



信用等级通知书

信评委函字[2019]G246-F2-X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拟发行的“西部矿业股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年三月十七日

西部矿业股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	西部矿业股份有限公司
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 20 亿元，采取分期发行方式，本期计划发行不超过 13 亿元。
债券期限	本期债券的期限不超过 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本次债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本次债券票面利率采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

西部矿业	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益(亿元)	124.38	131.65	128.55	138.64
总资产(亿元)	285.69	321.66	322.97	383.14
总债务(亿元)	129.76	134.79	128.95	182.93
营业收入(亿元)	267.67	277.76	273.77	143.69
营业毛利率(%)	5.02	6.07	9.94	12.57
EBITDA(亿元)	8.75	9.84	14.30	-
所有者权益收益率(%)	0.88	0.79	1.97	10.78
资产负债率(%)	56.46	59.07	60.20	63.81
总债务/EBITDA(X)	14.83	13.69	9.02	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.63	1.74	2.97	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2018 年上半年度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“西部矿业股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体西部矿业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。中诚信证评肯定了公司丰富的有色金属资源、较高的专业技术水平、有力的外部支持以及畅通的融资渠道。同时，中诚信证评也关注到有色金属行业市场需求或将维持低速增长态势、有色金属价格波动、期货交易面临较高的市场风险和操作风险以及参股企业业绩下滑风险等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

正面

- 丰富的有色金属资源。目前公司主要拥有和控制的七座矿山矿产资源储量丰富，矿产资源丰富。截至 2018 年 6 月末，公司合计保有的金属资源储量为铅 187.67 万吨、锌 348.61 万吨、铜 665.12 万吨、银 2,903.19 吨和金 15.49 吨，有色金属储量丰富。
- 较高的专业技术水平。公司是国内少数可以在海拔 3,000 米以上开展作业的矿业企业之一，目前已拥有 20 多年的生产经营经验，培养了一批能够在高海拔环境下持续生产经营的生产管理队伍和科研队伍，积累了丰富的高海拔环境下的矿山采选技术和生产管理经验。
- 有力的外部支持。公司与控股股东西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”）签订了《避免同业竞争协议》，公司拥有未来购买西矿集团在铅、锌、铜业务和资源方面股权的优先选择权，为公司未来的资源储备提供了持续性增

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月27日

长的机会。

- 畅通的融资渠道。公司为国内 A 股上市公司，具有畅通的直接融资渠道。同时，公司下属西部矿业集团财务有限公司通过同业拆借、票据贴现等业务，进一步拓宽了公司的融资渠道。此外，截至 2018 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 244.77 亿元，未使用授信额度 98.52 亿元，具有较强的财务弹性。

关注

- 目前全球经济发展仍有较大不确定性，有色金属行业销售及去库存压力仍将持续，产品总体需求或将维持低速增长态势，应对公司后续产能释放情况予以关注。
- 盈利能力受有色金属价格波动影响较大。有色金属价格不仅受供求变化影响，而且与全球经济状况、国内经济状况密切相关，市场价格波动较大，对公司整体盈利能力易造成较大影响。
- 期货交易面临较高的市场风险和操作风险。公司对原材料和产成品进行一定程度套期保值，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，对此应保持关注。
- 参股企业业绩下滑风险。截至 2018 年 6 月末，公司长期股权投资为 45.07 亿元，占总资产的比率为 11.76%。公司参股企业所属行业多为有色金属和钢铁等，易受宏观环境、区域经济环境及产能过剩影响。如果参股企业业绩大幅下滑将对公司造成不利影响。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

西部矿业是由西部矿业有限责任公司（后更名为西部矿业集团有限公司，以下简称“西矿集团”）为主要发起人，联合北京鑫达金银开发中心、株洲冶炼集团股份有限公司（原株洲冶炼厂）、长沙有色冶金设计研究院、广州保税区瑞丰实业有限公司于 2000 年 12 月 28 日共同发起成立，初始注册资本为 13,050 万元。公司于 2007 年 7 月 12 日在上海证券交易所上市（股票代码：601168）。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 23.83 亿元，公司控股股东为西矿集团，拥有公司 28.21% 的股权，青海省国有资产监督管理委员会（以下简称“青海国资委”）持有西矿集团 50.37% 的股权，为公司实际控制人。

公司经营范围包括铜、铅、锌等有色金属的探矿、采矿、选矿、冶炼、加工及产品销售，共生及伴生金银等稀贵金属及其副产品的开发、冶炼、加工和贸易，有色矿产品贸易以及地质勘查等。

截至 2017 年末，公司总资产 322.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.55 亿元，资产负债率 60.20%。2017 年公司实现营业总收入 273.77 亿元，净利润 2.53 亿元，经营活动净现金流 14.32 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产 383.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）138.64 亿元，资产负债率为 63.81%。2018 年上半年，公司实现营业总收入 143.69 亿元，净利润 7.47 亿元，经营活动净现金流 1.24 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
发行主体	西部矿业股份有限公司
债券名称	西部矿业股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 20 亿元，采取分期发行方式，本期计划发行不超过 13 亿元。
债券期限	本期债券的期限不超过 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本次债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本次债券票面利率采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本次债券募集资金拟用于补充营运资金和偿还银行贷款，其中债券募集资金净额拟用于偿还银行贷款的不超过 15 亿元，剩余的部分用于补充公司营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

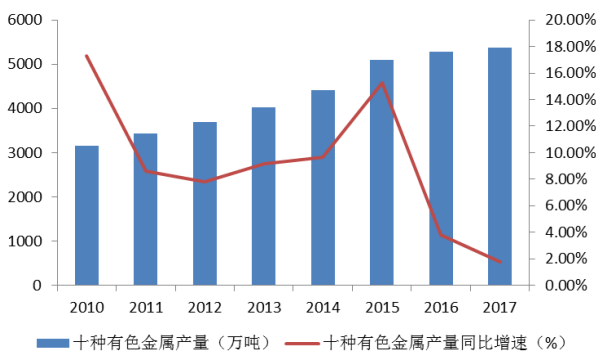
行业分析

有色金属行业下游主要为房地产、电力、家电、汽车等行业，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的周期性行业。我国作为新兴工业化国家，在世界有色金属工业中的地位不断增强，生产和消费规模不断扩大。2012 年以来，我国铜铝铅锌四种基本金属产量和消费量全部位居全球第一，已成为全球最大的有色金属生产和消费国，构成了全球范围内有色金属需求的“中国因素”。但近年来，受经济增速放缓影响，我国有色金属行业发展速度有所下降。2015~2017 年，我国十种有色金属产量分别为 5,090 万吨、5,283 万吨和 5,378 万吨，同比分别增长 5.8%、2.5% 和 3.0%。其中，2017 年，铜、铝、铅、锌产量分别为 889 万吨、3,227 万吨、472 万吨和 622 万吨，分别同比增长 7.7%、1.6%、9.7% 和 -0.7%；铜、铝、铅增速分别较上年提高 1.7 个百分点、0.3 个百分点和 4.0 个百分点，锌增速则较上年回落 2.7 个百分点。2017 年六种精矿金属量 906.6 万吨，同比下滑 1.5%。其中，铜精矿金属量 164 万吨，同比增长 1.6%；铅精矿金属量 223 万吨，同比下滑 4.5%；锌精矿金属量 430

万吨，同比下滑 2.3%。2018 年一季度，中国十种有色金属产量为 1,338.5 万吨，同比增长 2.4%。

从下游细分行业看，在国内经济增速放缓的大环境下，电力、房地产及汽车等有色金属主要消费领域的增速近年来出现不同幅度的下滑。电力方面，2015~2017 年，我国电网基本建设投资完成额分别为 4,603 亿元、5,426 亿元和 5,315 亿元，同比分别增长 11.74%、16.90%和-2.2%，2017 年电网投资需求明显减速，在用电量需求低增速的背景下，新增火电项目的审批将会进一步收窄。房地产方面，2017 年，得益于前期信贷宽松政策出台，上半年房地产市场有所提振，拉动房地产投资相应增长，全年全国房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.0%，增速较上年提升 0.1 个百分点，全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.0%，增速较上年下降 1.1 个百分点，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。汽车方面，2017 年，我国汽车产销呈小幅增长，汽车产、销量分别为 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆，分别同比增长 3.19%和 3.04%，增速较上年同期分别下降 9.91 个百分点和 10.21 个百分点。

图 1：近年来我国十种有色金属产量及增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体来看，目前有色金属行业面临的发展环境仍较为复杂。预计随着电网投资、轨道交通等基建需求加速，短期内铜、铝等产品需求有望提升，但由于房地产投资等主要消费领域增速仍处于下滑趋势，行业销售及去库存压力仍将持续，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势。

铜行业

铜是重要金属资源，在国民经济和国防建设中有着广泛用途，也是高技术发展的基本支撑材料。

铜及铜合金作为人类历史上最早使用的金属材料，广泛应用于家用电器、电力、汽车、建筑、电子仪器仪表、国防、交通运输、海洋工程等行业。

供应方面，根据美国地质勘探局统计数据，全球铜矿产量从 2004 年 1,470 万吨增长至 2017 年 1,970 万吨，年复合增长率为 2.28%；中国铜矿产量从 2004 年 62 万吨增长至 2017 年 186 万吨，年复合增长率为 8.82%。全球精炼铜产量从 2004 年 1,583.36 万吨增长至 2017 年 2,353.30 万吨，年复合增长率为 3.10%；中国精炼铜产量从 2004 年 219.87 万吨增长至 2017 年 888.90 万吨，年复合增长率为 11.34%。

根据美国地质调查局、《中国有色金属工业年鉴》的统计数据，2004 年至 2017 年，中国精炼铜产量远高于中国铜矿产量，且缺口逐年扩大，其中 2017 年中国精炼铜产量 888.90 万吨远高于同期中国铜矿产量 186.00 万吨，这是由于铜精矿产出地集中，主要在智利、秘鲁等南美地区，具有一定的垄断性，我国铜矿资源较匮乏，矿石品位相对较低，铜矿自给率严重不足。随着铜需求增加，铜矿进口量呈增长趋势，2015~2017 年，中国铜矿砂及其精矿进口量分别为 1,329.38 万吨、1,705.18 万吨和 1,733.34 万吨。每年都有大部分的铜资源要从国外进口，包括铜精矿、废铜、精铜和未锻造的铜及铜材，并且国内铜资源总量已经十分有限，未来国内铜精矿的对外依赖程度还会进一步的提高。

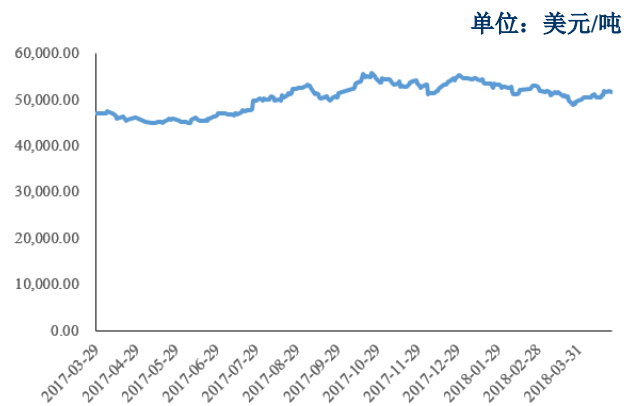
需求方面，全球精炼铜消费量从 2004 年 1,667.12 万吨增长至 2016 年 2,333.12 万吨，年复合增长率为 2.84%；中国精炼铜消费量从 2004 年 336.39 万吨增长至 2016 年 1,164.22 万吨，年复合增长率为 10.90%。2004 年至 2016 年，随着中国工业化进程加快，精炼铜消费量大幅增加，但精炼铜产量受限于国内铜矿产能产量增长幅度较慢，导致供需缺口呈上升趋势。2016 年，中国精炼铜消费量为 1,164.22 万吨，精炼铜产量为 845.15 万吨，供需缺口为 319.07 万吨。

2000 年以前，全球主要铜消费区域为欧美发达国家，2000 年欧洲和北美铜消费量全球占比达到 52%。受 2008 年全球金融危机和随后发生的欧债危

机影响，欧美发达国家铜消费量增长放缓，以中国为代表的新兴经济体铜消费量占比迅速提高，其中，中国精炼铜消费量占全球的比重从 2004 年的 20.18% 提升至 2016 年的 49.90%。

价格方面，铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2014 年上半年，铜价呈现先抑后扬格局，LME 3 月期铜平均价格为 6,881 美元/吨，同比下跌 9.09%；SHFE 3 月期铜平均价格为 48,537 元/吨，同比下跌 10.97%。截至 2014 年 11 月底，LME 3 月期铜价格进一步下滑至 6,638 美元/吨，2014 年铜价呈现震荡下跌态势。进入 2015 年 9、10 月，铜价分别有两波的短暂拉高，是源于 9 月份的嘉能可宣布计划减产约 40 万吨铜，白银公司和江西铜业纷纷宣布计划检修，且美联储议息会议宣布 9 月美元不加息，再加上智利大地震等因素对铜价有一定支撑。2015 年 9 月下旬，由于公布的中国 PMI 数据再创新低，中国 8 月 PMI 初值 47.0，不及预期，9 月制造业产出指数初值 45.7，均为 2009 年 3 月以来新低，中国需求忧虑加剧，使铜价承压下跌至 11 月 24 日的全年最低价 33,512 元/吨，震幅达 37%，创六年新低。2016 年上半年铜价波动较大，受经济疲软、股价大跌和人民币快速贬值影响，铜价下降到 2009 年 5 月以来最低的 4,318 美元/吨；随着中国政府进一步出台刺激举措的预期、油价反弹以及对美联储加息放缓预期的影响，铜价震荡反弹。2016 年 7~10 月，铜价相对平稳，11 月份以来受益于市场对未来全球、特别是美国和中国基建对金属需求增长的乐观情绪，铜价走高。2017 年初，全球出现多起铜矿供应中断事件，市场供需紧缩令铜价走势拉升。2017 年 3 月份开始，美元指数走强，以及全球铜矿复产，铜价弱势下跌为主。2017 年 7 月，受废七类铜禁止进口消息影响，市场对供应紧缺的担忧升温，铜价开始上升。2017 年 12 月美联储加息事件，铜价偏弱震荡，出现一定幅度回调。2018 年一季度，下游需求转弱，铜价格有所下降。

图 2：LME 铜现货价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

长期看，以中国为代表的新兴经济体对金属的大量需求还将持续。但全球经济发展仍有较大不确定性，短期内铜需求回落，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。矿山资源较多、产业链完善且运营效率高的大型有色金属企业拥有更强的抗风险能力。

锌行业

2017 年以来，受益于印度、秘鲁、土耳其和厄立特里亚等国家的恢复性增产，全球锌精矿产量同比增加 4.8% 至 1,260 万吨，但由于需求端较为稳定，全球锌精矿供应仍呈短缺态势，全年供应缺口为 49.8 万吨。精锌方面，根据安泰科预估，2017 年全球精锌产量约为 1,338.0 万吨，同比增加 0.17%；同时受美国经济增长带动，全球精锌消费量同比小幅增至 1,391.5 万吨，全年供应缺口为 53.5 万吨，较去年同期有所扩大。国内方面，2017 年我国精锌产量为 580 万吨，受加工费走低部分中大型冶炼厂出现阶段性检修减产以及环保监督力度加强等因素影响，同比下降 1.69%；同期房地产开发、汽车及冰箱等下游需求增长使得我国精锌消费量同比增加 0.61% 至 661 万吨；同期精锌净进口量为 65 万吨，全国精锌市场供应短缺约 16 万吨。

库存方面，由于 2017 年以来锌产品消费量稳步增长而供应量继续偏紧，当年显性库存降幅较大，低库存的局面贯穿全年。其中，截至 2017 年底，LME 锌库存同比减少 57.45% 至 18.21 万吨，为 2008 年以来最低水平，同期末上海期货交易所库存量同比减少 55.09% 至 6.86 万吨。

价格方面，2017 年上半年以来，在地缘政治风

险不断释放的宏观背景下，全球精矿增量也逐步释放，锌价呈现偏弱震荡格局。步入三季度后，宏观风险逐渐平息，加之锌矿紧缺，锌价再度开启单边上行趋势。但受中国市场消费偏弱拖累，锌价于四季度重新进入高位调整格局。2017年LME 3月期锌平均价格为2,890美元/吨，同比上涨37.8%，其中年内最高价格达3,326美元/吨。国内方面，沪锌市场整体抗跌性较强，2017年沪锌主力合约平均价格为23,592元/吨，同比上涨41.4%。2018年锌价维持高位震荡，2018年3月LME 3月期锌平均价格为3,275.5美元/吨，环比下跌6.4%，同比增长17.06%；同期沪锌主力合约平均价格为25,073.8元/吨，环比下跌5.25%，同比增长9.48%。

图 3：2014.1~2018.3 LME 3 月期锌价格走势



数据来源：Choice，中诚信证评整理

铅行业

2017年全球铅市场处于小幅短缺状态，铅供需缺口为16.5万吨。全球铅消费量从2016年的1,120万吨增至2017年的1,150万吨，主要系中国消费量增长3.1%所致。产量方面，2017年全球精炼铅产量同比增长0.7%，主要系欧洲、加拿大、中国、印度和哈萨克斯坦产量增长所致；矿山铅产量从2016年的479万吨降至2017年的475万吨，其主要系最大铅生产国中国产量从234万吨降至232万吨所致。2017年，受环保政策趋严以及原材料供应短缺影响，我国精铅供应出现了阶段性短缺，但全年仍小幅过剩。2017年，我国精铅产量为471.6万吨，同比增长9.7%，与近几年相比，当前产量维持在较高水平。铅的主要用途是铅酸蓄电池，而铅酸蓄电池主要用在汽车、通讯电源、电动自行车等用途上。随着全国环保巡查工作的全面落实，铅酸蓄电池行

业面临更加沉重的环保压力；同时铅价的持续上涨，企业利润空间进一步被压缩，面临更大的生存压力，2017年以来我国铅酸蓄电池产量累计同比持续出现负增长。

价格方面，受国际地缘政治动荡引发的避险需求情绪及中国需求疲软的影响，2017年上半年国际铅价持续下挫，年内最低点为1,955美元/吨。随后需求回暖、美国减产以及中国环保政策导致供应收紧，铅供应出现短缺，价格开始持续反弹，年内一度突破2,600美元/吨。全年LME 3月期铅平均价格为2,326美元/吨（为近十年次高），同比上涨23.9%。国内方面，受消费提前预支及铅市场基本面偏弱影响，5月份之前铅价处于深度回调状态，随后环保督查导致供应收紧，铝价开始攀升，并于9月底达到年内高点21,220元/吨。10月份之后环保督查结束，再生铅供应放量导致铅价震荡回调，年末受环保重启及天然气供应紧张等因素影响，铅价再度上涨。2017年沪铅主力合约平均价格为18,276元/吨，同比上涨24.6%。2018年以来，受铅下游消费淡季及中美贸易战影响，铅价有所回落，3月份LME 3月期铅价格为2,396美元/吨，环比下跌7.0%，但同比仍上涨4.8%；3月份沪铅主力合约均价18,578元/吨，环比下跌3.8%，同比上涨3.3%。

图 4：2014.1~2018.3 LME 3 月期铅价格走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

近年来，全球经济仍处于金融危机后深度调整期，新常态下我国经济下行压力依然较大。新《环保法》的实施以及资源、环境、人工等要素成本的提高迫使有色金属工业需尽快从规模扩张向创新驱动转变。与此同时，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家战略的实施，也为行业发展

提供了新的增长动力。总体来看，加快供给侧改革，去产能、去杠杆、加快行业转型升级和降本增效，仍将是未来有色金属行业发展的重点。

竞争优势

丰富的有色金属资源

西部是我国地质成矿条件最佳、矿产资源最为丰富的地区。根据国土资源部统计，西部蕴藏着我国 59% 的锌资源、55% 的铅资源和 65% 的铜资源。作为西部最大的有色金属矿业公司之一，公司全资持有或控股并经营七座矿山：青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、四川会东大梁铅锌矿、四川呷村银多金属矿、西藏玉龙铜矿、内蒙古双利铁矿以及四川夏赛银多金属矿。其中，锡铁山铅锌矿是中国年选矿量最大的铅锌矿之一；获各琦铜矿是中国储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称；玉龙铜矿是我国最大的单体铜矿。截至 2018 年 6 月末，公司合计保有的金属资源储量为铅 187.67 万吨、锌 348.61 万吨、铜 665.12 万吨、银 2,903.19 吨和金 15.49 吨，丰富的资源储量为公司产品生产提供了充足的原料供应。

较高的技术水平

我国未经勘探的矿产资源多位于西部高海拔地区。公司位于素有“世界屋脊”之称的青藏高原，是国内少数几个可以在海拔 3,000 米以上开展作业的矿业企业之一。锡铁山矿作为公司的核心矿山之一，自 1986 年开始建设生产，二十多年来为公司培养了能够在高海拔恶劣环境下持续生产经营的生产管理队伍和科研队伍，积累了丰富的高海拔环境下的矿山采选技术和生产管理经验，其培养的人才成为公司在西部高海拔地区获取和开采优质矿产资源的中坚力量。

有力的外部支持

作为青海省国资委下属规模最大的企业，公司得到了青海省政府的大力支持。同时，作为省内有色金属资源整合的平台，公司在资源获取和整合方面也得到了政府大力支持。

税收方面，根据国家税务总局公告 2012 年第 12 号《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略

有关企业所得税问题的公告》，公司本部及锡铁山分公司、子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司及鑫源矿业自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日可以享受 15% 企业所得税优惠税率；根据藏政发【2008】33 号《西藏自治区所得税税收优惠政策实施办法的通知》，本公司的子公司玉龙铜业及西矿西藏在 2011 年至 2020 年期间，继续按照 15% 的税率征收企业所得税；根据《关于深入实施西部大开发战略政策意见的实施细则（试行）》及《西宁经济技术开发区招商引资优惠政策》青政（2001）34 号规定，公司下属西部矿业集团财务有限公司（以下简称“西矿财务”）在 2014 年至 2016 年期间按照 12.5% 优惠税率缴纳企业所得税；该税收优惠政策于 2016 年到期，自 2017 年起，西矿财务的金融往来收入免缴增值税。

业务运营

公司主要从事铜、铅、锌等金属的采矿、选矿、冶炼和贸易业务，分为矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营。其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿等；冶炼板块主要产品有锌锭、粗铅、电铅、电解铜等。2015~2017 年公司分别实现营业收入 267.67 亿元、277.76 亿元和 271.79 亿元。从收入构成来看，2017 年，公司有色金属采选冶实现收入 75.91 亿元，占营业收入的 27.93%；有色金属贸易实现收入 193.12 亿元，占营业收入的 71.06%。2018 年上半年度，公司实现营业收入 143.69 亿元，同比下降 5.19%。

表 2：2017 年公司主营业务分行业构成情况

单位：亿元、%

业务类型	金额	2017	
		占比	同比增幅
有色金属采选冶	75.91	27.93	69.09
有色金属贸易	193.12	71.06	-15.57
金融服务	2.75	1.01	1.47
管理及其他	0.008	0.00	-82.76
合计	271.79	100.00	-1.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

有色金属采选冶业务

矿山资源

公司主要生产铜、铅、锌精矿，目前公司主要

运营的矿山包括获各琦铜矿、会东大梁铅锌矿、锡铁山铅锌矿、玉龙铜矿、呷村银多金属矿、双利铁矿和夏赛银多金属矿共计 7 座。截至 2018 年 6 月末，公司合计保有的金属资源储量为铅 187.67 万吨、锌 348.61 万吨、铜 665.12 万吨、银 2,903.19 吨和金 15.49 吨，公司有色金属资源储量丰富。

表 3：截至 2018 年 6 月末公司保有的金属资源储量

资源品种	采矿权	探矿权	合计
铜（万吨）	642.26	22.86	665.12
铅（万吨）	159.30	28.37	187.67
锌（万吨）	313.03	35.58	348.61
金（吨）	13.28	2.21	15.49
银（吨）	2,375.51	527.67	2,903.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司铅锌矿产品主要来自锡铁山铅锌矿和会东大梁铅锌矿。锡铁山铅锌矿位于青海省海西州，是我国年采选矿量最大的铅锌矿之一，是公司最重要的矿山，目前由锡铁山分公司负责运营。锡铁山矿目前产能为年处理矿石量 150 万吨，生产的铅精矿品位保持在 73% 以上，且含杂少，属于铅精矿中的一级品；其生产的锌精矿品位在 48.0% 以上。2018 年 1 月，公司收购会东大梁铅锌矿。会东大梁铅锌矿位于四川省会东县，由公司控股子公司四川会东大梁矿业有限公司负责运营。目前会东大梁铅锌矿有 66 万吨/年的矿石处理能力。

公司铜矿产品主要来自内蒙古获各琦铜矿和西藏玉龙铜矿。获各琦铜矿位于内蒙古自治区乌拉特后旗东升庙镇西北约 80 公里的狼山，是中国铜储量排名第六的铜矿，由全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司负责运营。目前，获各琦铜矿有 300 万吨/年的矿石处理能力，铜的平均品位为 1.23%。

赛什塘铜矿是公司产能第三大的铜矿，由公司控股子公司青海赛什塘铜业有限责任公司负责运营。目前赛什塘铜矿的设计产能为年处理矿石量 75 万吨，铜平均品位为 1.04%。赛什塘铜矿地处三江源生态保护区，2017 年 4 月根据青海省委省政府要求政策性关停，公司计提减值损失 4.00 亿元。

玉龙铜矿是我国最大的单体铜矿，是公司未来主要开采的铜矿之一，由子公司西藏玉龙铜业股份有限公司（以下简称“玉龙铜业”）负责运营。玉龙

铜矿位于青藏高原东部山区的昌都地区，铜矿矿产资源储量为 42,165 万吨矿石量，其中含铜 650 多万吨，平均品位为 0.67%。玉龙铜矿项目是我国正在开发的最大的铜矿项目之一，项目共分为两期建设，一期从 2005 年开始建设，于 2016 年 9 月完成竣工验收，目前玉龙铜矿有 230 万吨/年矿石处理能力；二期设计产能为 10 万吨/年电解铜和 1,800 万吨/年的硫化矿采选，1,989 万吨/年的矿石采选工程已处于前期准备阶段。中诚信证评关注到玉龙铜矿矿区海拔高度一般在 4,500 米到 5,100 米之间，特殊的地理环境导致人力成本和运营成本上升。

呷村银多金属矿为四川省储量最大的银多金属矿，银铜铅锌资源量达 71 万吨，由子公司四川鑫源矿业有限责任公司经营。该矿目前具有年产 70 万吨矿石的处理能力，采选多金属矿石并生产含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。

总的来看，公司主要运营矿山分布于青海、内蒙古、西藏、四川等西部地区，矿山有色金属资源储量在国内排名靠前，丰富且优质的铜、铅、锌等有色金属资源储备为公司的矿石采选和冶炼业务奠定了良好的基础。此外，公司与控股东西矿集团签订《避免同业竞争协议》，公司拥有购买西矿集团在铅、锌、铜业务和资源方面股权的优先权，为资源储备的持续性增长提供有力支撑。

矿石采选

在矿山开采方式上，除锡铁山的选矿业务外，公司其他各矿山的采、选业务都采用劳务外包的方式由第三方承包商负责，劳务承包合同的有效期一般为 3~5 年。面对低迷的行业环境，2015 年下半年以来公司开展了矿山采、选业务劳务外包招标工作，通过市场化方式有效降低了公司各矿山的生产成本，在成本控制方面取得明显进展。

产量方面，近年来公司铅锌矿的产量较为稳定，2015~2017 年公司分别生产铅精矿（金属量，下同）4.71 万吨、4.46 万吨和 5.50 万吨；同期，锌精矿产量分别为 6.96 万吨、6.69 万吨和 7.79 万吨。随着 2016 年 9 月玉龙铜矿一期 230 万吨/年采选项目的投产，公司铜精矿产量进一步增长，2015~2017 年公司分别生产铜精矿 4.00 万吨、4.34 万吨和 5.20

万吨。2015~2017年，精矿含金量为181.66千克、206.00千克和163.00千克，精矿含银量为101,153千克、97,027千克和99,510千克。2018年上半年度，公司生产铅精矿2.83万吨、锌精矿7.48万吨、铜精矿2.52万吨。

表 4：2015~2018.6 公司精矿产量情况

项目	2015	2016	2017	2018.6
铅精矿(万吨)	4.71	4.46	5.50	2.83
锌精矿(万吨)	6.96	6.69	7.79	7.48
铜精矿(万吨)	4.00	4.34	5.20	2.52
精矿含金(千克)	181.66	206.00	163.00	92.00
精矿含银(千克)	101,153	97,027	99,510	59,119

注：铅、锌、铜精矿的产量均为金属量

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司自产铅精矿中有90%左右用于公司自有冶炼厂。自产的锌精矿中有75%~85%用于公司自有冶炼厂，铜精矿全部外销。公司精矿自用和外销的实际比例由公司冶炼项目产能、生产量计划安排、冶炼厂所要求的配矿比例以及市场情况决定。

矿石冶炼

冶炼业务方面，公司有色金属冶炼业务主要集中于铅、锌、铜等领域。公司大部分冶炼及精炼业务位于西宁市甘河工业园区，距矿山较近，一定程度上节约了运输成本。近年来，为调整公司产业结构，积极淘汰落后产能和环保不达标产能，2016年公司先后关停了铅、锌冶炼的落后产能，并对现有的产能进行了升级改造。

具体来看，铅冶炼方面，截至2018年6月末，公司拥有在产电解铅产能10万吨/年，由子公司青海西豫有色金属有限公司负责运营。2015年9月，公司关停了5.5万吨电解铅，并对原有的10万吨粗铅产能进行了升级改造，将传统底吹冶炼改造为先进的侧吹工艺的同时，实现各种金属资源的综合回收利用。改造工程已于2016年底完成，改造完成后公司形成10万吨/年电解铅生产能力。2015年，由于铅市场行情低迷，加工利润空间进一步缩减，公司为避免亏损增加，减少了粗铅的生产，2016年，铅市场行情有所好转，公司当年粗铅产量为6.83万吨，同比增加59.29%。2016年受电解铅停产影响，公司电解铅未实现生产。随着2016年底

改造工程完成，电解铅复产，公司加大粗铅供给，2017年粗铅产量为7.78万吨，同比增长13.91%，同期电解铅产量为4.26万吨。2017年公司粗铅和电解铅的产能利用率分别为39.07%和42.60%，有待进一步提升。

锌冶炼方面，公司在甘河工业园区原有的6万吨/年锌设施于2016年4月全面停产。截至2018年6月末，公司拥有在产10万吨/年锌冶炼设施，位于青海省甘河工业园区，由锌业分公司运营，副产品为硫磺4.75万吨/年，并综合回收镉、铬、铜等伴生有价金属。该项目引进国际上最先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”，与国内目前大多数企业采用的常规湿法工艺流程相比，属低污染、低排放的先进冶炼技术，具有突出的社会效益和经济效益。2016年，公司锌锭产量4.26万吨，完成当年计划产量的32.77%；2017年，公司锌锭产量5.69万吨，完成当年计划产量的57%，电解锌产能利用率为56.90%，主要系该项目处于试生产阶段，产能未全部释放。铜冶炼方面，由子公司巴彦淖尔西部铜材有限公司负责运营，该公司是巴彦淖尔市唯一一家铜加工企业，具有年产5万吨精炼铜能力。2016年，公司电解铜产量4.65万吨。随着2016年9月玉龙铜矿一期正式投产，公司铜精矿原料供给增加，电解铜的产量有所增长。2017年随着玉龙1万吨/年阴极铜项目投产，公司电解铜冶炼能力达到6万吨/年。随着产能扩张，2017年公司电解铜产量达到5.98万吨，受益于原材料供给充足，下游需求良好，电解铜产能利用率为99.67%，处于很高水平。此外，公司10万吨/年阴极铜项目正在建设中，目前开始试车，预计建成投产后，将进一步消化玉龙铜矿出产的铜精矿，电解铜产量也将继续增长。

表 5：2015~2018年6月公司主要冶炼产品产量情况

项目	2015	2016	2017	2018.H1
锌锭(万吨)	4.05	4.26	5.69	4.39
粗铅(万吨)	4.28	6.83	7.78	4.47
电解铅(万吨)	0.96	-	4.26	3.38
电解铜(万吨)	0.98	4.65	5.98	2.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售和运输

公司实行统购统销的模式，产品销售由营销分

公司统一负责，形成华东地区、华中地区、西北地区三大销售网络。其中，公司部分铅精矿和锌精矿用作公司自身冶炼业务的原料，其余铅精矿主要销往河南地区的主要冶炼厂，其余锌精矿主要销往青海、甘肃、陕西地区；铜精矿主要销往甘肃、内蒙古和四川地区；冶炼产品主要销往上海、安徽、无锡等华东地区，客户主要包括国内知名的电解铅、锌锭、电解铝的下游生产商及贸易商。

产品定价方面，公司所有产品统一定价，销售价格每月确定，铅精矿和锌精矿按照上海有色金属网现货月平均报价扣减当月加工空间确定；铜精矿按照计价周期内上海期货交易所当月铜合约结算价计乘相应比例确定；冶炼产品定价方式长单主要以上海有色金属网金属产品挂牌月度均价为参考基准价格，现货短单根据当天挂牌价格随行就市。结算模式主要采取先款后货，月度结算开票；出厂交货时检斤化验以卖方为准。此外，公司对自产精矿和冶炼产品进行了套期保值，2017年公司自产精矿保值覆盖率为20%；公司按照产销进度对冶炼产品进行保值，2017年冶炼产品的保值覆盖率100%，在一定程度上有助于公司抵御自产精矿和冶炼产品价格波动过大的风险。

产销率方面，近年来公司铅、锌精矿的销量较为稳定，矿山精矿产品产销率很高，期末库存量很少。2017年，公司铅精矿、锌精矿和铜精矿的产销

率分别为98.00%、97.35%和98.99%。冶炼产品方面，粗铅、电解铅、锌锭和电解铜的产销率均较高，但受市场价格波动的影响较大。

销售价格方面，铅、锌、铜为基础金属，受有色金属市场波动影响较大。2015年，有色金属市场持续低迷，公司精矿销售均价较低，2016年下半年有色金属市场开始回暖，公司生产的精矿销售均价有所回升。矿石产品销售均价方面，2015~2017年，铅精矿分别为9,216元/吨、9,892元/吨和15,940元/吨，锌精矿分别为7,616元/吨、8,871元/吨和16,935元/吨，铜精矿分别为27,948元/吨、25,259元/吨和38,192元/吨。冶炼产品销售均价方面，2015~2017年，粗铅均价分别为12,426元/吨、13,331元/吨和16,933元/吨；2015年电解铅销售均价为12,638元/吨，2016年电解铅因技术改造处于停产状态，2017年电价铅销售均价为18,150元/吨；锌锭分别为14,939元/吨、16,535元/吨和23,851元/吨；电解铜分别为43,690元/吨、43,633元/吨和48,869元/吨。2018年上半年度，有色金属市场继续回暖，公司精矿价格进一步回升，铅精矿、锌精矿、铜精矿的销售均价分别为17,005元/吨、18,754元/吨和42,291元/吨；粗铅、电解铅、锌锭和电解铜的销售均价分别为18,076元/吨、19,211元/吨、24,877元/吨和52,202元/吨。

表 6：2015~2018 年 6 月公司主要产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品	2015		2016		2017		2018.H1	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
铅精矿	4.83	9,216	4.47	9,892	5.39	15,940	3.01	17,005
锌精矿	7.2	7,616	6.87	8,871	7.71	16,935	7.80	18,754
铜精矿	3.97	27,948	4.29	25,259	4.92	38,192	2.45	42,291
粗铅	2.74	12,426	6.69	13,331	3.04	16,933	0.53	18,076
电解铅	0.889	12,638	-	-	4.26	18,150	3.29	19,211
锌锭	2.672	14,939	3.86	16,535	5.78	23,851	4.37	24,877
电解铜	0.83	43,690	4.7	43,633	5.83	48,869	2.91	52,202

注：铅、锌、铜精矿的销量均为金属量
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司建立了完善的销售体制，销售对象和市场稳定，主要的矿石和冶炼产品产销率较高。近年来，随着有色行业回暖，公司产品销售价

格呈增长态势。

在建项目

在建项目方面，目前公司主要建设项目包括玉

龙铜业铜矿采选冶工程（一期）和 10 万吨/年阴极铜项目。

西藏玉龙铜矿采选冶工程项目（一期）主要为 36 万吨/年硫化矿浮选系统、30 万吨/年氧化矿搅拌浸出系统及与之配套的矿山采剥、尾矿库等工程。10 万吨阴极铜项目由子公司青海铜业有限公司实施建设，项目建设地位于甘河工业园区，建设内容为年产阴极铜 10 万吨、年产硫酸 44 万吨及金银铂钯硒等贵金属工程。项目采用的工艺为我国自主研发的富氧底吹熔炼技术。上述两项目计划总投资分别为 34.15 亿元和 24.15 亿元，截至 2018 年 6 月末，玉龙铜业铜矿（一期）以及 10 万吨/年阴极铜项目分别已完成投资进度的 95% 和 85%。截至 2018 年 6 月末，公司玉龙铜业铜矿采选冶工程（一期）已于 2016 年投产，剩余尾矿库等收尾项目，此外 10 万吨/年阴极铜项目处于试产阶段。

表 7：截至 2018 年 6 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元、%

项目名称	计划总投资	工程进度	资金来源
玉龙铜业铜矿采选冶工程	34.15	95	自筹
10 万吨/年阴极铜项目	24.15	85	自筹

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司拥有丰富的有色金属资源储备，矿石采选冶产业链较完整，冶炼设备较为先进。随着产能释放以及有色行业回暖，公司有色金属采选冶业务发展良好，此外随着在建工程投产，采选冶业务规模将进一步扩展。但中诚信证评亦对有色行业景气度波动对公司影响保持关注。

贸易及金融业务

公司有色金属贸易主要由子公司中国西部矿业（香港）有限公司（以下简称“香港公司”）和西部矿业（上海）有限公司（以下简称“上海公司”）负责运营，主要贸易产品与公司核心的矿石采选、冶炼业务紧密相关。目前香港公司贸易的主要产品有铜、铝、铅、锌镍等基本金属产品，上海公司贸易的主要产品有锌锭、白银、铝锭、铅锭等。

供应与销售方面，为稳定供应，有效控制和降低成本，提高采购效率，公司与主要供应商形成了互惠互利、共担风险战略合作关系。销售价格每月确定，定价方式长单主要以 SMM 网金属产品挂牌月度均价为参考基准价格，同时现货短单根据当天挂牌价格随行就市。目前，公司主要贸易产品为锌锭、电解铜、铅锭、铝锭、电解镍和铜精矿，采购单价与销售单价基本持平。

从销量来看，近年来锌锭、电解铜的销量较大，2015~2017 年锌锭销售量分别为 31.09 万吨、23.52 万吨和 27.24 万吨，电解铜分别为 32.63 万吨、40.83 万吨和 24.82 万吨，铅锭、铝锭等的销量较小。从销售均价来看，2015~2017 年锌锭分别为 13,018 元/吨、16,535 元/吨和 23,851 元/吨，电解铜分别为 34,713 元/吨、43,633 元/吨和 48,869 元/吨，铝锭分别为 10,329 元/吨、10,776 元/吨和 13,505 元/吨。从 2017 年开始，公司的贸易规模和品种明显下降，目前主要贸易产品仅剩锌锭和电解铜。2018 年上半年度，公司锌锭和电解铜销量分别为 10.49 万吨和 10.86 万吨，销售均价为 24,877 元/吨和 52,202 元/吨。

表 8：2015~2018 年 6 月公司主要贸易产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品	2015		2016		2017		2018.H1	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
锌锭	31.09	13,018	23.52	16,535	27.24	23,851	10.49	24,877
电解铜	32.63	34,713	40.83	43,633	24.82	48,869	10.86	52,202
铅锭	-	-	0.55	11,550	0.48	18,150	-	-
电解镍	1.58	66,866	-	-	-	-	-	-
铝锭	6.96	10,329	6.91	10,776	4.57	13,505	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 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 293.90 亿元，在营业收入中占

比 82.67%，全年贸易收入同比增长 4.23%；2017 年公司缩减贸易规模，贸易业务实现收入 193.12 亿元，在营业收入中占比 71.06%，全年贸易业务收入同比下降 15.58%。2015~2017 年贸易业务毛利率分别为-0.13%、-0.01%和 0.02%，处于较低水平。为减小有色金属价格波动对公司贸易业务的盈利影响，公司对期现套利贸易采取套期保值，保值覆盖率为 20%左右。2015~2017 年，公司套期保值分别盈利 0.99 亿元、亏损 1.38 亿元和亏损 2.92 亿元。此外，公司还有一部分金融业务，该板块规模较小，主要由公司的控股子公司西矿财务经营，为西矿集团成员单位提供财务管理服务，包括资金结算、存款、票据、贷款和同业拆借等金融服务。2015~2017 年，西矿财务分别实现净利润 13,144.64 万元、14,919.72 万元和 12,245.35 万元。截至 2018 年 6 月末，西矿财务的资产总额为 10.64 亿元，上半年实现营业收入为 16,468 万元，净利润为 11,076 万元。西矿财务的净利润占公司净利润比例较高，该合并子公司享受 12.5%的所得税优惠政策已于 2016 年到期，自 2017 年起，西矿财务的金融往来收入免缴增值税。

总体看，公司有色金属贸易业务是有色金属采选冶业务的有利补充，但近年来持续亏损，对公司盈利能力产生一定不利影响，根据公司规划，随着未来公司新建项目产能的陆续释放，有色金属采选冶业务收入规模以及在营业收入中的占比将得到提升，有色金属贸易业务占比有望逐渐下降。中诚信证评将对公司贸易业务规模及盈利水平持续关注。

战略规划

根据公司规划，未来公司仍将专注于有色金属矿产资源的开发，重点集中在铜、铅、锌等基本金属领域，力争在未来几年内发展成为国内前列且具有国际竞争力的集采、选、冶于一体的基本金属矿产企业。近年来，通过对现有平台的梳理以及剥离盈利能力较差的“煤炭铝电”板块和锰冶炼业务，公司在铅、锌、铜等有色金属产品的布局更趋集中。

根据公司规划，公司未来销售收入总额总体保持稳定增长的态势，随着 10 万吨阴极铜项目建设

并投产，并购完成会东大梁铅锌矿后销售收入增加，预计未来自产产品销售收入将继续保持较快增长，从而降低贸易收入及占比。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》及国家相关法律法规的规定，建立了完善的公司法人治理结构，运作规范。公司建立了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事长工作细则》、《总裁工作细则》等一系列规章制度，并充分发挥独立董事监督职能。公司三会之间职责权限明确、董事会与经理层之间分工具体，股东大会为公司的权力机构，董事会根据其授权履行其决策职能，经理层能够对公司日常生产经营实施有效控制，监事会起到了对公司决策层和经营管理层的实行监督的职能。

目前，公司已建立了董事会组织架构和决策程序，根据发展和管理控制需要，董事会下设战略与投资委员会、运营与财务委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与内控委员会以及社会责任委员会六个专业委员会。专业委员会分别对公司发展战略、发展规划、年度计划、预（决）算、资金管理、期货等衍生金融业务、重要产品定价政策、风险控制、投（融）资、对外担保、高级人力资源管理、绩效考核和评价、矿山安全和环境等实行集中管理。公司通过向子公司派出董事、监事和财务负责人，加强了对二级子公司的掌控能力，有利于公司发展战略和有关规章制度更好地贯彻落实。

在财务管理方面，为加强公司的财务管理工作，规范公司的财务行为，维护股东权益，根据国家相关法律法规及公司章程的规定，公司制定了相关制度，包括《西部矿业股份有限公司费用管理制度》、《西部矿业股份有限公司固定资产管理制度》、《西部矿业股份有限公司资金管理制度》、《西部矿业股份有限公司会计管理制度》、《西部矿业股份有限公司年度预算管理制度》、《西部矿业股份有限公司税务管理制度》以及《西部矿业股份有限公司银行账户管理制度》等。公司资金实行统一管理，下属各单位所有的收入资金通过银行系统上收到西矿财务，西矿财务对各分子公司资金根据规模

实行余额管理，并提供流动资金借款等服务；公司的债务集中管理，下属各单位资金需求，由总部来统一安排，下属各单位不能对外借款（公司审批同意的除外）。在对外担保方面，公司制定了《西部矿业股份有限公司对外担保管理办法》，对外担保事项由总裁组织公司有关部门对照相关法律、行政法规、规范性文件及上述办法进行审查，审查通过后以议案的形式提交董事会审议。公司对外担保单项金额在近一期经审计净资产的 10% 以下（含 10%），且累计金额不超过近经审计净资产的 50% 的由董事会审批，超过上述限额时由董事会提交股东大会批准。董事会审议的对外担保事项，须经董事会全体成员的三分之二以上同意，方为有效通过。股东大会审议对外担保事项时，须经参加股东大会投票表决的股东所持表决权的二分之一以上通过。

在期货业务管理方面，公司制定了《西部矿业股份有限公司境外期货套期保值业务管理制度》。根据该制度，西部矿业在期货市场上只能从事与公司生产的有色金属产品和所采购原料的套期保值业务、以及有风险管理需求的贸易保值业务，不得进行投机交易。有期货套期保值需求的下属单位向公司提出需求计划，经期货审批程序后方可执行，下属单位逐笔结清套期保值业务相关费用。

安全生产方面，公司对于环境保护和安全问题一直比较重视。为了从源头上防治污染，防范各类事故的发生，公司从设计方面严把安全、环保关，严格按照《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国环境影响评价法》、《建设项目环境管理条例》及安全生产规章制度对新、改、扩建项目实施了有效监督。

总体来看，公司已构建了符合自身发展的管理体制，建立了以财务目标管理为主要内容的管理体系，董事会在专门职能上的执行能力较强，管理层的职责体系比较完善，各项管理制度较为规范。

财务分析

以下财务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 2015~2017 年审计报告和未经审计的 2018

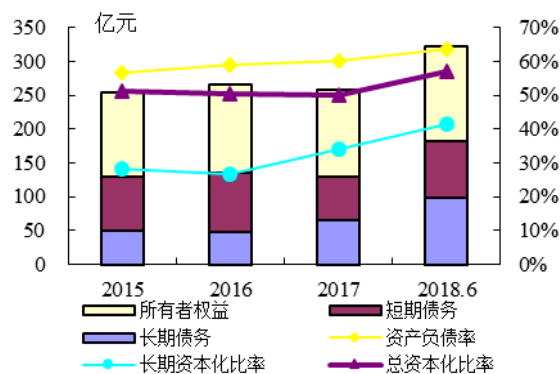
年上半年度财务报表。

资本结构

随着公司在建项目的推进和投产，近年来公司资产规模不断扩大。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 285.69 亿元、321.66 亿元和 322.97 亿元；同期公司所有者权益分别为 124.38 亿元、131.65 亿元和 128.55 亿元，为加强对于子公司管理，2017 年公司以 2.71 亿元对子公司青海铜业有限责任公司的少数股东股权收购，持股比从 60.00% 上升至 94.00%，公司所有者权益有所下降；公司对外部融资的需求增加，负债水平快速提升，负债总额分别为 161.31 亿元、190.01 亿元和 194.42 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司资产总额、负债总额及所有者权益分别为 383.14 亿元、244.49 亿元和 138.64 亿元。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 56.46%、59.07% 和 60.20%；总资本化比率分别为 51.06%、50.59% 和 50.08%。截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.81% 和 56.89%，财务杠杆适中。

图 5：2015~2018.6 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

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，截至 2017 年末，公司非流动资产分别为 115.25 亿元，占资产总额的比重为 64.32%。固定资产、长期股权投资、在建工程和无形资产是公司非流动资产的主要构成，期末占比分别为 36.91%、22.26%、21.39% 和 7.72%。公司固定资产为 76.66 亿元，主要为矿山构筑物 and 机器设备、房屋及建筑物、机器设备和运输工具等。公司长期股权投资为 46.23 亿元，主要系对合营企业和联营企业的投资，其中合

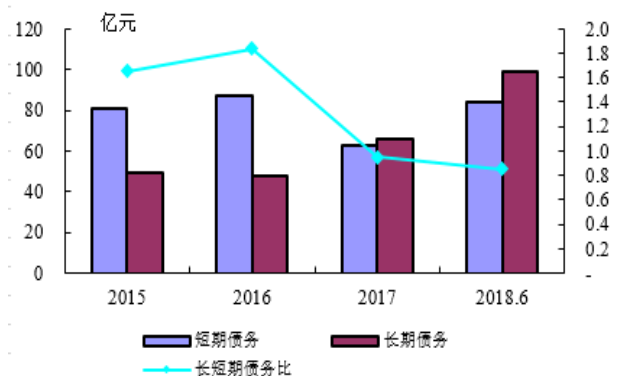
营企业包括内蒙古西矿中基矿业有限公司和内蒙古双利矿业有限公司（以下简称“双利矿业”），联营企业的投资包括青海省投资集团有限责任公司（以下简称“青投集团”）、西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）、巴彦淖尔紫金有色金属有限公司和兰州有色冶金设计研究院有限公司等，被投资企业主要经营有色金属和钢铁等，受市场价格变动影响较大，经营情况存在一定的波动。公司在建工程为 44.43 亿元，主要为玉龙铜业铜矿采选冶工程和 10 万吨阴极铜工程等。公司无形资产为 18.08 亿元，主要包括勘探开发成本、土地使用权、地质成果和采矿权，其中勘探开发成本占无形资产余额的 76.97%。截至 2017 年末，公司流动资产为 115.25 亿元，占资产总额的比重为 35.68%。货币资金、存货和其他流动资产是公司流动资产的主要构成，占比分别为 37.91%、16.28% 和 12.59%。公司货币资金为 43.69 亿元，主要系银行存款，其中受限货币资金为 8.51 亿元。公司存货为 18.76 亿元，存货跌价准备 0.37 亿元，主要系公司采选、冶炼和贸易的有色金属产品，有色金属价格波动较大，存货存在一定的跌价风险。公司其他流动资产为 16.13 亿元，主要为短期理财产品和待抵扣增值税进项税额。截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 383.14 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 42.22% 和 57.78%。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2017 年末，流动负债为 118.34 亿元，占负债总额的比重为 60.87%。短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债是公司流动负债的主要构成，占比分别为 29.10%、15.04% 和 8.71%。短期借款为 34.43 亿元，全部为信用借款；应付票据为 17.80 亿元，主要为银行承兑汇票；一年内到期的非流动负债为 10.31 亿元，系一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款。截至 2017 年末，公司非流动负债为 76.09 亿元，占负债总额的比重为 39.13%。长期借款和应付债券是公司非流动负债的主要构成，期末占比分别为 60.73% 和 26.21%。公司长期借款为 46.21 亿元，主要系保证借款和信用借款。公司应付债券为 19.94 亿元，主要系公司 2011

年发行的 10 年期公司债券。截至 2018 年 6 月末，公司负债总额为 244.49 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 56.96% 和 43.04%。

债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 129.76 亿元、134.79 亿元和 128.95 亿元；其中短期债务分别为 80.89 亿元、87.25 亿元和 62.80 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.65 倍、1.84 倍和 0.95 倍。截至 2018 年 6 月末，公司总债务为 182.93 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.85 倍，随着 18 西股 01 发行成功，公司债务期限结构进一步优化。

图 6：2015~2018.6 公司债务期限结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务扩展，公司资产规模不断增长，自有资本实力逐年增强，此外公司财务杠杆适中，债务期限结构较为合理。

盈利能力

由于 2015 年公司部分项目停产，公司产量受限，收入规模有所减少；2016 年，随着 10 万吨/锌项目产能释放，公司收入规模有所增长；2017 年公司缩减贸易业务，营业收入略有下降。2015~2017 年，公司营业收入分别为 267.67 亿元、277.76 亿元和 273.77 亿元。其中，有色金属贸易收入是公司主要的收入来源，同期占比分别达 85.20%、82.76% 和 71.06%。2018 年上半年度，公司实现营业收入 143.69 亿元，其中有色金属贸易收入占比为 62.77%。

毛利率方面，受益于有色行业回暖，毛利率呈上升趋势，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 5.02%、6.07% 和 9.94%。分板块来看，同期有色金

属采选冶业务营业毛利率分别为 30.65%、32.46% 和 33.73%；有色金属贸易业务营业毛利率分别为 -0.13%、-0.01% 和 0.02%，有色金属贸易业务受价格波动影响较大，盈利能力较弱。2018 年上半年度，受有色金属采选冶业务营业毛利率上升及收入占比增加影响，公司营业毛利率上升至 12.57%。

三费方面，2015~2017 年公司三费合计金额分别为 8.86 亿元、8.84 亿元和 10.23 亿元，三费收入占比分别为 3.31%、3.18% 和 3.74%，三费占比较低。从三费构成看，公司三费主要由管理费用和财务费用构成，2015~2017 年，管理费用分别为 5.07 亿元、5.30 亿元和 5.67 亿元，财务费用分别为 2.82 亿元、2.72 亿元和 3.83 亿元。2017 年公司财务费用增长较多，主要系玉龙铜业部分在建工程和 10 万吨锌项目于上期末完成转固定资产，本期相关融资费用停止资本化而计入财务费用所致。2018 年上半年度，公司期间费用为 5.58 亿元，三费收入占比为 3.88%。

表 9：2015~2018.H1 公司期间费用分析

单位：亿元、%

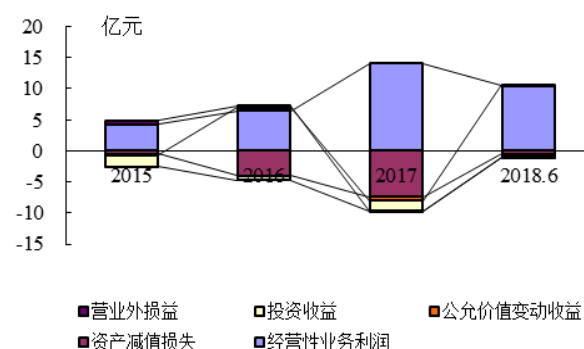
	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	0.96	0.82	0.73	0.48
管理费用	5.07	5.30	5.67	2.72
财务费用	2.82	2.72	3.83	2.38
三费合计	8.86	8.84	10.23	5.58
营业总收入	267.67	277.76	273.77	143.69
三费收入占比	3.31	3.18	3.74	3.88

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015~2017 年公司分别实现利润总额 2.36 亿元、2.47 亿元和 4.25 亿元。同期，公司经营性业务利润分别为 4.22 亿元、6.47 亿元和 14.12 亿元，受益于有色行业回暖，公司经营性业务利润有较大增长；资产减值损失分别为 0.44 亿元、4.00 亿元和 7.40 亿元。由于 2016 年 6 万吨/年锌关停、10 万吨/年粗铅技术改造，公司确认了 1.61 亿元的固定资产减值损失和 1.41 亿元无形资产减值损失（主要包括土地使用权、采矿权和勘探开发成本等计提减值）。2017 年，西部矿业集团财务有限公司资产拨备减值 0.63 亿元；青海赛什塘铜业有限责任公司因停产而导致固定资产和无形资产共减值 4.00 亿元；西部矿业股份有限公司锌业分

公司 6 万吨/锌项目停产导致固定资产减值 1.71 亿元；锡铁山和赛什塘矿产资源政府补助因尚未到位而计提减值准备 1.06 亿元。随着公司积极淘汰落后产能及环保不达标的产能，近年来资产减值规模较大，对利润总额造成一定侵蚀。同期投资收益分别为 -1.92 亿元、-0.74 亿元和 -1.67 亿元。2015 年公司投资亏损主要系双利矿业、西钢集团和青投集团经营情况不佳，出现亏损，公司确认投资损失。2016 年投资亏损主要系公司期货合约平仓亏损约 1.87 亿元所致。2017 年公司由于期货套期保值亏损以及西钢集团亏损，投资收益进一步下降。2018 年上半年公司实现利润总额 9.92 亿元，其中经营性业务利润 10.50 亿元。

图 7：2015~2018.H1 公司利润总额构成



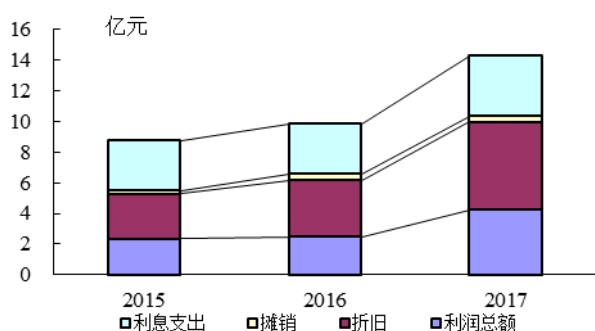
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司三费控制良好，凭借丰富的矿产资源，并受益于有色回暖，公司盈利能力有所增强。虽然近年来资产减值损失对利润总额造成较大的侵蚀，但随着公司产能升级改造的完成，未来盈利能力有望进一步增强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要利润总额、折旧和利息支出构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 8.75 亿元、9.84 亿元和 14.30 亿元。其中利润总额分别为 2.36 亿元、2.47 亿元和 4.25 亿元；折旧分别为 2.94 亿元、3.69 亿元和 5.71 亿元；利息支出分别为 3.25 亿元、3.27 亿元和 3.94 亿元。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，2015~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 14.83 倍、13.69 倍和 9.02 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.63 倍、1.74 倍和 2.97 倍，EBITDA 对债务本息保障能力不断增强。

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营净现金流分别为 24.30 亿元、26.72 亿元和 14.32 亿元，公司经营获现能力较强。2017 年公司经营净现金流有所下降，主要是控股子公司西矿财务吸收的存款较上年同期减少所致。同期，经营净现金/总债务分别为 0.19 倍、0.20 倍和 0.11 倍；经营净现金/利息支出分别为 4.53 倍、4.73 倍和 2.98 倍，公司经营净现金流对债务本息的保障能力较强。

表 10：2015~2018.H1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.H1
总债务 (亿元)	129.76	134.79	128.95	182.93
短期债务 (亿元)	80.89	87.25	62.80	84.13
EBITDA (亿元)	8.75	9.84	14.30	-
总资本化比率 (%)	51.06	50.59	50.08	56.89
EBITDA 利息倍数 (X)	1.63	1.74	2.97	-
总债务/EBITDA (X)	14.83	13.69	9.02	-
经营净现金/总债务 (X)	0.19	0.20	0.11	0.01
经营净现金/利息支出 (X)	4.53	4.73	2.98	-

注：2018 年上半年度经营净现金/总债务指标经过年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 6 月末，公司获得各家银行授信总额度为 244.77 亿元，已使用授信额度为 146.25 亿元，尚未使用授信额度为 98.52 亿元，备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2018 年 6 月末，公司对

外担保余额合计 11.94 亿元，全部系公司对西矿集团信托贷款的担保，其面临的或有负债风险较小。此外公司无重大未决诉讼。

总体来看，随着业务扩展，公司总资产不断增加，财务杠杆适中。随着有色行业回暖，公司盈利能力有所增强，保持较强的获现能力。此外公司有色金属资源储量丰富，控股股东和政府给予有力支持，公司整体偿债能力很强。

结论

综上，中诚信证评评定西部矿业股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，评定“西部矿业股份有限公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AA⁺**。

关于西部矿业股份有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

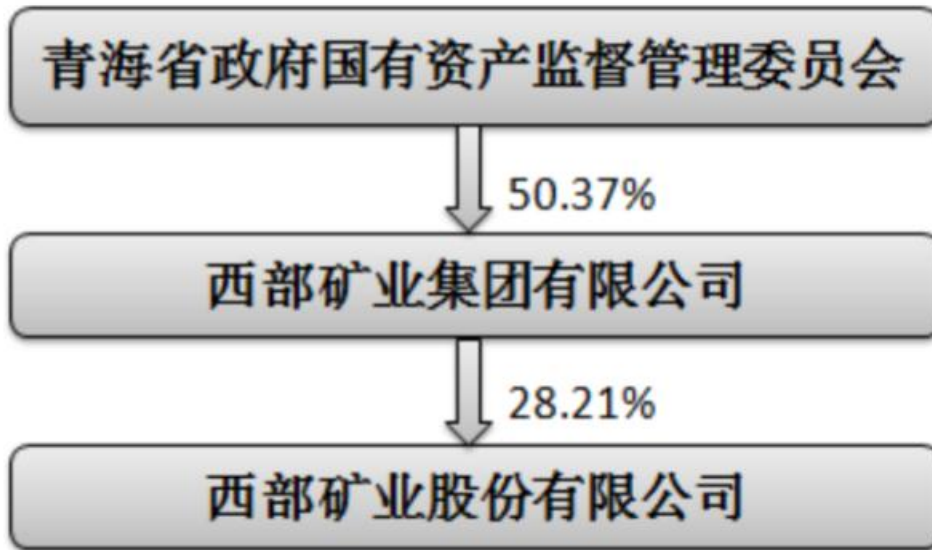
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

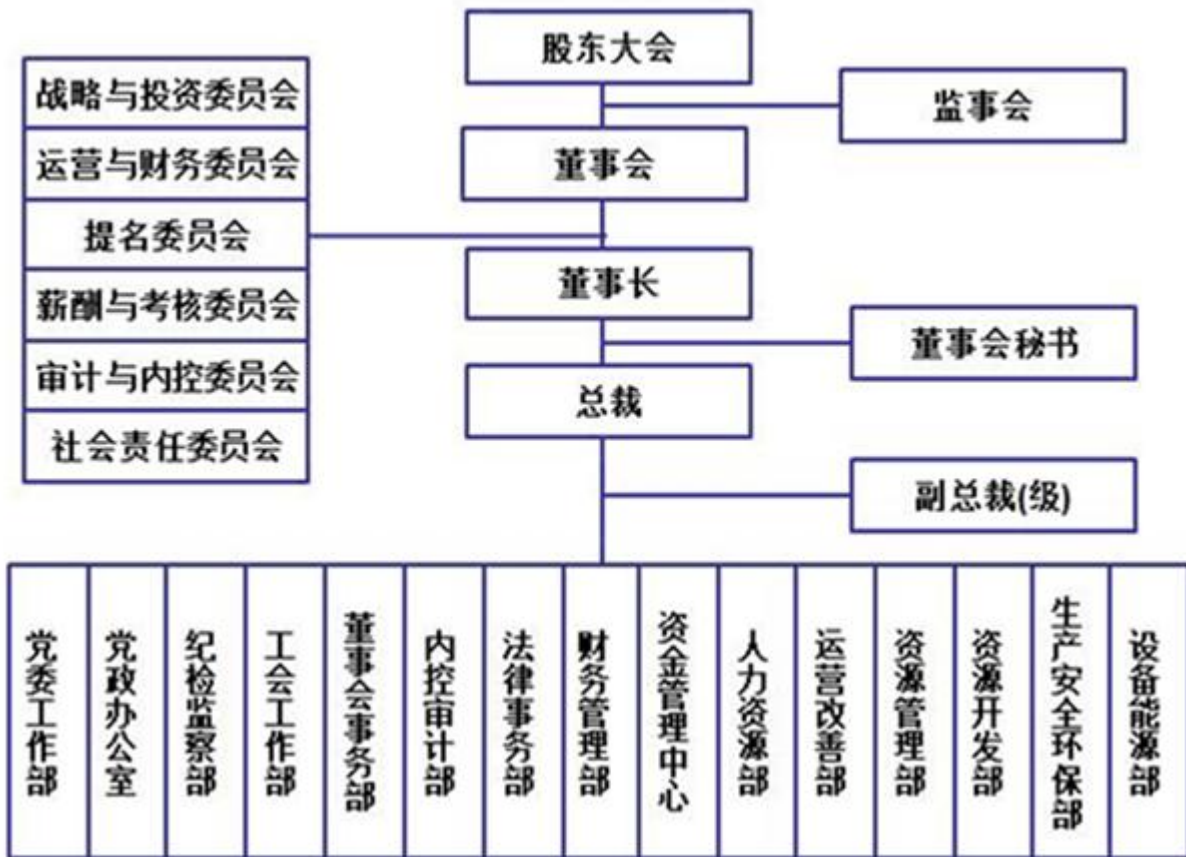
附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：截至 2018 年末，青海省国有资产监督管理委员会持有西部矿业集团有限公司股份为 78.97%。

附二：西部矿业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：西部矿业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	607,131.37	552,760.09	436,865.63	733,123.68
应收账款净额	11,641.03	2,737.88	6,525.31	146.45
存货净额	99,244.37	125,537.65	187,641.39	260,717.49
流动资产	1,043,437.94	1,225,695.11	1,152,498.54	1,617,509.68
长期投资	501,300.60	590,722.07	574,598.47	547,553.34
固定资产合计	984,674.17	1,128,676.20	1,210,936.42	1,289,761.54
总资产	2,856,941.03	3,216,630.83	3,229,669.93	3,831,354.41
短期债务	808,858.77	872,471.08	627,999.53	841,322.47
长期债务	488,788.95	475,451.02	661,474.53	987,959.95
总债务（短期债务+长期债务）	1,297,647.72	1,347,922.11	1,289,474.06	1,829,282.42
总负债	1,613,125.12	1,900,100.99	1,944,217.26	2,444,944.76
所有者权益（含少数股东权益）	1,243,815.91	1,316,529.84	1,285,452.67	1,386,409.65
营业总收入	2,676,701.96	2,777,604.71	2,737,729.29	1,436,942.94
三费前利润	130,758.19	153,097.65	243,474.47	160,785.28
投资收益	-19,212.57	-7,438.04	-16,733.63	-4,730.46
净利润	10,746.01	10,152.36	25,278.09	74,723.11
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	87,503.54	98,446.26	142,970.31	-
经营活动产生现金净流量	243,007.14	267,192.33	143,151.04	12,449.30
投资活动产生现金净流量	-92,793.78	-285,601.48	-180,849.91	-225,978.63
筹资活动产生现金净流量	61,760.09	-61,091.69	-51,858.88	497,179.10
现金及现金等价物净增加额	214,567.90	-76,100.27	-90,799.42	282,824.57
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	5.02	6.07	9.94	12.57
所有者权益收益率（%）	0.86	0.77	1.97	10.78
EBITDA/营业总收入（%）	3.27	3.54	5.22	-
速动比率（X）	0.87	0.79	0.82	0.97
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.20	0.11	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.31	0.23	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	4.53	4.73	2.98	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.63	1.74	2.97	-
总债务/EBITDA（X）	14.83	13.69	9.02	-
资产负债率（%）	56.46	59.07	60.20	63.81
总资本化比率（%）	51.06	50.59	50.08	56.89
长期资本化比率（%）	28.21	26.53	33.98	41.61

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2.公司2018年上半年度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 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

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

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 = 净利润 / 期末所有者权益

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)

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。