

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 2155 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“14青投CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十二月十六日



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
14 青投 CP002	6 亿元	2014/11/19-2015/11/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 12 月 16 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.60	31.76	51.64	55.20
资产总额(亿元)	268.13	323.83	369.67	413.74
所有者权益(亿元)	64.33	88.96	88.83	91.87
短期债务(亿元)	72.47	79.79	83.56	100.51
全部债务(亿元)	158.08	181.46	208.58	253.78
营业收入(亿元)	57.08	80.38	107.59	87.22
利润总额(亿元)	3.67	1.52	1.41	0.19
EBITDA(亿元)	13.09	10.80	9.78	--
经营性净现金流(亿元)	16.00	8.99	9.62	5.90
营业利润率(%)	16.70	11.85	10.00	7.97
净资产收益率(%)	4.55	1.53	1.03	--
资产负债率(%)	76.01	72.53	75.97	77.79
全部债务资本化比率(%)	71.08	67.10	70.13	73.42
流动比率(%)	66.20	75.35	83.63	100.58
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	16.80	21.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	0.87	0.63	--
经营现金流动负债比(%)	14.91	7.55	7.35	--

注: 1. 2014 年 3 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. 现金类资产未剔除受限货币资金。

分析师

赵楠 闫昱州

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”) 收入规模大幅增长, 公司电力及煤炭业务对于公司利润的贡献增大。公司完善的煤 (水) - 电 - 铝产业链和所处区域资源禀赋所带来的成本优势提升了公司的盈利能力和综合竞争实力。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也注意到电解铝行业持续低迷、公司债务负担重以及未来投资规模大对公司经营及偿债能力带来的不利影响。随着公司相关产业整合完成、下游铝深加工业务渡过磨合期以及在建项目逐步建成投产, 未来公司收入和利润均有望实现进一步增长, 进而对公司的信用基本面形成有力支撑。

综合考虑, 联合资信评估有限公司维持公司的主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“14 青投 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司煤 (水) - 电 - 铝产业链完整, 成本优势明显。
2. 跟踪期内, 公司经营规模扩大, 主营业务收入大幅增加。
3. 公司铝深加工业务稳步发展, 未来渡过磨合期后, 公司盈利能力将有较大提升。
4. 公司现金类资产充裕、经营活动现金流入量规模大, 对“14 青投 CP002”保障能力较强。

关注

1. 电解铝行业持续低迷, 对公司盈利能力产生不利影响。
2. 公司负债水平高, 债务负担重; 短期债务规模大, EBITDA 利息倍数低, 短期支付压力较大。
3. 公司在建工程多, 未来资本支出将维持较大规模, 公司对外融资压力较大。
4. 公司下属担保公司对外担保余额较大, 存在一定或有负债风险。

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 12 个月内有效；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“14 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，其中青海省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青海国资委”）持股比例 37.49%，西部矿业持股比例 35.88%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例 13.79%，西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例 12.83%¹。

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2014年9月，公司下辖16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、党群部10个职能管理部门。

截至2013年底，公司合并资产总额为369.67 亿元，所有者权益合计为88.83 亿元（其中少数股东权益28.33 亿元）。2013年，公司实现营业收入107.59 亿元，利润总额1.41 亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为413.74亿元，所有者权益合计为91.87亿元（其中少数股东权益31.76亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入87.22亿元，利润总额0.19亿元。

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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第

¹ 由于尾数取舍原因，公司各股东持股比例加总后不等于 100%，后同。

三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，中国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷

款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间

实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

（1）区域经济环境

青海省资源丰富，目前已探明的矿产资源列全国第一。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。2013年，落实各类地勘项目776项，

投入钻机530余台。新增资源量煤炭3.2亿吨、铁矿石0.8亿吨、铜铅锌镍240万吨、金46吨、钾盐1亿吨、石墨90万吨、石英岩4亿吨、石灰岩3亿吨。夏日哈木新增镍资源量58万吨，已达到超大型规模，位列全国第二大镍矿床；沱沱河多才玛矿区新增铅锌资源量150万吨，累计资源量达640万吨；然者涌矿区探获富矿体，银资源量达到1000吨、铅锌达50万吨，达到大型规模；那西郭勒地区提交铁资源量1500万吨，是祁漫塔格地区找铁矿的又一新区；五龙沟整装区新增金资源量3.55吨，全区金资源量4.91吨；柴达木盆地深层钾盐勘查取得重大进展，新增钾盐资源量1.22亿吨；都兰地区和牛鼻子梁地区分别发现晶质石墨矿50万吨、60万吨。

青海省河流众多，山高水长，河床落差大，水能资源十分丰富。全省河流水能理论蕴藏量在1万千瓦以上的干支流区有108条，理论蕴藏量总计2165万千瓦，居中国各省区的第5位。全省水能资源主要分布在黄河流域，理论蕴藏量有1351.76万千瓦，占全省的62.8%；长江流域有434.87万千瓦，占全省的20.2%；澜沧江流域有202.40万千瓦，占全省的9.4%；内陆河流域有164.63万千瓦，占全省的7.6%。青海省初步拟定的单站装机500千瓦以上可能开发的水电站站址共有172处（其中6处与外省共有），总装机容量为1799.08万千瓦，年总发电量为772.08亿千瓦时。其中单站装机25万千瓦以上的大型水电站站址有15处（其中1处与甘肃共有），装机容量共计1255万千瓦，年发电量为507.8亿千瓦时，分别占全省可能开发水能资源总装机容量的69.8%和年总发电量的65.8%。“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。

2013年，中国原铝产量为2205万吨，增长9.7%，增幅回落3.5个百分点。从行业利润上看，有色金属冶炼行业利润为259亿元，下降0.2%，在主要冶炼品种中，铝冶炼亏损23.1亿元。从价格上看，受境内外市场需求不振以及市场供过于求的影响，2013年有色金属价格低位振荡，从全年看，国内铝现货年均价为14556元/吨，下降7.1%；国际市场LME三月期铝平均价为1888美元/吨，下降7.9%。从进出口上看，2013年全年铝土矿进口量增长78.5%，铝产品出口额有所增加。从行业技术上看，根据初步统计，2013年中国铝锭综合交流电耗下降到13740千瓦时/吨，下降了104千瓦时/吨，全年节约23亿千瓦时，同时，境外开发项目不断推进，几内亚氧化铝项目、印尼氧化铝项目前期工作取得进展。总体上看，总过电解铝行业产量增幅回落，行业利润降幅收窄，价格震荡下降，铝土原料进口持续增长，行业技术进步步伐加快。

2013年，在严峻的国内外经济形势下，中国电解铝行业中所存在的矛盾和问题进一步凸显：一是产能过剩问题突出，亟需破解体制机制障碍。目前国内电解铝行业冶炼产能过剩，2013年末国内电解铝产能为3200万吨，比上年增加400多万吨。不公平的电力体制是电解铝产能无序扩张的主要诱因，亟需推进电力

体制改革，为铝工业发展创造公平竞争环境。二是冶炼企业资源保障不足，部分企业经营困难。目前国内大多数冶炼企业自备矿山保障不足，原料多需外购，且企业境外资源开发成本、风险日益提高，项目进展缓慢。冶炼企业经济效益差，部分缺乏自备矿山的铝企业亏损严重。三是自主创新能力弱，产业结构性矛盾突出。中国有色金属工业总体处于国际产业链分工的中低端，高端产品开发能力弱，2013年中国铝材进口均价为出口均价的1.85倍。自主创新及高端产品开发能力亟待提高。

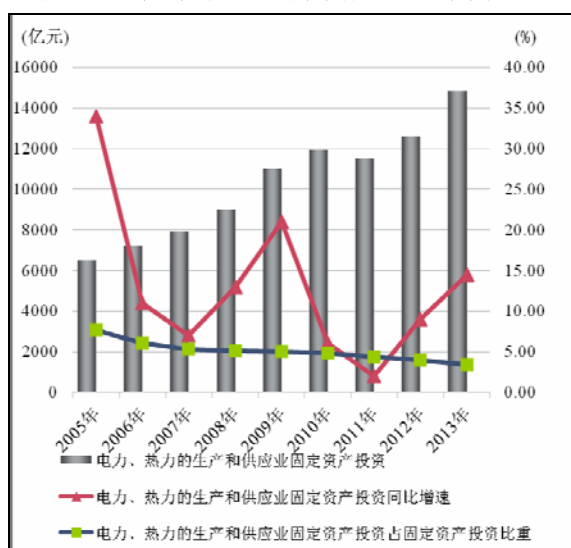
2013年2月17日，工信部发布《关于有色进入工业节能减排知道意见》，规定了电解铝行业节能减排目标。2013年7月18日，工信部发布《铝行业规范条件》，对电解铝行业质量、工艺及装备、能源消耗、资源消耗及综合利用等方面都做了详细要求。

针对产能过剩问题，国务院于2013年10月15日发布《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41号，以下简称《指导意见》），《指导意见》依据行业特点提出化解电解铝产能过剩矛盾的实施政策，2015年底前淘汰160kA以下预焙槽；对吨铝液电解交流电耗大于13700千瓦时以及2015年底后达不到规范条件的产能，用电价格在标准价格基础上上浮10%；严禁各地自行出台优惠电价措施，采取综合措施推动缺乏电价优势的产能逐步退出，有序向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移；支持电解铝企业与电力企业签订直购电长期合同，推广机动车辆轻量化用铝材产品的开发和应用，鼓励国内企业在境外能源丰富地区建设电解铝生产基地。为了在电解铝行业贯彻落实《指导意见》，2013年12月19日，工业和信息化部、发展改革委委托中国有色金属工业协会在北京组织召开了电解铝行业贯彻落实国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见会议。

2. 电力行业

2004~2013 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,在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2013 年,全国固定资产投资(不含农户)为 436528 亿元,增速延续回落态势,名义增长 19.6%(扣除价格因素实际增长 19.2%)。其中,电力、热力生产和供应业完成投资 14823 亿元,同比增长 14.5%,增速增加 4.1 个百分点;在固定资产总投资额中占比稳中有降,为 3.40%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



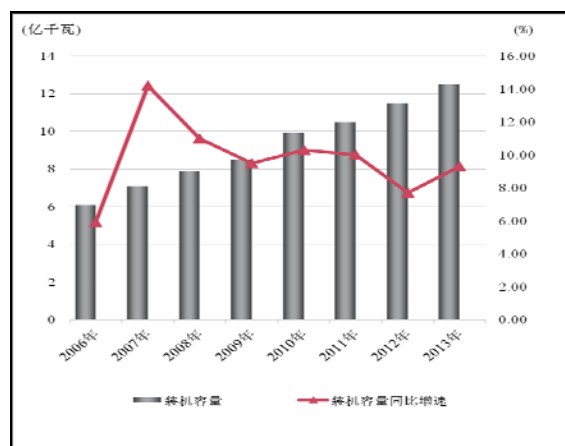
资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

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。与此同时,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单位,并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

近年来,中国电源投资结构不断优化,清洁能源投资占比明显提高。2013 年,全国电源基本建设完成投资 3717 亿元,同比下降 0.4%;电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 75.1%,同比提高 1.7 个百分点。2013 年,全国电源投资主要投向水利发电(占 33.52%)和火力发电(占 24.97%),但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大,为 21.72%,在电源总投资中占比 16.38%。2013 年,全国风电投资增长相对迅速,2013 年完成投资 638 亿元,同比增长 3.74%,在电源总投资中占 17.16%。

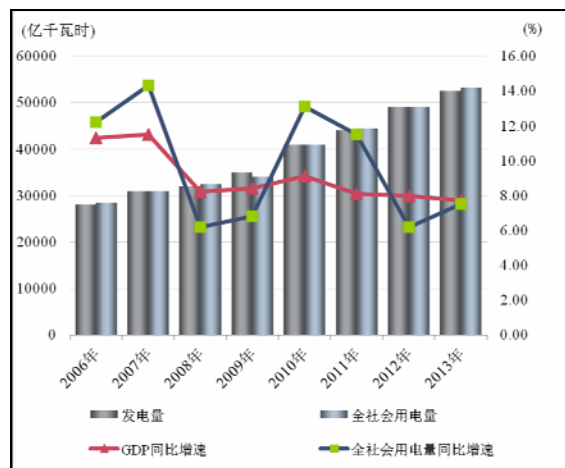
2013 年,全国电力装机容量持续提升,清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机 5829 万千瓦,占总新增装机比重提高至 62%。截至 2013 年底,全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到 12.47 亿千瓦,同比增长 9.2%。其中水电装机容量达到 2.80 亿千瓦,同比增长 12.3%,占 22.45%;火电装机容量 8.62 亿千瓦,同比增加 5.7%,占 69.13%。

图 2 2006~2013 年中国发电装机容量变动情况



资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

图 3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2013 年,全社会用电量为 5.32 万亿千瓦时,同比增长 7.5%;主要受宏观经济企稳回升的影响,增速比上年提高 1.9 个百分点。分产业看,第二产业用电量同比增长 7.0%、占比提高 2.8 个百分点至 73.55%。第三产业市场消费需求持续

活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

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。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、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。

表1 2013年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位：亿千瓦，亿kWh，%)

项目	2013 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	10.69
华电集团	1.13	9.19	4728	9.04
中电投集团	0.90	7.32	3494	7.30
合计	5.84	47.48	25210	49.58

资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

从原料上看，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。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，煤价持续下跌，2014年11月19日环渤海动力煤价为513元/吨，较2013年底下降18.70%。总体上，

2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

政策方面，基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、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，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行。此次电价下调导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

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

2013年，西部矿业对公司进行增资，截至2014年9月底，公司注册资本36.25亿元。其中青海省国资委持股比例37.49%，西部矿业持股比例35.88%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例13.79%，西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例12.83%。

2. 企业竞争力

跟踪期内，西部矿业以其涉及煤电铝产业链的子公司对公司增资。由于公司专注于煤（水）-电-铝产业链，相关经营、管理经验丰富，在整合及铝产业链延伸方面具有优势。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 and 整体竞争实力进一步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，2013年，由于西部矿业的增资，注入的4家公司全部与公司主营业务相关，致使公司煤-电-铝的经营规模大幅增长。从板块收入看，冶金业务（主要是电解铝）仍是公司主要的收入来源；公司电力和煤炭业务随着其收入的增长，对公司的利润影响逐步提升。公司其他业务板块（其他业务主要为担保业务，还包括物业、建筑安

装、水费等）收入小，对公司盈利能力的影响有限。

跟踪期内，由于铝价处于下降通道、电解铝行业产能过剩问题、国内外经济复苏依旧乏力以及人工成本的上升，公司冶金业务毛利率延续下滑趋势，但得益于完善产业链构筑的成本优势，整体的毛利率仍高于行业平均水平；电力板块方面，2013年，随着公司火电发电规模的扩大，公司外购煤炭增加，由于外购煤炭价格高于公司自供煤炭的价格，导致公司发电成本上升，毛利率下降，2014年1~9月，外购煤价格的变动对于公司发电成本的影响较大，由于外购煤炭价格下滑，公司电力板块毛利率有所回升；煤炭板块，由于煤炭价格下滑及煤炭开采成本和运输成本有较大幅度提升，所以跟踪期内其毛利率不断下降。

跟踪期内，受公司上述三大主业的影响，公司整体收入大幅增长，但整体毛利率下降。

表2 未对西部矿业增资事宜做追述调整的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			2014 年 1~9 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	43.37	87.95%	15.42%	53.11	73.70%	6.60%	76.74	78.73%	4.70%	68.26	82.85%	3.02%
电力业务	1.66	3.37%	39.96%	6.53	9.06%	22.98%	11.42	11.72%	18.00%	7.98	9.69%	21.30%
煤炭业务	0.91	1.85%	41.16%	1.68	2.33%	41.16%	4.88	5.01%	38.00%	3.37	4.09%	17.51%
其他业务	3.37	6.83%	44.67%	10.74	14.90%	28.74%	4.43	4.54%	39.30%	2.78	3.37%	15.11%
合 计	49.31	100.00%	18.72%	72.06	100.00%	12.19%	97.47	100.00%	9.50%	82.39	100.00%	5.79%

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%。

表3 对西部矿业增资事宜进行追述调整后主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项 目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~9 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	46.67	88.73%	14.93%	55.63	74.59%	6.56%	76.74	78.73%	4.70%	68.26	82.85%	3.02%
电力业务	1.66	3.16%	39.76%	6.53	8.76%	22.97%	11.42	11.72%	18.00%	7.98	9.69%	21.30%
煤炭业务	0.91	1.73%	41.76%	1.68	2.25%	41.07%	4.88	5.01%	38.00%	3.37	4.09%	17.51%
其他业务	3.36	6.39%	44.94%	10.74	14.40%	28.77%	4.43	4.54%	39.30%	2.78	3.37%	15.11%
合 计	52.60	100.00%	18.10%	74.58	100.00%	11.97%	97.47	100.00%	9.50%	82.39	100%	5.79%

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%。

冶金板块

冶金板块是公司主要的收入和利润来源，该板块主要经营实体是青海桥头铝电股份有限

公司、青海西部矿业百河铝业有限责任公司、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4 公司冶金板块情况

产品	主要子公司	产能
电解铝	青海桥头铝电股份有限公司	30 万吨电解铝和年产 12 万吨阳极炭块
	青海西部矿业百河铝业有限责任公司	10 万吨电解铝和年产 6 万吨阳极炭块
	青海西部水电有限公司	15 万吨已达产
铝加工	青海桥头铝电股份有限公司	20 万吨/年粗铝加工能力
	青海平安高精铝业有限公司	20 万吨/年铝材加工
	青海瑞合铝箔有限公司	1.2 万吨电子铝箔及 2400 万平方米化成箔

资料来源：公司提供

公司目前具有年产55万吨电解铝和年产18万吨阳极炭素的生产能力，年产20万吨铝板带项目已开始试生产，生产的稳定性和产品的合格率逐渐提高。

2013年及2014年1~9月，公司电解铝销售量分别为46.00万吨和44.90万吨，公司铝合金加工销售量分别为7.66万吨和6.25万吨。

(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。2013 年铝产品成本中，氧化铝占 35.51%，电力占 33.99%，阳极炭块占 11.00%。

表5 公司电解铝生产成本构成情况（单位：%）

名称	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
氧化铝	37.58	36.91	35.51	34.74
电费	28.74	31.17	33.99	34.19
阳极炭块	12.68	11.07	11.00	11.19
期间费用	10.98	11.48	10.02	10.76
其他费用	10.02	9.37	9.48	9.12
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司氧化铝主要从国内大型企业采购，通过铁路转运至青海。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）原铝价格的 17%左右。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。2013 年公司氧化铝供应商为中铝青海西部国际贸易有限公司（占 28.60%）、青海展华冶金实业有限公司（占 22.10%）、五矿铝业有限公司（占 18.30%）、嘉能可有限公司（占 15.90%）和浙江物产金属有限责任公司（占 15.10%）。

表6 公司氧化铝采购情况

指标	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
平均采购价格（元/吨）	2724	2907	2745	2249
采购量（万吨）	64.06	99.69	106.89	99.31

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，公司目前的电价水平为0.313元/千瓦·时，电价水平较低。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，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。

阳极炭素方面，2013 年西部矿业增资后，公司阳极炭素的生产能力达到年产 18 万吨。近几年的实际产量均在 13 万吨左右，能够完全满足电解铝生产需要。

生产情况

2013 年，西部矿业增资后，公司电解铝产能达到 55 万吨，全年生产电解铝 55.86 万吨，产能利用率高。

电解槽方面，2013年在原有基础上，新增百合铝业156台240KA电解槽，总数达到864台，目前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，选用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7 公司电解槽情况

项目	槽型	电解槽台数	建成时间	投产时间	达产时间	产能
桥电一期	240KA	236台	2002.4.10	2003.7.1	2004.8.1	15万吨
桥电二期	240KA	236台	2004.2.1	2005.8.21	2006.5.1	15万吨
西部水电一期	240KA	236台	2012.8	2012.8.30	2012.12	15万吨
百河铝业一期	240KA	156台	2003.2	2004.12	2005.1	10万吨

资料来源：公司提供

表8 公司电解铝近年产销情况

产品	2011年	2012年	2013年	2014年
产能（万吨）	30	45	55	55
产量（万吨）	30.09	41.78	55.86	42.50
销量（万吨）	24.72	35.68	46.00	44.90

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，客户主要为上海高和有色金属发展有限公司、中国五矿铝业有限公司、嘉能可（中国）有限公司，三家公司销售收入约占电解铝销售的80%。近年来公司产品平均外部销售率达到98%以上，产品销路畅通，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，中国电解铝下游主要行业需求依然减弱，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。

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。2013年，公司共生产铝压延产品2.23吨，铝合金5.48吨。

表9 公司目前铝业板块近年产销情况

产品	2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
铝合金	20	20	20	20
（粗铝加工产品）	4.98	15.14	7.71	6.10
销量（万吨）	3.34	12.58	7.66	6.25

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20万吨高精铝板带项目是青海省“十一五”规划重点工业项目，目前已经建设完成，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。

此外，围绕着“煤--电--铝--铝加工产业链”子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。2013年全年，已生产腐蚀箔247.29万平方米，化成箔242万平方米；销售化成箔374万平方米。目前公司铝箔生产线仍处于磨合调试期。

表10 公司2013年铝材加工销售前五大客户情况

企业名称	占比
浙江巨科铝业有限公司	62.50%
无锡永衡铝业有限公司	3.60%
福州坤特冶金设备有限公司	2.40%
镇江源龙铝业有限公司	10.30%
四川瀚驰铝业有限责任公司	18.50%
合计	97.30%

资料来源：公司提供

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。

公司铝加工产品主要客户是浙江巨科铝业有限公司，其采购金额占公司铝加工产品总销售额的62.50%，前5名客户采购金额占公司铝加工产品总销售额的97.30%，客户集中度高。

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，其中青海桥头铝业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。

电力生产板块

(1) 火力发电

火电方面，公司在运行的火电机组主要为桥头铝电5×12.5万千瓦火电机组；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；西部矿业增资后，新增2×13.5千瓦火电机组（原西部矿业分公司唐湖电力的发电机组，现暂时并入公司本部）。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。

表11 2011-2013年以及2014年1-9月公司火电运营情况

类别	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
火电装机容量（万千瓦时）	62.5	89.5	116.5	116.5
发电量（亿千瓦时）	46.93	52.26	69.78	54.46
上网电量（亿千瓦时）	5.06	14.57	28.38	22.46
平均上网电价（元/千瓦时）	0.325	0.354	0.354	0.345
火电设备平均利用小时（时）	7508	5839	6736	4521

资料来源：公司提供

煤炭采购方面，公司部分煤炭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，部分从其他煤炭生产企业或经销商购买，2013年，由于公司火电规模扩大以及公司为了延长自有煤矿开采年限而对

自有煤矿开采量进行限制，外购煤炭的数量增多，一定程度上提高了公司火力发电成本。

表12 公司电煤采购情况

金瑞矿业	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
平均采购价格（元/吨）	292.37	252.14	220.00	294.89
采购量（万吨）	140.70	152.54	135.56	88.55
外购	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
平均采购价格（元/吨）	351.72	468.37	351.00	314.75
采购量（万吨）	123.35	91.10	240.34	221.45

资料来源：公司提供

注：2014年前三季度，由于公司煤炭开采及运输成本提升，从金瑞矿业采购煤炭的价格有所提升。

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。

(2) 水力发电

跟踪期内，公司主要运行的水电项目为装机28.4万千瓦的康扬水电站。受雨水情况影响，公司水电站发电量有所波动。电价方面，康扬水电站整体的电价水平偏低，上网电价保持0.23元/千瓦时的水平。

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。

表13 公司下属康扬水电站近年运行情况

指标	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
水电装机容量（万千瓦）	28.40	28.40	28.40	28.40
发电量（亿千瓦时）	8.55	10.05	9.72	7.65
上网电量（亿千瓦时）	8.40	9.91	9.55	6.62
平均上网电价（元/千瓦时）	0.23	0.23	0.23	0.23
设备平均利用小时（时）	2979.00	3523.45	3415.00	2341.00

资料来源：公司提供

黄丰水电站装机容量为22.5万千瓦，总投资23.14亿元，截至2014年9月底，1~3号机组已经开始发电，4、5号机组正处于启动验收阶段。大河家水电站装机容量14.2万千瓦，预

计在 2015 年完工。尔多水电站装机容量为 96 万千瓦，总投资约 88.15 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、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（默勒二矿和三矿由于处于建设期，产能并未完全释放）。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14 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

总体看，公司煤炭板块取得了较丰富的资源储备，现阶段煤炭板块对公司收入贡献仍有限，对利润的贡献加大。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。

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。

截至 2014 年 9 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 2014 年 9 月底，金星矿业资产总额为 4.83 亿元，负债总额为 3.57 亿元，净资产 1.25 亿元。2014 年 1~9 月实现营业收入 992.24 万元，净利润为 130.41 万元。

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。

其他业务

公司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，总体毛利率波动较大，跟踪期内，这些业务收入小，对公司盈利能力的影响有限。

经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数分别为 10.09 次、9.00 次和 9.69 次。2011~2013 年，公司存货周转率分别为 2.22 次、3.16 次和 4.31 次，存货管理能力一般。2011~2013 年，公司总资产周转率分别为 0.21 次、0.27 次和 0.31 次，近三年公司总资产周转率无重大变动，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。

截至 2014 年 9 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（水）、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 and 财务实力形成支撑。考虑到公司现有经营及财务情况，未来公司筹资需求较大。

表15 截至2014年9月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资额	截至2014年9月底已投资额	工程进度	2014年剩余投资	2015年计划投资	2016年计划投资
黄丰水电站（装机容量22.5万千瓦）	23.14	24.40	1-3 号机组已发电，4-5 号机组具备发电条件，正处于启动验收阶段	1.80	1.00	--
大河家水电站（装机容量14.2万千瓦）	15.60	11.00	厂房土建及金属结构安装工程混凝土浇筑完成1#~4#机组、安装间及刺墙、尾水渠与尾水段、底坎、门槽二期回填砼浇筑共计6214.19m ³ 。引渠护坡及尾水渠护坡完成4300m ³	1.20	1.50	0.60
尔多水电站（装机容量96万千瓦）	88.15	2.82	进厂公路建设，生活基地建设	0.62	2.00	8.00
二期30万吨铝基合金棒材	30.39	16.60	前期 7.5 万吨铝基合金棒材已投产	0.30	6.60	--
默勒二矿	2.92	0.75	完成巷道维修 239.6 米、污水处理站、水泥地坪等施工	1.15	1.02	--
先锋矿改扩建	2.48	2.34	目前东风井矿建工程基本完成，安装工程已进行	0.14	0.20	--
合计	162.68	57.91		5.21	12.32	8.60

资料来源：公司提供

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、财务分析

公司提供的 2011~2013 年审计报告已由中准会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年三季度报表未经审计。

2013年，西部矿业以子公司青海西部矿业百河铝业有限公司、青海西海煤电有限公司、青海西部碳素有限责任公司的股权，西部矿业唐湖电力分公司的整体资产，以及公司对上述分子公司的债权，经审计评估作价后作为出资，认缴青海省投资集团有限公司新增注册资本。公司提供的2011~2013年审计报告为假设将该事项于2011年度、2012年度已进行重组合并编制的模拟财务报表。

截至2013年底，公司合并资产总额为369.67 亿元，所有者权益合计为88.83 亿元（其中少数股东权益28.33 亿元）。2013年，公司实现营业收入107.59 亿元，利润总额1.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额为 413.74 亿元，所有者权益合计为 91.87 亿元（其中少数股东权益 31.76 亿元）。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 87.22 亿元，利润总额 0.19 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和利润来源。2013 年，公司实现营业收入 107.59 亿元，较 2012 年增长 33.85%。主要受铝价处于下降通道、电解铝行业产能过剩、国内外经济复苏依旧乏力以及人工成本的上升等因素的影响，公司营业利润率有所下降，为 10.00%。

期间费用方面，2013 年公司期间费用占营业收入比重为 9.25%，较上年明显下降，公司费用控制能力加强。

非经营性损益方面，2013 年，公司获得投资收益为 0.21 亿元，主要为子公司青海天诚信用担保有限责任公司的投资收益。同期，公司实现营业外收入 0.50 亿元，主要是政府补助利得。2013 年公司投资收益及营业外收入合计占利润总额的 50.51%，对利润总额贡献大。

2013 年，虽然公司营业利润大幅增长，但由于营业外收入的大幅下降，公司利润总额为 1.41 亿元，较 2012 年下降 7.71%，又由于所得税费用大幅增长，公司净利润较 2012 年下降 32.64%，为 0.92 亿元。从盈利指标看，由于净利润的下降，2013 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.22% 和 1.03%，较 2012 年下降。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 87.22 亿元，占 2013 年公司营业收入的 81.07%；由于电解铝行业低迷及煤炭价格下跌，公司主营业务整体毛利率下降，同时由于对新并入企业的整合导致管理费用较多，前三季度营业利润为 -0.36 亿元（其中投资收益 0.25 亿元）。由于前三季度公司营业外收入达到 1.12 亿元（主要

包括子公司青海省三江水电开发股份有限公司核销往来应付征地款 4000 万，子公司青海西部水电有限公司收到政府补贴款 4000 万元），导致利润总额为 0.19 亿元。公司利润对于营业外收入依赖程度较上年度增加。

总体上，跟踪期内，公司营业收入稳步提升，但由于主要产品价格下降以及成本上升的原因，公司主业盈利能力有所下降；投资收益和营业外收入对公司利润总额贡献大。

2. 现金流及保障

2013 年，随着公司经营规模扩大，公司经营活动现金流入为 128.96 亿元，增长 7.15%，其中销售商品、提供劳务收到现金 119.77 亿元，同比增长 12.81%，收到其他与经营活动有关的现金为 9.15 亿元，主要由公司与其他单位往来款，投标保证金、出售废旧物资等项目构成。同期，公司经营活动现金流出量增长 7.16%，达到 119.34 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 94.12 亿元，同比增长 16.23%，支付其他与经营活动有关的现金 8.44 亿元，主要是偿还公司与其他单位往来款、准备金返还，投标保证金的返还等。公司经营活动现金流净额为 9.62 亿元，增长 6.99%。从收入质量上看，2013 年现金收入比为 111.32%，较上年下降 20.76 个百分点。

2013 年，公司投资活动产生的现金流入 9.72 亿元，较 2012 年增长 1778.68%，主要是由于处置金星矿业 60% 股权的款项到账，导致处置固定资产和其他长期资产收回的现金达到 4.16 亿元，同时由于将新并入企业期初货币资金归集于收到其他与投资活动有关的现金，导致 2013 年收到其他与投资活动有关的现金达到 4.86 亿元；同期，公司投资活动产生的现金流出为 10.76 亿元，虽较 2012 年大幅下降，但仍保持较高的投资规模，2013 年投资活动现金净流量为 -1.05 亿元。筹资活动前产生的现金流量净额为 8.57 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。2013年公司筹资活动产生的现金流入量下降至135.04亿元，其中取得借款收到的现金为113.07亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为19.13亿元，主要是收到的租赁款等其他筹资收现；公司筹资活动现金流出较2012年增长5.38%，达到125.95亿元，其中偿还债务支付的现金104.67亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金7.19亿元，主要是租赁费、发行股票债券直接支付的手续费、宣传费、咨询费等。

2014年1~9月，公司经营活动的产生的现金流入量和流入净额分别为115.83亿元和5.90亿元，现金收入比为107.39%。同期公司投资活动现金流入量2.71亿元，流出量为27.03亿元，投资活动现金净流量表现为净流出，流出规模为24.32亿元。2014年1~9月，公司筹资活动现金流入量为155.84亿元，流出量为134.86亿元，净流量为20.98亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流受经营规模扩大的影响而增大，公司投资和筹资活动支出规模仍较大，对外筹资压力大。

3. 资本及债务结构 资产

截至2013年底，公司资产总额369.67亿元，同比增长14.16%，其中流动资产占29.59%，非流动资产占70.41%，流动资产占比略有增加。

截至2013年底，公司流动资产109.37亿元，主要以货币资金（占45.30%）、应收账款（占7.24%）、预付款项（占17.27%）、其他应收款（占8.48%）和存货（占19.72%）为主。

截至2013年底，由于公司经营活动流入以及筹资活动流入的现金均较多，公司货币资金49.55亿元，同比增长68.83%，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）。

截至2013年底，公司应收账款7.92亿元，同比下降19.10%。按照账龄计提坏账准备的应收账款中1年以内的占比83.52%，1~2年的占比14.59%，2~3年的占比0.50%，3年以上的占比1.39%。总共计提坏账准备0.39元，计提比例为4.7%。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2013年底，公司预付款项为18.88亿元，同比增长11.45%，主要为采购氧化铝的预付款，从账龄上看与2012年变化不大，1年以内占比63.04%，1~2年的占比18.89%，2~3年的占比7.50%，3年以上的占比10.57%。

截至2013年底，公司其他应收款9.28亿元，同比增长14.37%。按组合计提坏账准备的其他应收款占比94.70%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款2.28亿元，账龄1年以内的占73.06%，1~2年的占18.28%，2~3年的占2.54%，3年以上的占6.12%。总共计提坏账准备0.13亿元，计提比例5.82%；采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为7.15亿元，计提坏账比例为0.39%。总体看，公司其他应收款回收期较短，坏账风险较低。

截至2013年底，公司存货21.57亿元，同比下降6.58%，由于公司开始清库存，公司存货规模有所下降。

截至2013年底，公司非流动资产为260.29亿元，同比增长11.18%。非流动资产主要由长期股权投资（占5.54%）、固定资产（占37.75%）、在建工程（占47.41%）构成。

截至2013年底，公司长期股权投资同比下降5.19%，为14.43亿元，主要是对青海省能源发展有限责任公司和西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司的投资。

截至2013年底，公司固定资产增长3.20%，达到98.26亿元。主要为房屋建筑物和生产设备的增加。

截至2013年底，公司在建工程增长22.87%，达到123.40亿元，主要系电解槽内衬改造增加1.87亿元，化隆县黄丰水电站增加3.77亿元，民

和县大河家水电站增加3.55亿元，电解铝二期7.89亿元，铝板带项目工程增加6.05亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额为413.74亿元，较2013年底增长11.92%，公司资产中流动资产占30.38%，非流动资产占69.62%，仍以非流动资产为主，资产构成上较2013年底变化不大。其中在建工程较2013年底增长22.29%，主要由于公司原部分在建项目已完工进入试运营阶段，暂时未计入固定资产，其余在建项目仍陆续投入导致。

总体看，跟踪期内公司资产结构变化不大，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

由于2011~2012年报表已根据2013年西部矿业增资进行追述调整，其增资影响已在2011年报表中体现，因此截至2013年底，公司所有者权益较上年变化不大，为88.83亿元。公司所有者权益中股本占59.92%、资本公积占30.89%、盈余公积占1.10%、未分配利润占7.30%；其中归属于母公司所有者权益占68.10%，少数股东权益占31.90%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至2014年9月底，由于少数股东增资，公司所有者权益为91.87亿元，较2013年底增长3.43%。公司所有者权益基本保持稳定。截至2014年9月底，公司所有者权益中股本占60.30%、资本公积占30.92%、盈余公积占1.11%、未分配利润占6.84%；其中归属于母公司所有者权益占65.43%，少数股东权益占34.57%。

整体看，公司所有者权益的稳定性较好。

负债

截至2013年底，公司负债总额为280.84亿元，同比增长19.57%；其中，流动负债占46.57%，非流动负债占53.43%，流动负债占比有所下降。

截至2013年底，公司流动负债130.78亿元，同比增长9.83%。公司流动负债主要由短

期借款（占55.08%）、应付票据（占5.27%）、应付账款（占19.12%）和其他应付款（占11.69%）构成。

截至2013年底，公司短期借款72.03亿元，同比增长22.47%，主要为质押、抵押借款和保证借款；由于公司在原材料及设备采购中加大了票据结算比重，公司应付票据6.90亿元，同比增长19.14%；公司应付账款为25.00亿元，同比下降6.50%；公司其他应付款15.28亿元，同比增长7.55%，主要是应付公积金、基本医疗保险、履约保证金等。

截至2013年底，公司非流动负债150.06亿元，同比增长29.58%，主要由长期借款（占57.72%）、应付债券（占18.30%）和长期应付款（占22.02%）构成。

截至2013年底，公司长期借款86.62亿元，同比下降1.04%，主要为抵押、质押借款和保证借款；公司应付债券27.47亿元，为2012年的2.04倍，包括公司2012年发行的10年期公司债6亿元、子公司青海金瑞矿业发展股份有限公司发行的5年期公司债1.5亿元以及公司2013年发行的两期3年期非公开定向债务融资工具各10亿元；公司长期应付款33.04亿元，为2012年的2.71倍，主要应付上海国能物流有限公司、中建投租赁有限责任公司、中国外贸金融租赁有限公司、皖江金融租赁有限公司、中国华融资产管理股份有限公司甘肃省分公司、青海省投资工会委员会的款项以及委托借款和融资租赁设备款。

截至2014年9月底，公司负债总额321.87亿元，较2013年底增长14.61%，其中流动负债占38.82%，非流动负债占61.18%，较2013年底非流动负债占比增加。

债务指标方面，截至2013年底，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58.46%、70.13%和75.97%，均较2012年有所上升，公司债务负担加重。截至2014年9月底，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

62.52%、73.42%和 77.79%，较 2013 年底上升 4.06 个、3.29 个和 1.82 个百分点，公司债务负担持续加重。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务为 208.58 亿元，较 2012 年底增长 14.95%，其中短期债务占 40.06%，长期债务占 59.94%。截至 2013 年底，公司短期债务为 83.56 亿元，较 2012 年底增长 4.73%，长期债务为 125.02 亿元，较 2012 年底增长 22.96%。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 253.78 亿元，较 2013 年底增长 21.67%，其中短期债务占 39.60%，长期债务占 60.40%。公司短期债务为 100.51 亿元，较 2013 年底增长 20.28%；长期债务为 153.27 亿元，较 2013 年底增长 22.60%，其中应付债券增长 163.85%，达到 72.48 亿元，包括公司企业债 6 亿元、短期融资券 6 亿元、非公开定向债务融资工具 59 亿元以及子公司青海金瑞矿业发展股份有限公司公司债 1.5 亿元。

总体看，跟踪期内，由于在建项目的大规模资金需求推高了公司整体的债务规模。公司未来资本支出仍会保持较高水平，筹资需求较大，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，2013 年公司流动比率和速动比率显著提升，2013 年分别为 83.63% 和 67.14%；2014 年 9 月底分别为 100.58% 和 78.02%。2013 年，公司经营现金流动负债比为 7.35%，较上年下降 0.2 个百分点。考虑到公司流动负债中有息债务规模占比较高，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 9.78 亿元，较上一年有所下降。EBITDA/利息保障倍数为 0.63 倍，较 2012 年下降。同期公司全部债务/EBITDA 为 21.33 倍，较 2012 年上升。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。

2014 年 11 月公司发行短期融资券“14 青投 CP002”6 亿元；截至 2013 年底，公司现金类资产（剔除受限部分后）为 46.32 亿元，为“14 青投 CP002”的 7.72 倍，为目前公司存续期内所有短期融资券（“14 青投 CP001”和“14 青投 CP002”共 12 亿元）的 3.86 倍，截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产（剔除受限部分后）为 48.43 亿元，为“14 青投 CP002”的 8.07 倍，为目前公司存续期内所有短期融资券的 4.04 倍。2013 年公司经营性现金流入量 128.96 亿元，为“14 青投 CP002”的 21.49 倍，为目前公司存续期内所有短期融资券的 10.75 倍，公司现金类资产及经营活动现金流入量对“14 青投 CP002”以及存续期债券的保障能力较强。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保 7.745 亿元，其中子公司青海桥头铝电有限公司对外担保 1.045 亿元，担保对象为西宁汇丰农业投资建设开发有限公司和西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司；子公司青海省三江水电开发股份有限公司对外担保 3.00 亿元，担保对象为西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司；公司本部对外担保 3.70 亿元，担保对象为西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司。截至 2013 年底，西宁汇丰农业投资建设开发有限公司资产总额 1637.22 万元，负债总额 903.78 万元，净利润 378.75 万元；西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司总资产 206.23 亿元，总负债 136.51 亿元，净资产 69.72 亿元，全年实现营业收入 23.17 亿元，净利润 2.06 亿元。上述担保对象均为国有企业且经营情况正常。此外，下属子公司青海天诚信用担保有限责任公司（截至 2014 年 9 月底净资产 10.94 亿元）担保笔数达到 236 笔，担保余额 77.55 亿元，担保合计金额较大，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2014 年 9 月底，公司获得综合授信 339.18 亿元，其中未使用额度 137.34 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 2014 年 11 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

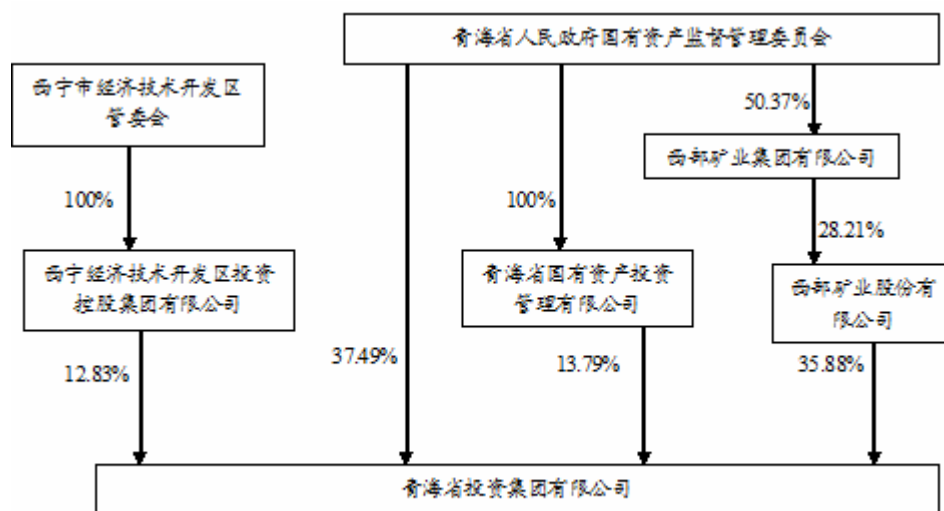
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、西部矿业增资影响、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强。

九、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，评级展望为稳定，并维持“14青投CP002” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



注：由于尾数取舍原因，公司各股东持股比例加总后不等于 100%。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.60	31.76	51.64	55.20
资产总额(亿元)	268.13	323.83	369.67	413.74
所有者权益(亿元)	64.33	88.96	88.83	91.87
短期债务(亿元)	72.47	79.79	83.56	100.51
长期债务(亿元)	85.61	101.68	125.02	153.27
全部债务(亿元)	158.08	181.46	208.58	253.78
营业收入(亿元)	57.08	80.38	107.59	87.22
利润总额(亿元)	3.67	1.52	1.41	0.19
EBITDA(亿元)	13.09	10.80	9.78	--
经营性净现金流(亿元)	16.00	8.99	9.62	5.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.09	9.00	9.69	--
存货周转次数(次)	2.22	3.16	4.31	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.27	0.31	--
现金收入比(%)	156.84	132.08	111.32	107.39
营业利润率(%)	16.70	11.85	10.00	7.97
总资本收益率(%)	3.55	2.21	1.22	--
净资产收益率(%)	4.55	1.53	1.03	--
长期债务资本化比率(%)	57.09	53.34	58.46	62.52
全部债务资本化比率(%)	71.08	67.10	70.13	73.42
资产负债率(%)	76.01	72.53	75.97	77.79
流动比率(%)	66.20	75.35	83.63	100.58
速动比率(%)	46.43	55.95	67.14	78.02
经营现金流流动负债比(%)	14.91	7.55	7.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	0.87	0.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.08	16.80	21.33	--

注：1.2014 年 3 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.现金类资产未剔除受限货币资金。

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