

信用等级公告

联合[2013] 1557 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。



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.lhratings.com

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:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 11 月 15 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	195.04	229.80	285.17	307.41
所有者权益(亿元)	30.67	34.50	59.09	54.65
长期债务(亿元)	79.18	85.61	101.68	126.38
全部债务(亿元)	144.35	157.44	180.84	212.63
营业收入(亿元)	48.12	53.66	77.78	62.35
利润总额(亿元)	3.16	3.53	1.47	0.19
EBITDA(亿元)	11.57	12.85	10.66	--
营业利润率(%)	18.81	17.23	11.96	11.12
净资产收益率(%)	8.54	8.13	2.22	--
资产负债率(%)	84.28	84.99	79.28	82.22
全部债务资本化比率(%)	82.48	82.03	75.37	79.55
流动比率(%)	64.24	61.32	71.66	81.59
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	12.25	16.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.41	0.86	--

注: 公司 2013 年 3 季度财务数据未经审计。

公司长期应付款中的融资租赁设备款计入长期债务

分析师

闫昱州 赵楠

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

青海省投资集团有限公司(以下简称“公司”)是青海省国资委下属的国有独资企业,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形成的成本领先优势。西部矿业股份有限公司对公司的增资,将迅速改善公司资本结构,有效降低公司整体负债水平。公司在煤、电、铝整体产业链的经营规模和资源储量将得以快速增长,有助于公司整体竞争实力和抗风险能力的增强。

同时,联合资信也关注到电解铝行业产能过剩需求疲软,以及公司债务负担重,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以及对本次增资注入资产的进一步优化整合,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,进而对公司的信用基本面形成有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 西部矿业股份有限公司对公司增资有助于资本结构的快速改善和整体经营规模和抗风险能力的提升。
5. 公司的铝深加工业稳步发展，未来渡过磨合期后，将对公司的盈利能力有较大提升。

关注

1. 电解铝行业周期性强，行业景气度波动大。
2. 公司负债水平高，债务负担重。
3. 未来几年公司资本支出仍维持较大的水平，对外融资压力大。
4. 公司短期债务规模大，存在一定短期支付压力。

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 2013 年 11 月 15 日至 2014 年 11 月 14 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。

一、主体概况

公司是 1993 年经青海省人民政府批准成立的国有投资公司，初始注册资本 2.50 亿元，2001 年更为现名，注册资本扩充至 10.00 亿元。2006 年，联合两家境外战略投资者对公司进行增资扩股，注册资本变更为 34.00 亿元人民币。2008 年 12 月 24 日，公司进行了减资公告，并于 2008 年 12 月 29 日退还实收外资方投资，减资后本公司注册资本变更为 13.59 亿元。2012 年 6 月，青海省国有资产投资管理有限公司对公司投入资本金 5 亿元。2012 年 10 月 22 日，西宁经济技术开发区投资控股有限公司出资 6 亿元入股，其中 4.65 亿元增加注册资本、1.35 亿元转增资本公积，至此公司注册资本金增至 23.24 亿元，其中青海省政府国有资产监督管理委员会持股比例 58.48%，青海省国有资产投资管理有限公司持股比例 21.51%。西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例 20.01%。

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

截至2013年9月，公司下辖13家控股子公司，设投资管理部、资产管理部、经营管理部、财务资金部、审计监察部、办公室、企划部、党群部8个职能管理部门。

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

截至2013年9月底，公司合并资产总额为

307.41 亿元，所有者权益合计为54.65 亿元（其中少数股东权益26.20 亿元）。2013年1~9月，公司实现营业收入62.35 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。

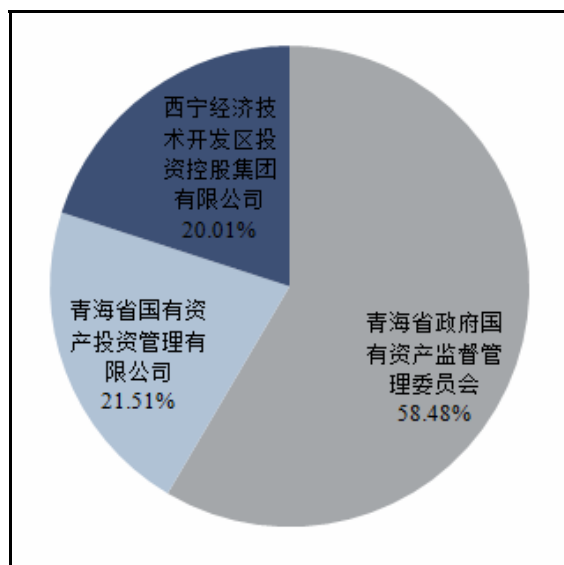
二、重大事项

在“九五”和“十五”期间，青海省由于电力成本较低的原因，电解铝产业大幅发展，但由于电价上涨和运输成本增加导致的电价优势逐步丧失，同时由于氧化铝供不应求、电解铝产能过剩且需求疲软、出口受阻等原因，行业下行压力加大，为了应对此影响，青海省一方面通过兼并整合，使铝行业向规模化、集约化发展；另一方面，开展上下游产业融合，提高电解铝就地精深加工，调节产业及产品结构。在此背景下，经省委、省政府批准，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”）的煤电铝资源整合给青海省投资集团有限公司，整合电解铝产业资源，延伸产业链，促进电解铝行业由传统产业向现代产业转型。

目前，公司、青海省政府国有资产监督管理委员会、青海省国有资产投资管理有限公司、西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司和西部矿业股份有限公司已签订增资协议。协议中，根据青海中科华资产评估有限公司出具的《资产评估报告》，截至 2013 年 3 月底，青海省投资集团有限公司（以下简称青投）的净资产为 530176.04 万元，西部矿业以其所持有百合铝业 100%股权、西海煤电 100%股权、西部碳素 51%股权（西部矿业持股 51%，百合铝业持股 49%）、唐湖电力（西部矿业的分公司）的整体资产、对这 4 个公司的债权以及部分货币资金（货币资金专项用于偿还增资协议签订前西海煤电和唐湖电力的对外欠款）认缴青投的新增注册资本，并确定 2013 年 4 月 30 日为交割。西部矿业股份有限公司和公

司原股东均已签署了增资协议，西部矿业股份有限公司股东大会已通过本次增资议案，青海省国有资产监督管理委员会已于 2013 年 11 月 5 日，对上述增资事项进行了批复。目前，公司正在办理相应验资和工商登记变更手续。此外，就本次增资注入子公司的人员归属问题，公司正与相关员工以及西部矿业股份有限公司进行协调，预计 2013 年底将形成方案并得以落实。

图 1 增资前公司股权结构



资料来源：公司提供

表 1 西部矿业增资资产情况表

公司名称	所有者权益（净资产）（万元）	西部矿业对其债权（万元）	移交时确认的盘亏（万元）	对外欠款（万元）
百合铝业	99477.51	2770.35	-2019.98	
西海煤电	4275.53	91166.14	-3578.68	25631.50
西部碳素	9129.51		-1002.18	
唐湖电力	-61677.96	128732.56	-2113.72	5766.67
合计	51204.59	222669.05	-8714.56	31398.17

资料来源：公司提供

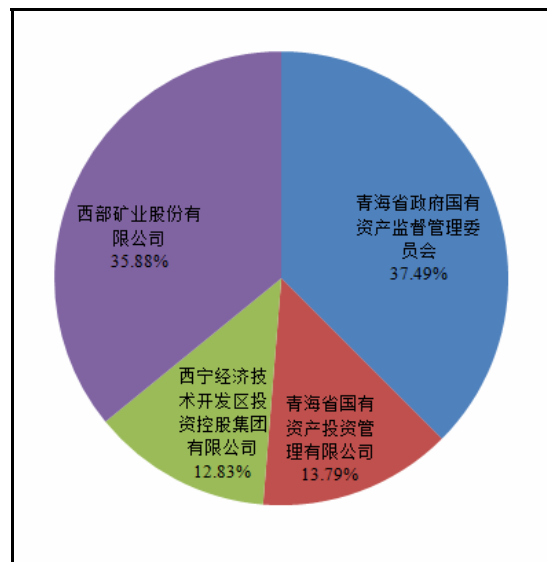
注：唐湖电力为西部矿业分公司。

西部矿业投资总额为 296557.25 万元，以青投每股净资产 2.28 元计，西部矿业投资折成 130068.97 万股。

本次西部矿业股份有限公司以其对注入公司的债权和部分现金出资清偿注入公司的对外欠款对公司增资。本次增资注入公司的负债规模小。本次增资完成将有助于公司整体负

债水平的快速降低，优化公司资本结构。截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.24%和 77.94%，根据截至 3 月底的 4 家公司的资产评估报告，本次增资后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别下降至 76.18%和 70.61%。

图 2 增资后公司股权结构



资料来源：公司提供

本次增资注入的 4 家公司业务与公司主营业务相关度高，与公司煤（水）、电、铝的产业链布局关联紧密。其中百合铝业主要生产电解铝，其产能为 10 万吨/年，其注入后，公司电解铝产能增加到 55 万吨/年；西部煤炭主营煤炭业务，可采储量 6684.96 万吨，占公司目前煤炭可采储量的 65.29%，产能 114 万吨/年，其中主要的有默勒二矿 60 万吨/年，默勒三矿 30 万吨/年；西部碳素主要生产阳极碳素，产能 12 万吨/年，其注入后，公司阳极碳素产能达到 24 万吨/年；唐湖电厂拥有 2×13.5 万千瓦火电机组，并入后可以提升公司电力的供给。总体上看，本次增资注入的 4 家公司全部与公司主营业务相关，并入后，公司煤、电、铝生产能力将得以快速扩大，煤炭资源储量得以大幅提升，公司整体经营规模和抗风险能力将得以增强。同时由于公司专注于煤（水）电铝产业链，相关经营、管理经验丰富，在整合

及延伸铝产业链方面具有优势。未来随其对相关资产在管理经营上的逐步整合优化，公司煤、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 and 整体竞争实力的进一步增强。

同时，联合资信也关注到，注入资产整合效益的显现有赖于公司进一步的细化方案的出台和逐步落实执行，联合资信将持续关注公司资产注入后整合进程的推进和其对公司经营、财务状况的可能带来的影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年三季度以来，随着中央领导层换届完成，在“调结构、转方式”的政策基调和新型城镇化发展战略作用下，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，近四个季度经济增速呈现小幅波动调整态势。根据国家统计局数据初步核算，2013 年上半年中国实现国内生产总值 248009 亿元，同比增长 7.6%，GDP 连续两个季度同比增速回落，一季度同比增长 7.7%，二季度增长 7.5%。

图 3 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年上半年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.3%，增速比一季度回落 0.2 个百分点；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）实现主营业务收入 478365.4 亿元，同比增长 11.4%；

规模以上工业企业实现利润总额 25836.6 亿元，同比增长 11.1%。

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，对外贸易增速持续下滑。具体而言：①消费平稳增长。2013 年上半年社会消费品零售总额为 110764 亿元，同比名义增长 12.7%，增速比一季度加快 0.3 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年上半年固定资产投资（不含农户）181318 亿元，同比增长 20.1%，增速比一季度回落 0.8 个百分点，比上年同期回落 0.3 个百分点。③对外贸易增速进一步下滑，贸易顺差持续扩大。2013 年上半年，中国进出口总额为 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点，其中出口金额同比增长 10.4%，增速回落 8.0 个百分点，进口金额同比增长 6.7%，增速回落 1.9 个百分点，贸易顺差达 1079.5 亿美元，较上年同期的 689.2 亿美元显著扩大。

2013 年上半年，中国 CPI 同比增长 2.4%，涨幅与一季度持平，比上年同期回落 0.9 个百分点；从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2013 年上半年中国 PPI 同比下降 2.2%，降幅比一季度扩大 0.5 个百分点，比去年同期扩大 1.6 个百分点；由于受国内外宏观经济增速放缓影响，PPI 呈不断下降趋势。

2. 政策环境

财政政策方面，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 年上半年，中国财政累计收入为 68591 亿元，累计支出为 59714 亿元，同比增长分别为 7.5% 和 10.8%，增幅比上年同期下降 4.7 和 10.5 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民

生政策仍得到较好落实，教育、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保等各方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，4月10日召开的国务院常务会议决定，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。据国家税务总局统计，2013年7月底已确认纳入营改增试点范围的纳税人104.26万户。据测算，此次进一步扩大“营改增”试点，2013年企业将减轻负担约1200亿元。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，包括以下六方面：①市政地下管网建设和改造；②污水和生活垃圾处理及再生利用设施建设；③燃气、供热老旧管网改造；④地铁、轻轨等大容量公共交通系统建设；⑤城市配电网建设；⑥生态环境建设。

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；运用公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，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；进一步推进利率市场化改革，自7月20日起全面放开贷款利率管制；扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用；继续稳步推进金融企业改革；深化外汇管理体制变革。

政府通过盘活存量资金支持结构调整，货币供应量增速回落，信贷结构调整力度加大。2012年央行两次下调存款准备金率共1个百分点后，进入2013年市场资金紧张局面尚未改善；至二季度末市场流动性异常紧张，银行间隔夜市场拆借利率虽大幅拉升，但央行未予干涉；截至2013年8月末，央行未对存款准备金率进行调整。2013年6月末，M2存量达105.4万亿，同比增长14%，高于预期

目标1个百分点。从信贷数量来看，2013年6月末，人民币贷款余额为68.1万亿元，同比增长14.2%，比年初增加5.08万亿元，同比多增2217亿元，货币信贷保持合理增长有效支撑实体经济。2013年上半年，非信贷社会融资规模5.07万亿，同比增长69.7%，其中信托贷款同比增长258.4%、委托贷款同比增长130%，社会融资方式多元化进一步凸显。人民币汇率方面，截至2013年6月末，人民币兑美元汇率中间价为6.1787，比上年末升值1.73%；上半年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。

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。继续促进农业稳定发展，夯实粮食丰收基础，落实“米袋子”省长负责制，加大对重大农业基础设施建设的支持力度，加强耕地保护和高标准农田建设。遏制产能严重过剩行业盲目扩张，以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业为重点，出台化解产能过剩的政策措施。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”；但从上半年房地产市场运行看，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，房地产调控政策面临更大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，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，其中2013年改造304万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[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；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

总体来看, 2013 年上半年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策; 通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜, 扩大“营改增”试点范围, 继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施, 并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面, 调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线, 房地产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并成为经济增长主要推动力量。

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。

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。

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

行业概况

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

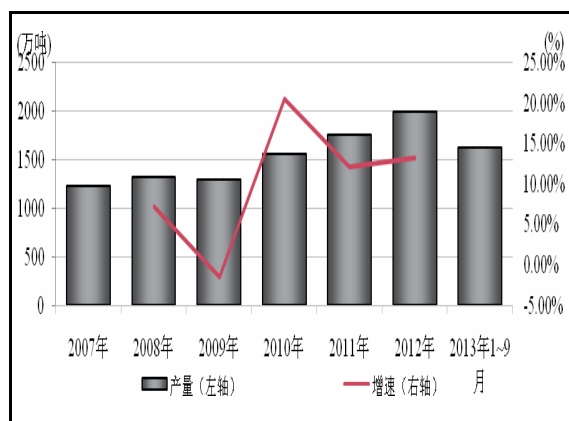
铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业, 中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国, 是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国, 但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态, 铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端, 在国民经济持续较快增长的拉动下, 中国铝材消费量不断上升, 已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝, 中国铝材市场总体保持供求平衡, 但也存在产品结构不合理, 结构性产能过剩等问题。

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

市场供求情况

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

图4 电解铝产量情况



资料来源：wind资讯

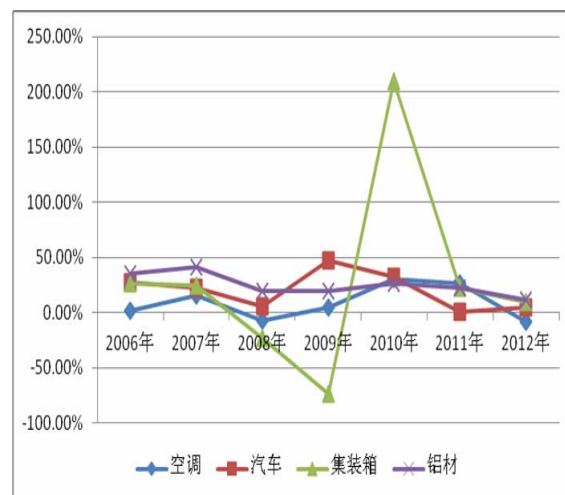
2012年，中国电解铝产量合计1988.33万吨，同比增长13.18%。从铝上市公司公布的业绩来看，受整体宏观经济形势影响，行业内企业亏损情况有所加剧，但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。总体看，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势不会改变。

需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑仍是铝材最主要的消费领域，消费量约占39%左右，其次为运输交通、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占17%、16%和14%左右。

未来随着国民经济增速的恢复，技术水平的不断提高，以及中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛，但国内目前国内铝材市场存在产品结构不合理等问题，主要是技术含量高、生产难度大的高精

度产品供应不足，低档次产品充斥市场，使铝材市场出现结构性产能过剩。预计未来一段时间，随着国家产业政策的深入以及经济发展的结构性转型，铝材消费结构将发生一定变化，压延材消费增速将高于挤压材。

图5 近年来中国铝材及下游产业产量增速



资料来源：wind资讯

价格波动

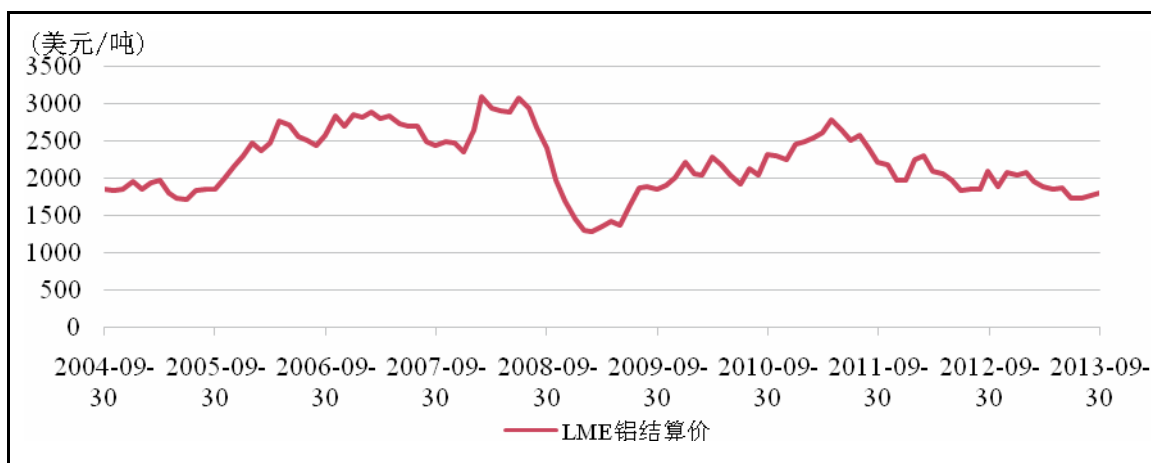
随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。

国际方面，2011年国际铝价高开低走，年中价格一度走出2008年金融危机后新高，但随着欧债危机不断恶化以及美国经济疲软表现，下半年国际铝价持续走跌。2012年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好，而此后随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，投资者看空情绪增长，国际铝价出现单边下跌态势。国内方面，2011年1季度国内铝价走势整体平稳，但与国际铝价相较表现偏弱，进入3月份，通胀导致的基本金属价格上行以及原油价格上升推动铝价有所上涨。二季度，国内铝价表现强于国际铝价，一方面得益于国内公布的相关政策提振，另一方面二季度国内铝消费市场表现良好也对价格构成了有力推动。6月份国家发改委宣布上调15省市非居民用电价格，吨铝生产成本的上升，加

上国内铝库存持续下滑等因素共同带动沪铝价格延续上行格局。三季度,由于国内外铝价比值维持低位水平促使铝材出口利润大增,铝材大量出口使国内市场出现短暂的供不应求局面,铝价得到较好支撑。但此后,一方面国内经济疲软开始抑制下游需求,一方面西部地区铝产量大幅增长,导致市场重现过剩态势,铝价持续走低。2011年底,中国央行公布下调存

款准备金率50个基点以及再度上调工业用电价格带动铝价从低位反弹,但由于供需基本面并未发生改善,反弹力度不大。2012年至今,国内铝价呈现上行乏力格局,消费疲软和供应压力成为制约铝价上涨的根本因素。预计未来短期内,铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

图6 LME铝现货价格(单位:美元/吨)



资料来源: wind资讯

上游原材料

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

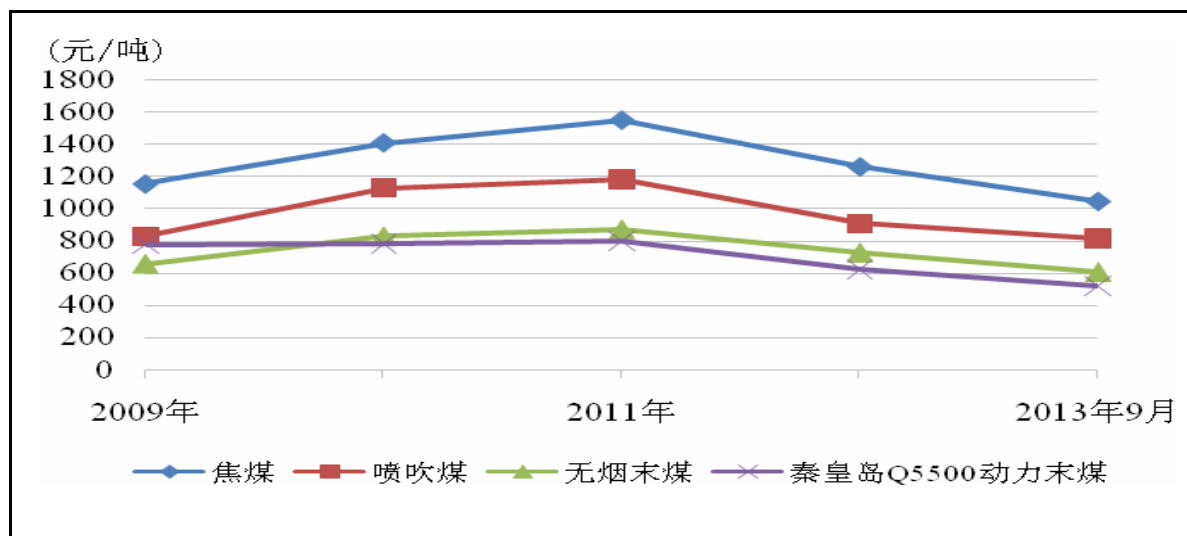
中国铝土矿资源仅占全球总储量的3%左右,根据海关总署数据,2012年,中国铝土矿进口总量为3961.10万吨,同比减少11.28%,对外依存度约为48.50%,与2011年相比略有下降。

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

煤炭作为电解铝的间接原材料,对电铝一体化企业的影响较大。2010~2012年,中国原煤产量年均增长6.14%,2012年中国原煤产量

为36.50亿吨,较上年增长3.8%,创六年来最低。据中国煤炭市场网监测,2012年主要耗煤行业产品中,除化肥产量增速有所上涨外,其余产品产量增速均呈下降态势,原煤产量进入低增长期。2011年四季度以来,受钢铁行业需求不振、房地产行业持续调控等因素影响,煤炭价格有所下滑。2012年二季度起,随着下游行业库存逐渐饱和,煤炭下游需求同比明显下降,煤炭价格在2012年三季度快速下行,同比跌幅一度超过20%;进入2012年四季度,随着传统冬季供暖期到来,煤炭价格获得一定支撑,2013年上半年,煤炭价格持续走低。虽然短期内煤炭价格仍然维持底部调整格局,但煤炭作为基础能源,从长期来看,随着中国经济的回升,煤炭下游需求上升,其价格将逐渐走强。

图7 煤炭交易价格（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

综合分析，随着铝土矿价格的上涨，铝冶炼和加工行业利润空间受到持续挤压。

行业关注

(1) 供求关系

在过去10年里，铝产量年均增长近20%。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策，且铝冶炼企业面临一定能源瓶颈，但目前来看，仅东部地区铝冶炼企业产量增速出现明显下降，而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本，铝产能扩张仍有较大动力。总体来看，原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看，铝消费仍有较大增长空间，但短期内，由于产能严重过剩以及需求增速面临下降，国内铝产业的疲弱可能仍会持续，铝价仍将面临较大下行风险。

(2) 原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但年生产量却占世界的17%，开采消耗过大，供给日趋紧张。2012年，中国铝土矿对外依存度高达48.50%，而中国铝冶炼加工企业集中度低，对外议价能力弱，未来势必成为价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业的健康发展。

2012年5月开始，印度尼西亚禁止国内的原矿出口。目前中国进口的铝土矿中有75%以

上来自印尼，一旦印尼禁止铝土原矿出口，国内氧化铝和电解铝产业将会面临较大的资源困境，威胁产业安全。

综合来看，目前中国铝产业以全球较贵的电价生产了最多的电解铝；以储量较少的铝土矿生产了最多的氧化铝，大量进口铝金属原料的同时却大量出口初级加工产品，如未来不能进行有效的结构调整，产业的可持续发展堪忧。

(3) 能源供给波动影响

电解铝是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力14500千瓦时和1.95吨氧化铝；电解铝的成本构成中，电力约占40%~45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电，“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定，同时区域性的输电能力不足，也时常导致部分地区出现季节性电力短缺，给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

产业政策

近年来，中国铝行业发展迅猛，产品产量、质量及产品结构都有很大程度的提高和完善；但同时行业发展的过程中也存在资源浪费、能耗高、污染严重、产业结构不合理、产能扩张

过快等问题。

2009年起，中国出台了包括经济刺激计划、战略性资源收储、直购电、《有色金属产业调整与振兴计划》在内的一系列扶持政策，铝行业下游需求明显恢复，但同时也刺激了产能的快速增长，使产业结构不合理的弊端进一步凸显。从近期出台的政策可以看出，资源保护、节能减排以及产业结构调整是中国铝行业产业政策制定的长期主题，国家长期以来一直给予高度重视，预计未来铝行业的相关产业政策仍将围绕这几个主题进行制定。

总体来看，国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大型铝加工企业发展。

行业发展趋势

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，着力打造区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，打造一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球市场竞争的核心企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

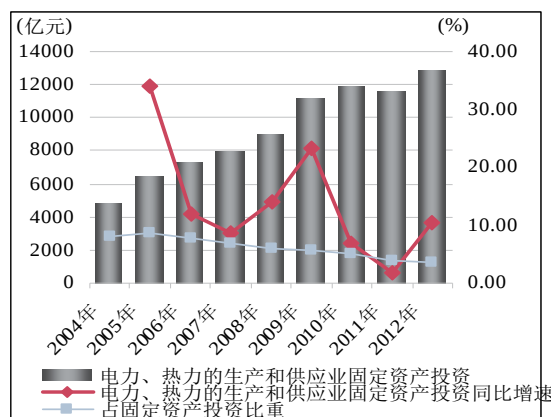
2. 电力行业

电力投资与建设

2004年~2012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。2011年全年固定资产投资完成额（不含农户）为301933亿元，同比增长23.8%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为11557亿

元，同比增长1.8%，为近十年最低值，并远低于全中国城镇固定资产投资23.8%的增速；占全中国城镇固定资产投资的比重为3.8%。2012年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。

图8 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组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2013年1~9月份，全国固定资产投资（不含农户）309208亿元，同比名义增长20.2%（扣除价格因素实际增长20.2%）。

从电源投资来看，近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2012年全年，全国电源基本建设完成投资3772亿元，同比下降3.9%。其中，水电完成投资1277亿元，同比增长31.5%；所占比重为33.85%，与上年同期相比提高8.53个百分点。火电完成投资1014亿元，同比下降10.5%；所占比重为26.88%，与上年同期相比下降1.51个百分点。核电完成投资778亿元，同比增长1.8%；所占

比重为20.63%，与上年同期相比提高0.69个百分点。风电完成投资615亿元，同比下降31.8%；所占比重为16.30%，与上年同期相比下降6.03个百分点。电源投资结构仍不断优化。2012年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的70.78%，较上年同期提高3.19个百分点。

2013年1~9月份，全国基建新增发电生产能力5457万千瓦，比上年同期多投产1319万千瓦；其中，水电1866万千瓦、核电221万千瓦、风电647万千瓦、太阳能发电321万千瓦，分别比上年同期多投产929万千瓦、221万千瓦、59万千瓦和290万千瓦；火电新投2402万千瓦，比去年同期少投180万千瓦。

装机容量

近年中国发电装机容量增速维持在10%以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。2012年，基建新增发电设备容量8020万千瓦，年底全国发电装机11.45亿千瓦，同比增长7.8%；完成投资7466亿元，同比下降1.9%；全口径发电量4.98万亿千瓦时、同比增长5.2%，发电设备平均利用小时4572小时、同比下降158小时。

2012年，全国火电完成投资继续下降，年底装机8.19亿千瓦，同比增长6.60%，所占全国装机容量比重较上年回落0.70个百分点；电煤供应总体平稳，发电量同比增长0.30%，全国火电设备平均利用小时比上年降低340小时。全国火电机组供电标准煤耗326克/千瓦时，同比下降3克/千瓦时；烟气脱硫机组占煤电机组的比例约为90.00%；烟气脱硝机组容量达到2.30亿千瓦，同比增长65.00%；烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放绩效值均比上年有所下降。2012年，全国跨区送电量2018亿千瓦时、同比增长20.20%，跨省输出电量7222亿千瓦时、同比增长14.20%。其中，西北外送电量同比增长9.10%；华中外送同比增长38.00%，包括送华东增长48.20%、送西北增长146.50%、通过特高压送华北同比增长231.90%；南方电网区域

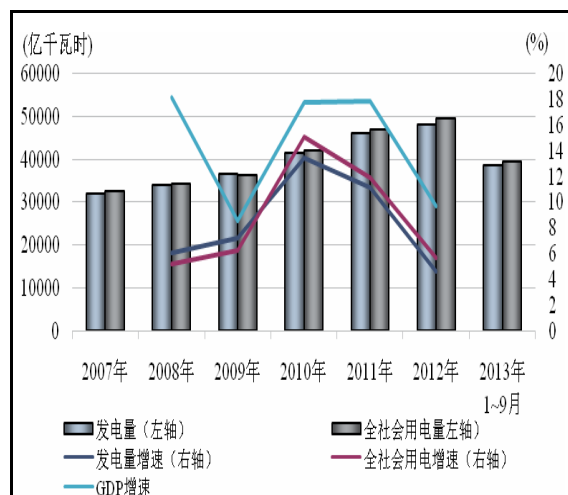
西电东送电量1243亿千瓦时、同比增长28.30%，增速较上年提高41.50个百分点。

2012年全国水电年底装机2.49亿千瓦，同比增长6.80%；投资同比增长31.50%；发电量同比增长29.30%，水电设备平均利用小时比上年提高536小时。并网风电年底装机6083万千瓦，跃居世界第一；发电量1004亿千瓦时，首次超过核电发电量；风电设备平均利用小时比上年提高18小时，风电利用率略有提高，其中分散开发的省份利用小时较高，供应能力富裕且集中开发的东北地区有所下降。并网太阳能年底装机328万千瓦，同比增长47.80%；发电量35亿千瓦时，比上年增长4.10倍。核电年底装机1257万千瓦，与上年持平；发电量982亿千瓦时，同比增长12.60%。

2013年1~9月，电源投资微增，其中核电投资下降幅度较大。基建新增发电装机容量较上年同期增长超过三成，西南水电集中投产带动水电新增规模创同期新高；电源项目在建规模同比大幅减小。

电力生产与销售状况

图9 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电

量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，全国电力供需总体仍然偏紧。2012年，全国全社会用电量4.96万亿千瓦时，同比增长5.50%，增速比上年回落6.50个百分点，用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

截至2013年9月底，全社会用电量39452亿千瓦时，同比增长6.97%，增速较上年同期回落 2.06个百分点。

电力生产方面，2012年受经济增长放缓等因素影响，全国电力消费增长平缓，由于电力消费增速回落及水电大发，全年火电设备利用小时比2011年明显下降。火电企业燃料成本压力减轻，加上来水较好、水电大发，发电集团整体经营状况好于2011年。

2012年，全国全口径发电量49774亿千瓦时，比上年增长5.22%。分类型看，水电发电量8641亿千瓦时，同比增长29.3%，占全国发电量的17.4%，比上年提高3.2个百分点；火电发电量39108亿千瓦时，同比增长0.3%，占全国发电量的78.6%，比上年降低3.9个百分点；核电、并网风电发电量为982亿千瓦时和1004亿千瓦时，同比分别增长12.6%和35.5%，占全国发电量的比重分别比上年提高0.1和0.5个百分点。

2012年，全年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为4572小时，较2011年降低158小时。其中，水电设备平均利用小时3555小时，同比增加536小时；火电设备平均利用小时4965小时，同比降低340小时；核电7838小时，同比增加79小时；风电1893小时，同比增加18小时。

2012年，全国6000千瓦及以上电厂供电标准煤耗326克/千瓦时，同比降低3克/千瓦时；全国电网输电线路损失率6.62%，同比增加0.10

个百分点。

截至2013年9月底，全国6000千瓦及以上电厂发电装机容量11.63亿千瓦、同比增长9.5%。其中，水电2.31亿千瓦、火电8.42亿千瓦、核电1461万千瓦、并网版本风电6826万千瓦。根据国家统计局统计，1~9月份，全国规模以上电厂发电量38688亿千瓦时，同比增长6.8%，增速比上年同期提高3.2个百分点，其中，全国规模以上电厂水电发电量5843亿千瓦时，同比增长4.0%，增速比上年同期降低20.3个百分点；全国规模以上电厂火电发电量31116亿千瓦时，同比增长6.5%；全国核电发电量803亿千瓦时，同比增长11.7%。6000千瓦及以上风电厂发电量993亿千瓦时，同比增长40.6%。1~9月全国发电设备累计平均利用小时3385小时，比上年同期降低55小时，降幅与1-8月份基本持平。

竞争格局

表2 2012年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 万kWh, 亿kWh, %)

项目	2012 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	13508	12.01	6087	12.73
国电集团	12008	10.68	4898	10.24
大唐集团	11400	10.14	5115	10.69
华电集团	10179	9.05	4323	9.04
中电投集团	8000	7.11	3494	7.30
合计	55095	49.00	23917	50.00

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

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。五大发电集团是指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称

“中电投集团”)；非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等；地方电力集团主要包括申能集团有限公司、广东省粤电集团有限公司等。此外，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。

从区域竞争特征看，目前中国电力市场可划分为华北、东北、华东、华中、西北和南方等六个区域性市场。从五大发电集团的竞争区域来看，华能集团在华北电网、华东电网、南方电网占有较大的市场份额；大唐集团在华北电网占有主导地位；华电集团发电资产分布的省份比较集中，在贵州、黑龙江、新疆和四川等省份占有主导地位；中电投集团的优势在华东地区，且核电规模较大。

行业关注

(1) 电煤价格

由于中国特有的电煤价格体系，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，煤炭企业可以根据市场供求调整价格，但发电企业却是政府定价，造成了发电企业的盈利性的波动。

2012年12月25日国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，明确要求，“建立电煤产运需衔接新机制。自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，地方政府对煤电企业经营活动不得干预”；《意见》同时进一步完善煤电联动机制，加强了电力与煤炭价格的相互作用。总体来看，中国政策的实施深度对电力及电煤市场影响较大。

(2) 大型企业适度延伸产业链

在电煤价格波动成为影响火电企业经营重要因素的背景下，国家电监会鼓励电力企业加大煤电联营步伐，建议各发电集团适当放缓火电建设速度，拿出一部分资金或收购或参股煤炭企业、运输企业，实行煤电联营、煤运联

营，以确保部分电煤供应，并平抑电煤价格过快上涨。相关建议得到了业内企业的积极响应，近几年五大电力集团以及部分实力雄厚的地方发电企业均通过收购、合作等方式实现了对上游煤炭资源、铁路、船运以及下游高耗能产业（如电解铝等）的延伸，以增强产业协调效应，提高成本控制能力，改善整体的抗风险能力。

行业发展

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2012年底，公司注册资本为23.24亿元人民币，其中青海省政府国有资产监督管理委员会持股比例58.48%，青海省国有资产投

资管理有限公司持股比例 21.51%，西宁经济技术开发区投资控股有限公司持股比例 20.01%。

2. 企业规模

公司是青海省国资委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 45 万吨电解铝，年产 12 万吨阳极炭素，年产 27 万吨粗铝加工能力（已达产 11.2 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处于生产磨合阶段。

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 171.1 万千瓦。公司在运行的水电装机容量为 28.4 万千瓦，年发电量约为 8.92 亿千瓦时。目前，22.5 万千瓦的黄丰水电站已经完成了 1、2、3 号机组启动验收，14.2 万千瓦的大河家水电预计将于 2014 年底前投产。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 万千瓦火电机组也分别于 2011 年 7 月和 2012 年 2 月上网发电。

煤炭业务板块方面，公司目前具有年产 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 2014 年投产。

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 41 幅勘探图（即勘探区域），每幅图为 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。

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。

3. 人员素质

公司本部现有高级管理人员 8 人，均具有大学本科及以上学历。

公司董事长，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，兼任青海桥头铝电股份公司董事长。2011 年 1 月起任公司董事长。

公司总经理，严发仓先生，1962 年 11 月出生，研究生学历、会计师，中国党员。先后在青海省财政厅、青海省国资局和青海省省经委任职，2004 年 4 月-2005 年 7 月任青海省国资委产权处处长，从事国资重组、产权管理工作；2005 年 7 月-2011 年 1 月任西宁城市投资管理有限公司党委书记、总经理；2006 年 1 月-2009 年 10 月期间，兼任西宁市财政局副局长；2011 年 1 月至 2012 年 4 月任青海省投资集团有限公司党委委员、常务副总经理。2012 年 5 月起任青海省投资集团有限公司董事、党委委员、总经理。

目前，公司现有正式职工总数为 9554 人；从学历来看，初中以下学历占 3.31%，高中及中专占 48.04%，大专及以上学历占 48.65%。

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。

4. 股东支持

公司是青海省国资委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。

为了使铝行业向规模化、集约化发展以及开展上下游产业融合，经省委、省政府批准，西部矿业的煤电铝资源整合给青海省投资集团有限公司，增资后，公司煤、电、铝生产能力将得以快速扩大，煤炭资源储量得以大幅提升，公司整体经营规模和抗风险能力将得以增强。

总体看，公司在发展中能够获得政府的有力支持。

六、管理分析

1. 法人治理

公司是青海省国资委持有的大型国有企业集团，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5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7人组成，其中应有职工代表5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，并经省国资委同意方可任免。

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. 管理水平

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。

七、经营分析

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

从板块收入看，2012年，公司收入规模保持平稳增长，其中铝业板块是公司主要的收入来源；公司电力、煤炭以及其他业务板块（其他业务包括物业、建筑安装、水费、担保业务等）收入占比较小，对公司收入影响小。

公司煤炭业务和水电开发业务毛利率较高，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，近年铝行业景气度波动对公司铝业板块毛利率产生较大影响，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。2011年，虽然氧化铝的采购价格略有下降，但人工等其他成本上升，公司毛利率有所下降；2012年以后，铝价持续处于下降通道，电解铝行业产能过剩问题、国内外经济复苏依旧乏力以及人工成本的上升，公司毛利率出现加速下滑的走势；煤炭板块，毛利率基本保持稳定，2013年1~9月，虽然煤炭销售价格有提升，但由于煤炭开采成本有大幅度提升，所以毛利率有所下降；电力板块方面，2012年由于人工费用增加，毛利率有所下降，2013年1~9月，公司电力板块毛利率较2012年变化不大；其他业务收入总体上看占比较小，但2012年由于包含房地产项目的收入，所以导致该公司其他板块的收入占比较高，2013年公司已没有房地产业务。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项 目	2010 年			2011 年			2012 年			2013 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
铝产品等	41.15	82.32%	16.33%	43.37	87.95%	15.42%	53.11	73.70%	6.60%	46.68	74.87%	6.42%
电力销售	3.78	7.56%	34.92%	1.66	3.37%	39.96%	6.53	9.06%	22.98%	7.43	11.92%	21.78%
煤炭行业	3.05	6.10%	40.00%	0.91	1.85%	41.16%	1.68	2.33%	41.16%	4.18	6.70%	30.81%
其他	2.01	4.02%	19.90%	3.37	6.83%	44.67%	10.74	14.90%	28.74%	4.06	6.51%	34.29%
合 计	49.99	100.00%	19.32%	49.31	100.00%	18.72%	72.06	100.00%	12.19%	62.35	100.00%	11.70%

资料来源：公司提供

铝业板块

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

铝业板块是公司主要的收入和利润来源，该板块主要经营实体主要是公司持股71.16%的青海桥头铝电有限公司、持股64.62%的青海平安高精铝业有限公司和100%控股的青海瑞合铝箔有限公司，目前公司铝业板块主要以原铝直接销售为主，并有部分铝合金加工产品。

（1）采购情况

公司氧化铝采购主要从澳大利亚进口，从

连云港登陆，再通过陇海铁路转运至青海。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。2011 年以来，由于国外氧化铝价格的快速上升，导致公司加大了从国内采购的比重。2012 年，公司与中国铝业股份有限公司签订氧化铝长单采购合约 30 万吨，定价方式为上期所铝锭的三个月期货价的 17.5%，将能够保证公司电解铝产能增加后的原料供应，目前公司氧化铝采购中，进口氧化铝占 14%，中铝签订 30 万吨长单占国内氧化铝采购比重为 33%。

公司生产 1 吨电解铝消耗氧化铝 1.93 吨，低于行业的平均水平 1.95 吨，公司在氧化铝的单耗以及采购成本方面在行业内具有一定的优势。

表 4 公司氧化铝采购情况

指标	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
平均采购价格（元/吨）	2791	2724	2907	2512.06
采购量（万吨）	47.50	64.06	99.69	66.17

资料来源：公司提供

电力成本方面，由于公司地处青海，电价水平低，并且公司拥有 5×12.5 万千瓦火电机组的自备电源，上网后使用，每度电优惠 0.015 元，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，在行业平均水平中处于较低水平。

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

表 5 公司阳极炭素采购情况

阳极炭素	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
平均价格（元/吨）	3902	3859	3702
产能（万吨）	12	12	12
产量（万吨）	13.41	13.10	9.3

资料来源：公司提供

（2）生产情况

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

公司拥有 708 台电解槽，目前主要运行的年产 30 万吨电解铝生产线采用具有行业先进水平的 240KA 大型中间点式下料预焙阳极电解工艺，属高产、高效、低投资、低耗能、低污染的生产线，烟气净化和其它环保设施在国内处于先进水平。

表 6 公司电解槽情况

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

资料来源：公司提供

表 7 公司铝业板块近年产销情况

产品		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
电解铝	产能（万吨）	30	30	45	45
	产量（万吨）	30.21	30.09	41.78	27.89
	销量（万吨）	25.14	24.72	35.68	28.93
	平均价格（元/吨，含税）	15443.88	16650.42	15597.12	14882.62
铝合金 （粗铝加工产品）	产能（万吨）	5	20	20	20
	产量（万吨）	4.02	4.98	15.14	6.73
	销量（万吨）	4.56	3.34	12.58	5.7
	平均价格（元/吨）（含税）	17592.14	17833.84	15655.62	15145.76

资料来源：公司提供

(3) 销售情况

2012年以来,中国经济增速逐步放缓,中国电解铝下游主要行业需求减弱,电解铝价格整体在低位波动,但电解铝行业产能却进一步过剩,电解铝供大于求的矛盾开始凸显,公司的经营风险加大。

电力生产板块

火电方面,公司在运行的火电机组主要为桥头铝电5×12.5万千瓦小火电机组,由于小机组具备起停灵活等特点,更能适应电解铝生产的供电要求。公司全资子公司青海宁北铝电有限公司建设的2×13.5千瓦火电项目的两台机组分别于2011年7月和2012年2月上网发电。

表 8 公司电煤采购情况

金瑞矿业	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
平均采购价格 (元/吨)	292.37	252.14	376.28
采购量 (万吨)	140.70	152.54	118.40
外购	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
平均采购价格 (元/吨)	351.72	468.37	355.00
采购量 (万吨)	123.35	91.10	127.10

资料来源:公司提供

煤炭采购方面,受运输条件限制,青海地区煤炭市场具有明显封闭性,区域内煤炭价格水平低,公司煤炭采购部分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,部分外购,从金瑞矿业采购的价格低于外购价格,2013 年,从金瑞矿业采购的煤炭以市场价确定,外加运费的增加,所以从其采购煤炭的价格相对以往上升。

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

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

表 9 公司下属康扬水电站近年运行情况

指标	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
水电装机容量(万千瓦时)	28.40	28.40	28.40	28.40
发电量(亿千瓦时)	9.89	8.55	10.05	7.43
上网电量(亿千瓦时)	9.60	8.40	9.91	7.31
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)	3467.75	2979.00	3523.45	2639.64

资料来源:公司提供

黄丰水电站装机容量为 22.5 万千瓦,概算总投资 22.94 亿元,截至 2013 年 9 月底,已完成投资 22.70 亿元,完成 1、2、3 号机组启动验收。

大河家水电站装机容量 14.2 万千瓦,概算总投资 13.4 亿元,截至 2013 年 9 月底,已完成投资 9.23 亿元,预计在 2014 年完工。

尔多水电站装机容量为 96 万千瓦,总投资约 88.15 亿元,截至 2013 年 9 月底,已完成投资 9.23 亿元,预计 2018 年首台机组并网发电,2020 年全部建成投运。

煤炭板块

公司煤炭板块主要是子公司金瑞矿业,现有已投产矿井主要为年产 90 万吨柴达尔矿和年产 60 万吨的海塔尔矿。受运输条件限制,青海省煤炭市场供给具有明显封闭性,公司煤炭主要销售给桥头铝电作为电解铝生产的发电用煤,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,预计将于 2013 年投产。

表 10 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	3695.42	60
柴达尔矿井	10120.88	90
柴达尔煤矿先锋井		45 (在建)

资料来源:公司提供

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

火电项目提供电煤供应，提升公司电煤自给能力。

矿产资源风险勘探与开发业务

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

目前，公司在青海省内拥有 41 个图幅勘探图（即勘探区域），每幅图约为 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 2013 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 2012 年底，金星矿业资产总额为 3.97 亿元，负债总额为 2.76 亿元，净资产 1.21 亿元。截止 2013 年 9 月底，资产总额为 4.46 亿元，负债总额为 3.24 亿元，净资产 1.22 亿元。

营业收入 713.15 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

公司其他业务包括物业、建筑安装、水费、担保业务等，总体毛利率波动较大，但由于这些业务收入很小，该板块对公司未来收入和利润影响不大。

未来发展

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

截至2013年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和财务实力形成支撑，未来公司有筹资需求较大。

表11 截至2013年9月底公司主要在建工程投资情况（单位：万元）

项目	计划总投资额	已投资额	工程进度	2013年计划投资	2014年计划投资	2015年计划投资
黄丰水电站（装机容量22.5万千瓦）	229381.00	226951.00	完成了 1、2、3#机组启动验收	46000.00	--	--
大河家水电站（装机容量14.2万千瓦）	134000.00	92303.00	厂房工程前三季度主要完成混凝土浇筑 6.8 万 m ³ ，钢筋制安 5000t，金属结构安装 1127t。泄洪闸工程前三季度完成混凝土浇筑 9975m ³ ，钢筋制安 915t，金属结构安装 1046t。机电安装工程：1~4#机尾水管安装完成，1#机管型座安装完成，其他安装工程随土建进度进行预埋件的埋设。	33000	41697	--

项目	计划总投资额	已投资额	工程进度	2013年计划投资	2014年计划投资	2015年计划投资
尔多水电站（装机容量96万千瓦）	881500.00	92303.00	累计征地 468.6 亩；对外公路得合索至生活基地段完成草皮清理 4.2 万 m ² ，沙砾换填 3 万 m ³ ，路基回填 21 万 m ³ ，路基开挖 20.7 万 m ³ ，路基沙砾层回填 3.05 万 m ² ，浆砌石路肩墙 2.13 万 m ³ ，排水沟砌筑 378 m ³ ，涵洞 223m，小桥 4 座；S101 省道至得合索段完成草皮清理 8.5 万 m ² ，沙砾换填 6.3 万 m ³ ，路基回填 10.8 万 m ³ ，路基开挖 44.7 万 m ³ ，浆砌石路肩墙 4269 m ³ ，涵洞 509m	6000	10000	20000
二期30万吨铝基合金棒材	303940.00	127928.60	整流变六台套安装基本完成，四台变压器耐压试验已完成，正在连接第三台变压器铜牌。滤波装置系统设备 6 台套安装已基本完成。直流汇流母线安装基本完成。	66000	66000	66000
先锋矿改扩建	24770.00	20678.00	完成掘进工程量 680.9 米	3800	--	--
大通桥头2×350MW火力发电	29300.00	--	--	500	73125	73125
合计	1602891	560163.60		155300	190822	159125

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本次增资注入资产的进一步优化整合，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。此外，西部矿业股份有限公司对公司增资注入的 4 家公司并入后，公司煤、电、铝生产能力将得以快速扩大，煤炭资源储量得以大幅提升，公司整体经营规模和抗风险能力将得以增强。未来随其对相关资产在管理经营上的逐步整合优化，公司煤、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 and 整体竞争实力的进一步增强。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010~2012 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。2013 年三季度报表未经审计。

2011 年，根据青海省国资委青国资企

（2011）201号文件，公司接受了青海桥电实业有限公司整体资产的划转，合并范围相应增加一家。2012年，青海天诚信用担保有限公司和青海益和检修安装有限公司纳入合并范围，近年来，虽然公司财务报表合并范围不断变化，但从整体上看合并范围的变化对公司财务可比性影响较小，财务数据具有可比性。公司合并范围，未包括西部矿业股份有限公司增资注入的4家公司。

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

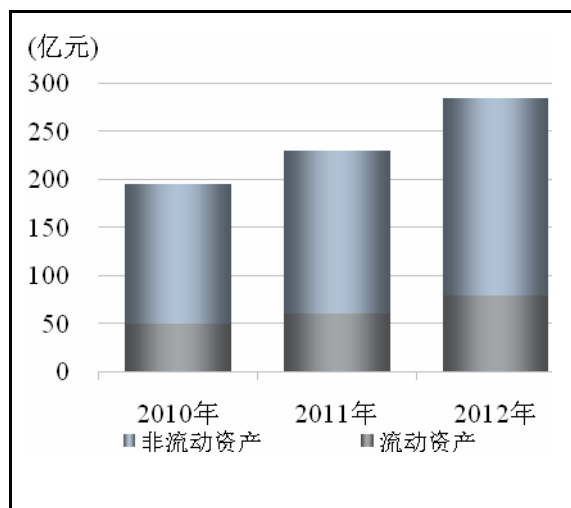
截至2013年9月底，公司合并资产总额为307.41亿元，所有者权益合计为54.65亿元（其中少数股东权益26.20亿元）。2013年1~9月，公司实现营业收入62.35亿元，利润总额0.19亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年底，公司资产总额快速增

长, 年均增长 20.92%, 2012 年底为 285.17 亿元, 其中流动资产占 27.94%, 非流动资产占 72.06%。公司资产以非流动资产为主。

图 10 2010 年~2012 年公司资产构成情况

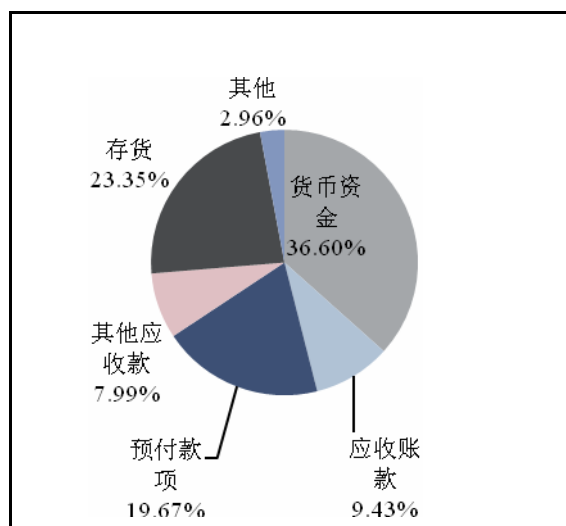


资料来源: 公司审计报告

流动资产

2010~2012 年底, 公司流动资产快速增长, 年均增长 26.49%, 2012 年底为 79.69 亿元, 主要由货币资金 (占 36.60%)、应收账款 (占 9.43%)、预付款项 (占 19.67%)、其他应收款 (占 7.99%) 和存货 (占 23.35%) 构成。

图 11 2012 年底公司流动资产构成情况



资料来源: 公司审计报告

2010~2012 年底, 公司货币资金波动增长, 年均增长 32.18%, 2012 年底为 29.17 亿元, 较 2011 年底增长 117.84%, 其中最主要的是银

行存款和其他货币资金 (主要是银行承兑汇票、票据保证金存款等), 2012 年银行存款增加了 91.73%, 其他货币资金为 4.79 亿元, 是 2011 年的 7.14 倍。

2010~2012 年底, 公司应收账款快速增长, 年均增长 70.31%, 2012 年底为 7.51 亿元, 按照账龄计提坏账准备的应收账款中 1 年以内的占比 86.11%, 1~2 年的占比 9.94%, 2~3 年的占比 0.71%, 3 年以上的占比 3.24%。总共计提坏账准备 0.33 亿元, 计提比例为 4.23%。总体看, 公司的应收账款以 1 年以内短期为主, 回收期较短, 流动性较好, 坏账风险较低。

2010~2012 年底, 公司预付款项波动幅度较大, 年均增长 0.44%, 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的波动影响, 截至 2012 年底公司预付款项为 15.67 亿元, 从账龄上看, 1 年以内占比 62.33%, 1~2 年的占比 15.80%, 2~3 年的占比 3.36%, 3 年以上的占比 18.51%。

2010~2012 年底, 公司其他应收款波动中有所增长, 年均增长 13.77%, 2012 年底为 6.37 亿元, 按组合计提坏账准备的其他应收款占比 93.02%, 其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 4.91 亿元, 账龄 1 年以内的金额为 3.27 亿元 (占 66.45%), 1~2 年的金额 1.54 亿元 (占 31.42%), 2 年以上的金额较少, 占 2.13%, 总共计提坏账准备 0.08 亿元, 计提比例 1.58%; 采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款为 1.55 亿元, 计提坏账比例为 0.3%。总体看公司其他应收款回收期较短, 坏账风险较低。

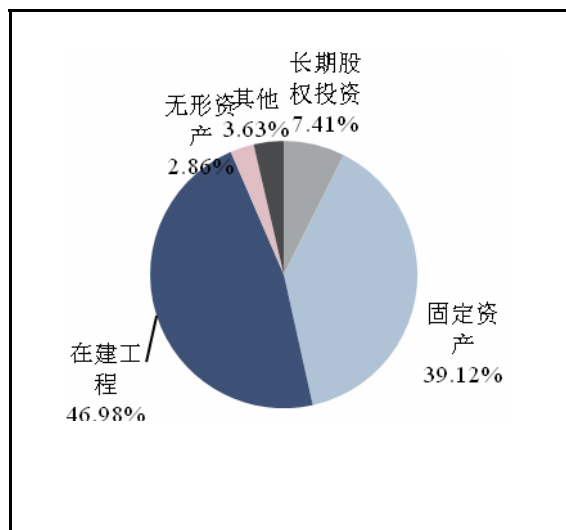
2010~2012 年底, 公司存货快速增长, 年均增长 51.60%, 2012 年底为 18.60 亿元, 主要由原材料、库存商品、在产品、开发成本和发出商品构成, 2011 年, 主要受公司氧化铝采购规模扩大影响, 公司存货规模快速增加, 2012 年, 由于原材料、库存商品、在产品都有不同程度的增加, 公司存货规模继续扩大。2012 年公司计提存货跌价准备 0.15 亿元, 主

要是针对氧化铝原材料和库存商品计提的跌价准备。

非流动资产

2010~2012 年底,公司非流动资产快速增长,年均增长 18.95%,2012 年底为 205.49 亿元主要由长期股权投资(占 7.41%)、固定资产(占 39.12%)和在建工程(占 46.98%)构成。

图 12 2012 年底公司非流动资产构成情况



资料来源:公司审计报告

2010~2012 年底,公司长期股权投资快速增长,年均增长 38.14%,2012 年底为 15.22 亿元,主要是对西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司、中科英华高科技股份有限公司和西宁开投科技发展小额贷款有限公司的投资。

2010~2012 年底,公司固定资产波动中有所增长,年均增长 9.12%,2012 年底为 80.38 亿元,主要是主要为房屋建筑物和生产设备的增加。

2010~2012 年底,公司在建工程快速增长,年均增长 31.41%,2012 年底为 96.54 亿元,主要为公司的水电站和铝加工等项目。

截至 2013 年 9 月底,公司资产总额为 307.41 亿元,较 2012 年底增长 7.80%,公司资产中流动资产占 30.20%,非流动资产占 69.80%,流动资产占比增加,但仍以非流动资产为主。流动资产构成上,货币资金占比大幅增加,预付款项和存货规模占比有所下降。

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

所有者权益

2010~2012 年底,公司所有者权益年均增长 38.81%,2012 年底为 59.09 亿元,公司所有者权益中股本占 75.36%(青海省国有资产投资管理有限公司和西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司投资致使股本在 2012 年有较大的增幅)、资本公积占 6.61%、盈余公积占 2.16%、未分配利润占 15.04%;其中归属于母公司所有者权益占 52.19%,少数股东权益占 47.81%(少数股东权益 2012 年大幅增加增加的原因主要是本年度报表合并范围增加青海天诚信用担保有限责任公司,其中公司只占 25%的股份)。公司所有者权益结构稳定性好。

截至 2013 年 9 月底,公司所有者权益为 54.65 亿元,较 2012 年底下降 7.52%。公司所有者权益基本保持稳定。截至 2013 年 9 月底,公司所有者权益中股本占 81.68%、资本公积占 2.24%(由于 2013 年子公司宁北铝电收购北京嘉润鑫荣投资有限公司持有的公司子公司桥北铝电 12.36%的股份,合并时产生差异导致资本公积有所降低)、盈余公积占 2.34%、未分配利润占 11.97%(由于上缴国有资本收益以及划转子公司桥头铝电电解铝二分公司给青海省物资产业集团总公司,导致未分配利润有所下降);其中归属于母公司所有者权益占 52.06%,少数股东权益占 47.94%。

整体看公司所有者权益的稳定性一般。

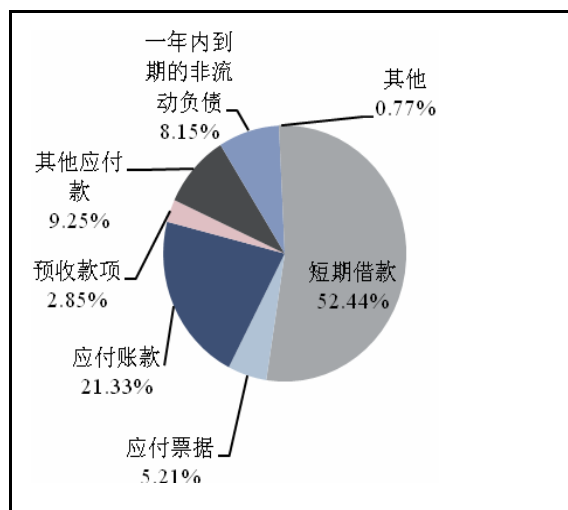
负债

2010~2012 年底,公司负债总额年均增长 17.28%,截至 2012 年底,公司负债总额为 226.08 亿元,其中流动负债占 49.19%,非流动负债占 50.81%。

2010~2012 年底,公司流动负债快速增长,年均增长 19.76%,截至 2012 年底,为 111.20 亿元,主要由短期借款(占比 52.44%)、应付

票据（占比 5.21%）、应付账款（占比 21.33%）、其他应付款（占比 9.25%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.15%）组成。

图 13 2010~2012 年公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年底，公司短期借款波动中有所增长，年均增长 3.06%，2012 年底为 58.32 亿元，主要为质押、抵押借款和保证借款。

2010~2012 年底，由于公司在原材料及设备采购中加大了票据结算比重，公司应付票据快速增长，年均增长 102.80%，2012 年底为 5.79 亿元。

2010~2012 年底，由于公司铝业板块经营扩大，应付材料和设备款增加，公司应付账款快速增长，年均增长 56.38%，2012 年底为 23.72 亿元。

公司的其他应付款主要是应付公积金、基本医疗保险、履约保证金等，2010~2012 年底，公司其他应付款波动增长，年均增长 27.90%，2012 年底为 10.29 亿元。

2010~2012 年底，公司非流动负债快速增长，年均增长 15.01%，截至 2012 年底为 114.88 亿元，主要由长期借款（占比 76.19%）、应付债券（占比 11.72%）和长期应付款（占比 10.24%）组成。

2010~2012 年底，公司长期借款年均增长 7.19%，截至 2012 年底为 87.53 亿元，主要为抵押、质押借款和保证借款。

公司将在存续期内的所有长短期债券放入应付债券中，2010~2012 年底，公司应付债券年均增长 49.79%，截至 2012 年底，公司应付债券 13.46 亿元，包括公司 2012 年发行的 6 亿元短券、10 年期公司债 6 亿元以及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。

2010~2012 年底，公司长期应付款快速增长，年均增长 80.34%，截至 2012 年底，长期应付款为 11.76 亿元，主要是有息的应付融资租赁款。

有息债务方面，2010~2012 年底，公司全部债务年均增长 11.93%，截至 2012 年底，为 180.84 亿元，其中短期债务占 43.78%，长期债务占 56.22%。

债务指标方面，2010~2012 年底，公司的资产负债率波动下降，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率不断下降，截至 2012 年底，分别为 79.28%、63.24%和 75.37%，公司债务负担有所降低，但仍然较重。

截至 2013 年 9 月底，公司全部债务为 212.63 亿元，较 2012 年底增长 17.58%，其中短期债务占 40.56%，长期债务占 59.44%，长期债务有所增长。同期，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 82.22%、69.81%和 79.55%，较 2012 年底分别上升 2.94 个、6.57 个和 4.18 个百分点。

总体看，近年来在建项目的大规模资金需求推高了公司整体的债务规模，目前公司债务负担重，负债水平高。公司未来资本支出较大，筹资需求大，未来公司债务规模可能进一步扩大。考虑到，西部矿业股份有限公司对公司增资注入资产负债水平低，增资完成后，公司整体负债水平将得以快速下降，整体资本结构将实现优化。

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，

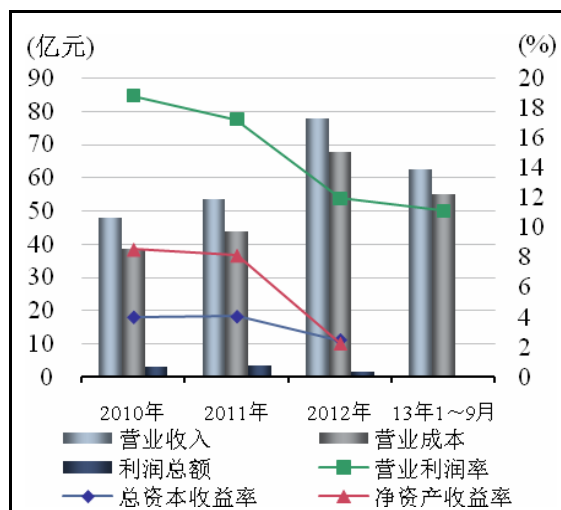
但非铝业务板块多处于建设和发展阶段，收入规模较小，铝业板块是公司最主要的收入和利润来源。2010~2012 年，受经营规模扩大带动，公司营业收入年复合增长 27.14%，2012 年为 77.78 亿元。

2010~2012 年，公司营业利润率分别为 18.81%、17.23%和 11.96%。公司主营电解铝冶炼行业存在在产能过剩现象。近年内受金融危机等因素冲击下，国内电解铝行业出现较大波动，产品价格和原材料价格波动对公司利润率空间造成一定影响，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。

2010~2012 年，公司期间费用占营业收入比分别为 15.04%、15.84%和 12.75%。期间费用占营业收入的比重下降，公司费用控制能力加强。

公司营业外收入较小，2012 年营业外收入大幅增加主要由于核销往来款增加，包括群英公司应付账款 0.55 亿元转入集团核销；鱼卡煤电公司应付账款 0.64 亿元转入集团核销。

图 14 2010~2013 年 9 月公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

2010~2012 年，公司分别实现利润总额 3.16 亿元、3.53 亿元和 1.47 亿元。2010 年公司实现投资收益 1.24 亿元（主要为转让黄河上游水电开发有限公司股权 4826 万元和转让鱼

卡煤电有限公司股权 7382 万元），2011 年公司取得投资收益 2.59 亿元，主要是出售子公司金星矿业部分股权取得的利得，2012 年取得的投资收益较少，主要是委托理财收益。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 62.35 亿元，受公司电解铝板块经营规模扩大带动，公司收入规模同比有所增长。同期，公司营业利润率为 11.12%，受电解铝价格因素影响，公司利润水平有所下滑。

2013 年 1~9 月，公司实现利润总额 0.19 亿元。受行业景气度下滑影响，公司利润规模大幅减少。

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，随着公司精铝加工、高精铝板带的生产渡过磨合阶段以及先锋矿井和黄丰水电等多个项目的建成投产，以及对西部矿业股份有限公司增资注入资产的整合效益的逐步体现，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。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2010~2012 年，公司流动比率和速动比率波动增长，截至 2012 年分别为 71.66%和 54.93%，2013 年 9 月底分别为 81.59%和 64.23%。公司经营现金流动负债比波动较大，三年分别为 3.21%、12.51%和 5.47%。整体看，公司流动负债中有息债务规模占比较高，公司存在一定短期支付压力。

长期偿债能力方面，2010~2012 年，公司 EBITDA 规模表现较为稳定，三年分别为 11.57 亿元、12.85 亿元和 10.66 亿元。同期内，公司债务规模不断增加，利息支出也相应保持较快增速，2012 年公司 EBITDA/利息保障倍数为 0.86 倍，较 2011 年有较大降幅。同期公司全部债务/EBITDA 为 16.97 倍，较 2011 年增幅较大。总体看，近几年债务规模的持续扩张对

公司长期偿债能力造成一定影响，公司长期偿债能力一般。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进一步优化。

截至 2013 年 9 月底，公司合计对外担保 6.71 亿元，其中子公司桥头铝电对外担保 1.15 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，子公司三江水电对外担保 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 2.16 亿元，担保对象为西海赛什塘铜业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。

截至 2013 年 9 月底，公司获得综合授信 301.65 亿元，其中未使用额度 142.67 亿元；公司间接融资渠道通畅。

6. 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（编号为：NO.B201311070014928122），截至 2013 年 11 月 7 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。

7. 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强。

九、结论

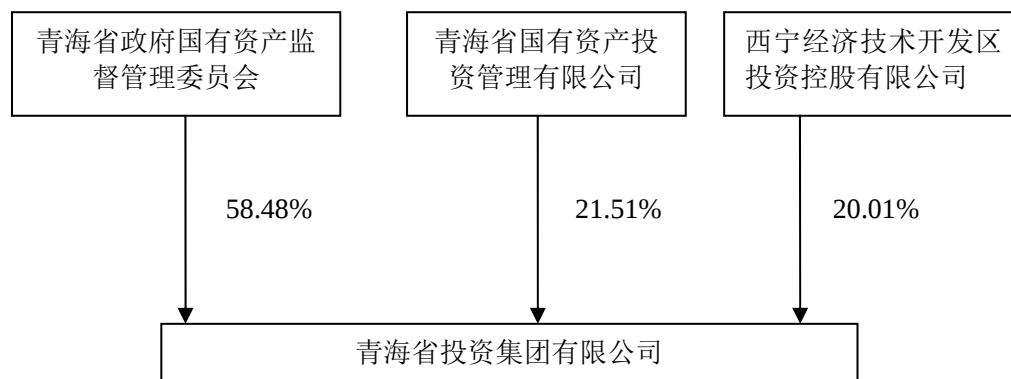
公司是青海省国资委全资持有的大型国有企业集团，在政府支持、区域环境、项目资源储备等方面具有优势。公司目前形成了包括电解铝、电力生产、煤炭开采和资源风险勘探在内的多元化业务格局，且煤（水）、电、铝三大业务板块实现有效协同，建立起了以煤（水）、电为基础，电解铝为核心的产业链，

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。

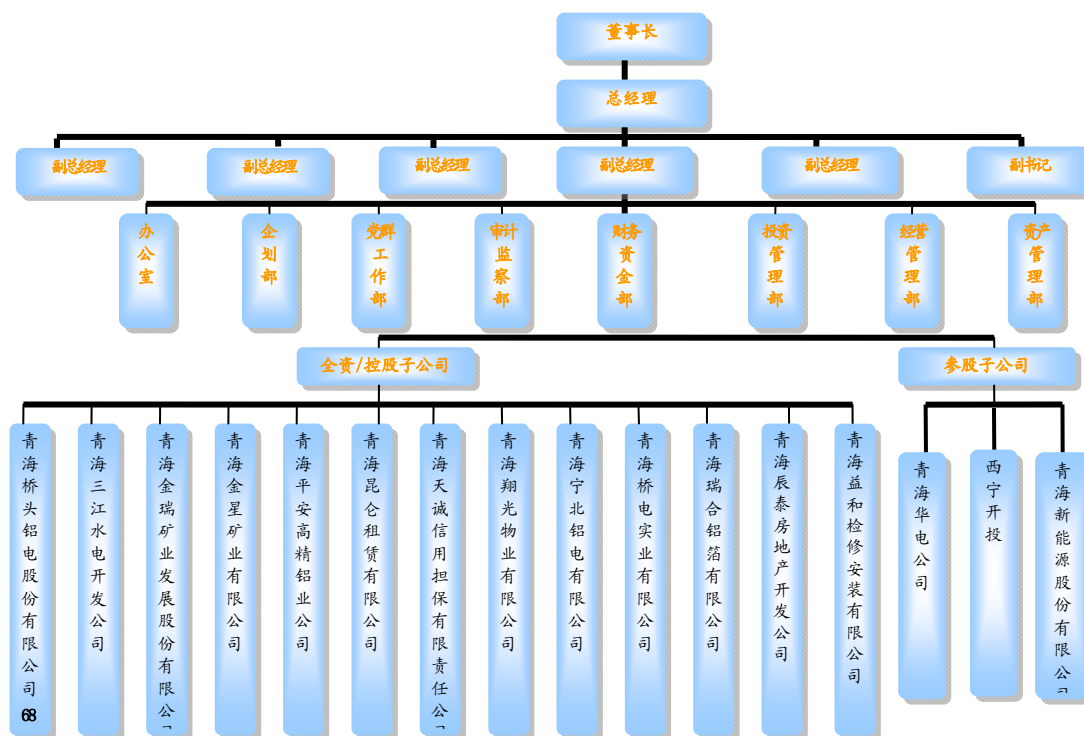
近几年，公司在建项目逐步推进，资产规模持续增长，但在国内电解铝行业大幅波动的背景下，公司收入规模、盈利状况和偿债能力受到一定影响。未来，随着已建成项目逐步渡过磨合期、在建项目的逐步建成投产，公司产业链将更趋完善；资产的运营效率和盈利水平都有望得到提升。此外，西部矿业股份有限公司对公司增资注入的 4 家公司并入后，公司煤、电、铝生产能力将得以快速扩大，煤炭资源储量得以大幅提升，公司整体经营规模和抗风险能力将得以增强。未来随其对相关资产在管理经营上的逐步整合优化，公司煤、电、铝产业链的整合效益有望逐步得以释放，有助于公司整体产业链布局 and 整体竞争实力的进一步增强。

综合分析，公司主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2012 年底公司主要子公司概况

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

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	166932.98	133885.48	291661.13	32.18	447310.04
交易性金融资产	185.48			-100.00	
应收票据	19501.93	6841.00	23530.77	9.84	40479.35
应收账款	25904.27	36157.42	75139.46	70.31	53739.34
预付款项	155369.32	192989.28	156726.00	0.44	123750.94
应收利息					
应收股利					
其他应收款	49205.02	71311.34	63694.55	13.77	63871.68
存货	80942.92	170214.82	186039.45	51.60	197525.07
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1.27		63.45	606.15	1538.60
流动资产合计	498043.20	611399.34	796854.81	26.49	928215.01
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	3000.00	3000.00	3100.00	1.65	3100.00
长期应收款					
长期股权投资	79761.50	80292.60	152207.43	38.14	149066.94
投资性房地产	32000.00	32000.00	34045.73	3.15	34045.73
固定资产	675066.19	662604.50	803792.36	9.12	868434.12
在建工程	559002.30	819488.72	965368.76	31.41	1013075.01
工程物资	5873.18	3077.73	3425.89	-23.63	4682.29
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	74540.92	60692.55	58842.79	-11.15	58818.10
开发支出					
商誉	3958.86	3717.86	3599.64	-4.64	3599.64
合并价差					
长期待摊费用	191.21	156.66	317.11	28.78	2242.07
递延所得税资产	2321.89	2592.99	6766.14	70.71	6398.22
其他非流动资产	16666.66	18939.66	23396.33	18.48	2384.43
非流动资产合计	1452382.70	1686563.27	2054862.20	18.95	2145846.55
资产总计	1950425.90	2297962.60	2851717.01	20.92	3074061.57

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	549059.93	531750.43	583160.62	3.06	705540.40
交易性金融负债					
应付票据	14078.70	33166.24	57900.15	102.80	85146.04
应付账款	97013.29	191501.93	237237.03	56.38	217684.32
预收款项	20376.22	51889.09	31668.61	24.67	38798.20
应付职工薪酬	1741.54	1745.63	2571.19	21.51	2311.11
应交税费	-1234.20	-24298.18	-34560.57	429.17	-45946.75
应付利息	763.69	1716.91	2525.24	81.84	11455.27
应付股利	600.44	588.11	1188.11	40.67	1188.11
其他应付款	62915.67	114281.52	102912.83	27.90	82157.47
预提费用					
一年内到期的非流动负债	28570.00	93400.00	90600.00	78.08	11850.00
其他流动负债	1406.97	1352.05	36786.79	411.33	27481.85
流动负债合计	775292.26	997093.73	1111990.01	19.76	1137666.03
非流动负债：					
长期借款	761800.58	782229.08	875262.34	7.19	1012576.54
应付债券	60000.00	60000.00	134614.18	49.79	234643.95
长期应付款	36174.00	99491.77	117642.63	80.34	120922.02
专项应付款	6552.22	5468.00	9595.70	21.02	8951.47
预计负债	348.86	283.45	283.45	-9.86	295.63
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	3584.50	8391.56	11404.11		12497.11
非流动负债合计	868460.17	955863.85	1148802.40	15.01	1389886.73
负债合计	1643752.42	1952957.58	2260792.41	17.28	2527552.76
所有者权益：					
实收资本(或股本)	135900.00	135900.00	232400.00	30.77	232400.00
资本公积	1893.71	4717.66	20369.54	227.97	6371.98
专项储备		98.54	2575.09		5038.09
盈余公积	4987.60	5969.61	6662.78	15.58	6662.78
未分配利润	19134.80	40222.56	46379.28	55.69	34052.46
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	161916.12	186908.36	308386.70	38.01	284525.32
少数股东权益	144757.36	158096.66	282537.90	39.71	261983.48
所有者权益合计	306673.47	345005.03	590924.60	38.81	546508.81
负债和所有者权益总计	1950425.90	2297962.60	2851717.01	20.92	3074061.57

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	481161.63	536578.55	777750.17	27.14	623537.72
减: 营业成本	385856.64	438949.36	676409.41	32.40	550559.44
营业税金及附加	4815.60	5160.31	8350.90	31.69	3630.47
销售费用	11756.52	12454.59	23988.78	42.84	12926.38
管理费用	20151.52	24975.66	28329.09	18.57	31951.66
财务费用	40478.81	47570.51	46872.01	7.61	24352.77
资产减值损失	687.19	800.66	593.11	-7.10	
加: 公允价值变动收益	-4.67			-100.00	
投资收益	12419.50	25917.45	1762.09	-62.33	1284.57
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	29830.19	32584.91	-5031.04		1401.57
加: 营业外收入	4974.43	4125.33	21287.32	106.87	1385.16
减: 营业外支出	3209.90	1393.17	1557.90	-30.33	842.17
其中: 非流动资产处置损失	1006.04	299.78	72.89		
三、利润总额	31594.72	35317.08	14698.39	-31.79	1944.55
减: 所得税费用	5403.87	7257.51	1556.35	-46.33	1221.90
四、净利润	26190.85	28059.57	13142.04	-29.16	722.65
其中: 归属于母公司的净利润	18677.32	22752.53	8490.64	-32.58	-2247.80
少数股东损益	7513.53	5307.04	4651.40	-21.32	2970.45

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	617336.54	644304.66	842207.95	16.80	642550.36
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	44019.37	167341.32	102327.52	52.47	189308.65
经营活动现金流入小计	661355.91	811645.98	944535.47	19.51	831859.01
购买商品、接受劳务支付的现金	423312.99	452165.76	610752.71	20.12	590814.21
支付给职工以及为职工支付的现金	35495.41	57788.44	72137.14	42.56	69442.22
支付的各项税费	59522.77	57700.81	43769.62	-14.25	42220.88
支付其他与经营活动有关的现金	118133.76	119257.58	157091.45	15.32	87775.02
经营活动现金流出小计	636464.93	686912.59	883750.92	17.84	790252.34
经营活动产生的现金流量净额	24890.98	124733.39	60784.54	56.27	41606.66
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	13822.72	1000.00	3200.00	-51.89	4500.00
取得投资收益收到的现金	277.28	1.60	1582.88	138.93	1135.39
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3594.99	10109.03	331.70	-69.62	34189.45
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	26035.37	99180.22		-100.00	19356.36
投资活动现金流入小计	43730.36	110290.86	5114.58	-65.80	59181.19
购建固定资产、无形资产等支付的现金	248393.95	213246.13	98048.34	-37.17	83835.27
投资支付的现金	17154.30	1650.00	60900.00	88.42	34183.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	12712.87	64870.44		-100.00	5853.64
投资活动现金流出小计	278261.12	279766.56	158948.34	-24.42	123871.91
投资活动产生的现金流量净额	-234530.76	-169475.70	-153833.76	-19.01	-64690.72
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	75482.30	60039.00	303762.00	100.61	
取得借款收到的现金	870198.52	919712.22	983061.60	6.29	846170.91
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	30143.48	30177.53	30378.49	0.39	211835.76
筹资活动现金流入小计	975824.29	1009928.75	1317202.09	16.18	1058006.67
偿还债务支付的现金	708352.86	906412.39	953148.10	16.00	574200.57
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	74278.50	92666.71	140096.38	37.34	110343.20
支付其他与筹资活动有关的现金	2224.73	4146.69	23448.52	224.65	195236.76
筹资活动现金流出小计	784856.09	1003225.78	1116693.01	19.28	879780.53
筹资活动产生的现金流量净额	190968.20	6702.97	200509.08	2.47	178226.14
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6.56	-198.58	267.31		506.83
五、现金及现金等价物净增加额	-18678.14	-38237.93	107727.18		155648.91
加: 期初现金及现金等价物余额	185611.12	165415.64	156099.92	-8.29	291661.13
六、期末现金及现金等价物余额	166932.98	127177.72	263827.09	25.72	447310.04

附件 4-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	26190.85	28059.57	13142.04	-29.16
加: 资产减值准备	799.81	965.99	593.11	-13.89
固定资产折旧及其他	39107.79	41986.88	44312.55	6.45
无形资产摊销	1396.33	1485.21	1482.46	3.04
长期待摊费用摊销	-372.40	37.94	43.54	
处置固定资产、无形资产等损失	-2285.95	230.88	-1707.27	-13.58
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	4.67			-100.00
财务费用	41971.40	47954.35	45088.95	3.65
投资损失	-12419.50	-25917.45	-1762.09	-62.33
递延所得税资产减少	-37.09	-126.40	-4173.15	960.71
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-1324.60	-84359.96	-15789.33	245.25
经营性应收项目的减少	-75831.44	-62666.95	-239161.28	77.59
经营性应付项目的增加	7691.11	177083.32	217381.20	431.64
其他			1333.80	
经营活动产生的现金流量净额	24890.98	124733.39	60784.54	56.27
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	166932.98	127177.72	263827.09	25.72
减: 现金的期初余额	185611.12	165415.64	156099.92	-8.29
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-18678.14	-38237.93	107727.18	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.60	12.14	10.98	--
存货周转次数(次)	4.77	3.50	3.80	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.25	0.30	--
现金收入比(%)	128.30	120.08	108.29	103.05
盈利能力				
营业利润率(%)	18.81	17.23	11.96	11.12
总资本收益率(%)	4.01	4.05	2.47	--
净资产收益率(%)	8.54	8.13	2.22	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	72.08	71.28	63.24	69.81
全部债务资本化比率(%)	82.48	82.03	75.37	79.55
资产负债率(%)	84.28	84.99	79.28	82.22
偿债能力				
流动比率(%)	64.24	61.32	71.66	81.59
速动比率(%)	53.80	44.25	54.93	64.23
经营现金流流动负债比(%)	3.21	12.51	5.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.41	0.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.47	12.25	16.97	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.03	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.02	-0.49	-0.75	--
现金流				
利润现金比率(%)	95.04	444.53	462.52	5757.52
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-209639.78	-44742.31	-93049.21	-23084.06

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+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
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跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

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。

