

跟踪评级公告

联合[2013] 794 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⁻,评级展望为稳定,并维持“12青投CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年六月二十八日

评级业务专用章

1101030046109

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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 青投 CP001	6 亿元	2012/11/8-2013/11/8	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.66	14.07	31.52	41.03
资产总额(亿元)	195.04	229.80	285.17	307.87
所有者权益(亿元)	30.67	34.50	59.09	54.67
短期债务(亿元)	65.17	71.83	79.17	80.04
全部债务(亿元)	144.35	157.44	180.84	193.15
营业收入(亿元)	48.12	53.66	77.78	18.68
利润总额(亿元)	3.16	3.53	1.47	0.20
EBITDA(亿元)	11.57	12.85	10.66	--
经营性净现金流(亿元)	2.49	12.47	6.08	7.36
营业利润率(%)	18.81	17.23	11.96	11.29
净资产收益率(%)	8.54	8.13	2.22	--
资产负债率(%)	84.28	84.99	79.28	82.24
全部债务资本化比率(%)	82.48	82.03	75.37	77.94
流动比率(%)	64.24	61.32	71.66	80.49
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	12.25	16.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.41	0.86	--
经营现金流流动负债比(%)	3.21	12.51	5.47	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

赵楠

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

青海省投资集团有限公司(以下简称“公司”)是青海省国资委下属的国有独资企业,跟踪期内公司原铝及铝材产能实现扩张,铝业板块经营规模得以扩大,公司整体收入规模稳定增长。铝业及电源投资规模维持在较高水平,公司债务增加,但由于股东增资和少数股东权益增长,公司债务负担有所下降。

同期,电解铝行业受宏观经济波动影响,行业景气度下滑,公司铝业板块受产能过剩,产品价格下降和原料采购成本上升的影响较大,电力销售成本增加,房地产成本增加,公司的盈利能力显著弱化。

公司资源勘探业务顺利推进,具有持续开发潜力,未来矿权的转让有望为公司带来较高的利润回报。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻,评级展望为稳定,并维持“12青投 CP001” A-1 的信用级别。

优势

1. 跟踪期内,公司原铝及铝材加工项目开始批量试生产阶段,整体生产规模得以扩大。未来有望促进公司收入规模快速增长。
2. 跟踪期内,公司宁北铝电 2×13.5 万千瓦火电项目提升了公司电解铝用电保障程度,公司煤-电-铝产业链较为完善。
3. 受益于股东增资及少数股东权益增加,跟踪期内公司债务负担减轻。

关注

1. 跟踪期内,电解铝行业景气度下滑,电解铝价格大幅下降,公司经营压力加重。
2. 跟踪期内,公司有息债务规模增长较快。

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“12 青投 CP001”到期兑付日前有效；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存续期内“12 青投 CP001”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，至此公司注册资本金增至 23.24 亿元，其中青海省政府国有资产监督管理委员会持股比例 58.48%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例 21.51%，西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例 20.01%。

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2013年3月，公司设投资管理部、资产管理部、经营管理部、财务资金部、审计监察部、办公室、企划部、党群部8个职能管理部门。

下辖13家控股子公司。

截至2012年底，公司合并资产总额为285.17 亿元，所有者权益合计为59.09 亿元。2012年，公司实现营业收入77.78 亿元，利润总额1.47 亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为307.87 亿元，所有者权益合计为54.67 亿元。2013年1~3月，公司实现营业收入18.68 亿元，利润总额0.20 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

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产

业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、

江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至12月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，

落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动

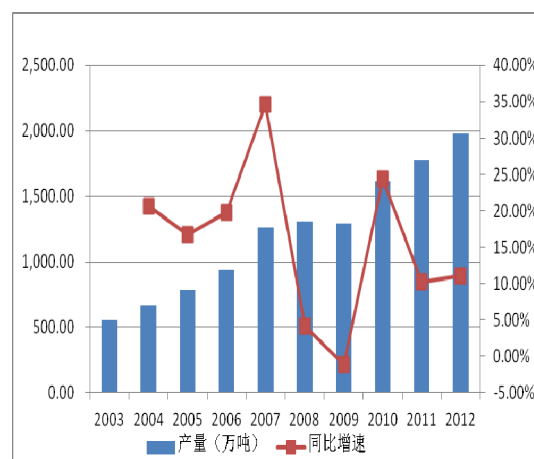
下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。

得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。受铝土矿对外依存度大，电价上调和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合煤电铝和铝加工的一体化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

2. 市场供求情况

电解铝方面，中国原铝产量约占全球40%，近年来国际原铝产量的增长主要来自中国。2011年以来，受国内经济增速放缓、国家节能减排政策、电荒及行业盈利能力下降等多种因素影响，电解铝产量增速同比有所下降，全行业过剩的情况得到一定的缓解。2012年，电解铝产量增速略有回升，但仍处于较低水平。

图1 电解铝产量情况



资料来源：wind资讯

目前，中国电解铝产量增速主要受东部产能受限和西部产能激增两方面共同作用，2012年，中国电解铝产能继续增长，新增产能主要集中在西北地区，同期，中国电解铝产能淘汰

及关停规模为78.5万吨，电解铝复产及新增产能规模为201.5万吨。尽管工信部等九部委采取一系列措施淘汰落后产能抑制产能过剩，但目前已经关停的规模要对于巨大的电解铝产能而言效果有限。

2012年，中国电解铝产量合计1988.33万吨，同比增长13.18%。从铝上市公司公布的业绩来看，受整体宏观经济形势影响，行业内企业亏损情况有所加剧，但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。总体看，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势不会改变。

3. 价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。但总体来看，LME更易受宏观因素驱动，SMMI更易受国内基本面的影响。

国际方面，2011年国际铝价高开低走，年中价格一度走出2008年金融危机后新高，但随着欧债危机不断恶化以及美国经济疲软表现，下半年国际铝价持续走跌。2012年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好，而此后随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，投资者看空情绪增长，国际铝价出现单边下跌态势。2012年9月，随着美国推出第三轮量化宽松政策，伦铝价格相应拉升。

国内方面，2011年1季度国内铝价走势整体平稳，但与国际铝价相较表现偏弱，进入3月份，通胀导致的基本金属价格上行以及原油价格上升推动铝价有所上涨。二季度，国内铝价表现强于国际铝价，一方面得益于国内公布的相关政策提振，另一方面二季度国内铝消费市场表现良好也对价格构成了有力推动。6月份国家发改委宣布上调15省市非居民用电价格，

吨铝生产成本的上升，加上国内铝库存持续下滑等因素共同带动沪铝价格延续上行格局。三季度，由于国内外铝价比值维持低位水平促使铝材出口利润大增，铝材大量出口使国内市场出现短暂的供不应求局面，铝价得到较好支撑。但此后，一方面国内经济疲软开始抑制下游需求，一方面西部地区铝产量大幅增长，导致市场重现过剩态势，铝价持续走低。2011年底，中国央行公布下调存款准备金率50个基点以及再度上调工业用电价格带动铝价从低位反弹，但由于供需基本面并未发生改善，反弹力度不大。2012年，国内铝价呈现上行乏力格局，消费疲软和供应压力成为制约铝价上涨的根本因素。预计未来短期内，铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

4. 上游原材料及下游需求

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占35%-40%，用电成本约占40%-45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

根据美国地质调查局(USGS)数据，全球铝土矿储量约283亿吨，储采比高达130倍左右，主要集中在几内亚、澳大利亚、巴西三大巨头，合计储量占全球的57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的3%左右，但产量却占全球总产量的17%左右，静态储采比仅有21年，资源储量与开采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。根据海关总署数据，2012年，中国铝土矿进口总量为3961.10万吨，同比减少11.28%，对外依存度约为48.50%，与2011年相比略有下降。

可以预见，未来中国铝土矿对外依存度将继续维持较高水平，未来国际铝土矿价格的走高，将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

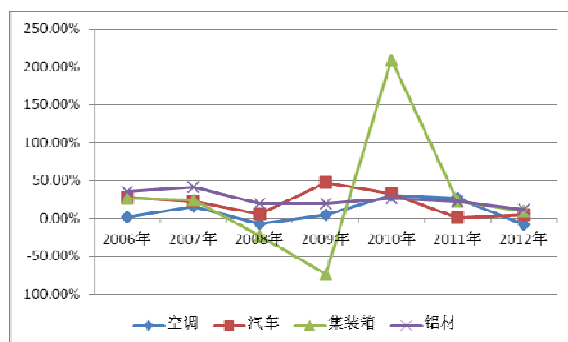
煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。2010~2012年，中国原

煤产量年均增长6.14%，2012年中国原煤产量为36.50亿吨，较上年增长3.8%，创六年来最低。据中国煤炭市场网监测，2012年主要耗煤行业产品中，除化肥产量增速有所上涨外，其余产品产量增速均呈下降态势，原煤产量进入低增长期。2011年四季度以来，受钢铁行业需求不振、房地产行业持续调控等因素影响，煤炭价格有所下滑。2012年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降，煤炭价格在2012年三季度快速下行，同比跌幅一度超过20%；进入2012年四季度，随着传统冬季供暖期到来，煤炭价格获得一定支撑。虽然短期内煤炭价格仍然维持底部调整格局，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国经济的回升，煤炭下游需求上升，其价格将逐渐走强。

综合分析，随着煤炭和铝土矿价格的上涨，铝冶炼和加工行业利润空间受到持续挤压。

未来随着国民经济增速的恢复，技术水平的不断提高，以及中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛，但国内目前国内铝材市场存在产品结构不合理等问题，主要是技术含量高、生产难度大的高精度产品供应不足，低档次产品充斥市场，使铝材市场出现结构性产能过剩。预计未来一段时间，随着国家产业政策的深入以及经济发展的结构性转型，铝材消费结构将发生一定变化。

图2 近年来中国铝材及下游产业产量增速



资料来源：wind资讯

2. 区域经济

2012年，青海省全省生产总值为 1884.54

亿元，同比增长 12.3%，增速较 2011 年小幅下降 1.2 个百分点。其中，第一产业增加值 176.81 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 1091.98 亿元，增长 14.1%；第三产业增加值 615.75 亿元，增长 11.1%。第一、第二和第三产业对生产总值的贡献率分别为 3.9%、65.6%和 30.5%。全省发电量为 592 亿千瓦时，同比增长 20.8%。生产原铝 203.20 万吨，同比增长 20.8%。原煤产量 2459.96 万吨，同比增长 23.6%。

同期青海省完成全社会固定资产投资 1920.03 亿元，同比增长 33.9%，增速较 2011 年放缓 0.3 个百分点。

2012 年，全省城镇居民人均可支配收入达到 17566.28 元，同比增长 12.6%。

总体看，跟踪期内，公司所在区域经济增长略有放缓，但仍维持在较高水平。主要工业产品产量维持快速增长，人均收入持续快速增长。

五、基础素质分析

公司是青海省国资委全资持有的大型国有企业集团，目前形成了包括电解铝、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。煤、电、铝三大业务板块实现有效协同，建立起了以煤、电为基础，电解铝为核心，铝加工为延伸的完整产业链，使主营的电解铝业务具备显著的成本优势和较强的市场竞争力。

六、管理分析

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，至此公司注册资本金增至23.24亿元，其中青海省政府国有资产监督管理委员会出资金额不变仍为13.59亿元，持股比例58.48%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例21.51%。西宁经济技术开发区投资控股

有限公司持股比例20.01%，公司实际控制人没有变化。

七、经营分析

公司经营业务主要涉及电解铝、铝合金加工，电力生产，煤炭和风险资源勘探等领域。目前，公司水电开发项目多处于建设阶段，已运行的水电站仅一座，煤炭开采业务尚未形成规模，风险资源勘探项目也多处于勘探阶段，未大规模转化为经营资产。

从板块收入看，2012年，公司收入规模保持平稳增长，其中铝业板块是公司主要的收入来源；公司电力、煤炭、房地产板块收入占比较小，对公司收入贡献较小；其他收入主要为氧化铝贸易业务。

盈利方面，铝业板块是公司主要的利润来源，2011年，由于进口氧化铝的采购价格上涨，公司毛利率有所下降；2012年以后，铝价持续处于下降通道，电解铝行业产能过剩问题加上国内外经济复苏依旧乏力，公司毛利率出现加速下滑的走势。煤炭板块，公司煤炭主要供应桥头铝电，其余用于煤炭贸易，2012年公司煤炭销售的平均价格小幅增加，但人力成本的增加，毛利保持不变，2013年1季度，由于更多的进行煤炭贸易，毛利率增加。总体看，尽管受电解铝行业景气度下降影响，公司盈利能力呈下降趋势，但公司凭借全产业链的成本优势，毛利率水平显著高于行业平均水平。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项 目	2011 年			2012 年			2013 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
铝产品等	43.37	87.98%	15.42%	53.11	73.70%	6.60%	12.57	71.06%	7.03%
电力销售	1.66	3.36%	39.96%	6.53	9.07%	22.98%	2.47	13.96%	24.67%
煤炭行业	0.91	1.84%	41.16%	1.68	2.32%	41.16%	0.36	2.06%	58.85%
租赁收入	0.02	0.03%	100.00%	0.02	0.02%	100.00%	1.46	8.27%	0.35%
商品房销售	2.65	5.37%	52.95%	7.60	10.55%	17.38%	--	--	--
其他	0.70	1.41%	12.63%	3.12	4.33%	56.16%	0.82	4.64%	54.66%
合 计	49.29	100.00%	18.72%	72.06	100.00%	12.19%	17.68	100.00%	12.22%

资料来源：公司提供

铝业板块

公司目前具有年产 45 万吨电解铝，年产 12 万吨阳极炭素，年产 20 万吨铝合金加工能力，下属的电解铝生产企业桥头铝电配套有 5×12.5 万千瓦火电机自备电源。此外，公司的年产 2 万吨高精铝，年产 20 万吨铝板带项目已开始批量试生产，生产的稳定性和产品的合格率逐渐提高。

铝业板块是公司主要的收入和利润来源，该板块主要经营实体主要是公司持股71.16%的青海桥头铝电有限公司、持股64.62%的青海平安高精铝业有限公司和100%控股的青海瑞合铝箔有限公司，目前公司铝业板块主要以原铝

直接销售为主，并有部分铝合金加工产品。

（1）采购情况

公司氧化铝采购主要从澳大利亚进口，从连云港登陆，再通过陇海铁路转运至青海。2011年以来，由于国外氧化铝价格的快速上升，导致公司加大了从国内采购的比重。2012年，公司与中国铝业股份有限公司签订氧化铝长单采购合约 30 万吨，定价方式为上期所铝锭的三个月期货价的 17.5%，将能够保证公司电解铝产能增加后的原料供应。

公司生产1吨电解铝消耗氧化铝1.93吨，低于行业的平均水平1.95吨，公司在氧化铝的单

耗以及采购成本方面在行业内具有一定的优势。

表 2 公司氧化铝采购情况

指标	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
平均采购价格（元/吨）	2724	2907	2875
采购量（万吨）	64.06	99.69	27.21

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5×12.5万千瓦火电机组的自备电源，因此电力成本具有较大优势。公司电力成本约占生产成本的35%左右，在行业平均水平的35%~40%中处于较低水平。

阳极炭素方面，约占电解铝生产成本的13%，公司现有年产12万吨阳极炭素的生产能力，实际产量在13万吨左右。

表 3 公司阳极炭素采购情况

阳极炭素	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
平均价格（元/吨）	3902	3859	3702
产能（万吨）	12	12	12
产量（万吨）	13.41	13.10	3.50

资料来源：公司提供

（2）生产情况

2012 年，公司生产电解铝 41.78 万吨，产能 45 万吨，产能利用情况良好。铝材方面，跟踪期内，公司 20 万吨高精铝板带和 2 万吨铝箔相继进入试生产阶段。公司铝材加工能力相应有所扩张。

公司拥有708台电解槽，目前主要运行的年产30万吨电解铝生产线采用具有行业先进水平的240KA大型中间点式下料预焙阳极电解工艺，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 4 公司电解槽情况

产能	槽型	电解槽台数	建成时间	投产时间	达产时间
一期	240KA	236 台	2002.4.10	2003.7.1	2004.8.1
二期	240KA	236 台	2004.2.1	2005.8.21	2006.5.1
三期	240KA	236 台	2012.8	2012.8.30	2012.12

资料来源：公司提供

表 5 公司铝业板块近年产销情况

产品		2011年	2012年	2013年1-3月
电解铝	产能（万吨）	30	45	45
	产量（万吨）	30.09	41.78	11.12
	销量（万吨）	24.72	35.68	11
	平均价格（元/吨，含税）	16650.42	15597.12	14882.62
铝合金 （粗铝加工产品）	产能（万吨）	20	20	20
	产量（万吨）	4.98	15.14	3.66
	销量（万吨）	3.34	12.58	3.71
	平均价格（元/吨）（含税）	17833.84	15655.62	15145.76

资料来源：公司提供

（3）销售情况

2012年以来，中国经济增速逐步放缓，中国电解铝下游主要行业需求减弱，电解铝价格整体在低位波动，但电解铝行业产能却进一步过剩，电解铝供大于求的矛盾开始凸显。跟踪期内，公司电解铝产品价格的快速下跌以及整

个电解铝行业环境的不乐观加大了公司的经营风险。

电力生产板块

火电方面，公司在运行的火电机组主要为桥头铝电5×12.5万千瓦小火电机组，由于小机组具备起停灵活等特点，更能适应电解铝生产

的供电要求。跟踪期内，公司全资子公司青海宁北铝电有限公司建设的2×13.5千瓦火电项目的两台机组分别于2011年7月和2012年2月上网发电。

表6 公司电煤采购情况

金瑞矿业	2011年	2012年	13年1-6月
平均采购价格（元/吨）	292.37	252.14	249.71
采购量（万吨）	140.70	152.54	50.91
外购	2011年	2012年	13年1-6月
平均采购价格（元/吨）	351.72	468.37	447.50
采购量（万吨）	123.35	91.10	22.25

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，受运输条件限制，青海地区煤炭市场具有明显封闭性，区域内煤炭价格水平低，并且公司近期主要从控股子公司青海金瑞矿业发展股份有限公司（以下简称“金瑞矿业”）采购，采购价格低于外购价格，因此公司火电具有煤炭成本优势。跟踪期内，公司从金瑞矿业采购煤炭量逐渐增加，煤炭采购价格维持稳中有降态势；虽然外购的价格增加，但外购量逐渐减少，从总体的煤炭采购看，采购平均价格有所上升。

目前公司在运行的水电项目为装机28.4万千瓦的康扬水电站。2012年康扬水电站发电量有所上升，有利于公司的盈利。电价方面，康扬水电站整体的电价水平偏低，2012年上网电价为0.23元/千瓦时，较上年持平。

表7 公司下属康扬水电站近年运行情况

指标	2011年	2012年	13年1-3月
水电装机容量（万千瓦时）	28.40	28.4	28.4
发电量（亿千瓦时）	8.55	10.05	1.75
上网电量（亿千瓦时）	8.40	9.91	1.71
平均上网电价（元/千瓦时）	0.23	0.23	0.23
设备平均利用小时（时）	2979	3523.45	738.14

资料来源：公司提供

公司在水电项目包括黄丰水电站、大河家水电站和尔多水电站，两个项目总投资约125亿元。

黄丰水电站装机容量为22.5万千瓦，概算总投资23.14亿元，截至2013年3月底，已完成总投资的88.38%，预计2013年全部建成投运。

大河家水电站装机容量14.2万千瓦，概算总投资15.6亿元，截至2013年3月底，已完成总投资的45.32%，预计在2014年完工。

尔多水电站装机容量为96万千瓦，总投资约88亿元，截至2013年3月底，已完成投资2.1亿元，预计2018年首台机组并网发电，2020年全部建成投运。

煤炭板块

公司煤炭板块主要是子公司金瑞矿业，现有已投产矿井主要为年产90万吨柴达尔矿和年产60万吨的海塔尔矿。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。

2012年，煤炭开采业务的毛利率为41.16%，与上年持平。公司另有在建的柴达尔矿先锋井年产45万吨原煤项目，预计将于2013年投产。

表8 公司煤炭板块资源储备情况

煤矿名称	可采储量（万吨）	设计生产能力（万吨/年）
海塔尔矿井	2623	60
柴达尔矿井	5726.5	90
柴达尔煤矿先锋井	1890	45（在建）

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭板块取得了较丰富的资源储备，现阶段生产规模不大，短期内煤炭板块对公司收入和利润贡献仍有限。未来先锋矿的投产将能够为公司宁北铝电2×13.5万千瓦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。

目前，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。

截止 2013 年 3 月底，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 8094 吨、全铁资源量 1099 万吨以上。

截至 2012 底，金星矿业资产总额为 3.97 亿元，负债总额为 2.76 亿元，净资产 1.21 亿元。截止 2013 年 3 月底，资产总额为 3.96 亿元，负债总额为 2.76 亿元，净资产 1.20 亿元。营业收入和净利润为 0。

总体看，尽管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较小，但该业务未来具有较好的发展前景。

房地产板块

公司房地产板块的经营主体是全资子公司青海辰泰房地产开发有限公司（以下简称“辰泰房地产”），具有房地产开发企业二级资质，先后完成景岳公寓等商品房项目。

“景岳公寓”位于西宁市海湖大道9号，距离海湖桥正北约1公里处，占地面积约375亩，由33栋高层，20栋多层组成，于2009年开工，建设期3年，总投资16亿元。小区住宅4632套，商铺122个，车位1401个。截止2013年3月底，景岳一期70万平米销售已完成85%。

储备项目有景岳二期、铝加工公司拆迁改造项目、海南三亚青海干部职工疗养基地。目前海南三亚青海干部职工疗养基地已开工建设，总投资4亿元，已完成投资3241万元。其余两个项目正在进行前期工作。

其他业务

公司其他业务收入主要来源于氧化铝贸易业务，由于铝锭价格大幅下跌，铝相关产品价格下降，2012 年氧化铝贸易业务虽较 2011 年收入增长 5.29%，但成本增长 13.34%，致使该项业务毛利率有较大的下滑。

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。

截至2013年3月底，公司主要在建项目为水电站开发、煤炭矿井扩建和铝业板块产业链延伸等项目。公司未来投资方向主要集中于水电站建设和铝业板块。公司整体投资方向围绕煤、电、铝产业进行，以进一步扩大经营规模和完善产业链布局，从而对公司未来整体经营规模和财务实力形成支撑。但公司在建及拟建项目投资规模大，未来公司筹资需求将进一步加重。

表 9 截至 2013 年 3 月底公司主要在建工程投资情况（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	工程进度
黄丰水电站	231400.00	204520.00	88.38%
大河家水电站	134000.00	70750.00	52.80%
二期30万吨铝基合金棒材	303940.00	74102.75	24.38%
先锋矿改扩建	24770.00	18380.27	74.20%
铝板带项目工程	379694.05	404729.00	106.59%

项目	总投资额	已投资额	工程进度
年产12千吨电子铝箔及2400万平米化成箔项目	126070.00	124090.25	98.43%
合计	1199874.05	896572.27	

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

依据公司生产经营计划，1.5亿元用于支付电费、运杂费、修理费等生产经营费用；1.5亿元用于购买原材料氧化铝；3亿元用来归还公司本部部分银行贷款，以调整债务结构、降低财务费用。募集资金使用与发行方案一致。

十、财务分析

公司提供的2012年审计报告及2013年一季度报均经过中准会计师事务所有限公司青海分所审计，并出具标准无保留意见的审计报告。

2012年7月31日为合并基准日，由青海天诚信用担保有限责任公司吸收合并青海金鼎贷款担保有限公司，所以青海天诚信用担保有限责任公司加入合并范围；公司本年度根据青海省人民政府国资委文件青国资产【2012】157号文件《青海省人民政府国资委关于青海省投资集团有限公司设立青海省能源检修安装公司的批复》，由本公司出资100,000,000.00元设立青海益和检修安装有限公司，持股比例100.00%，所以青海益和检修安装有限公司也纳入合并范围，合并范围变化对公司财务数据影响有限，财务数据具有可比性。

公司主要会计政策在跟踪期内没有变化。

截至2012年底，公司合并资产总额为285.17亿元，所有者权益合计为59.09亿元（其中少数股东权益28.25亿元）。2012年，公司实现营业收入77.78亿元，利润总额1.47亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为307.87亿元，所有者权益合计为54.67亿元（其中少数股东权益26.07亿元）。2013年1~3月，公司实现营业收入18.68亿元，利润总额0.20亿元。

1. 盈利能力

公司目前形成了电解铝、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。但非铝业务板块多处于假设和发展阶段，收入规模较小，铝业板块是公司最主要的收入和利润来源。

2012年，公司实现营业收入77.78亿元，较2011年增长44.95%；实现营业成本67.64亿元，较2011年增长54.10%；实现营业总成本78.45亿元，较2011年增长48.05%；实现营业利润-0.50亿元，较2011年下降115.44%，主要的原因：1、公司的主要利润来源铝业板块存在产能过剩现象，2012年产品价格的下降和原材料氧化铝平均采购价格的上升对公司利润率空间造成较大影响，2、公司电力销售的成本增长较快，3、公司房地产业务在销售价格变化不大的情况下，成本上升，导致毛利率大幅下滑

从期间费用看，2012年公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例为12.75%，较2011年下降3.09个百分点，期间费用占营业收入的比重继续下降，公司费用控制能力加强。

2012年营业外收入有较大的增加，一定程度上抵消了公司营业利润的减少，2012年实现利润总额1.47亿元，较2011年下降58.38%；实现净利润1.31亿元，较2011年下降53.16%，营业外收入主要的增加是源自于“其他”项目，该项目主要是核销往来，包括群英公司应付账款0.55亿元转入集团核销；鱼卡煤电公司应付账款0.64亿元转入集团核销。

2013年1~3月，公司实现营业收入18.68亿元，相当于2012年的24.02%，其中租赁业务的营业收入和营业成本大幅增加主要是由于将外购铝产品的销售收入错放至租赁业务中所致，同期公司的营业利润率为11.29%，较2012

年的 11.96%有所下降。

总体看，公司铝业板块受产能过剩，产品价格下降和原料采购成本上升的影响较大，电力销售成本增加，房地产成本增加，公司的盈利能力显著弱化。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2012 年，公司经营活动现金流入为 94.45 亿元，较 2011 年增长 16.37%；同期，经营活动现金流出为 88.38 亿元，较 2011 年增长 28.66%。因此 2012 年，经营活动产生的现金流量净额为 6.08 亿元，较 2011 年下降 51.27%。

从投资活动看，2012 年，公司投资活动现金流入为 0.51 亿元，较 2011 年下降 95.36%，其中收回投资收到的现金有一个较大的增长，主要 2012 年公司处置的固定资产、其他长期资产项目较少。投资活动现金流出为 15.89 亿元，较 2011 年下降 43.19%；投资活动产生的现金净流出量为 15.38 亿元，较 2011 年下降 9.23%。

从筹资活动看，2012 年，公司筹资活动现金流入为 131.72 亿元，较 2011 年增长 30.43%，主要是吸收投资收到的现金由 2011 年的 6.00 亿元增长到 30.38 亿元。筹资活动现金流出为 111.67 亿元，较 2011 年增长 11.31%。筹资活动产生的现金流量净额为 20.05 亿元，较 2011 年增长 28.91 倍，公司筹资活动 2012 年流入的现金大幅增加。

从收入实现质量上看，2012 年公司现金收入比为 108.29%，较 2011 年的 120.08%有所下降，主要是由于经济走弱导致赊销增加所致。

总体看，跟踪期内，公司的经营活动现金流净额有较大的降低，不能覆盖公司投资支出的需求，需要通过筹资活动获取资金。

3. 资本及债务结构

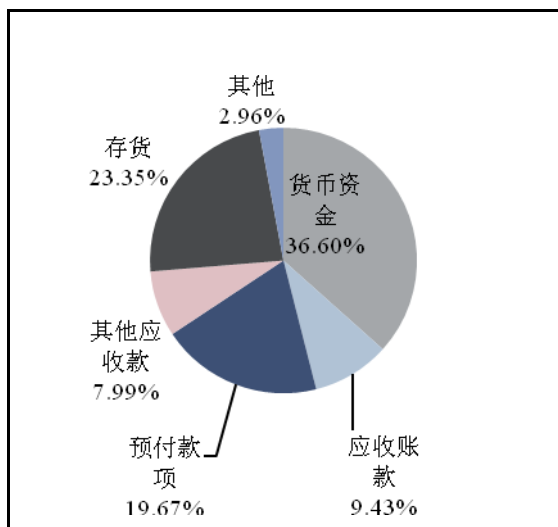
截至 2012 年底，公司资产总额为 285.17 亿元，较 2011 年底增长 24.10%，其中流动资产占 27.94%，非流动资产占 72.06%，公司资产

以非流动资产为主。

流动资产

截至 2012 年底，公司流动资产为 79.69 亿元，较 2011 年底增长 30.33%。流动资产主要由货币资金（占比 36.60%）、应收账款（占比 9.43%）、预付款项（占比 19.67%）、其他应收款（占比 7.99%）和存货（占比 23.35%）构成。

图 3 2012 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司货币资金为 29.17 亿元，较 2011 年底增长 117.84%，其中最主要的是银行存款和其他货币资金（主要是银行承兑汇票票据保证金存款等），2012 年银行存款增加了 91.73%，其他货币资金为 4.79 亿元，是 2011 年的 7.14 倍。

截至 2012 年底，公司应收账款为 7.51 亿元，较 2011 年底增长 107.81%，主要是 1 年以内的应收账款的增加。按照账龄计提坏账准备的应收账款中 1 年以内的占比 86.11%，1~2 年的占比 9.94%，2~3 年的占比 0.71%，3 年以上的占比 3.24%。总共计提坏账准备 0.33 亿元，计提比例为 4.23%。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 2012 年底，公司预付款项为 15.67 亿元，较 2011 年底下降 18.79%，主要是在建工程的未结算的材料款和工程款的减少，从账龄

上看 1 年以内占比 62.33%，1~2 年的占比 15.80%，2~3 年的占比 3.36%，3 年以上的占比 18.51%，有较大增长，主要原因是宁北铝电工程一直未完工，工程未决算。

截至 2012 年底，公司其他应收款为 6.37 亿元，较 2011 年底下降 10.68%，主要是由于采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款有较大的减少。按组合计提坏账准备的其他应收款占比 93.02%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款，较 2011 年，账龄 1 年以内的金额由 1.15 亿元增长到 3.27 亿元，占比由 88.78%下降到 66.45%，1~2 年的金额由 0.28 亿元增长到 1.54 亿元，占比由 7.20%增长到 31.42%，2 年以上的金额较少，占比下降到 2.13%，总共计提坏账准备 0.08 亿元，计提比例 1.58%；采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为 1.55 亿元，较 2011 年的 5.82 亿元有较大减少，计提坏账比例仍为 0.3%。总体看公司其他应收款回收期仍然较短，坏账风险较低。

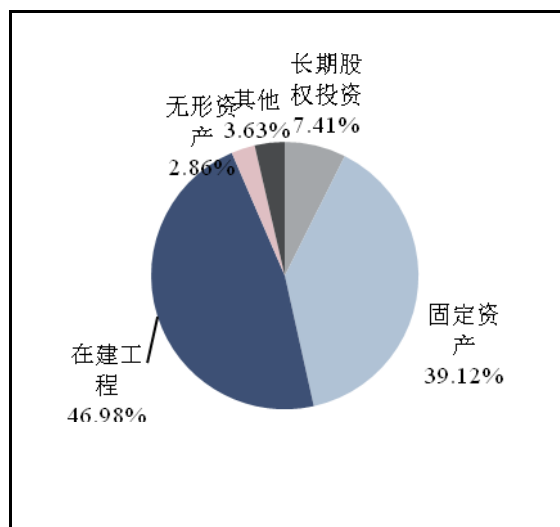
截至 2012 年底，公司存货的账面价值为 18.60 亿元，较 2011 年底增长 9.30%，主要是原材料、库存商品、在产品都有不同程度的增加。2012 年公司计提存货跌价准备 0.15 亿元，主要是针对氧化铝原材料和库存商品计提的跌价准备，计提比例偏低。

非流动资产

截至 2012 年底，公司非流动资产为 205.49 亿元，较 2011 年底增长 21.84%，主要由长期股权投资（占比 7.41%）、固定资产（占比 39.12%）和在建工程（占比 46.98）组成。

截至 2012 年底，公司长期股权投资为 15.22 亿元，较 2011 年底增长 89.57%，主要是对西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司、中科英华高科技股份有限公司和西宁开投科技发展小额贷款有限公司的投资。

图 4 2012 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司固定资产为 80.38 亿元，较 2011 年底增长 21.31%。主要是主要为房屋建筑物和生产设备的增加。

截至 2012 年底，公司在建工程为 96.54 亿元，较 2011 年底增长 17.80%，主要为公司的水电站和铝加工等项目。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 307.87 亿元，较 2012 年底增长 7.96%，其中流动资产占 33.27%，非流动资产占 66.73%，流动资产占比增加，但仍以非流动资产为主。

总体看，公司的资产以非流动资产为主，符合行业运行特点，流动性资产占比有所增加，整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益为 59.09 亿元，较 2011 年底为底增长 71.28%，其中股本占 75.36%(青海省国有资产投资管理有限公司和西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司投资致使股本在 2012 年有较大的增幅)、资本公积占 6.61%、盈余公积占 2.16%、未分配利润占 15.04%；归属于母公司所有者权益占 52.19%，少数股东权益占 47.81%（少数股东权益增加的原因主要有：1、本年度报表合并范围增加青海天诚信用担保有限责任公司，其中公司只占 25%的股份，2、五矿国际信托有限公司

注资公司的控股子公司青海省三江水电开发股份有限公司)。

截至 2013 年 3 月底, 公司所有者权益为 54.67 亿元, 较 2012 年底下降 7.48%, 公司所有者权益基本保持稳定。其中股本占 81.27%、资本公积占 2.23%、盈余公积占 2.33%、未分配利润占 12.05%; 归属于母公司所有者权益占 52.30%, 少数股东权益占 47.70%。

整体看公司所有者权益的稳定性一般。

负债

截至 2012 年底, 公司负债总额 226.08 亿元, 较 2011 年增长 15.76%, 其中流动负债占 49.19%, 非流动负债占 50.81%。公司债务结构基本合理。

流动负债方面, 截至到 2012 年底, 公司流动负债 111.20 亿元, 较 2011 年增长 11.52%, 主要由短期借款(占比 52.44%)、应付票据(占比 5.21%)、应付账款(占比 21.33%)、其他应付款(占比 9.25%)和一年内到期的非流动负债(占比 8.15%)组成, 跟踪期内, 应付票据快速增长主要是公司在原燃料及设备采购中加大了票据结算比重所致

非流动负债方面, 截至 2012 年底, 公司非流动负债 114.88 亿元, 较 2011 年增长 20.18%。主要由长期借款(占比 76.19%)、应付债券(占比 11.72%)和长期应付款(占比 10.24%)组成。2012 年公司成功发行短期融资券 6 亿元, 计入应付债券。公司长期应付款的增加主要是应付融资租赁款。

有息债务方面, 截至 2012 年底, 公司全部债务为 180.84 亿元, 较 2011 年底增长 14.86%, 其中短期债务占 43.78%, 长期债务占 56.22%。短期债务为 79.17 亿元, 较 2011 年底增长 10.21%; 长期债务为 101.68 亿元, 较 2011 年底增长 18.77%。截至 2013 年 3 月底, 公司全部债务为 193.15 亿元, 较 2012 年底增长 6.81%, 其中短期债务占 41.44%, 长期债务占 58.56%。短期债务为 80.04 亿元, 较 2012 年底增长 1.11%; 长期债务为 113.10 亿元, 较 2012

年底增长 11.24%, 公司的有息债务在跟踪期内增长。

截至 2012 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比率分别为 79.28%、63.24%和 75.37%, 较 2011 年有所降低, 公司债务负担有所降低, 但仍然较重。

截至 2013 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 82.24%、67.41%和 77.94%, 较 2012 年底分别上升 2.96 个百分点、4.17 个百分点和、2.57 个百分点。

总体看, 近年来在建项目的大规模资金需求推高了公司整体的债务规模, 目前公司债务负担重, 负债水平高。公司未来资本支出较大, 筹资需求大, 未来公司债务负担存在进一步加重可能。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面, 截至 2012 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 71.66%和 54.93%, 较 2011 年有所增加, 经营性现金流负债比率为 5.47%, 较 2011 年有较大下降, 主要是经营性现金流有较大的减少。2013 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 80.49%和 62.73%, 较 2012 年分别上升 8.83%和 7.80%。整体看, 公司流动负债规模比较高, 公司短期偿付压力较大。

长期偿债能力方面, 2012 年公司 EBITDA 为 10.66 亿元, 较 2011 年降低 17.04%, 由于公司债务规模大幅增加, 利息支出也相应保持较快增速, EBITDA 利息倍数为 0.86 倍, 较 2011 年 1.41 倍快速下降, 利息保证能力较弱, 全部债务/EBITDA 倍数为 16.97 倍, 较 2011 年的 12.25 倍有较大增长, 有息债务负担较重。总体看, 公司债务规模的扩张对公司长期偿债能力造成一定影响, 考虑到股东对公司的支持, 长期偿债能力一般。

2012 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 94.45 亿元和 6.08 亿元,

对“12 青投 CP001”的保障倍数分别为 15.74 倍和 1.01 倍，截至 2013 年 3 月底，公司现金类资产为 38.53 亿元，对“12 青投 CP001”的保障倍数为 6.42 倍。公司经营活动现金流量及现金类资产对“12 青投 CP001”保障程度较高。

截至 2013 年 3 月底，公司对外担保余额为 5.76 亿元，主要担保对象为西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司。西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司是由西宁（国家级）经济技术开发区管委会以各工业园区开发建设有限公司国有股权和部分货币资金出资设立的国有独资公司。其贷款违约可能低，导致公司发生代偿的可能性较低，对公司影响较小。

截至 2013 年 3 月底，公司有效授信额度为 310.57 亿元，已使用 165.02 亿元，未使用 145.55 亿元，公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

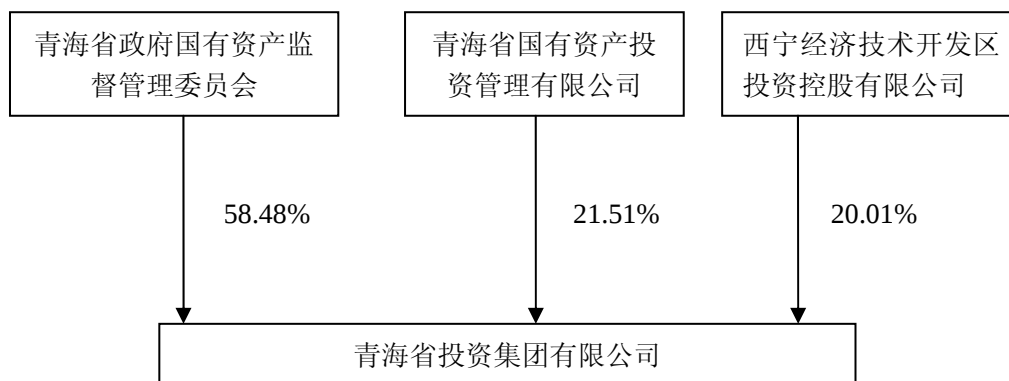
6. 抗风险能力

跟踪期内，由于电解铝行业景气度下行，公司盈利情况有所下滑，但凭借公司全产业链的优势，公司的生产成本领先行业平均水平，仍能保持一定的盈利。未来，随着公司水电站等在建项目的投产，公司产业链将更趋完善，资产的运营效率和盈利水平都有望得到提升，整体的偿债能力和抗风险能力也将进一步增强。

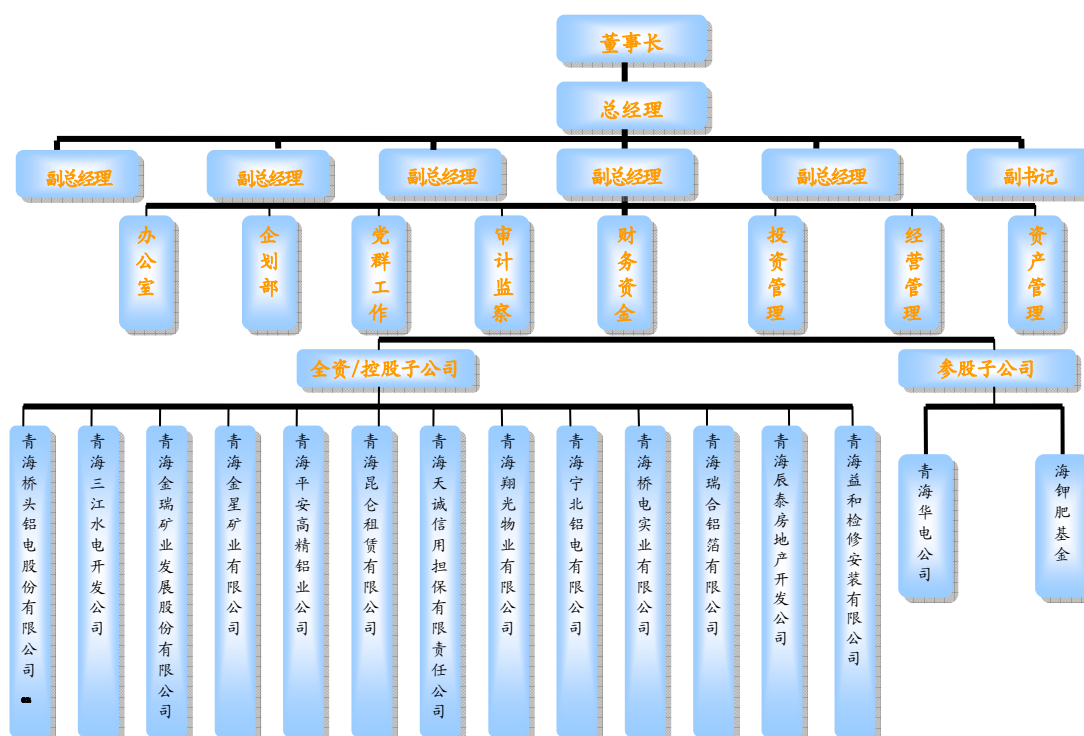
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“12 青投 CP001” A-1 的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2012 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2012 年底公司主要子公司概况

序号	企业名称	级次	注册地	业务性质	注册资本	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	投资额	取得方式
1	青海省金星矿业有限公司	二级	西宁经济开发区	生产企业	11,208.37	40.00	40.00	4,615.35	投资
2	青海省三江水电开发股份有限公司	二级	西宁市	生产企业	108,938.00	46.12	46.12	50,532.57	投资
3	青海桥头铝电有限公司	二级	青海省大通县	生产企业	121,344.61	71.1596	71.1596	97,364.31	投资
4	青海金瑞矿业发展股份有限公司	二级	西宁市	生产企业	27,340.45	50.92	60.13	49,599.15	投资
5	青海昆仑租赁有限责任公司	二级	西宁经济开发区	服务企业	30,000.00	63.33	63.33	19,926.88	投资
6	青海平安高精铝业有限公司	二级	青海省平安县	生产企业	109,122.53	64.62	64.62	70,518.70	投资
7	青海辰泰房地产开发有限公司	二级	西宁市	生产企业	20,691.90	100.00	100.00	20,691.90	投资
8	青海翔光物业有限公司	二级	西宁市	服务企业	300.00	100.00	100.00	300.00	投资
9	青海瑞合铝箔有限公司	二级	西宁经济开发区	生产企业	44,800.00	100.00	100.00	44,800.00	投资
10	青海宁北铝电有限责任公司	二级	青海生物科技园	生产企业	25,100.00	100.00	100.00	26,600.00	收购
11	青海桥电实业有限公司	二级	青海省大通县	生产企业	12,850.00	100.00	100.00	18,196.43	划转
12	青海天诚信用担保有限责任公司	二级	西宁经济开发区	金融企业	100,000.00	25.00	25.00	25,000.00	吸收合并
13	青海益和检修安装有限公司	二级	青海省大通县	检修安装	10,000.00	100.00	100.00	10,000.00	投资

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	166932.98	133885.48	291661.13	32.18	385283.45
交易性金融资产	185.48			-100.00	
应收票据	19501.93	6841.00	23530.77	9.84	25036.55
应收账款	25904.27	36157.42	75139.46	70.31	80457.13
预付款项	155369.32	192989.28	156726.00	0.44	172860.18
应收利息					
应收股利					
其他应收款	49205.02	71311.34	63694.55	13.77	130923.25
存货	80942.92	170214.82	186039.45	51.60	226003.89
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1.27		63.45	606.15	3764.11
流动资产合计	498043.20	611399.34	796854.81	26.49	1024328.55
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	3000.00	3000.00	3100.00	1.65	3100.00
长期应收款					
长期股权投资	79761.50	80292.60	152207.43	38.14	150007.43
投资性房地产	32000.00	32000.00	34045.73	3.15	34045.73
固定资产	675066.19	662604.50	803792.36	9.12	763526.43
在建工程	559002.30	819488.72	965368.76	31.41	1006632.27
工程物资	5873.18	3077.73	3425.89	-23.63	4411.21
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	74540.92	60692.55	58842.79	-11.15	58474.95
开发支出					
商誉	3958.86	3717.86	3599.64	-4.64	3599.64
合并价差					
长期待摊费用	191.21	156.66	317.11	28.78	300.42
递延所得税资产	2321.89	2592.99	6766.14	70.71	6766.05
其他非流动资产	16666.66	18939.66	23396.33	18.48	23525.16
非流动资产合计	1452382.70	1686563.27	2054862.20	18.95	2054389.30
资产总计	1950425.90	2297962.60	2851717.01	20.92	3078717.85

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	549059.93	531750.43	583160.62	3.06	590469.09
交易性金融负债					
应付票据	14078.70	33166.24	57900.15	102.80	59866.92
应付账款	97013.29	191501.93	237237.03	56.38	274683.00
预收款项	20376.22	51889.09	31668.61	24.67	26899.10
应付职工薪酬	1741.54	1745.63	2571.19	21.51	2222.49
应交税费	-1234.20	-24298.18	-34560.57	429.17	-42760.39
应付利息	763.69	1716.91	2525.24	81.84	6158.46
应付股利	600.44	588.11	1188.11	40.67	1188.11
其他应付款	62915.67	114281.52	102912.83	27.90	227863.00
预提费用					
一年内到期的非流动负债	28570.00	93400.00	90600.00	78.08	90100.00
其他流动负债	1406.97	1352.05	36786.79	411.33	35969.54
流动负债合计	775292.26	997093.73	1111990.01	19.76	1272659.34
非流动负债：					
长期借款	761800.58	782229.08	875262.34	7.19	893449.89
应付债券	60000.00	60000.00	134614.18	49.79	234629.78
长期应付款	36174.00	99491.77	117642.63	80.34	111405.68
专项应付款	6552.22	5468.00	9595.70	21.02	8186.64
预计负债	348.86	283.45	283.45	-9.86	283.45
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	3584.50	8391.56	11404.11		11404.11
非流动负债合计	868460.17	955863.85	1148802.40	15.01	1259359.56
负债合计	1643752.42	1952957.58	2260792.41	17.28	2532018.89
所有者权益：					
实收资本(或股本)	135900.00	135900.00	232400.00	30.77	232400.00
资本公积	1893.71	4717.66	20369.54	227.97	6371.98
专项储备		98.54	2575.09		6061.63
盈余公积	4987.60	5969.61	6662.78	15.58	6662.78
未分配利润	19134.80	40222.56	46379.28	55.69	34454.06
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	161916.12	186908.36	308386.70	38.01	285950.46
少数股东权益	144757.36	158096.66	282537.90	39.71	260748.49
所有者权益合计	306673.47	345005.03	590924.60	38.81	546698.95
负债和所有者权益总计	1950425.90	2297962.60	2851717.01	20.92	3078717.85

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	481161.63	536578.55	777750.17	27.14	186789.18
减: 营业成本	385856.64	438949.36	676409.41	32.40	164498.23
营业税金及附加	4815.60	5160.31	8350.90	31.69	1204.13
销售费用	11756.52	12454.59	23988.78	42.84	5178.61
管理费用	20151.52	24975.66	28329.09	18.57	7818.12
财务费用	40478.81	47570.51	46872.01	7.61	8493.17
资产减值损失	687.19	800.66	593.11	-7.10	-0.35
加: 公允价值变动收益	-4.67			-100.00	
投资收益	12419.50	25917.45	1762.09	-62.33	465.39
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	29830.19	32584.91	-5031.04		62.66
加: 营业外收入	4974.43	4125.33	21287.32	106.87	1984.83
减: 营业外支出	3209.90	1393.17	1557.90	-30.33	75.90
其中: 非流动资产处置损失	1006.04	299.78	72.89		0.16
三、利润总额	31594.72	35317.08	14698.39	-31.79	1971.58
减: 所得税费用	5403.87	7257.51	1556.35	-46.33	867.14
四、净利润	26190.85	28059.57	13142.04	-29.16	1104.44
其中: 归属于母公司的净利润	18677.32	22752.53	8490.64	-32.58	-631.77
少数股东损益	7513.53	5307.04	4651.40	-21.32	1736.21

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 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	617336.54	644304.66	842207.95	16.80	223243.89
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	44019.37	167341.32	102327.52	52.47	60370.75
经营活动现金流入小计	661355.91	811645.98	944535.47	19.51	283614.64
购买商品、接受劳务支付的现金	423312.99	452165.76	610752.71	20.12	143258.52
支付给职工以及为职工支付的现金	35495.41	57788.44	72137.14	42.56	22166.82
支付的各项税费	59522.77	57700.81	43769.62	-14.25	16373.35
支付其他与经营活动有关的现金	118133.76	119257.58	157091.45	15.32	28194.98
经营活动现金流出小计	636464.93	686912.59	883750.92	17.84	209993.67
经营活动产生的现金流量净额	24890.98	124733.39	60784.54	56.27	73620.97
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	13822.72	1000.00	3200.00	-51.89	3500.00
取得投资收益收到的现金	277.28	1.60	1582.88	138.93	465.39
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	3594.99	10109.03	331.70	-69.62	2004.48
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	26035.37	99180.22		-100.00	
投资活动现金流入小计	43730.36	110290.86	5114.58	-65.80	5969.87
购建固定资产、无形资产等支付的现金	248393.95	213246.13	98048.34	-37.17	27754.60
投资支付的现金	17154.30	1650.00	60900.00	88.42	31300.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	12712.87	64870.44		-100.00	
投资活动现金流出小计	278261.12	279766.56	158948.34	-24.42	59054.60
投资活动产生的现金流量净额	-234530.76	-169475.70	-153833.76	-19.01	-53084.73
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	75482.30	60039.00	303762.00	100.61	
取得借款收到的现金	870198.52	919712.22	983061.60	6.29	125736.00
发行债券收到的现金					98440.00
收到其他与筹资活动有关的现金	30143.48	30177.53	30378.49	0.39	92465.46
筹资活动现金流入小计	975824.29	1009928.75	1317202.09	16.18	316641.46
偿还债务支付的现金	708352.86	906412.39	953148.10	16.00	154664.81
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	74278.50	92666.71	140096.38	37.34	28589.80
支付其他与筹资活动有关的现金	2224.73	4146.69	23448.52	224.65	60211.52
筹资活动现金流出小计	784856.09	1003225.78	1116693.01	19.28	243466.13
筹资活动产生的现金流量净额	190968.20	6702.97	200509.08	2.47	73175.34
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6.56	-198.58	267.31		-89.25
五、现金及现金等价物净增加额	-18678.14	-38237.93	107727.18		93622.32
加: 期初现金及现金等价物余额	185611.12	165415.64	156099.92	-8.29	263827.09
六、期末现金及现金等价物余额	166932.98	127177.72	263827.09	25.72	357449.41

附件 4-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
1、将净利润调为经营活动现金流量:					
净利润	26190.85	28059.57	13142.04	-29.16	1104.44
加: 资产减值准备	799.81	965.99	593.11	-13.89	-0.35
固定资产折旧及其他	39107.79	41986.88	44312.55	6.45	12124.84
无形资产摊销	1396.33	1485.21	1482.46	3.04	371.04
长期待摊费用摊销	-372.40	37.94	43.54		16.69
处置固定资产、无形资产等损失	-2285.95	230.88	-1707.27	-13.58	-657.35
固定资产报废损失					
公允价值变动损失	4.67			-100.00	
财务费用	41971.40	47954.35	45088.95	3.65	8650.93
投资损失	-12419.50	-25917.45	-1762.09	-62.33	-465.39
递延所得税资产减少	-37.09	-126.40	-4173.15	960.71	0.09
递延所得税负债增加					
待摊费用减少					
预提费用增加					
存货的减少	-1324.60	-84359.96	-15789.33	245.25	-39964.44
经营性应收项目的减少	-75831.44	-62666.95	-239161.28	77.59	189786.78
经营性应付项目的增加	7691.11	177083.32	217381.20	431.64	-97346.32
其他			1333.80		
经营活动产生的现金流量净额	24890.98	124733.39	60784.54	56.27	73620.97

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.60	12.14	10.98	--
存货周转次数(次)	4.77	3.50	3.80	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.25	0.30	--
现金收入比(%)	128.30	120.08	108.29	119.52
盈利能力				
营业利润率(%)	18.81	17.23	11.96	11.29
总资本收益率(%)	7.44	6.22	5.73	--
净资产收益率(%)	8.54	8.13	2.22	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	72.08	71.28	63.24	67.41
全部债务资本化比率(%)	82.48	82.03	75.37	77.94
资产负债率(%)	84.28	84.99	79.28	82.24
偿债能力				
流动比率(%)	64.24	61.32	71.66	80.49
速动比率(%)	53.80	44.25	54.93	62.73
经营现金流动负债比(%)	3.21	12.51	5.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.41	0.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	12.25	16.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.03	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.02	-0.49	-0.75	--
本期债项偿债能力				
(短债)现金偿债倍数(倍)	3.11	2.35	5.25	6.84
(短券)经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.02	13.53	15.74	--
(短券)经营活动现金流量净额偿债倍数	0.41	2.08	1.01	--
(短券)筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-3.49	-0.75	-1.55	--

附件 6 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 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
 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 7-1 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 7-2 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