跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1700 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持青海省投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“15青投CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

青海省投资集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：负面
上次评级结果：AA　　评级展望：负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 青投 CP002	6 亿元	2015/8/27-2016/8/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	41.72	42.48	22.23	7.96
资产总额(亿元)	369.67	427.96	498.75	492.86
所有者权益(亿元)	88.83	91.13	105.84	105.20
短期债务(亿元)	83.56	133.77	162.51	152.11
全部债务(亿元)	208.58	275.86	338.61	327.35
营业收入(亿元)	107.59	128.95	140.94	35.15
利润总额 (亿元)	1.41	1.17	0.77	-0.56
EBITDA(亿元)	9.78	9.92	12.64	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	7.09	4.60	3.90
营业利润率(%)	10.00	8.66	5.02	2.33
净资产收益率(%)	1.03	1.01	0.42	--
资产负债率(%)	75.97	78.71	78.78	78.66
全部债务资本化比率(%)	70.13	75.17	76.19	75.68
流动比率(%)	83.63	74.23	45.92	42.03
全部债务/EBITDA(倍)	21.33	27.80	26.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.63	0.60	0.52	--
经营现金流动负债比(%)	7.35	4.75	2.20	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.长期应付款中的融资租赁设备款计入长期债务；
3.应付债券中的短期融资券计入短期债务；
4.现金类资产计算已剔除受限货币资金。

分析师

刘文彬　徐璨
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，青海省投资集团有限公司（以下简称“公司”）资产规模随工程建设不断增长；收入规模随铝产品产销量增长有所提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到电解铝行业产能过剩、需求疲软，以及公司债务负担重，短期支付压力大，未来投资规模大等因素给公司经营和发展带来的不利影响。同时，公司下属担保公司目前对外担保余额大，并已出现代偿，可能对公司信用水平产生一定不利影响。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，并维持“15 青投 CP002”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是青海省国资委下属的国有企业，其煤（水）-电-铝产业链符合国家及地方产业政策，外部支持力度大。
2. 公司的铝深加工业稳步发展，未来渡过磨合期后，将对公司的盈利能力有较大提升。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15青投CP002”保障能力较强。

关注

1. 受行业低迷影响，公司冶炼板块出现亏损，营业外收入对公司利润影响大。
2. 公司下属担保公司对外担保规模大，担保业务出现代偿，且代偿率有所上升，后续存在代偿风险较大。
3. 公司负债规模持续上升，债务负担重，债务机构有待改善；短期债务规模大，受限资金比例高，短期支付压力较大。
4. 公司在建工程规模大，未来几年公司资本支出仍维持较大的规模，对外融资压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与青海省投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与青海省投资集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因青海省投资集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由青海省投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 青投 CP002”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于青海省投资集团有限公司主体长期信用及“15 青投 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

青海省投资集团有限公司（以下简称“公司”）是 1993 年经青海省人民政府批准成立的国有投资公司，初始注册资本 2.50 亿元，2001 年更为现名，注册资本扩充至 10.00 亿元。2006 年，联合两家境外战略投资者对公司进行增资扩股，注册资本变更为 34.00 亿元人民币。2008 年 12 月 24 日，公司进行了减资公告，并于 2008 年 12 月 29 日退还实收外资方投资，减资后本公司注册资本变更为 13.59 亿元。2012 年 6 月，青海省国有资产投资管理有限公司对公司投入资本金 5 亿元。2012 年 10 月 22 日，西宁经济技术开发区投资控股有限公司出资 6 亿元入股，其中 4.65 亿元增加注册资本、1.35 亿元转增资本公积，公司注册资本金增至 23.24 亿元。2013 年，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”）对公司进行增资，增资完成后，公司注册资本金为 36.25 亿元。2014 年 12 月 23 日，青海省政府国有资产监督委员会出具《关于青海省投资集团有限公司与西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司互相投资的批复》（青国资产[2014]第 307 号），增加注册资本人民币 39200 万元，由西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司出资，变更后的注册资本为 40.17 亿元；截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 40.17 亿元，其中青海省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青海省国资委”）持股比例 33.83%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例 12.45%，西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司持股比例 21.34%，西部矿业股份有限公司持股比例 32.38%。

公司主要经营范围为青海省国资委授权经营的国有资产，以产权为纽带进行资本运营，对投资项目作为业主成员进行全过程管理；办理设备租赁、资金筹措、融通业务（国家禁止或限制的项目除外）；项目、债权和股权投资；贷款担保、托管、投资咨询；工业生产资料（国家专项规定的除外）；原材料采购；炭素制品、铝制品、铝合金生产销售。（国家有专项规定除外）。目前投资领域主要涉及发电、电解铝冶炼、矿产资源开发等行业。

截至2015年底，公司下辖19家子公司，设投资管理部、资产管理部、经营管理部、安环部、科技部、财务资金部、审计监察部、办公室、企划部、党群工作部10个职能管理部门。

截至2015年底，公司合并资产总额为498.75亿元，所有者权益合计为105.84亿元（其中少数股东权益31.54亿元）。2015年，公司实现营业收入140.94亿元，利润总额0.77亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为492.86亿元，所有者权益合计为105.20亿元（其中少数股东权益31.47亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入35.15亿元，利润总额-0.56亿元。

公司注册地址：西宁市城西区新宁路 36 号；法定代表人：洪伟。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投

资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

（1）区域经济环境

青海省资源丰富，截至目前，已探明的矿产资源保有储量潜在价值达17万亿元，列全国第一。发现的矿产资源种类达125种，有54种矿产的保有储量居全国前10位，其中探明储量

的有105种，占全国矿产资源量的43%以上，形成了以水能、盐湖、石油天然气、有色金属和贵金属、非金属为优势的一批矿产资源。

青海省水能资源丰富，理论蕴藏量为2337.46万千瓦，占西北地区的27.8%，资源主要分布在黄河、长江（通天河）、澜沧江（扎曲河）等河流。可开发的大中型水电资源装机为2096.3万千瓦，年发电量832亿千瓦时，装机占西北地区的43.7%。尤其是黄河干流龙羊峡以下河段水电具有资源相对集中、坝址条件优越、距离负荷中心较近、淹没损失少、单位千瓦造价相对较低的优点，被誉为水电中的“富矿”，是国家重点开发区域之一。“十二五”期间，青海省将加快建设羊曲、玛尔挡等黄河上游大中型水电站，积极推进通天河、澜沧江流域水电资源的勘探和开发，把青海建成全国的水电基地。

总体看，公司风险资源勘探、水电开发以及煤-电-铝联营的等业务发展具有良好的外部环境。

（2）行业分析

公司涉及的主要产业包括电解铝及水力发电等。

1．电解铝行业

铝是世界上产量和用量仅次于铁的金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

电解铝生产的基本原理是将氧化铝投入电解槽中，添加炭质阳极，通入直流电使铝氧元素分离，阴极形成液体铝，浇筑凝固成原铝锭。电解铝企业盈利空间取决于铝价与生产成本费用之差。在成本和费用中，折旧等非现金成本和期间费用占比约10%，其余为现金成本，现金成本中又以氧化铝和电力成本占比最高：每生产1吨原铝约需1.93吨氧化铝，1吨氧化铝又大约需要耗费2.5吨铝土矿，每吨铝需消耗直流电能13000度至15000度。总的来看，电解铝生产成本中，电力成本占比约为40%~45%，氧化铝成本占比约35%~40%，预焙阳极主要是碳素产品，约占10%。

需求方面，铝是仅次于钢的第二大金属材料，下游需求包括建筑（包括房地产）、电子电力、交通运输（主要为汽车和轨道交通）、耐用消费品（以家电为代表）等。电解铝下游行业均为典型周期性行业，12年以来由于国内宏观经济增速和固定资产投资下行，除房地产外的下游行业增速普遍降至个位数甚至负增长，房地产开发投资增速也呈下降趋势，导致铝产品需求放缓。

供给方面，电解铝生产基本不存在技术壁垒，前些年大力发展基建带来电解铝产能迅速扩张，2012年以来产能增速维持12%-15%，明显快于需求增速，行业逐步出现产能过剩。根据中国有色金属工业协会统计，我国电解铝行业产能利用率（总产量/总产能）2010年以前就基本未超过75%，2013年以来更是明显下降，目前电解铝过剩产能（总产能-总产量）高达1100万吨，产能利用率不足70%。供过于求的状态导致铝产品价格自2011年中起持续下滑。

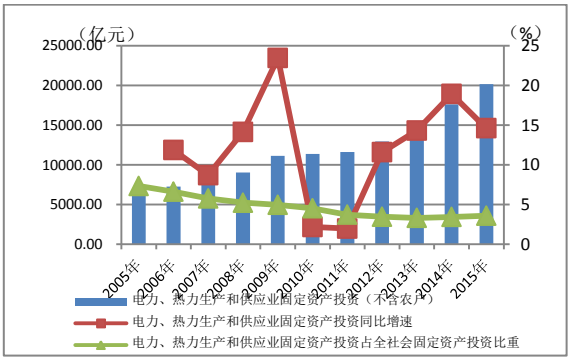
为了改善行业盈利，解决产能过剩问题，中国已出台多项政策以控制新增产能、淘汰落后产能，但实际收效甚微。在全行业微利的情况下，电解铝产能仍难以控制：一是部分成本控制能力强的企业仍有较大盈利空间，因此还在继续新建产能；二是部分会计成本已高于铝价而现金成本仍低于铝价的企业为了获取现金流而继续生产；三是地方政府行政干涉，人为抬高开工率，使得部分落后产能难以淘汰。后续看，上述三个因素仍将继续存在，产能增长难以遏制。近日《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》下发，电改初期大概率会以区域试点、大客户直供电为

主，电解铝等高能耗行业议价权将得到提升，部分原不具备成本优势的电解铝生产企业将受益于电价成本下降，关停动力弱化。未来电解铝产能过剩问题将长时间存在。

2. 电力行业

2005 年～2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



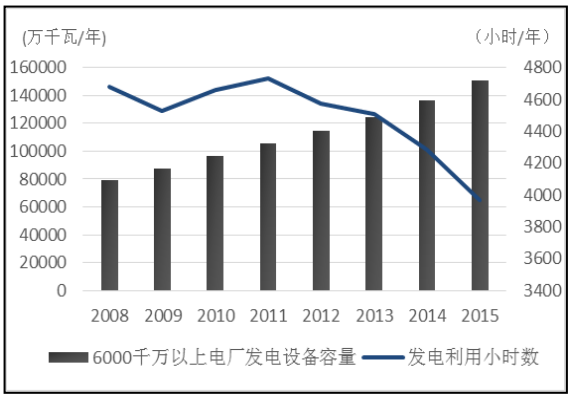
资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

2015年，全国主要电力企业合计完成投资8694亿元、同比增长11.4%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015～2020年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资4603亿元、同比增长11.7%；完成电源投资4091亿元、同比增长11.0%。全国净增发电装机容量1.4亿千瓦，创年度投产规模历史新高。其中风电新增投产超预期、达到历史最大规模。

截至2015年底，全国全口径发电装机容量15.1亿千瓦、同比增长10.5%，供应能力充足；全口径发电量5.60万亿千瓦时、同比增长0.6%；全国发电设备利用小时3969小时、同比降低349小时，已连续三年下降。截至2015年底，非化石能源发电装机容量和发电量占比分别比2010年提高8.1和8.3个百分点，非化石能源发电装机比重提高到35.0%，电力供应结构逐年优化。

图 2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：Wind 资讯

图 3 近年国内发电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

2015 年，全国全口径发电量 56045 亿千瓦时，同比增长 0.6%，增速较上年回落 3.5 个百分点，为有统计数据以来最低增速。2015 年，全国全口径水电发电量 11143 亿千瓦时，占全部发电量的 19.9%，较上年增长 0.9 个百分点；2015 年，火电发电量 40972 亿千瓦时，占全国发电量的 73.1%，比上年降低 2.2 个百分点，其中燃煤发电量占火电发电量比重 91.9%，燃气发电量占火电发电量比重 4.0%；2015 年，核电、并网风电和太阳能发电量分别为 1695 亿千瓦时、1851 亿千瓦时和 383 亿千瓦时，占全国发

电量的比重分别为 3.02%、3.3%和 0.68%，比上年分别提高 0.6、0.4 和 0.3 个百分点。具体看，近年来电力供应主要特点有：

一是水电投资连续两年下降，水电发电量较快增长，设备利用小时保持较高水平。“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3200 万千瓦，全年水电投资同口径同比下降 17.0%，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至 2015 年年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3664 和 3669 小时）。

二是并网风电、太阳能装机及发电量快速增长。主要受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；2015 年全年发电量 1851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1728 小时、同比降低 172 小时。近几年国家密集出台了一系列扶持政策，极大促进了太阳能发电规模化发展，东部地区分布式光伏在加快增长，西北地区光伏大基地呈规模化增加，这是“十二五”期间新能源建设发展的亮点。受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响，西北、东北部分风电和太阳能比重较高省份“弃风”、“弃光”问题比较突出。

三是核电投产规模创年度新高，发电量高速增长。2015 年全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2608 万千瓦、同比增长 29.9%。“十二五”时期，核电装机容量净增 1526 万千瓦、年均增长 19.2%。全年核电发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7350 小时、同比降低 437 小时。

四是火电装机大规模投产，发电量连续两年负增长，利用小时创新低。2015 年全年净增火电装机 7202 万千瓦（其中煤电 5186 万千瓦），为 2009 年以来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4329 小时，同比降低 410 小时。火电设备利用小时持续下降，主要是电力消费增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

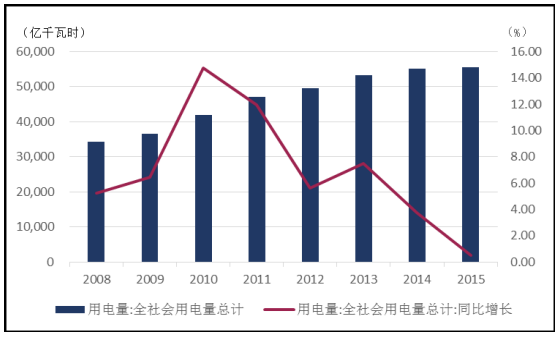
2015 年，受国内经济增长放缓、产业结构调整和工业转型升级等因素影响，我国全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.2 个百分点。

2015 年一、三产业和城乡居民生活用电增速均回升。2015 年，我国用电结构继续优化。第三产业用电比重连续 5 年提高，比上年上升 0.83 个百分点;第一产业和城乡居民生活用电量比重均有所增加，分别比上年增加 0.04 和 0.56 个百分点。第二产业用电占全社会用电比重 72.15%，比上年降低 1.43 个百分点，连续 4 年下降，但仍是拉动全社会用电增长的决定因素。具体来看：2015 年，第一产业用电量 1020 亿千瓦时，同比增长 2.5%，增速比上年上升 2.6 个百分点；2015 年，第二产业用电量 40046 亿千瓦时，同比下降 1.43%，增速较上年回落 5.1 个百分点。受工业增加值增速回落，主要耗电产品产量下降影响，第二产业用电出现负增长；2015 年，第三产业用电量 7158 亿千瓦时，同比增长 7.47%，增速较上年上升 1.07 个百分点；2015 年，城乡居民生活用电量 7276 亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年提高 2.74 个百分点。受居民用电水平提高以及气温影响，城乡居民生活用电量增速回升。

随着中国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征。电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换档、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现由高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。

2015 年，全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余，省级电网中，山东、江西、河南、安徽个别时段存在错峰，海南 8 月前电力供应偏紧。

图 4 近年国内用电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

行业竞争方面，中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价继续下跌，2014年12月环渤海动力煤价下降至约525元/吨，较2013年底下降约17%。进入2015年，该指数继续下跌，截至2015年12月底下跌至约370元/吨，较2014年底跌幅约达30%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计

划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电

企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 40.17 亿元，其中青海省国资委持股比例 33.83%，西部矿业持股比例 32.38%，西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例 21.34%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例 12.45%。控股股东为青海省国资委。

2. 企业竞争力

公司是青海省国资委下属的大型国有企业，能够获得政府的有力支持。跟踪期内，公司电解铝产能进一步扩张，产销量增长，收入规模提升。随着在管理经营上对相关资产逐步整合优化，公司煤-电-铝产业链的整合效益逐步得以释放，公司整体产业链布局和整体竞争实力进一步增强。

六、管理分析

2016年6月，公司发布《关于总经理变动的公告》，原总经理严发仓同志调任青海省三江集团有限责任公司总经理，程国勋同志为公司总经理。

程国勋先生，男，汉族，生于1963年，重庆江津人，大学本科（双学士），副教授，中共党员，毕业于青海师范大学数学系数学专业和中南财经大学会计系会计专业；1985年7月-2000年11月，在青海财经学校任数学系讲师、高级讲师；2000年11月-2001年8月，在青海财经学院会计系任财务管理教研室副主任；2001年8月-2002年6月，在青海省投资公司财务部任会计；2002年6月-2003年6月，在青海夏都旅游集团公司财务部任经理；2003年6月-2010年1月，在公司工作，先后出任财务资金部副经理、审计监察部副经理、审计监察部经理、财务资金部经理、党委委员、副总经理（主管财务）。2010年1月至今担任公司董事、党委委员、副总经理、总经理。

跟踪期内，公司其他高级管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司收入规模保持增长趋势。其中，冶金业务（铝业）仍是公司主要的收入来源，占到公司主营业务收入的77.32%，受电解铝及铝加工生产规模扩大影响，冶金业务板

块收入不断上升；电力业务板块受青海桥头铝电股份有限公司（以下简称“桥头铝电”）设备改造停产影响，收入同比略有下降；其他业务板块（其他业务主要为担保业务，此外还包括物业、建筑安装、水费等）受桥头铝电确认废料收入7.64亿元影响，收入快速增长；煤炭业务收入占比较少，对公司收入影响小。

跟踪期内，冶金（铝业）板块是公司主要收入来源，但由于行业持续低迷以及产能过剩影响，铝价持续下跌，冶金板块出现亏损；同期受煤炭价格下降及水电收入比例上升影响，公司发电业务毛利率有所回升；煤炭业务方面，受煤炭价格低迷影响，毛利率有所下降。

2016年1~3月，公司实现收入35.15亿元，同比大幅增长，主要受下属子公司青投国际贸易（上海）有限公司收入同比大幅增长，以及青海西部水电有限公司（以下简称“西部水电”）二、三期工程完全达产，销售收入增加所致。同期，公司毛利率为2.47%，受冶金板块亏损影响，同比有所下降。

表1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
冶金业务	76.74	78.73%	4.70%	99.42	83.16%	2.97%	108.98	77.32%	-3.54%	28.02	79.71%	-2.61%
电力业务	11.42	11.72%	18.00%	11.40	9.54%	16.49%	10.50	7.45%	18.10%	2.57	7.31%	21.79%
煤炭业务	4.88	5.01%	38.00%	4.89	4.09%	38.24%	2.00	1.42%	25.50%	0.21	0.60%	23.81%
其他业务	4.43	4.54%	39.30%	3.84	3.21%	48.70%	19.46	13.81%	47.53%	4.35	12.38%	22.99%
合计	**97.47**	**100.00%**	**9.50%**	**119.55**	**100.00%**	**7.17%**	**140.94**	**100%**	**5.54%**	**35.15**	**100%**	**2.47%**

资料来源：公司提供

注：由于尾数取舍的原因，各板块收入占比加总后可能不等于100%，板块间未抵消。

冶金板块

冶金板块是公司主要的收入来源，该板块主要经营实体主要是青海桥头铝电股份有限公司、青海百河铝业有限公司、青海西部水电有限公司、青海平安高精铝业有限公司和青海瑞合铝箔有限公司，目前公司冶金板块主要以原铝直接销售为主，并有部分铝加工产品。

表2　公司冶金板块情况（单位：万吨/年；元/吨）

产品	指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
电解铝	产能	67	95	95
	产量	65.75	77.75	20.08
	销量	68.90	80.85	18.45
	平均价格（含税）	11541	10227	11168
铝加工	产能	20	20	20
	产量	12.10	11.31	0.80
	销量	11.30	11.82	1.33
	平均价格（含税）	13487	11341	12001

资料来源：公司提供

公司目前具有年产95万吨电解铝、18万吨阳极炭素及20万吨铝合金的生产能力。

2015年及2016年1~3月，公司电解铝销售量分别为80.85万吨和18.45万吨，公司铝合金加工销售量分别为11.82万吨和1.33万吨。

（1）　电解铝

采购情况

从电解铝生产成本上看，氧化铝、电费和阳极碳素是最主要的三个组成部分。2015 年铝产品成本中，氧化铝占 33.09%，电力占 32.01%，阳极炭块占 10.85%，期间费用占 16.42%。

表 3　公司电解铝生产成本构成情况（单位：%）

名称	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
氧化铝	35.51	34.97	33.09	35.93
电费	33.99	32.38	32.01	32.96
阳极炭块	11.00	10.83	10.85	11.41
期间费用	10.02	13.54	16.42	10.64
其他费用	9.48	8.28	7.63	9.06
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司氧化铝采购中进口占比 40%，进口氧化铝主要采购自澳大利亚，由连云港登录，通过陇海铁路转运至青海。公司氧化铝采购通过长期采购合约实现，采购价格为每次采购同期 LME（伦敦期货市场）为参考定价。结算方式上，一般采用先货后款的方式，氧化铝供应商向公司运送货物后，公司三个月后采用转账或电汇方式结算货款。2015 年公司氧化铝采购量为 94.56 万吨，由于公司储备较多，采购量同比有所减少；采购均价同比降低 6.86%至 2198 元/吨。

表 4　公司氧化铝采购情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
平均采购价格（元/吨）	2745	2360	2198	2348
采购量（万吨）	106.89	130.00	94.56	47.33

资料来源：公司提供

电力成本方面，由于公司地处青海，电价水平低，并且公司拥有自备电源，因此电力成本具优势，公司电力成本约占生产成本的33%左右，在行业平均水平的35%~40%中处于较低水平。

公司生产所消耗电能中，85%由公司自备电源提供，15%来自外购，外购电主要来自西宁供电公司，公司与西宁供电公司签订备用容量合同，因此公司用电能够得到保障，受限电限产影响较小。2016年依据青海省政府对于省属企业电价优惠文件，电价成本降至0.23元/度，将一定程度上缓解铝产品业务亏损状态。

阳极炭素方面，2015 年公司产能为年产 18 万吨（其中桥头铝电 12 万吨，百河铝业 6 万吨）。2015 年公司阳极碳素的实际产量 12.39 万吨，受桥电碳素分厂陪烧车间停产检修影响，同比下降 31.24%。

生产情况

2015 年底，公司电解铝产能 95 万吨，较 2014 年底增加 28 万吨。截至 2016 年 3 月底，公司电解铝产能与 2015 年持平。

电解槽方面，截至2016年3月底，公司拥有1020台240KA电解槽和340台420KA电解槽，主要运行的电解铝生产线采用具有行业先进水平的霍尔-埃鲁特熔盐电解法制铝工艺，属高产、高效、低投资、低耗能、低污染的生产线，烟气净化和其它环保设施在国内处于先进水平。

表 5　公司电解槽情况

项目	槽型	电解槽台数	建成时间	投产时间	产能
桥电一期	240KA	236 台	2002.4	2003.7	15 万吨
桥电二期	240KA	236 台	2004.2	2005.8	15 万吨
西部水电一期	240KA	236 台	2012.8	2012.8	15 万吨
西部水电二期	420KA	272 台	2015.6	2015.6	22.5 万吨
西部水电三期	420KA	68 台	2015.7	2015.8	7.5 万吨
百河铝业一期	240KA	156 台	2003.2	2004.12	10 万吨
百河铝业二期	240KA	156 台	--	--	10 万吨

资料来源：公司提供

表 6　公司电解铝近年产销情况

产品		2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
电解铝	产能（万吨）	55.00	67.00	95.00	95.00
	产量（万吨）	55.86	65.75	77.75	20.08
	销量（万吨）	46.00	68.90	80.85	18.45
	均价（元/吨）	12376.00	11541.03	10227.00	11168.00

资料来源：公司提供

销售情况

公司电解铝客户主要集中在国内大型的贸易公司，国内销售的主要区域在上海，客户主要为中国五矿铝业有限公司、上海正诚高和有色金属有限公司、嘉能可（中国）有限公司、巩义市济华物资贸易有限公司和青海信瑞资产运营有限公司。2015年，五家公司销售收入占电解铝销售的46.87%。公司“桥头铝”牌铝锭因其超国标的纯度受到客户的青睐，由于与下游公司有多年良好的合作关系，积累了良好的口碑，以及其产品价格的优势，公司的产品销售得以保证。公司与各客户采用市场化定价原则在每次订货时决定交易价格，约80%货款在交货时现款结算，其余货款在三个月内结清。

跟踪期内，中国电解铝价格整体下降，且电解铝行业产能却进一步过剩，电解铝供大于求的矛盾凸显，公司的经营风险加大。

（2） 铝材加工

公司铝材加工主要涉及青海桥头铝电股份有限公司、青海平安高精铝业有限公司和青海瑞合铝箔有限公司三家公司。产品主要应用于汽车、建筑装潢、金属制品、电子、包装等行业。

公司现有的粗铝加工生产线主要是青海桥头铝电股份有限公司的铸轧卷生产线和铝合金圆锭生产线。

表 7 公司目前铝业板块近年产销情况

产品		2013年	2014年	2015年	2016年
铝合金（粗铝加工产品）	产能（万吨）	20	20	20	20
	产量（万吨）	7.71	12.10	11.31	0.80
	销量（万吨）	7.66	11.30	11.82	1.33
	均价（元/吨）	16616.00	13487.20	11341.00	12001.00

资料来源：公司提供

子公司青海平安高精铝业有限公司年产20万吨高精铝板带和2万吨铝箔项目相继建成并进入试生产阶段，但由于项目技术较为复杂，生产设备尚处于磨合阶段未能达到规模化生产的需求，因此实际产量偏低。

此外，围绕着“煤--电--铝--铝加工产业链”公司（青海瑞合铝箔有限公司）投资建设了1.2万吨电子铝箔及2400万平方米化成箔项目。目前，30条化成生产线、20条腐蚀线已经投产，目前公司铝箔生产线仍处于磨合调试期。

公司铝材加工原材料主要是扁锭，绝大部分原材料由公司内部自供，在铝材加工产量的高峰时期，为了弥补自身扁锭供给的不足，可能向外部采购少量的原材料。

结算方面，公司与下游客户结算方式主要通过银行转账的方式进行，其中青海桥头铝电股份有限公司与下游客户的结算模式为货到后月结，青海平安高精铝业有限公司与下游客户的结算则是货到后45个工作日结算。

跟踪期内，公司铝合金生产线逐步建成，但均处于磨合期，未能正式投产，且铝合金价格持续下降，不利于公司盈利能力的提升。

电力生产板块

（1） 火力发电

火电方面，受桥头铝电5×12.5万千瓦机组陆续拆除影响，发电量有所下降。桥头铝电5×12.5万千瓦燃煤机组属于落后燃煤机组，为节能减排环保，公司于2015年9月起逐步拆除该燃煤机组，截至2016年3月底已全部关停拆除。桥头铝电将在现有机组位置，采用上大压小模式，就地规划建设3×66万千瓦国产超临界直接空冷燃煤发电机组，工程总投资65亿元。

公司火力发电的煤炭每年50%左右来自公司二级子公司西海煤炭，其余从其他煤炭生产企业或经销商购买。公司煤炭采购一般采取当月发货，次月结算，年底结清所有货款的模式进行，主要以银行转账的方式进行结算，账期在一个月左右。跟踪期受煤炭价格降低影响，电力销售业务毛利率略有提高。

（2） 水力发电

截至 2015 年底，公司水力发电装机容量 50.90 万千瓦时，较 2014 年底新增 18.00 万千瓦时，主要是黄丰水电站全部投产；截至 2016 年 3 月底，公司水力发电装机容量 65.10 万千瓦时，较 2015 年底新增 14.20 万千瓦时，主要

受黄丰水电站项目完工，已全部投产影响。受雨水情况影响，公司水电站每年发电量有所波动。电价方面，上网电价保持 0.23 元/千瓦时的水平。

表 8 公司下属水电站近年运行情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
水电装机容量（万千瓦）	28.40	32.90	50.90	65.10
发电量（亿千瓦时）	9.72	9.07	9.46	2.37
上网电量（亿千瓦时）	9.55	8.88	9.14	2.34
平均上网电价（元/千瓦时）	0.23	0.23	0.23	0.22
设备平均利用小时（时）	3415.29	2756.00	2838.03	-

资料来源：公司提供

公司目前运行水电站主要为康扬水电站、黄丰水电站和大河家水电站，其中康扬水电站总装机容量 284 兆瓦，黄丰水电站总装机容量 225 兆瓦，大河家水电站装机容量为 142 兆瓦。黄丰水电站和大河家水电站受电站库区循化县库区征地移民搬迁工作和乙麻木黄河大桥复建工程尚未完工影响，仍处于低水位发电，对公司电力业务盈利有一定不利影响。

煤炭板块

公司煤炭板块主要是子公司青海金瑞矿业发展股份有限公司。截至 2016 年 3 月底，煤炭可采储量为 18203.98 万吨，现有已投产矿井主要为年产 90 万吨柴达尔矿、年产 60 万吨的海塔尔矿、年产 60 万吨的默勒二矿和年产 30 万吨的默勒三矿。受运输条件限制，青海省煤炭市场供给具有明显封闭性，公司煤炭主要销售给桥头铝电作为电解铝生产的发电用煤，剩余部分用于对外销售。公司另有在建的柴达尔矿先锋井年产 45 万吨原煤项目。

表9公司煤炭板块主要资源储备情况

煤矿名称	可采储量（万吨）	设计生产能力（万吨/年）
海塔尔矿井	3695.42	60
柴达尔矿井	10120.88	90
柴达尔煤矿先锋井		45（在建）
默勒二矿	3587.08	60
默勒三矿	800.6	30

资料来源：公司提供

2015 年，公司煤炭产销率约 94.07%，其中对外销售约占总销售量的 3.81%，对内销售约占总销售量的 96.19%。受煤价下降影响，公司煤炭板块收入同比下降 59.10%至 2.00 亿元。

总体看，公司煤炭板块取得了较丰富的资源储备，主要用于自给。未来先锋矿的投产将能够为公司宁北铝电火电项目提供电煤供应，提升公司电煤自给能力。

矿产资源风险勘探与开发业务

公司矿产资源风险勘探业务的经营主体是全资下属的青海金星矿业有限公司（以下简称“金星矿业”），具体的经营模式是金星矿业先期投入进行资源勘探，根据勘查成果及成熟条件，以探矿权转让、合作开发或自主开发的形式实现勘探成果的转化。目前公司在其股权比重中占比最大、具有控制权，纳入合并范围。

截至 2016 年 3 月底，公司在青海省内拥有 41 个图幅勘探图（即勘探区域），每幅图为约为 420 平方公里的勘探面积，勘查总面积达 17011 平方公里，拥有了固体矿产、盐湖矿产、地下水资源等多种勘探资源储备，目前其已取得探矿证项目 13 个。

公司已获得探矿证的矿勘项目中，预计可提交资源量：铜 59 吨、银 21 吨、铅 79 吨、锌 8,094 吨、全铁资源量 1,099 万吨以上。

总体看，目前矿产资源风险勘探业务的资产和收入规模在公司中占比很小，对公司影响不大。

其他业务

公司其他业务主要为担保业务，此外还包括房地产、物业、建筑安装、水费等。

公司的担保业务主体为天诚担保。截至2015年末，天诚担保的总资产为19.80亿元，所有者权益为12.34亿元；2015年，公司担保业务收入为0.67亿元，同比下降42.34%，主要是天诚担保加强风险防范，担保业务下降，以及为减轻园区企业负担降低费率标准所致。

截至2016年3月底，天诚担保在保企业94家，在保余额55.78亿元，被担保企业分布于工

程建设、化工建材、生物科技、有色开采、有色加工、铝材加工、机械制造、日化用品等领域。

表 10 天诚担保经营情况下属水电站近年运行情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
期末担保余额	77.21	72.51	68.54	55.78
当期代偿额	0.87	2.85	2.04	0.15
担保代偿率	0.96	1.99	2.69	2.52
担保放大倍数	7.70	7.00	5.40	4.40

资料来源：公司提供

总体来看，天诚担保对外担保规模较大，担保业务出现代偿，且代偿率进一步提高，未来仍存在一定的或有风险。

经营效率

2015年，公司销售债权周转次数为12.24次；同期，公司存货周转率为5.08次，存货管理能力一般。2015年，公司总资产周转率为0.30次，资产利用率保持稳定。总体看，公司经营效率一般。

未来发展

未来公司将以产业政策为导引，依据青海省十大产业振兴规划的要求，充分利用青海省经济发展战略的比较优势进行产业布局和项目安排，加快项目建设步伐。在产业布局和项目建设中，充分考虑市场需求，及时调整产业结构、产品结构，提高市场竞争力。

未来，随着已建成项目逐步渡过磨合期、在建项目的逐步建成投产以及对新并入的公司进一步整合后，公司煤（水）-电-铝产业链的整合效益有望逐步得以释放，有助于公司整体产业链布局的完善和整体竞争实力的进一步增强，公司整体经营规模和抗风险能力也将得以增强。

八、重大事项

根据公司 2016 年 7 月 8 日及 2016 年 7 月 15 日先后发布《青海省投集团有限公司关于对外担保及受限资产的补充公告》及《青海省投资集团有限公司关于受限资产情况的补充公告》显示，截止 2016 年 6 月底，公司共存续债券 10 笔，共计 66.17 亿元；对外担保 8 笔，余额 13.72 亿元，占 2015 年底未经审计净资产的 12.96%，主要涉及西宁农商投资建设开发管理有限公司、西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司、青海甘河水务有限责任公司等国有企业，出现代偿的可能性较低；受限资产合计账面价值 114.94 亿元，均为银行贷款抵押资产，占 2015 年底未经审计净资产的 108.59%，占比较高，可能给公司经营带来一定风险，但考虑到公司存量项目建设正稳步进行，并未出现项目建设进度未达预期的情况，未来随着在建项目陆续建成达产，预期公司经营、盈利及经营性现金流情况将明显改善，有益于公司偿债能力的提升和长期稳定发展。

九、募集资金使用情况

公司于 2015 年 8 月发行的“15 青投 CP002”募集资金 6 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

十、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告已由北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年一季度报表未经审计。

2015年，青海省国鑫铝业股份有限公司和青海正益检测技术有限公司新纳入合并范围，对公司影响不大，财务数据具有可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额为498.75亿元，所有者权益合计为105.84亿元（其中少数股东权益31.54亿元）。2015年，公司实现营业收入140.94亿元，利润总额0.77亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 492.86 亿元，所有者权益合计为 105.20 亿元（其中少数股东权益 31.47 亿元）。2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 35.15 亿元，利润总额-0.56 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司经营仍呈现冶金（电解铝）、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探在内的多元化业务格局，冶金业务是公司最主要的收入来源。2015 年公司实现收入 140.94 亿元，较 2014 年增长 9.30%，主要是铝产品产销量增加所致。受铝价下降、电解铝行业产能过剩等因素的影响，公司营业利润率下降 3.64 个百分点至 5.02%。

期间费用方面，2015 年公司期间费用占营业收入的比重同比持平，仍为 8.64%，公司费用控制能力一般。

非经营性损益方面，2015 年营业外收入 6.10 亿元，同比大幅增加，主要由政府补助（5.42 亿元）组成。

2015 年，受公司营业利润大幅下降的影响，公司利润总额为 0.77 亿元，较 2014 年下降 33.97%，公司净利润同比下降 51.50%。从盈利指标看，由于净利润的下降，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至 0.96%和 0.42%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 35.15 亿元，较上年同期增长 46.46%，主要是受铝产品产销量增加影响。由于行业持续走弱，2016 年一季度营业利润为-2.02 亿元，较上年同期亏损额扩大 0.54 亿元。2016 年 1~3 月公司营业外收入为 1.47 亿元，利润总额为-0.56 亿元，受营业外收入增长影响，利润总额亏损同比有所降低。

总体看，公司利润受营业外收入影响大，因行业低迷，2015 年公司盈利能力有所下滑。未来，随着公司精铝加工、高精铝板带的生产渡过磨合阶段、先锋矿井和黄丰水电等多个项目的建成投产，公司煤-电-铝产业链将更趋完善，其整体的收入水平有望进一步增强。

2. 现金流及保障

2015 年，公司经营活动现金流入为 142.42 亿元，同比增长 9.82%，其中收到其他与经营活动有关的现金为 13.17 亿元。同期，公司经营活动现金流出量增长 12.41%，达到 137.82 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 5.21 亿元。公司经营活动现金流净额为 4.60 亿元，同比下降 35.08%。从收入质量上看，2015 年现金收入比为 91.58%，较上年上升 2.95 个百分点。

2015 年，公司投资活动产生的现金流入 19.32 亿元，同比大幅增长；2015 年，公司投资活动产生的现金流出为 49.92 亿元，同比增长 31.85%，公司保持较高的投资规模，2015 年投资活动现金净流量为-30.61 亿元。筹资活动前产生的现金流量净额为-26.01 亿元。

公司在建项目大规模的资金需求主要通过外部融资解决，从筹资活动现金流看，公司筹资活动产生的现金流入主要是取得借款收到的现金，而筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务支付的现金。2015 年公司筹资活动产生的现金流入量上升至 261.32 亿元，同比增长 25.86%，其中取得借款收到的现金为 254.35 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 5.63 亿元；公司筹资活动现金流出较 2014 年增长 27.14%，达到 237.36 亿元，其中偿还债务支付的现金 194.19 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 15.70 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动的产生的现金流入量和流入净额分别为 45.34 亿元和 3.90 亿元，现金收入比为 107.13%。同期公司投资活动现金流入量 0.47 亿元，流出量为 4.35 亿元，投资活动现金净流量表现为净流出，流出规模为 3.88 亿元。2016 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量为 50.03 亿元，流出量为 65.94 亿元，净流量为-15.91 亿元。

总体看，跟踪期内公司投资项目较多，经营活动产生的现金流入尚不能满足投资活动的现金需求，对外筹资压力大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额498.75亿元，其中流动资产占19.24%，非流动资产占80.76%。公司资产以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产95.96亿元，主要以货币资金（占45.79%）、应收账款（占10.27%）、预付款项（占6.285%）、其他应收款（占4.64%）和存货（占30.89%）为主。

截至2015年底，公司货币资金为43.94亿元，同比下降1.83%，其中最主要的是银行存款（占46.61%）和其他货币资金（主要是银行承兑汇票票据保证金存款等，占53.35%），公司受限资金比例上升。

截至2015年底，公司应收账款为9.85亿元，同比增长6.66%，按照账龄计提坏账准备的应收账款中1年以内的占比77.94%，1~2年的占比19.63%，2~3年的占比2.03%，3年以上的占比0.39%。总共计提坏账准备0.18亿元，计提比例为1.80%。总体看，公司的应收账款以1年以内短期为主，回收期较短，流动性较好，坏账风险较低。

截至2015年底，公司预付款项为6.03亿元，同比下降68.88%，主要为材料款、设备款和工程款，从账龄上看，1年以内占比65.61%，1~2年的占比7.65%，2~3年的占比10.64%，3年以上的占比16.10%。

截至2015年底，公司其他应收款为4.45亿元，同比下降61.87%，按组合计提坏账准备的其他应收款占比88.09%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款4.65亿元，账龄1年以内的占75.66%，1~2年的占9.09%，2~3年的占3.74%，3年以上的占11.51%。总共计提坏账准备1.31亿元，计提比例22.74%；采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为0.43亿元，计提坏账比例为7.46%。总体看，公司其他应收款回收期较短，坏账风险较低。

截至2015年底，公司存货为29.64亿元，同比增长29.95%，主要由原材料、库存商品、在产品、开发成本和发出商品构成。2015年的库存较去年增长系原材料、产成品等的增加。2015年公司计提存货跌价准备0.64亿元，主要是针对氧化铝原材料和库存商品计提的跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产为402.79亿元主要由可供出售金融资产（占6.12%）、固定资产（占28.42%）和在建工程（占58.01%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产为24.66亿元，较2014年减少0.48亿元。

截至2015年底，公司固定资产增长2.11%，达到114.46亿元，主要源于房屋建筑物和专用设备的增加。

截至2015年底，公司在建工程增长34.11%，达到233.67亿元，主要是脱硫工程增加3.29亿元，20Kt/a精铝工程增加1.32亿元，电解槽内衬改造增加2.00亿元，其他技改工程增加5.07亿元，10万吨电解项目增加4.32亿元，化隆县黄丰水电站增加5.07亿元，民和县大河家水电站增加3.13亿元，电解铝二期增加18.73亿元，高精度铝管帮型材项目新增7.10亿元，产业振兴-年产2.5万吨高强度铝合金挤制管、棒及型材项目新增5.59亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为492.86 亿元，较 2015 年底下降 1.18%，公司资产中流动资产占 17.56%，非流动资产占 82.44%，仍以非流动资产为主，资产构成上较 2015 年底变化不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主，符合行业运行特点，整体资产质量良好。

权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 105.84 亿元，同比增长 16.14%，主要受成都聚信汇诚能源投资中心（有限合伙）收购子公司青海省三江水电开发股份有限公司股权形成股本溢价，使得资本公积增加 9.64 亿元所致。公司所有者权益中股本占 37.95%、资本公积占 27.90%、盈余公积占 0.63%、未分配利润占 3.59%；其中归属于母公司所有者权益占 70.20%，少数股东权益占 29.80%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为

105.20 亿元，较 2015 年底下降 0.61%。公司所有者权益基本保持稳定。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益中股本占 38.18%、资本公积占 28.07%、盈余公积占 0.64%、未分配利润占 3.04%；其中归属于母公司所有者权益占 70.09%，少数股东权益占 29.91%。

整体看，公司所有者权益的稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 392.90 亿元，同比增长 16.65%，其中流动负债占 53.18%，非流动负债占 46.82%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 208.96 亿元，同比增长 39.95%，主要由短期借款（占 41.09%）、应付票据（占 5.19%）、应付账款（占 15.23%）、其他应付款（占 4..74%）组成、一年内到期的非流动负债（占 31.48%）。

截至 2015 年底，公司短期借款为 85.87 亿元，同比增长 10.02%，主要为质押、抵押借款和保证借款；同期公司应付票据 10.86 亿元，同比增长 53.01%；公司应付账款为 31.83 亿元，同比增长 13.93%；公司其他应付款 9.90 亿元，同比下降 43.33%，主要是应付公积金、基本医疗保险、履约保证金等。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 183.94 亿元，主要由长期借款（占 52.45%）、应付债券（占比 22.66%）和长期应付款（占比 21.36%）组成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 96.47 亿元，同比增加 40.02%，公司长期借款主要为抵押、质押借款和保证借款；公司应付债券 41.67 亿元，主要包括公司 2012 年发行的 10 年期公司债 6 亿元、公司 2014 年发行的 3 年期非公开定向债务融资工具 10 亿元、公司 2015 年发行的两期 3 年期非公开定向债务融资工具分别为 6 亿元和 5 亿元、公司 2015 年发行的 3 年期中期票据 14.00 亿元；公司长期应付款为 39.29 亿元，同比增长 5.86%，主要为有息的应付融资租赁款，已计入长期债务核算。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 387.66 亿元，较 2015 年底下降 1.33%，其中流动负债占 53.12%，非流动负债占 46.88%。

债务指标方面，截至 2015 年底，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化分别为 78.78%、62.46%和 76.19%，均较 2014 年有所上升，公司债务负担加重。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 78.66%、62.49%和 75.68%，较 2015 底有所波动，公司债务负担与 2015 年底基本持平重。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 338.61 亿元，同比增长 22.75%，其中短期债务占 47.99%，长期债务占 52.01%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 327.35 亿元，较 2015 年底下降 3.33%，其中短期债务占 46.47%，长期债务占 53.53%。公司短期债务为 152.11 亿元，较 2015 年底下降 6.40%；长期债务为 175.24 亿元，较 2015 年底下降 0.49%。

总体看，跟踪期内公司整体的债务负担加重；公司在建工程较多，未来资本支出较大，筹资需求较大，未来公司债务规模可能进一步扩大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年公司流动比率和速动比率快速下降，分别为45.92%和31.74%；2016年3月底分别进一步下降至42.03%和26.94%。2015年，公司经营现金流动负债比为2.20%，较上年下降2.55个百分点。整体看，公司流动负债中有息债务规模占比较高，公司短期支付压力加大。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为12.64亿元，较上一年有所增长。EBITDA/利息保障倍数为0.52倍，较2014年略有下降。同期公司全部债务/EBITDA为26.79倍，较2014年略有下降。总体看，公司对全部债务保护能力减弱，偿债压力大。未来，待公司未来在建项目建成投产和对注入资产的优化整体推进，公司资产的盈利水平和经营效率都有望

得到明显提升，整体的偿债能力也有望得到优化。

2015 年 8 月公司发行短期融资券“15 青投 CP002”6 亿元；截至 2015 年底，公司现金类资产扣除受限资金后为 22.23 亿元，为“15 青投 CP002”的 3.71 倍，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产扣除受限资金后为 7.96 亿元，为“15 青投 CP002”的 1.33 倍。2015 年公司经营性现金流入量 142.42 亿元，为“15 青投 CP002”的 23.74 倍，公司现金类资产及经营活动现金流入量对“15 青投 CP002”的保障能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保 9.79 亿元，担保比率 9.31%，包括子公司青海桥头铝电有限公司对青海甘河水务有限责任公司 9400 万元；集团本部对西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司有四笔担保分别为 16000 万元、18500 万元、10000 万元和 34000 万元；集团本部对西宁农商投资建设开发管理有限公司的两笔担保分比为 5000 万元和 5000 万元。

此外，截至 2016 年 3 月底，下属子公司青海天诚信用担保有限责任公司（以下简称“天诚担保”）担保余额 55.78 亿元（被担保企业行业分布于工程建设、化工建材、生物科技、有色开采、有色加工、铝材加工、机械制造、日用化工品等领域，担保较为分散）。总体看来，天诚担保对外担保规模较大，担保业务出现代偿，且代偿率进一步提高，未来仍存在一定的或有风险。

截至2016年3月底，公司获得综合授信484.48亿元，其中未使用额度254.62亿元；公司间接融资渠道通畅。同时，公司下属公司青海金瑞矿业发展股份有限公司是上市公司，具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（企业机构信用代码为：G1063010400038200A），截至 2016 年 6 月 15 日，公司有 2 笔未结清和 31 比已结清的关注类贷款，已结清的 33 笔关注类贷款是由于银行将公司划为地方政府融资平台，贷款列入关注类，未结清的 2 笔关注类贷款为建设银行根据青海省银监局信贷资产分类偏离度检查结果调整所致，上述关注类贷款银行以及公司已提供正式说明。

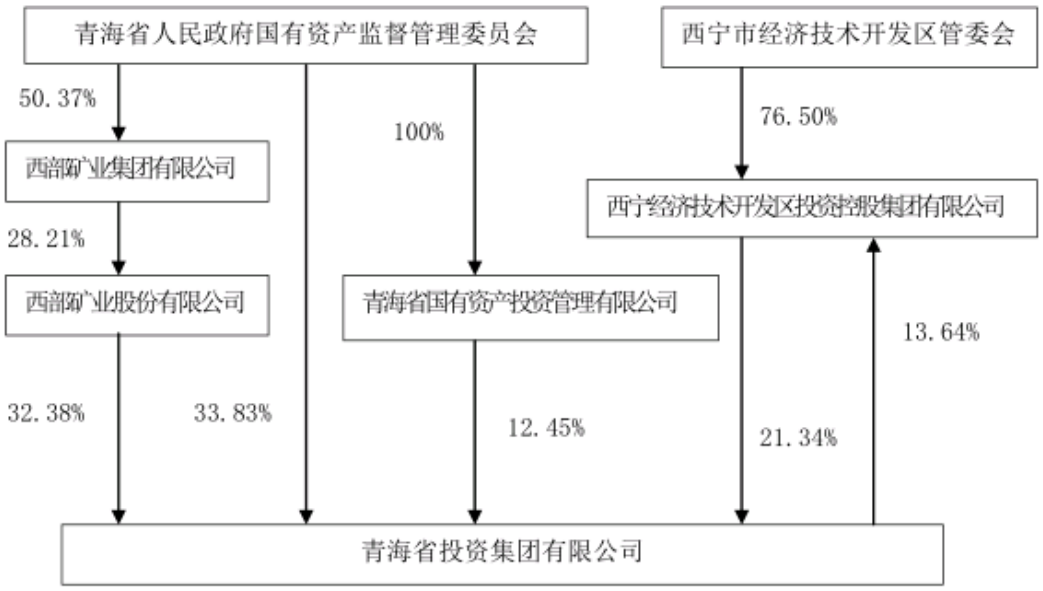
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、电解铝行业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

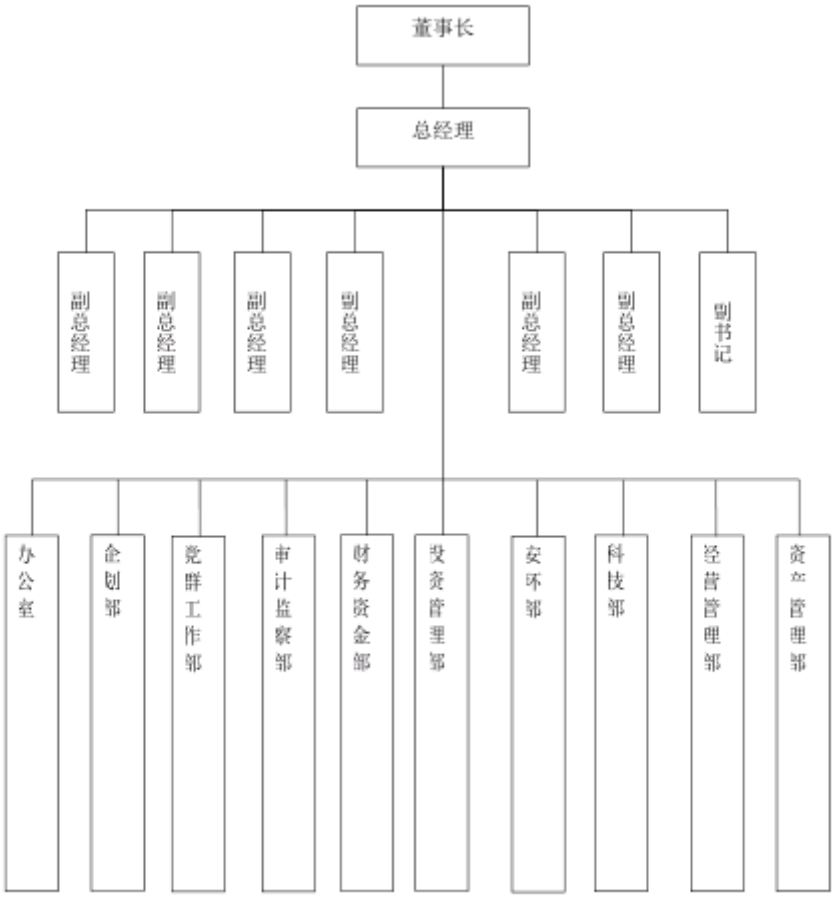
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“15青投CP002”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.72	42.48	22.23	7.96
资产总额(亿元)	369.67	427.96	498.75	492.86
所有者权益(亿元)	88.83	91.13	105.84	105.20
短期债务(亿元)	83.56	133.77	162.51	152.11
长期债务(亿元)	125.02	142.09	176.10	175.24
全部债务(亿元)	208.58	275.86	338.61	327.35
营业收入(亿元)	107.59	128.95	140.94	35.15
利润总额(亿元)	1.41	1.17	0.77	-0.56
EBITDA(亿元)	9.78	9.92	12.64	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	7.09	4.60	3.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.69	11.85	12.24	--
存货周转次数(次)	4.31	5.28	5.08	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.32	0.30	--
现金收入比(%)	111.32	88.63	91.58	107.13
营业利润率(%)	10.00	8.66	5.02	2.33
总资本收益率(%)	1.22	1.06	0.96	--
净资产收益率(%)	1.03	1.01	0.42	--
长期债务资本化比率(%)	58.46	60.92	62.46	62.49
全部债务资本化比率(%)	70.13	75.17	76.19	75.68
资产负债率(%)	75.97	78.71	78.78	78.66
流动比率(%)	83.63	74.23	45.92	42.03
速动比率(%)	67.14	58.95	31.74	26.94
经营现金流动负债比(%)	7.35	4.75	2.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.63	0.60	0.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.33	27.80	26.79	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.长期应付款中的融资租赁设备款计入长期债务；
3.应付债券中的短期融资券计入短期债务；
4.现金类资产计算已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息