

# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1432 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“14青投CP002”和“15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  
二零一五年七月二十四日



---

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: 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 |
|-------------|------|-----------------------|--------|--------|
| 14 青投 CP002 | 6 亿元 | 2014/11/19-2015/11/19 | A-1    | A-1    |
| 15 青投 CP001 | 6 亿元 | 2015/3/27-2016/3/27   | A-1    | A-1    |

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 24 日

### 财务数据

| 项目             | 2012<br>年 | 2013<br>年 | 2014<br>年 | 15 年<br>3 月 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 现金类资产(亿元)      | 26.97     | 41.72     | 42.48     | 54.55       |
| 资产总额(亿元)       | 323.83    | 369.67    | 427.96    | 447.80      |
| 所有者权益(亿元)      | 88.96     | 88.83     | 91.13     | 90.36       |
| 短期债务(亿元)       | 79.79     | 83.56     | 133.77    | 141.48      |
| 全部债务(亿元)       | 181.46    | 208.58    | 275.86    | 295.83      |
| 营业收入(亿元)       | 80.38     | 107.59    | 128.95    | 24.00       |
| 利润总额(亿元)       | 1.52      | 1.41      | 1.17      | -0.86       |
| EBITDA(亿元)     | 10.80     | 9.78      | 9.92      | --          |
| 经营性净现金流(亿元)    | 8.99      | 9.62      | 7.09      | 2.11        |
| 营业利润率(%)       | 11.85     | 10.00     | 8.66      | 4.58        |
| 净资产收益率(%)      | 1.53      | 1.03      | 1.01      | --          |
| 资产负债率(%)       | 72.53     | 75.97     | 78.71     | 79.82       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 67.10     | 70.13     | 75.17     | 76.60       |
| 流动比率(%)        | 75.35     | 83.63     | 74.23     | 81.27       |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 16.80     | 21.33     | 27.80     | --          |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.87      | 0.63      | 0.60      | --          |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 7.55      | 7.35      | 4.75      | --          |

注: 1.2015 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

赵楠 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”) 电解铝产能扩张, 产销量增长, 收入规模大幅提升。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保证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产能过剩、需求疲软, 以及公司债务负担重, 短期支付压力较大, 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。未来, 随着已建成项目逐步度过磨合期、在建项目逐步建成投产, 公司产业链将更趋完善, 多元化业务对经营风险分散效应将进一步显现, 公司资产的运营效率和盈利水平有望得到提升, 进而对公司的信用基本面形成支撑。但公司下属担保公司目前对外担保余额大, 并已出现代偿, 且代偿金额逐渐扩大, 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“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001” 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. 公司电解铝、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探等多元化产业格局有助于公司分散经营风险。
3. 公司煤 (水) -电-铝产业链完善, 电解铝业务具备显著的成本优势和较强的市场竞争力。
4. 公司的铝深加工工业稳步发展, 未来渡过磨合期后, 将对公司的盈利能力有较大提升。
5. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001”保障能力较强。

#### 关注

1. 国内电解铝行业产能严重过剩，企业盈利不断下降，营业外收入对公司利润影响大。
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. 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。
4. 公司下属担保公司对外担保规模大，担保业务出现代偿，且代偿金额逐渐扩大，后续仍存在代偿风险。

## 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”、“15 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，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管理委员会出具《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》（青国有资产[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，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%。

公司主要经营范围为青海省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3月底，公司下辖18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2014年底，公司合并资产总额为427.96 亿元，所有者权益合计为91.13亿元（其中少数股东权益25.98亿元）。2014年，公司实现营业收入128.95 亿元，利润总额1.17 亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为447.80亿元，所有者权益合计为90.36亿元（其中少数股东权益25.98亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入24.00亿元，利润总额-0.86亿元。

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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生

产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量  $M_2$  余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均

利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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，并将带动基础设施建设等投资，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，2014年消费占比分别为36%、14%、12%和11%。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，2014年一季度铝价大跌曾导致全行业亏损严重、部分铝厂开始减产，使得价格低位小幅反弹，但也未超过2013年下半年水平。并且铝价反弹后部分关停的产能陆续复产，导致价格反弹难以持续，2014年4季度以来铝价再次下跌。

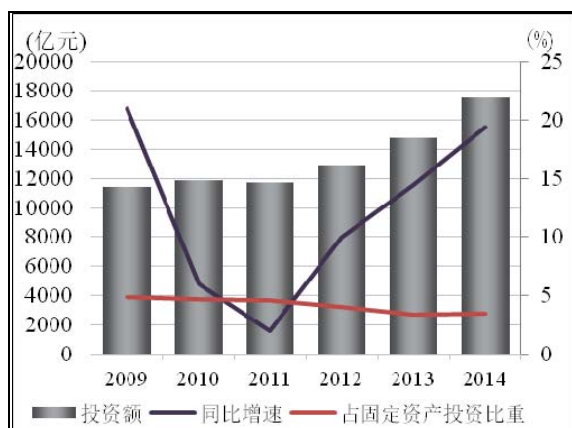
由于铝价的持续下滑，而全行业电力成本并无明显变化，氧化铝价格2014年下半年以来还有一定攀升，导致行业盈利持续压缩。2014年底全行业平均现金成本约12000元/吨，简单将折旧等非现金成本按照10%的行业平均水平计算，则行业平均会计成本约13333元/吨左右。也就是说，按照2014年12月平均铝价13511元/吨计算，全行业平均盈利空间仅1%左右。

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

2009~2014 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呈下降态势。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为 3.40%,同比有所下降。2014 年,全国固定资产投资(不含农户)502005 亿元,同比名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。其中,电力、热力生产和供应业完成投资 17583 亿元,同比增长 19.4%,增速增加 4.9 个百分点;在固定资产总投资额中占比为 3.49%,同比变化不大。

图 1 近年电力、热力生产和供应业投资情况



资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

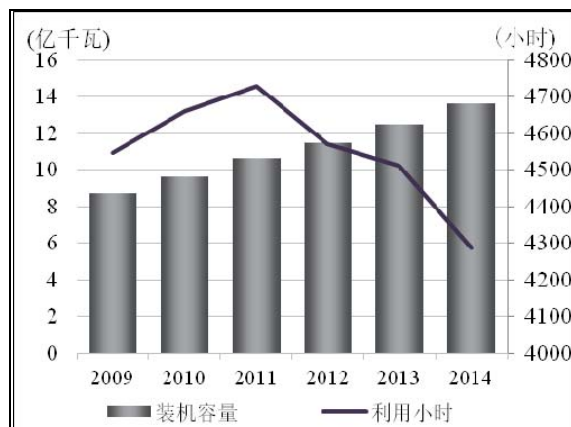
注: 从 2011 年开始, 固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元, 因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比, 但比上年增速是按可比口径计算的。同时, 月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织, 并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

2014 年, 全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元, 同比增长 0.5%。其中, 电源投资 3646 亿元, 同比下降 5.8%; 2014 年, 全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦, 同比增加 128 万千瓦, 其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底, 全国全口径发电装机容量

量为 13.6 亿千瓦, 同比增长 8.7%, 其中非化石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦, 占总装机容量比重为 33.3%。2014 年, 全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时, 同比增长 3.6%, 其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时, 同比增长 19.6%; 非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%, 达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时(以 6000 千瓦及以上电厂口径, 下同), 为 1978 年以来的年度最低水平, 同比降低 235 小时。

图 2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源: 中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

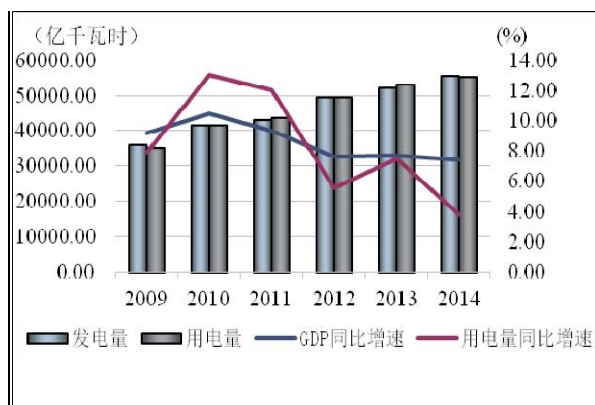
水电方面, 2014 年, 水电投资完成 960 亿元, 同比下降 21.5%。基建新增水电装机容量 2185 万千瓦, 同比减少 911 万千瓦, 其中云南和四川合计新增 1684 万千瓦, 占全国水电新增装机容量的 77.1%。截至 2014 年底, 全国全口径水电装机容量 3.0 亿千瓦(其中抽水蓄能 2183 万千瓦), 同比增长 7.9%。2014 年, 全国水电设备利用小时 3653 小时, 为 1996 年以来的年度次高值(最高值为 2005 年的 3664 小时), 同比提高 293 小时。2014 年, 主要受水电生产地区汛期来水情况较好而 2013 年汛期来水偏枯导致基数低影响, 全国水电发电量 1.07 万亿千瓦时, 首次超过 1 万亿千瓦时、同比增长 19.7%。总体上, 随着水利资源的不断开发, 水电投资规模有所缩减, 水电开发地

域集中,2014 年水电利用水平受来水量的影响处于良好水平。

电力供需方面,2014 年,受气温及经济稳中趋缓等因素影响,全国电力供需形势总体宽松,运行安全稳定。

2014 年,全国全社会用电量 5.52 万亿千瓦时,同比增长 3.8%,增速同比回落 3.8 个百分点,为 1998 年(2.8%)以来的年度最低水平。从结构看,第一产业用电量 994 亿千瓦时,占全社会用电量比重为 1.80%;第二产业用电量 4.07 万亿千瓦时,占比为 73.60%;第三产业用电量 6660 亿千瓦时,占比为 12.06%;城乡居民生活用电量 6928 亿千瓦时,占比为 12.54%。第三产业用电量比重同比提高 0.30 个百分点,第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低 0.07 个百分点、0.04 个百分点和 0.19 个百分点。

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

总体看,2014 年以来全国电力供需环境宽松,用电需求增速放缓,第三产业用电量增速明显领先于其他产业。

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,在当地积极开展扩张与收购行动,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。

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。2014年煤价与2013年同趋变化,呈前三季度下降、第四季度回升的态势,截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨,较年初平均下降80元/吨。进入2015年以来,煤炭市场低迷,价格弱势运行,截至2015年3月18日,环渤海动力煤平均价格为482元/吨。总体上,煤炭价格的下滑趋势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。2014年以来,随着煤炭市场化进程继续深入,大型煤企与电力集团的中长协合同逐步实现了季度与月度定价相结合的模式,市场现货交易价格参照环渤海动力煤价格指数作为结算价格。总体上,近年来随着煤价高位回落,使得火电企业成本压力减轻,盈利水平明显回升。

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。上述措施的推行将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。

自煤电联动机制建立后，相关细则陆续出台，联动机制的推行力度以及其对火电企业的影响尚待观察；近年来环保问题日渐突出，火电行业或将受到一定影响。

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 2015 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%，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%。

### 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 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，公司收入规模保持增长趋势。冶金业务（铝业）是公司主要的收入来源，在公司总收入中的占比逐年上升，2014 年占到公司总收入的 83.16%；公司电力业务随着其收入的增长，成为公司收入良好的补充；煤炭业务以及其他业务板块（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）收入占比较小，对公司收入影响小。

跟踪期内，公司冶金（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，毛利率走低，得益于完善产业链构筑的成本优势，公司电解铝业务在行业中仍具有一定的竞争优势。2014 年由于公司大幅降低电煤的自供比例，火电外购煤炭比例大幅上升，虽然煤炭整体价格下降，但公司发电业务成本保持上升，因此毛利率继续下降。煤炭业务方面，2014 年由于公司自产煤外销比例大幅提升，因此毛利率略有提升。

2015 年 1~3 月，由于铝价有所下降，而氧化铝价格却有所提升，因此公司冶金业务毛利率大幅下降；由于煤炭采购价格下滑，公司电力板块毛利率有所回升；受煤炭价格下滑及煤炭开采、运输成本提升的影响，公司煤炭板块毛利率下降；其他业务收入总体上占比小，对公

司盈利能力的影响小。

表1 对西部矿业增资事宜进行追述调整后的主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 项 目  | 2012 年 |         |        | 2013 年 |         |        | 2014 年 |         |        | 2015 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 | 55.63  | 74.59%  | 6.56%  | 76.74  | 78.73%  | 4.70%  | 99.42  | 83.16%  | 2.97%  | 18.42        | 79.47%  | 0.33%  |
| 电力业务 | 6.53   | 8.76%   | 22.97% | 11.42  | 11.72%  | 18.00% | 11.40  | 9.54%   | 16.49% | 2.92         | 12.60%  | 18.84% |
| 煤炭业务 | 1.68   | 2.25%   | 41.07% | 4.88   | 5.01%   | 38.00% | 4.89   | 4.09%   | 38.24% | 1.22         | 5.26%   | 25.41% |
| 其他业务 | 10.74  | 14.40%  | 28.77% | 4.43   | 4.54%   | 39.30% | 3.84   | 3.21%   | 48.70% | 0.62         | 2.67%   | 12.90% |
| 合 计  | 74.58  | 100.00% | 11.97% | 97.47  | 100.00% | 9.50%  | 119.55 | 100.00% | 7.17%  | 23.18        | 100.00% | 3.62%  |

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主要是公司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。

销售量分别为11.30万吨和1.52万吨。

#### （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。2014 年铝产品成本中，氧化铝占 34.97%，电力占 32.38%，阳极炭块占 10.83%，期间费用占 13.54%。

表3 公司电解铝生产成本构成情况（单位：%）

| 名称   | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 1-3 月 |
|------|--------|--------|--------|------------|
| 氧化铝  | 36.91  | 35.51  | 34.97  | 38.34      |
| 电费   | 31.17  | 33.99  | 32.38  | 33.19      |
| 阳极炭块 | 11.07  | 11.00  | 10.83  | 10.55      |
| 期间费用 | 11.48  | 10.02  | 13.54  | 10.93      |
| 其他费用 | 9.37   | 9.48   | 8.28   | 6.99       |
| 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。2014 年公司氧化铝供应商为中铝青海西部国际贸易有限公司、山东东岳能源交口肥美铝业有限责任公司、五矿铝业有限公司、五矿有色金属连云港有限公司和

表2 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    |
|     | 青海百河铝业有限公司   | 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   | 37.5 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77.5万吨电解铝和年产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。

2014年及2015年1~3月，公司电解铝销售量分别为68.90万吨和14.60万吨，公司铝合金加工

嘉能可有限公司。

表 4 公司氧化铝采购情况

| 指标          | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 1-3 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|
| 平均采购价格（元/吨） | 2907   | 2745   | 2360   | 2555       |
| 采购量（万吨）     | 99.69  | 106.89 | 130.00 | 32.57      |

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35%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。2014年公司自备电源成本电价为0.312元/千瓦时；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，受限电影响较小，公司2014年外购电电价为

0.335元/千瓦时。综合起来，公司2014年电力成本为0.3159元/千瓦时。

阳极炭素方面，2014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）。2014年公司阳极碳素的实际产量18.02万吨，能够完全满足电解铝生产需要。

#### 生产情况

2014年底，公司电解铝产能67万吨，较2013年底增加12万吨。截至2015年3月底，公司电解铝产能达到77.5万吨，较2014年末增加10.5万吨（尚未完全建成）。

电解槽方面，截至2015年3月底公司总共拥有1136台240KA电解槽，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 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    | 达产时间     | 产能      |
|--------|-------|-------|--------|---------|----------|---------|
| 桥电一期   | 240KA | 236 台 | 2002.4 | 2003.7  | 2004.8.1 | 15 万吨   |
| 桥电二期   | 240KA | 236 台 | 2004.2 | 2005.8  | 2006.5.1 | 15 万吨   |
| 西部水电一期 | 240KA | 236 台 | 2012.8 | 2012.8  | 2012.12  | 15 万吨   |
| 西部水电二期 | 240KA | 272 台 | 2015.6 | 2015.6  | 2012.12  | 22.5 万吨 |
| 百河铝业一期 | 240KA | 156 台 | 2003.2 | 2004.12 | 2005.1   | 77.5 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  |         | 2012年    | 2013年    | 2014年    | 2015年1-3月 |
|-----|---------|----------|----------|----------|-----------|
| 电解铝 | 产能（万吨）  | 45.00    | 55.00    | 67.00    | 77.50     |
|     | 产量（万吨）  | 41.78    | 55.86    | 65.75    | 17.21     |
|     | 销量（万吨）  | 35.68    | 46.00    | 68.90    | 14.60     |
|     | 均价（元/吨） | 15597.12 | 12376.00 | 11541.03 | 10866.02  |

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，2014年，三家公司销售收入占电解铝销售的

76.81%。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的良好合作关系，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。

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              | 2012年   | 2013年    | 2014年    | 2015年1-3月 |
|-----------------|---------|----------|----------|-----------|
| 铝合金<br>(粗铝加工产品) | 产能(万吨)  | 20       | 20       | 20        |
|                 | 产量(万吨)  | 15.14    | 7.71     | 12.1      |
|                 | 销量(万吨)  | 12.58    | 7.66     | 11.3      |
|                 | 均价(元/吨) | 15655.62 | 16616.00 | 13487.20  |
|                 |         | 13467.00 |          |           |

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”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。2014年全年，已生产腐蚀箔275万平方米，化成箔220万平方米；销售化成箔220.96万平方米；实现销售收入65797万元。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。

公司铝加工产品主要客户是浙江巨科铝业有限公司和青海省国有资产投资管理有限公司，其采购金额占公司铝加工产品总销售额的41.78%和40.97%，前5名客户采购金额占公司铝加工产品总销售额的99.99%，客户集中度高。

表8 公司2014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          | 41.78% |
| 青海省国有资产投资管理有限公司     | 40.97% |
| 青海省西宁市经济开发区投资控股有限公司 | 8.23%  |
| 重庆西铝庆丰有限公司          | 6.91%  |
| 无锡永衡铝业有限公司          | 2.10%  |
| 合计                  | 99.99% |

资料来源：公司提供

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。

## 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以及公司全资子公司青海宁北铝电有限公司的4×13.5万千瓦火电机组。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。

表9 近年来公司火电运营情况

| 类别                | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 15年1-3月 |
|-------------------|-------|-------|-------|---------|
| 火电装机容量<br>(万千瓦时)  | 89.5  | 116.5 | 116.5 | 116.5   |
| 发电量(亿千瓦时)         | 52.26 | 69.78 | 76.89 | 21.76   |
| 上网电量(亿千瓦时)        | 14.57 | 28.38 | 32.38 | 9.51    |
| 平均上网电价<br>(元/千瓦时) | 0.354 | 0.354 | 0.342 | 0.342   |
| 火电设备平均<br>利用小时(时) | 5839  | 6736  | 6857  | 1895    |

资料来源：公司提供

公司火力发电的煤炭部分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。

## (2) 水力发电

截至 2014 年底，公司水力发电装机容量 32.9 万千瓦时，较 2013 年底新增 4.5 万千瓦时，主要是黄丰水电站投产 4.5 万千瓦时；截至 2015 年 3 月底，公司水力发电装机容量 50.9 万千瓦时，较 2014 年末新增 18 万千瓦时，主要是黄丰水电站项目完工，已全部投产。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 10 公司下属康扬水电站近年运行情况

| 指标            | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  | 15 年 1-3 月 |
|---------------|---------|---------|---------|------------|
| 水电装机容量（万千瓦）   | 28.40   | 28.40   | 32.9    | 50.9       |
| 发电量（亿千瓦时）     | 10.05   | 9.72    | 9.07    | 1.96       |
| 上网电量（亿千瓦时）    | 9.91    | 9.55    | 8.88    | 1.89       |
| 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）   | 3523.45 | 3415.29 | 2756.00 | 360        |

资料来源：公司提供

## 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 11 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

2014 年，公司所产原煤 50%左右销售给子公司桥头铝电，剩余部分对外销售，由于公司所产原煤对外销售价格较高，为提高销售收入，公司鼓励所产原煤加大外销，因此 2014 年公司自产煤内供比例大幅下降。

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。

截至 2015 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 2015 年 3 月底，金星矿业资产总额 5.08 亿元，负债总额 3.81 亿元，所有者权益合

计 1.27 亿元; 2015 年 1~3 月实现营业收入 0.02 亿元, 净利润为-127.92 万元。

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

2012~2014年, 公司销售债权周转次数分别为9.00次、9.69次和11.85次。2012~2014年, 公司存货周转率分别为3.16次、4.31次和5.28次, 存货管理能力一般。2012~2014年, 公司总资产周转率分别为0.27次、0.31次和0.32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 2015 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(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和财务实力形成支撑。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12 截至2015年3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2015年3月底已投资额 | 工程进度                                | 2015年剩余投资 | 2016年计划投资 | 2017年计划投资 |
|-------------------------|--------|----------------|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 黄丰水电站                   | 23.14  | 26.70          | 全部机组已实现低水头发电, 正在开展后续征地工作。           | 1.00      | --        | --        |
| 大河家水电站(装机容量14.2万千瓦)     | 15.60  | 14.10          | 1号机完成动态调试                           | 1.50      | 0.60      | --        |
| 尔多水电站(装机容量96万千瓦)        | 88.15  | 4.01           | 进厂公路建设                              | 2.00      | 8.00      | 8.00      |
| 二期30万吨铝基合金棒材            | 30.39  | 24.70          | 第三个 7.5 万吨铝基合金棒材已投产                 | 6.60      | --        | --        |
| 先锋矿改扩建                  | 2.48   | 2.62           | 矿建工程二采区煤仓绕道掘进 38m, 3645 米运输石门掘进 23m | 0.20      | --        | --        |
| 青海桥头铝电3×66万千瓦火电“上大压小”项目 | 65.00  | 0.22           | 正在进行环境监测、环境质量现状监测工作及可研收口工作          | 1.00      | 2.00      | 8.00      |
| 合计                      | 224.76 | 72.35          | --                                  | 12.30     | 10.60     | 16.00     |

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 2012~2014 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。公司提供的 2015 年一季度报表未经审计。

2013年，西部矿业公司以子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司、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2012年审计报告为假设将该事项于2012年度已进行重组合并编制的模拟财务报表。公司近年来合并范围有所变化，但对公司影响不大，财务数据具有可比性。

截至2014年底，公司合并资产总额为427.96 亿元，所有者权益合计为91.13亿元（其中少数股东权益25.98 亿元）。2014年，公司实现营业收入128.95 亿元，利润总额1.17 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为447.80 亿元，所有者权益合计为 90.36 亿元（其中少数股东权益 25.98 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.00 亿元，利润总额-0.86 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。2014 年为 128.95 亿元，较 2013 年增长 19.85%，主要是西部水电铝产品和宁北铝电销售收入的增加所致。主要受铝价下降、电解铝行业产能过剩等因素的影响，公司营业利润率下降 1.34 个百分点至 8.66%。

期间费用方面，2014 年公司期间费用占营业收入的比重下降至 8.64%，公司费用控制能力加强。

非经营性损益方面，2014 年营业外收入大幅增加除政府补助增加外，主要由于青海省三

江水电开发股份有限公司不再支付的应付账款康杨水电站征地费 0.48 亿元和青海西部矿业百河铝业有限公司收到的青海重点企业保增稳产就业协调领导小组企业互助金及罚款收入 0.32 亿元等。

2014 年，受公司营业利润大幅下降的影响，公司利润总额为 1.17 亿元，较 2013 年下降 16.79%，公司净利润基本与上年持平。从盈利指标看，由于净利润的下降，2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别下降至 1.06% 和 1.01%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.00 亿元，较上年同期增长 6.91%，主要是新增煤电铝产能，产销量都同步增加。但由于原材料价格上升，而产品价格下降，2015 年第一季度出现亏损，营业利润为-1.48 亿元。2015 年 1~3 月公司营业外收入为 0.64 亿元，利润总额为 -0.86 亿元。

总体看，公司利润受营业外收入影响大，因产品价格下降，2014 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以及，公司煤-电-铝产业链将更趋完善，其整体的收入水平和盈利状况也有望进一步增强。

### 2. 现金流及保障

2014 年，公司经营活动现金流入为 129.69 亿元，同比增长 0.57%，其中收到其他与经营活动有关的现金为 15.38 亿元，主要是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 2.73%，达到 122.60 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 4.97 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 7.09 亿元，同比下降 26.28%。从收入质量上看，2014 年现金收入比为 88.63%，较上年下降 22.69 个百分点。

2014 年，公司投资活动产生的现金流入 1.03 亿元，较 2013 年下降 89.40%，2013 年主要是由于处置金星矿业 60% 股权的款项到账以及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，因此当年投资活动现金流入规模大；2014 年，公司投资活动产生的现金流出为 37.86 亿元，同比大幅增长 251.76%，公司保持较高的投资规模，2014 年投资活动现金净流量为-36.83 亿元。筹资活动前产生的现金流量净额为-29.74 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。2014 年公司筹资活动产生的现金流入量上升至 207.62 亿元，同比增长 53.75%，其中取得借款收到的现金为 134.57 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 7.40 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 2013 年增长 48.23%，达到 186.70 亿元，其中偿还债务支付的现金 138.77 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 29.36 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。

2015 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 32.92 亿元和 2.11 亿元，现金收入比为 104.86%。同期公司投资活动现金流入量 1.20 亿元，流出量为 3.36 亿元，投资活动现金净流量表现为净流出，流出规模为 2.16 亿元。2015 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量为 73.25 亿元，流出量为 55.46 亿元，净流量为 17.79 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2014年底，公司资产总额427.96亿元，

其中流动资产占25.90%，非流动资产占74.10%。公司资产以非流动资产为主。

截至2014年底，公司流动资产110.83亿元，主要以货币资金（占40.38%）、应收账款（占8.33%）、预付款项（占17.48%）、其他应收款（占10.54%）和存货（占20.58%）为主。

截至2014年底，公司货币资金为44.76亿元，同比下降9.67%，其中最主要的是银行存款（占89.22%）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10.71%）。

截至2014年底，公司应收账款为9.24亿元，同比增长16.64%，按照账龄计提坏账准备的应收账款中1年以内的占比88.71%，1~2年的占比10.45%，2~3年的占比0.38%，3年以上的占比0.46%。总共计提坏账准备0.28元，计提比例为2.91%。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2014年底，公司预付款项为19.37亿元，同比增长2.57%，主要为材料款、设备款和工程款，从账龄上看，1年以内占比50.29%，1~2年的占比21.26%，2~3年的占比6.52%，3年以上的占比21.93%。

截至2014年底，公司其他应收款为11.68亿元，同比增长25.89%，按组合计提坏账准备的其他应收款占比95.78%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款4.08亿元，账龄1年以内的占63.02%，1~2年的占26.29%，2~3年的占7.45%，3年以上的占3.24%。总共计提坏账准备0.75亿元，计提比例6.02%；采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为7.83亿元，计提坏账比例为0.30%。总体看，公司其他应收款回收期较短，坏账风险较低。

截至2014年底，公司存货为22.81亿元，同比增长5.73%，主要由原材料、库存商品、在产品、开发成本和发出商品构成。2014年的库存较去年小幅度增长系原材料与产成品的小幅度增加。2014年公司计提存货跌价准备0.42亿元，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2014年底，公司非流动资产为317.13亿元主要由可供出售金融资产（占7.93%）、固定资产（占31.64%）和在建工程（占52.18%）构成。

截至2014年底，公司可供出售金融资产为25.14亿元，较2013年增长24.65亿元，主要是公司按照最新企业会计准则的要求，将对参股公司的投资额由“长期股权投资”科目调整至“可供出售金融资产”科目所致。

截至2014年底，公司固定资产增长2.11%，达到100.33亿元，主要源于房屋建筑物和生产设备的增加。

截至2014年底，公司在建工程增长34.11%，达到165.48亿元，主要是脱硫工程增加0.75亿元，20Kt/a精铝工程增加1.44亿元，电解槽内衬改造增加1.22亿元，技改工程增加3.25亿元，10万吨电解项目增加3.91亿元，化隆县黄丰水电站增加6.16亿元，民和县大河家水电站增加4.25亿元，电解铝二期增加8.18亿元，铝板带项目工程增加5.96亿元，化成箔工程增加3.55亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为447.80亿元，较2013年底增长4.64%，公司资产中流动资产占28.29%，非流动资产占71.71%，仍以非流动资产为主，资产构成上较2013年底变化不大。其中货币资金较2013年底增长39.55%，主要是银行存款增加所致。

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2014年底，公司所有者权益为91.13亿元，同比增长2.59%，公司所有者权益中股本占61.65%、资本公积占30.53%、盈余公积占1.02%、未分配利润占5.85%；其中归属于母公司所有者权益占71.49%，少数股东权益占28.51%。截至2014年底，公司实收资本为40.17亿元，较上年增长10.81%，主要是西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司注资3.92亿元所致。

截至2015年3月底，公司所有者权益为

90.36亿元，较2013年底减少0.85%。公司所有者权益基本保持稳定。截至2015年3月底，公司所有者权益中股本占62.40%、资本公积占30.90%、盈余公积占1.04%、未分配利润占4.55%；其中归属于母公司所有者权益占71.42%，少数股东权益占28.76%。

整体看，公司所有者权益的稳定性较好。

### 负债

截至2014年底，公司负债总额为336.83亿元，同比增长19.94%，其中流动负债占44.33%，非流动负债占55.67%。

截至2014年底，公司流动负债为149.31亿元，同比增长14.17%，主要由短期借款（占比52.27%）、应付票据（占比4.75%）、应付账款（占比18.71%）、其他应付款（占比11.70%）组成。

截至2014年底，公司短期借款为78.05亿元，同比增长8.35%，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7.09亿元，同比增长2.85%；公司应付账款为27.94亿元，同比增长11.73%；公司其他应付款17.48亿元，同比增长14.35%，主要是应付公积金、基本医疗保险、履约保证金等。

截至2014年底，公司非流动负债为187.52亿元，主要由长期借款（占比36.74%）、应付债券（占比41.85%）和长期应付款（占比19.79%）组成。

截至2014年底，公司长期借款为68.90亿元，2014年余额较2013年减少17.72亿元，减幅为20.46%，主要是贷款到期还款所致。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78.48亿元，主要包括公司2012年发行的10年期公司债6亿元、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、银行间企业债51.00亿元以及子公司青海金瑞矿业2012年公司债1.48亿元；公司长期应付款为37.12亿元，同比增长12.35%，主要为有息的应付融资租赁款。

截至 2015 年 3 月底,公司负债总额 357.44 亿元,较 2013 年底增长 6.12%,其中流动负债占 43.61%,非流动负债占 56.39%。

债务指标方面,截至 2014 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 78.71%、60.92%和 75.17%,均较 2013 年有所上升,公司债务负担加重。截至 2015 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 79.82%、63.07%和 76.60%,较 2014 年底上升 1.12、2.15 和 1.43 个百分点,公司债务负担持续加重。

有息债务方面,截至 2014 年底,公司全部债务为 275.86 亿元,同比增长 32.25%,其中短期债务占 48.49%,长期债务占 51.51%。截至 2015 年 3 月底,公司全部债务为 295.83 亿元,较 2014 年底增长 7.24%,其中短期债务占 47.83%,长期债务占 52.17%。公司短期债务为 141.48 亿元,较 2014 年底增长 5.77%;长期债务为 154.35 亿元,较 2014 年底增长 8.63%,其中应付债券增长 15.29%,达到 90.48 亿元,包括公司企业债 6 亿元、短期融资券 12 亿元、非公开定向债务融资工具 71 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,2014 年公司流动比率和速动比率有所下降,2014 年分别为 74.23%和 58.95%;2015 年 3 月底分别为 81.27%和 66.70%。2014 年,公司经营现金流动负债比为 4.75%,较上年下降 2.6 个百分点。整体看,公司流动负债中有息债务规模占比较高,公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看,2014 年公司 EBITDA 为 9.92 亿元,较上一年有所下降。EBITDA/利息保障倍数为 0.60 倍,较 2013 年略

有下降。同期公司全部债务/EBITDA 为 27.80 倍,较 2013 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。

2014 年 11 月公司发行短期融资券“14 青投 CP002”6 亿元,2015 年 3 月公司发行短期融资券“15 青投 CP001”6 亿元;截至 2014 年底,公司现金类资产(剔除受限部分后)为 42.48 亿元,为“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001”的 3.54 倍,截至 2015 年 3 月底,公司现金类资产(剔除受限部分后)为 54.55 亿元,为“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001”的 4.55 倍。2014 年公司经营性现金流入量 129.69 亿元,为“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001”的 10.81 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 2015 年 3 月底,公司对外担保 6.35 亿元,担保比率 7.03%,其中子公司青海桥头铝电有限公司对外担保 0.95 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;子公司青海国鑫铝业股份有限公司对外担保 0.2 亿元,担保对象为青海金溢铝型材加工有限公司;公司本部对外担保 5.2 亿元,担保对象为西宁农商公司(西宁城投)和西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司。

截至 2014 年底,西宁汇丰农业投资建设开发有限公司资产总额 19471.34 万元,负债总额 17628.89 万元,全年盈亏平衡;西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司总资产 267.38 亿元,总负债 168.6 亿元,净资产 98.78 亿元,全年实现营业收入 28.14 亿元,净利润 2.16 亿元。上述担保对象均为国有企业且经营情况正常。

此外,截至 2015 年 5 月 31 日,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 66.64 亿元(被担保企业

均为天诚担保的股东单位或开发区的企业，企业众多，担保较为分散，大部分为中小企业），公司代偿金额 3.42 亿元，有扩大趋势。考虑到目前宏观经济下行压力大，虽然所担保的企业有抵押物或者开发区给予保证承诺，但公司担保业务出现代偿，且代偿金额呈扩大趋势，后续存在代偿风险。

截至 2015 年 3 月底，公司获得综合授信 353.78 亿元，其中未使用额度 133.78 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 2015 年 6 月 1 日，公司有 2 笔未结清和 31 笔已结清的关注类贷款，已结清的 31 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。

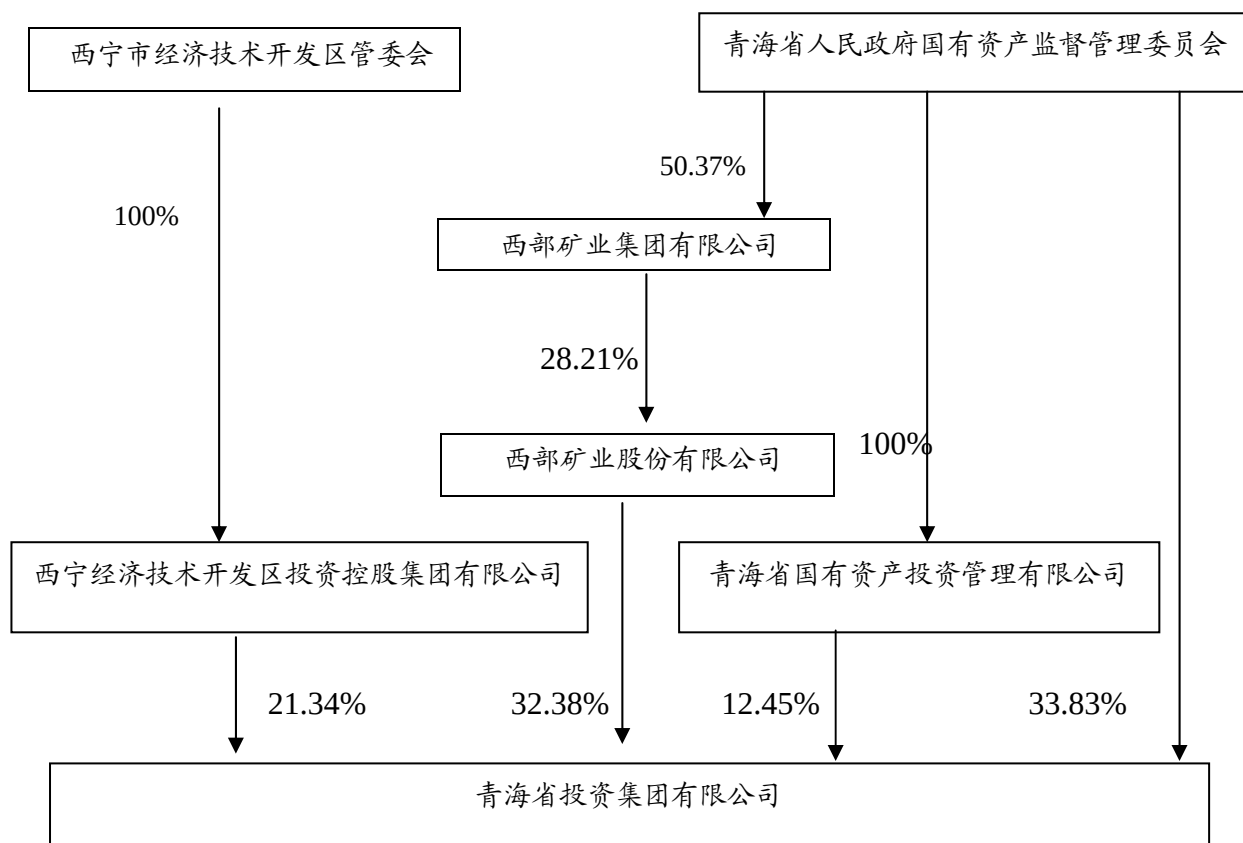
#### 6. 抗风险能力

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。

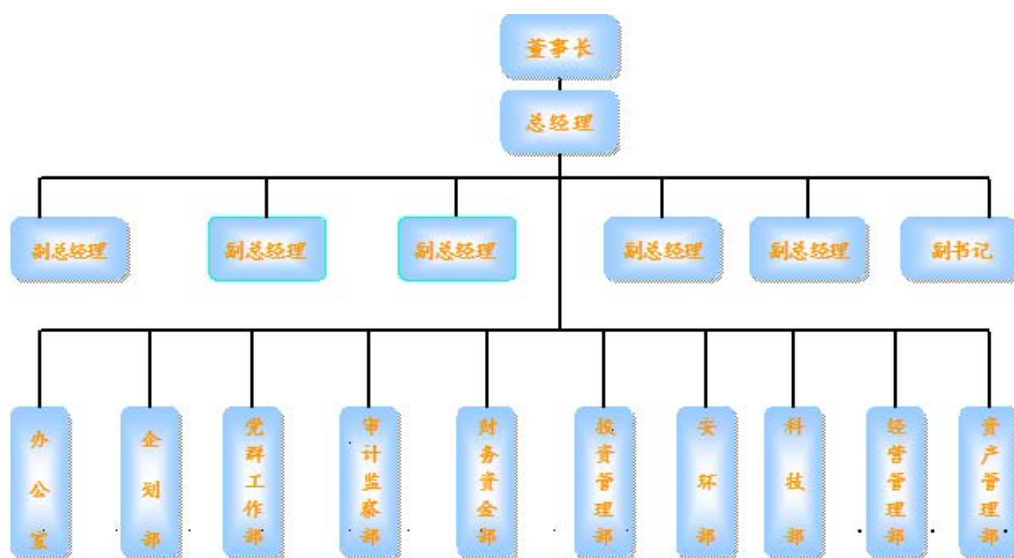
### 九、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，并维持“14 青投 CP002”和“15 青投 CP001” 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             | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 26.97  | 41.72  | 42.48  | 54.55      |
| 资产总额(亿元)       | 323.83 | 369.67 | 427.96 | 447.80     |
| 所有者权益(亿元)      | 88.96  | 88.83  | 91.13  | 90.36      |
| 短期债务(亿元)       | 79.79  | 83.56  | 133.77 | 141.48     |
| 长期债务(亿元)       | 101.68 | 125.02 | 142.09 | 154.35     |
| 全部债务(亿元)       | 181.46 | 208.58 | 275.86 | 295.83     |
| 营业收入(亿元)       | 80.38  | 107.59 | 128.95 | 24.00      |
| 利润总额(亿元)       | 1.52   | 1.41   | 1.17   | -0.86      |
| EBITDA(亿元)     | 10.80  | 9.78   | 9.92   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 8.99   | 9.62   | 7.09   | 2.11       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 6.59   | 9.69   | 11.85  | --         |
| 存货周转次数(次)      | 3.03   | 4.31   | 5.28   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.25   | 0.31   | 0.32   | --         |
| 现金收入比(%)       | 132.08 | 111.32 | 88.63  | 104.86     |
| 营业利润率(%)       | 11.85  | 10.00  | 8.66   | 4.58       |
| 总资本收益率(%)      | 2.21   | 1.22   | 1.06   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 1.53   | 1.03   | 1.01   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 53.34  | 58.46  | 60.92  | 63.07      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 67.10  | 70.13  | 75.17  | 76.60      |
| 资产负债率(%)       | 72.53  | 75.97  | 78.71  | 79.82      |
| 流动比率(%)        | 75.35  | 83.63  | 74.23  | 81.27      |
| 速动比率(%)        | 55.95  | 67.14  | 58.95  | 66.70      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 7.55   | 7.35   | 4.75   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.87   | 0.63   | 0.60   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 16.80  | 21.33  | 27.80  | --         |

注：1.2015 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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                 |