

信用等级公告

联合[2010] 468 号

联合资信评估有限公司通过对青海省投资集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

青海省投资集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年九月二十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.liaheatings.com.cn

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、青海省投资集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 9 月 25 日至 2011 年 9 月 24 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年九月二十五日



青海省投资集团有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2010年9月25日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年	10年6月
资产总额(亿元)	122.09	127.19	171.73	180.61
所有者权益(亿元)	30.15	27.44	30.43	31.72
长期债务(亿元)	46.69	41.56	61.92	72.82
全部债务(亿元)	71.82	79.80	122.84	127.20
营业收入(亿元)	59.73	55.00	47.53	23.14
利润总额(亿元)	7.03	2.09	3.27	1.59
EBITDA(亿元)	14.03	11.39	11.63	--
营业利润率(%)	20.99	14.81	20.46	22.65
净资产收益率(%)	19.00	5.34	7.70	--
资产负债率(%)	75.31	78.43	82.28	82.44
全部债务资本化比率(%)	70.44	74.42	80.15	80.04
流动比率(%)	98.64	52.16	67.57	74.93
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	7.00	10.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.44	1.93	1.76	--

注：公司从2008年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010年1-6月数据未经审计。

分析师

吕明远 王立婷

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，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等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在政府支持、产业布局、项目资源储备等方面具有的综合优势，以及主营铝业板块依托完善产业链所构筑的低成本的市场竞争力。同时，联合资信也关注到电解铝行业受宏观经济波动影响较大，以及公司债务负担重，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2~3年，公司有包括精铝加工、高精铝板带、宁北铝电、先锋矿井和黄丰水电站等多个在建项目建成投产，产业链将更趋完善，整体的收入水平和盈利状况也有望进一步提升，并有力支撑公司的信用基本面。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是青海省国资委下属的国有独资企业，主营的水电、铝电联营等业务符合国家及地方产业政策，能够获得良好的外部支持。
2. 公司形成了电解铝、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探等多元化的业务格局。
3. 公司煤-电-铝产业链完善，主营电解铝业务具备显著的成本优势和较强的市场竞争力。
4. 公司各板块均储备了丰富的在建、拟建项目，未来具有持续发展潜力。

关注

1. 公司主营的电解铝属明显的周期性行业，且存在产能过剩压力，近几年行业运行波动加大。

2. 公司负债水平高，债务负担重。
3. 未来几年公司资本支出规模大，对外融资需求压力较大。
4. 公司存货规模大，周转效率较低。
5. 公司短期债务规模大，存在一定短期支付压力。

一、主体概况

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, 按照青海省国有资产产权结构调整的安排和部署, 青海省国有资产监督管理委员会 (以下简称“青海省国资委”) 将公司作为引进外资增资扩股、整体改制的试点单位, 联合两家境外战略投资者对公司进行增资扩股。2006 年 5 月, 国家商务部『商资批〔2006〕1103 号』文件批准公司变更为中外合资企业, 注册资本变更为 34.00 亿元人民币, 其中青海省政府国有资产监督管理委员会以公司净资产作价 13.59 亿人民币出资, 占 40% 股份, 另外两家境外战略投资人分别以等值美元现汇出资人民币 10.205 亿元, 分别持股 30%。

由于公司所涉及的主要投资领域为能源、冶金等国家控制类行业, 经青海省政府慎重考虑, 决定不再由外资参股。2008 年 12 月 24 日, 公司根据青海省商务厅青商资字[2008]420 号转发国家商务部商资批[2008]1471 号《商务部关于原则同意青海省投资集团有限公司减资的批复》, 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, 并已于 2009 年 12 月 31 日前办理完工商变更登记。截至 2009 年底, 公司注册资本为 13.59 亿元, 青海省国资委持有公司 100% 股权, 为公司实际控制人。

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, 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) 销售, 房地产开发。目前投资领域主要涉及发电、有色金属冶炼、矿产资源开发等行业。

截至 2009 年底, 公司本部下设投资管理部、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、党群部等职能管理部门, 下辖 12 家控股子公司, 5 家参股公司。

截至 2009 年底, 公司合并资产总额为 171.73 亿元, 所有者权益合计为 30.43 亿元。2009 年, 公司实现营业收入 47.53 亿元, 利润总额 3.27 亿元。

截至 2010 年 6 月底, 公司合并资产总额为 180.61 亿元, 所有者权益合计为 31.72 亿元。2010 年 1~6 月, 公司实现营业收入 23.14 亿元, 利润总额 1.59 亿元。

公司注册地址: 西宁市城西区新宁路 36 号; 法定代表人: 苗晓雷。

二、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

电解铝行业需求以建筑、交通、电力和机械为主, 是典型的周期性行业

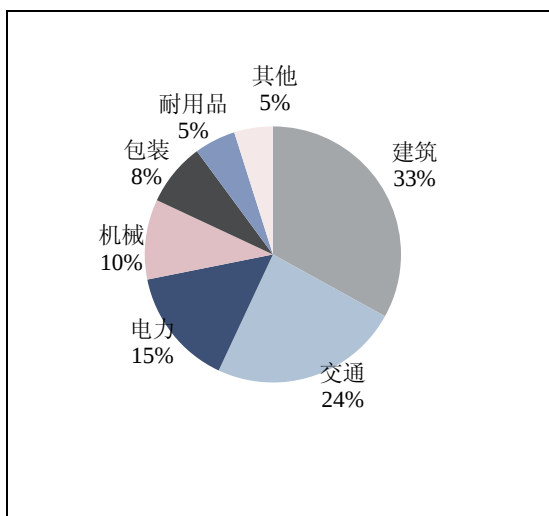
铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属, 用途非常广泛, 受宏观经济整体影响较大, 因此铝行业的发展取决于全球经济增长状况, 产品价格波动频繁, 受国家政策影响较大, 是典型的周期性行业。

铝因具有密度小, 导热性、导电性和抗蚀性等特点而被广泛应用, 其中纯铝被广泛应用于高压输电线、电缆、导热板等, 铝合金广泛应用于汽车、建筑、航空航天等领域, 铝的新兴应用领域主要在高铁、城市轨道、新能源及电子电器设备产品中。目前国内铝消费主要集中在与地产相关建材行业和汽车行业。

经过多年发展, 铝冶炼技术已经十分成熟, 原铝生产的技术壁垒很低, 目前全球范围内的原铝基本都是通过电解法生产, 因而原铝

俗称电解铝。

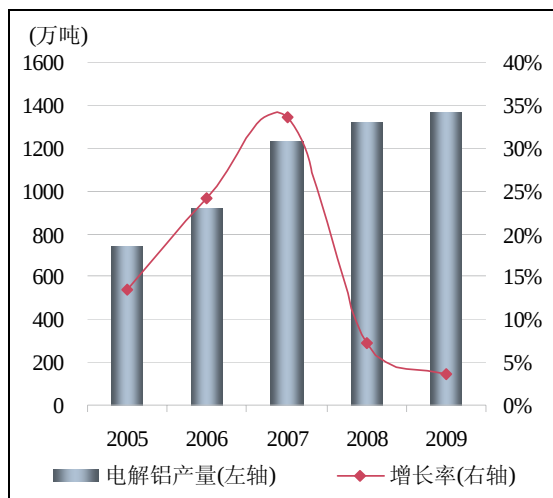
图1 铝的需求结构



资料来源：联合资信整理

行业扩张速度逐步放缓

图2 中国电解铝产量及增长



资料来源：Wind资讯

近几年，中国经济持续快速发展带动了铝的大量消费，目前中国已是世界原铝生产和消费第一大国。根据Wind资讯的统计数据，2001~2008年中国电解铝产量年均复合增长率达到20.45%；其中2006~2007年产量同比增速接近30%。但是2008年以来受宏观经济波动影响，中国电解铝产量增长速度明显下滑2008年中国电解铝产量1317.6万吨，较上年增长6.8%；2009年中国电解铝产量为1363万吨，同比增幅仅为3.60%，约占全球电解铝产量的

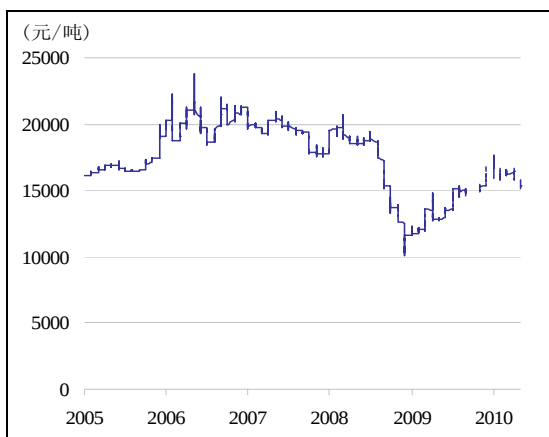
38%。2010年1-7月，国内电解铝产量954.60万吨，同比增长41.9%。

行业规模高速扩张后，产能过剩压力上升，金融危机加剧行业波动

2001年以来，中国电解铝行业进入高速发展期，冶炼产能迅速提升，截至2009年行业产能超过1700万吨，而2010年仍有部分产能投产，根据中国铝业相关人士预测，2010年行业产能规模将超过2000万吨。

行业连续多年的高增长带来生产能力的过剩，并导致电解铝价格回落。2006年5月在需求带动下国内电解铝价格达到历史最高的23740元/吨，从2007开始随着行业产能规模快速释放，电解铝期货价格小幅震荡下行，2008年下半年经济危机的发生加剧了电解铝行业的下滑趋势，下游需求的快速萎缩导致电解铝价格在短期内的下跌幅度接近40%，至12月跌至最低价格10130元/吨。为应对行业发展可能出现的减速，中国20余家主要电解铝生产企业2008年7月联合宣布减产5~10%；2008年10月中国铝业宣布减产72万吨电解铝产能，约占其总产能的18%，2008年11~12月中国电解铝行业出现了多年以来的首次负增长。产能过剩，价格暴跌，使得中国电解铝行业在2008年底经营压力大幅上升，部分企业出现经营亏损。2009年上半年受下游需求疲软影响，国内电解铝价格仍处于低位窄幅波动，从下半年开始在下游房地产、汽车等行业的带动下，行业产能利用率和产品价格水平均有明显回升。

图3 2005年-2010年5月国内电解铝期货价格走势



资料来源: Wind资讯

国内氧化铝供给存在一定缺口, 价格波动相对较小

在铝土矿-氧化铝-电解铝(金属铝)的产业链中, 铝土矿和氧化铝供求关系是左右电解铝市场价格的主导因素。一般来讲, 4~5吨铝土矿可以生产2吨氧化铝, 而2吨氧化铝可以生产1吨金属铝, 氧化铝占原铝生产成本的35%~40%。

近年来, 伴随电解铝产能规模的持续扩张, 国内氧化铝生产能力快速提升, 中国目前已成为全球最大的氧化铝生产国, 约占全球产能的28%左右, 2009年国内氧化铝产量为2379万吨, 同比增长4.4%, 比2000年大幅增长了4.5倍。目前, 全球范围内氧化铝市场存在一定产能过剩倾向, 但受国内铝土矿资源限制以及电解铝产能持续增长的影响, 国内氧化铝供应始终存在一定缺口, 2009年中国氧化铝进口量为514万吨。

作为电解铝的主要原材料, 氧化铝价走势与电解铝具有明显相关性, 但由于国内氧化铝产能不足, 国内市场氧化铝价格波动幅度相对较小, 在原铝价格回落时其波动幅度小于原铝价格波动。受金融危机影响, 2009年初国内氧化铝价格回落至2000元/吨, 但从年中开始随着国内电解铝产能利用率的不断提升, 国内氧化铝价格开始快速回升, 年末在2650元/吨左右; 2010年1月至5月, 氧化铝价格则上升幅度较

大, 但5月之后随下游需求变化有所反复, 截至2010年9月中旬约为2800元/吨。

电价是影响原铝生产成本重要因素

在目前的工艺水平下, 每吨原铝冶炼所消耗的电量约为14000Kwh左右, 以目前国内平均工业电价水平计算, 吨铝电力成本约为5000~7000元, 约占原铝生产成本的40%左右。近几年, 由于国内煤炭价格持续上涨, 电价水平多次上调, 电解铝企业成本压力也不断加大。

2009年初, 为应对宏观经济增速下滑, 改善电力行业和电解铝行业的运行状况, 国内开始推行电解铝直购电试点, 在当时对于提升发电设备利用效率和降低电解铝生产成本起到一定作用。但从2009年四季度开始, 由于下游用电需求快速回升, 以及部分地区水电出力不足, 国内出现阶段性和区域的用电紧张, 发电企业推行直购电意愿下降。进入2010年, 为全力完成“十一五”期间节能减排任务, 国家相关部委大力严查各地针对高耗能产业优惠电价, 使得部分电解铝生产企业成本明显增加。直购电试点政策效应的削弱和优惠电价的取消, 会在一定程度上推高行业的平均成本, 同时也会加快淘汰落后产能, 促进行业整合; 在此背景下, 未来在煤电铝产业链方面较完善企业的竞争优势将进一步凸显。

持续宏观调控政策促进铝行业健康发展

2005年起, 为了应对国内铝行业发展中存在的相关问题, 国家出台了一系列调控政策, 旨在保护国内铝土矿资源, 抑制电解铝出口, 对行业短期发展形成一定压力, 但从长远角度看, 有利于抑制地方中小企业的无序扩张, 促进大型冶炼企业建设。

2009年2月, 政府发布《有色金属产业调整和振兴规划》, 其中涉及电解铝行业的主要包括未来三年原则上不再核准新建、改扩建电解铝项目; 到2010年底, 淘汰落后小预焙槽电解铝产能80万吨; 推行15家电解铝企业直购电试点; 国家进行原铝收储等政策。并对未来行业能耗水平、行业集中度、产业链建设等方面

提出要求和指导目标。规划中还明确指出要严格控制资源、能源和环境容量不具备条件地区的有色金属产能；在能源丰富的中西部，特别是具有水电优势的地区，推进铝电联营方式；

在资源、能源和环境容量好的地区经核准建设的铝工业基地，要延伸产业链，发展高水平深加工，增强竞争力。相关政策的出台，对于引导行业平稳、有序发展具有重要积极意义。

表1 近期铝行业相关政策

时间	政策（内容）	影响
2006年7月5日	《关于防止高耗能行业重新盲目扩张的通知》	优化产业结构、提高市场集中度
2006年11月1日	经国务院批准，自8月1日起，将电解铝(税号：76011090)的进口关税由5%下调至0%；并对非铝合金制铝条、杆(税号：ex76041000)开征出口暂定关税，暂定税率为15%。	减少电解铝出口、增加氧化铝进口比例
2007年4月2日	《关于遏制铝冶炼投资反弹紧急通知》	对于电解铝、氧化铝行业产能进行调控
2007年7月19日	自2007年8月1日起，电解铝的进口关税由5%下调至0%；对非铝合金制铝条、杆开征出口暂定关税，暂定税率为15%	进一步减少铝材产品出口，限制资源类产品出口
2007年11月13日	《铝行业准入条件》	提高了铝行业的进入门槛，防止产能过剩和能源过度消耗。
2008年1月1日	2008年1月1日起我国进出口关税税率进一步调整，2008年1月1日起我国取消了氧化铝的进口关税，即从原来的3%降为0%。	企业进口成本降低，促进了氧化铝进口量的增加
2008年8月20日	海关总署公告2008年第56号（关于对部分商品出口关税税率进行调整）明确自2008年8月20日起，对一般贸易项下出口的铝合金开始征收15%的暂定关税。	进一步限制资源类产品出口
2008年11月17日	财政部最新公布出口退税调整范围，其中涉及铝行业的调整为税则号（7606112000-7606920000）的非合金铝制矩形板、片及带等产品出口退税率由11%上调至13%。	刺激涉税产品出口
2009年2月25日	《有色金属产业调整振兴规划》明确高档铝箔类、高档铝型材类、高档铝板带类的平均出口退税率由5%提高到13%，对能够以国内生产的产品顶替进口产品的深加工产品可提高到17%，以前没有给予出口退税的铝合金型材的出口退税率则提高到5%。	鼓励高附加值产品出口
2009年5月	《有色金属产业调整和振兴规划》中明确2011年国家将淘汰80万吨的小型预焙槽电解铝产能。	限制过剩及落后产能
2009年9月26日	《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发〔2009〕38号）中明确三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到12500千瓦时以下，吨铝外排氟化物量大幅减少，到2010年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能80万吨。	限制过剩及落后产能

资料来源：联合资信整理

2009年下半年以来，在地产、家电和汽车等行业带动下，国内原铝消费需求出现明显回升，原铝价格也呈现单边上涨态势，沪铝三月期货合约在年末最高上探至18000元/吨。进入2010年，国内原铝需求仍较旺盛，4月国内完成铝材产量178.5万吨，创出月度新高。但随着行业内闲置产能的复产以及年初欧洲主权债务危机对全球期货市场影响传导至国内，沪铝期货价格在1月末回落至16000元/吨，随后窄幅震荡。从5月份开始，在房地产调控政策，流动性收紧预期以及国际市场铝价回落等因素作用下，国内铝价再次下挫，至6月初回落至14000元/吨左右，此后随着库存水平的小幅回落，国内铝价稳步回升至15300元/吨左右，并开始窄幅震荡，至9月20日为15500元/吨。

尽管未来一段时期内，房地产行业不确定性会对宏观经济走势造成一定影响，但国内经济回升向好的趋势没有改变，经济复苏将会对原铝等金属消费形成有利支撑，但另一方面电解铝行业产能过剩压力依然存在，会对未来原铝价格持续上涨形成限制。预计年内，原铝价格走势将是需求主导的反复震荡。

长期看，国家采取的调控政策将在一定程度上限制行业内规模小、技术落后、环保措施不到位的企业的经营与发展，并促进行业的整合，有利于行业长期健康发展。同时铝金属作为用途广泛的基础原材料，未来随着国内宏观经济持续发展以及国内工业化和城市化进程不断加速，铝行业仍具有良好的长期发展前景。

2. 电力行业

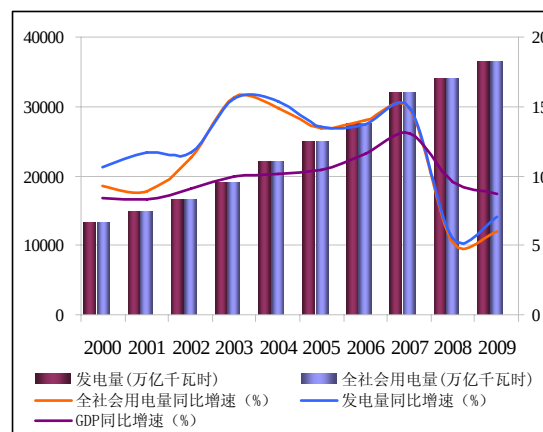
电力行业持续增长，火电是主要发电方式，电力供需整体上基本平衡

电力行业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业。2000~2007年，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，中国电力需求总量迅速上升。2003~2008年的六年间，全国发电装机容量从2002年底的3.59亿Kw迅速增长到2008年底的7.93亿Kw。2008年以来，大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电，缺电范围明显减少。

2008年在国内宏观经济减速的背景下，下游工业企业用电需求下滑，电力行业供给压力加大，用电量和发电量增速均出现较快下滑。根据中国电力企业联合会的统计，2008年全社会用电量和发电量同比增速分别为5.23%和5.18%，增速较上年均回落近10个百分点。

2009年，受宏观经济不景气到回暖的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年，全社会用电量增长为5.96%。中国发电装机容量达到8.74亿Kw，全口径发电量36639亿Kwh，用电量36430亿Kwh。2010年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据1~8月份，国内累计全社会用电量27949亿千瓦时，同比增长19.34%，但从4月份开始单月用电量同比增速呈现逐月回落态势，一方面是受上年基数效应影响，另外是由于4月份在国家出台地产调控政策后建材、冶金等行业用电需求受到一定抑制，以及近期部分地方政府为完成节能减排任务，对区域内用电量进行限制，但预计全年国内用电量增速仍将保持在9%以上。

图4 中国电力供求情况



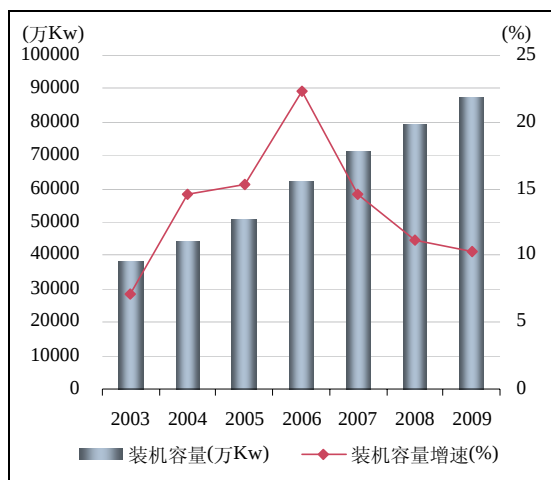
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

电力投资仍保持较快增长，电源投资侧重结构调整

近年来，在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2007年装机容量增长率为14.36%，较2006年下降近8个百分点，增速明显回落。2008和2009年，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较之前两年有明显回落，同时电源建设也更侧重结构调整，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电，2009年，中国电力建设投资完成额增加幅度较大，达到7558.4亿元，同比增长19.93%，增速提高8.92个百分点。核电、风电基本建设投资完成额同比分别增长74.91%和43.90%，火电基本建设投资完成额同比下降11.11%；电网投资完成3847.1亿元，同比增长32.89%，同比上升14.77个百分点。截至2009年末国内全口径装机容量合计8.74亿万千瓦，其中火电机组占74.60%，水电机组占22.51%，核电机组占1.04%，风电机组占1.84%。

2010年1~8月，全国电源新增生产能力（正式投产）4713万千瓦，其中水电950万千瓦，火电3291万千瓦，风电454万千瓦。

图5 中国电力装机容量情况



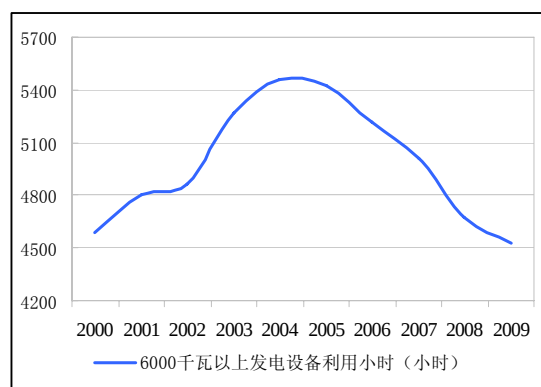
资料来源：中电新闻网、中电联电力工业统计快报

设备利用效率近年持续下降，至 2009 年末基本触底

2001年以来，在电力市场供不应求压力的推动下，国内发电设备利用小时数持续上升（见图6），并在2004年达到峰值水平，从2006年开始随着大量新建机组投产，行业内发电设备利用效率逐年下降，2008年在下游需求增速回落的作用下，国内发电设备平均利用小时数较上年减少了334个小时，同比跌幅超过6%，为近年最大跌幅。2009年上半年，国内发电设备平均利用小时数仍呈下滑态势，但降幅逐月收窄，从8月份开始，随用电需求的企稳回升，发电设备利用小时月度数据同比实现增长。进入四季度，在重工业用电需求快速回升的带动下，11、12月单月发电设备利用小时增速均保持在8%以上，其中火电利用小时回升明显，12月同比增幅超过20%。2009年全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4527小时，比去年同期降低121小时；其中水电设备平均利用小时为3264小时，受国内大范围干旱的影响比去年同期下降325小时；火电设备平均利用小时为4839小时，比去年同期降低46小时。进入2010年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1月份国内6000千瓦以上机组平均利用小时数实现5年来的首次正增长，

达到416小时，同比增加90小时；截至8月底全国发电设备平均利用小时为3163小时，同比增加210小时，其中受西南干旱影响，水电机组利用小时同比减少44小时，火电机组利用小时同比增加317小时。

图6 2000~2009年国内发电设备平均利用小时情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

总体看，经过近年高速发展，国内发电产能较为充足，行业内供需矛盾基本缓解，且从2008年开始受下游用电需求下滑的影响，国内电力市场供过于求的压力显著上升。2009年，在宏观经济复苏预期逐步强化的背景下，电力行业景气程度将有所回升。

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电行业发电量和装机容量快速增长

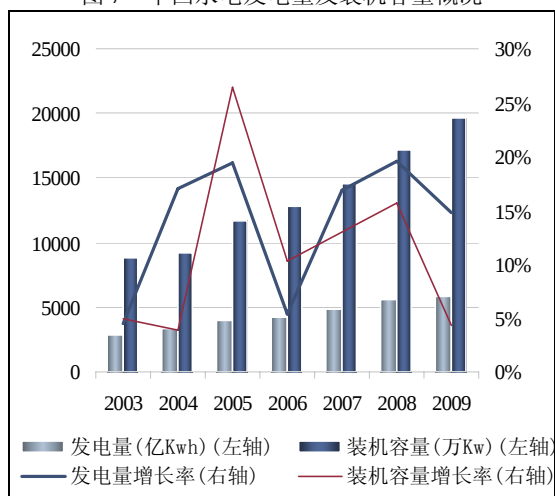
中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为6.67亿Kw，其中可开发的水能资源为3.78亿Kw。调查显示，发达国家水能资源开发利用率已超过60%，而中国目前水能资源开发利用率仅为24%，开发潜力很大。

近年来，随电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张时也开始逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续发展，水电由于其丰富资源蕴藏量，成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。2008年，三峡电站5台机组（350万Kw）、广西龙滩水电站一期4台机组（280万Kw）和云南景洪水电站一期3台机组（105万Kw）

等一批大中型水电机组集中投产,使得水电新增装机规模再创历史新高;2008年底,三峡电站26台机组总容量1820万Kw、广西龙滩水电站一期7台机组总容量420万Kw均已全部投产;四川锦屏二级、向家坝及云南小湾等水电站相继实现大江截流。2009年,青海拉西瓦水电站3台单机70万千瓦机组(210万千瓦)、云南小湾水电站3台单机70万千瓦(210万千瓦)、四川大渡河瀑布沟水电站2台机组(110万千瓦)、贵州构皮滩水电站3台(180万千瓦)和贵州乌江思林水电站3台机组(78.75万千瓦)等一批大中型水电机组的相继投产,以及河北、山西、河南、湖南、广东省合计355万千瓦抽水蓄能电站的建成,使得中国水电新增装机容量达到较高规模。

截至2009年底,中国水电机组装机容量达到1.97亿Kw,占全国总装机容量22.51%,同比增长14.01%。

图7 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源:中国电力企业联合会

从电力生产情况看,2009年水电发电量5875亿Kwh,同比增长4.3%。目前国内已投运的水电站主要分布在12个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地,主要包括黄河上游、南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。

相比于火电行业,国内水电企业在运营过程中体现出相对稳定的特点。一方面是由于在

现行的“节能调度”原则下,水电优先核电和火电调度发电,在用电需求下滑时,水电机组受到的影响相对较小。另外一方面是由于水电工程前期建设投入大,后期运营成本较低且相对稳定,尽管季节性的来水情况会对水电企业的运营产生一定影响,但相比电煤价格对火电行业的影响仍小很多。目前部分地区区域电网的不完善在一定程度上限制了水电产能充分利用,未来几年随着国家在电网建设方面的大力投入,水电企业的经营环境将得到进一步改善。

国家大力发展可再生能源,未来水电是国家发展再生能源的重点

2008年3月,国家发改委出台了《可再生能源“十一五”规划》,其中指出中国的水能、生物质能、风能和太阳能资源丰富,已具备大规模开发利用的条件。未来加快发展水电、生物质能、风电和太阳能,提高可再生能源在能源结构中的比重,是“十一五”时期中国可再生能源发展的首要任务。按照规划,2010年,全国可再生能源中,水电总装机容量达到1.9亿Kw,风电总装机容量达到1000万Kw,生物质发电总装机容量达到550万Kw,太阳能发电总容量达到30万Kw,可再生能源在能源消费中的比重将达到10%,全国可再生能源年利用量达到3亿吨标准煤,比2005年增长近1倍。

再生能源中,风电发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大,而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的贡献效益上,都具有较好竞争优势,因此,未来水电是国家发展再生能源的重点。

电网建设加快,水电和风电应用性能提高

2008年初,国家电网公司发布了《关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见》,其中提出加快建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强国家电网,全面推进“一特三大”战略。彻底解决电网建设滞后、网架结构薄弱问题,适应电力需求快速增长,实

现电网与经济社会全面协调发展。充分发挥电网的能源输送和网络市场功能，着力构建安全、可靠、清洁、可持续的能源供应体系。电网输变电能力的提高，能够提升国内电力的有效供给，进一步有利于水电、风电等新能源的发展，同时也会加剧行业竞争，使原区域电网内部的竞争扩张到更大的范围。

国家能源局近期将开展水电火电同价试点，水电销售价格未来有较大的上涨空间

2009年9月，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，近期将开展水电和火电同价试点，提高相对偏低的水电价格。目前，中国大部分水电上网收购价格远低于火电，如果按照同质同价的原则，水电和火电价格应当完全一致，这样必然会提高水电收购价格。尽管该工作目前仍处于试点阶段，但水电企业有望获得良好的发展政策。

移民补偿标准提高，水资源费征收标准提高，水电建设和运营成本有所增加

2006年8月，国务院颁布《大中型水利水电建设征地补偿和移民安置条例》（简称“移民条例”）。本次移民政策调整，提高了补偿补助标准并扩大了补偿范围。移民补偿标准的大幅提高，使得水电项目投资中征地移民支出大幅增加，项目总投资成本也相应提高。此外，由于移民工作受诸多因素影响，可能对水电工程施工进度带来一定影响。

为加强水资源管理和保护，促进水资源节约与合理开发利用，国务院出台了《取水许可和水资源费征收管理条例》并于2006年4月开始实施。根据该条例，从事水力发电的企业需要交纳水资源费，其中，除中央直属和跨省水利工程水资源费征收标准由中央制定外，其他水资源费征收标准由取水口所在地省级人民政府制定。目前跨省河流取水的水资源费征收标准尚未出台，但根据国家构建资源节约型社会的战略方向，未来水资源费有上升的趋势。目前来看，短期内不会对水电企业成本带来重大影响，未来影响程度取决于收费标准的

确定和政策的实际推进程度。

总体看，目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再生能源的背景下，水电行业具有良好的发展前景。

三、基础素质分析

1. 企业竞争力

公司是青海省国资委全资持有的大型国有企业集团，是青海省政府“十一五”重点扶植发展企业，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，且煤、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。同时，公司在各板块均储备了丰富的在建、拟建项目，未来具有较大的成长空间和良好的发展前景。

铝业板块方面，公司目前具有年产30万吨电解铝，年产12万吨阳极炭素，年产20万吨粗铝加工能力（已达产10万吨），下属的电解铝生产企业配套有5×12.5万千瓦火电机组自备电源。此外，公司另有在建的年产2万吨高精铝，年产20万吨高精铝板带，和年产1.2万吨电子铝箔及2400万m²化成箔项目，其中高精铝和高精铝板带项目分别有望在2010年和2011年投产。

电力产业方面，公司是青海省属的最主要的水电投资主体，目前已获得水电资源6处，规划装机容量171万千瓦，在运行的水电装机容量为28.4万千瓦，年发电量约为9亿千瓦时。目前在建的22.5万千瓦的黄丰水电站，14.2万千瓦的大河家水电预计分别于2011年和2013年投产。火电方面，公司5×12.5万千瓦机组曾为当地最大火电机组，近年随公司电解铝业务发展逐步转为自备电源；公司全资下属的青海宁北铝电2×13.5万千瓦火电机组目前已完成投资70%，预计在2010年内投产。另

外，公司持有青海华电大通发电有限公司 45% 股权，该公司目前拥有在运行的 2×30 万千瓦火电机组。

煤炭业务板块方面，公司目前在青海省内拥有 3 个矿区，目前具有年产 150 万吨原煤产能，在建的柴达尔矿先锋井 45 万吨/年项目将于 2011 年投产。另外公司拥有的鱼卡矿区资源储量大，煤质优良，目前已探明储量 6.9 亿吨（尚有部分未探明储量），具有良好发展前景。

资源风险勘探方面，公司全资下属的青海金星矿业有限公司主营矿产资源风险勘查开发及矿业权市场化运作，是目前青海省主要的资源勘探主体之一。目前，公司在青海省内拥有 40.5 幅勘探图（即勘探区域），每幅图为 34 平方公里的勘探面积，勘查总面积达 1377 平方公里，目前其已取得探矿证项目 6 个，拥有了固体矿产、盐湖矿产、地下水资源等多种资源储备。

总体看，目前公司形成了电解铝-加工，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，并通过煤-电-铝联营方式使支柱原铝生产业务具有了较强的市场竞争力；同时资源风险勘探使公司具有了丰富的资源储备，为公司的持续发展提供了有力支持。

2. 人员素质

公司本部现有高级管理人员 6 人，均具有大学本科及以上学历。

公司董事长苗晓雷先生，1952 年生、研究生学历、高级经济师，历任西宁市房产局任办公室主任；青海省建设办公室主任；青海省体改委处长、副主任以及公司总经理等职务。2001 年 8 月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理，洪伟先生，1959 年生，研究生学历，高级经济师。历任青海桥头发电厂运行部主任、副厂长；青海桥头铝电股份公司总经理、党委书记、董事长；青海省西海煤炭开发有限公司董事长；2005 年 11 月起任公司党

委委员、董事、总经理，目前兼任青海桥头铝电股份公司董事长。

截至 2009 年底，公司现有正式职工总数为 6692 人；从学历来看，初中学历占 18.53%，高中及中专占 46.11%，大专及以上学历占 35.36%。

总体看，公司高管素质较高，行业从业经验丰富，员工素质能够满足公司发展需要。

3. 外部环境

区域环境

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。根据《青海省“十五”及 2015 年电力行业建设规划和政策建议》要求，2020 年前，青海省计划基本开发完成黄河上游龙羊峡以下河段的 13 座大中型水电站的开发与建设，使青海省成为国家“西电东送”的重要电源基地之一。

青海省水能资源丰富，拥有龙羊峡、李家峡等一批国家级大型水电站，但受地区经济发展程度限制，区域内用电需求不足，电量大量富余，为发展电解铝等高电耗产业提供了有效的能源保障。根据国家相关产业政策，将重点扶持有电力资源优势的大型铝企业，鼓励铝电

联营，工信部 2009 年 5 月 31 日《关于进一步促进青海省工业和信息化发展的意见》中明确支持青海省“铝电联营”项目。而同时，青海省也将铝工业定位为本省可持续发展的重点支柱产业，并对相关企业在政策、资金等方面给予了大力支持。

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。

政府支持

公司是青海省国资委全资下属的大型国有企业。目前属于青海国资委监管范围内的企业有 16 家，其中包括公司、西部矿业集团有限公司、青海盐湖工业集团股份有限公司以及西宁特殊钢集团有限公司在内的四家大型企业集团合计的资产和收入占比均在 90% 以上，在上述四家其中，除公司以外，青海省国资委对其他三家的持股比例均在 50% 左右。

目前，公司是青海省属的最主要的水电开发主体和风险资源勘探主体，近几年相关业务发展在项目资源获取、资金扶持和政策优惠等方面均获得了政府的大力支持。另外，目前公司 8 家下属企业根据西部大开发相关政策，享受企业所得税的减免优惠。

总体看，公司在发展中能够获得政府的有力支持。

四、管理体制

1. 法人治理

公司是国有独资公司，青海省国资委是公司唯一的投资主体，公司不设股东会。公司建立了董事会、监事会，在《公司章程》中明确了董事会、监事会以及经营管理机构各自的权责，形成相互间的监督、相互约束、自我规范的经营机制。

按照公司章程，董事会是公司最高的决策机构，董事会由 7 名董事组成，由青海省国资委确认其董事资格，并委派。董事会设董事长

一名，依据法定程序产生。公司设立监事会，监事会由 5 人组成，其中应有职工代表两人，由公司职工民主选举产生，其他监事会成员由国资委委派，监事会设主席一人，由国资委任免。公司设总经理一人，主持公司的生产经营管理工作，在公司执行性事务中实行总经理负责制。总理由董事会提名，经公司党委考察提出意见，并经省国资为同意方可任免。

在企业内部母子公司管理方面，公司通过委派董事、监事、财务总监等方式，对各子公司行使出资人的投资收益、重大决策和选择经营管理者等权利，并通过建立产权代表报告制度，确定相关企业的产权代表报告人和报告事项，对全资、控股和参股子公司实施管理，建立了较为规范的公司治理结构。

总体看，公司治理结构完善，在日常经营过程中运行良好。

2. 内部管理

公司根据国家有关规定，制定了内部控制及风险管理制度、标准，涵盖公司的投资、经营、管理及财务方面内容，有力保证本公司各项经营活动的正常有序运行。

在对外投资管理方面，公司制定了详细的投资管理制度，包括投资原则、投资控制制度、投资管理组织形式、投资决策程序、投资项目和企业的检查汇报制度等。

为了加强整个公司的资金管理、充分利用闲置资金、合理确定筹资规模、降低资金管理风险，公司于 2002 年成立了“青海省投资集团有限公司资金管理中心”，并制定了相应的资金结算管理办法、贷款资金管理办法、物资采购管理办法等；资金管理中心的成立极大的促进了公司对于整个集团内部资金的集中统一管理，大大加强了对各所属公司资金监控、调整力度。

人力资源方面，公司建立了完善的绩效考核体系，员工的选拔、聘用、考核奖惩、提升和任免按照公司制定相关程序和岗位要求进

行，择优录取，考核聘用；日常管理中实行动态考核，进行提升和任免。员工培训方面，公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期的培训，提高员工的综合素质。

总体看，公司内部管理制度健全，整体管理水平较高。

五、生产经营

1. 经营概况

公司经营业务主要涉及电解铝、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，现阶段公司营业收入主要来自电解铝及加工业务，近三年铝业板块收入占比始终保持在70%以上（见表2）。

近三年，公司收入规模出现波动，主要是受铝业板块收入水平变化的影响。2008年收入规模同比下滑的原因主要是由于当年受产能过剩、金融危机冲击影响，公司电解铝产品销量下滑，价格水平回落。2009年，公司电解铝产品平均售价较上年进一步回落，同时公司淘

汰一条技术水平落后的，年产5万吨电解铝生产线，产销规模进一步减少，2009年全年公司实现营业收入47.53亿元，同比减少13.57%（审计报告口径数据）。2009年公司其他业务收入规模大幅增加，主要来自房地产业务，目前公司房地产业务主要为解决公司员工住房问题，仅向公司内部员工出售，该业务不具有持续性。2010年1~6月，板块实现收入20.55亿元，为上年全年的56.66%，同期公司合并口径实现营业收入23.14亿元，为上年全年的48.68%，主要是受其他业务收入规模回落影响（其他业务中房地产业务主要面对公司内部销售，业务不具有持续性，2010年基本为产生收入）。

公司煤炭业务和水电开发业务毛利率较高且稳定，但由于收入占比低，对公司利润贡献有限。由于收入占比高，目前电解铝及加工业务是公司主要的利润来源，近几年由于金融危机对行业整体走势造成不利影响，公司铝业板块毛利率也出现明显波动，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。2009年公司合并口径营业利润率20.46%。2010年以来，随着主营电解铝业务运行状况的改善，公司整体营业利润率提升至22.65%。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

	2007年		2008年		2009年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电力	0.99	71.72	2.13	48.83	2.03	51.72
煤炭	1.26	44.03	2.07	47.90	3.01	40.14
铝业	59.52	20.30	51.81	12.31	36.27	17.28
其他	0.56	54.47	0.85	89.24	8.48	22.23
合计	62.33	21.90	56.86	16.12	49.80	20.91

资料来源：公司提供

注：由于未进行关联方抵消，表中合计收入数与审计报告有所差异。

铝业板块

铝业板块是公司近几年主要的收入和利润来源，该板块主要经营实体是公司持股97.15%的青海桥头铝电有限公司，目前拥有年产30万吨电解铝，年产12万吨阳极炭素，年产10万吨铝材加工能力（另有10万吨铝加工能力年内达产），并配套有5×12.5万千瓦火电机组自备

电源。目前公司铝业板块最终产品主要以原铝直接销售为主，并有少量粗铝加工产品。

公司原有电解铝产能35万吨，2007和2008年，公司产能保持了较高利用率，电解铝产量均为34万吨。2009年，公司淘汰了一条能耗水平较高，年产5万吨电解铝生产线，全年共完成电解铝产量27万吨，受上半年行业景气度

低迷影响，产能利用率有所回落（见表 3）。公司目前在运行的年产 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，中短期内受行业调控政策或环保政策关停风险小。作为

铝加工产业链延伸的一个环节，公司配套建设了年产 20 万吨的粗铝加工能力，该项目主体工程均已完工，但由于下游配套的精铝加工和高精铝板带生产线尚未投产，粗铝加工生产线一直未能达产，近几年的产能里利用率也保持在较低水平。

表 3 公司铝业板块近年产销情况

产品		2007年	2008年	2009年	2010年1~6月
电解铝	产能（万吨）	35	35	30	30.00
	产量（万吨）	34	34	27	15
	销量（万吨）	33.56	30.16	26.97	12.86
	平均价格（元/吨，含税）	19174.18	17145.39	13891.15	15693.38
铝合金 （粗铝加工产品）	产能（万吨）	5	5	5	5
	产量（万吨）	3.3	2.4	2.5	2.4
	销量（万吨）		3.3	0.8	1.7
	平均价格（含税）		16876.49	14684.68	16900.61

资料来源：公司提供

公司电解铝生产所消耗的原料和能源主要包括氧化铝、炭素阳极和电能。氧化铝占公司电解铝生产成本 40%左右，近几年受市场走势影响，公司氧化铝采购成本出现较大波动（见表 4）；公司目前每月氧化铝采购量约为 6-7 万吨，2009 年公司电解铝产量下滑，但氧化铝采购量增加，一方面是公司在低价时进行了部分原材料储备，另一方面是公司进行了少量的氧化铝贸易业务（见表 4）；2010 年以来公司氧化铝采购价出现明显回升。公司氧化铝主要从澳洲进口，在国内沿海港口登陆，再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，采购价格为同期 LME（伦敦期货市场）原铝价格的 17%左右。由于国内铝价与 LME 具有极高的关联度，现采用的氧化铝定价方式能在一定程度上规避产品和原料价格波动的风险，但氧化铝价格短期的大幅波动仍会给公司带来一定经营风险。

表 4 公司氧化铝采购情况

指标	2007年	2008年	2009年	10年1-6月
平均采购价格（元/吨）	3405	2980	1865	2656
采购量（万吨）	69.79	53.62	69.62	24.25

资料来源：公司提供

阳极炭素在电解铝生产成本中约占 12%，公司现有年产 12 万吨阳极炭素的生产能力，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。

电力成本在电解铝生产成本中一般占比为 35%~40%，由于公司电价水平低，近年电力生产占比约为 30%左右。公司生产所消耗电能 15%来自外购，85%由公司自备电源提供，目前主要的自备电源为桥头铝电下属的 5×12.5 万千瓦火电机组，每年发电能力约为 45 亿千瓦时，其中 1、2 号机组所发电量直接供应电解铝生产线；3、4、5 号机组受接入条件限制，需通过地方电网接驳公司生产线，需向电网公司缴纳 0.07 元/千瓦时的过网费。受运输条件限制，青海地区煤炭市场具有一定能够封闭性，区域内煤炭价格水平低，且每年公司多数的电

煤消耗由下属子公司青海省西海煤炭开发有限责任公司供应，整体电煤采购成本处于较低水平，2009年平均采购成本为229.7元/吨。煤电铝联营的模式，使公司电力生产成本明显低于行业平均水平，在2009年的煤价水平下为0.295元/Kwh，以吨铝平均耗电14000Kwh估算，公司吨铝电力生产成本较河南、山西等地的原铝生产企业低1000元以上（见表5）。2009年11月国内销售电价的上调以及近期优惠电价的取消，进一步推高了部分非自供电企业的生产成本，而公司自备电源供电成本则不受影响。青海地区由于其独特的地理位置和交通运行条件限制，区域内煤炭价格波动较小，这也使得公司相比华北及中原地区自供电原铝生产企业具有相对稳定的发电成本。

表5 2009年国内部分电解铝企业电价水平（元/Kwh）

企业名称	平均电价	企业名称	平均电价
中国铝业下属企业		其他地方企业	
抚顺公司	0.47	青海桥头铝电（青海）	0.295
河南分公司	0.50	青铜峡铝业（宁夏）	0.38
贵州分公司	0.60	启明星铝业（四川）	0.385
山西分公司	0.46	广元启明星铝业（四川）	0.33
甘肃公司	0.38	天泰铝业（重庆）	0.38
青海分公司	0.305	隆林铝厂（广西）	0.34

资料来源：中国铝业集团公司贵阳铝镁设计院

公司原铝产品销售市场主要集中在长三角地区，主要客户包括上海高和有色金属发展有限公司，中国五矿铝业有限公司等。公司所生产的“桥头铝”牌铝锭因其超国家标准的纯度受到客户的青睐，在市场中积累了良好的口碑。公司远离原料供给和产品销售市场，运输主要通过铁路运力解决，单位产品运输费用高，但得益于煤电铝联营产生的成本优势，公司产品售价在终端市场仍均有较强的竞争力，这也是2009年行业大面积亏损的背景下，公司电解铝业务仍实现一定盈利的主要原因。

电解铝及加工是公司目前的主要业务，也是公司未来重点发展领域之一。目前，公司有

在建的年产2万吨高精铝，年产20万吨高精铝板带和年产1.2万吨电子铝箔及2400万m²化成箔项目，其中2万吨高精铝项目已完成总投资的70%以上，20万吨高精铝板带项目已完成总投资的50%，分别有望在2010年和2011年投产，而届时公司年产20万吨粗铝加工能力也将完全达产，能够为相关下游项目提供有力配套支持。公司目前已投运的水电项目无法对铝业板块实现直供电，未来公司将依托新投产的水电，进一步发展铝电联营的规模，规划建设15万吨铝基合金大板锭项目和25万吨炭素阳极项目。

总体看，煤电铝联营模式使公司电解铝业务具备了较强的成本优势，未来高附加值的精铝加工等项目的投产，将使公司产业链更趋完善，铝业板块整体的竞争实力和盈利水平都将得到进一步提升。

电力生产板块

由于公司目前已投产电源机组中，自备电源占多数，因此电力板块收入占比较低，但由于在建水电项目较多，电力业务相关资产在公司总资产中占比在35%以上。

目前，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。现阶段青海省对小火电机组的关停力度相对较缓，且公司在运行机组已全部完成了脱硫改造，短期内受政策影响关停风险较小。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，截至2010年6月底已完成总投资的65%以上，有望在2010年内投产，将为公司即将投产的精铝加工等业务供电，剩余电量将上网销售。另外，公司还与华电集团共同投资建设了青海华电大通2×30万千瓦火电项目，该项目两台机组均于2006年投产发电，公司持有合资公司45%股权。

水电业务是公司主要的投资、发展领域之一，水电业务主要由公司持股72.87%的青海三江水电开发股份有限公司（以下简称“三江水电”）

电”）经营。三江水电作为青海省境内水电开发建设的业主，经省政府授权，按照“梯级开发、滚动发展”的原则，对黄河上游青海段尼那、康扬、黄丰、大河家、山坪、尔多、门堂共多座水电站分期开展开发建设工作，规划总装机容量 181.1 万 kW，全部建成后年发电量将达 68 亿千瓦时。

装机容量为 16 万千瓦的尼纳水电站是公司投资的第一个水电项目，由 2004 年全部建成并网发电，后期为了缓解其他水电项目建设的资金压力，遵循滚动发展原则，公司于 2007 年将尼纳水电站转让给北京联合能源集团有限公司，实现较好的转让收益。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。康扬水电站 2003 年 7 月正式开工建设，2005 年 10 月主河床截流，2007 年 5 月通过初期蓄水验收，首台机组并网发电，最后一台机组于 2009 年 9 月底并网发电。2009 年实现售电收入 2 亿元，净利润 1911 万元。从表 6 可以看出，2008 年以来康扬电站整体运行情况稳定，发电设备利用小时逐步提高。康扬电站目前整体的电价水平偏低，但由于水文、地质条件优越，电站建设成本较低，目前整体毛利空间仍较高，2007~2009 年平均毛利率保持在 50%以上。

表 6 公司下属康扬水电站近年运行情况

指标	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-6 月
水电装机容量（万千瓦时）	20.38	24.45	28.25	28.35
发电量（亿千瓦时）	2.746	8.3957	9.0155	4.690
上网电量（亿千瓦时）	2.6955	8.2811	8.8707	4.6100
平均上网电价（元/千瓦时）	0.2016	0.219	0.210	0.230
设备平均利用小时（时）	944.96	2903.11	3109.81	1645

资料来源：公司提供

公司现有在建的水电项目包括黄丰水电站和大河家水电站。黄丰水电站装机容量为 22.5 万千瓦，概算总投资 18.7 亿元，大坝主体已经完工，预计 2011 年 10 月完工投产；大河家水电站 14.2 万千瓦，概算总投资 13.85 亿元，预

计在 2013 年完工。公司储备的山坪水电站 16 万千瓦、尔多水电站 60 万千瓦和门堂水电站 30 万千瓦项目计划在未来三年内开工建设。

总体看，公司火电项目为铝业板块的电力供给提供了有力支持；水电业务尚处于建设发展阶段，未来依托在建、拟建水电储备项目，公司水电业务具有较大的发展空间，同时也会提升对铝业板块电能供给保障。

煤炭板块

公司煤炭业务在青海省内拥有三处井田，包括柴达尔矿，海达尔矿和鱼卡矿区。其中，柴达尔矿和海达尔矿由下属控股企业青海省西海煤炭开发有限责任公司（以下“西海煤炭”）负责运营。西海煤炭原为公司直接持有的全资子公司，2009 年公司以持有的西海煤炭 100% 股权作为对价，认购了青海金瑞矿业发展股份有限公司股权（ST 金瑞，SH6000714），交易完成后西海煤炭成为 ST 金瑞全资子公司，公司持有 ST 金瑞股份由原来 27.78% 变化为 60.13%。公司进行此次交易的主要是为保留下属唯一的上市公司平台，并完善 ST 金瑞股权结构，将其打造成公司未来煤炭和矿产开发的主要载体。

公司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，煤质主要为动力煤和焦煤。受运输条件限制，青海省煤炭市场供给具有明显封闭性，公司煤炭全部在青海省内销售，且近年平均每年约 60% 左右的煤炭销售给桥头铝电作为电解铝生产的发电用煤。西海煤炭注入上市公司后，对桥头铝电的煤炭销售价格以西海煤炭像非关联方的煤炭销售量、销售价以及桥头铝电想非关联方的采购量、采购价为依据，折算成同等热值原煤价格后进行总体加权平均计算。资产注入后西海煤炭对桥头铝电煤炭销售价格有小幅上升，但对桥头铝电发电成本影响不大。由于当地地质条件相对简单，煤层埋藏浅，公司原煤开采成本较低，近年煤炭开采业务的平均毛利率保持在 50% 左右。西海煤炭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 2011 年投产。

表7 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	7364	90
柴达尔煤矿先锋井		45
鱼卡煤电公司一号井	6.9 亿吨 (尚有部分未探明储量)	400
鱼卡煤电公司二号井		180
鱼卡煤电公司三号井		120

资料来源：公司提供

公司全资子公司青海鱼卡煤电有限公司（以下简称“鱼卡煤电”）持有的鱼卡矿区目前拥有已探明储量 6.9 亿吨的煤炭资源（已动力煤为主），目前公司已缴清鱼卡煤田尔秀西段煤炭勘探矿权价款，鱼卡一号井采矿权证目前已上报至国家能源局。鱼卡矿区总体规划三个矿井，其中一期工程建设的 1、2 号矿井产能规模分别为 400 万吨和 180 万吨，总投资约为 21.06 亿元，公司计划在 2010 年取得采矿权证后开工建设，预计在 2014 年投产。

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，规划的大规模矿井建设周期较长，短期内煤炭板块对公司收入和利润贡献仍有限，但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。

近年来，金星矿业立足青海优势资源，先后在固体矿产、盐湖矿产、地下水资源等领域进行风险勘查，投资了青海省西州大风山锑矿（取得采矿权）、海西州西台吉乃尔湖锂矿（取

得采矿权）、冷湖镇大盐滩钾矿（取得采矿权）、曲麻莱县大场金矿（取得探矿权）、格尔木市驼路沟钴矿（取得探矿权）、兴海县索拉沟银矿（取得探矿权）、茫崖地区地下水（取得取水许可证）、那陵郭勒西地下水（取得取水许可证）、大柴旦行委鱼卡地区地下水（取得探矿权）、大柴旦行委鱼卡煤田东部煤炭（取得探矿权）等勘查项目，其中公司西台吉乃尔湖锂矿项目于 2006 年以 1 亿元转让给中信国安。

截止 2009 年底，公司已获得探矿证的六个矿勘项目中，预计可提交资源量：银 49872 公斤、铅 8599 吨、锌 8100 吨、全铁 2000 万吨以上。近几年，受资金限制，金星矿业勘探仍以大范围的普勘为主，未来随着详勘和精勘范围的不断扩大，可提交资源储量仍具有较大增长空间。未来几年公司将进一步加大勘探力度，力争在未来在 3~4 年内完成勘查任务，并通过多种方式加快勘查成果的转换的速度。

金星矿业注册资本 1.12 亿元，截止 2009 年 12 月底，资产总额为 3.23 亿元，负债总额为 2.09 亿元，净资产 1.14 亿元，2009 年实现营业收入 0.54 亿元，净利润 0.12 亿元，收入主要来自自主勘探取得的水源供水业务。

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

2007~2009 年，公司其他业务收入规模波动较大，分别为 0.56 亿元、0.86 亿元和 8.48 亿元，2009 年大幅增加主要来自房地产业务和下属融资租赁公司业务收入。公司目前的房地产业务仅面向公司内部职工，不对社会公开销售，该业务持续性较差，对公司未来收入和利润影响较小。2009 年公司融资租赁业务收入大幅增长主要是由于当年部分客户租赁合约到期，一次性付款购入原租赁设备。

总体看，2009 年其他业务收入大幅增加主要是受部分非持续性业务影响，该板块对公司未来收入和利润影响不大。

2. 经营效率

2007~2009年，公司收入规模有所下滑，但得益于应收账款规模的大幅下降，公司销售债权周转率显著提升，2009年为18.55次，销售债权周转效率较高。2007~2009年，公司存货周转次数逐年下滑，分别为5.90次、4.82次和2.52次，2008年主要是受下半年产品销售不畅，存货水平增加影响；2009年是由于公司在低价时期，进行了大量的原料储备，导致存货水平上升。近几年，受资产总额中在建项目占比大的影响，公司总资产周转次数处于较低水平，2009年为0.32次。总体看，公司经营效率一般。

3. 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。同时要以资本运营为重点，在大力培育核心资产和优势资产的前提下，充分利用资本运营的各种有效手段，使优势资产尽快与资本市场和产权市场实现对接，促使优势资产在流动中实现增值。

在具体执行层面上，以现有运行项目为基础，进一步构筑煤-电-铝-铝加工、水电资源开

发-铝基合金-铝加工、矿产资源风险勘探-开采-深加工三大产业链架构。

在煤-电-铝-铝加工产业链方面，以桥头铝电现已形成的铝电联营优势资产为依托，加快建设20万吨粗铝加工、2万吨精铝加工、20万吨高精铝板带、1.2万吨电子铝箔等下游配套产业，实现产业链的进一步延伸，改善产品结构，提供产品附加值，增强板块的盈利能力。同时，加快鱼卡煤矿资源开发，并配套建设2×33万千瓦的坑口电站，保障上游煤、电供给。其中，20万吨粗铝加工、2万吨精铝加工、20万吨高精铝板带已完成大量投资，均有望在2011年内投产，届时公司铝业板块的产品结构和整体盈利水平有望得到进一步提升。

未来公司将依托新建的水电项目，打造水电资源开发-铝基合金-铝加工产业链，将水电资源开发与铝基合金产品紧密结合起来，实现资源的就地转化和价值最大化。未来公司会加快水电资源开发项目的建设进度，黄丰水电站和大河家水电站力争在2011年内和2013年内投产；规划建设的尔多水电站和山坪水电站力争在2011年开工建设，2015年底前建成；门堂水电站力争在2012年开工建设，2016年底前建成投产。作为水电资源开发-铝基合金-铝加工产业链的核心项目，公司规划建设年产40万吨铝基合金项目和配套的年产25万吨预培阳极项目，其中一期工程年产15万吨铝基合金项目和年产25万吨预培阳极项目已开工建设。

表8 公司主要的在建和规划拟建项目

项目名称	总投资	截至2009年底累计完成投资	建设期	建设规模	功能/产能
公司主要在建项目					
黄丰水电站	229381	63800	2009-2014	22.5万Kw	8.85亿Kwh
大河家水电站	138478	8300	2009-2014	14.2万Kw	5.59亿Kwh
宁北2×13.5万千瓦火力发电	125502	74000	2004-2010	27.0万Kw	14亿Kwh
20万吨高精铝板带	3500000	183000	2005-2011	20万吨	20万吨
1.2万吨电子铝箔及2400万m ² 化成箔	126070	7100	2007-2014	1.2万吨 2400万m ²	1.2万吨电子铝箔 2400万m ² 化成箔
柴达尔先锋矿井45万吨/年原煤	24770	6400	2008-2011	45万吨	45万吨
川口15万吨铝基合金大板锭	233187	11400	2009-2013	15万吨	15万吨

川口 25 万吨炭素阳极	103829		2009-2011	25 万吨	25 万吨
房地产开发项目	120000	36798	2008-2011	58 万平方米	58 万平方米
1.6 万平方公里商业资源勘探	20000	13900	2005-2012	40.5 幅图勘查	
公司规划大型拟建项目					
尔多水电站	540000	3240	2011-2015	60 万 Kw	26.04 亿 Kwh
山坪水电站	155925	3750	2011-2015	16 万 Kw	6.02 亿 Kwh
门堂水电站	300000	500	2012-2016	30 万 Kw	12 亿 Kwh
大河家二级水电站	100000		2012-2016	10 万 Kw	3.93 亿 Kwh
鱼卡 1、2、3 号煤矿	260170	48598	2010-2014	680 万吨	680 万吨
鱼卡 4×33 万千瓦火力发电	660000	255	2010-2015	4×33 万千瓦	72.6 亿 Kwh
鱼卡水源建设	17000	1826	2010-2014	725 万吨/年	725 万吨/年
桥铝 25 万吨/年铝基合金	243080		2013-2015	25 万吨/年	25 万吨/年
川口 25 万吨铝基合金大板锭	247500		2013-2015	25 万吨/年	25 万吨/年
多金属矿开采及加工	30000	16000	2011-2015		
房地产项目	80000		2010-2013	30 万平米	30 万平米

资料来源：公司提供

在矿产资源风险勘探-开采-深加工方面，公司将促进风险勘探成果转化与项目投资的有机结合，使资源优势尽快转化为经济优势，使资源开发成为公司后续发展的核心产业之一。加快达纳亥公卡银多金属项目、乃林哈多铁多金属项目前期工作进度，力争在 2010 年内开工建设，2013 年底前初步形成产能。对凯木都等 4 个多金属项目进一步加大勘探力度，于 2010 年底提交详查资料，视储量情况进行开发建设。对于德龙沟铜等 3 个多金属项目矿区，尽快申办探矿权证，及时进入详查阶段。对于其他矿调矿区中的异常点，加大勘探力度，尽快提交勘探成果。

在资本运营方面，公司未来规划主要包括三个方面，第一，在整合下属担保公司和融资租赁公司的基础上吸收其他股东组建财务公司，使财务公司成为公司的财务结算中心、资金调度中心、金融租赁中心、贷款中心，提高公司整体的经营效益水平。第二，实现桥头铝电在国内资本市场股权融资，用以收购公司铝业板块其他企业股权，将桥头铝电整合为公司煤-电-铝-铝加工产业链的主要载体。桥头铝电已于 2009 年底完成股份制改造，2010 年 1 月开始已由中介机构编制上市申报材料，计划 7 月完成材料初审，上报国家证监会。第三，积

极培育重组后的 ST 金瑞，尽快恢复其再融资功能，将公司已经形成的勘探成果，并经过有效转化的优质矿产资源逐步整合入其中，打造真正意义上的资源性上市公司，依托社会资本促进勘探成果的转化。

总体看，未来公司将依托自身资源优势，构筑煤-电-铝-铝加工、水电资源开发-铝基合金-铝加工、矿产资源风险勘探-开采-深加工三大产业链架构，随着在建、拟建项目的逐步推进，公司的营收规模和整体竞争实力也有望得到进一步提升，但相关项目涉及投资规模大，项目建设进度主要取决于资金落实情况。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2008 年审计报告由北京五联方圆会计师事务所有限公司审计，2009 年审计报告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。

公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》，该准则实施对公司财务报表影响较小，以下财务分析以 2007~2009 年审计报告为基础，公司 2010 年 1~6 月财务报告未经审计。

2008 年公司财务报告合并口径因新设子公

司增加2家合并单位，因划转减少1家合并单位。2009年公司财务报告合并口径因以西海煤炭股权认购ST金瑞股份交易事项，增加合并单位ST金瑞，建设合并单位西海煤炭，合并范围变化对公司财务数据具有一定影响。

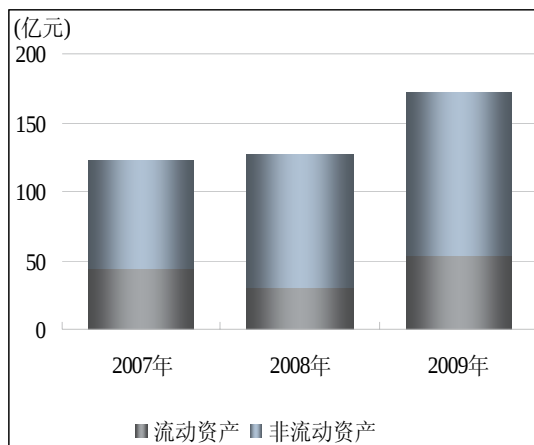
截至 2009 年底，公司资产总额 171.73 亿元，所有者权益 30.43 亿元；2009 年公司实现营业收入 47.53 亿元，利润总额 3.27 亿元。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额 180.61 亿元，所有者权益 31.72 亿元；2010 年 1~6 月公司实现营业收入 23.14 亿元，利润总额 1.59 亿元。

2. 资产质量

2007~2009 年，随在建项目推进和合并范围增加，公司资产规模保持快速增长，年均增速为 18.60%，截至 2009 年底公司资产总额合计 171.73 亿元，其中流动资产占 31.04%，非流动资产占 68.96%。

图 8 2007~2009 年底公司资产构成



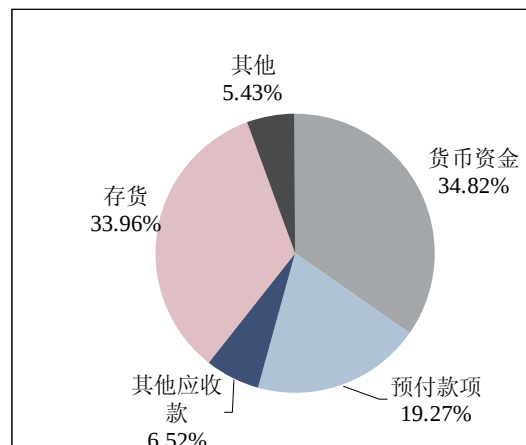
资料来源：公司财务报表

2007~2009 年，公司流动资产规模波动增长，年均增速为 10.02%，截至 2009 年底流动资产合计 53.31 亿元，构成主要以货币资金、预付账款、其他应收款和存货为主（见图 9）。

2007~2009 年，公司货币资金持续增长，截至 2009 年底合计 18.56 亿元，2009 年增幅明显，主要是当年公司获得多家银行贷款支持，

新增银行借款 47.77 亿元；公司货币资金以银行存款为主，占比为 99.93%。

图 9 截至 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

公司 2007 年底对应收账款统一清理，同时加强对应收账款追缴力度，2007~2009 年，应收账款规模大幅减少，截至 2009 年底合计 2.24 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 56.30%、1~2 年的占 12.80%、2~3 年的占 0.35%，3 年以上的占 30.55%，公司计提坏账准备合计 0.30 亿元，计提比例为 11.78%，由于公司的应收账款账龄较长，具有一定的坏账风险。

2007~2009 年，公司预付款规模增幅较大，主要是受在建工程的增加而带来的未结算的材料款和工程款，截至 2009 年底合计 10.27 亿元，其中账龄 1 年以内的占 94.09%，1~2 年占 4.39%。

2007~2009 年，公司存货规模增幅较大，其中 2008 年主要是受下半年产品销售不畅影响，存货水平增加；2009 年是由于公司在低价时期，进行了大量的氧化铝储备，导致存货水平上升。截至 2009 年底，公司存货合计 18.10 亿元，其中原材料占 30.76%、库存商品占 19.65%、材料采购占 43.35%、其他占 6.24%，公司计提存货跌价准备 0.20 亿元。由于近年国内原铝和氧化铝价格水平波动较大，公司存货价值易受影响。

2007~2009 年，受在建工程规模快速扩张

影响，公司非流动资产保持了较快增长，年均增速为 23.18%，构成以固定资产和在建工程为主。截至 2009 年底，公司非流动资产合计 118.43 亿元，其中固定资产占 58.60%，主要为房屋建筑物和生产设备，固定资产综合成新率为 74.45%；在建工程占 28.62%，主要为公司的水电站和铝加工等项目（详见下表）；公司非流动资产中无形资产占 5.82%，主要为土地使用权和探矿权，占比分别为 47.64%和 35.03%。

表 9 截至 2009 年底公司主要在建工程（单位：万元）

项 目	预算数	2009 年底	工程进度 (%)
化隆县黄丰水电站	229600.00	61970.95	27.87
民和县大河家水电站	133672.00	7396.59	0.62
铝基合金大板锭一期	230000.00	8350.04	3.60
技改工程	--	1788.10	--
先锋矿改扩建	--	3678.77	23.47
鱼卡煤炭项目矿区工程	--	5125.37	--
青海桥头电厂老厂 2*13.5 火力发电机组技改工程	--	28043.49	67.41
铝板带项目工程	260000.00	158215.37	61.29
年产 12kt 电子铝箔工程	26139.00	2621.82	10.10
脱硫工程	18207.93	16955.05	100.00
开关站母线加装工程	2171.51	1664.69	100.00
200Kt/a 铝及铝合金锭生产线	33780.00	19138.15	100.00
20Kt/a 精铝工程	35775.65	20842.58	70.00

资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司本部资产规模基本保持稳定，截至 2009 年底，本部资产总额合计 59.30 亿元，其中流动资产占比 23.24%，以货币资金和其他应收款为主；非流动资产占比 76.76%，主要是对下属子公司的长期股权投资。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额合计 180.61 亿元，较上年末小幅增加 5.17%，主要来自预付款项、在建工程和应收账款；资产构成有所变化，流动资产占比有所下降，为 29.88%，非流动资产占比为 70.12%。

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。

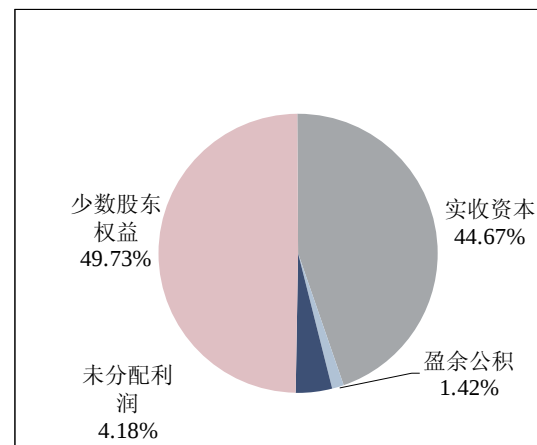
3. 负债及所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益有所波动，

其中 2008 年大幅减少主要是由于当年公司退还外资方出资款，导致实收资本减少；2009 年增加主要来自为分配利润和少数股东权益。截至 2009 年底公司所有者权益合计 30.43 亿元，其中实收资本占 44.67%，盈余公积占 1.42%，未分配利润占 4.18%，少数股东权益占 49.73%，所有者权益稳定性较好。

截至 2010 年 6 月底，公司所有者权益合计 31.72 亿元，较上年末微幅增长 4.26%，主要来自未分配利润，其他构成保持稳定。

图 10 截至 2009 年底公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表

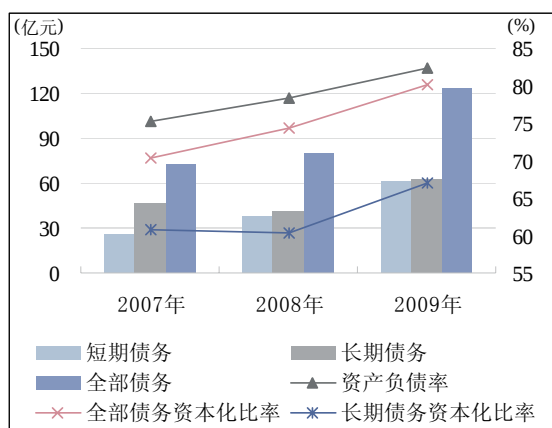
2007~2009 年，受在建项目资金需求推动，公司长短期借款持续增加，整体的负债规模逐年增长，其中 2009 年增幅明显，主要是公司利用当年宽松的信贷环境，获得了较多的银行借款。截至 2009 年底，公司负债合计 141.31 亿元，2009 年短期负债的较快增长使公司负债结构有所变化，流动负债占比有所上升，截至 2009 年底公司负债中流动负债占 55.83%，非流动负债占 44.17%。公司流动负债中短期借款和应付账款比例较大，分别占流动负债的 71.82%和 15.36%；非流动负债中长期借款占比较大，截至 2009 年底占比为 99.20%。

2007~2009 年，在投资项目资金需求的推动下，公司债务规模年均增长 30.78%，截至 2009 年底债务合计 122.84 亿元，其中短期债务占 49.60%，长期债务占 50.40%，债务结构基本

合理。2007~2009年，由于权益规模增长相对较缓，债务规模的持续扩张使公司债务负担和负债水平上升趋势明显，全部债务资本化比率由2007年的70.44%上升至2009年的80.15%，资产负债率由2007年75.31%上升至2009年的82.28%（见图11）。

截至2010年6月底，公司负债合计148.89亿元，较上年底增长5.36%；债务合计127.20亿元，基本与上年底持平；整体的负债水平和债务负担较2009年底变化不大，资产负债率和全部债务资本化比率分别为82.44%和80.04%。

图11 2007~2009年公司负债和债务负担情况



资料来源：公司财务报表

2007~2009年，公司本部负债规模有所增长，主要是2009年公司短期借款增加所致。截至2009年底，公司本部负债总额43.69亿元，其中流动负债占92.73%，非流动负债占7.27%，全部债务资本化比率和资产负债率分别为34.81%和73.68%。

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。

4. 盈利能力

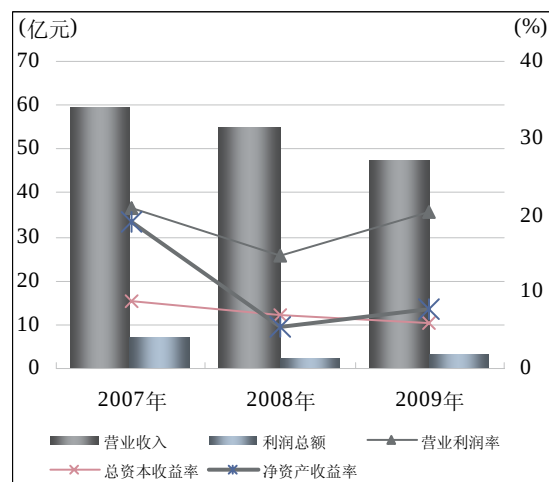
公司目前形成了电解铝、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探在内的多元化业务格局，但非铝业务板块多处于建设和发展阶段，收入规模较小，铝业板块是公司最主要的收入和利润来源，近三年收入占比平均值在80%以上。

2007~2009年，公司营业收入规模有所下降，主要是受电解铝行业景气度波动、电解铝价格大幅下跌影响所致。2009年公司实现营业收入47.53亿元，其中产品（电解铝及水电）销售收入占76.71%；房地产收入占10.52%，是下属子公司青海辰泰房地产开发有限公司对集团内部员工的房屋销售收入；租赁收入占6.24%，是下属子公司青海昆仑租赁有限责任公司的设备租赁收入，主要是针对集团内部公司的租赁业务。

2007~2009年，在产能过剩、金融危机等因素冲击下，国内电解铝行业出现较大波动，产品价格走势对公司利润率空间造成直接影响，公司近三年的营业利润率分别为20.29%、14.81%和20.46%，但得益于完善产业链所造就的成本优势，公司盈利水平的稳定性仍好于电解铝行业平均水平。

2007~2009年，公司受营业利润率波动影响，公司利润总额分别为7.03亿元、2.08亿元和3.27亿元，2009年的增加主要来自主营电解铝业务毛利水平的回升和其他业务收入的贡献。2007~2009年，受债权资本持续增加影响，公司总资本收益率呈逐年下降趋势，2009年为5.84%；净资产收益率的变动趋势则与利润规模的变化一致，2009年回升至7.70%。

图12 2007~2009年公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

2010 年 1~6 月, 公司主营铝业板块经营情况进一步改善, 板块实现收入 20.55 亿元, 为上年全年的 56.66%, 同期公司合并口径实现营业收入 23.14 亿元, 为上年全年的 48.68%, 主要是受其他业务收入规模回落影响; 同期内, 铝业板块毛利率较进一步回升, 整体营业利润率为 22.65%, 高于近三年各年平均水平。

公司本部执行投资和管理职能, 无主营业务收入。

总体看, 得益于煤-电-铝联营所造就的成本优势, 公司电解铝业务整体的盈利能力和盈利稳定性好于行业平均水平, 但非铝业务板块目前多处于建设发展阶段, 对公司利润贡献有限。未来 2~3 年, 公司有包括精铝加工、高精铝板带、宁北铝电、先锋矿井和黄丰水电等多个在建项目建成投产, 煤-电-铝产业链将更趋完善, 整体的收入水平和盈利状况也有望进一步增强。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面, 受流动资产规模较小的影响以及公司短期借款增幅较大, 公司短期偿债指标呈波动下降趋势。2008 年公司整体清理应收账款导致流动资产规模下降, 流动比率和速动比率为近 3 年最低, 2009 年则有所回升, 两项指标分别为 67.57% 和 44.62%。截至 2010 年 6 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 74.93% 和 49.78%, 受益于流动资产增长, 较 2009 年底有所提高。截至 2010 年 6 月底, 公司现金类资产合计 18.75 亿元, 为短期债务的 0.34 倍。公司流动负债中有息债务规模占比较高, 截至 2010 年 6 月底为 75.50%, 短期债务合计 54.38 亿元, 存在一定短期支付压力。

长期偿债能力方面, 2007~2009 年, 公司受利润规模变化影响, 公司 EBITDA 规模有所波动, 三年分别为 14.03 亿元、11.39 亿元和 11.63 亿元。同期内, 公司债务规模大幅增加, 利息支出也相应保持较快增速, EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖能力均有所弱化, 公

司 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别由 2007 年的 4.44 倍和 5.12 倍变化为 2009 年的 1.76 倍和 10.56 倍。总体看, 近几年债务规模的持续扩张和主营电解铝业务的波动对公司长期偿债能力造成一定影响。未来 2~3 年, 公司有包括精铝加工、高精铝板带、宁北铝电、先锋矿井和黄丰水电等多个在建项目建成投产, 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改善。

截至 2010 年 6 月底, 除下属专业担保公司外, 公司合并口径对外担保余额为 0.52 亿元, 担保比例为 0.55%, 被担保对象为格尔木广电传输有限公司和青海赛什塘铜业有限责任公司, 公司对外担保数据较小, 或有负债风险较低。

公司下属的二级控股子公司 ST 金瑞为上海证券交易所的上市公司, 未来随着其盈利状况的改善, 其再融资功能也将恢复, 有助于拓宽公司融资渠道。

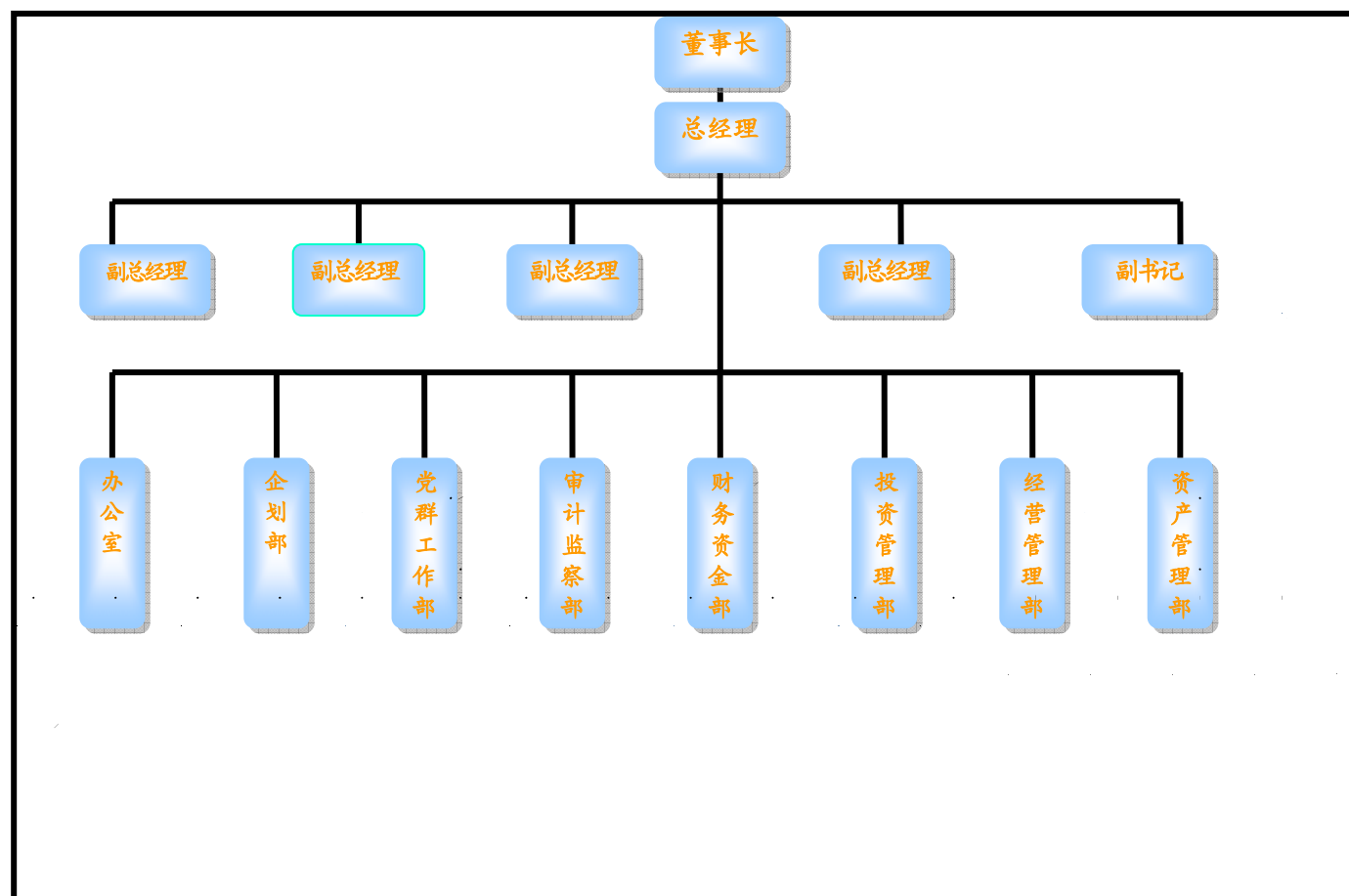
七、综合评价

公司是青海省国资委全资持有的大型国有企业集团, 在政府支持、行业前景、区域环境、项目资源储备等方面具有优势。公司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, 且煤、电、铝三大业务板块实现有效协同, 建立起了以煤、电为基础, 电解铝为核心的产业链, 主营的铝业板块具备了显著的成本优势和较强的市场竞争力。

近几年, 公司在建项目逐步推进, 资产规模持续增长, 但在国内电解铝行业大幅波动的背景下, 公司收入规模、盈利状况和偿债能力受到一定影响。未来, 随着在建项目的逐步建成投产, 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; 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。

综合分析, 公司主体信用风险低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	154255.18	57533.82	185611.12	179446.83
交易性金融资产				
#短期投资	9428.30			
应收票据	4713.38	1086.88	6579.74	8091.04
应收账款	150188.00	21238.28	22353.51	27014.61
预付款项	27731.19	71695.76	102690.24	113850.81
应收利息				
应收股利				
其他应收款	14688.49	36031.22	34769.57	29613.23
存货	79375.76	113908.31	181031.58	181144.10
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			16.23	560.25
流动资产合计	440380.31	301494.28	533051.99	539720.89
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资		3000.00	3000.00	3000.00
长期应收款				
长期股权投资	77928.96	39779.45	36613.06	37546.72
#股权分置流通权	704.64			
投资性房地产		32000.00	32000.00	
固定资产	553747.69	631252.78	693961.81	690439.59
在建工程	76211.95	188367.67	338949.10	420012.42
工程物资	6.60	18.76	1943.28	1141.52
固定资产清理				-12.44
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	65625.57	63040.54	68930.15	75290.34
开发支出				
商誉		4011.53	3931.72	
#合并价差	751.71			
长期待摊费用	200.00	163.63	127.27	209.09
递延税款借项(递延所得税资产)	0.00	3297.60	2414.66	2384.30
其他非流动资产	5325.03	5441.52	2413.77	2413.77
非流动资产合计	780502.15	970373.49	1184284.82	1266392.94
资产总计	1220882.46	1271867.77	1717336.81	1806113.82

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	239854.68	285846.84	566543.45	540754.20
交易性金融负债				
应付票据		6300.00		
应付账款	94128.35	128049.32	121182.07	100009.75
预收款项	30614.76	13673.34	12076.55	9810.52
应付职工薪酬	6620.03	1246.33	1063.86	455.12
应交税费	24002.98	16959.46	17199.17	598.66
应付利息			11.95	116.80
应付股利	1582.20	2069.20	1988.26	-3858.71
其他应付款	36533.53	32382.22	24804.31	68073.35
一年内到期的非流动负债	11500.00	90250.00	42700.00	
其他流动负债	1602.88	1240.45	1301.21	1310.21
流动负债合计	446439.41	578017.17	788870.83	720269.89
非流动负债：				
长期借款	466863.21	415566.98	619192.39	728239.37
应付债券				
长期应付款	80.00	80.00	2271.00	30080.00
专项应付款	5312.39	1166.68	283.45	4893.00
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	723.61	2685.51	2457.45	3777.45
非流动负债合计	472979.21	419499.16	624204.29	768611.27
负债合计	919418.61	997516.33	1413075.12	1488881.16
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	199818.76	135900.00	135900.00	135900.00
资本公积	3717.83	3428.79		
减：库存股				
专项准备				
盈余公积	17801.23	4504.42	4329.05	
一般风险准备				
未分配利润	-3374.53	623.65	12717.40	23061.81
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	217963.30	144456.86	152946.45	163290.86
少数股东权益	83500.55	129894.58	151315.25	153941.81
所有者权益（或股东权益）合计	301463.84	274351.44	304261.69	317232.67
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1220882.46	1271867.77	1717336.81	1806113.82

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-6 月
一、营业收入	597275.59	549951.77	475304.81	231396.67
其中: 营业收入				
减: 营业成本	468010.25	465363.92	372344.36	177345.84
营业税金及附加	3897.57	3137.19	5706.41	1639.55
销售费用	12585.02	14314.47	10184.61	8224.32
管理费用	25728.80	9845.94	17414.62	8461.87
财务费用	24743.32	40309.90	46220.22	23495.18
资产减值损失		-2904.00	3684.78	
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)			-1.34	
投资收益 (损失以“—”号填列)	8844.17	1021.35	2346.64	5025.83
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	71154.80	20905.71	22095.11	17264.68
加: 营业外收入	2590.58	713.01	12132.71	1130.63
减: 营业外支出	3438.24	745.76	1532.47	2508.13
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	70307.15	20872.97	32695.35	15887.18
减: 所得税费用	13019.75	6229.09	9278.39	573.13
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	57287.40	14643.88	23416.97	15314.05
其中: 归属于母公司所有者的净利润	36651.28	7341.91	14628.03	10344.41
少数股东损益	20636.12	7301.97	8788.94	4969.64

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-6 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	584142.30	713232.34	484540.21	238086.89
收到的税费返还	4.00	394.45		
收到其他与经营活动有关的现金	6451.79	11283.72	62704.50	85403.41
经营活动现金流入小计	590598.09	724910.51	547244.70	323490.29
购买商品、接受劳务支付的现金	419489.27	551894.27	370579.48	157652.71
支付给职工以及为职工支付的现金	30376.59	35834.33	36161.79	17948.85
支付的各项税费	54387.21	65030.30	35065.58	23163.42
支付其他与经营活动有关的现金	20900.65	27886.16	105655.05	53241.18
经营活动现金流出小计	525153.71	680645.07	547461.90	252006.15
经营活动产生的现金流量净额	65444.38	44265.44	-217.19	71484.14
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	58432.84	7582.67	418.95	15400.00
取得投资收益收到的现金	356.59	4166.18	6.84	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3367.50	2168.38		3605.09
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金		1383.75	15743.00	4034.83
投资活动现金流入小计	62156.94	15300.99	16168.79	23039.92
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	99515.97	94715.25	257552.64	98350.69
投资支付的现金	42570.48	12838.83	125.00	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	36404.05			
支付其他与投资活动有关的现金		1069.50		5112.50
投资活动现金流出小计	178490.51	108623.58	257677.64	115702.39
投资活动产生的现金流量净额	-116333.57	-93322.59	-241508.86	-92662.47
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	64001.60			
取得借款收到的现金	443856.93	396130.42	1036295.61	318616.13
收到其他与筹资活动有关的现金				30000.00
筹资活动现金流入小计	507858.54	396130.42	1036295.61	355855.33
偿还债务支付的现金	295051.85	319568.94	601170.71	306963.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	57460.76	59260.17	64375.77	33827.34
支付其他与筹资活动有关的现金		64894.54	1042.57	
筹资活动现金流出小计	352512.61	443723.64	666589.05	340841.29
筹资活动产生的现金流量净额	155345.93	-47593.22	369706.55	15014.04
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-603.70	-21.99	-0.32	
五、现金及现金等价物净增加额	103853.03	-96672.36	127980.18	-6164.29
加: 期初现金及现金等价物余额	50402.15	154206.18	57630.94	185611.12
六、期末现金及现金等价物余额	154255.18	57533.82	185611.12	179446.83

附件 4-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	57287.40	14643.88	23416.97
加: 资产减值准备	9921.12	-2904.00	3684.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	40854.81	45449.18	36404.86
无形资产摊销	666.65	577.38	873.67
长期待摊费用摊销	98.03	36.36	36.36
待摊费用减少(增加以“一”号填列)	-31.99		
预提费用增加(减少以“一”号填列)	96.58		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	399.65	-50.05	-4774.50
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	6.15		
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)			1.34
财务费用(收益以“一”号填列)	24743.32	46994.95	46334.95
投资损失(收益以“一”号填列)	-11827.98	-1021.35	-2346.64
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)		883.53	882.94
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)			
存货的减少(增加以“一”号填列)	-15257.02	-34532.55	-63606.10
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-130034.17	-39964.34	-56458.65
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	88521.83	14152.45	15332.83
其他(含追溯调整项目影响合计数、待摊费用减少、预提费用增加)			
经营活动产生的现金流量净额	65444.38	44265.44	-217.19

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.86	6.21	18.55	--
存货周转次数(次)	5.90	4.82	2.52	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.44	0.32	--
现金收入比 (%)	97.80	129.69	101.94	102.89
盈利能力				
营业利润率 (%)	20.99	14.81	20.46	22.65
总资本收益率(%)	8.71	6.87	5.84	--
净资产收益率(%)	19.00	5.34	7.70	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	60.76	60.23	67.05	69.66
全部债务资本化比率(%)	70.44	74.42	80.15	80.04
资产负债率(%)	75.31	78.43	82.28	82.44
偿债能力				
流动比率(%)	98.64	52.16	67.57	74.93
速动比率(%)	80.86	32.45	44.62	49.78
经营现金流动负债比(%)	14.66	7.66	-0.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.44	1.93	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	7.00	10.56	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	-0.06	-0.20	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.13	-0.08	6.65	--

注：公司从 2008 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1-6 月数据未经审计，EBITDA 利息倍数计算时包含资本化利息支出。

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
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

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

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 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

联合资信评估有限公司关于 青海省投资集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在青海省投资集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

青海省投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。青海省投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注青海省投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现青海省投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如青海省投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至青海省投资集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如青海省投资集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送青海省投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

