跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]744 号

四川西部资源控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对四川西部资源控股股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

四川西部资源控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”

四川西部资源控股股份有限公司发行的“12 西资源”公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

四川西部资源控股股份有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-　　评级展望：负面

上次评级结果：AA-　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 西资源	1.21 亿元	5 年（3+2）	AA-	AA-	2015/6/29

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项　目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	64.68	80.37	77.96
所有者权益（亿元）	21.87	19.08	18.65
长期债务（亿元）	22.43	35.23	23.46
全部债务（亿元）	31.36	50.34	48.00
营业收入（亿元）	4.63	14.68	2.56
净利润（亿元）	0.13	-2.69	-0.43
EBITDA（亿元）	1.67	-0.23	--
经营性净现金流（亿元）	0.70	2.99	1.20
营业利润率（%）	46.34	24.76	27.39
净资产收益率（%）	0.70	-13.12	--
资产负债率（%）	66.18	76.26	76.08
全部债务资本化比率（%）	58.91	72.51	72.01
流动比率（倍）	1.38	1.21	0.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	-0.005	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.80	-0.25	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.38	-0.19	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，四川西部资源控股股份有限公司（以下简称“西部资源”或“公司”）基本完成了新能源汽车板块转型，实现了锂电池材料、锂电池组装和新能源汽车的开发、制造和销售融资一体化的产业布局，公司主营业务已形成有色金属采选业务、新能源汽车业务“双轮驱动”局面；公司营业收入大幅增长，经营活动现金流情况向好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到有色金属行业下行，利润空间收窄，公司新能源汽车业务业绩未达预期，2015 年亏损规模较大以及债务规模增长等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司在稳固矿产资源产业的同时，将继续打造新能源汽车板块的完整产业链以降低单一主业对经济周期的依赖，降低公司经营风险；但同时考虑到目前矿业处于行业下行周期，公司新能源汽车板块盈利能力有待提升，公司短期内仍有一定经营压力。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级；评级展望调整为“负面”。同时维持“12 西资源”“AA-”的债项信用等级。

优势

1．中国作为资源消费大国，对有色金属等基础原材料的需求基数较大，公司处于产业链上游，具有一定的资源优势。

2．2015 年，公司已基本完成新能源汽车产业链的布局；新能源业务拥有较广阔的发展前景，有利于未来公司竞争力的提升。

3．公司新能源板块已成为公司主要的收入来源，营收规模可观。

关注

1．公司有色金属采选业周期性特征明显，矿产品价格受基本面及宏观经济等因素影响较

大，毛利水平持续下降。

2. 由于有色金属板块利润空间进一步收窄以及新能源汽车业务业绩未达预期等因素，公司 2015 年亏损规模较大。

3. 公司负债水平升高，债务规模持续增长，债务负担偏重。

4. 公司实际控制人阙文彬先生因涉嫌违反证券法律法规被中国证券监督管理委员会立案稽查，该事件对公司生产经营的影响需关注。

分析师

李　晶

电　话：010-85172818

邮　箱：lij@unitedratings.com.cn

范文豪

电　话：010-85172818

邮　箱：fanwh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

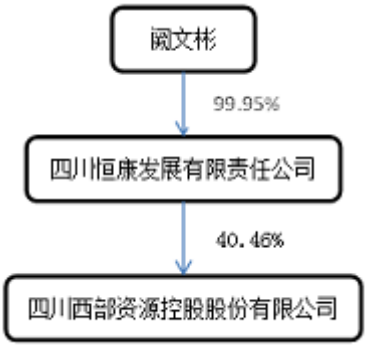
四川西部资源控股股份有限公司（以下简称“公司”或“西部资源”）前身为绵阳高新发展（集团）股份有限公司，系由原鼎天科技股份有限公司于 2004 年 4 月更名而来。2008 年 12 月，经中国证券监督管理委员会核准，公司完成重大资产重组及定向增发后，更名为四川西部资源控股股份有限公司，变更后的证券简称为“西部资源”，变更后，公司总股本 12,097.89 万股。

经 2011 年 8 月中国证券监督管理委员会证监许可【2011】1393 号文《关于核准四川西部资源控股股份有限公司非公开发行股票的批复》的核准，2011 年 9 月公司向特定对象非公开发行人民币普通股 3,575.08 万股，以非公开发行股票募集资金的方式收购江苏银茂控股（集团）有限公司（以下简称“银茂控股”）持有的南京银茂铅锌矿业有限公司（以下简称“银茂矿业”）80%股权。截至 2011 年底，公司总股本 36,771.69 万股。

2012 年 4 月，公司根据 2011 年度股东大会和修改后的《公司章程》规定，以截至 2011 年底总股本 367,716,949 股为基数，用资本公积金每 10 股转增 8 股，转增后公司总股本 66,189.05 万股。截至 2015 年 12 月末，公司大股东四川恒康发展有限责任公司（以下简称“四川恒康”）累计质押公司无限售流通股 25,965.15 万股，占公司总股本的 39.23%。截至 2015 年底，四川恒康持有公司股份 26,783.51 万股，占公司总股本的 40.46%。

截至 2016 年 3 月底，公司总股本 66,189.05 万股。四川恒康持有公司 40.46%的股份，为公司大股东；阙文彬先生持有四川恒康 99.95%的股份，为公司实际控制人。截至 2016 年 3 月底，公司股权结构关系如下图所示。

图1　截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2015 年，公司主营业务在已形成有色金属采选业务、新能源汽车业务“双轮驱动”局面下，新增影视文化体育产业，介入文化传媒、体育赛事等领域，目前尚处于培育阶段。公司经营范围涉及广播电影电视节目的拍摄、制作、发行，影视经纪，经营演出业务，体育赛事筹办及体育场馆建设、管理及运营，软件设计、开发，动漫产品设计与开发，游戏机研发及经营，旅游项目开发，电影互联网和新媒体的开发，后电影产品开发，影视作品放映，影院的经营及管理，玩具、工艺品、动漫产品加工、销售，文化、体育娱乐创意设计与服务，酒店经营及管理，超市经营、管理，国内广告设计、制作、发布、代理，国内旅游服务，物业管理服务，铜矿石、铜、金属材料（不含金银）销售，金属制品、机械、电子产品，矿山采掘机械及配件的制造、销售，资产管理，管理咨询服务，对国家产业政策允许项目的投资。公司各子公司以从事有色金属矿石采选、汽车及零部件生产销售、租赁等业务为主。

截至 2015 年底，公司本部下设行政人事部、投资发展部、财务部、总经办和营运管理部 5 个职能部门，以及 4 个事业部，分别为新能源动力汽车事业部、新能源电池事业部、金融服务发展事业部和矿产资源开发事业部；截至 2015 年底，公司拥有 14 家全资及控股子公司，公司拥有在职员工 2,526 名。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 80.37 亿元，负债合计 61.30 亿元，所有者权益合计 19.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.24 亿元。2015 年，公司实现营业收入 14.68 亿元，营业利润-1.56 亿元，净利润-2.69 亿元，其中，归属于母公司净利润为-2.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 77.96 亿元，负债合计 59.31 亿元，所有者权益合计 18.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 9.80 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.56 亿元，营业利润-0.39 亿元，净利润-0.43 亿元，其中归属于母公司净利润为-0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.12 亿元。

公司注册地址：四川绵阳高新区火炬大厦 B 区；法定代表人：王成。

二、债券概况

“四川西部资源控股股份有限公司 2012 年 6 亿元公司债券”（以下简称“本次债券”）于 2013 年 3 月 8 日采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式成功发行。本次债券实际发行总额为 6 亿元，本次债券在存续期内前 3 年票面年利率为 5.68%，在债券存续期内前 3 年固定不变。

本次债券于 2013 年 3 月 8 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“12 西资源”，债券代码“122237”。

2016 年 1 月 11 日，公司发布《关于“12 西资源”公司债券上调票面利率的公告》、《关于“12 西资源”公司债券回售的公告》，上调本期债券票面利率 182 个基点，即本次债券存续期后 2 年的票面利率为 7.50%固定不变（本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息）；本次回售金额为人民币 4.79 亿元，回售实施完毕后，“12 西资源”在上交所上市并交易的数量由 6.00 亿元变更为 1.21 亿元。

截至 2015 年末，募集资金已按照募集说明书披露的用途，全部用于补充公司流动资金。公司于 2016 年 3 月 8 日派付了“12 西资源”第三年度的利息。

三、行业分析

2015 年，公司形成了有色金属采选业和新能源汽车产业双板块的经营格局。因此，其发展受有色金属行业和新能源汽车行业影响较大。

（1）有色金属

2015年以来，世界经济复苏疲弱，我国调整产业结构、转型升级态势明显，国内生产总值同比增长6.9%，经济增速持续放缓。2015年，我国不断推出有针对性的局部刺激政策，有色金属行业整体景气度企稳并略有回升，但行业供应过剩局面尚未根本改变。同期，受国内外有色金属市场价格如铜、铅等金属品种价格震荡走低的影响，有色金属矿采选业与冶炼及延压加工业景气度指数持续走低。有色金属产业效益持续回升的压力依然较大。

从行业运行情况来看，受近两年宏观经济景气度下降的影响，有色矿采选业利润逐年下降，

根据国家统计局数据，2015年行业全年利润总额为450.30亿元，较上年大幅下降20.07%。近五年来，有色金属采选行业毛利率震荡走低，2015年三季度，行业毛利率为14.16%，创近五年新低，其中铜矿采选业毛利率水平为16.45%；铅锌矿采选业毛利率水平为18.22%，高于行业毛利率2.29和4.06个百分点。

从下游需求来看，2015年我国有色金属需求整体疲弱，且主要有色金属在全球市场上都处于供过于求状态。铜金属方面，据世界金属统计局（WBMS）统计，2015年全球铜市消费量较上年度的2,281.1万吨略微增加至2,293.1万吨；中国铜金属消费量年增14.8万吨至1,145.1万吨，占全球需求量的50%比重；但整体上，铜金属在2015年呈现供过于求的态势，2015年全球铜市供给过剩14.6万吨。铅金属方面，根据世界金属统计局（WBMS）统计，相较2014年供应短缺3.84万吨，2015全年，全球铅市供应过剩15.7万吨；2015年全球精炼铅产量为1,013.3万吨，较2014年减少7.4%；2015年全球需求则下降101万吨，具体表现为中国需求为381.6万吨，较2014年下滑90.2万吨，占全球总需求38%。锌金属方面，世界金属统计局（WBMS）统计称，2015年，全球精炼锌需求量较2014年增加13.30万吨，中国表现需求量为648.7万吨，约是全球需求总量的47%，但整体上，精炼锌于2015年同样呈现出供过于求态势，2015年全球锌市供应过剩8.10万吨。2016年1~3月，全球铜市供应过剩17.9万吨，全球铅市供应过剩3,800吨，全球锌市供应过剩17.3万吨。

价格情况来看，2015年有色金属价格涨跌互现，但整体上呈现下降态势。上海期货交易所沪铜主力合约价格从2015年初的45,080元/吨下滑至年末36,560元/吨，沪锌主力合约由年初的16,720元/吨下滑至年末13,440元/吨，沪铅主力合约由年初12,405元/吨上升至年末13,170元/吨。但随着进入2016年以来，各种有色金属价格有所回暖。截至2016年4月底，上海期货交易所沪铜主力合约价格从2016年初的35,970元/吨上涨至37,660元/吨，沪锌主力合约由年初的13,165元/吨上涨至15,290元/吨，沪铅主力合约由年初13,145元/吨上升至13,230元/吨。

整体看，2015 年受全球经济发展缓慢以及国内经济转型影响，有色金属需求疲弱，价格整体呈现下降态势；但随着进入 2016 年以来，受国内与国外经济回暖影响，有色金属价格开始呈现出一定上涨态势。

（2）新能源汽车

2015 年的新能源汽车持续增长态势，据工信部统计，2015 年 12 月，我国新能源汽车生产 9.98 万辆，同比增长 3 倍。其中，纯电动乘用车生产 2.57 万辆，同比增长 114%，插电式混合动力乘用车生产 1.05 万辆，同比增长 2 倍；纯电动商用车生产 5.78 万辆，同比增长 6 倍，插电式混合动力商用车生产 5,725 辆，同比增长 51%。列入《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》前六批的国产新能源汽车生产 9.18 万辆，占 12 月产量的 92%。

2015 年累计生产新能源汽车 37.90 万辆，同比增长 4 倍。其中，纯电动乘用车生产 14.28 万辆，同比增长 3 倍，插电式混合动力乘用车生产 6.36 万辆，同比增长 3 倍；纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍，插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。

政策方面，2015 年交通部发布《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》，意见中指出要争取地方政策支持，对新能源汽车不限行、不限购。同时发布了有关新能源汽车免征购置税的车型目录、新能源车和节能车船车船税优惠政策通知等，将节能与新能源汽车作为重点发展领域。进入 2016 年，由质检总局、国家标准委联合国家能源局、工信部、科技部等部门发布的 5 项电动汽车充电接口及通信协议国家标准，自 1 月 1 日后开始实施。新标准出台后，充电桩企业可以按照新国标设计制造产品，产业链的配套有望迅速建立。同时，2016 年至 2020

年新能源汽车推广应用财政支持政策也开始实施。2016 年起续驶里程在 80km 至 150km 的新能源乘用车的补贴金额将下降 1,500 元至 6,500 元/辆，而续驶里程在 250km 以上的电动车和燃料电池乘用车补贴金额分别提高了 1,000 元至 2 万元/辆。此外，北京市小客车指标调控管理办公室公布了 2016 年小客车指标总量和配置比例。与去年相比，新能源车指标扩大到 6 万个，较去年增加了 1 倍，不需要摇号直接配置。

整体看，受相关产业政策的扶持力度较大，新能源汽车行业发展迅速，未来行业前景较好。

四、经营管理分析

1．管理分析

2015 年，公司主要的董事会、监事会、管理层成员以及部门设置未发生重大变化。目前公司董事长仍由王成先生担任。2016 年 4 月 21 日，公司原总经理谢跃红因个人原因辞职，目前公司董事会正在进行新总经理的聘任工作，在此期间由公司董事长王成先生代为履行总经理职责。2016 年 6 月 16 日，公司副总经理黄碧英（HUANG BIYING）先生递交的书面辞职报告，提出因个人原因辞去公司副总经理职务。需关注上述人员调整对公司正常经营管理产生的影响。

2．经营概况

公司已形成新能源汽车业务为主，有色金属采选业务、锂电池材料和融资服务业务为辅的业务模式。

2014年12月31日，公司新纳入合并范围子公司重庆恒通客车有限公司（以下简称“恒通客车”）、重庆恒通电动客车动力系统有限公司（以下简称“恒通电动”）、重庆市交通设备融资租赁有限公司（以下简称“交通租赁”），导致公司2015年营业务收入、成本构成较上年同期发生较大变化。2015年，公司全年实现营业收入14.68亿元，同比大幅增长；但受资产减值损失增加以及承诺补偿款[1]等因素影响，公司实现利润总额-2.58亿元，实现归属于母公司股东净利润-2.70亿元，较上年由盈转亏（2014年分别实现利润总额和归属于母公司股东净利润0.31亿元和0.16亿元）。

2015年，受多家子公司纳入合并范围、业务板块增加影响，公司实现主营业务收入14.57亿元，同比增长220.90%。其中汽车制造收入8.62亿元，占主营业务收入的比例为59.20%，该业务是公司主要的收入来源；有色金属采选业务收入2.22亿元，占主营业务收入的15.25%，由于下游需求不足，加之价格下跌，收入较上年下降46.92%；融资服务业务收入2.12亿元，占主营业务收入的14.57%；锂离子电池材料收入由于苏州宇量电池有限公司（以下简称“宇量电池”）正式投产并实现销售，同比增长352.66%至1.60亿元，占主营业务收入的10.98%。

毛利率方面，有色金属采选板块由于有色金属价格低迷，盈利空间进一步缩小，毛利率下降14.36个百分点至38.73%；锂离子电池材料随着宇量电池正式投资并实现销售，毛利率增长13.24个百分点至24.13%；新增新能源板块业务和金融板块业务毛利率分别为14.54%和61.12%。由于有色金属采选板块毛利率降低，加之新增的汽车制造和锂离子电池板块2015年毛利率均低于有色金属采选板块2014年毛利率，公司综合毛利率较2014年下降23.73个百分点至26.07%。

[1] 公司与交通租赁原股东重庆城市交通开发投资（集团）有限公司、重庆市交通融资担保有限公司、重庆重客实业发展有限公司签署的《股权转让协议》承诺交通租赁每年实现不低于人民币 3.5 亿元的可分配净利润。如未完成，公司应采取各种措施确保公司原股东按其持股比例取得与前述净利润对应的资金回报。公司根据交通租赁实际完成的利润状况计提对原股东的业绩承诺补偿款114,698,652.03 元。

表1　2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元、%、百分点）

行业	2014 年			2015 年			营业收入变化	毛利率变化
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
汽车制造业	--	--	--	86,227.85	59.20	14.54	--	--
有色金属采选	41,856.26	92.21	53.09	22,216.43	15.25	38.73	-46.92	-14.36
金融业	--	--	--	21,219.75	14.57	61.12	--	--
锂离子电池材料	3,533.60	7.78	10.89	15,995.08	10.98	24.13	352.66	13.24
机械制造业	1.37	--	-90.57	--	--	--	--	--
合计	**45,391.23**	**100.00**	**49.80**	**145,659.11**	**100.00**	**26.07**	**220.90**	**23.73**

资料来源：公司年报

2016年一季度，公司实现营业收入2.56亿元，较上年同期减少1.85%；实现净利润-0.43亿元，较上年同期亏损幅度增大，主要系公司营业成本大幅增长所致。公司盈利表现弱于上年同期。

总的来看，2015 年公司形成了以汽车制造为主，有色金属采选业务、锂电池材料和融资服务业务为辅的业务模式，受合并范围变化影响，公司收入规模增长较快；但受国内外有色金属价格波动，及新能源板块毛利水平较低等因素影响，公司毛利率较上年继续下降。2016 年一季度受营业成本增长的影响，公司盈利表现弱于上年同期。

3．业务运营

（1）有色金属采选业务

资源储量

2015年，公司以资源增储为核心，积极推进现有矿山的深边部探矿工作，组织地质找矿。其中，甘肃阳坝铜业有限责任公司（以下简称“阳坝铜业”）办理完成油房沟—铁炉沟探矿权延续并取得延续后的新证，稳步推进杜坝铜矿2015年资源储量核实工作，评审备案正在积极办理中；南京银茂铅锌矿业有限公司（以下简称“银茂矿业”）深部开拓延伸工程已按计划完成相关矿段的掘进，完成国家级绿色矿山创建通过评估验收，正式命名为“国家级绿色矿山”；维西凯龙矿业有限责任公司（以下简称“维西凯龙”）办理完成大宝山—长土坡探矿权延续并取得延续后的新证；广西南宁三山矿业开发有限责任公司（以下简称“三山矿业”）完成矿山采矿权及标高下部探矿权的资源储量核实工作并已取得评审备案证明，目前正在积极办理采矿权的延续。公司积极对现有矿源进行整合，目前矿产资源比较集中，储量规模可以支撑公司的经营。

表 2　截至 2016 年 3 月底公司矿产资源储量及产能情况（单位：万吨、年）

公司名称	矿权	矿石保有量（截至2016年3月底）	评估利用可采储量（截至2016年3月底）	设计生产能力	可采年限
阳坝铜业	阳坝铜矿采矿权	78.41	67.95	9 万吨/年	7.6
	杜坝铜矿采矿权	57.33	48.85	9 万吨/年	5.4
	铁炉沟铜矿探矿权（完成详查）	215.00	--	--	--
银茂矿业	虎爪山矿采矿权	514.80	414.6	35 万吨/年	11.8
三山矿业	那矿金矿采矿权	1,061.95	30.30	6 万吨/年	6.1
	那矿金矿深部探矿权（完成详查）	1,864.85	--	--	--

维西凯龙	大宝山采矿权	197.31	142.5	15 万吨/年	9.5
	大宝山-长土坡探矿权	野外探矿结束，正在编制地质报告	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司现有矿产资源比较集中，能够支持矿业板块的持续经营，有一定的资源优势。

生产经营

公司目前处于生产阶段的有位于甘肃康县的阳坝铜业和位于南京市栖霞区的银茂矿业两处基地。2015年受下游需求下降影响，公司各产品产量均出现下降，其中铜精粉产量下降18.39%，铅精粉产量较上年减少6.34%，锌精粉产量较上年减少5.36%，硫精矿产量较上年减少3.63%，公司的开采力度有所降低。

表 3　2014~2015 年公司主要产品产量情况（单位：万吨、%）

产品	2014 年	2015 年	变化情况	开采能力
铜精粉	1.73	1.41	-18.39	18 万吨/年
铅精粉	0.96	0.90	-6.34	35 万吨/年
锌精粉	1.42	1.34	-5.36	
硫精矿	24.59	23.69	-3.63	

资料来源：公司提供

2015年，公司产品销售模式未发生变化，由各子公司直接负责，绝大部分通过直销模式销售给终端客户。2015年，公司实现有色金属采选业务收入2.22亿元。产品销售量方面，近年来，有色金属行业低迷，产能过剩，下游需求不足，由于阳坝铜业和银茂矿业主要矿产品均采用以销定产的订单销售模式，公司主要产品销售量较上年呈现不同程度的减少，其中铜精粉、铅精粉和锌精粉减少最为明显，分别较上年减少43.71%、34.58%和38.85%。销售价格方面，受行业下行影响，有色金属价格波动加大，铜精粉、铅精粉和硫精矿价格均大幅下降，分别较上年下降19.77%、10.14%和24.12%；锌精粉价格较上年略降1.52%。公司矿产品的销售收入结算方式几乎全部为现金结算。

表 4　2014~2015 年公司主要产品销售量和销售均价情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2014 年		2015 年		销量变化	均价变化
	销量	销售均价	销量	销售均价		
铜精粉	1.67	8,915.50	0.94	7,152.9	-43.71	-19.77
铅精粉	1.07	9,727.27	0.70	8,41.09	-34.58	-10.14
锌精粉	1.57	4,488.10	0.96	4,19.77	-38.85	-1.52
硫精矿	24.82	337.38	23.11	256.02	-6.89	-24.12

资料来源：公司提供

总的来看，公司2015年主要产品产销规模均出现不同程度的减少，其中铜精粉销量减少最多，锌精粉次之，受主力矿产品销量减少影响，公司有色金属采选业务收入有所减少。价格方面，受有色金属价格波动影响，公司产品价格持续下滑。考虑支撑有色金属价格的基本面情况短期较难改观，价格波动对公司业绩的影响或将延续。

（2）新能源业务（锂离子电池材料+汽车制造）

随着2014年末重大资产重组事项实施完毕，公司的新能源板块初步形成，形成了集锂电池材料、锂电池组装、新能源汽车开发、制造和销售、客户融资一体的新能源产业链。

锂离子电池材料

龙能科技（苏州）有限责任公司（以下简称“龙能科技”）和宇量电池两家公司分别专注于锂电池材料和锂电池电芯的研究开发，公司聘请了黄碧英（HUANG BIYING）、毛焕宇等业内专家作为研发带头人，并成立锂电池事业部，力图在锂电池正负极材料、电解液、隔膜和锂电芯生产技术等方面实现全面突破，自主研发锂电池动力系统，为公司新能源汽车生产提供核心竞争力。截至2015年底，龙能科技资产总额1.76亿元，所有者权益0.78亿元；宇量电池资产总额2.12亿元，所有者权益0.53亿元。2015年，龙能科技完成三元材料生产782.27吨，销售604.25吨；电解液生产175.88吨，销售175.81吨；电池组生产8.9万组，销售7.53万组；宇量电池完成模组生产25.04万个，销售23.85万个；电池组生产765组，销售762组；2015年锂离子电池材料板块共实现营业收入1.60亿元。此外，宇量电池第一期扩产建设工程基本建设完成，相关设备正调试中。2016年5月，公司与上海佳骏能能源投资有限公司（以下简称“佳骏能”）签署《龙能科技（苏州）有限责任公司股权转让协议》[2]，约定将其持有的龙能科技85%股权转让给佳骏能；由于龙能科技近年连续亏损，剥离亏损资产有利于优化转型后的新能源产业链，集中资金等优势，提升整体盈利能力。

汽车制造

恒通客车是我国最早研发生产燃气客车的客车生产企业，目前与国家燃气汽车工程技术中心、美国康明斯西港公司、东风汽车有限公司、一汽解放汽车有限公司等十几家专业燃气系统生产单位合作，共同研发提高节能环保燃气客车技术，并成立了省级技术中心。经过70多年专业客车生产和研发，通过深入研究各地的区域道路特征、交通状况、能源、公众需求等存在的差异，恒通客车目前研发生产了5-13米燃气（CNG/LNG）、燃油（柴油/汽油）公交、公路客车等10个系列共约100个国家公告产品，具有较强的综合研发、设计和生产能力。

在生产模式上，恒通客车采用以销定产的自主生产模式，先签订购车合同，根据合同签订的数量和技术配置定量组织生产。恒通客车具有年产6,000辆客车的生产能力，公司的产品95%以上都是公交客车，其市场营销策略主要分为产品策略和渠道策略。在销售模式上，恒通客车采用直销为主的销售模式，并坚持走差异化产品路线，根据客户实际使用习惯和要求设计和制造符合客户具体要求的产品。

表 5　2014~2015 年恒通客车销售量和销售均价情况（单位：辆、万元/辆）

车型类别	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
大型车	1,315	34.79	941	42.43
中型车	445	24.48	574	36.63
轻型车	655	14.48	531	28.62
合计[3]	**2,415**	**27.38**	**2,046**	**37.22**

资料来源：公司提供
注：2014 年恒通客车收入未并入公司。

从销售量和销售均价来看，2015年恒通客车销量较上年减少369辆，其中轻型车销售较上年减

[2] 详见重大事项。
[3] 包含新能源汽车。

少124辆，大型车减少374辆，主要系恒通客车以供应重庆等西部地区的城市客车为主，2015年受重庆市场采购计划减少影响，汽车订单量出现下滑所致。在销售均价方面，2015年恒通客车销售均价为37.22万元/辆，较上年增长35.94%，主要系售价较高的新能源汽车比重加大所致。

新能源客车与传统客车共线生产，同样采用以销定产的策略，2015年，插电式混合动力汽车产销量基本与上年持平，随着新增纯电动汽车，新能源汽车整体销（产）量增长110.91%至831辆。

表6　2014~2015年新能源汽车销售（生产）量情况（单位：辆、%）

项目	2014年	2015年	同比
纯电动	--	439	--
插电式混合动力	394	392	-0.51
合计	**394**	**831**	**110.91**

资料来源：公司年报

此外，恒通电动主要业务为恒通客车加装电池、电机等三电系统。

总体看，公司已经形成锂电池材料、锂电池组装、新能源汽车开发、制造和销售、客户融资一体化的产业布局，目前新能源板块已成为公司主要收入来源，但盈利能力仍有待提升。

（3）金融业务

公司在布局新能源板块的同时，通过收购交通租赁，尝试金融业务。交通租赁是我国融资租赁业务试点企业，中国融资租赁50强。交通租赁业务范围主要为交通领域，包括公交、轨道、船舶、出租车等，同时涉及水务、环保、酒业、教育、医疗器械、钢铁、能源、工程机械等行业，业务区域涵盖重庆、贵州、四川、黑龙江、内蒙古、河南等省份。

目前交通租赁的业务模式包括直接租赁、售后回租这两种类型，其中直接租赁为交通租赁根据承租企业对设备制造厂商和设备的选择，与设备制造商签订购买合同并购买设备，出租给承租企业使用，承租企业支付租金。租期结束时，承租企业可选择续租、退租、留购。在售后回租业务方面，交通租赁向承租企业购买其现有设备，承租企业再以融资租赁方式租回设备，同时获得出卖设备对价的流动资金。

截至2015年底，交通租赁资产总额43.90亿元，净资产11.57亿元，实现营业收入2.13亿元，净利润0.74亿元。

总体看，公司目前金融板块业务经营情况较好。

4．重大事项

（1）重大资产和股权出售

2015 年，为更专注于新能源汽车的开发、制造和销售，增强拓展转型项目的能力，向其投入更多的人力、物力和财力，经公司第八届董事会第二十次会议审议通过，公司将持有的江西锂业100%股权转让给江西赣锋锂业股份有限公司，转让价格为 1.30 亿元。

2015 年，根据调整的战略转型规划，经公司第八届董事会第二十四次会议审议通过，采取在北京产权交易所公开挂牌的方式，置出传统的矿产资源业务，整体打包转让所持有的阳坝铜业100%股权、银茂矿业 80%股权、三山矿业 100%股权及凯龙矿业 100%股权，挂牌价为 12.99 亿元，后期调整为 11.69 亿元。在挂牌期间，公司未征集到符合条件的意向受让方，经第八届董事会第三十三次会议审议通过，公司于 2015 年 11 月终止本次重大资产出售。

2015 年，公司与长影集团有限责任公司（以下简称“长影集团”）、控股股东四川恒康签署《备

忘录》及《<备忘录>之补充条款》，以持有的包括三山矿业 100%股权、凯龙矿业 100%股权、龙能科技 85%股权以及宇量电池 80%股权在内的资产与长影集团拥有的部分土地资产的公司股权进行置换。交易完成后，四川恒康未来以转让其持有的不超过 6%的公司股份向长影集团购买公司置出的资产。

总体看，对部分矿业资源的剥离有利于公司专注发展新能源板块，同时与长影集团的合作有利于公司在地产和文化传媒产业领域的拓展。

（2）实际控制人被证监会立案稽查

公司实际控制人阙文彬先生于 2016 年 2 月 1 日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》（沪证专调查字 2016124 号），因涉嫌违反证券法律法规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证券监督管理委员会决定对其立案稽查。目前，公司生产经营情况一切正常，尚未收到上述事项的相关情况。该事件对公司生产经营的影响仍需关注。

（3）筹划重大资产重组

公司于 2016 年 4 月 25 日发布《重大资产重组停牌公告》，披露公司控股股东四川恒康正在筹划涉及公司的重大资产重组事项。截至目前，四川恒康及有关各方正积极研究论证重大资产重组的相关事项，并与各中介机构对方案的可行性进行充分论证，公司股票仍处于停牌阶段。

（4）转让龙能科技股权

2016 年 5 月 18 日，公司与佳骏能签署《龙能科技（苏州）有限责任公司股权转让协议》，约定将其持有的龙能科技 85%股权转让给佳骏能，转让价格为 9,500.00 万元。本次交易已经公司于 2016 年 5 月 18 日召开的第八届董事会第四十六次会议审议通过，无需提交股东大会审议。经公司初步测算，本次交易将实现投资收益约 2,800.00 万元。本次交易完成后，公司将不再持有龙能科技股权，将导致合并报表范围变更。

公司与长影集团、控股股东四川恒康 2015 年 11 月签署的《备忘录》及《<备忘录>之补充条款》，拟以包括龙能科技 85%股权在内的资产与长影集团拥有的部分土地资产的公司股权进行置换，四川恒康未来以转让其持有的公司股份向长影集团购买公司置出的资产。截至目前，股权过户工商变更登记已完成。按照《备忘录》约定，如所涉合作事宜最终能得以实施，长影集团将取得公司不超过 6%的股权，而不实际拥有公司置出的资产，公司可根据实际情况对置出的资产内容进行调整，故本次出让股权不影响其审批流程。

（5）计划非公开发行股票

经公司第八届董事会第三十次会议审议通过非公开发行股票议案，公司拟采取向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票。本次非公开发行股票募集资金总额（含发行费用）不超过 18.70 亿元（含本数），扣除发行费用后将用于以下 4 个项目：

表 7　非公开发行股票资金用途（单位：亿元）

项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
扩建年产 1,000 万只锂离子动力电池项目	1.25	1.00
新能源电动客车技改项目	6.00	3.96
向重庆市交通设备融资租赁有限公司增资	15.00	8.76
偿还银行贷款	4.98	4.98
合计	**27.23**	**18.70**

资料来源：公司年报

若本次非公开发行实际募集资金净额少于上述项目拟投入募集资金总额，募集资金不足部分由公司自筹解决；募集资金如有剩余，将用于补充流动资金。本次发行募集资金将按上述项目顺序投入，公司董事会可根据实际情况，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。本次非公开发行募集资金到位之前，公司可以根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

本次非公开发行股票尚未报送股东会；整体看，若本次非公开发行股票得以实施，将进一步提升新能源和金融板块资金实力，缓解公司债务负担。

5．经营关注

（1）公司有色金属采选业周期性特征明显，矿产品价格受基本面及宏观经济等因素影响波动较大。

（2）公司新能源板块的整合已基本完成，对公司营收贡献较大，新能源板块已是公司收入主要来源，但新能源板块毛利水平较低，且业绩未达到预期，目前盈利情况不佳。

6．未来发展

为降低单一主业对经济周期的依赖，公司正式向新能源汽车转型，在稳固矿产资源产业的同时，目前打造的新能源汽车板块的完整产业链已基本成型，实现了锂电池材料、锂电池组装、新能源汽车开发、制造和销售一体化的产业布局。

具体看，公司已成立新能源电池事业部、新能源动力汽车事业部、金融服务发展事业部，聘任多位业内知名专家，公司将充分利用专家团队及其技术优势，建设面向新能源客车的直销队伍，紧紧抓住国家强力推动新能源汽车及地方政府完成任务的紧迫性要求这一契机，快速推进新能源板块。公司将积极对各业务环节进行培育和整合，对前景较好的子公司继续加大投入，尽快推动改扩建，对短期不能产生利润，且离产业化尚需一定时间的板块进行适度调整，以集中各方优势，全力出击抢占行业资源，以优化转型后的产业，扩大市场份额。

对于传统的矿产资源板块，经过多年的打造和开发，已形成较为完善的生产和管理体系。2016 年，公司将继续推进矿产资源的整合工作，注重优化各品种之间的配置，减少宏观政策对公司盈利的影响；在生产经营中，公司高度重视安全环保工作，严格按照国家标准和相关部门的要求，深化其体系建设，加大各项安全和环保投入，不断严格培训员工的安全环保意识，并不断对生产工艺流程进行升级改造，以适应新的监管要求。

管理方面，受重大资产重组后行业跨度大的影响，公司管理难度有所增加。公司将继续全面贯彻实施企业内部控制规范体系建设，完善内部控制制度，加强公司各项规章制度建设，提高管理执行力，提升公司经营效率和效果。

总的来看，公司着力打造的新能源汽车板块的完整产业链已基本成型，目前实现了新能源汽车板块和矿产资源产业的“双轮驱动”。有色金属行业属于周期性较强的传统行业，宏观经济变化

直接影响公司盈利能力。新能源产业更符合国家的产业发展政策，未来发展前景广阔，多元化的经营模式将有利于公司降低经营风险，提高持续盈利能力。

五、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经瑞华会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。公司 2016 年一季报未经审计。

2015 年，公司合并范围比上年度减少 2 家子公司，合并范围变化不大；2014 年 12 月 31 日，公司将恒通客车、恒通电动和交通租赁纳入合并范围，公司 2015 年利润表和现金流量表部分科目较 2014 年变动较大。由于公司向新能源汽车板块完整产业链进行了转型，原使用的会计估计已不能适应转型后的业务范围。公司根据《企业会计准则》相关规定和实际情况，本着谨慎性会计原则，对应收款项坏账准备计提比例、投资性房地产折旧年限和固定资产折旧年限等会计估计进行变更；上诉变更于 2015 年 12 月 1 日起适用。整体看公司财务可比性尚可。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 80.37 亿元，负债合计 61.30 亿元，所有者权益合计 19.08 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.24 亿元。2015 年，公司实现营业收入 14.68 亿元，营业利润-1.56 亿元，净利润-2.69 亿元，其中归属于母公司净利润为-2.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 77.96 亿元，负债合计 59.31 亿元，所有者权益合计 18.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 9.80 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.56 亿元，营业利润-0.39 亿元，净利润-0.43 亿元，其中归属于母公司净利润为-0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.12 亿元。

1．资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 80.37 亿元，较年初增长 24.26%，资产构成中非流动资产占 64.19%，较上年增长 5.02 个百分点，公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产总额为 28.78 亿元，较年初增长 8.97%，主要系一年内到期的非流动资产增加所致。

截至 2015 年底，公司流动资产以货币资金、应收账款、一年内到期的非流动资产和存货为主，占比分别为 30.12%、21.70%、36.19%和 6.23%。

截至 2015 年底，公司货币资金 8.67 亿元，较年初增长 14.53%，其中，其他货币资金 1.29 亿元（银行承兑汇票保证金为 1.14 亿元、非融资保函保证金为 11.79 万元、贷款保证金为 527.95 万元），全部为使用受限货币资金，占比 14.88%。公司应收账款 6.25 亿元，较年初增长 2.42%，期末累计计提坏账准备 0.55 亿元；从期限构成来看，应收账款以 1 年以内、1 至 2 年和 2 至 3 年应收账款为主，占比分别为 57.83%、16.08%和 19.47%；从欠款方来看，前五大欠款客户合计欠款占比 8.78%，集中度较低，且欠款客户主要为各市的公交集团和汽车销售商，与公司合作时间较长，大多为国企背景，应收账款不能回收的风险较小。公司一年内到期的非流动资产 10.41 亿元，较年初增长 21.04%，全部系子公司交通租赁形成的一年内到期的长期应收款。截至 2015 年底，公司存货 1.79 亿元，较年初增长 23.90%，主要由原材料、在产品、库存商品和发出商品组成，占比分别为 28.78%、9.24%、35.00%和 25.25%，累计计提存货跌价准备 0.20 亿元，在有色金属行业产能过剩、相关原料、产品价格持续下跌的背景下，公司仍存在一定的存货跌价风险。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计为 51.60 亿元，较年初增长 34.81%，主要系长期应收款

增长所致。公司非流动资产中长期应收款、固定资产和无形资产占比较大，分别达到 57.73%、11.39%和 21.50%。

截至 2015 年底，公司长期应收款 29.79 亿元，较年初增长 98.41%，主要系子公司交通租赁融资租赁业务增加所致，累计计提坏账准备 0.30 亿元。公司固定资产账面金额为 5.88 亿元，较年初增长 3.09%，其中房屋建筑物和机器设备占比较大，分别为 68.41%和 23.21%；累计折旧 4.30 亿元，成新率 59.66%，成新率较低；共有 0.33 亿元固定资产用于贷款抵押，占比 5.59%。截至 2015 年底，公司无形资产账面金额为 11.09 亿元，较年初减少 9.77%，主要由采矿权和专利权组成，分别占 23.53%和 66.40%。截至 2015 年底，公司商誉 2.78 亿元，较年初减少 8.24%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 77.96 亿元，较年初减少 3.00%，主要系货币资金、长期应收款和无形资产减少所致。从资产构成来看，非流动资产占比较上年底小幅提高 0.41 个百分点，资产构成与年初基本持平。

总体来看，由于融资租赁业务的拓展，公司资产规模有所增长；其中非流动资产占比较大，融资租赁业务形成的长期应收款规模较大。货币资金较为充足，资产受限比例不大，资产质量尚可。

2．负债和所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计为 61.30 亿元，较年初增长 43.19%，主要由于融资规模增加所致。公司负债结构继续以非流动负债为主，占比达到 61.34%，较年初提高 6.14 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 23.70 亿元，较年初增长 23.57%，其中短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债分别占 18.32%、15.05%、16.96%、7.34%和 25.90%。

截至 2015 年底，公司短期借款 4.34 亿元，较年初增长 15.47%；其中保证借款 3.74 亿元、抵押借款 0.60 亿元。公司应付票据 3.57 亿元，均为银行承兑汇票，较年初增长 40.23%，主要系子公司恒通客车对供应商结算采用银行承兑票据增加所致。公司应付账款 4.02 亿元，较年初增长 6.02%，账龄集中在 1 年以内，占比 89.00%。公司其他应付款 1.74 亿元，较年初减少 51.02%，主要系向归还控股股东借款所致。公司一年内到期的非流动负债 6.14 亿元，较年初增长 133.45%，主要系交通租赁一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 37.60 亿元，较期初增长 59.11%，主要系长期借款和预计负债增加所致。非流动负债构成以长期借款、应付债券和长期应付款和预计负债为主，占比 74.10%、15.91%、3.69 和 3.27%。

截至 2015 年底，公司长期借款 27.86 亿元，较年初增长 85.79%，主要系子公司交通租赁业务增加而导致对应的长期借款增加所致；其中质押借款 24.93 亿元和保证借款 2.93 亿元。公司应付债券 5.98 亿元，为“12 西资源”[4]。公司长期应付款 1.39 亿元，较年初下降 4.70%，全部为融资租赁保证金。公司预计负债 1.23 亿元，主要系公司的业绩承诺补偿款（占 93.35%）。

截至 2015 年底，公司全部债务 50.34 亿元，较年初增长 60.52%，其中短期债务 15.11 亿元，长期债务[5]35.23 亿元，较年初分别增长 69.13%和 57.09%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2014 年底有所增长，分别为 76.26%、72.51%和 64.87%，由于公司通过自筹资金完成重大资产重组，导致公司债务指标快速上升，整体债务负担偏重，但仍处可控水

[4] 2016 年 3 月回售后本金余额 1.21 亿元。
[5] 长期应付款计入长期债务。

平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 59.31 亿元，较年初减少 3.24%，负债结构发生变化，以流动负债占比为主，占比达到 56.31%，主要系短期借款其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致，公司短期内有一定的偿付压力。

总体看，公司负债规模增长较快，债务负担有所增加，但仍处可控范围。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 19.08 亿元，较年初减少 12.78%，其中归属于母公司的所有者权益合计 10.24 亿元，较年初减少 21.23%，主要系未分配利润下降所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 64.64%，资本公积占 37.01%，其他综合收益 0.09%，专项储备占 1.87%，盈余公积占 8.22%，由于 2015 年经营出现亏损，导致公司未分配利润降为负值，权益资本受到侵蚀。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 18.66 亿元，较年初减少 2.24%，构成变动不大。

总体看，2015 年由于公司经营出现亏损，公司所有者权益规模有所下降；所有者权益以股本和资本公积为主，权益结构稳定性较好。

3．盈利能力

2015 年公司基本完成战略转型，新能源汽车板块对公司收入的贡献较大，且公司原有矿产资源业务相对稳定，使得公司当年实现营业收入 14.68 亿元，营业收入大幅增长。2015 年公司实现净利润-2.69 亿元，归属于母公司股东的净利润-2.70 亿元，主要系公司新能源及电机业务纳入合并范围后经营未达预期以及有色金属板块资产减值损失和营业外支出[6]的增长所致。

从期间费用上看，2015 年公司费用收入比为 32.96%，较上年下降 14.04 个百分点。2015 年公司费用总额为 4.84 亿元，较上年同期增长 122.56%，主要系新能源及电机业务并入数据所致。其中销售费用为 0.74 亿元，较上期增长 241.38%；管理费用 3.23 亿元，较上年同期增长 87.87%；财务费用 0.87 亿元，较上期增长 265.10%。

2015 年公司实现投资收益 0.77 亿元，主要系出售子公司江西西部资源锂业有限公司的投资收益部分。2015 年公司资产减值损失 1.11 亿元，较上年相比大幅增长，主要系计提各项坏账准备增加所致。2015 年公司营业外支出 1.22 亿元，较上年大幅增长，主要为补偿业绩款，金额为 1.15 亿元。

从盈利指标看，2015 年公司营业利润率由 2014 年的 46.34%降至 24.76%，总资产报酬率和净资产收益率分别从 2014 年的 1.70%和 0.70%降至 2015 年的-2.96%和-13.12%，由于公司 2015 年利润大幅下降导致相关盈利指标变化较大。

2016年一季度，公司实现营业收入2.56亿元，较上年同期减少1.85%，实现净利润-0.43亿元。公司营业成本的增加使得公司净利润亏损加大，盈利表现较去年同期明显下降。

总体来看，2015 年公司新能源板块整合基本完成，营业收入大幅增长，但受经营成本的增长、资产减值损失的增加以及业绩未达到预期的影响，公司利润水平下降较快，整体经营效益有待提升。

4．现金流

经营活动方面，由于子公司恒通客车、恒通电动、交通租赁纳入合并范围，公司经营活动产

[6] 系公司根据交通租赁实际完成的利润状况计提对原股东的业绩承诺补偿款 114,698,652.03 元。

生的现金流量增幅较大。2015 年，公司经营活动现金流入 41.84 亿元，同比增长 673.11%；公司经营活动现金流出 38.85 亿元，同比增长 724.82%。公司收到的其他与经营活动有关的现金 2.96 亿元，以交通租赁收回贷款保证金和往来款为主；支付的其他与经营活动有关的现金 2.46 亿元，以营业、管理费用和往来款为主。公司现金收入比[7]为 86.20%，较 2014 年下降 4.68 个百分点，收入实现质量有待提升。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入 1.30 亿元，主要为处置子公司及其他营业单位收到的现金（占比 97.00%）；投资活动现金流出 0.70 亿元，较 2014 年下降 94.42%，主要系 2014 年公司布局新能源产业，收购及新设子公司，而 2015 年未发生较大的投资所致。2015 年，公司投资活动现金流净额由上年的-12.22 亿元转为 0.59 亿元。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入 7.66 亿元，以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出 9.66 亿元，以偿还债务支付的现金为主；筹资活动现金流量净额由 2014 年的 8.94 亿元变为-2.00 亿元，主要系 2014 年公司为收购资产采取项目贷款等方式融资，2015 年贷款规模有所下降且归还部分到期贷款所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 1.20 亿元；投资活动现金流量净额-0.19 亿元；筹资活动现金流量净额-2.13 亿元。

总体看，2015 年，随着合并范围的增加，公司经营活动现金流规模增幅较大；投资活动现金流由于新能源布局基本完成转为净流入；筹资活动现金流由较大规模净流入转为净偿还状态。

5．偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2015 年底，公司流动比率为 1.21 倍，速动比率为 1.14 倍，均较 2014 年的水平略有下降，但仍处于较好水平；现金短期债务比为 0.59 倍，较上年的 0.97 倍有所下降；经营现金流动负债比率为 12.62%，较上年大幅增长。总体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2015年，受公司经营亏损影响，EBITDA降至-0.23亿元（上年为1.67亿元）；EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为-0.25倍和-0.005倍。由于目前公司的新能源板块业绩未能达到预期，加之有色金属板块利润空间收窄，短期大幅盈利可能性不大，公司的长期偿债能力偏弱。

截至2015年底，公司有10项未决诉讼，系公司以及子公司对客户的投资和应收货款的诉讼事项，涉及金额共计5,071.80万元，公司以及子公司均已计算最佳估计额，并计提相应坏账准备。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2015年底，公司共获银行授信额度62.86亿元，尚未使用的额度为25.76亿元。公司间接融资通道畅通。

根据人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10510701106331614），截至2016年5月30日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息。

总体看，公司债务规模增长较快，由于公司新能源板块业绩未达到预期，盈利能力不佳，短期偿债能力尚可，长期偿债能力偏弱，整体偿债能力一般。

六、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票

[7] 由于新增融资租赁业务，2015 年现金收入比=（销售商品、提供劳务收到的现金+收取利息、手续费及佣金的现金）/营业收入×100%。

据）达7.88亿元，约为“12西资源”本金（1.21亿元）的6.51倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达18.65亿元，约为债券本金合计（1.21亿元）的15.41倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12西资源”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为-0.23亿元，约为债券本金合计（1.21亿元）的-0.19倍，公司EBITDA无法覆盖本次公司债券。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入41.84亿元，约为债券本金合计（1.21亿元）的34.58倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司主营业务目前已形成有色金属采选业务、新能源汽车业务“双轮驱动”局面；未来随着新能源业务逐步步入正轨，公司竞争力有望进一步提升。公司对“12 西资源”的偿还能力较强。

七、综合评价

2015 年，公司基本完成了新能源汽车板块转型，实现了锂电池材料、锂电池组装和新能源汽车的开发、制造和销售融资一体化的产业布局，公司主营业务已形成有色金属采选业务、新能源汽车业务“双轮驱动”局面；公司营业收入大幅增长，经营活动现金流情况向好。同时，联合评级也关注到有色金属行业下行，利润空间收窄，公司新能源汽车业务业绩未达预期，2015 年亏损规模较大以及债务规模增长等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司在稳固矿产资源产业的同时，将继续打造新能源汽车板块的完整产业链以降低单一主业对经济周期的依赖，降低公司经营风险；但同时考虑到目前矿业处于行业下行周期，公司新能源汽车板块盈利能力有待提升，公司短期内仍有一定经营压力。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级；评级展望调整为“负面”。同时维持“12 西资源”“AA-”的债项信用等级。

附件 1　四川西部资源控股股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	64.68	80.37	77.96
所有者权益（亿元）	21.87	19.08	18.65
短期债务（亿元）	8.93	15.11	24.54
长期债务（亿元）	22.43	35.23	23.46
全部债务（亿元）	31.36	50.34	48.00
营业收入（亿元）	4.63	14.68	2.56
净利润（亿元）	0.13	-2.69	-0.43
EBITDA（亿元）	1.67	-0.23	--
经营性净现金流（亿元）	0.70	2.99	1.20
应收账款周转次数(次)	1.33	2.19	--
存货周转次数（次）	2.15	6.11	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.20	0.03
现金收入比率（%）	90.88	86.20	161.18
总资本收益率（%）	1.54	-2.84	--
总资产报酬率（%）	1.70	-2.26	--
净资产收益率（%）	0.70	-13.12	--
营业利润率（%）	46.34	24.76	27.39
费用收入比（%）	47.00	32.96	45.10
资产负债率（%）	66.18	76.26	76.08
全部债务资本化比率（%）	58.91	72.51	72.01
长期债务资本化比率（%）	50.62	64.87	55.71
EBITDA 利息倍数（倍）	3.80	-0.25	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	-0.005	--
流动比率（倍）	1.38	1.21	0.83
速动比率（倍）	1.30	1.14	0.77
现金短期债务比（倍）	0.97	0.59	0.32
经营现金流动负债比率（%）	3.66	12.62	3.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.38	-0.19	--

注：1、2016 年 1 季度相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。