

陕西有色金属控股集团有限责任公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: AA

评级展望: 稳定

初次评级时间: 2007年1月23日

债项

07 陕有色 CP01

5 亿元人民币, 2007/3/28~2008/3/27, A-1

07 陕有色 CP02

5 亿元人民币, 2007/4/25~2008/4/24, A-1

跟踪评级时间: 2007年7月4日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	1034058.79	1823432.12	2387110.07
货币资金(万元)	197493.29	622796.89	713871.46
所有者权益(万元)	397228.31	916522.04	1333150.37
主营业务收入(万元)	603896.47	1275536.40	1601346.90
利润总额(万元)	141862.29	528146.29	478635.99
资产负债率(%)	55.33	44.50	36.89
全部债务资本化比率(%)	36.14	21.52	18.43
净资产收益率(%)	27.52	46.31	27.50
流动比率(%)	143.12	147.15	169.09
EBITDA 利息倍数(倍)	20.82	42.71	27.61
债务保护倍数(倍)	0.54	1.68	1.20

分析员

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

刘小平

电话 010-85679696-8830

邮箱 liuxp@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲6号

中环世贸中心D座7层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http://www.lianheratings.com.cn

评级观点

一、公司基本情况

陕西有色金属控股集团有限责任公司(以下简称“公司”或“陕西有色”)是中国有色金属工业8强企业之一,综合竞争实力较强。

2004年4月26日,陕西省人民政府与中国铝业公司签署了《关于对陕西有色金属控股集团有限责任公司进行资产重组和加快产业发展的协议》(以下简称“《资产重组协议》”)、

《补充协议》和《陕西省人民政府、中国铝业公司关于陕西有色金属控股集团有限责任公司资产划转协议》(以下简称“《资产划转协议》”)。国务院国资委于2005年8月批准了《资产划转协议》。由于中国铝业公司未履行《资产重组协议》约定的应尽义务(投资开发建设陕西榆林煤电铝一体化项目),公司的管理权、控制权、全部股东权益过去和现在一直由陕西省国资委代表陕西省人民政府行使和享有。截至目前,公司原董事会组成、公司章程、工商登记均未发生变化。

截至2006年底,公司合并资产总额2387110.07万元,少数股东权益173402.17万元,所有者权益1333150.37万元;2006年实现主营业务收入1601346.90万元,利润总额478635.99万元。

公司注册地址:西安市高新路51号高新大厦21层;法定代表人:宋钧炉。

二、产业分析

1、有色金属行业整体情况

有色金属是国民经济发展的基础性原材料,广泛应用于机械、电子、建筑、国防、科技等领域。随着世界经济和我国经济的快速增

长，我国的有色金属行业得到了长足的发展。

2006 年，我国 10 种常用有色金属总产量达到 1917.01 万吨，较 2005 年增长 17.48%，生产总量连续五年居世界第一位；单品种有色金属产量也创新高，除镍之外的其余 9 个有色金属的产量均为世界第一。2006 年，在有色金属价格一直高位运行的情况下，全国规模以上有色金属企业实现销售收入 13475 亿元，实现利税 1631 亿元，同比分别增长 66.56% 和 92.33%。

过去的四年间，我国国内生产总值一直以 10% 左右的速度增长，根据国民经济和社会发展规划纲要，为实现既定的发展目标，“十一五”期间，我国国内生产总值年均增长速度预计达到 7.5%~8.5%。在我国国民经济继续保持较快速度发展的前提下，我国的有色金属行业仍有较好的发展前景。

我们也注意到，欧美国家房地产市场的泡沫将可能导致其经济增长的减缓，世界经济的增长速度亦有可能因此减缓；有色金属价格自 2001 年开始的上涨行情已经持续了五年多的时间，目前一直处于高位运行，价格波动、调整的风险在加大；同时，我国有色金属的冶炼能力增长较快，而有色金属矿产资源储量却面临着急剧下降的严峻考验。

2、钼行业

自 2003 年以来，我国钼精矿生产能力增长较快，2006 年钼精矿产量 93066 吨，同比增长 19.13%。

目前，我国氧化钼、钼铁的焙炼能力要远大于钼精矿的生产能力。2006 年，我国氧化钼产量 46795 吨，同比增长 10.14%；钼铁产量 48981 吨，同比减少 4.21%。

由于钼价暴涨，我国钼酸铵产能从 2003 年的 26000 吨/年增长到 2006 年的 45000 吨/年以上，钼酸钠的产能保持在约 7900 吨/年，高纯二硫化钼粉的产能为 1700 吨/年。2006 年，钼酸铵产量 14360 吨，同比增长 14.72%；钼酸钠

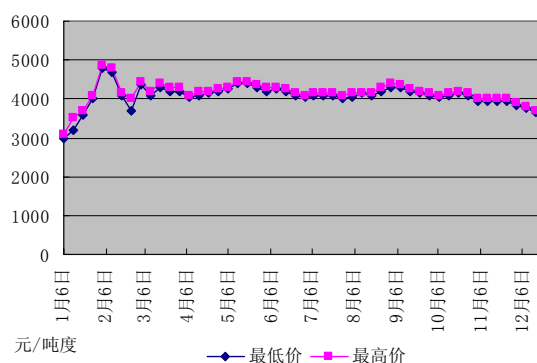
产量 1315 吨，同比减少 7.69%；高纯二硫化钼粉产量 442.5 吨，同比增长 0.68%；高纯三氧化钼产量 2327.3 吨，同比增长 192.04%。

近年来，我国钼粉及其制品的产能增长较大，钼粉产能由 2004 年的约 8000 吨/年增加到 2006 年的 12000 吨/年。2006 年钼粉及其制品的产量 5026 吨，同比增长 6.89%。

在钼产品进出口方面，我国进口钼产品以其他钼矿砂（钼精矿）和已焙烧钼矿砂（氧化钼）为主，出口以已焙烧钼矿砂（氧化钼）和钼铁为主。据中国海关总署统计，2006 年我国钼产品进出口总量为 82370.191 吨，进出口总额为 241000.1242 万美元，同比分别减少 18.57% 和 28.77%，其中，进口量为 25298.501 吨，进口耗汇金额为 43810.2271 万美元，同比分别减少 39.63% 和 44.35%；出口量为 57071.690 吨，出口创汇金额为 197189.8971 万美元，同比分别减少 3.68% 和 24.05%。

在市场价格方面，2006 年国内市场钼精矿价格始终维持高位运行（见图 1），全年中大部分时间保持在 4000 元/吨度以上，2 月份最高时曾高达 4850 元/吨度。2007 年以来，国内钼市场持续火热，价格一度高达 4350~4450 元/吨度。我们认为，如无重大突发事件，未来 1~2 年内钼精矿价格仍可维持在 3000 元/吨度以上，利润空间较大。

图1 2006年国内市场钼精矿价格走势



资料来源：中国铁合金在线 <http://www.cnfeol.com>

在政策方面，2007 年 6 月 19 日，财政部、国家税务总局发布了《关于调低部分商品出口

退税率的通知》(财税[2007]90号),宣布自2007年7月1日起,调整2831项商品的出口退税政策。其中,钼丝、钼制品和锻轧钼条、杆、型材(不包括简单烧结的条、杆)的出口退税率下调至5%。钼品出口最新关税情况见表1。该项政策调整对钼加工型企业的产品出口有一定影响。

表1 钼品出口最新关税列表(2007年7月1日起)

税号	品名	出口退税率	出口征税率
26139000	其他钼矿砂及其精矿		15%
26131000	已焙烧的钼矿砂及其精矿		15%
72027000	钼铁		10%
28417010	钼酸铵		15%
2841709000	其他钼酸盐		15%
2825700000	钼的氧化物及氢氧化物		15%
81021000	钼粉		15%
81029700	钼废碎料		15%
81029400	未锻轧钼,包括简单烧结的条、杆		15%
81029900	其他钼制品	5%	
81029500	钼条、杆、型材及异型材、板、片、带、箔	5%	
81029600	钼丝	5%	

资料来源:国家税务总局网站

3、钛行业

2006年,我国钛工业发展较快,全年共生产海绵钛18037吨,同比增长89%,其中遵义钛业共生产海绵钛10204吨,抚顺钛业生产3063吨,新上马的锦州朝阳百盛公司生产海绵钛2300吨;共生产钛粉1381.2吨,同比增长18%;共生产钛加工材14049.1吨,同比增长41%。

在进出口方面,2006年,我国钛加工材出口进一步增长,共出口4610吨,比2005年的2513吨增长近1倍。

由于2006年以来国内海绵钛企业的大幅扩产,钛材生产的原材料紧张问题有所缓解,海绵钛价格也从20万元/吨快速回落到10万元/吨左右。由于钛材加工的专业性和下游客户对钛材认证的周期较长,钛材供不应求的紧

张状况依然存在,但总体来看,未来两三年内钛材销售价格仍将呈稳中有跌的趋势。

在政策方面,自2007年7月1日起,钛丝、钛合金管等10类钛及钛制品的出口退税率下调至5%,对钛加工型企业的产品出口有一定影响。

4、锌行业

近年来,由于矿价高位运行,国内铅锌矿山建设投资持续高速增长。2006年,我国锌精矿产量为214.2万吨,同比增长17.6%;锌产量为315万吨,同比增长16.3%;锌表观消费量为338万吨,同比增长9.6%。我国锌行业开始出现产量增长速度加快,消费增长速度减慢的局面。

在进出口方面,2006年,我国出口精锌32.5万吨,同比增长164%;进口精锌31.8万吨,同比减少18.8%;净出口精锌7228吨。我国精锌贸易由大量净进口转为少许净出口局面。

在市场价格方面,2006年,锌价上涨迅猛,平均涨幅居基本金属之首。2006年LME年均现货价格3275美元/吨,同比上涨137%;三个月期货年均价格3252美元/吨,同比上涨135.1%。国内锌价的变动紧密跟随LME,2006年1#锌锭平均价格为27187元/吨,同比上涨101.3%;0#锌锭年平均价为27662元/吨,同比上涨102.4%。

由于近年来国内新建的铅锌矿山产能进一步释放,预计2007年我国锌产量可增加45万吨,达到365万吨左右;在消费方面,预计2007年国内锌消费将达到374万吨左右,锌消费增速基本维持2006年的水平;在进出口方面,预计我国精锌出口量将有所增加;在价格方面,预计锌价将维持高位振荡。

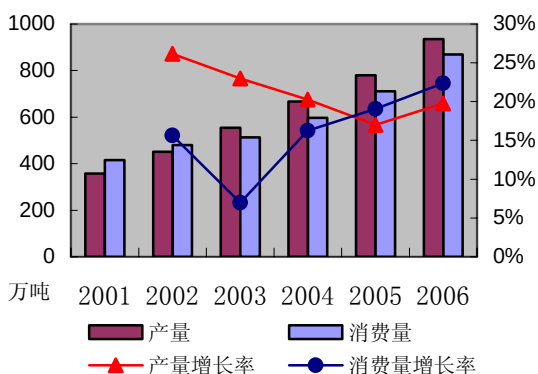
在政策方面,自2007年7月1日起,锌及锌合金条、杆、型材、丝等5类锌及锌制品的出口退税率下调至5%,对锌加工型企业的产品出口有一定影响。

5、铝行业

2006年，我国铝的表观消费量为869.31万吨，同比增长29.31%；铝材表观消费量为743.45万吨，同比增长26.77%。2007年一季度，我国的铝及铝材的表观消费量分别达到271.92万吨和185.62万吨，同比增幅分别为42.46%和34.02%。

2006年，我国电解铝产能1200万吨左右，全年产量为935万吨，同比增长了19.8%；2007年1-3月产量为277.1万吨，同比增长了36.6%。据北京安泰科信息开发有限公司统计，国内目前在建电解铝项目累计产能接近450万吨，其中大约有370万吨的产能将在2007年底前建成投产。加上闲置产能的重启，因此预测2007年电解铝产量将增至1200万吨以上，比2006年增长27.7%，产量增速将超过消费量增速。

图2 近年来我国电解铝产量及消费量



2006年我国铝锭净出口量为54.8万吨，比2005年有所下降，但仍处于较高水平。

对此，国家进一步加大了调控力度。2006年9月17日，国务院办公厅转发国家发改委制定的《关于完善差别电价政策的意见》，继续将电解铝列为实行差别电价的高耗能行业，将自焙电解槽列为淘汰类，将2004年5月1日以后建设的电解铝项目（淘汰自焙槽生产能力置换项目及环保改造项目除外）列为限制类，并加大了差别电价实施力度；2006年11月1日，国家将电解铝出口关税由5%上调至15%，氧化铝进口关税由5.5%下调至3%；2007年4月2日，发改

委发布了《国家发展改革委关于进一步贯彻落实加快产业结构调整政策措施遏制铝冶炼投资反弹的紧急通知》；2007年4月9日，发改委和电监会联合发布了《国家发展改革委、国家电监会关于坚决贯彻执行差别电价政策禁止自行出台优惠电价的通知》；2007年7月1日起，取消铝合金制空心异型材等8类铝及铝制品的出口退税。从文件出台的密集程度和措辞的严厉程度来看，国家调控铝冶炼行业的力度相当的大，目的是保护国内铝土矿资源，抑制电解铝出口。持续的调控措施对铝行业造成较大压力。

在价格方面，近年来，国内外期货交易所铝价呈一路走高趋势（见表2）。由于自2006年5月以后，国际、国内氧化铝价格快速下跌，与此同时，电解铝价格则保持高位运行，使得氧化铝与电解铝价差增加，扩大了电解铝行业的利润空间，短期内铝业利润向下游转移的趋势明显。

表2 国内外期货交易所铝平均价

时间	LME（美元/吨）		SHFE（元/吨）	
	现货价	三月期价	现货价	三月期价
2002年平均价	1350	1365	13553	13514
2003年平均价	1431	1428	14595	14573
2004年平均价	1716	1721	16242	16416
2005年平均价	1898	1900	16744	16848
2006年平均价	2569	2594	20114	19987
2007年1月	2722	2809	20914	19910
2007年2月	2759	2832	19925	19421
2007年3月	2758	2761	19702	19737
2007年4月	2844	2814	19431	19585

三、经营管理分析

公司所属行业为有色金属行业，主要涉及钨、钛、锌、铝及其他有色金属。

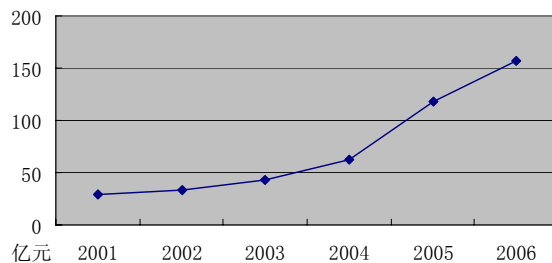
近年来，公司有色金属产量稳步增长（见表3），加之有色金属价格上涨较快，公司销售收入有较大幅度增长（见图3）。

表3 公司近年来有色金属产量

项目	2004年	2005年	2006年
钼精矿	2.7万吨	2.81万吨	2.9万吨
钛及钛合金材	3847吨	4789吨	4960吨
铅	7864吨	6205吨	9382吨
锌	94815吨	108658吨	146000吨
铝	65122吨	71830吨	130000吨
稀有金属加工材	231吨	288吨	1317吨
五氧化二钒	—	1158吨	1456吨
单晶硅	20.8吨	34.9吨	42.7吨
黄金	1595千克	1799千克	1709千克
白银	33657千克	38807千克	11386千克
总计	16.79万吨	18.67万吨	28.6万吨

数据来源：公司年度工作报告

图3 2001-2006年公司销售收入增长情况



数据来源：公司年度工作报告

公司为投资控股型企业，生产经营活动主要由下属子公司进行，其中，规模较大的子公司有金堆城钼业集团有限公司（以下简称“金钼集团”）、宝钛集团有限公司（以下简称“宝钛集团”）、汉中八一锌业有限公司（以下简称“八一锌业”）和铜川鑫光铝业有限公司（以下简称“鑫光铝业”）等。金钼集团和宝钛集团为全资子公司，八一锌业和鑫光铝业为控股子公司，公司控股比例分别为67%和72.55%。由表4可以看到，2006年，上述四家子公司的主营业务收入合计占公司当年合并主营业务收入的80%以上，利润总额合计占公司当年合并利润总额的85%以上，其中，金钼集团所占比重最大。

在投资方面，2006年，公司共安排固定资产投资69个，其中重点项目21个，全年完成固定资产投资13.1亿元，为上年投资额的1.7倍。其中，部分续建重点项目的进展情况如下：金钼集团南露天矿开采项目完成征地868

亩，剩余452亩土地征用手续正在办理；东川河改造工程已全面贯通隧洞，完成了洞室衬砌，现正在实施配套工程；铅硐山矿业公司深部矿体开拓工程等项目进展顺利；多晶硅项目完成了可行性研究报告，目前正在选址。其他项目也正在按照投资计划逐步落实。

表4 主要子公司2006年收入与利润情况

项目	主营业务收入 (万元)	占比	利润总额 (万元)	占比
金钼集团	569791	35.58%	360856	75.39%
宝钛集团	300481	18.76%	31752	6.63%
八一锌业	251283	15.69%	10365	2.17%
鑫光铝业	217854	13.60%	6413	1.34%
公司合并	1601347	100%	478636	100%

数据来源：陕西有色合并财务报表和上述四家子公司报表，由于集团公司合并报表中无子公司收入和利润情况明细，考虑到集团及上述四家子公司之间内部关联交易较少，我们在计算该四家子公司收入和利润占比情况时，直接采用一级子公司个别会计报表的收入和利润占合并报表收入和利润进行处理。

在对外合作方面，公司与金川集团有限公司、陕西大秦地质矿业有限责任公司、西部矿业有限责任公司、陕西煎茶岭矿业开发有限责任公司（公司的控股子公司）共同出资3亿元，组建了陕西煎茶岭镍业有限公司，对煎茶岭镍矿进行开发，公司占41.24%股权；陕西有色金属矿山公司（公司的全资子公司）、八一锌业、陕西银母寺矿业公司（公司的控股子公司）共同出资8560万元，整体收购了汉中天鸿基矿业有限公司，对其所属楠木树铅锌矿进行开发；陕西有色金属矿山公司出资5100万元与西藏天冠经贸有限公司和陕西晟嘉担保投资有限公司组建了新公司，并取得了勒青拉铅锌矿及58.8平方公里的探矿权，其中矿山公司占51%股权；陕西五洲矿业公司（公司的控股子公司）出资2528万元收购了山阳中天钒业有限公司，并多元化引进投资者，以增资扩股的方式对其进行重组，重组后五洲公司占51%股权，新增产能400吨，总产能达到1300吨。此外，公司积极开拓国际矿业市场，先后考察、论证、洽谈了刚果（金）卡拉昆迪铜钴矿项目、津巴布韦亨特路镍矿项目、阿根廷拉斯—乔伊卡斯铜

矿项目；与内蒙宏德公司合作勘查开发蒙古国巴彦乌列盖多兰哈达铅锌矿，并签订了合作开发协议。

在改革改制方面，宝钛股份顺利完成了 A 股增发，募集资金 8 亿元；金钼集团上市完成了立项请示、中介机构选聘和方案的确定等前期工作；八一锌业以零资产收购了八一铜矿，进一步理顺了产权关系；中国四佳半导体材料公司划归公司直接管理，目前正在进行清产核资及改制方案的编制。

在科技创新方面，公司出台了知识产权管理办法，加大了对科技创新的激励力度。金钼集团投资 1200 万元，安排实施了 45 个科研项目，在钼的采、选、冶、加关键环节、产品研发和技术引进创新方面均取得良好效果。宝钛集团完成了 19 项国军标、国标及行业标准的起草、审定，并首次正式参与了国际钛标准的草案起草工作；取得了新型钛合金研制和金属板材矫平方法 2 项发明专利；争取到 7 个国家“十一五”科研项目；获得国防科学技术奖、中国有色金属工业科学技术奖等 6 项省部级以上科技成果奖。

在安全生产方面，公司严格落实安全生产责任制，加强对企业重大危险源的管理，进行了职业健康安全管理体系认证工作，有效促进了公司的安全生产，全年负伤率为 0.38%。

在环境保护方面，公司积极推进环保项目建设，加强了对废水、废气、废酸的综合治理。金钼集团通过实施冶炼厂尾气制酸项目，将制酸规模由原来的 10 万吨增加到 20 万吨；宝钛集团完善了板带厂废酸、废水治理设施和管棒厂 3150 机组废水综合利用；八一锌业公司投资 400 余万元，对废酸废水进行统一集中处理；五洲矿业公司投资 200 余万元对尾矿废水进行综合治理。同时，金钼集团、宝钛集团、鑫光铝业均已通过了省环保局清洁生产审核验收。

公司 2007~2009 年经营指标预测见表 5。可以看到，公司未来 3 年投资规模加大，主营业务收入增长迅速，利润总额和净利润也保持

增长，但考虑到有色金属价位有下调的可能，净资产收益率有所降低，但仍处于较高水平。结合有色金属行业的总体走势和公司目前的经营情况，我们认为公司的预测基本合理。

表 5 公司 2007~2009 年经营指标预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
计划投资	131000	255000	686000	800000
主营业务收入	1601347	1800812	2196991	2812149
利润总额	478636	360662	402577	451987
净利润	366660	241643	269726	302831
折旧	36252.45	39877	43865	50445
摊销	4298	4512	4738	4975
利息支出	19513	30219	37419	41160
短期债务余额	256548	286534	291188	307012
长期债务余额	83917	90406	91301	92223
少数股东权益	173402	157448	184421	214704
所有者权益	1333150	1574481	1844208	2147039
资产总额	2387110	2914564	3351749	4022098
EBITDA	538699	435270	488599	548567
指 标	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
总资本收益率 (%)	20.91	12.89	12.74	12.46
净资产收益率 (%)	27.50	15.35	14.63	14.10
全部债务资本化比率 (%)	18.43	17.87	15.86	14.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	27.61	14.40	13.06	13.33
债务保护倍数 (倍)	1.20	0.76	0.83	0.90

注：2006 年为实际值，2007~2009 年数据为公司预测值。

公司确立了“调整产品结构，培育优势产业，发展具有陕西特色的钼产品、钛产品、铝产品、铅锌金属产品，加快实现超常规、跨越式发展”的工作思路，力争 3~5 年内形成 2~3 个主业突出、盈利能力强的上市公司，4~5 个拥有知名品牌、市场开拓能力强的大中型企业，5~6 个居于国际先进水平、具有较强竞争力的拳头产品。按照公司“十一五”规划，2010 年公司总资产达到 500 亿元，实现销售收入 400 亿元，出口创汇 5 亿美元，实现利税 100 亿元，其中利润 50 亿元。

四、财务分析

公司的 2006 年合并财务报表由陕西华汇会计师事务所审计并出具标准无保留意见。

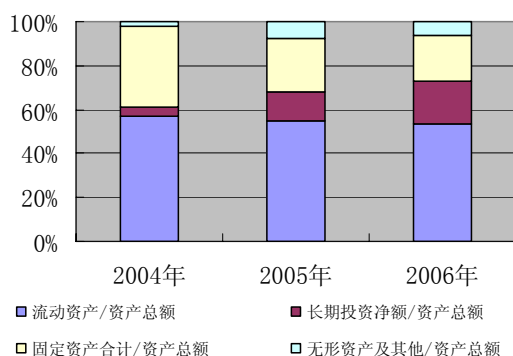
2006 年公司会计报表合并范围变化不大，会计报表可比性较强。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 2387110.07 万元，少数股东权益 173402.17 万元，所有者权益 1333150.37 万元；2006 年实现主营业务收入 1601346.90 万元，利润总额 478635.99 万元。

1、资产质量

近三年，公司资产总额大幅增加，平均增长 51.94%，主要是由于流动资产和长期投资增长较快。从图 4 可以看出，公司流动资产在资产总额中占比较为稳定，固定资产占比有所下降，而长期投资净额、无形资产及其他占比均有较大幅度提高，尽管近年来资产占比情况有所变化，但公司资产一直以流动资产为主。截至 2006 年底，公司资产总额中流动资产占 53.26%，固定资产占 20.69%，长期投资净额占 19.59%，无形资产及其他占 6.46%，长期投资净额占比进一步提高。

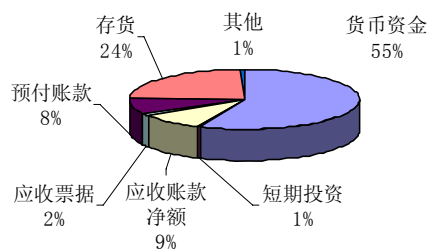
图 4 公司资产构成



近三年，公司流动资产平均增长率 46.62%，其中货币资金平均增长率 90.12%。2006 年底，公司流动资产合计 1271488.54 万元，其构成情况见图 5。可以看出，流动资产中，货币资金和存货所占比例较大，两项合计占流

动资产总额的 79.90%。

图 5 公司流动资产构成（2006 年底）



由于公司销货款主要实行先款后货以及信用证的回款方式，因此，应收账款规模相对较小。2006 年公司应收账款余额 72535.32 万元，账龄在 1 年以内的占 71.49%，1~3 年的占 14.65%，3 年以上的占 13.86%。公司按照账龄分析和个别认定相结合的方法对应收款项计提坏账准备，2006 年底应收账款坏账准备余额 11508.53 万元，占应收账款余额的 15.87%，计提较为充分。

2006 年底，公司其他应收款余额 69575.89 万元，账龄在 1 年以内的占 54.55%，1~3 年的占 21.37%，3 年以上的占 24.08%。公司对其他应收款计提坏账准备余额 15563.67 万元，占其他应收款余额的 22.37%，计提较为充分。

近三年公司存货增长较快，平均增长率 42.26%。2006 年底，公司存货余额为 303464.30 万元，其中原材料占 28.59%，自制半成品和在产品占 26.69%，库存商品占 32.80%。同时公司根据成本与市价孰低原则，对部分存货计提了跌价准备，2006 年存货跌价准备余额为 1370.23 万元。

近三年公司长期投资增长极快，平均增长率为 234.40%。2006 年底，公司长期投资合计 456267.42 万元，其中国债债权投资 428991.05 万元，占比 94.02%。由于公司以回报率较为稳定、投资风险低的债权投资为主，公司整体投资收益状况正常，2006 年实现投资收益 11386.65 万元。

近三年，随着在建工程项目的陆续完工，公司固定资产总额稳步增加，平均增长

14.10%。截至 2006 年底，公司固定资产原值合计 713447.91 万元，其中房屋建筑物和机械设备分别占 41.72%和 47.07%；2006 年底公司在建工程账面余额 71456.14 万元，主要为钛及钛合金冷床炉、电解铝环境治理工程、镍业公司等项目。

近三年由于公司相继完成了企业改制和清产核资，资产质量得到了夯实。总体看，目前公司资产结构正常，流动性较好，资产质量好。

2、负债及权益结构

近三年公司所有者权益年均增长率为 83.20%，其中，盈余公积和未分配利润年均增长率分别为 119.48%和 195.94%。截至 2006 年底，公司所有者权益合计 1333150.37 万元，其中实收资本和资本公积占 23.02%和 21.60%，盈余公积和未分配利润分别占 11.89%和 43.90%。

由于公司自成立以来整体增长速度保持在一个较高的水平，对资金的整体需求也在不断增加，因此使得公司债务总额逐年增长，近三年公司负债总额平均增长率为 24.06%，截至 2006 年底，公司负债合计 880557.52 万元，其中，流动负债占 85.39%，长期负债占 14.61%。流动负债中，主要为短期借款（占 21.23%）和其他应付款（占 16.16%），其次是预收账款（占 13.7%）和应付账款（占 11.21%）。长期负债中，长期借款和专项应付款分别占 65.25%和 26.45%，其中专项应付款为铝业板块计提的安全基金和钛业板块的应付专项工程款。

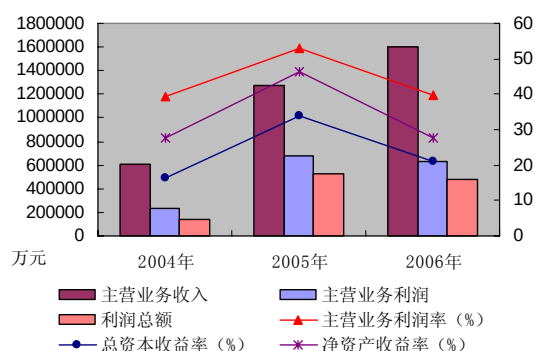
近三年公司债务资本的平均增长率仅为 14.12%，远低于负债总额（24.06%）的平均增长率。债务资本内部结构变化明显，受应付票据和一年内到期的长期负债增加的影响，公司短期债务平均增幅达 34.35%，而同期长期债务以年均 16.12%的幅度递减。2006 年底公司债务资本合计 340464.98 万元，其中短期债务占 75.35%，长期债务占 24.65%，公司债务以短期债务为主。

受所有者权益大幅增长的影响，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均呈现明显下降趋势。以上三项指标 2006 年底分别为 36.89%、18.43%和 5.28%，公司的债务负担较轻。

3、盈利能力

近三年公司主营业务收入平均增长 62.84%，2006 年实现主营业务收入 1601346.90 万元，其中公司钼、钛、锌、铝、镓、钒、铅等主要有色金属产品销售收入占到公司主营业务收入的 95%左右，公司主营业务突出；同期，公司的主营业务利润年均增长率为 63.51%，2006 年实现主营业务利润 636137.95 万元；受益于有色金属行业良好发展势头以及公司成本费用控制措施的落实，近三年公司利润总额平均增长率为 83.68%，高于主营业务收入和主营业务利润平均增长率。从主要盈利指标看，近三年公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率处于较高水平，2006 年有所下降，但仍分别高达 39.73%、20.91%和 27.50%，盈利水平高。

图 6 公司盈利情况



我们注意到以下几个问题：①公司目前除了金钼集团拥有充足的矿产资源外，其他下属子公司矿产资源的自给率仍有待提高，这使得公司在成本控制方面存在一定的不确定性，同时由于目前有色金属矿产资源的价格都处于历史高位，公司能否及时将上游的原料价格转移给下游产品的售价上，也将一定程度上影响

到公司的主营业务利润率的水平；②公司钛、钒、钨等有色金属加工产品国内客户主要为国防和军工企业，这一方面为公司提供了稳定的销售订单保证，但另一方面，公司产品定价的自主能力较低，利润空间有限；③公司的盈利主要来源于钼行业，集中度较高。

针对上述情况，目前公司已逐步采取各种措施：①通过各种形式的合作与勘探，力图在国内外增加其对上游矿产资源的控制权；②寻求技术合作或者自主研发的形式提高产品的深加工程度；③通过技改或者新建项目以延长产业链条、扩大产品产能。

总体来看，公司主营业务突出，整体盈利能力很强。如果公司战略规划在未来几年能够顺利实施，预计未来几年公司各项盈利指标仍保持在较高水平。但是公司在未来发展的过程中，也存在一些不确定的因素，比如行业运行周期、资源控制的实现程度、深加工项目的实施进度等。

4、偿债能力

近三年，公司流动比率、速动比率均呈明显上升趋势，2006 年底分别为 169.09%和 128.92%。虽然 2006 年底公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数下降较快，为 0.0004 倍，但考虑到公司较大规模的经营活动现金流量、充足的货币资金、较强的融资能力以及国债投资的变现能力，我们认为，公司具有较强的短期支付能力。

近三年，公司 EBITDA 值年均增长率为 71.75%，2006 年为 538699.41 万元。近三年 EBITDA 利息倍数、债务保护倍数均维持在较高水平，2006 年两项指标分别为 27.61 倍和 1.20 倍，表明公司对利息支出保护能力以及对债务整体保护能力都很强。

截至 2006 年底，公司本部未对外提供担保；下属子公司提供的对外担保情况见表 6，担保额总计 3274 万元，全部为连带责任保证。总体看，公司或有负债风险小。

表 6 下属子公司对外担保情况

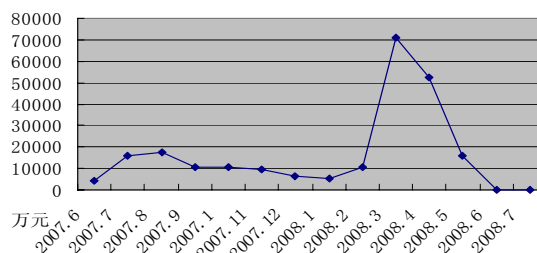
提供担保单位	被担保单位	担保额(万元)
宝钛集团有限公司	西北有色金属研究院	1,400.00
铜川鑫光铝业有限公司	铜川市自来水公司	600.00
华山工程机械有限公司	西北第二合成制药厂	447.00
华山工程机械有限公司	西北第二合成制药厂	250.00
华山工程机械有限公司	西北第二合成制药厂	557.00
华山工程机械有限公司	西北第二合成制药厂	20.00

截至 2006 年底，公司本部无逾期贷款情况，下属子公司逾期贷款余额情况如下：①、金堆城钼业光明（山东）股份有限公司的 20 万元逾期贷款是该公司 1995 年因经营需要向淄博市信托投资公司借入的 3 年期贷款，后淄博市信托投资公司被淄博市工行托管，该笔贷款至今无人催收；②中国有色金属西安供销运输公司的 300 万元逾期贷款为 2001 年工行 1 年期流动贷款，企业困难至今无力偿还，于 2005 年转给长城资产管理公司；③陕西八一铜矿的两笔 70 万和 150 万逾期贷款均为人民银行发放的金银专项贷款，属计划经济时期产物，至今无人催收；④中国四佳半导体材料公司是 2006 年 8 月由陕西省国资委无偿划转给陕西有色经营管理的全资企业，该公司长期经营不善，连年亏损，所涉及的逾期贷款均是历史原因形成的，其中逾期长期借款的债权方中国有色金属工业总公司早已解散，贷款已无法偿还。

总体看，公司逾期贷款均属于历史问题，公司本部信用记录良好。

图 7 统计的是自 2007 年 6 月～2008 年 7 月期间，公司现有债务的偿还期分布情况。该期间公司的偿债高峰为 2008 年 3 月和 4 月，主要是需要偿还 07 陕有色 CP01 和 07 陕有色 CP02 各 5 亿元短期融资券。

图 7 公司现有债务分布情况



目前，公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2007年5月底，公司共获得授信额度468760万元，全部为流动贷款授信，尚有317940万元的流动贷款授信额度未使用，间接融资渠道畅通。

公司的下属孙公司宝钛股份为A股上市公司。2006年9月份，宝钛股份通过定向增发向八家特定投资者成功定向发行2582万股人民币普通股（A股），募集资金总额80042万元。

总体来看，公司融资渠道畅通，间接和直接融资能力较强。

五、短期融资券偿债能力

公司分别于2007年3月28日和2007年4月25日发行了2007年第一期、第二期短期融资券各5亿元（“07陕有色CP01”和“07陕有色CP02”），期限均为365天。

截至2006年底，公司货币资金为713871.46万元，是上述两期短期融资券总额度的7.14倍，公司现金类资产对债券的偿付有较强的保障。

公司2006年经营活动产生的现金流入为1833535.90万元，是上述两期短期融资券总额度的18.34倍；2006年经营活动产生的现金流量净额为397680.78万元，是上述两期短期融资券总额度的3.98倍。公司经营活动的获现能力对公司已发行的短期融资券的保护能力较强。

六、综合评价

公司是中国有色金属工业8强企业之一，综合竞争实力较强。目前，公司资产质量好，主营业务突出，盈利能力强，经营活动的现金流量状况好，债务负担较轻，综合偿债能力强。综合看，公司整体信用风险小。

积极因素

1、有色金属作为战略性、资源性行业之一，

发展前景良好。

2、公司是国内最大的有色金属综合生产企业之一，拥有钼业、钛业、核工业专用锆材、铅锌业、铝业和贵金属生产基地，产业布局较广，经营规模较大，整体竞争实力强。

3、公司拥有亚洲最大的钼金属采、选、冶、加、科、工贸一体化联合企业，钼资源储备丰富，矿石品位高，钼产业链条完整，经营风险较低。

4、公司拥有国内最大的钛及钛合金加工企业，作为我国钛工业国标、国军标和行规的制订者，在全国尤其是军工市场具有垄断地位。

5、公司债务负担较轻，盈利能力和经营获现能力强。

关注

1、出口退税率下调、资源税和关税税率的提高将对公司的整体盈利能力产生一定不利影响。

2、有色金属价格高位运行，预计未来两年内有调整的可能。

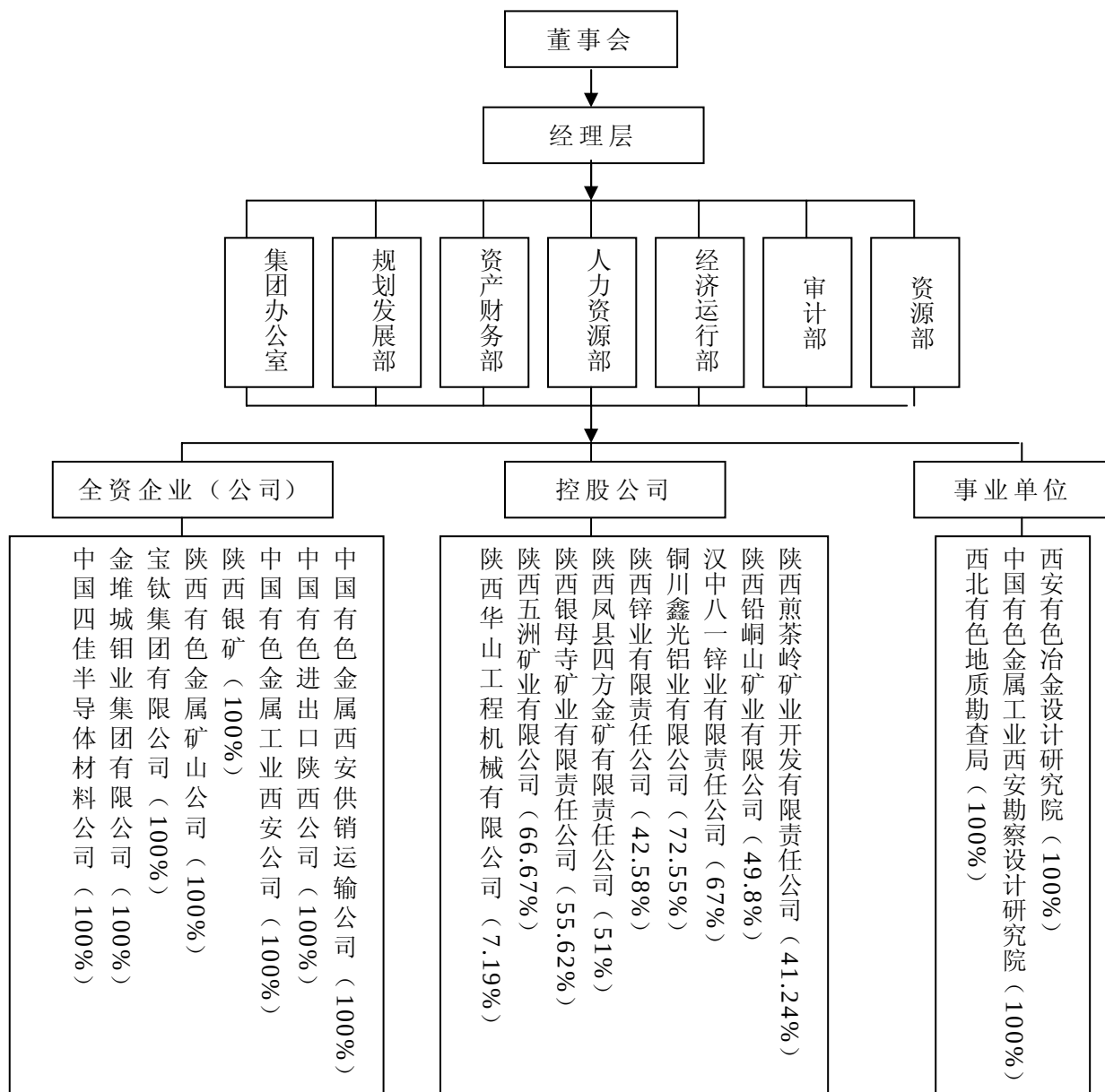
3、公司钛钒、铅锌和铝加工企业矿产资源自给率较低，原材料供应数量和价格在一定程度上受到市场行情的影响。

4、公司本部成立的时间晚于大部分子公司，对下属公司内部资源整合和资金管理力度有待进一步加强。

附件 1 主要财务数据

项 目 (万 元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	197493.29	622796.89	713871.46	90.12
应收款项净额	86225.47	80353.44	115039.01	15.51
存货净额	149276.77	199684.95	302094.06	42.26
流动资产合计	591477.46	998135.52	1271488.54	46.62
资产总计	1034058.79	1823432.12	2387110.07	51.94
短期借款	129719.51	136660.43	159650.02	10.94
应付票据	9241.26	32047.31	33001.64	88.97
应付帐款	54022.43	93498.95	103018.98	38.09
预收帐款	65994.84	103846.27	84309.87	13.03
其他应付款	89448.19	122379.10	121492.53	16.54
一年内到期的长期负债	3177.42	26049.68	63896.40	348.44
其他流动负债	0.00	3.10	0.58	-
流动负债合计	413278.45	678331.57	751941.06	34.89
长期借款	119273.47	82806.60	83916.92	-16.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	-
负债合计	572118.16	811387.95	880557.52	24.06
少数股东权益	64712.33	95522.14	173402.17	63.69
所有者权益合计	397228.31	916522.04	1333150.37	83.20
主营业务收入	603896.47	1275536.40	1601346.90	62.84
主营业务利润	237934.03	674579.44	636137.95	63.51
利润总额	141862.29	528146.29	478635.99	83.68
净利润	109310.79	424450.11	366660.33	83.15
EBITDA (万元)	182614.76	582267.14	538699.41	71.75
销售商品、提供劳务收到的现金	645145.55	1469228.21	1798538.84	66.97
经营活动产生的现金流量净额	249743.07	625681.74	397680.78	26.19
投资活动产生的现金流量净额	-133235.54	-303114.21	-397552.78	72.74
筹资活动产生的现金流量净额	-19031.86	-27326.82	90315.48	-
现金及现金等价物净增加额	97473.67	295152.65	90409.99	-3.69
筹资活动前现金流量净额 (万元)	116507.53	322567.52	128.00	-96.69
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数(次)	12.07	23.60	23.74	21.36
存货周转次数 (次)	2.59	3.38	3.76	3.41
总资产周转次数 (次)	0.66	0.89	0.76	0.78
主营业务利润率 (%)	39.40	52.89	39.73	43.61
现金收入比 (%)	106.83	115.19	112.31	112.08
总资本收益率 (%)	16.32	33.97	20.91	23.91
净资产收益率 (%)	27.52	46.31	27.50	33.15
长期债务资本化比率 (%)	20.52	7.56	5.28	9.01
全部债务资本化比率 (%)	36.14	21.52	18.43	22.90
资产负债率 (%)	55.33	44.50	36.89	42.86
流动比率 (%)	143.12	147.15	169.09	157.31
速动比率 (%)	107.00	117.71	128.92	121.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.82	42.71	27.61	30.78
债务保护倍数 (倍)	0.54	1.68	1.20	1.21
筹资活动前现金流量净额债务利息偿还能力(倍)	13.28	23.66	0.01	9.76
筹资活动前现金流量净额债务偿还能力(倍)	0.45	1.16	0.0004	0.44

附件 2 公司组织架构图



注：公司对陕西华山工程机械有限公司持股比例为 7.19%，由于债转股等历史原因，其大股东为四大国有银行剥离出来的国有资产管理公司，但仍归陕西有色管理，并合并报表。

附件 3 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件 4 信用等级的定义

企业主体长期信用等级的定义

企业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。

中长期债信用等级的定义同企业主体。

短期融资券信用等级的定义

短期债信用等级的设置采用6级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

A-1级：还本付息能力最强，安全性最高；

A-2级：还本付息能力较强，安全性较高；

A-3级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响；

B级：还本付息能力较低，有一定的违约风险；

C级：还本付息能力很低，违约风险较高；

D级：不能按期还本付息。

长、短期债信用等级的对应关系

