位相对较高，有一定的开采价值，但目前可开采矿山较少，部分矿山“探转采”进度较慢

截至2021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>3</sup>，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。公司参股公司贵州亚太矿业有限公司（以下简称“亚太矿业”）拥有1项采矿权及1项探矿权<sup>4</sup>。

<sup>3</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>4</sup> 1项采矿权为贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿权，简称泥堡金矿采矿权；1项探矿权为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。

截至2021年末，公司持续推进名下矿产资源探矿权转采矿权、采矿权续期等工作，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。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”）所有的非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目受疫情及当地政治环境影响，项目仍未能动工，待上述因素对项目影响好转后，将开展相关建设工作。亚太矿业泥堡项目方面，2021年已完成泥堡金矿采矿权延续登记，并完成公司治理层选举换届工作，资源储量核实报告及评审、项目用地规划等各项前期工作均已完成，后续将持续推进。

**表4 截至2021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）**

### 1、纳入公司合并报表范围内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
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	7.8	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
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	T5400002008063050008482	2021年4月2日至2026年4月2日	-	15.39	-	公司本部
拉屋探矿权	T5400002008083010012572	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	T5400002008103010015907	2021年4月2日至2026年4月2日	-	2.62	-	嘉实矿业 <sup>5</sup>
柯月探矿权	T5400002008103010016493	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
泥堡金矿采矿权	C5200002011034120117572	2021年2月至2051年2月	金矿	4.914	66.00	亚太矿业
泥堡南金矿探矿权	T5200002009044010028211	2021年4月20日至2023年4月19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2021年末，公司国内可控制有色金属铅资源量87万金属吨、锌

<sup>5</sup> 全称西藏日喀则嘉实矿业有限公司。

资源量145万金属吨、锑资源量17万金属吨、银2,444金属吨、铜资源量14,628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锑、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。康桥奇矿区选厂建设工程（以下简称“塔金项目”）达产后，届时公司每年会有2.1万吨金属锑产出，将控制全球近15%锑金属供应量。

公司矿山品位整体较高，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。根据各矿权最新资源储量核实报告，扎西康矿山铅、锌、银品位分别为1.69%、3.20%和68.57克/吨，达到可开采利用标准的锑品位0.79%。拉屋矿山中锌和铜品位分别为2.79%和1.09%，银品位为17.87克/吨，品位相对较低。塔吉克斯坦康桥奇矿集区金、锑品位分别为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，亚太矿业溼堡矿区金品位3.91克/吨，均具有一定开采价值。

### 2021年公司采选业务对扎西康矿山依赖度仍很高，拉屋矿山已实现复产，其余矿山仍尚未实现开采

扎西康矿山、拉屋矿山核定生产能力分别为60万吨/年和7.8万吨/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。2021年，公司处理矿石量为66.93万吨，精矿总产量为7.24万吨，均有所增长，主要系2020年上半年疫情影响较大，导致前期基数偏低，以及拉屋实现复产所致。

目前，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，2021年已经实现复产，处理矿石量达1.52万吨，2022年有望恢复至3万吨水平。

**表5 扎西康及拉屋矿山选矿处理量及精矿产量**

选矿处理量及产量	2021年	2020年
<b>扎西康矿山</b>		
处理矿石量（吨）	654,098.33	611,893.20
精矿总产量（吨）	70,772.90	71,675.28
其中：锌精矿（吨）	38,787.66	38,414.29
铅锑精矿（含银）（吨）	31,985.24	33,260.98
精矿中含铅（吨）	15,307.55	15,494.33
精矿中含锌（吨）	20,711.57	20,521.80
精矿中含锑（吨）	3,047.01	3,420.56
精矿中含银（千克）	60,737.96	59,824.50
<b>拉屋矿山</b>		

处理矿石量（吨）	15,178.76	-
精矿总产量（吨）	1,635.27	-
其中：铜精矿（吨）	591.69	-
锌精矿（吨）	1,043.58	-
精矿中含铜（吨）	58.37	-
精矿中含锌（吨）	342.99	-
精矿中含银（千克）	252.45	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2021年公司精矿产品价格均有所上涨，产销率较高，盈利能力较好，仍面临一定价格变动风险

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。2021年公司实现有色金属采选收入6.77亿元，同比上升16.19%，主要系有色金属市场价格上涨幅度较大，公司实际销量小幅减少。公司采用以产定销、全产全销的产销模式，除金属锌外，其余产品的产销率均在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。2021年公司有色金属采选收入毛利率为60.36%，较上年仅小幅上涨，主要受主副井工程转固导致折旧费增加影响。

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。2021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上涨，其中金属铅、金属银涨幅较小，金属锌和金属锑销售均价分别上涨33.83%和67.50%。需要注意的是，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，未来仍存在一定价格波动风险。

**表6 公司采选业务产品情况**

产品	项目	2021年	2020年
金属铅	产量（吨）	15,307.55	15,494.33
	销量（吨）	15,866.69	15,711.61
	产销率	103.65%	101.40%
	销售额（万元）	13,754.78	13,463.07
	均价（元/吨）	8,668.97	8,568.87
金属锌	产量（吨）	21,054.56	20,521.80
	销量（吨）	19,542.45	21,633.08
	产销率	92.82%	105.42%
	销售额（万元）	24,199.26	20,015.29
	均价（元/吨）	12,382.92	9,252.17
金属铜	产量（吨）	58.37	-
	销量（吨）	58.37	-
	产销率	100%	-
	销售额（万元）	290.60	-
金属锑	均价（元/吨）	49,788.80	-
	产量（吨）	3,047.01	3,420.56



	销量（吨）	3,199.18	3,526.84
	产销率	104.99%	103.11%
	销售额（万元）	6,944.57	4,570.67
	均价（元/吨）	21,707.36	12,959.70
	产量（吨）	60.99	59.82
金属银	销量（吨）	63.38	60.80
	产销率	103.91%	101.64%
	销售额（万元）	22,547.11	20,248.81
	均价（元/千克）	3,557.57	3,330.20

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。公司客户群体稳定，2021年公司采选业务前五大客户占采选业务收入比重为98.00%，客户集中度较高。但公司处于有色金属产业链上游，公司产品供应量、稳定性和连续性对下游客户生产效益影响较大，属卖方市场，可一定程度抵消集中度偏高风险。此外，2021年公司客户已无关联方，而2020年关联方合计占有色金属采选业务的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
2021年	南昌航诺贸易有限公司	锌精矿、铅锑精矿、铜精矿	22,417.05	33.09%
	西藏华捷实业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	19,111.56	28.21%
	西安联易得供应链股份有限公司	锌精矿、铅锑精矿	18,317.66	27.04%
	拉萨海鼎缘物资有限公司	锌精矿、铅锑精矿	4,041.49	5.97%
	浙江秦川有色金属矿业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	2,496.81	3.69%
	<b>合计</b>		<b>66,384.58</b>	<b>98.00%</b>
2020年	西藏弘聚源商贸有限公司	锌精矿、铅锑精矿	12,904.06	22.13%
	拉萨海鼎缘物资有限公司	锌精矿、铅锑精矿	11,356.65	19.48%
	西安联易得供应链股份有限公司	锌精矿、铅锑精矿	10,679.68	18.32%
	西藏开恒实业有限公司	锌精矿	6,190.78	10.62%
	南昌航诺贸易有限公司	锌精矿、铅锑精矿	4,352.20	7.47%
	<b>合计</b>	-	<b>45,483.37</b>	<b>78.02%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 2、有色金属贸易业务

### 2021年公司有色金属贸易收入大幅下降，毛利率为负

依托公司现有的销售渠道和客户资源，公司于2017年起开展贸易业务，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。2021年受金属价格波动较大影响，公司缩减了金属贸易业务量，实现贸易收入7.25亿元，同比大幅下滑59.38%，且未能实现正收益，毛利率仅为-0.14%。2022年一季度，公司未开展贸易业务。

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，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 2021年度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
郑州中阅供应链管理有限公司	电解铜	37,270.56	51.34%
河南中平能源供应链管理有限公司	电解铜	12,731.36	17.54%
上海豫光金铅国际贸易有限公司	锌锭	8,600.34	11.85%
万洋鸿海（上海）金属有限公司	白银	4,474.86	6.16%
天能金玥（上海）新能源材料有限公司	锌锭	3,483.31	4.80%
<b>合计</b>		<b>66,560.44</b>	<b>91.69%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表9 2021年度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
上海秦岭金属材料有限公司	电解铜	59,173.13	81.62%
西安联易得供应链股份有限公司	锌锭	8,484.78	11.70%
天津岭北金属材料贸易有限公司	锌锭	4,473.26	6.17%
天津拓径贸易有限公司	白银	367.32	0.51%
<b>合计</b>	-	<b>72,498.48</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**塔金项目如能达产有望大幅提升公司业绩，但仍可能受调试进度不及预期、金属价格大幅波动等因素影响，公司在建项目资金压力尚可**

塔金项目建设资金主要由合资公司塔铝金业自筹，但部分资金来源为公司借款。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提供6,000.00万美元五年期借款。截至2021年12月31日，公司已向塔铝金业提供借款9,095.73万美元，尚需904.27万美元，借款压力有所下降，且缺口较小。

截至2022年4月末，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11.69亿元，根据公司提供的资料，未来尚需投入资金1.37亿元，资金来源主要为自筹，在建项目资金压力尚可。

**表10 截至2022年4月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	实际尚需投入资金
山南扎西康采选扩建工程	55,969.00	55,756.32	212.68

山南矿山扩建工程	33,546.00	28,158.51	5,387.49
嘉实采选矿工程	19,600.00	7,779.24	7,000.00
山南柯月矿区探矿综合工程	7,800.00	6,682.26	1,117.74
<b>合计</b>	<b>116,915.00</b>	<b>98,376.33</b>	<b>13,717.91</b>

注：嘉实采选矿工程尚需投资额为公司按持股比例实际尚需投入资金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年4月末，塔金项目竣工验收完成，目前正在进行试运行调试，待调试完成后，预计将于2022年下半年正式投产运营。塔金项目达产后可实现年产金2.2金属吨，锑1.6万金属吨，公司营收及利润规模有望实现大幅提升，但需注意的是，项目可能受到调试进度不及预期，金、锑金属价格大幅波动等不确定因素影响，导致业绩不达预期。

## 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保留意见的2020年审计报告和标准无保留意见的2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，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2020年度《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。

2021年公司合并报表范围变化见表2。

### 资产结构与质量

2021年公司资产小幅增长，资产以采矿权、采矿工程设备及矿山项目投入为主，超四成资产位于境外，且主要资产已抵质押，资产整体流动性较弱

公司2021年资产规模小幅增长，资产结构变化不大，仍主要以非流动资产为主。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.38	0.78%	0.79	1.58%	0.33	0.67%

应收账款	0.01	0.01%	0.01	0.01%	1.11	2.25%
存货	0.78	1.60%	0.65	1.30%	0.53	1.08%
<b>流动资产合计</b>	<b>2.89</b>	<b>5.89%</b>	<b>3.09</b>	<b>6.19%</b>	<b>3.45</b>	<b>7.03%</b>
长期股权投资	4.93	10.06%	4.95	9.90%	2.67	5.43%
固定资产	12.77	26.04%	13.20	26.38%	8.98	18.27%
在建工程	6.48	13.23%	6.97	13.93%	9.28	18.88%
无形资产	21.43	43.72%	21.43	42.85%	21.66	44.07%
<b>非流动资产合计</b>	<b>46.13</b>	<b>94.11%</b>	<b>46.92</b>	<b>93.81%</b>	<b>45.69</b>	<b>92.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>49.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>50.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>49.15</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，其中存放于境外0.26亿元，使用受限规模较小，仅5.81万元，但整体来看，公司货币资金储备规模较小。受公司采选业务大规模降低赊销比例影响，截至2021年末，公司应收账款账面价值减少至67.83万元，期末计提坏账准备833.23万元，账龄较长，收回可能性较低。公司的存货主要为原材料、库存商品及发出商品，有色金属价格波动较大，但公司存货规模较小，跌价风险较为可控。

非流动资产方面，2021年公司长期股权投资规模大幅增长，采用权益法计量，主要系当期公司收购的亚太矿业剩余21%股权已完成工商变更手续，公司共计持有亚太矿业40%股权。公司固定资产主要为构筑物、井巷工程、办公楼和机器设备等，2021年末大幅增长，主要系扎西康矿山主副井工程及塔金项目转固所致，其中账面价值为1.21亿元的固定资产已用于抵押。截至2021年末，公司在建工程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，近年投入较为稳定。公司无形资产主要包括14.13亿元采矿权、5.41亿元探矿权和1.73亿元地质成果，其中1.17亿元无形资产已用于抵押，抵押物主要为扎西康采矿权。此外，因当雄县拉屋矿区铜锌矿资源储量发生变化导致储量减少，存在减值迹象，公司根据贵州珠矿玉房地产土地资产评估有限公司出具的评估报告（珠矿玉矿评字（2022）0103号），对拉屋矿山对应的井巷工程（固定资产）和采矿权及地质成果（无形资产）分别计提减值准备0.14亿元，合计0.28亿元。

2021年公司资产规模小幅增长，采选工程设备、采矿权等非流动资产占比较高，符合公司所处行业生产经营特征。同时，公司境外资产规模为21.35亿元，占比高达42.68%，海外资产变现不确定性相对较大。此外，截至2021年末，公司受限资产规模合计4.02亿元，占当期总资产的8.04%，整体来看，公司资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 2021年公司盈利规模和能力明显提升，但仍需关注未来有色金属价格大幅波动对公司盈利的影响

受2021年金属价格波动较大影响，公司主动缩减了金属贸易业务量，因此2021年公司营业收入同比大幅下滑，但采选业务收入同比增长16.19%，主要系自产品价格上涨所致。毛利率方面，贸易业务未能

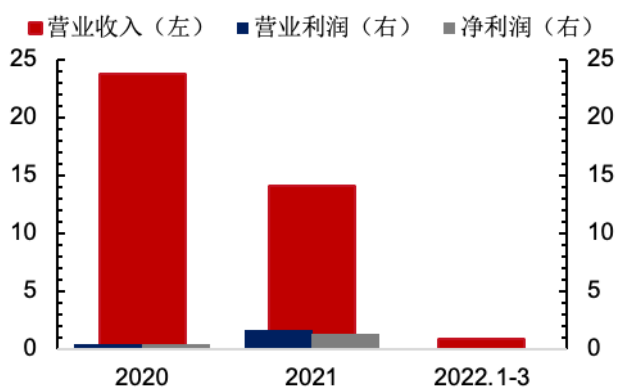
取得正收益，而采选业务方面，尽管产品价格出现不同程度的提升，但受主副井巷工程转固导致折旧费增加影响，采选业务毛利率仅小幅提升。整体来看，公司采选业务占比大幅提升且毛利率较高，公司销售毛利率同比大幅提升14.49个百分点，盈利能力明显提升。

此外，若塔金项目于2022年下半年完成调试并顺利达产，公司收入及盈利水平有望实现较大增长。需要注意的是，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，未来仍存在一定价格波动风险。

2021年公司资产减值损失0.30亿元，较上年有所下降，主要为公司根据拉屋矿山的最新评估报告对拉屋矿山对应的井巷工程和采矿权及地质成果确认资产减值损失0.28亿元。

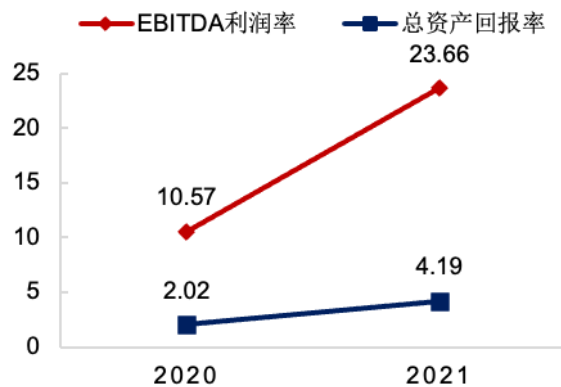
受自产品价格大幅上涨影响，2021年公司EBITDA利润率大幅提升，总资产回报率亦小幅上涨。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

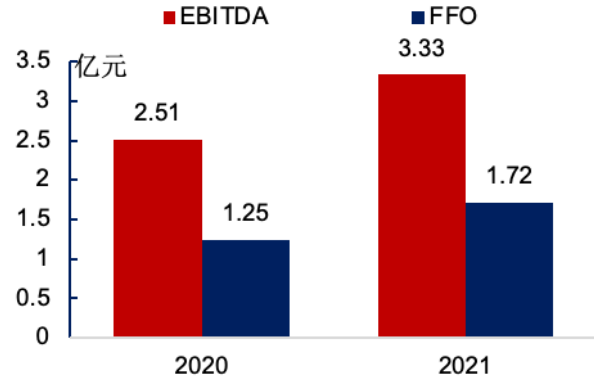
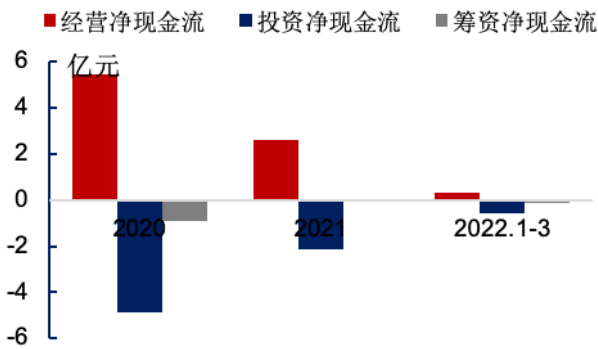
### 公司主营业务现金生成能力有所提高，未来仍面临一定资金压力

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。2021年公司主营业务现金生成能力有所提高，FFO同比增长37.6%。

投资活动现金流方面，2021年投资活动现金净流出基本全部为在建项目建设投入，2020年净流出规模较大主要系包含对贵州泥堡项目的股权收购款。2021年公司融资现金流表现较为均衡，融资及偿还债务力度均有所减小。截至2021年末，公司主要在建项目尚需投入自有资金1.37亿元，仍面临一定资金压力。

图 8 公司现金流结构

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

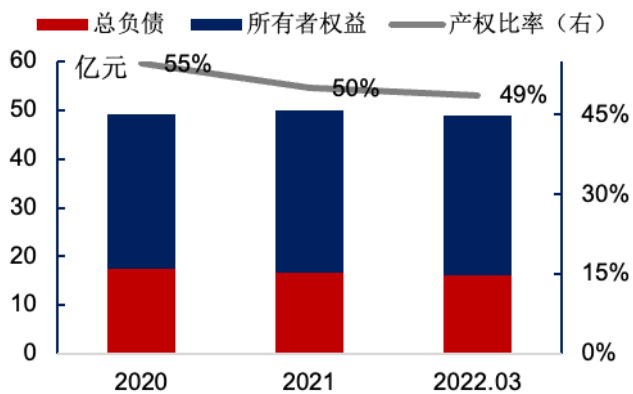
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司有息债务规模小幅增长，边际融资成本提升，债务存在期限错配，流动性压力大

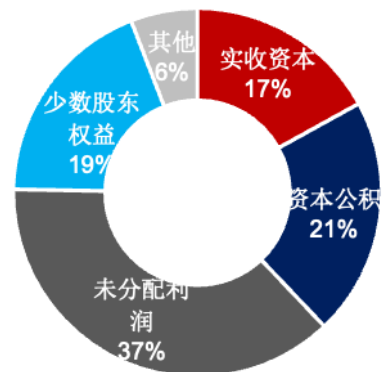
2021年公司进一步缩减债务，负债规模小幅下降。同时受业绩经营情况好转影响，未分配利润明显增长，带动公司所有者权益小幅增长，综合影响下，公司产权比率降至50.03%，权益对债务的保障程度有所上升。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 11 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2021年末，公司短期借款主要抵押及质押借款，抵押物为公司扎西康矿山采矿权及房产和土地，同时实际控制人提供个人连带担保。应付账款主要为应付设备/工程款及货款/服务费，随着在建项目的投入，规模有所增长。合同负债2021年大幅减少，主要系当期预付贸易货款减少。其他应付款主要为借款及利息及小部分保证金/押金及往来款，其中应付借款及利息余额2.41亿元，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，以及2021年新增与甘肃省新业资产经营有限责任公司和拉萨海鼎缘物资有限公司等客户因未足额发货而形成剩余货款，经协商形

成的借款，借款利率较高，期限较短。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款及少量一年内到期的租赁负债。

非流动负债方面，截至2021年末，长期借款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2021年末，公司应付债券为本期债券，期末余额为2.71亿元。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.21	7.56%	1.26	7.57%	1.20	6.91%
应付账款	2.99	18.63%	3.31	19.85%	2.40	13.80%
合同负债	0.64	4.02%	0.61	3.68%	2.17	12.52%
其他应付款	2.85	17.77%	2.58	15.49%	2.10	12.06%
一年内到期的非流动负债	1.24	7.71%	1.29	7.75%	1.44	8.29%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.95</b>	<b>61.96%</b>	<b>10.23</b>	<b>61.34%</b>	<b>10.13</b>	<b>58.33%</b>
长期借款	1.60	9.97%	1.65	9.89%	2.28	13.13%
应付债券	2.37	14.77%	2.71	16.22%	2.80	16.13%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.11</b>	<b>38.04%</b>	<b>6.45</b>	<b>38.66%</b>	<b>7.24</b>	<b>41.67%</b>
<b>负债合计</b>	<b>16.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.37</b>	<b>100.00%</b>

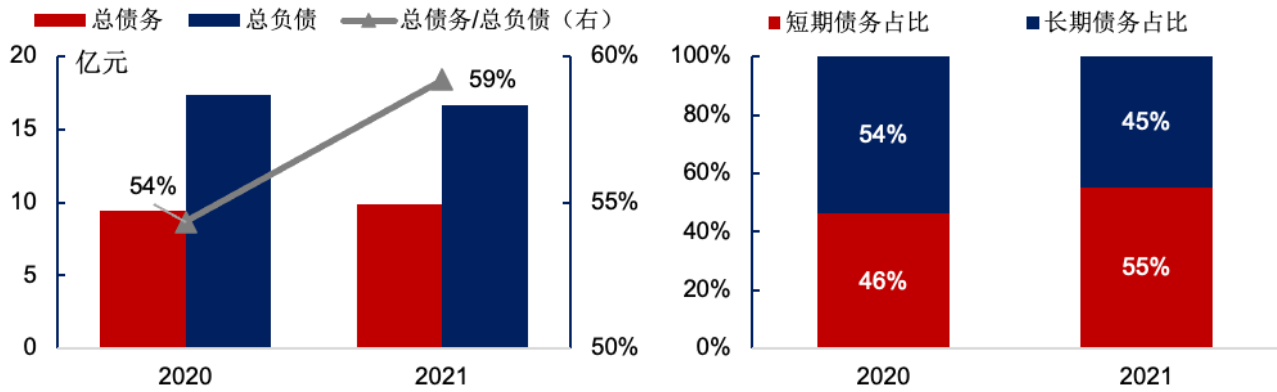
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司有息债务规模有所增加，占总负债的比例升至59.22%，同时短期债务占比也升至55.37%，相较于主要以长期资本支出为主的矿山开采企业来说，公司短期债务占比仍较高，面临一定期限错配情况。根据公司提供资料，2022年7-12月及2023年公司尚需偿还有息债务本金分别为2.61亿元和0.85亿元，短期集中偿付压力很大。

边际融资成本方面，公司融资成本较低的长期借款同比有所减少，2021年初至2022年一季度末，公司新增有息债务以向非金融机构借款为主，边际融资成本有所提升。

**图 12 公司债务占负债比重**

**图 13 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

随着盈利情况的好转，公司净债务/EBITDA和总债务/总资本均有一定下降，杠杆水平有所下降且整体杠杆较低，EBITDA利息保障倍数和FFO/净债务分别上涨至8.37和30.94%，公司盈利水平和生产经营活动现金流对债务的覆盖程度有所改善。

**表13 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	32.75%	33.35%	35.34%
净债务/EBITDA	--	2.39	3.41
EBITDA利息保障倍数	--	8.37	6.51
总债务/总资本	--	22.86%	22.90%
FFO/净债务	--	21.56%	14.53%

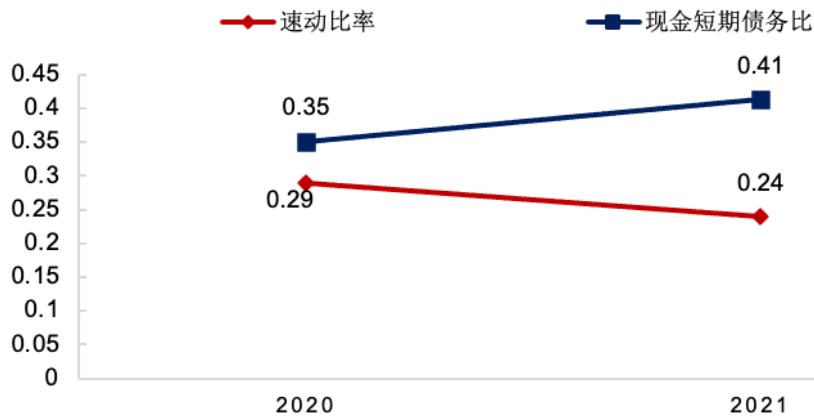
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2022年5月末，公司控股股东道衡投资所持公司股权仍存在一定比例的质押及冻结情况。同时，根据公开资料，公司实际控制人刘建军仍被执行限消令。控股股东及实际控制人对公司担保能力和支持情况仍有限。

从偿债指标来看，公司现金短期债务比有所改善，但速动比率仍较低，需注意的是，公司短期债务占比进一步提升，因此公司实际短期偿债压力很大。根据公司提供的资料，截至2022年6月27日，公司银行授信额度为4.50亿元，其中国家开发银行西藏自治区分行2.00亿元，中国建设银行西藏自治区分行2.50亿元，已使用2.85亿元，可使用1.65亿元，尚未使用银行授信规模较小。

**图 14 公司流动性比率情况**





资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

综上，近年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，向关联方塔铝金业提供借款，对资金形成较大占用。同时，公司资产以采矿权、采矿工程设备及矿山项目投入为主，超四成资产位于境外，且主要资产已抵质押，融资弹性较小。尽管2021年公司经营情况有所好转，但公司流动性压力仍大。

## 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月30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，2021年至今公司无逾期记录。

**表14 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	五级分类	金额	余额	最近一次还款形式	最近一次还款日
国家开发银行股份有限公司西藏代表处	关注	19,000.00	15,000.00	正常还款	2022/4/8
	关注	4,500.00	4,500.00	正常还款	2022/3/21
	关注	5,000.00	2,000.00	正常还款	2022/3/21
	关注	5,500.00	2,000.00	正常还款	2022/3/21
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	4,800.00	1,300.00	正常还款	2022/3/21
	关注	5,000.00	1,000.00	正常还款	2022/5/25
	关注	2,500.00	500.00	正常还款	2022/3/21
	关注	4,000.00	4,000.00	正常还款	2022/5/6
	关注	2,500.00	2,500.00	正常还款	2022/3/21
<b>合计</b>		<b>- 52,800.00</b>	<b>32,800.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## 2、已结清信贷

授信机构	五级分类	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	2020/11/26
	关注	6,000.00	正常还款	2022/1/18
	关注	6,500.00	正常还款	2021/12/29
	关注	5,000.00	正常还款	2021/9/21
<b>合计</b>		<b>- 75,800.00</b>		<b>--</b>

资料来源：公司征信报告，中证鹏元整理

## 未决诉讼

**公司有多起证券虚假陈述责任纠纷案件尚未判决，涉案金额较大，未来面临一定或有负债风险**

截至2022年4月28日，公司收到西藏自治区拉萨市中级人民法院（以下简称“拉萨中院”）送达的《民事起诉状》和《应诉通知书》，共涉及12名自然人以证券虚假陈述责任纠纷为由对公司提起民事诉讼，主张赔偿金额包括投资差额损失、佣金和印花税损失共计6,829.98万元。截至2022年6月8日，公司已收到拉萨中院出具的多份民事裁定书，共涉及9名自然人，赔偿金额6,781.47万元，裁定查封、扣押、冻结公司所有的《隆国用（2014）第540084264号》、《隆国用（2014）第540084265号》、《隆国用（2014）第540084267号》土地使用证及证号为T5400002008083010012572的《西藏拉萨当雄县拉屋铜锌矿详查探矿权证》，期限为三年，截至报告出具日，该案件尚未开庭。

## 八、抗风险能力分析

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、铅精矿（含银）、铜精矿。公司主矿扎西康矿山铅、锌品位较高，具备一定的开采价值和成本优势。公司在境外还有一定的金、镉等有色金属资源储备。但需要注意的是，公司资产主要以采矿权、采矿工程设备及矿山项目投入为主，超四成资产位于境外，存在一定变现难度。公司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，未来仍存在一定价格波动风险。此外，因信息披露问题，公司及控股股东受到监管机构通报批评和行政处罚，内部治理仍有较大提升空间。公司控股股东因被动减持及司法拍卖，持股比例进一步下降，且仍有一定比例的股权被质押及冻结，公司实际控制人刘建军仍存在限制消费令，最后，公司尚有未判决的证券虚假陈述责任纠纷案件，涉案金额约0.68亿

元，未来面临一定或有负债风险。

偿债能力方面，公司杠杆水平尚可，但流动性压力大，且融资弹性较小。整体来看，公司有一定的抗风险能力。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A，维持评级展望为负面，维持“华钰转债”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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.38	0.79	0.33	0.64
流动资产合计	2.89	3.09	3.45	4.79
长期股权投资	4.93	4.95	2.67	0.60
固定资产	12.77	13.20	8.98	8.22
在建工程	6.48	6.97	9.28	7.85
无形资产	21.43	21.43	21.66	20.59
非流动资产合计	46.13	46.92	45.69	40.59
资产总计	49.01	50.02	49.15	45.38
短期借款	1.21	1.26	1.20	0.40
应付账款	2.99	3.31	2.40	1.91
其他应付款（合计）	2.87	2.60	2.11	0.61
其他应付款	2.85	2.58	2.10	0.53
一年内到期的非流动负债	1.24	1.29	1.44	5.22
流动负债合计	9.95	10.23	10.13	10.05
长期借款	1.60	1.65	2.28	1.07
应付债券	2.37	2.71	2.80	5.13
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.11	6.45	7.24	7.12
负债合计	16.05	16.68	17.37	17.17
总债务	--	9.88	9.44	11.90
归属于母公司的所有者权益	26.75	26.80	25.16	21.88
营业收入	0.89	14.08	23.79	15.19
净利润	-0.07	1.35	0.47	1.07
经营活动产生的现金流量净额	0.32	2.59	5.43	4.29
投资活动产生的现金流量净额	-0.59	-2.11	-4.88	-8.16
筹资活动产生的现金流量净额	-0.14	-0.02	-0.90	3.29
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	39.62%	28.99%	14.50%	24.30%
EBITDA 利润率	--	23.66%	10.57%	17.22%
总资产回报率	--	4.19%	2.02%	4.02%
产权比率	48.71%	50.03%	54.66%	60.89%
资产负债率	32.75%	33.35%	35.34%	37.85%
净债务/EBITDA	--	2.39	3.41	4.45
EBITDA 利息保障倍数	--	8.37	6.51	5.30
总债务/总资本	--	22.86%	22.90%	29.66%

FFO/净债务	--	21.56%	14.53%	11.38%
速动比率	0.21	0.24	0.29	0.42
现金短期债务比	--	0.41	0.35	0.11

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
西藏山南华钰经销有限公司	西藏山南	矿产品贸易	100%		投资设立
西藏中泓工贸有限公司	西藏拉萨	矿产品的加工、销售	100%		非同一控制下合并
西藏日喀则嘉实矿业有限公司	西藏日喀则	矿产品采选	60%		投资设立
西藏华钰融信经贸有限公司	西藏拉萨	矿产品贸易	100%		投资设立
上海钰能金属资源有限公司	上海	矿产品贸易	100%		投资设立
华钰资源控股有限公司	香港	矿产品贸易	100%		投资设立
“塔铝金业”封闭式股份公司	塔吉克斯坦	矿产品采选	50%		非同一控制下合并
华钰资源国际控股有限公司	香港	有色金属及有色产品贸易		100%	投资设立
丝路资源投资有限公司	塞舌尔共和国	对外投资		100%	投资设立
提格雷资源私人有限公司	埃塞俄比亚	矿产品采选		70%	非同一控制下合并

资料来源：公司 2021 年年度报告

### 附录三 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。

## 附录四 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。