

信用等级公告

联合[2012]092 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拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，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

四川西部资源控股股份有限公司拟发行的 2012 年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：

分析师：

二零一二年九月十二日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

四川西部资源控股股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 6 亿元

债券期限: 5 年

还本付息方式: 按年付息、到期还本

评级时间: 2012 年 9 月 12 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
资产总额(亿元)	4.35	5.93	18.97	19.54
所有者权益(亿元)	3.34	4.74	15.80	16.61
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.50	0.50	0.01	0.01
营业收入(亿元)	1.56	2.12	3.12	2.64
净利润(亿元)	1.10	1.35	2.47	0.83
EBITDA(亿元)	1.28	1.60	3.33	1.59
经营性净现金流(亿元)	0.89	0.26	2.93	1.69
营业利润率(%)	80.07	83.44	67.96	69.33
净资产收益率(%)	47.53	33.44	24.05	5.10
资产负债率(%)	23.28	20.18	16.71	15.01
全部债务资本化比率(%)	13.03	9.55	0.03	0.03
流动比率	3.06	3.09	3.17	3.86
EBITDA 全部债务比	2.55	3.20	606.31	289.06
EBITDA 利息倍数(倍)	74.85	87.73	114.81	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.21	0.27	0.56	0.26

注: ①公司于 2007 年开始执行新会计准则; ②2011 年收购南京银茂铝锌矿业有限公司 80% 股权, 纳入合并范围; ③本报告财务数据及指标计算均是合并口径; ④本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的。

分析师

李 晶 赵 卿

电话 022-58356914

邮箱 lijing@lianhecris.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (建设路门) 4 层
(300042)

Http: // www.lianhecreditrating.com

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对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”) 的评级反映了公司作为国内主营有色金属采选业务的资源型上市公司, 自身拥有铜、铅、锌、锂等矿产资源, 铜精矿品位较高, 铅锌矿伴生资源银、硫等销售较好; 公司毛利水平较高, 整体盈利能力较强。2011 年 9 月, 公司顺利完成定向增发, 资本实力进一步增强。未来公司将凭借资金优势收购新矿源, 提升自身规模和综合竞争实力。

公司资产规模中等, 资产质量及现金流状况良好, 盈利能力和偿债能力正常, 债务负担合理。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综合来看, 本次债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 随着国民经济发展, 相关工业对有色金属等基础原材料的需求不断增长, 公司处于产业链上游, 凭借资源优势获取利润能力较强。

2. 公司多金属板块布局更加完善。公司在原有铜矿采选业务的基础上增加了铅锌矿采选业务, 且拥有丰富的锂矿资源。

3. 公司毛利水平较高。公司铜矿品位较高, 且铅锌矿伴生的硫、银销售较好, 均能为公司带来较好收益。

4. 公司盈利能力较强, 债务负担较轻。

关注

1. 公司所属行业周期性特征明显, 公司产品价格易受基本面及宏观经济等因素影响波动较大。

2. 公司下属企业所拥有的探矿权, 其未来探矿结果存在一定的不确定性。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与四川西部资源控股股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与四川西部资源控股股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因四川西部资源控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由四川西部资源控股股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

四川西部资源控股股份有限公司 2012 年公司债信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

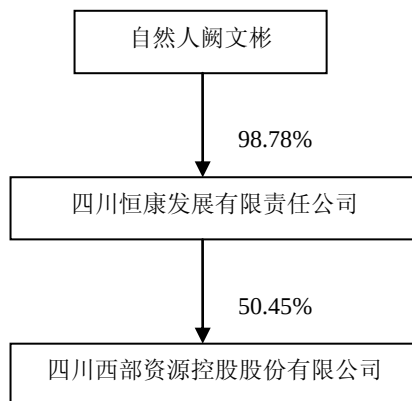
四川西部资源控股股份有限公司（以下简称“公司”或“西部资源”）前身为绵阳高新发展（集团）股份有限公司，系由原鼎天科技股份有限公司于 2004 年 4 月 2 日更名而来。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）10 号文批准，公司可流通股 2,100 万股于 1998 年 2 月 25 日在上海证券交易所挂牌交易。1998 年 7 月，经中国证券监督管理委员会证监函（1998）211 号文和财政部财管字（1998）56 号文以及四川省人民政府川府函（1998）500 号文批准，原大股东绵阳市国有资产经营有限公司将其所持有的公司国家股 4,661.02 万股转让给四川鼎天（集团）有限公司，转让后四川鼎天（集团）有限公司成为公司第一大股东。1999 年 3 月，公司全称由东方电工机械股份有限公司变更为鼎天科技股份有限公司，变更后的证券简称为“鼎天科技”。此后，鼎天科技股份有限公司陆续将股权转让与绵阳高新发展（集团）股份有限公司。2004 年 4 月，公司全称由鼎天科技股份有限公司变更为绵阳高新发展（集团）股份有限公司，变更后的证券简称为“ST 绵高新”。2008 年 12 月，根据中国证券监督管理委员会（证监许可[2008]1306 号）《关于核准绵阳高新发展（集团）股份有限公司重大资产重组及向四川恒康发展有限责任公司（以下简称“四川恒康”）发行股份购买资产的批复》，核准公司重大资产重组及向四川恒康发行 39,088,729.00 股人民币普通股，发行价款全额用于购买四川恒康持有的甘肃阳坝铜业有限责任公司（以下简称“阳坝铜业”）100%股权。2009 年 5 月公司全称由绵阳高新发展（集团）股份有限公司变更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 31 日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批复》的核准，2011 年 9 月 27 日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。截止 2011 年 12 月 31 日公司总股本 36,771.69 万股。

2012 年 4 月 25 日公司根据 2011 年度股东大会和修改后的《公司章程》规定，以截至 2011 年 12 月 31 日总股本 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 661,890,508 股。

截至 2012 年 6 月 30 日，四川恒康发展有限责任公司持有公司 33,390.51 万股，占总股本的 50.45%，为公司控股股东；阙文彬先生持有四川恒康发展有限责任公司 98.78%的股份，阙文彬先生是公司实际控制人。截至 2012 年 6 月末，公司股权结构关系如下图所示。

图 1 公司股权关系图



资料来源：公司提供。

公司所属行业性质为采掘业。公司经营范围涉及铜矿石、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。截至 2012 年 6 月底，公司子公司阳坝铜业具有年处理矿石量 18 万吨的生产能力，主要产品为铜精粉、铁精粉；子公司银茂矿业年处理矿石量 35 万吨，主要产品包括铅精粉、锌精粉和硫精粉；子公司江西西部资源锂业有限公司（以下简称“江西锂业”）拥有河源锂辉石矿采矿权，锂辉石矿保有的锂资源储量为 575.71 万吨，按年采选量 6.6 万吨计算，资源的实际可采年限可达 80 年。

截至 2012 年 6 月底，公司拥有五家一级全资及控股子公司，两家分公司，暂无参股公司。公司本部下设行政人事部、投资部、财务部、生产技术部和营运管理部（见附件 6）。公司拥有在职员工 1,379 名。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司合并资产总额 189,713.75 万元，负债总额 31,696.27 万元，所有者权益（含少数股东权益）158,017.48 万元。2011 年公司实现合并营业收入 31,213.30 万元，净利润（含少数股东损益）24,699.57 万元；经营活动产生的现金流量净额 29,294.62 万元，现金及现金等价物净增加额 48,944.98 万元。

截至 2012 年 6 月 30 日，公司合并资产总额 195,407.19 万元，负债总额 29,331.79 万元，所有者权益（含少数股东权益）166,075.40 万元。2012 年上半年公司实现合并营业收入 26,418.54 万元，净利润（含少数股东损益）8,266.23 万元；经营活动产生的现金流量净额 16,942.22 万元，现金及现金等价物净增加额 15,577.41 万元。

公司注册地址：四川省绵阳市高新区火炬大厦 B 区；法定代表人：王成。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“四川西部资源控股股份有限公司 2012 年公司债券”，预计发行规模不超过人民币 6 亿元，债券期限为不超过 5 年（附第 3 年末西部资源上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。本次公司债券按年付息、到期一次还本。本次债券最终票面利率将根据市场询价结果，由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定共同协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务是有色金属的采掘及销售，主要的有色金属品种为铜精矿、铅精矿和锌精矿，以及部分伴生矿品种。

有色金属是国民经济发展的基础材料，铜、铅、锌等材料广泛应用于航空航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等领域。目前，我国是全球前五大原生铜生产国之一，同时也是铜精矿的主要进口国。我国矿山铅产量 2009 年为世界第一，铅、锌冶炼能力每年以 5-7% 的速度递增。中国是铜、铅、锌产品冶炼大国，出口大国，但由于矿产品位和地质结构的影响，开采成本相对偏高，资源自给能力不足，加之冶炼能力增长过快，进一步加剧了原料供求失衡关系，最终导致了铜精矿、铅精矿、锌精矿等原料供给始终处于卖方市场。

1. 铜精矿

行业概况

铜是与人类关系非常密切的有色金属，被广泛应用于电力电气行业、建筑行业、机械制造业以及国防工业等领域，铜矿开采是国家的重要基础性产业之一。

铜金属资源储量情况，截至 2011 年末，中国铜金属储量约有 3,000 万吨，占同年世界储量基础的 12.1%，居智利和美国之后，列世界第 3 位。我国铜资源特点是中小型矿床多，并且斑岩型铜矿少、矽卡岩型多，使得我国铜矿山建设规模普遍较小，平均品位偏低，开采成本较高。

2011 年铜企运行情况方面，根据中国有色金属工业协会的统计数据，2011 年我国精炼铜产量 519.69 万吨，同比增长 14.63%，其中矿产 338.56 万吨，同比增长 18.97%，生产呈现平稳增长态势。截至 2011 年底，我国铜行业资产总额 39,465,071.60 万元，实现营业收入 64,676,821.50 万元，利润 1,424,706.10 万元。其中，铜采选企业资产总额 7,612,809.50 万元，实现营业收入 5,893,228.20 万元，同比增长 44.73%，利润 1,021,372.40 万元，比去年同期增长 37.54%，盈利能力明显增强。随着国内铜冶炼产能的不断扩大，我国铜精矿供应缺口较大，近 3/4 依赖进口。进出口方面，根据海关统计数据，2011 年我国未锻造的铜及铜材进口 407.31 万吨，同比减少 5.1%，废铜进口 469 万吨，同比增加 7.2%，进口铜矿砂 638 万吨，同比减少 1.4%。铜价格方面，2011 年铜价走势呈前高后低态势，上半年高位运行，下半年震荡回落，均价较去年有所上涨，全年铜均价 66,333 元/吨，同比上涨 12.3%。

总体来看，我国铜资源储量较大，但存在一定的开采难度；铜精矿供需缺口较大，尽管受铜价波动影响，但开采企业利润增加依然明显。

竞争格局

铜行业是一个资本密集型行业，在目前对外依存度越来越高的情况下，资金实力、矿山资源、生产规模、技术装备、环境保护和生产管理经验均构成进入该行业的主要障碍，依靠多年积累发展壮大、且拥有大量自有铜矿资源的大型铜生产企业仍是该行业的主导者。

随着国家对于铜冶炼行业盲目扩能的调控政策不断出台，具有成本和环保优势的大型铜生产企业正在通过并购、扩能等手段以淘汰落后产能，加强市场地位，提高行业集中度。通过不断整合资源，我国最大的三家铜生产企业（即江西铜业、铜陵有色、云南铜业）的阴极铜总产量占全国总产量的半壁江山。如下表所示，从铜行业主要上市公司的情况来看，截至 2011 年底资产总计 16,062,146.25 万元，实现营业收入和利润总额分别为 24,843,298.38 万元和 1,216,717.45 万元，分别占全行业的 40.67%、38.41%和 85.40%，可见铜行业的集中度较高，且上市公司的盈利能力较强。

表 1 2011 年我国有色金属铜主要上市公司情况

简称	资产总计 (万元)	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	资产负债率 (%)	流动比率	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)
江西铜业	6,814,962.87	11,764,098.89	767,087.62	41.59	2.10	17.84	12.25
铜陵有色	3,226,663.61	7,074,064.12	186,626.16	64.54	1.01	16.97	7.89
云南铜业	3,056,194.14	3,524,329.86	112,562.00	73.36	0.93	11.24	6.75
西部矿业	2,651,359.97	2,127,315.30	117,997.39	53.35	1.75	7.58	6.27
西部资源	189,713.75	31,213.30	29,026.26	16.71	3.17	24.05	23.54
精诚铜业	123,251.91	322,276.90	3,418.01	43.80	1.20	3.55	4.22

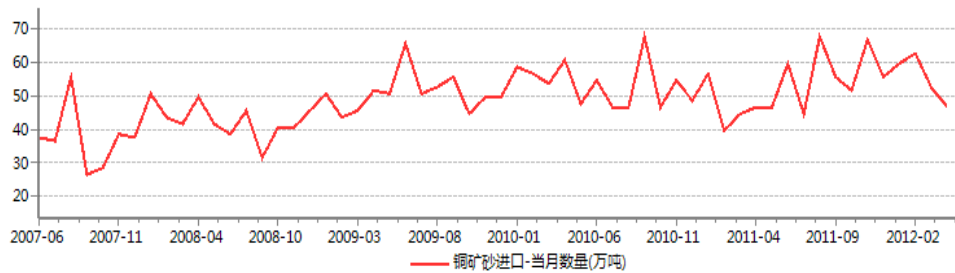
资料来源：wind资讯

总的来看，受资源、资金和产业政策影响，我国铜行业集中度较高。

供给情况

我国铜资源总量较大，但在矿床规模、矿石品位及开采难度上均处于劣势，加之大量开采，已经造成许多国内矿山资源逐渐枯竭。而全球前十名的矿业巨头控制着世界近 75% 的矿山产量，资源处于高度垄断状态，我国铜矿自给率仅 20%-25%，大量依赖进口。从我国历年来铜矿砂的进口数量来看，进入 09 年以后我国的铜矿砂进口数量单月都保持在相对较高水平，且进口量呈不断攀升之势。（见图 2）

图 2 2007-2012 年铜矿砂月进口情况 单位：万吨



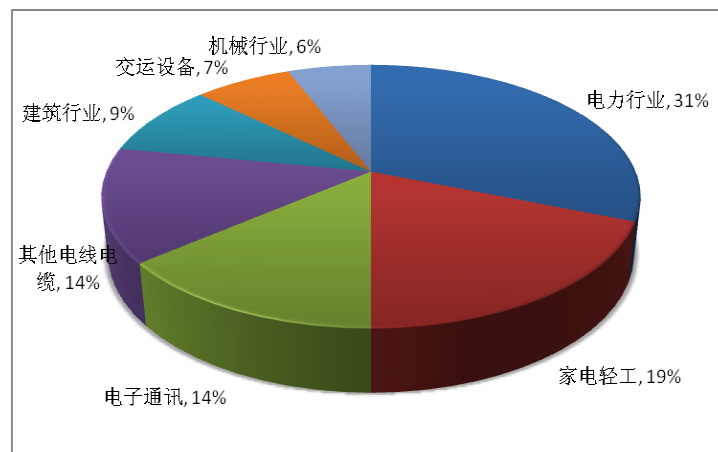
数据来源：同花顺iFinD

总的来看，我国铜资源的自给能力较低，不能满足不断扩张的下游需求，绝大部分资源依赖进口。

需求状况

我国是全球最大的铜消费国，近年来更成为拉动全球铜消费量的主要力量，2011 年我国铜消费量占全球消费总量的 38.15%。铜在我国被广泛应用于电力行业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业以及建筑等行业。其中，在我国铜需求最大的电力行业中，铜主要是用作生产电线电缆的原料。

图 3 我国铜的消费结构



资料来源：CEIC

消费方面，2011 年中国的铜需求增速回落，铜消费的增长主要依靠电力行业和空调制冷行业支撑。具体到各主要铜消费行业来看，随着十二五开局以及农村进行电网改造，2011 年电力行业的投资额快速回升，对铜需求拉动作用明显；空调制冷行业在 2011 年发展迅速，国内铜需求受益于家电下乡、以旧换新、节能补贴等优惠政策的带动；建筑行业对铜的消费需求随着 2011 年房地产调控政策的实施，对铜的需求形成潜在不利影响；交通运输行业在经历连续两年的高增长后，2011 年受汽车产量增幅萎缩，铁路基本建设投资额下降，船舶订单明显减少，交通运输行业铜需

求增速显著下滑；近年来电子行业增长则基本稳定。

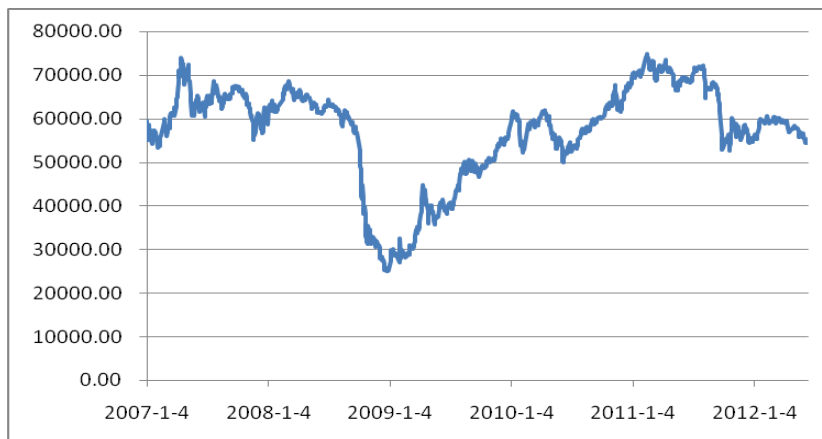
总的来看，铜消费涉及行业较多，部分行业受宏观经济影响对铜的需求量下降，但由于电网改造和家电下乡等政策的支持，铜的整体需求增速回落，但需求量并未出现萎缩。

价格走势

我国铜价参考上海长江现货市场及上海期货交易所的价格，国际阴极铜的销售价格主要参考伦敦金属交易所（LME）的铜价确定，境内外市场趋势相同，彼此互为影响。铜价受到国际经济形势、生产国的生产供应状况、下游行业产业政策、替代品价格、库存量等因素的影响，有明显的周期性。

2010 年，铜价继续延续上涨态势，2010 年末 LME 现货铜价为 9,650 美元/吨，长江现货铜价为 69,300 元/吨，较年初分别上涨 31.4%和 17.6%。而到了 2011 年，随着欧洲主权债务危机的爆发，加上全球对中国经济硬着陆的担忧，大宗商品价格出现大幅回落，截至 2011 年 12 月 31 日，伦敦 LME 现货铜价为 7590 美元/吨，长江现货铜价为 55250 元/吨，分别较年初下跌 21.35%和 20.27%。进入 2012 年，受到欧洲债务危机及全球市场对中国经济硬着陆的担忧，国际铜价已从年初水平向下进行了一定调整，但相对历史铜价而言，仍处于较高位。

图 4 2007 年-2012 年 6 月长江现货铜价走势 单位：元/吨



资料来源：wind 资讯

总的来看，铜价与国际市场联动较明显，铜价受经济形势、供求关系等多种因素的综合影响波动较大，目前铜价依然保持相对高位运行。

行业关注

（1）资源不足，自给率低

我国铜资源品位较低；单一矿、中小型铜矿较多；井下矿山多，开采难度大。可采储量不足，限制了我国铜精矿产量的增加，导致全国铜企业自给率常年偏低，只能依靠大量进口各种铜资源来弥补国内的需求缺口。

（2）受国际铜供应商影响较大

我国是铜消费大国，四分之三的铜精矿来自进口，资源自给能力较低，使我国铜冶炼和铜加工企业在粗炼精炼费谈判中处于相对劣势，受国际供应商影响较大，一定程度上压缩了铜冶炼行业和铜加工行业的利润空间。

未来发展

受制于整体经济环境影响，使得短期内铜需求受到一定限制，但中长期而言，铜矿资源不足的局面仍未改变。此外，随着发达国家的经济复苏和其他新兴国家的高速发展，未来全球铜金属

需求仍将强健，国际铜价仍将维持高位，导致国内铜价也会维持高位。

面对我国铜资源等重要战略资源匮乏的局面，国家鼓励中国企业实施“走出去”战略，支持企业在全世界范围内寻找并控制重要战略资源。未来，我国铜企业将会通过海外收购、风险勘探等方式加大资源开发的力度，缓解对进口资源的过度依赖。

2. 铅锌矿

供给情况

根据有色金属行业协会的统计，2011 年国内铅产量 464.77 万吨，同比增长 10.68%，其中矿产 321.93 万吨，增长 13.50%；锌产量 522.19 万吨，同比增长 1.12%，其中矿产 503.41 万吨，微增 1.00%。铅精矿和锌精矿产量分别为 235.83 万吨和 430.83 万吨，分别较上年增长 27.38%和 16.45%。从地区来看，陕西、甘肃、广西、四川、内蒙等地区铅锌资源丰富，新增矿山项目多在此投产，故对产量增幅贡献较大，同比增幅分别为 49.4%、40.6%、35.5%、33.4%、22.5%。

2011 年国内精矿产量增长较快，一方面是因为这些年国家资源接续工作取得了一定成效，部分地区尤其是勘探程度相对较低、铅锌资源较丰富的内蒙地区新发现并投产的项目较多；另一方面，对于矿山来说，虽然今年铅价压缩了其利润空间，但仍有较丰厚的利润，生产积极性减弱效应有限，且企业有维持自身正常生产的需求，故并未出现大幅减产。

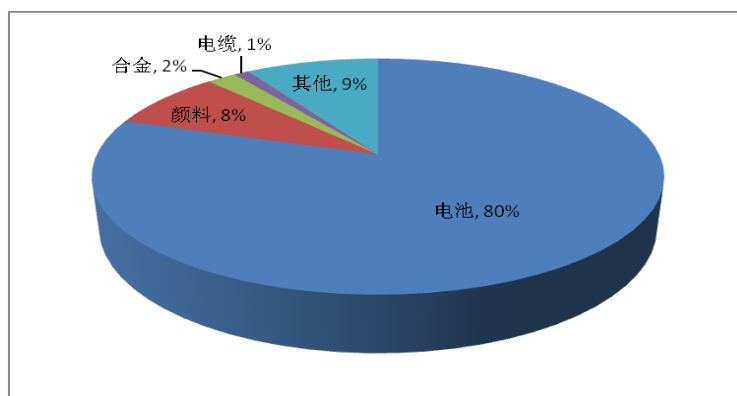
目前，我国原料供应不足的问题仍然严峻。虽然精矿市场新增产能陆续投产，但多数为铅锌企业自有矿山自产自销，并未投放市场；且尽管冶炼厂增速减缓，精矿需求增加不多，但在价格下跌的过程中，矿山不愿意放货，精矿库存集中在矿山，冶炼厂仍然感到原料紧张。产业链下游利润空间逐步压低，毛利率向产业链上游转移。

总的来看，由于新矿陆续投产及老矿保持一定产能的需要，2011 年铅锌产量提升较多，但冶炼企业仍受困于原料市场。

需求状况

中国铅初级消费主要为铅酸蓄电池、氧化铅、铅合金、铅材等领域，其中铅酸蓄电池是主要消费领域，耗铅量占整个铅需求的 80%（如图 5）。就目前我国铅酸蓄电池的消费结构而言，中国汽车产量及蓄电池出口状况决定了铅酸蓄电池的消费状况。

图 5 我国铅产品消费结构图



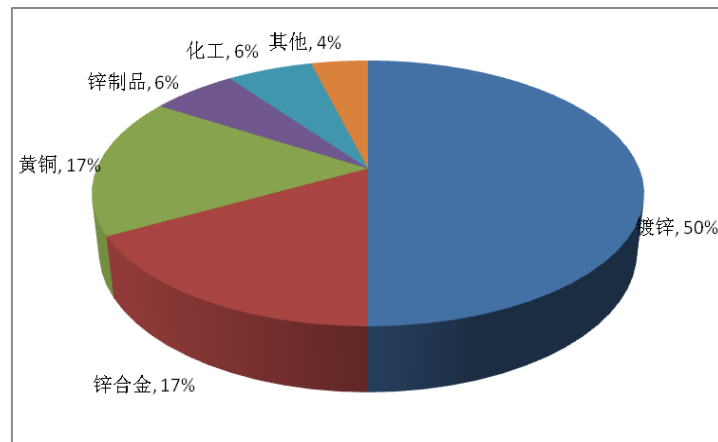
资料来源：安泰科

2011 年 5 月份以来，环保部、工信部等九部委重拳出击，全面整治铅酸蓄电池生产、组装和回收（再生铅）企业。受环保整治影响，2011 年全国铅酸蓄电池产量总体增量水平大幅下降。据国家统计局公布的统计数据，2011 年 1-11 月全国累计生产铅酸蓄电池 12,856.8 万千伏安时，同比增长 2.9%，较去年同比增幅减少近 16 个百分点。总的来看，铅酸蓄电池是铅消费的主要领域，

2011 年由于行业整顿，对铅的消费产生一定影响。

锌主要用于生产锌基合金、化合物等，镀锌业是锌的最大消费领域。（如图 6）

图 6 我国锌消费结构图



资料来源：安泰科

国家统计局产量数据显示，2011 年 1-11 月镀层板产量累计 2900 万吨，同比增长 17.6%，但较 2010 年近 40%的增幅出现明显下降。镀锌板产量不断增加，但由于市场需求不佳，增加产量多形成库存。在压铸锌合金领域，沿海地区的压铸企业受到人民币升值和欧美需求减弱的双重打击，经营状况普遍不理想。从 2011 年全年来看，虽然受全球经济增速放缓的影响，全球锌消费受到影响，但从国内数据来看，消费增速强于供给增速。

总体来看，我国铅锌产品的需求增速有所下降，但总量依然保持一定规模。

竞争格局

铅锌行业的集中度没有铜行业高，近年来通过兼并重组，株洲冶炼集团公司、河南豫光金铅股份公司、葫芦岛有色金属集团、中金岭南股份公司、云南驰宏锌锗股份公司等五大企业在国内铅锌行业中的地位进一步得到提升，合计精炼铅产量占全国产量的 15%左右，合计锌产量占全国产量的 30%左右。

表 2 2011 年我国铅锌有色金属上市公司情况

简称	资产总计 (万元)	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	资产负债率 (%)	流动比率	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)
驰宏锌锗	1,529,542.72	631,494.95	43,099.06	73.41	0.57	8.93	6.27
中金岭南	1,404,240.02	1,863,403.23	137,856.12	52.56	1.01	19.25	10.87
豫光金铅	685,921.83	1,166,799.16	13,440.91	72.80	1.21	4.85	4.69
株冶集团	647,454.25	1,172,269.78	-58,890.41	77.93	0.73	-32.83	-5.58
盛达矿业	105,075.94	94,182.95	74,795.90	33.75	2.22	106.85	123.26
西部资源	189,713.75	31,213.30	29,026.26	16.71	3.17	24.05	23.54

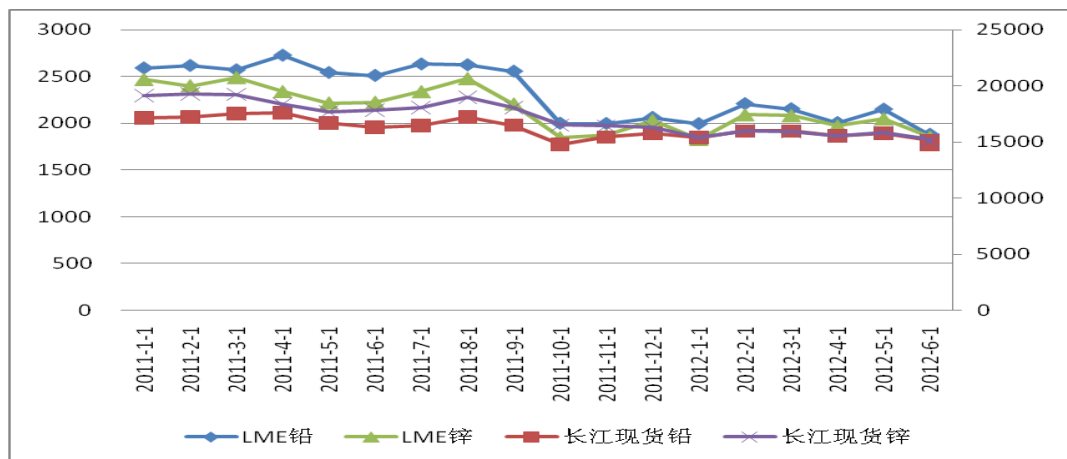
资料来源：wind资讯

2011 年我国铅锌采选和冶炼加工行业资产总额共计 25,280,775 万元，实现销售收入 35,953,477 万元，利润总额 2,713,445 万元。从经营铅锌业务的上市公司情况来看，驰宏锌锗、中金岭南、豫光金铅和株冶集团 2011 年资产总计 4,267,158.83 万元，实现营业收入 4,833,967.11 万元，利润总额 135,505.68 万元，分别占当年行业总额的 16.88%、13.45%和 5.00%。由此可见，铅锌行业的集中度有待继续提高。

价格走势

铅锌价格内外盘之间有一定的联动效应。铅价方面，2011 年国内精铅走势主要受外盘影响，但总体弱于后者。2011 年国内市场均价为 16,337 元/吨，同比上涨 1.5%，较外盘涨幅低 10 多个百分点。铅市场表现出的外强内弱一方面是因为国内宏观环境并不好于国外，另外一方面是因为国内市场需求更为疲软，且一部分需求被政策所压制，而精铅产量因产能原因继续保持了一定幅度的增长。锌价方面，自 2011 年初起至三季度中旬，锌价宽幅震荡，沪锌主力在 14500-18500 元/吨区间波动；三季度下旬，国内外锌价开启震荡下行的弱势局面；四季度期间创全年价格最低点，至年底尚无回暖迹象。总体而言，2011 年锌价长期低位运行。

图 7 2011 年-12 年 6 月我国铅锌价格走势对比 单位：元/吨、美元/吨



资料来源：有色金属工业协会

从基本面分析，随着经历环保整顿后的中国铅酸蓄电池行业复工进一步扩大及新建产能的逐步投产，精铅消费有望呈现一波小幅增长，供需基本面对国内铅市场形成一定的支撑力。另外，疲弱的锌价一定程度上使全球生产增速放缓，2012 年锌价还将维持宽幅震荡，但由于精矿市场是典型的卖方市场，锌价成本价格易涨难跌，对锌价形成一定支撑。

3. 相关行业政策

①准入政策

2006 年以来，国家出台《铜冶炼行业准入条件》、《铅锌行业准入条件》。上述文件在企业布局、规模要求、外部条件要求、工艺和装备、产品质量、能源消耗、资源综合利用、环境保护、安全生产与职业危害等方面做了详细规定，其中对新建项目的建设规模、自有矿山原料保障率、环保等方面做了具体规定，有色金属行业进入门槛大大提高。

②产业规划

2011 年国务院出台了《重金属污染综合防治“十二五”规划》，研究提出涉及铅、汞、镉、铬、砷等重金属污染防治技术标准、政策措施和管理规定，全面排查整治重金属排污企业，优化涉重金属产业结构，完善重金属污染防治体系、事故应急体系及环境与健康风险评估体系等三大监管体系，为有效控制重金属污染奠定坚实基础。该《规划》的出台将从各个监管方面有效抑制非法开采、冶炼等，必将规划有色金属尤其是小金属的生产，从法律制度上保护了规范有序开采企业的利益，保护了重金属资源的长期有效供给。

2012 年工信部于 1 月 30 日印发《有色金属工业“十二五”发展规划》，强调“十二五”时期有色金属要控制总量，加大节能减排。10 种有色金属产量控制在 4,600 万吨左右，年均增长率为 8%；铜、铅、镁、电锌冶炼综合能耗分别降到 300 千克标煤/吨、320 千克标煤/吨、4 吨标煤/吨

和 900 千克标煤/吨及以下。《发展规划》强调，要大力发展精深加工产品，到 2015 年，实现有色金属新材料产品增加值占工业增加值比重由 2010 年的 8% 增加到 15%。《发展规划》提出，要以发展精深加工、提升品种质量为重点，以轻质、高强、大规格、耐高温、耐腐蚀、低成本为发展方向，大力发展铝、镁、钛等高强轻合金材料，以提高性能、降低成本为方向，加快发展高性能铜合金材料、铅锌镍各种合金及其他功能材料，满足战略性新兴产业以及国家重大工程的需求，形成若干布局合理、特色鲜明、产业聚集的有色金属精深加工产业生产基地。

③资源税政策

自 2007 年 8 月 1 日起，财政部和国家税务总局对铅锌、铜矿产品资源税适用税额标准进行调整，其中：铅锌矿石一等矿山调整为每吨 20 元；二等矿山调整为每吨 18 元；三等矿山调整为每吨 16 元；四等矿山调整为每吨 13 元；五等矿山调整为每吨 10 元。铜矿石一等矿山调整为每吨 7 元；二等矿山调整为每吨 6.5 元；三等矿山调整为每吨 6 元；四等矿山调整为每吨 5.5 元；五等矿山调整为每吨 5 元。资源税的上调不利于公司锌、铅产品业务收入的增长，对公司的业绩成长形成一定的压力。

从相关行业发布的政策内容来看，注重对有色金属资源的可持续利用，关注环境保护，提高行业集中度和资源自给能力。

总体来看，矿产作为不可再生资源，伴随大型矿床储量逐年减少、开采难度加大、高品位矿石数量有限等原因，矿产资源的短缺现象将日益突出。有色金属是国民经济发展的基础材料，在航空航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等行业需求较大。随着全球经济形势回暖，我国基础投资的加大，未来 5-10 年我国对有色金属的需求将保持稳定增长的态势。因此，有色金属的供需状况在大部分时间将会处于卖方市场，资源价格将逐步推高，毛利率逐步向产业链上游转移。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

随着 2008 年资产重组后，阳坝铜业的矿产资源注入上市公司，以及 2011 年通过定向增发收购银茂矿业，公司全面涉足有色金属的采选业务，主营铜精粉、铅精粉、锌精粉等有色金属销售。截至 2012 年 6 月底，公司资产规模合计 195,407.19 万元，拥有铜、铅、锌、锂、金等矿种的探矿和采矿权。公司通过 5 家全资及控股子公司分别实现对自有矿产资源的管理，5 家子公司分别为阳坝铜业、银茂矿业、江西西部资源锂业有限公司（以下简称“江西锂业”）、甘肃省礼县大秦黄金开发有限公司（以下简称“大秦黄金”）和贵州西部资源煤业投资有限公司（以下简称“贵州煤业”）。

阳坝铜业目前拥有杜坝铜矿采矿权、阳坝铜矿采矿权和铁炉沟铜矿探矿权，三处矿山的矿床工业类型均为大于 1% 需选富铜矿¹，铜矿石主要类型为含铜磁（赤）铁石英岩、含铜黄铁矿。根据北京恩地科技发展有限公司 2008 年出具的采矿权评估报告，于评估基准日，阳坝、杜坝的评估利用可采储量分别为 115.53 万吨和 76.63 万吨，铁炉沟探明的总矿石量为 215 万吨。杜坝铜矿和阳坝铜矿的设计生产规模各为 9 万吨/年，目前公司正在办理油房沟-铁炉沟采矿证，如顺利办理采矿证并投产，公司铜精粉、铁精粉产量将大幅提高。

¹ 大于 1% 需选富铜矿指品味大于 1 的铜矿。

银茂矿业目前有虎爪山和平头山两个矿段，由于平头山矿段位于栖霞山风景区，属于禁采区，可开采的为虎爪山矿段。根据北京中企华资产评估有限责任公司 2010 年的评估结果，于评估基准日，该矿区评估利用可采储量为 349.39 万吨，设计生产能力为 35 万吨/年。

江西锂业拥有河源锂辉石矿采矿权，资源储量丰富，实际采选能力为 6.6-8 万吨/年。根据江西省地矿资源勘查开发有限公司编写的《江西省宁都县河源矿区锂辉石矿资源储量核实报告》，截至 2011 年 10 月 31 日，其保有的资源储量为 575.71 万吨，可服务年限 80 余年。同时，由于锂辉石在我国属稀缺资源，用途广泛，需求量逐年增大，因此该矿山具有非常好的经济效益和发展前景。

大秦黄金拥有甘肃省礼县柴家山金矿普查探矿权和甘肃省礼县董家坪金矿等多金属矿普查探矿权，目前处于探矿阶段，尚未进行正常的黄金采选和产品销售业务。

贵州煤业于 2012 年 4 月投资成立，立足于贵州及周边地区煤炭开发，目前因贵州省煤炭政策整合，暂未开展相关投资工作。

表 3 公司目前矿产资源储量及产能情况（单位：万吨）

公司名称	矿 权	矿石保有量（截至 2012 年 6 月 30 日）	评估利用可采储量（截至 2012 年 6 月 30 日）	设计生产能力
阳坝铜业	阳坝铜矿采矿权	126.02	80.55 ²	9 万吨/年
	杜坝铜矿采矿权	81.02	41.65 ³	9 万吨/年
	铁炉沟铜矿探矿权	215 ⁴	--	--
银茂矿业	虎爪山矿采矿权	--	288.43 ⁵	35 万吨/年
江西锂业	河源锂辉石矿采矿权	575.71 ⁶	--	6.6~8 万吨/年
大秦黄金	柴家山、董家坪金矿探矿权	探矿阶段	--	--

资料来源：公司提供。

成本优势方面，子公司阳坝铜业拥有杜坝、阳坝、铜矿和铁炉沟三处矿山，矿床工业类型均为大于 1%需选富铜矿，铜矿品位较高。一般而言，同样生产一吨铜精矿，品位越高，处理的矿石量越少，则单吨的采掘成本相对下降，因此，品位高的小型矿山单位生产成本低，固定资产投资低，具有成本优势。

伴生矿资源方面，子公司银茂矿业在铅锌矿的采选过程中可以提炼出高价金属银以及硫精粉，都可以提高公司原有矿产品的附加值，提高了单位矿产品的利润空间。

总体来看，公司的矿产资源品质较好，为公司带来了较高的利润空间。

2. 技术水平

公司目前处于规模化生产状态的有两处基地，分别为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。

阳坝铜业目前拥有杜坝、阳坝铜和铁炉沟三处铜矿山。采矿方法方面，采用浅孔留矿充填法，

²对阳坝铜矿可采储量的解释：2008 年 1 月 31 日（最近一次评估基准日），矿石保有量为 161 万吨，评估利用可采储量为 115.53 万吨，扣除至 2012 年 6 月 30 日开采量（53 个月），矿石保有量为 $161-9*(1-12%)*(53/12)=126.02$ 万吨，评估利用可采储量为 $115.53-9*(1-12%)*(53/12)=80.55$ 万吨。（12%为矿石贫化率）。

³对杜坝铜矿可采储量的解释：2008 年 1 月 31 日，矿石保有量为 116 万吨，评估利用可采储量 76.63 万吨，扣除至 2012 年 6 月 30 日开采量（53 个月），矿石保有量为 $116-9*(1-12%)*(53/12)=83$ 万吨，评估利用可采储量为 $76.63-9*(1-12%)*(53/12)=41.65$ 万吨。（12%为矿石贫化率）。

⁴对铁炉沟铜矿矿石保有量的解释：2007 年 10 月，中介机构提交的地质普查报告表明，该矿获得铜矿石量 215 万吨，目前采矿权未办理完毕，尚未进行开采。

⁵对虎爪山矿可采储量的解释：2010 年 8 月 31 日（最近一次评估基准日），评估利用可采储量为 349.39 万吨，扣除至 2012 年 6 月 30 日开采量（22 个月），评估利用可采储量为 $349.39-35*(1-5%)*(22/12)=288.43$ 万吨。（5%为矿石贫化率）。

⁶对河源锂辉石矿矿石保有量的解释：河源锂辉矿 2011 年 10 月 31 日，矿石保有量 575.71 万吨，目前正进行年产 5000 吨碳酸锂的技改项目建设以及继续对矿体深部进行探矿工作，并在持续办理晶泰锂业拥有的广昌县头陂里坑锂辉石矿采矿权事宜，暂未开展生产经营。

该方法是目前中小型矿山常用的方法。选矿工艺方面，阳坝采用浮选+磁选法，杜坝采用浮选法，该方法也是目前矿山作业中应用最广泛的方法，技术成熟稳定。

银茂矿业目前有虎爪山和平头山两个矿段，由于平头山矿段位于栖霞山风景区，属于禁采区，可开采的为虎爪山矿段。采矿方法以上向水平分层点柱充填法为主，对较富的矿段采用分矿房矿柱两步骤回采不留点柱的分层充填法。其中上向水平分层点柱充填法将废水循环利用，有效解决了环境污染，得到业界的肯定。选矿工艺中，在精矿浓缩脱水作业环节，取得了铅锌硫化矿高浓度节能环保选矿方法（专利号：ZL200710192040.0）、铅锌硫化矿选矿废水循环利用法（专利号：ZL200410014572.1）、铅锌硫化矿电位调控浮选工艺（专利号：ZL200410014574.0）、铅锌硫化矿快速选铅选锌工艺（专利号：ZL200410014573.6）、提高铅中银回收率的分步浮选工艺（专利号：ZL200410014571.7）等数项专利。

表 4 银茂矿业拥有的专利技术情况

序号	专利技术名称	类别	专利号	申请日	授权公告日
1	铅锌硫化矿高浓度节能环保选矿方法	发明	ZL200710192040.0	2007/12/31	2010/03/24
2	铅锌硫化矿选矿废水循环利用法	发明	ZL200410014572.1	2004/04/06	2006/01/04
3	铅锌硫化矿电位调控浮选工艺	发明	ZL200410014574.0	2004/04/06	2006/02/22
4	铅锌硫化矿快速选铅选锌工艺	发明	ZL200410014573.6	2004/04/06	2006/02/22
5	提高铅中银回收率的分步浮选工艺	发明	ZL200410014571.7	2004/04/06	2006/02/22
6	一种喷气阀	实用新型	ZL200920231260.4	2009/09/04	2010/05/19
7	空气破碎锤及其锤头装置	实用新型	ZL200720046364.9	2007/09/26	2008/07/23
8	制备矿山充填用高浓度全尾砂料浆的装置[注]	实用新型	ZL200720063741.X	2007/07/05	2008/04/23

资料来源：企业提供。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 5 人，其中总经理 1 名、副总经理 2 名，财务总监 1 名，董事会秘书 1 名。公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长、总经理王成先生，40 岁，本科学历，曾任四川彩虹制药有限责任公司总经理，甘肃独一味生物制药有限责任公司副总经理，四川西部资源控股股份有限公司董事、总经理。现任公司董事长、总经理、甘肃阳坝铜业有限责任公司法人代表、江西西部资源锂业有限公司法人代表、南京银茂铅锌矿业有限公司董事。

财务总监王勇先生，40 岁，硕士学历，曾任四川恒康发展有限责任公司高级财务经理，四川西部资源控股股份有限公司监事。现任公司董事、财务总监、南京银茂铅锌矿业有限公司董事。

截至 2011 年底，公司在职工 1,379 人；按照教育程度划分，本科及以上学历占比 6.89%，大专学历占比 6.82%，大专以下学历占比 86.51%；按照专业构成划分，生产人员占比 69.25%，行政后勤人员 20.59%，研究及技术人员占比 4.71%，采购及销售人员占比 1.52%，财务人员 2.03%。公司作为从事有色金属采选的资源类企业，生产人员占比较大。

总体来看，公司高层管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验；员工学历构成尚属合理，能够满足公司目前生产经营发展需要。

4. 安全与环保

公司作为矿山采选企业，安全生产是重要工作。公司相关安全生产管理制度完善，阳坝铜业和银茂矿业均已取得采矿许可证、矿山安全生产许可证、排污许可证、矿长安全技术许可证等矿山生产的相关证件，符合国家关于小型矿山安全生产和环境保护的要求。

表 5 公司子公司矿山相关安全生产许可证取得情况

采矿权人	采矿权证	安全生产许可证	排污许可证	尾矿库安全生产许可证	矿长安全技术资格证
阳坝铜业	已取得	已取得	已取得	已取得	已取得
银茂矿业	已取得	已取得	已取得	无	已取得
江西锂业	已取得	已取得	已取得	申请中	已取得

资料来源：公司提供。

注：银茂矿业由于地处栖霞风景区，使用的是尾矿回填技术，未设置尾矿库，故无尾矿库安全生产许可证。江西的尾矿已经改造，现在正在进行环评工作。

环保方面，银茂矿业主营铅锌矿采选业务，阳坝铜业主营铜矿石采选业务，江西锂业主营锂辉石矿采选及深加工业务，三家采选业务子公司主要污染源为采选业务形成的固体废物和废水。固体废物主要有采矿过程中产生的废石和选矿过程中产生的尾砂，采矿过程中产生的废石全部用于井下采空区充填，不出井口；选矿过程中产生的尾砂输送至尾矿库固定堆存；废水主要是选矿过程中产生的尾矿水和尾矿、车间工业废水、铁精矿溢流水和生活区盥洗水等，所有污水全部汇集后送至砂泵站，经智能水隔离泵输送至尾矿库，澄清后的清水经建在尾矿坝的清水泵站再全部输送至选矿高位水池做为选矿用水，重复利用不外排。

银茂矿业取得了南京市栖霞区环保局核发的《污染物排放许可证》，阳坝铜业拥有康县环境保护局核发的《污染物排放许可证》，江西锂业拥有宁都县环境保护局核发的《排放污染物许可证》。同时银茂矿业矿区主动申请通过了 ISO14001 认证，更好地履行企业应有的环境保护责任。2011 年，银茂矿业向环保部提交了环境保护核查的申请，环保部在核查过程中，协助企业发现了存在的一些环保问题和安全隐患。针对检查出现的问题，公司进行了认真、全面、彻底的整改，以期进一步提高公司在环保工作方面的管理水平。整改完成后，公司向江苏省环境保护厅申请验收，江苏省环境保护厅于 2012 年 7 月完成了现场验收工作，并于 2012 年 8 月 13 日出具了《关于南京银茂铅锌矿业有限公司有关环境问题整改情况的意见》的文件，指出银茂矿业的主要环保问题已基本整改到位。公司将以此次核查为契机，在公司内部加强培训，完善相关制度，让全体员工更进一步增强环保意识，更好地落实各项环保措施。

5. 外部支持

公司控股股东为四川恒康发展有限公司，创立于 1996 年，是一家涉足投资医药、矿产、酒店等产业的多元化大型民营企业。2008 年，通过上市公司收购的方式，大股东将阳坝铜业 100% 股权注入上市公司，注入优质资产，大幅提升公司的盈利能力和可持续经营能力。同时控股股东吸纳了公司对绵阳高新资产经营管理有限责任公司 2,776.06 万元的其他应收款，有利于公司剥离不良资产和负债，化解财务危机，改善财务结构。2009 年 6 月 10 日，公司与控股股东四川恒康签订《无偿获赠资产协议书》，通过四川恒康无偿捐赠方式获得其资产——梅园会议中心的房屋建筑物、机器设备、电子设备、土地等，该项资产注入能够为公司带来长期稳定持续的收入。

在税收优惠方面，银茂矿业作为国家重点扶持的高新技术企业，根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。

公司开发新技术、新产品、新工艺的研究开发费用，可以在计算应纳税所得额时加计扣除。银茂矿业于 2009 年 9 月 11 日取得江苏省科学技术局、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局颁发的 GR200932000698 号高新技术企业证书，有效期三年。根据国家法律银茂矿业 2011 年度企业所得税按 15% 计缴。2012 年高新技术企业证书到期之后，监管部门进行了复审，现已通过公示期，等待正式文件批复。若获得正式批复，银茂矿业 2012 年-2014 年将继续享受所得税优惠。

子公司阳坝铜业符合《关于支持汶川地震灾后恢复重建有关税收政策问题的通知》（财税[2008]104 号）和《关于延长财税部分税收优惠政策执行期限的通知》（财税[2009]131 号）规定的税收优惠政策条件，阳坝铜业于 2010 年 6 月、12 月分别收到甘肃省地税局下发的甘地税所减免字[2010]3 号、[2010]5 号《企业所得税减免批复通知书》，同意阳坝铜业 2009 年度、2010 年度免征企业所得税。2011 年 7 月，财政部、海关总署、国家税务总局联合印发《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》，其中规定：自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税，上述鼓励类产业企业是指以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其主营业务收入占企业收入总额 70% 以上的企业。目前公司接到甘肃省陇南市地方税务局（陇地税政[2012]61 号）《陇南市地方税务局关于甘肃阳坝铜业有限责任公司 2011 年享受西部大开发税收优惠政策的批复》文件，该文件指出，根据相关规定，经县主管税务机关审核确认，甘肃阳坝铜业有限责任公司符合“自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其当年度主营业务收入占企业收入总额 70% 以上的企业，经企业申请，主管税务机关审查确认后，可减按 15% 税率缴纳企业所得税”的规定。经市局减免税委会 2012 年 7 月 23 日会议研究，同意该企业在 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日企业所得税执行 15% 的税率。待《西部地区鼓励类产业目录》正式颁布后，阳坝铜业将最终申请在 2012 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间享受西部大开发所得税优惠政策。

总的来看，公司控股股东四川恒康对上市公司的支持力度较大；银茂矿业作为高新技术企业，阳坝铜业作为西部大开发政策鼓励类企业，在享受政府相关税收优惠政策方面具有一定的优势。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关上市公司治理法律法规及《公司章程》的要求，建立健全了法人治理结构，股东大会、董事会和监事会运作规范，董事会下设提名委员会、审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会，四个委员会专门独立、权责明确。公司与控股股东在业务、人员、财务、资产、机构等方面保持相互独立。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 7 名成员组成，其中 3 名为独立董事，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名监事组成，任期三年，监事会设监事会主席 1 名，由半数以上监事选举产生。监事通过召开监事会会议、列席董事会会议、定期检查公司财务等方式履行职责，对公司的依法运作、财务状况、资产收购、关联交易和董事、高级管理人员的行为进行有效监督。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体来看，公司法人治理结构比较完善。

2. 管理体制

公司的管理结构扁平化，公司本部下设行政人事部、投资部、财务部、生产技术部和运营管理部等职能部门并制定了相应的岗位职责。矿山由各分子公司独立运营，各运营单位接受总部统一管理，其内部设立相应的生产、经营、管理、财务等管理部门和岗位，实施具体生产经营业务。

采购、销售方面，子公司设立了独立的采购和销售部门。采购部负责公司生产所需的爆炸物品、选矿用零配件及低耗品等原材料、辅助生产材料和设备配件的采购，负责材料和设备询价、采购合同的订立与执行等工作。销售部负责拟定销售计划、签订产品销售合同并具体执行，组织产品发运，负责销售资金的回款等工作。

生产管理方面，公司实行各业务子公司独立进行生产组织的模式。各子公司根据市场行情独立进行生产组织，子公司总经理负责子公司的全面生产业务，公司对各业务子公司进行总体考核与监督。

安全生产和环境保护方面，子公司各自制定了《安全管理制度》，规定了爆炸物管理、设备安全、劳动保护穿戴等方面的管理细则。同时，对井下运输、采选、放炮等各个工种明确了安全管理职责，配备了适用的劳动保护用品，对生产全程严格管控，并设立安检岗位，负责公司各项工程、生产的安全纪律检查工作，及时纠正生产过程中违章现象。公司及其子公司遵守国家安全生产方面的法律、法规，未发生安全生产事故，没有受到安全生产管理部门的行政处罚。子公司安排专职人员从事环保管理工作，按照国家环保法律法规，对环保三废的管理制订了规章管理制度和奖惩管理办法；同时，加强了对尾矿库的管理，对发现的问题及时做出处理；落实安全生产责任制，切实把环保工作抓实抓好，并在安全责任考核制的基础上将环境保护纳入考核指标，强化环保理念，进行严格考核。

财务管理方面，公司对下属分子公司实行直属管理，所有的资金调度及使用均由公司总部统筹安排。出于对融资成本的考虑，总公司统筹借贷管理，但由于子公司的名义实施借贷业务。公司通过向下属子公司派遣财务人员，严格统一贯彻公司财务管理制度。每年年底总部财务部门根据各分子公司、部门编制的成本费用预算结合公司的生产经营实际情况进行成本预算方案综合编制，报经公司审议通过后，将各项成本费用下达各分子公司、部门执行，财务部门定期对各分子公司、部门成本费用开支情况进行统计分析。

人力资源管理方面，公司制订了包括《员工奖惩管理》、《绩效管理办法》、《考勤管理规定》、《劳动合同管理办法》、《薪酬管理制度》、《培训管理规定》等较为完善的人事管理制度，并在实际运营过程中贯彻执行。公司针对不同的岗位确立了不同的管理、考核、培训和招聘机制，针对具体岗位实行不同的绩效考核办法。

总体看，公司部门精简，内部管理制度较为健全，能满足日常管理运作。值得注意的是，随着公司规模不断扩大，原有组织结构的运行能力面临考验。

六、经营分析

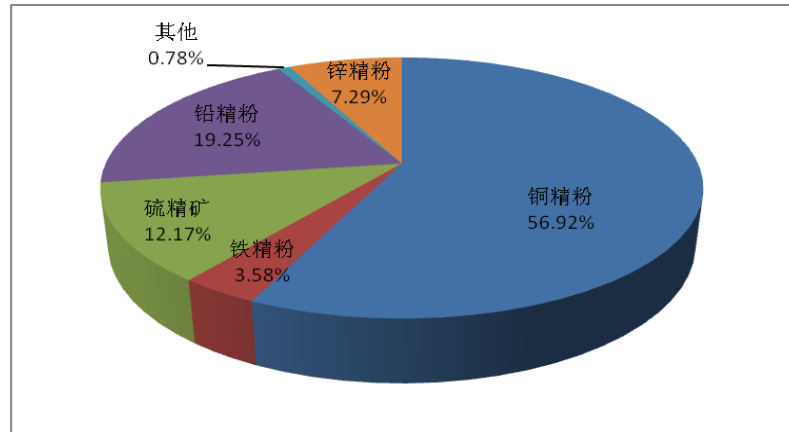
1. 经营概况

公司主营有色金属采选业务，目前主要产品为铜精粉、铅精粉、硫精矿和锌精粉等。近三年，公司完成了2项重大资产收购，导致产品品种快速增加，同时营业收入大幅增长。2010年3月，公司在江西设立了全资子公司江西锂业，并以其为主体收购了赣州晶泰锂业有限公司100%股权及泰昱锂业河源锂辉石矿采矿权，新增了锂辉石矿采选及深加工业务。2011年，公司通过非公开发

行股票募集资金的方式，收购了银茂矿业 80% 股权，新增硫精矿、锰精矿、铅精粉、锌精粉产品。

2009~2011 年，公司营业收入分别为 15,632.04 万元、21,168.41 万元和 31,213.30 万元，年均增长率为 41.31%，占比最大的铜精粉产品收入较为稳定，新增产品的销售收入带动公司营业收入实现了快速增长。2011 年公司主营业务收入占 97.83%，主营业务突出。从主营业务收入构成来看，铜精粉、铅精粉、硫精矿、锌精粉的销售是公司收入和利润的主要来源，2011 年占公司主营业务收入的比重分别为 56.92%、19.25%、12.17% 和 7.29%（图 8），其他产品包括铁精粉、碳酸锂、锰精矿和尾矿，收入占比较小。

图 8 2011 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报。

从公司主要产品的毛利情况来看，公司产品整体毛利水平较高，2009~2011 年公司主营业务毛利率分别为 81.73%、86.87% 和 70.46%，毛利率有下降趋势，但整体仍保持较高水平，毛利下降的主要原因是公司有色金属产品价格波动，加之公司锂矿和铅锌矿的毛利水平形成一定拖累。近三年，公司铜精粉产品毛利率受铜价变动影响有所波动，但始终保持在 80% 以上，是公司最主要的收入和利润来源；铅精粉和锌精粉产品的毛利率分别为 44.16% 和 8.55%，由于铅精粉收入中包含了伴生银的收入，且占比高达 73%，导致铅精粉的毛利水平高于同行业；公司的伴生矿品种铁精粉、锰精矿和硫精矿产品的毛利率均超过 70%；公司碳酸锂产品毛利率近两年均为负数，主要是由于子公司江西锂业的电池级碳酸锂产品仍在试制过程中，目前锂辉石采选及深加工业务占比较小。

表 6 2009~2012 年 6 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

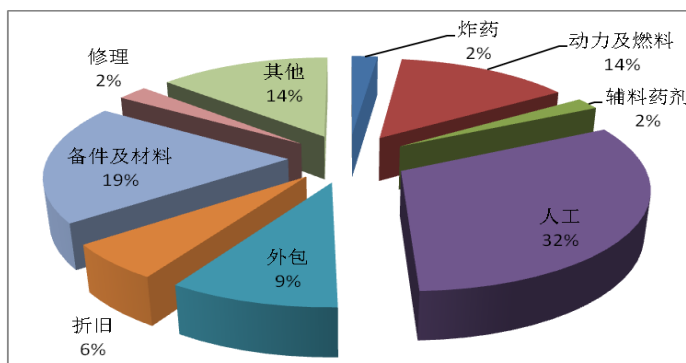
产品	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1~6 月		
	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)
铜精粉	15352.40	2805.54	81.73	197,55.64	2,478.41	87.45	17,380.65	2,507.25	85.57	7,702.44	1,187.22	84.59
铁精粉	234.76	42.92	81.73	8,47.85	103.27	87.82	1,094.25	104.47	90.45	859.50	132.48	84.59
碳酸锂				65.5	129.46	-97.66	150.84	350.86	-132.61	0.00	0.00	
尾矿				4	3.76	6	6.37	5.49	13.71	0.00	0.00	
硫精矿							3,716.71	710.75	80.88	6,809.66	971.53	85.73
锰精矿							81.62	23.89	70.74	141.12	6.50	95.39
铅精矿							5,878.48	3,282.45	44.16	6,661.50	2,833.84	57.46
锌精粉							2,226.72	2,036.33	8.55	3,934.30	2,063.26	47.56
合计	15,587.16	2,848.46	81.73	20,672.98	2,714.90	86.87	30,535.63	9,021.48	70.46	26,108.51	7,194.84	72.44

资料来源：公司年报。（其中 2011 年硫精矿、锰精矿、铅精矿、锌精矿收入和成本为 2011 年 9 月 30 日合并之后数据）

注：上表中铅精矿收入中包含了伴生银的收入，且伴生银的收入占比较高，占比达到 73%。

生产成本构成方面，公司主要成本为人工成本、动力成本及备件和材料等，2011 年占生产成本的比重分别为 31.71%、13.81%和 19.23%（如图 9），采掘业属人力密集型行业，随着近年来用工成本的普遍上涨，公司未来也面临一定的人工成本上涨压力。

图 9 2011 年公司生产成本构成情况



资料来源：公司提供。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 26,418.54 万元，同比增长 159.06%；实现利润总额 11,263.18 万元，同比增长 59.59%；实现归属母公司净利润 7,479.13 万元，同比增长 46.48%，毛利水平也较 2011 年底有所提高，继续保持了良好的经营态势。

2. 产销情况

生产情况

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。

公司主要产品为铜精粉、铅精粉、硫精矿和锌精粉等。近三年铜精粉产量有所波动，2011 年铜精粉产量为 17,283 吨，较前两年均有所下降，主要是由于 2011 年阳坝铜业集体放假一个月，加上夏季频繁暴雨，造成道路冲毁，对生产造成影响；2009~2011 年，铅精粉和锌精粉产量逐年下降，主要是目前挖掘矿段矿石贫化率⁷上升所致，2011 年产量分别为 11,207 吨和 20,057 吨；近三年，硫精矿产量逐年提高，2011 年生产硫精矿 267,345 吨，较 2010 年增长 14.55%。

表 7 2009~2012 年 1~6 月公司主要产品产量情况（单位：吨）

产品	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~6 月	开采能力 ⁸
铜精粉	18,826	20,203	17,283	9,580.12	18 万吨/年
铅精粉	17,734	14,431	11,207	5,213.62	35 万吨/年
锌精粉	36,855	26,881	20,057	9,017.44	
硫精矿	217,074	233,377	267,345	109,162.32	

资料来源：公司提供。

注：2011 年 9 月份之前，铅精粉、锌精粉和硫精矿产量系银茂矿业被收购前数据，相关收入及盈利未计入公司合并报表。

定价与结算模式

销售定价方面，由于铜等金属是标准化的大宗商品，产品主要根据市场定价。阳坝铜业与白

⁷ 采矿贫化率是指计算开采范围内原矿地质品位与采出矿石品位之差与原矿地质品位之间的比值。在开采过程中，由于废石、矸石混入或高品位矿石损失等原因，导致采出矿石品位低于开采前计算的工业储量中的矿石地质品位，这种现象称矿石贫化。

⁸ 此产能数据为采矿许可证批准生产规模，因产出矿石品位不固定，每样产品每年的产能数据不能准确衡量，因此产能数据以矿石生产规模列示。

银有色集团股份有限公司的销售价格是根据铜精矿中化验得到的铜品位结果，以上海期货交易所当月金属平均价乘以双方协议的系数计价进行结算；铅精矿以品位60%为基准，按上海有色金属网当月每日公布的铅锭中间价的月平均价为计价基础减去冶炼费计价；锌精矿以品位50%为基准，按货到需方上海有色金属网当月每日公布的锌锭中间价的月平均价为计价基础乘以计价系数计价；硫精矿以硫品味45%为基准，按照每吨标硫基价计算单价，基价根据市场行情调整；锰精矿以品位20%为基准，在基价基础上根据实际品位上下调节单价。

销售和结算模式，公司各业务子公司将产品自行销售给终端客户，结算模式主要采取预收部分款项和赊销相结合的方式：客户在接到货物后，根据预计货款价值预付部分货款，待化验产品中金属含量结果后，根据合同确定的单价计算方式确定产品的售价，并出具结算单、结清货款。收款账期一般为 30~60 天；收款方式主要为现金或银行承兑汇票。

销售情况

公司产品销售业务由各子公司直接负责，绝大部分通过直接模式销售给终端客户。2011年公司实现主营业务销售收入30,535.63万元。

产品销售量方面，2009~2011年公司主要产品销售量与产量保持同步变化，公司产品基本上实现了尽产尽销。销售价格方面，2009~2011年，国内经济复苏带动大宗商品价格普遍上涨，公司产品销售价格逐年上升。2012年中期，受欧洲债务危机影响加深及宏观经济增速放缓等因素影响，公司产品价格除硫精矿外均呈现回落，铜精粉、铅精粉、锌精粉平均销售价格分别较2011年下降了15.08%、12.67%和9.45%。

表8 2009~2012年1~6月公司主要产品销售量和销售均价情况（单位：吨、元/吨）

产品	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~6 月	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
铜精粉	18,666	8,342	19,420	10,173	15,571	11,162	8,125.62	9,479
铅精粉	17,337	7,607	13,241	12,285	12,180	17,249	4,422.28	15,064
锌精粉	35,609	2,671	25,158	4,609	23,190	5,103	8,514.65	4,621
硫精矿	218,860	86	219,816	215	269,988	603	108,929.05	625

资料来源：公司提供。

注：2011 年 9 月份之前，铅精粉、锌精粉和硫精矿销售情况系银茂矿业被收购前数据，因此未计入公司报表。

从销售区域来看，公司不同种类产品的销售区域不同。2009~2011 年阳坝铜业生产的铜精矿全部销往甘肃省，从 2012 年开始阳坝铜业铜精矿按照与白银有色集团股份有限公司协议，销往其子公司上海红鹭国际有限责任公司，故销售区域变化为上海。银茂矿业生产的产品种类较多，销售区域较为广泛，其产品主要销往河南省、安徽省、江苏省、湖南省等地。目前公司产品销售区域集中在国内。

从客户集中度看，公司客户集中度较高，但符合矿山开采企业特点。2011年铅精粉、锌精粉、硫精矿前5名客户的销售额占该产品销售总额的比例分别为89.97%、82.16%、81.92%，2012年6月底，铅精粉、锌精粉、硫精矿前5名客户的销售额占该产品销售总额的比例分别为100%、100%、87.96%，客户集中度进一步提高，其中除锌、硫有小部分销售给商贸代理外，其余产品均销售给生产型企业等终端客户。

阳坝铜业的铜精矿全部销售给白银有色集团股份有限公司（以下简称“白银有色”），白银有色是新中国成立后最早建设的大型铜硫国有企业，先后被国家列入“一五”和“七五”、“八五”重点建设项目，该公司实力、技术在行业里处于领先地位。阳坝铜业与白银有色之间运距近、运

价低，并且白银有色给予阳坝铜业的购买价格较优，付款及时。截至2012年6月报告显示，根据与白银有色集团股份有限公司协议，阳坝铜业的铜精矿全部销往上海红鹭国际有限责任公司⁹。从行业情况来看，我国铜资源较为紧缺，铜精矿国内自给率较低，铜矿产品销售处于供不应求的状态，因此相对于下游冶炼企业，我国铜矿石采选企业具有较强的市场地位和议价权。综上，虽然公司近年来客户集中度较高，但该模式符合铜行业内矿山采选企业惯常的销售模式，是公司基于商业利益最大化作出的理性选择，公司不存在对单一客户冶炼企业的销售依赖，销售货款回收的风险较小。

3. 关联交易

公司与大股东四川恒康发展有限责任公司在业务、经营、管理等方面相互独立。与关联方发生的经常性关联交易主要为关联租赁，2008年3月30日和2010年3月25日，公司与母公司的控股子公司成都优他制药有限公司分别签订了租期为2年和3年的《房屋租赁合同》，约定优他制药将办公用房租赁给公司，使用面积为215.14平米，年租金为18,076.8元。租赁价格根据市场价格制定。

其他关联方交易主要为资产购买等偶发性事项，公司均已按照相关规定进行披露。

4. 经营效率

2009年~2011年公司应收账款周转率分别为2.27次、3.29次和5.74次，存货周转率分别为2.40次、1.52次和2.46次，总资产周转次数分别为0.47次、0.41次和0.25次，应收账款周转率和存货周转率均有所上升，2011年总资产周转率较2010年大幅下降，是由于收购银茂矿业，导致公司资产规模大幅增长所致。从同行业比较的情况来看，公司经营效率指标低于行业平均水平，由于同行业上市公司中多涉足冶炼业务，具有高成本、毛利低、资产规模大等特点，而公司作为单纯从事采选业务的企业，存货周转率和总资产周转率相对偏低。另外，由于公司在结算时主要以现金为主，而同行业公司中主要以票据居多，是造成公司应收账款周转率较低的主要原因。总体看，公司经营效率有待提高。

表9 2011年金属采选行业主要上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
江西铜业	51.28	6.61	1.91
铜陵有色	53.22	6.22	2.20
云南铜业	59.36	2.34	1.12
西部矿业	9.37	11.05	0.87
精诚铜业	49.52	11.13	2.76
盛达矿业	--	6.18	1.56
公司	5.74	2.46	0.25

资料来源：Wind 资讯。

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。另，盛达矿业 2011 年末无应收账款，故无应收账款周转率。

5. 重要事项

（1）非公开发行股票

根据公司第六届董事会第二十七次会议审议通过的《关于公司非公开发行股票方案的议案》以及签定的《公司与江苏银茂控股（集团）有限公司签署《南京银茂铅锌矿业有限公司股权转让协议书》的议案》，并经2011年8月31日中国证券监督管理委员会证监许可[2011]1393号文《关于

⁹ 上海红鹭国际有限责任公司为白银有色集团股份有限公司子公司。

核准四川西部资源控股股份有限公司非公开发行股票批复》核准，2011年9月29日公司向特定对象非公开发行普通股35,750,766股，募集资金总额为699,999,998.28元，扣除各项发行费用后，实际募集资金净额676,412,744.13元。

募集资金用于购买南京银茂铅锌矿业有限公司80%股权，公司已于2011年9月28日，在南京市工商行政管理局完成了银茂矿业的股权变更登记手续。至2011年9月30日，公司取得对银茂矿业的实际控制权。截至2012年6月30日，募集资金实际投入金额为66,742.68万元。

（2）收购金矿探矿权

公司控股子公司礼县大秦黄金开发有限公司与甘肃省礼县财政局于2010年12月29日签署了《产权（股权）转让合同》，大秦黄金受让礼县金丰矿业有限责任公司（以下简称“金丰公司”）100%股权和礼县金辉矿业有限责任公司（以下简称“金辉公司”）100%股权。金丰公司拥有“甘肃省礼县柴家山金矿普查探矿权”（《矿产资源勘查许可证》号：T62120090802036328号）；金辉公司拥有“甘肃省礼县董家坪金铁等多金属矿普查探矿权”（《矿产资源勘查许可证》号：62120090802036329）。交易金额人民币200万元已支付，2011年3月20日，金丰公司、金辉公司完成了此次股权工商变更手续。

收购银茂矿业80%股权和金丰公司、金辉公司普查探矿权，是公司根据发展战略和发展目标做出的战略选择，通过整合相关矿产资源，优化种类配置和产品结构，使企业能够减少对单一矿种的依存度，形成新的利润增长点，提高综合竞争实力。

6. 未来发展

在未来的发展中，公司将坚持以矿产采选业务为中心，立足自有资源优势，做大做强矿产开采、加工业务。具体来说，公司将采取以下措施：

（1）加快资源整合步伐，通过兼并、收购等手段，整合更多西部及全国其他地区的矿产资源，选择适当机会继续对包括铜矿在内的有色金属资源的采矿权、探矿权进行投资，形成可实现的、可执行的、可预期的战略布局和利润来源。在资源整合过程中，同时注重优化各品种之间的配置，以抵御单一品种价格下行的风险，提升主营业务盈利能力，实现公司的可持续发展；

（2）稳步推进各子公司的生产经营，加强安全管理和环保建设，不断扩大公司的资产规模和生产能力；

（3）加强内部控制，做好预算管理、目标管理、监督管理和考核管理，建立健全“以制度与流程，监督与审计”相结合的管理模式。

按照公司资金测算，预测未来三年公司每年经营活动现金流量净额为20,000万元，假设每年现金分红款占比均为10%，则扣除分红款后未来三年累计经营活动现金流量净额为54,000万元。截止到2011年12月31日，西部资源现金余额为62,763万元，则未来三年可供使用的资金为116,763万元。根据公司的战略安排，预计未来三年公司兼并、收购矿产资源及收购完成后生产建设投入的资金总额为100,000万元到150,000万元之间。从公司2011年经营活动产生的净现金流来看，若未来铜等大宗商品的市场价格不发生太大的波动，公司正常经营产生的资金应能支持公司未来三年的发展战略。而为了实现公司的战略目标、确保生产正常运营及优化自身财务结构的考虑，公司计划通过发行公司债来解决除去兼并、收购矿产资源所需资金外的其他营运资金缺口，补充流动资金。

总的来看，公司制定的战略规划立足于公司主营业务，且切实可行，能够促进公司进一步提升核心竞争力，实现可持续发展。

七、财务分析

公司 2009~2011 年度财务报告经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2012 年上半年财务报告未经审计。

2010 年，公司通过设立方式新增全资子公司江西西部资源锂业有限公司和礼县大秦黄金开发有限公司。2011 年 9 月，公司通过非公开发行股票募集资金的方式，收购了南京银茂铅锌矿业有限公司 80% 股权，并将其纳入合并报表范围。上述合并范围的变化将对报表可比性产生一定影响，本报告财务分析以 2011 年财务数据为主。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司合并资产总额 189,713.75 万元，负债总额 31,696.27 万元，所有者权益（含少数股东权益）158,017.48 万元。2011 年公司实现合并营业收入 31,213.30 万元，净利润（含少数股东损益）24,699.57 万元；经营活动产生的现金流量净额 29,294.62 万元，现金及现金等价物净增加额 48,944.98 万元。

截至 2012 年 6 月 30 日，公司合并资产总额 195,407.19 万元，负债总额 29,331.79 万元，所有者权益（含少数股东权益）166,075.40 万元。2012 年上半年公司实现合并营业收入 26,418.54 万元，净利润（含少数股东损益）8,266.23 万元；经营活动产生的现金流量净额 16,942.22 万元，现金及现金等价物净增加额 15,577.41 万元。

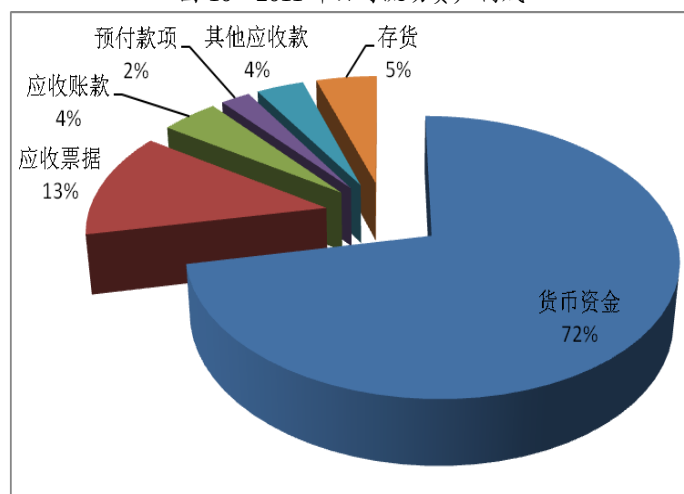
1. 资产质量

2009~2011 年，公司资产总额增长速度较快，2011 年较 2010 年增长 130,367.21 万元，增长幅度达 219.67%，主要是由于 2011 年非公开发行股票募集资金收购银茂矿业和公司当年收益增加所致。截至 2011 年底，公司资产总额 189,713.75 万元，其中流动资产合计占 46.07%，非流动资产占 53.93%。

流动资产

2011 年底，公司流动资产合计 87,398.56 万元，占比较大的项目包括货币资金（占 71.81%）、应收票据（占 12.70%）、存货（占 4.85%）和应收账款（占 4.51%）。

图 10 2011 年公司流动资产构成



资料来源：公司年报。

截至 2011 年底，公司货币资金合计 62,763.13 万元，较 2010 年增长 354.21%，其快速增长主要是由于新纳入合并范围的子公司银茂矿业本期货币资金余额为 26,542.07 万元，以及公司收回收购银茂矿业保证金 13,000 万元所致。

截至2011年底，公司应收票据合计11,096.16万元，而2010年底应收票据余额为0，增长的原因是新纳入合并范围的子公司银茂矿业应收票据余额7,596.16万元，以及子公司阳坝铜业新增银行承兑票据3,500万元。

截至2011年底，公司应收账款净额合计3,944.66万元，较2010年减少了25.42%，主要是子公司阳坝铜业应收账款余额减少所致。从账龄结构来看，应收账款中账龄在1年以内的占44.91%，1~2年的占比40.69%，1年以上应收账款占比较大，主要为合并银茂矿业的应收款项。公司严格按照账龄情况计提了坏账准备，2011年底公司累计计提坏账准备1,146.27万元，结合公司账龄情况分析公司坏账准备计提较为充足。

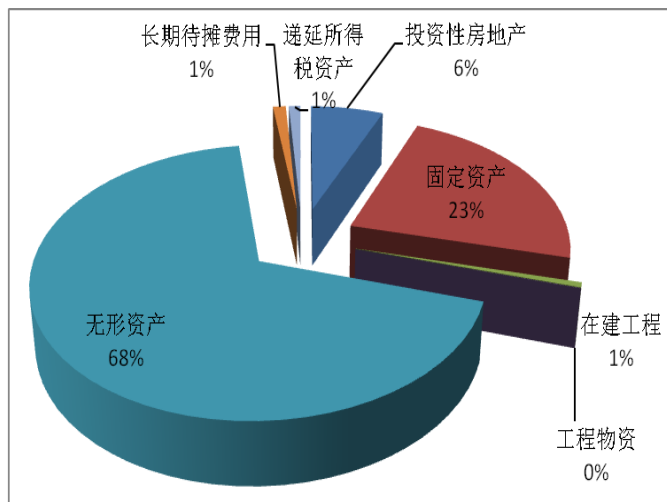
截至2011年底，公司存货4,236.70万元，近三年年均增长114.90%。主要是新增子公司江西锂业和银茂矿业所致。从存货构成上看，2011年公司存货以库存产品（占59.26%）和原材料（占27.95%）为主，其他存货主要为在成品和低值易耗品。截至2011年底，公司对存货计提了跌价准备162.10万元，主要是按照公开市场价格对库存商品公允价值进行减值测试，公司存货跌价准备计提充分。

截至2011年底，公司其他应收款余额为3,306.60万元，较2010年增长1,874.45%，主要是新纳入合并范围的子公司银茂矿业使得其他应收款增加2,976.39万元。其他应收款主要是银茂矿业控股企业南京银宏茂典当有限责任公司¹⁰形成的1,500万元应收款和银茂矿业狮子冲农场土地的土地出让金等。

非流动资产

截至2011年底，公司非流动资产合计102,315.19万元，以无形资产（占68.24%）、固定资产（占22.72%）和投资性房地产占（6.29%）为主。

图 11 2011 年公司非流动资产构成



资料来源：公司年报。注：工程物资占比为 0，主要是四舍五入造成的。

截至2011年底，公司固定资产合计23,250.39万元，近三年复合增长率达102.45%，主要是新增子公司江西锂业和银茂矿业所致。主要包括房屋建筑物（占70.68%）和机器设备（占23.45%），其他主要为运输工具、办公及其他设备。截至2011年底，公司累计计提折旧达到16,970.21万元，

¹⁰南京银宏茂典当有限责任公司注册资本人民币2000万元，南京银茂出资1250万元占其62.5%的股权。2011年12月30日南京银茂与银茂控股签署股权转让协议，南京银茂将持有的南京银宏茂典当有限责任公司62.5%的股权以出资额转让给银茂控股，转让价格为1,250万元。银宏茂典当于2012年1月10日在南京市工商行政管理局办妥上述股权工商变更手续。截至2011年底，南京银宏茂典当有限责任公司总资产1,954.76万元，负债总额1.55万元，净利润-55.51万元。

固定资产成新率为 57.81%，成新率一般。

截至2011年底，公司无形资产账面净值合计69,820.76万元，年均复合增长率达到382.34%，主要是新纳入合并范围的子公司银茂矿业使得无形资产净额增加64,024.53万元。公司无形资产主要包括土地使用权和采矿权，分别占14.81%和85.18%，截至2011年底，公司对无形资产累计计提摊销金额为4,449.28万元。

截至2011年底，公司投资性房地产为6,430.88万元，主要是公司名下的梅园会议中心和位于武汉铜锣湾广场的商业地产等。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额为 195,407.19 万元，较年初略有增长，资产构成较 2011 年底变化不大。

总体看，2011 年定向增发后公司资产扩张速度较快，资产构成相对比较均衡，货币资金占比较大，整体看公司资产质量较高。

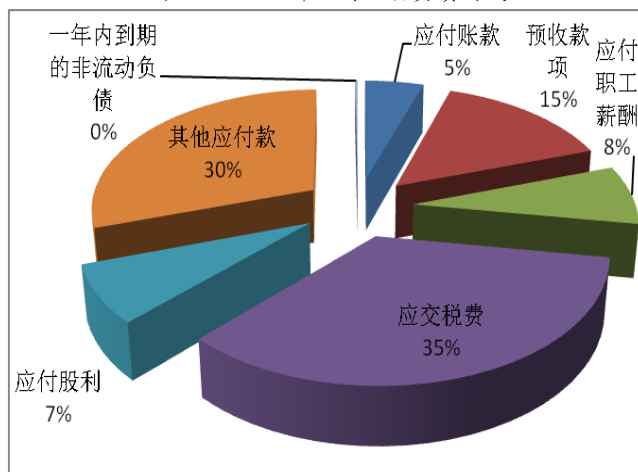
2. 负债和所有者权益

负债

2009~2011 年，随着公司经营规模的扩大，公司负债规模以年均 76.88%的速度增长，截至 2011 年底公司负债总额 31,696.27 万元，其中流动负债占绝大部分，占比达到 86.94%。

公司流动负债主要由应交税费、其他应付款、预收款项和应付职工薪酬等构成（图 12）。截至 2011 年底，公司流动负债合计 27,556.19 万元，较上年增长 131.04%，其中应交税费、其他应付款、预收款项分别较 2010 年增长 197.15%、327.47%和 3,393.25%，主要是将银茂矿业纳入合并范围所致。截至 2011 年底，公司应交税费合计 9,544.68 万元，主要包括企业所得税（占比 62.37%）、增值税（占比 22.78%）、矿产资源补偿费（占比 6.53%）等；公司其他应付款合计 8,255.70 万元，其中 1 年以内的其他应付款占比为 75.15%，主要为尚未支付收购银茂矿业股权转让款 5,081.64 万元。截至 2011 年底，公司预收款项合计 4,069.40 万元，全部为公司预收客户货款。

图 12 2011 年公司流动负债构成



资料来源：公司年报。

截至2011年底，公司非流动负债合计4,140.08万元，主要由专项应付款（占68.36%）和其他非流动负债（占27.56%）构成。公司专项应付款合计2,830万元，系子公司银茂矿业收到政府拨入的专项资金，用于浮选尾矿有价金属综合回收利用技术开发及产业化项目和深部矿体无间柱阶梯式连续回采充填采矿工程项目，上述项目均正在进行中。公司其他非流动负债合计1,140.83万元，包

括子公司银茂矿业收到的南京财政局拨入的矿产资源保护项目补助经费，以及用于废水综合利用项目和省级地质勘查基金项目的预算资金。

2009~2011年，公司资产负债率由2009年的23.28%下降到2011年的16.71%，一直处于较低水平。截至2011年底，公司全部债务合计55万元，且全部为短期债务，2011年公司全部债务资本化比率为0.03%。公司债务负担较轻，债务结构以短期债务为主。

截至2012年6月底，公司负债合计29,331.79万元，较年初小幅减少7.46%，资产负债率进一步降低到15.01%。

总体看，公司资产负债率较低，债务负担较轻。

所有者权益

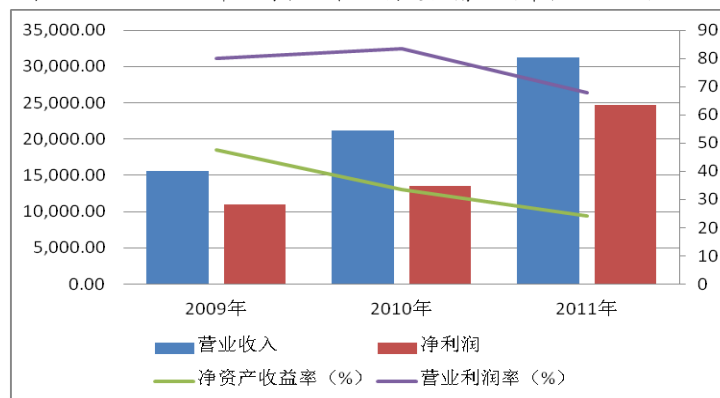
近年来公司所有者权益规模不断增长，2011年公司向特定对象非公开发行人民币普通股35,750,766股，募集资金净额67,641.27万元，使得公司所有者权益较2010年大幅增长233.58%。截至2011年底，公司所有者权益合计158,017.48万元，其中归属于母公司所有者权益140,539.44万元，占所有者权益合计的88.94%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占26.16%，资本公积占47.98%，盈余公积占3.37%，专项储备占1.91%，未分配利润占20.57%，公司所有者权益中因定向溢价发行股票所带来的资本公积占比较大。

截至2012年6月底，公司所有者权益达到166,075.40万元，较年初增加8,057.93万元，主要是公司盈利所带来未分配利润的增长。

3. 盈利能力

2009~2011年，公司营业收入年均复合增长41.31%，主要由于阳坝铜业收入增长和收购了银茂矿业，使产品品种快速增加，导致营业收入大幅增长。2011年公司分别实现营业收入和净利润31,213.30万元和24,699.57万元，分别较上年同期增长47.45%和82.93%。

图 13 2009~2011 年公司收入和盈利变化情况（单位：万元）



资料来源：公司年报，联合评级整理。

从费用上看，2011年公司费用总额为8,366.08万元，较2010年增长了103.33%；公司费用收入比为26.80%，较2010年提高了7.36个百分点。2011年公司管理费用为7,582.70万元，占费用总额的比重为90.64%，管理费用中无形资产摊销（占27.39%）和工资（占21.26%）是主要构成部分；2011年公司财务费用为-39.47万元，较上年大幅减少102.04万元。截至2012年6月，公司费用总额7,441.51万元，接近去年全年的费用总水平，费用收入比28.17%，较2011底的水平略有增加，主要原因是2011年合并了银茂矿业第四季度一个季度的费用，今年上半年合并了银茂矿业两个季度费用，而银茂矿业体量较大，使公司今年上半年费用接近了去年全年费用。

2011 年，公司实现营业外收入 16,215.47 万元，其中 15,933.23 万元为公司取得银茂矿业 80% 股权形成的，根据北京天健兴业资产评估有限公司出具的《南京银茂铅锌矿业有限公司可辨认资产及负债公允价值评估项目资产评估报告》，2011 年 9 月 30 日银茂矿业归属于公司的权益为 85,525.91 万元，与公司支付的投资成本 69,592.68 万元之间的差额为 15,933.23 万元，公司将投资成本小于被购买方可辨认净资产公允价值差额确认为当期损益。截至 2012 年 6 月，公司实现营业外收入 419.40 万元，主要是子公司银茂矿业处置固定资产所致。

从盈利指标看，受 2009 年以来公司所有者权益增长的影响，公司净资产收益率有所下降，近三年分别为 47.53%、33.44%和 24.05%；从主营业务毛利率和营业利润率上看，近三年公司主营业务毛利率和营业利润率呈现波动，其中 2010 年处于较高水平，2011 年略有下降，指标值分别为 70.46%和 67.96%，主要是 2011 年第四季度合并了银茂矿业，银茂矿业产品毛利相对于阳坝铜业较低，拉低了公司上述两项指标。从与同行业上市公司盈利指标的比较来看，由于公司收入全部来源于采选业务，不涉及毛利水平较低的冶炼业务，故公司毛利水平较高，盈利能力较好。

表 10 2011 年金属采选行业主要上市公司盈利指标情况（单位：%）

企业名称	净资产收益率	总资产报酬率	毛利率
江西铜业	17.84	12.77	9.06
铜陵有色	16.97	7.89	5.53
云南铜业	11.24	6.75	11.45
西部矿业	7.58	6.02	10.76
精诚铜业	3.55	4.22	3.03
盛达矿业	106.85	123.26	87.50
公司	24.05	23.54	70.46

资料来源：Wind 资讯。注：①Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。②表中所列对比企业的毛利率为全部业务的综合毛利率。

由于银茂矿业纳入本期合并报表，导致公司收入较上年同期出现较大增长。2012 年上半年公司实现收入 26,418.54 万元，利润总额 11,263.18 万元，净利润 8,266.23 万元，分别同比增长了 153.52%、59.59%和 62.09%。公司收入和利润继续保持增长态势。

总体看，近三年公司收入和利润规模增长较快，与同行业相比公司盈利能力较高。由于公司产品价格较易受宏观经济波动的影响，未来公司盈利状况存在波动的可能性。

4. 现金流

2009~2011 年，公司经营活动现金流入随业务规模逐年增长，经营活动现金流量净额分别为 8,857.75 万元、2,572.09 万元和 29,294.62 万元，三年复合增长率达 81.86%。近三年公司现金收入比一直处于较高水平，2011 年为 112.43%，收入实现质量较好。

2009~2011 年，随着收购等业务活动的增多，公司投资活动现金流出规模逐年增加，导致近三年公司投资活动现金均为净流出，分别为 5,468.14 万元、6,221.89 万元和 37,020.03 万元。

从筹资活动来看，2011 年公司成功通过非公开发行股票募集资金，相应筹资现金流入增长较快，三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 9,112.91 万元、817.47 万元与 56,670.39 万元。从公司近三年现金流量情况来看，除 2009 年经营活动现金流能够覆盖投资支出外，其他年份经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，公司有一定的对外筹资需求。

2012 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 16,942.22 万元，较去年同期增长 208.31%，主要原因一是本期子公司银茂矿业去年同期尚未纳入合并范围，二是本期子公司阳坝铜业的应收票

据全部到期兑现；投资活动现金流量净额-719.88 万元，较上年同期增加 56.25%，主要原因是上年同期子公司阳坝铜业支付修路工程款等，本报告期无相关支出发生；筹资活动现金流量净额-644.94 万元，主要是支付了股东分红，且本期未发生大额筹资事项。

总体看，公司经营性现金流规模较大，收入实现质量较高。近年来随着业务扩张的需要，公司投资支出有所加大，目前公司经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求，仍有一定的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011 年底公司流动比率和速动比率较上年有所上升，截至 2011 年底分别为 3.17 和 3.02，处于较好水平。2011 年公司经营现金流动负债比为 106.31%，公司经营性现金流对短期债务的保护能力很强。

从长期偿债指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 分别为 12,772.62 万元、16,013.82 万元和 33,347.08 万元，三年复合增长率为 61.58%。2011 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 114.81 倍和 606.31 倍，均较上年大幅上升，主要是由于公司债务规模减少所致，EBITDA 对全部债务的保护能力很强。整体看，因刚性债务规模较小，公司目前长期偿债能力很强。

总体看，公司债务规模小，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2012 年 6 月 30 日，公司全部债务总额为 55 万元，公司本次拟发行公司债券规模不超过 6 亿元，发债额度相对于公司债务规模较大，对公司债务结构具有一定影响。

以 2012 年 6 月 30 日财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.54%、26.56%和 34.98%，负债水平有所上升，但仍处于较低水平。本次债券发行后，公司的债务结构将得到优化。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2011 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本次计划发行 6 亿元公司债的保护倍数分别为 0.56 倍、0.82 倍和 0.49 倍。总体看，上述三项指标对本次债券的覆盖程度正常。

考虑公司拥有的矿产资源种类丰富，且矿产品销售毛利水平较高，整体盈利能力较强。未来公司将凭借资金优势收购新矿源，提升自身规模和综合实力，未来偿债能力有望进一步提高。

截至 2012 年 6 月底，公司对外担保余额为 49.25 万元，相对于公司资产规模来说不大，不会对公司偿债能力造成不利影响。另外，不存在对公司可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2012 年 6 月 30 日，公司共获得各家银行授信额度 23,000 万元，且尚未使用。作为 A 股上市公司，公司具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

总体看，本次债券的发行对于公司优化负债结构，补充经营所需资金具有积极意义。

九、综合评价

西部资源作为国内主营有色金属采选业务的资源型上市公司，从事有色金属的采选业务，处于产业链上游，凭借资源优势获取利润能力较强。公司自身拥有铜、铅、锌、锂等矿产资源，铜精矿品位较高，开采成本相对较低；另外，伴生资源硫、银等销售较好，毛利水平较高，公司整体盈利情况较好。未来随着国民经济的发展，相关行业对基础原材料的需求将不断增长，公司发展前景较好。

2011年9月，公司顺利完成定向增发，资产规模进一步提升。目前公司资产规模中等，资产质量及现金流状况良好，盈利能力和偿债能力正常，债务负担较轻。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

整体看，公司对本次拟发行的不超过6亿元公司债券具有较强的偿还能力，债券到期不能偿付风险很低。

附件 1-1 四川西部资源控股股份有限公司
2009 年～2012 年 6 月公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	16,650.49	13,818.16	62,763.13	94.15	78,340.54
交易性金融资产	5,002.62	0.00	0.00	-100.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	11,096.16	--	6,280.49
应收账款	6,676.64	5,289.50	3,944.66	-23.14	4,057.08
预付款项	1,209.75	14,660.05	2,051.31	30.22	1,270.52
应收利息					
应收股利					
其他应收款	348.40	167.47	3,306.60	208.07	1,461.63
存货	917.43	2,927.78	4,236.70	114.90	5,751.39
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	30,805.32	36,862.95	87,398.56	68.44	97,161.65
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产	0.00	6,668.64	6,430.88	--	6,311.75
固定资产	5,672.66	7,938.68	23,250.39	102.45	21,419.87
在建工程	178.48	393.41	611.66	85.12	951.85
工程物资	3.58	60.66	28.24	181.03	25.29
固定资产清理					
无形资产	3,001.07	6,004.19	69,820.76	382.34	67,295.02
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	108.04	1,137.87	1,139.87	224.82	1,139.87
递延所得税资产	531.52	280.13	1,033.38	39.43	1,101.90
其他非流动资产	3,217.08	0.00	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	12,712.43	22,483.59	102,315.19	183.70	98,245.54
资产总计	43,517.75	59,346.54	189,713.75	108.79	195,407.19

附件 1-2 四川西部资源控股股份有限公司
2009 年～2012 年 6 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	5,000.00	5,000.00	0.00	-100.00	0.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	522.08	567.51	1,367.54	61.85	1,762.25
预收款项	120.25	116.49	4,069.40	481.72	7,248.15
应付职工薪酬	903.16	1,099.79	2,166.57	54.88	1,682.40
应交税费	2,722.85	3,212.06	9,544.68	87.23	8,220.51
应付利息					
应付股利	0.00	0.00	2,097.31	--	202.37
其他应付款	793.20	1,931.31	8,255.70	222.62	6,021.02
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	55.00	--	
其他流动负债					55.00
流动负债合计	10,061.54	11,927.17	27,556.19	65.49	25,191.71
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款	0.00	0.00	120.00	--	120.00
专项应付款	0.00	0.00	2,830.00	--	2,830.00
预计负债	49.25	49.25	49.25	0.00	49.25
递延所得税负债	20.47	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1,140.83	--	1,140.83
非流动负债合计	69.72	49.25	4,140.08	670.60	4,140.08
负债合计	10,131.26	11,976.42	31,696.27	76.88	29,331.79
所有者权益：					
股本	23,711.87	23,711.87	36,771.69	24.53	66,189.05
资本公积	3,029.64	3,029.64	67,426.82	371.76	38,009.46
专项储备	635.75	516.91	2,689.98	105.70	3,214.13
盈余公积	1,287.69	1,287.69	4,736.02	91.78	4,736.02
未分配利润	4,721.54	18,224.76	28,914.93	147.47	36,394.06
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合	33,386.49	46,770.87	140,539.44	105.17	148,542.72
少数股东权益	0.00	599.26	17,478.04	--	17,532.68
所有者权益合计	33,386.49	47,370.13	158,017.48	117.55	166,075.40
负债和所有者权益总计	43,517.75	59,346.54	189,713.75	108.79	195,407.19

附件 2 四川西部资源控股股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	15,632.04	21,168.41	31,213.30	41.31	26,418.54
减: 营业成本	2,850.93	3,073.55	9,250.21	80.13	7,317.80
营业税金及附加	264.97	431.53	750.70	68.32	785.99
销售费用	541.69	691.03	822.84	23.25	991.64
管理费用	1,663.75	3,360.95	7,582.70	113.49	7,350.33
财务费用	82.74	62.57	-39.47	--	-900.46
资产减值损失	56.47	319.16	40.10	-15.73	-27.98
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	136.46	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资收益 (损失以“—”号填列)	41.44	588.68	38.95	-3.06	29.25
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	10,349.41	13,818.30	12,845.16	11.41	10,930.48
加: 营业外收入	1,762.66	62.76	16,215.47	203.31	419.40
减: 营业外支出	4.43	147.66	34.38	178.71	86.70
其中: 非流动资产处置损失	4.20	36.20	13.89	81.75	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	12,107.64	13,733.39	29,026.26	54.83	11,263.18
减: 所得税费用	1,143.34	230.92	4,326.69	94.53	2,996.95
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	10,964.29	13,502.48	24,699.57	50.09	8,266.23
其中: 归属于母公司所有者的净利润	10,964.29	13,503.22	24,690.02	50.06	7,479.13
少数股东损益	0.00	-0.74	9.54	--	787.10
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.46	0.41	0.72	25.16	0.11
(二) 稀释每股收益	0.46	0.41	0.72	25.16	0.11
六、其他综合收益	9,304.29	0.00	0.00	-100.00	0.00
七、综合收益总额	20,268.58	13,502.48	24,699.57	10.39	8,266.23
归属于母公司所有者的综合收益总额	20,268.58	13,503.22	24,690.02	10.37	7,479.13
归属于少数股东的综合收益总额	0.00	-0.74	9.54	--	787.10

附件 3 四川西部资源控股股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	15,619.31	25,598.04	35,094.21	49.89	39,349.04
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	519.54	1,063.52	14,202.10	422.84	976.57
经营活动现金流入小计	16,138.85	26,661.56	49,296.31	74.77	40,325.61
购买商品、接受劳务支付的现金	1,293.49	2,486.95	4,283.71	81.98	6,604.12
支付给职工以及为职工支付的现	890.56	1,654.26	3,569.75	100.21	4,573.98
支付的各项税费	2,788.08	2,889.99	6,659.63	54.55	10,190.72
支付其他与经营活动有关的现金	2,308.96	17,058.28	5,488.61	54.18	2,014.56
经营活动现金流出小计	7,281.10	24,089.47	20,001.69	65.74	23,383.38
经营活动产生的现金流量净额	8,857.75	2,572.09	29,294.62	81.86	16,942.22
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	114.27	4,980.00	8,140.55	744.05	0.00
取得投资收益收到的现金	145.94	725.14	0.00	-100.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.89	1.12		6.24
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	260.21	5,706.03	8,141.66	459.37	6.24
购建固定资产、无形资产和其他长	586.36	8,378.85	2,523.81	107.47	726.11
投资支付的现金	4,938.98	0.00	8,100.00	28.06	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	3,549.06	34,537.88	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	203.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	5,728.34	11,927.92	45,161.69	180.78	726.11
投资活动产生的现金流量净额	-5,468.14	-6,221.89	-37,020.03	160.19	-719.88
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	0.00	2,300.00	68,120.00	--	0.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	5,000.00	5,000.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	4,222.43	0.00	120.00	-83.14	0.00
筹资活动现金流入小计	9,222.43	7,300.00	68,240.00	172.02	0.00
偿还债务支付的现金	0.00	6,300.00	8,000.00	--	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的	109.52	182.53	3,442.61	460.66	644.94
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	127.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	109.52	6,482.53	11,569.61	927.82	644.94
筹资活动产生的现金流量净额	9,112.91	817.47	56,670.39	149.37	-644.94
四、汇率变动对现金及现金等价物					
五、现金及现金等价物净增加额	12,502.53	-2,832.33	48,944.98	97.86	15,577.41
加：期初现金及现金等价物余额	4,147.95	16,650.49	13,818.16	82.52	62,763.13
六、期末现金及现金等价物余额	16,650.49	13,818.16	62,763.13	94.15	78,340.54

附件 4 四川西部资源控股股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月公司现金流量表补充

(单位: 人民币万元)

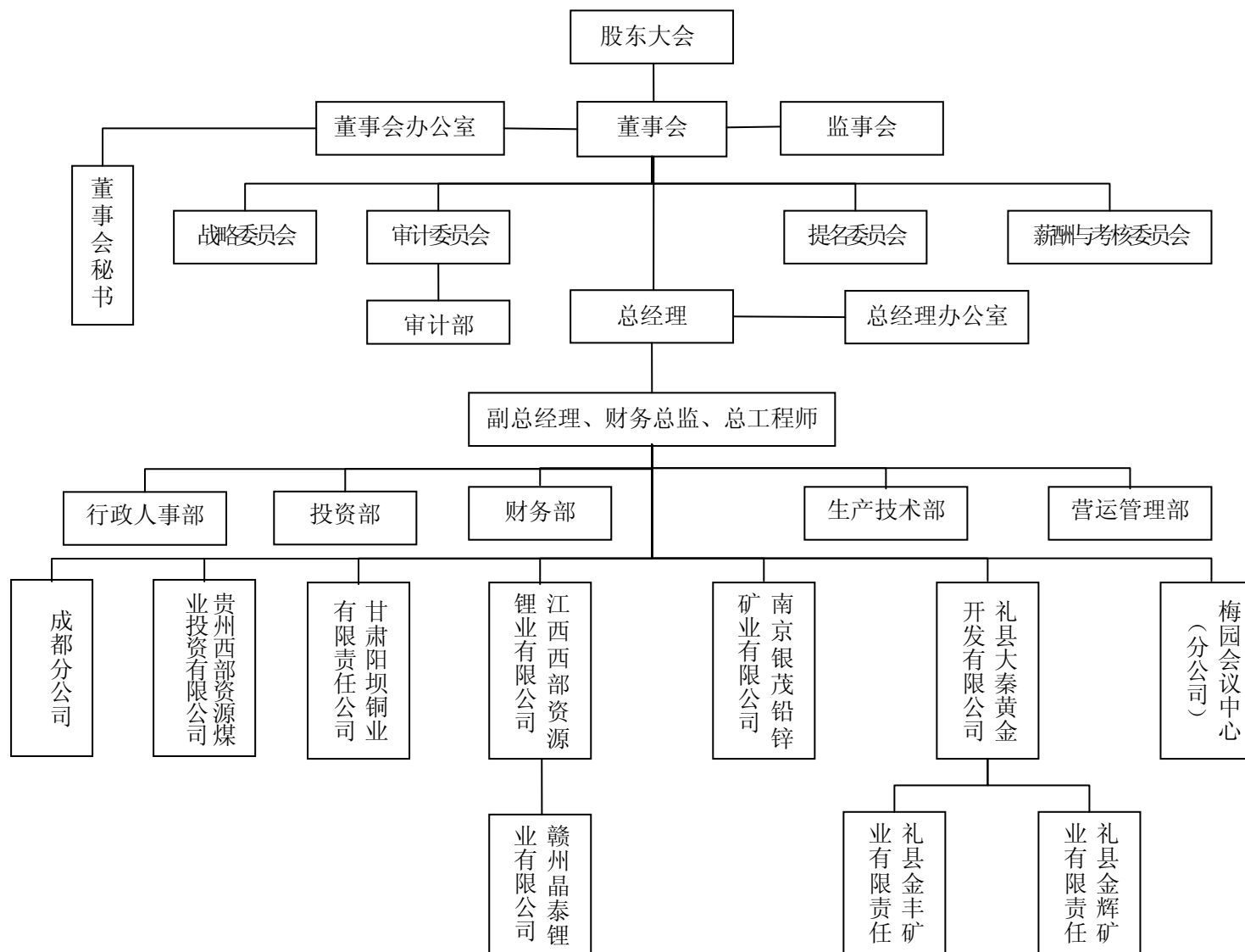
补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~6 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	10,964.29	13,502.48	24,699.57	50.09	8,266.23
加: 资产减值准备	56.47	319.16	40.10	-15.73	-27.98
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	255.31	1,760.26	1,991.75	179.31	1,211.37
无形资产摊销	239.03	337.63	2,038.23	192.01	3,423.57
长期待摊费用摊销			0.38	--	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	4.20	33.72	13.89	81.75	-409.58
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)					49.88
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-136.46			-100.00	
财务费用(收益以“-”号填列)	170.64	182.53	290.46	30.47	-900.46
投资损失(收益以“-”号填列)	-41.44	-588.68	-38.95	-3.06	-29.25
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	1,024.79	251.38	-55.33	--	-68.51
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	20.47	-20.47		-100.00	
存货的减少(增加以“-”号填列)	543.31	-1,644.35	498.81	-4.18	-1,514.43
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	516.56	-12,002.87	11,401.79	369.82	5,765.89
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-4,759.42	441.28	4,347.15	--	1,175.50
非同一控制下股权收购确认的营业外收入	0.00	0.00		--	
其他			-15,933.23		
经营活动产生的现金流量净额	8,857.75	2,572.09	29,294.62	81.86	16,942.22
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3. 现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	16,650.49	13,818.16	62,763.13	94.15	78,340.54
减: 现金的期初余额	4,147.95	16,650.49	13,818.16	82.52	62,763.13
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	12,502.53	-2,832.33	48,944.98	97.86	15,577.41

附件 5 四川西部资源控股股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	2.27	3.29	5.74	5.13
存货周转次数(次)	2.40	1.52	2.46	1.42
总资产周转次数(次)	0.47	0.41	0.25	0.14
现金收入比率	99.92	120.93	112.43	148.94
盈利能力				
总资本收益率(%)	43.55	30.16	23.75	5.10
总资产报酬率(%)	37.05	27.06	23.54	5.85
净资产收益率(%)	47.53	33.44	24.05	5.10
主营业务毛利率(%)	81.73	86.87	70.46	72.44
营业利润率(%)	80.07	83.44	67.96	69.33
费用收入比(%)	14.64	19.44	26.80	28.17
财务构成				
资产负债率(%)	23.28	20.18	16.71	15.01
全部债务资本化比率(%)	13.03	9.55	0.03	0.03
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA 利息倍数	74.85	87.73	114.81	--
EBITDA 全部债务比	2.55	3.20	606.31	289.06
经营现金债务保护倍数	1.77	0.51	532.63	308.04
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.68	-0.73	-140.46	294.95
流动比率	3.06	3.09	3.17	3.86
速动比率	2.97	2.85	3.02	3.63
现金短期债务比	4.33	2.76	1,342.90	1,538.56
经营现金流动负债比率(%)	88.04	21.56	106.31	67.25
经营现金利息偿还能力	51.91	14.09	100.86	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	19.86	-20.00	-26.60	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数	0.21	0.27	0.56	0.26

附件 6 公司组织结构图



附件 7 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券发行额度
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 / 本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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。

联合信用评级有限公司关于 四川西部资源控股股份有限公司 2012 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年四川西部资源控股股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

四川西部资源控股股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。四川西部资源控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注四川西部资源控股股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现四川西部资源控股股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如四川西部资源控股股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至四川西部资源控股股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送四川西部资源控股股份有限公司、监管部门、交易机构等。

