



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪116号

西部矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“西部矿业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月三十一日

西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	西部矿业股份有限公司		
担保主体	西部矿业集团有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元（5 年期）已兑付、 人民币 20 亿元（10 年期）		
存续期限	5 年期：2011/01/17—2016/01/17 10 年期：2011/01/17—2021/01/17		
债券代码	122062		
债券简称	11 西矿 02		
上次评级时间	2017 年 5 月 25 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

西部矿业	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	124.38	131.65	128.55
总资产（亿元）	285.69	321.66	322.97
总债务（亿元）	129.76	134.79	128.95
营业总收入（亿元）	267.67	277.76	273.77
营业毛利率（%）	5.02	6.07	9.94
EBITDA（亿元）	8.75	9.84	14.30
所有者权益收益率（%）	0.86	0.77	1.97
资产负债率（%）	56.46	59.07	60.20
总债务/EBITDA（X）	14.83	13.69	9.02
EBITDA 利息倍数（X）	1.63	1.74	2.97
西矿集团	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	125.74	138.36	156.30
总资产（亿元）	448.68	482.28	497.80
总债务（亿元）	274.13	281.70	273.41
营业总收入（亿元）	329.99	355.51	361.61
营业毛利率（%）	4.64	6.69	10.67
EBITDA（亿元）	6.55	17.24	27.39
所有者权益收益率（%）	-6.61	1.29	2.30
资产负债率（%）	71.98	71.31	68.60
总债务/EBITDA（X）	41.87	16.34	9.98
EBITDA 利息倍数（X）	0.76	1.74	2.34

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2017 年，国内经济稳中向好，有色金属行业在供给侧改革利好下为优化产业结构创造条件，有色金属行业整体回升，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）主要冶炼产品产量增加明显，铅、锌、铜价格上涨带动金属采选冶业务收入大幅增长，主业获利能力有所提升；同时公司有色金属资源储备优势明显，拥有较完善的采选冶产业链，长期发展具有保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到有色金属行业市场需求或将维持低速增长态势、有色金属价格波动以及期货交易面临较高的市场风险和操作风险等因素对公司整体经营及信用水平造成的影响。

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

正 面

- 矿产资源丰富。截至 2017 年末，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铜 669.52 万吨、铅 168.24 万吨、锌 258.43 万吨、金 16.49 吨和银 2,416.32 吨，有色金属储量丰富。此外，公司与控股股东西矿集团签订《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，为资源储备的持续增长奠定基础。
- 主业获利能力提升。公司拥有较完善的采选冶产业链，2017 年有色金属行业整体回暖，金属采选冶业务带动当年经营性业务利润规模大幅增长。2017 年公司经营性业务利润为 14.12 亿元，同比大幅增长 118.15%。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

夏敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月21日

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，公司内部控制体系有待进一步完善。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。

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 and 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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项说明

2016年7月，公司发布公告，拟向西矿集团、四川发展资产管理有限公司（以下简称“四川发展”）及中航信托股份有限公司（以下简称“中航信托”）发行股份和支付现金分别购买四川会东大梁矿业有限公司（以下简称“大梁矿业”）68.14%股权、17.04%股权和14.82%股权。公司于2017年11月15日披露了《西部矿业关于现金收购四川会东大梁矿业有限公司68.14%股权的关联交易公告》（详见临时公告2017-087号）及《西部矿业关于现金收购四川会东大梁矿业有限公司14.82%股权的公告》（详见临时公告2017-088号），分别以103,862.6267万元现金收购西矿集团持有的大梁矿业68.14%股权、以22,589.4354万元现金收购中航信托持有的大梁矿业14.82%股权。2018年1月4日，公司收到大梁矿业发来的《准予变更登记通知书》（登记内变核字【2018】第10号），已完成公司收购西矿集团所持大梁矿业68.14%股权及中航信托所持大梁矿业14.82%股权的工商变更登记工作。

行业分析

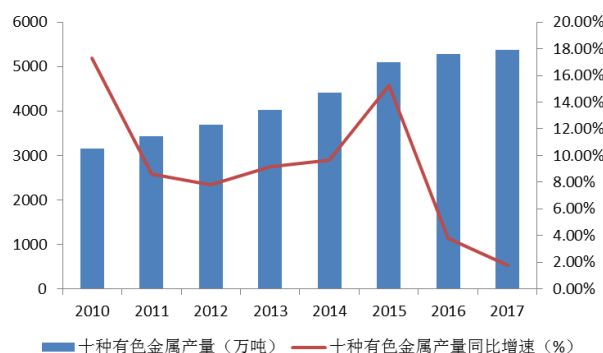
2017年中国经济稳中向好，但有色金属主要消费领域增速仍有不同程度的下滑，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势

有色金属行业下游主要为房地产、电力、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%。

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。

2017年受益于部分有色金属价格上涨，国内有色金属行业较2016年亏损面减少，行业盈利空间有所回升

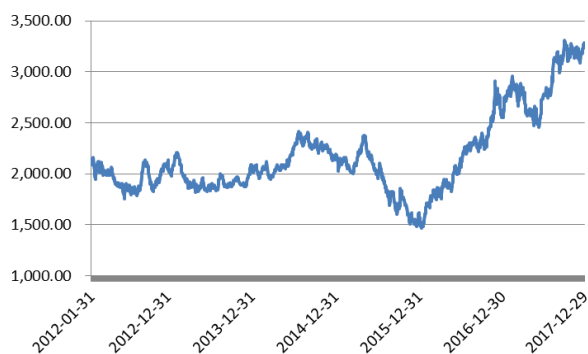
锌产品方面，2017年矿山产量缓慢恢复，供应依然紧张，锌产量处于恢复期，增量主要来自之前投产矿山产能的释放和部分小矿山复产，全年新增产量50万吨。价格方面，2017年锌价迎来了历史新高27,270元/吨，全年上涨22.14%。2017年锌价经历

两次快速上涨，但几乎每次上涨之后都会面临长时间的下降调整。2017年1~2月中旬，锌价经历第一波涨幅，最高涨幅达13.29%，2月下旬之后，锌价一直在震荡调整，直至7月底，锌价才相对稳定；8月份，锌价进入了第二波快速上涨，20天上涨了16.17%；8月下旬开始，锌价一直处于震荡调整阶段。

短期看，在需求呈现较为稳定增长背景下，锌价波动将取决于供应端情况。长期来看，随着国内外矿山的逐渐复产和新增产能的释放，锌矿短缺状况得到一定缓解，预计锌价重心将会震荡下移。

图 2：2012~2017 年 LME 期货锌价格走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

铅产品方面，2017年全球精炼铅供应短缺12.5万吨，全球精炼铅需求增加5%至1,115万吨。2017年1~10月全国铅产量累计为417.7万吨，累计同比增长4.7%。从历年精炼铅合计产量来看，整体产量较为稳定，原生铅占比呈下降趋势，中国海关总署公布的2017年10月铅进出口数据，2017年1~10月份中国累计进口精炼铅75,723吨，同比上涨31.4%；出口精炼铅2,721吨，同比下跌82.02%。

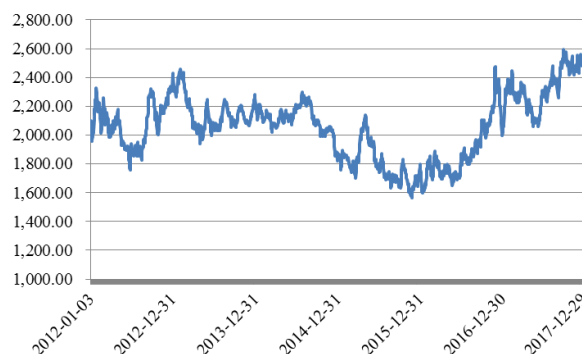
价格方面，2017年铅市场波动幅度较大，按市场平均价计算，现货铅自年初的17,762.50元/吨涨至12月25日19,131.25元/吨，涨幅7.71%，2017年年内最低点在2017年5月25日价格为15,750元/吨；年内最高点为2017年10月8日价格为21,606.25元/吨，年度振幅为37.18%。具体来看，第一季度，美联储加息进程加快导致大宗商品避险需求增加，而铅的下游铅酸蓄电池行业因上年末提前透支需求导致上半年补库意愿不足，下游需求疲软使得铅价自2月份19,300元/吨左右回落至17,300元/吨左右，跌幅

2.11%。第二季度，价格低迷国内冶炼厂集中检修，同时中央第三批环保督查自4月持续到6月，从严执法引发大量再生铅企业关停整改，再加上有会议影响的安阳地区限产，铅市场供应收缩。6月开始，进入消费旺季，市场上铅库存开始下降，加上冶炼厂检修较为集中，市场货源有限，现货价格逐步反弹至17,300元/吨以上。第三季度，受环保影响精矿及精炼铅产量增加有限，国内库存持续下降，9月国内铅市场库存不足2万吨，而期货持仓量最高超过15万手，国际上精铅受多重因素影响无法快速进入国内市场补充库存，铅价创年内新高，一路上涨至21,500元/吨以上。第四季度，铅价过高导致下游电池企业减产限产，市场需求降低，同期受到再生铅供应增加，再生铅与原生铅的价差拉大，再生铅挤占了大部分市场需求，整体市场库存开始上升，期货市场资金退潮，2017年12月15日LME铅库存下跌0.3%，达到两年来的最低水平；LME铅注销仓单下跌3.5%，为9月以来最大降幅。自10月中旬开始，铅价开始震荡下跌至年末的19,100元/吨左右，下跌幅度在11.46%。

长期看，目前我国铅冶炼企业普遍规模较小，行业集中度较低，调整产业结构、淘汰落后产能成为未来铅行业的重点发展目标。中诚信证评认为，铅在环保压力加大下，产能短期内尚不会大幅增加，未来铅价主要受下游需求影响较大。

图 3：2012~2017 年 LME 期货铅价格走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind资讯，中诚信证评整理

铜产品方面，2017年国内精炼铜产量出现一定的下降，一方面由于在供给侧改革的压力下，冶炼企业上半年检修力度较大，产量影响较明显；另一方面由于国内新增产能较小、产出不足以及环保压

力下废铜产线减产较为明显。2017 年国内精炼铜产能总计 967 万吨，总产量 769 万吨，同比小幅下降 1.8%，全年产能利用率 79.5%。需求方面，铜的主要消费行业表现继续分化。鉴于国家电网之前公布的十三五规划中提及，2016~2020 年将投资 2.3 万亿元，较 2011~2015 年的 1.8 万亿元增长 28%，一定程度上保障了铜的需求。同时汽车、空调产销维持增长，多空因素相互作用下，下游消费需求将延续弱势复苏。价格方面，2017 年国内铜市继续震荡上扬的走势，年初铜价 45,023.75 元/吨，年末涨为 54,703.75 元/吨，涨幅为 21.50%。纵观全年铜的走势来看，铜涨幅主要集中在下半年，自 7 月初开始就大幅上扬，在 10 月 24 日达到全年最高价 55,978.75 元/吨，较 2016 年最高价 48,442 元/吨高 7,500 元/吨，创下三年新高。

图 4：2014.1~2017.12 COMEX 铜期货价格走势



资料来源：Wind，中诚信证评整理

整体看，铜价上涨是废铜进口政策、短期资金因素和长期乐观预期共振的结果，并非需求驱动的。四季度铜市需求端走弱，这意味着铜价过度乐观的涨势会得到修正，铜价后面高位震荡为主。铜精矿供给紧缩风险仍在延续，对铜价形成支撑，但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。

中诚信证评认为，国内外经济环境更加复杂严峻，经济下行压力仍在加大，我国经济发展新常态特征愈发明显。随着“十三五”规划，“一带一路”、京津冀协同发展等一系列稳增长措施的出台，将为有色金属工业拓展新的发展空间，但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内有色金属价格将保持震荡波动的态势。此外，考虑到当前煤炭能

源价格和运输成本上涨、投资乏力对行业效益持续回升的影响，加快供给侧改革，去产能、去杠杆、补短板、加快行业转型升级和降本增效仍将系未来有色金属行业发展重点。

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，分为金属采选冶、贸易和金融三大板块经营。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。2017 年公司实现主营业务收入 271.79 亿元，同比减少 1.67%，主要系本期贸易业务规模减少所致；其中有色金属采选冶实现收入 75.91 亿元，同比增长 69.09%。

表 1：2017 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：公司年报，中诚信证评整理

2017 年，国内经济稳中向好，在供给侧改革利好下公司主要冶炼产品产量增加明显，加上铅、锌、铜价格均有不同幅度上涨，带动公司金属采选冶业务收入大幅增长

2017 年国内经济稳中向好，供给侧改革显露成效，当年公司主要产品产销量增加明显，且铅、锌、铜价格上涨直接推动公司主要冶炼产品价格不同程度上涨，当年公司实现金属采选冶业务收入 75.91 亿元，同比增长 69.09%，占营业收入的比例为 27.93%，占比较上年提升 11.69 个百分点。

资源储量方面，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、锡铁山铅锌矿、玉龙铜矿、呷村银多金属矿、双利铁矿和夏塞银多金属矿共计 6 座。截至 2017 年末，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铜 669.52 万吨、铅 168.24 万吨、锌 258.43 万吨、金 16.49 吨和银 2,416.32 吨，有色

金属资源储量丰富。

表 2：截至 2017 年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）	646.66	22.86	669.52
铅（万吨）	139.87	28.37	168.24
锌（万吨）	222.85	35.58	258.43
金（吨）	14.28	2.21	16.49
银（吨）	1,888.64	527.67	2,416.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

铜精矿方面，随着玉龙铜矿生产工艺的不断完善，公司 2017 年铜精矿计划产量为 51,951 吨，实际产量为 49,686 万吨，计划完成率为 96%，较上年减少 0.28 个百分点，主要是受赛什塘铜业政策性关停影响，铜精矿产量低于预算。锌精矿方面，公司 2017 年锌精矿计划产量为 77,899 吨，实际产量 79,176 吨，计划完成率为 102%，较上年增加 5.72 个百分点。铅精矿方面，公司 2017 年铅精矿计划产量为 47,869 吨，实际产量 55,032 吨，计划完成率为 115%，较上年增加 21.55 个百分点。此外，公司 2017 年精矿含金和精矿含银原计划产量分别为 163 千克和 93,887 千克，实际产量分别为 274 千克和 99,510 千克，计划完成率分别为 168%和 106%，较上年分别增加 46.11 个百分点和 2.95 个百分点。2017 年在有色金属行情持续回升的背景下，公司整体精矿产量完成率较高。

表 3：2017 年公司主要品种精矿产量及计划完成情况

	计划产量	实际产量	完成率
铅精矿（吨）	47,869	55,032	115%
锌精矿（吨）	77,899	79,176	102%
铜精矿（吨）	51,951	49,686	96%
精矿所含金（千克）	163	274	168%
精矿所含金（千克）	93,887	99,510	106%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从有色金属冶炼看，公司产业布局集中于铅、锌、铜冶炼领域，产业链较为完整。2017年，公司主要冶炼产品产量低于预算，主要是受原料供应紧张以及生产系统运行不稳定影响。另外，由于公司控股子公司青海西豫有色金属有限公司（以下简称“西豫金属”）完成了粗铅技改电铅项目，粗铅作为电铅生产的原材料，公司2017年未做粗铅的相关产量计划。

表 4：2017 年公司主要冶炼产品产量及计划完成情况

	计划产量（吨）	实际产量（吨）	实际产量同比增长	完成率	完成率同比（百分比）
锌锭	100,000	56,864	33.49%	57%	24.23
粗铅	-	77,819	14.02%	-	-
电铅	100,000	42,601	-	43%	-
锌粉	6,600	4,119	-2.39%	62%	-13.36
电解铜	58,901	59,833	28.76%	102%	18.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销量看，2017 年公司锌锭、电铅及电解铜销量分别为 57,845 吨、42,601 吨和 58,264 吨，其中锌锭和电解铜销量分别同比增长 49.70%和 23.88%。价格方面，2017 年下半年以来铅、锌、铜等有色金属市场价格呈现大幅攀升的走势，公司铅、锌、铜等主要产品售价实现上涨。2017 年公司锌锭、电铅及电解铜价格分别为 23,850 元/吨、16,933 元/吨和 48,869 元/吨，其中锌锭和电解铜价格分别同比上涨 44.24%和 12.00%。

表 5：2016~2017 年公司主要冶炼产品销量及价格情况

单位：吨、元/吨

产品	2016		2017	
	销量	销售均价	销量	销售均价
锌锭	38,641	16,535	57,845	23,850
粗铅	66,905	13,331	30,371	16,933
电铅	-	-	42,601	18,150
电解铜	47,032	43,633	58,264	48,869

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017年在有色金属行情整体回升的背景下，公司主要冶炼产品产销量增加明显。但应关注到，当前有色金属供应过剩局面未明显改观，市场环境依然严峻，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，且有色金属价格仍将维持较大波动。

金属贸易业务规模较大，收入占比较高，2017 年规模及占比有所下降，且贸易业务获利空间极小

公司金属贸易板块主要从事铜、铅、锌、镍、锡及铝等金属的国内贸易和国际贸易业务，整体有色金属贸易规模较大。由于有色金属贸易业务获利空间极小，2017年，公司缩减了贸易业务规模，有色金属贸易业务收入为193.12亿元，较上年同比减少15.57%，占主营业务收入比重为71.06%，占比较

上年减少11.70个百分点。受益于有色金属价格上涨，当年有色金属贸易业务扭转了成本倒挂的局面，2017年该项业务毛利率为0.02%，获利空间小。

表6：2015~2017年公司金属贸易业务概况

	2015	2016	2017
收入（亿元）	226.05	228.75	193.12
占主营业务收入比（%）	85.20	82.76	71.06
毛利率（%）	-0.13	-0.01	0.02

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2017年公司继续按照保值计划在期货市场从事铜、铅和锌等产品的套期保值操作。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。为控制期货业务的风险，公司在董事会层面设立了运营与财务委员会，在公司自身层面设立了期货委员会。另外，公司还设置了风险控制部门和风险控制岗位，专门对期货业务的风险进行监控。虽然公司针对远期交易建立了内部管理制度，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，应持续关注公司对套期保值业务的风险控制情况。

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部矿业集团财务有限公司（以下简称“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。2017年公司金融服务业务实现收入2.75亿元，同比增长1.47%。

总体看，2017年受益于有色金属行业持续回升，有色金属价格不同程度上涨，公司经营企稳回升，但当前市场环境依然严峻，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，且有色金属价格可能仍将维持较大波动，对公司盈利的影响较大。

财务分析

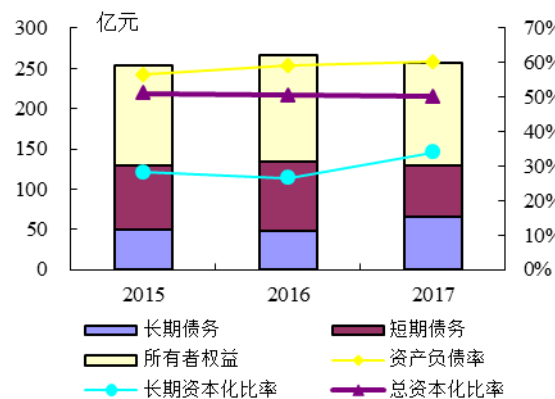
以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度审计报告。所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2017年公司有色金属采选冶业务有所增长，贸

易规模下降，总资产规模相对稳定。截至2017年末，公司总资产为322.97亿元，同比仅增长0.41%；负债总额为194.42亿元，同比增长2.32%；所有者权益合计128.55亿元，同比减少2.36%。

图5：2015~2017年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

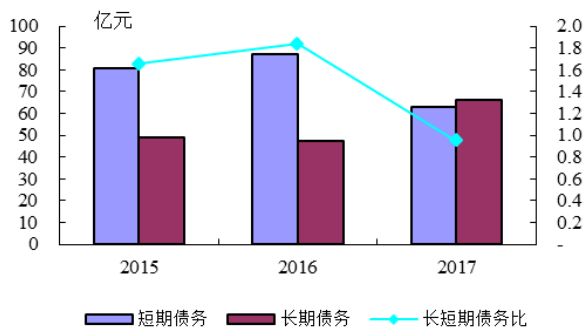
从公司资产构成看，公司资产以非流动资产为主，截至2017年末非流动资产合计207.72亿元，占总资产的比重为64.32%，主要包括固定资产、长期股权投资和在建工程等，占非流动资产比重分别为36.91%、22.26%和21.39%。其中，固定资产为76.66亿元，较上年增加6.30%，主要是由于公司将对外出租的房屋转为自用，计入固定资产；长期股权投资为46.23亿元，同比减少10.23%，主要投资对象包括青海省投资集团有限公司、巴彦淖尔紫金有色金属有限公司及西宁特殊钢集团有限责任公司等，行业集中于煤炭、电力、钢铁及有色金属等产能相对过剩产业，未来需关注行业波动对公司长期股权投资质量的影响；在建工程为44.43亿元，同比增长9.47%，主要包括玉龙铜业铜矿采选冶工程、10万吨阴极铜工程等，未来仍有29.61亿元的资金投入，面临一定资本支出压力。截至2017年末，公司流动资产为115.25亿元，占总资产比重为35.68%，主要包括货币资金、发放贷款及垫款以及存货等，占流动资产比重分别为37.91%、21.59%和16.28%。其中，公司货币资金为43.69亿元，同比减少20.97%，主要系银行存款和其他货币资金，其中有2.90亿元作为保证金被冻结；发放贷款及垫款为24.89亿元，同比减少4.76%，主要系控股子公司西矿财务对关联方西矿集团及其下属成员单位发放的短期借款。存货为18.76亿元，同比增长

49.47%，主要系冶炼单位增加冬季原料储备，以及控股子公司西豫金属电铅和贵冶系统投产导致在产品较期初增加所致，由于有色金属价格波动较大，公司将面临一定的存货跌价风险。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.20% 和 50.08%，较上年分别上升 1.13 个百分点和下降 0.51 个百分点。

从债务结构看，截至 2017 年末，公司总债务规模为 128.95 亿元，较上年末减少 4.34%；长短期债务比为 0.95，较上年同比下降 0.89，公司债务期限结构有所优化。

图 6：2015~2017 年末公司债务期限结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司总资产不断增加，自有资本实力较强，财务杠杆比率总体保持稳定，2017 年债务期限结构有所改善，但短期债务规模仍较大，债务期限结构有待进一步优化。

盈利能力

2017 年公司有色金属采选冶炼板块业务规模大幅增长，贸易业务规模缩减程度明显，整体业务规模小幅下降，当年实现营业总收入 273.77 亿元，同比减少 1.44%；具体来看，公司有色金属采选冶、有色金属贸易以及金融服务业务板块的业务收入分别为 75.91 亿元、193.12 亿元和 2.75 亿元，较上年分别同比增长 69.09%、同比减少 15.57% 和同比增长 1.47%。

营业毛利率方面，2017 年公司主营业务毛利率为 9.96%，较上年增加 4.08 个百分点。其中有色金属采选冶业务获利空间较大，2017 年有色金属行情整体回升，公司主要铅锌铜产品价格上涨，当年有色金属采选冶板块毛利率为 33.73%，较上年增加

1.27 个百分点，对利润的贡献度较大。贸易业务的低利润现象对公司整体利润水平贡献较小，2017 年公司有色金属贸易业务毛利率为 0.02%。

表 7：2017 年公司主要业务板块毛利率情况

业务类型	毛利率	毛利率较上年增减
有色金属采选冶炼	33.73%	增加了 1.72 个百分点
有色金属贸易	0.02%	增加了 0.03 个百分点
金融服务	52.29%	减少了 8.93 个百分点

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用规模整体有所上升。当年公司共发生销售费用 0.73 亿元，同比减少 10.92%；管理费用 5.67 亿元，同比增长 6.94%；财务费用 3.83 亿元，同比增长 40.81%。其中财务费用增长较多主要系玉龙铜业部分在建工程和十万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。2017 年，公司期间费用合计 10.23 亿元，同比增长 15.73%，三费收入占比为 3.74%，整体看，公司期间费用控制情况良好。

表 8：2015~2017 年公司期间费用分析

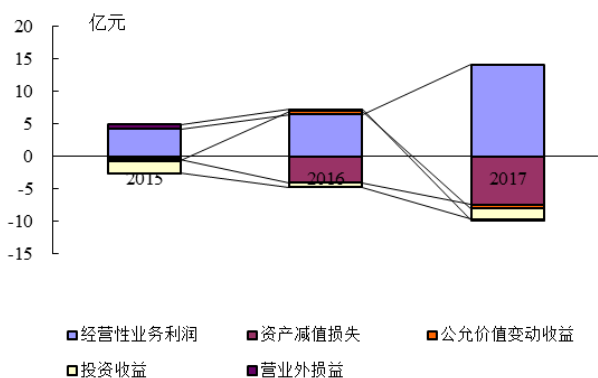
单位：亿元

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

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年有色金属行业整体回升，且公司期间费用控制情况良好，当年经营性业务利润同比大幅增长 118.15% 至 14.12 亿元。同时，由于处置相关闲置资产，2017 年公司确认资产减值损失 7.40 亿元，主要是固定资产及无形资产减值损失；公允价值变动亏损及投资损失约 2.25 亿元，主要是公司持有的金融资产在持有期间的变动损益，一定程度削弱了整体盈利能力，当年利润总额为 4.25 亿元，同比增长 71.78%。

图 7：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

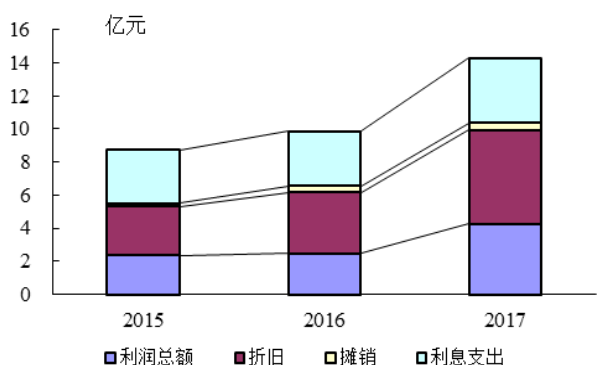
总体来看，2017 年公司主业获利能力提升，经营性业务利润大幅增长。但有色金属行业具有强周期性，受宏观经济及有色金属价格波动影响较大，目前全球经济发展仍有较大不确定性，未来有色金属行业运行仍具有不确定性。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2017 年，公司 EBITDA 为 14.30 亿元，同比增长 45.23%；其中利润总额、折旧和利息支出分别为 4.25 亿元、5.71 亿元和 3.94 亿元。

从偿债能力指标看，2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 9.02 倍和 2.97 倍，较上年分别同比减少 34.13% 和同比增长 70.36%，EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流来看，2017 年，公司经营活动净现金流为 14.32 亿元，同比减少 46.42%，主要系本期控股子公司西矿财务吸收的存款较上年同期减少，同时公司本期支付的各项税费较上年同期

增加所致。同期，经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为 0.11 倍、2.98 倍。公司经营净现金流对当期债务本息能提供较好保障。

表 9：2015~2017 年公司部分偿债能力指标

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

资料来源：公司财务报告，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 2017 年末，公司获得各家银行授信总额度为 215 亿元，已使用授信额度为 99 亿元，尚未使用授信额度为 116 亿元，备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2017 年末，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。

整体来看，公司资源储量丰富，为后续业务发展奠定基础，2017 年有色金属行业整体回暖，主业获利能力提升，且公司融资渠道通畅，财务弹性较大，经营所得对债务本息偿还能够提供有效的保障，整体偿债能力很强。

担保实力

西矿集团为本次债券本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

西矿集团是由青海省国资委控股的大型国有企业，成立于 2000 年 5 月 8 日，目前注册资本 16 亿元，青海省国资委持股 50.37%，处于实际控制地位。

西矿集团以矿产开发业务为主，是目前国内最大的铅锌生产企业和控制铜、银、锂等金属资源储量最大的矿业公司之一。西矿集团主要经营铅、锌、铜等常规有色金属的采选冶及有色金属贸易，同时

拥有盐湖化工等业务板块。西矿集团自身作为投资控股型集团公司，各板块业务主要通过下属子公司开展。

业务运营

西矿集团主营业务为铜、铅、锌等有色金属的采矿、选矿、冶炼、有色金属贸易业务以及盐湖化工等其他业务。其中，西矿集团有色金属采选冶及贸易业务主要由下属子公司西部矿业经营，2017年西部矿业营业收入占西矿集团营业收入的比重为75.70%。

西矿集团依托青海省丰富的盐湖资源，近年来大力发展盐湖化工及新材料业务，盐湖板块由青海省盐业股份有限公司（以下简称“青海盐业”）运营，目前盐业板块已初具规模，截至2017年末，工业盐及食用盐产能分别为300万吨/年和30万吨/年，较上年分别同比扩大约50%和100%，当年产量分别为175.52万吨和5.89万吨；锂板块由青海锂业有限公司（以下简称“青海锂业”）运营，其2万吨/年盐湖提锂工程已于2016年投产，截至2017年末碳酸锂产能及产量分别为10,000吨和8,507吨，其盐湖提锂技术由西矿集团自主研发，生产的碳酸锂产品纯度大于99.50%，并实现了低成本、无高温、无腐蚀、无废气、无废渣排放的规模化清洁生产，为西矿集团未来盐湖板块发展奠定基础。镁板块方面，西矿集团镁板块由青海西部镁业有限公司（以下简称“西部镁业”）运营，截至2017年末，镁板块产能及产量分别为100,000吨和24,200吨。

综合而言，目前西矿集团盐湖化工及新材料业务多个项目基本投产，未来随着项目产能逐步释放，盐湖化工及新材料板块收入规模或有所增加。

财务实力

以下分析基于西矿集团提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年度审计报告、经大信会计事务所（特殊普通合伙）审计的2016~2017年审计报告。所有财务数据均为合并口径。西矿集团2015年财务数据为2016年年报期初追溯重述数。

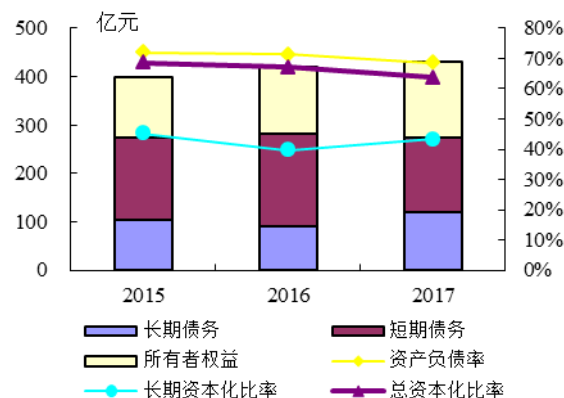
资本结构方面，2017年西矿集团固定资产投资规模持续增长，总资产规模相应增大。截至2017年

末，西矿集团总资产为497.80亿元，同比增长3.22%。同期西矿集团所有者权益为156.30亿元，同比增长12.97%。

2017年西矿集团偿还部分短期债务，总债务规模有所减少。截至2017年末，西矿集团总债务规模为273.41亿元，同比减少2.94%。从财务杠杆比率来看，截至2017年末，西矿集团资产负债率和总资本化比率分别为68.60%和63.63%，较上年分别下降2.71个百分点和3.44个百分点，财务杠杆基本保持稳定。

从债务的期限结构来看，2017年西矿集团短期信用借款减少，短期债务规模相应减少，当年末西矿集团短期债务和长期债务分别为154.16亿元和119.25亿元，长短期债务比从上年的2.10下降至1.29，债务期限结构较上年优化。

图9：2015~2017年末西矿集团资本结构分析



资料来源：西矿集团财务报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2017年西矿集团整体业务规模实现增长，当年实现营业收入361.61亿元，同比增长1.72%。毛利率方面，2017年有色金属价格不同程度上涨，西矿集团有色金属采选业务获利空间有所提升促使西矿集团整体营业毛利率由6.69%上升至10.67%。

利润总额方面，2017年有色金属行业景气度回升，经营性业务利润增加，西矿集团当年经营性业务利润为17.45亿元，同比增长140.91%。2017年西矿集团处置闲置落后产能，确认固定资产减值损失4.86亿元和无形资产减值损失2.94亿元，同时取得营业外损益0.63亿元，当年利润总额为6.54亿元，同比增长99.86%。

从EBITDA对债务本息的保障程度看，2017年

西矿集团总债务/EBITDA指标为9.98倍，较上年降低6.35倍；EBITDA利息保障倍数为2.34倍，较上年增加0.60倍，EBITDA对债务本息的保障能力持续提升。从现金流情况来看，2017年西矿集团经营活动净现金流/总债务为0.09倍；经营活动净现金流/利息支出为1.99倍，经营性净现金流对债务本息的保障能力较强。

表10：2015~2017年西矿集团偿债能力分析

项目	2015	2016	2017
总债务（亿元）	274.13	281.70	273.41
长期债务（亿元）	103.99	90.80	119.25
短期债务（亿元）	170.13	190.90	154.16
EBITDA（亿元）	6.55	17.24	27.39
EBITDA 利息倍数（X）	0.76	1.74	2.34
总债务/EBITDA（X）	41.87	16.34	9.98
经营活动净现金流/ 利息支出（X）	3.25	3.53	1.99
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.10	0.12	0.09
资产负债率（%）	71.98	71.31	68.60
总资本化比率（%）	68.55	67.06	63.63

资料来源：西矿集团财务报告，中诚信证评整理

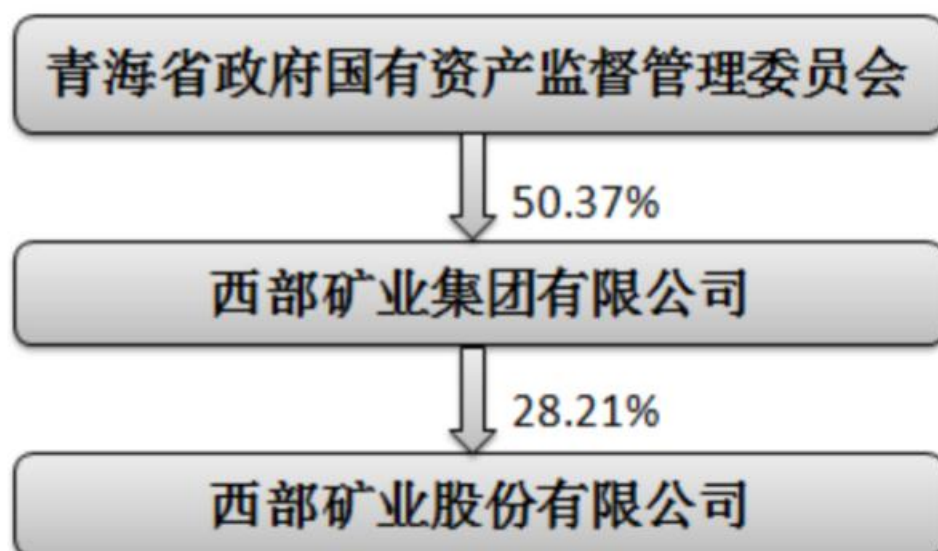
截至 2017 年末，西矿集团无对外担保及重大未决诉讼事项，没有相应的或有负债风险。另截至 2017 年末，西矿集团共获得各家商业银行授信额度为 437 亿元，尚未使用的额度约为 242 亿元，备用流动性充足。

总体看，西矿集团收入和利润仍主要来自于西部矿业，2017 年有色金属行业整体回暖，西矿集团盈利能力有所提升。长期来看，西矿集团拥有丰富的资源储备，为后续业务持续发展奠定基础。中诚信证评认为，西矿集团具备很强的综合实力，能够进一步保障本次债券本息的偿还。

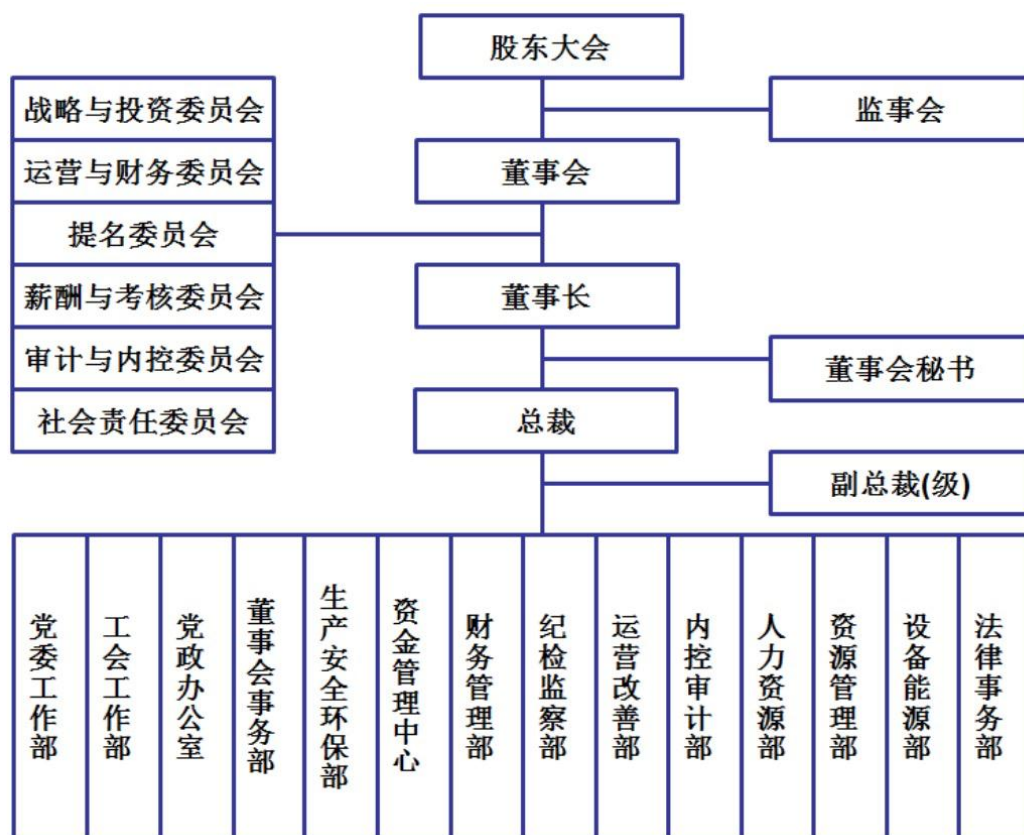
结 论

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

附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：西部矿业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



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
货币资金	607,131.37	552,760.09	436,865.63
应收账款净额	11,641.03	2,737.88	6,525.31
存货净额	99,244.37	125,537.65	187,641.39
流动资产	1,043,437.94	1,225,695.11	1,152,498.54
长期投资	501,300.60	590,722.07	574,598.47
固定资产	412,744.62	721,151.26	766,608.76
总资产	2,856,941.03	3,216,630.83	3,229,669.93
短期债务	808,858.77	872,471.08	627,999.53
长期债务	488,788.95	475,451.02	661,474.53
总债务	1,297,647.72	1,347,922.11	1,289,474.06
总负债	1,613,125.12	1,900,100.99	1,944,217.26
所有者权益（含少数股东权益）	1,243,815.91	1,316,529.84	1,285,452.67
营业总收入	2,676,701.96	2,777,604.71	2,737,729.29
三费前利润	130,758.19	153,097.65	243,474.47
投资收益	-19,212.57	-7,438.04	-16,733.63
净利润	10,746.00	10,152.36	25,278.09
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
投资活动产生现金净流量	-92,793.78	-285,601.48	-180,849.91
筹资活动产生现金净流量	61,760.09	-61,091.69	-51,858.88
现金及现金等价物净增加额	214,567.90	-76,100.27	-90,799.42
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	5.02	6.07	9.94
所有者权益收益率（%）	0.86	0.77	1.97
EBITDA/营业总收入（%）	3.27	3.54	5.22
速动比率（X）	0.87	0.79	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.20	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.31	0.23
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
总资本化比率（%）	51.06	50.59	50.08
长期资本化比率（%）	28.21	26.53	33.98

注：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。

附四：西部矿业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	824,934.93	701,591.54	578,189.11
应收账款净额	23,554.31	17,645.22	19,906.91
存货净额	278,449.61	314,654.75	223,054.00
流动资产	1,575,274.31	1,606,601.71	1,393,730.48
长期投资	630,335.13	725,145.32	707,512.92
固定资产	574,448.73	855,604.80	1,024,856.20
总资产	4,486,801.65	4,822,761.57	4,978,014.31
短期债务	1,701,335.71	1,909,049.96	1,541,593.09
长期债务	1,039,931.10	907,969.23	1,192,537.15
总债务（短期债务+长期债务）	2,741,266.81	2,817,019.20	2,734,130.25
总负债	3,229,393.87	3,439,190.43	3,415,001.90
所有者权益（含少数股东权益）	1,257,407.78	1,383,571.14	1,563,012.41
营业总收入	3,299,937.32	3,555,080.00	3,616,136.43
三费前利润	146,095.11	217,221.26	348,768.01
投资收益	-16,697.42	3,600.66	-7,534.93
净利润	-83,153.42	17,882.98	36,023.61
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	65,463.55	172,440.87	273,923.78
经营活动产生现金净流量	278,574.54	350,431.17	233,634.84
投资活动产生现金净流量	-168,869.90	-235,996.92	-225,856.69
筹资活动产生现金净流量	147,204.29	-201,519.08	-57,407.91
现金及现金等价物净增加额	255,868.74	-88,161.20	-50,869.12
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	4.64	6.69	10.67
所有者权益收益率（%）	-6.61	1.29	2.30
EBITDA/营业总收入（%）	1.98	4.85	7.58
速动比率（X）	0.61	0.53	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.12	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	0.18	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	3.25	3.53	1.99
EBITDA 利息倍数（X）	0.76	1.74	2.34
总债务/EBITDA（X）	41.87	16.34	9.98
资产负债率（%）	71.98	71.31	68.60
总资本化比率（%）	68.55	67.06	63.63
长期资本化比率（%）	45.27	39.62	43.28

注：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。

附五：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/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）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。