



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪167号

西部矿业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“西部矿业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月二十五日

西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	西部矿业股份有限公司		
担保主体	西部矿业集团有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元（5 年期）、已兑付人民币 20 亿元（10 年期）		
存续期限	5 年期：2011/01/17—2016/01/17 10 年期：2011/01/17—2021/01/17		
上次评级时间	2016 年 5 月 20 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

西部矿业	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	120.44	124.38	131.65	132.41
总资产（亿元）	258.29	285.69	321.66	311.31
总债务（亿元）	111.20	129.76	134.79	133.20
营业总收入（亿元）	242.47	267.67	277.76	63.57
营业毛利率（%）	6.13	5.02	6.07	9.97
EBITDA（亿元）	11.83	8.75	9.84	-
所有者权益收益率（%）	2.83	0.86	0.77	0.45
资产负债率（%）	53.37	56.46	59.07	57.47
总债务/EBITDA（X）	9.40	14.83	13.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	1.63	1.74	-
西矿集团	2014	2015	2016	
所有者权益（亿元）	130.63	125.74	138.36	
总资产（亿元）	416.94	448.68	482.28	
总债务（亿元）	245.26	274.13	281.70	
营业总收入（亿元）	297.85	329.99	355.51	
营业毛利率（%）	5.39	4.64	6.69	
EBITDA（亿元）	12.60	6.55	17.24	
所有者权益收益率（%）	-1.13	-6.61	1.29	
资产负债率（%）	68.67	71.98	71.31	
总债务/EBITDA（X）	19.46	41.87	16.34	
EBITDA 利息倍数（X）	1.25	0.76	1.74	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年，国内经济弱势企稳，有色金属行业在供给侧改革利好下为优化产业结构创造条件，西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）主要冶炼产品产量增加明显，铅、锌价格上涨带动金属采选冶业务收入大幅增长，主业获利能力有所提升；同时公司有色金属资源储备优势明显，拥有较完善的采选冶产业链，长期发展具有保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到有色金属价格波动、市场需求或将维持低速增长态势等因素对公司整体经营造成的影响。

中诚信证评维持西部矿业主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定，维持“西部矿业股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA⁺。该债项级别同时考虑了西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“集团”）为本次债券本息的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

正面

- 矿产资源丰富。截至 2016 年末，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铅 156.26 万吨、锌 242.56 万吨、铜 684.44 万吨、银 2,268.87 吨和金 17.63 吨，有色金属储量丰富。此外，公司与控股股东西矿集团签订《避免同业竞争协议》，公司拥有购买西矿集团在铅、锌、铜业务和资源方面股权的优先权，为资源储备的持续性增长奠定基础。
- 主业获利能力提升。公司拥有较完善的采选冶产业链，2016 年有色金属行业有所回暖，金属采选冶业务带动当年经营性业务利润规模扩大。2015 年~2016 年公司经营性业务利润分别为 4.22 亿元和 6.47 亿元。

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

莫蕾 lmo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月25日

关注

- 目前全球经济发展仍有较大不确定性，有色金属行业销售及去库存压力仍将持续，产品总体需求或将维持低速增长态势，中诚信证评对公司后续产能释放情况予以持续关注。
- 贸易板块持续亏损。公司贸易业务规模较大，2014~2016年贸易板块业务规模分别占收入比重为79.52%、85.20%和82.76%，但贸易业务近年持续亏损，对整体盈利能力造成负面影响。
- 盈利能力受有色金属价格波动影响较大。有色金属价格不仅受供求变化影响，而且与全球经济状况、国内经济状况密切相关，目前有色金属价格处于较大波动状态，对公司整体盈利能力造成较大影响。
- 期货交易具有较高的市场风险和操作风险，公司内部控制体系有待进一步完善。公司对原材料和产成品进行一定程度套期保值，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，中诚信证评持续关注公司对套期保值业务的风险控制情况。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项说明

2016 年公司因筹划重大事项，可能涉及发行股份购买资产，公司股票于 2016 年 2 月 1 日起停牌。2016 年 2 月 6 日公司披露了《西部矿业关于重大资产重组停牌公告》（详见临时公告 2016-006 号），涉及公司正在筹划发行股份购买资产的重大事项，公司股票自 2016 年 2 月 15 日起停牌。2016 年 3 月 15 日，由于重大资产重组涉及相关事项较多、涉及面广，公司发布股票不能按原定时间复牌。2016 年 7 月，公司发布公告，拟向西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”）、青海地矿集团有限公司及中国科学院青海盐湖研究所发行股份和支付现金购买青海锂业有限公司 100% 股权，向西矿集团、四川发展资产管理有限公司及中航信托股份有限公司发行股份和支付现金购买四川会东大梁矿业有限公司 100% 股权，并于 2016 年 7 月 22 日起复牌。2016 年 12 月 17 日，公司披露《西部矿业关于重大事项的停牌公告》（详见临时公告 2016-093 号），由于可能涉及对资产重组方案的重大调整，公司股票自 2016 年 12 月 19 日起停牌，2017 年 3 月 18 日公司披露了《西部矿业关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的预案》，原收购的标的资产不变，对标的资产的预计交易价格进行了调整，并于 2017 年 4 月 12 日起复牌。截至 2017 年 5 月 12 日，该项重大资产重组进度为：审计机构已经出具了标的资产的审计报告，评估机构正在出具标的资产的评估报告。评估报告出具后，公司还需将评估报告报送相关国资监管部门核准。总体来看，目前公司重大资产重组相关工作正常推进中，未来随着资产重组完成，业务经营或更为多元化，中诚信证评将持续关注重大资产重组事项进展及未来公司业务经营和发展战略等。

行业分析

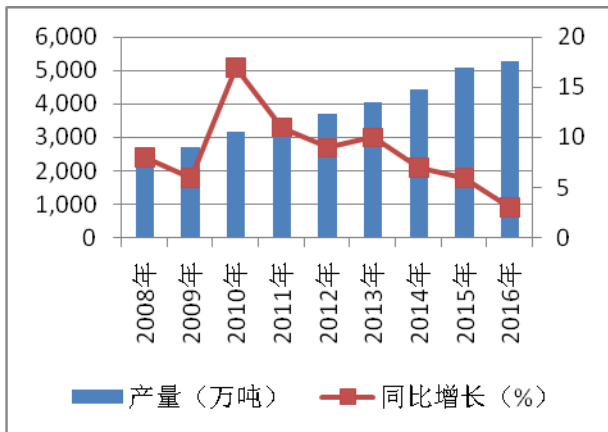
2016 年中国经济弱势企稳，受供给侧改革利好以及部分有色金属价格上涨影响，国内有色金属行业较 2015 年亏损面减少，行业盈利空间有所回升

有色金属行业下游主要为房地产、电力、家电、

汽车等行业，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的周期性行业。我国作为新兴工业化国家，在世界有色金属工业中的地位不断增强，生产和消费规模不断扩大。2012 年以来，我国铜铝铅锌四种基本金属产量和消费量全部位居全球第一，已成为全球最大的有色金属生产和消费国，构成了全球范围内有色金属需求的“中国因素”。但近年来，受经济增速放缓影响，我国有色金属行业发展速度有所下降。2014~2016 年，我国十种有色金属产量分别为 4,417 万吨、5,090 万吨和 5,283 万吨，同比分别增长 7.2%、5.8% 和 2.5%，增速分别回落 2.7 个百分点、1.4 个百分点和 3.3 个百分点。

从下游细分行业看，在国内经济增速放缓的大环境下，除电力行业仍保持较高增速之外，房地产、汽车和家电等有色金属主要消费领域的增速近年来出现不同幅度的下滑，但 2016 年国内经济弱势企稳，有色金属主要消费领域需求均有所回升。电力方面，2014~2016 年，我国电网基本建设投资完成额分别为 4,118 亿元、4,603 亿元和 5,426 亿元，分别同比增长 5.75%、11.74% 和 16.90%，电网投资需求明显加速；房地产方面，2016 年，得益于前期信贷宽松政策出台，房地产市场持续回暖，拉动房地产投资相应增长，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.9%，增速较上年提升 5.90 个百分点，全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.10%，增速较上年提升 22.10 个百分点，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.70%。汽车方面，2016 年，汽车产、销量分别为 2,819.37 万辆和 2,802.82 万辆，分别同比增长 13.10% 和 13.25%，较上年同期分别提升 10.40 个百分点和 8.97 个百分点。家电方面，2016 年我国空调产量为 16,049.30 万台，同比增长 4.50%，增速较上年提升 4.50 个百分点。

图 1：近年来我国十种有色金属产量及增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体来看，目前有色金属行业面临的发展环境仍较为复杂。预计随着电网投资、轨道交通等基建需求加速，短期内铜、铝等产品需求有望提升，但由于房地产投资增速及家电行业增速仍处于近年来较低水平，行业销售及去库存压力仍将持续，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势。

锌产品方面，因2015年第四季度澳大利亚世纪矿永久关停，全球锌矿产能减少约45万吨，冰岛Lisheen矿也有10万吨左右产能永久退出。叠加2015年11月，嘉能可宣布减产50万吨。据上海有色网统计，海外减产关停的矿山影响到2016年的产能大约下降100万吨。从消费来看，2016年下游汽车行业产销量增长以及房地产景气度指数回升，为锌价提供支撑。在购置税减半优惠政策及油价逐步走低的带动下，2016年中国汽车市场实现超预期增长。经历了两年的产销增速放缓后，2016年我国汽车产销量创历史新高。房地产方面从数据上看，2016年11月份国房景气指数报94.04，较上个月的94.10小幅回落。从数据上看2016年国房景气指数全年维持在94.10附近上下波动，明显好于2015年同期水平。价格方面，2016年1~10月中旬，由于2015年全球锌矿产能减少，在锌矿供应短缺预期的持续发酵下，锌价不断走高，从年初的12,300元/吨附近一路攀升至10月中旬的18,000元/吨附近，涨幅达46.3%。2016年10月中旬~11月底，锌市供应短缺，锌市基本面向好。随着美国经济稳步扩张，市场对美联储年内加息的预期不断升温，美元指数走强，人民币不断贬值，导致国内保值避险资金流入大宗商品市场。此外特朗普当选美国总统后其欲增加美国基础设

施建设的政策，也使得工业大宗商品受振。叠加美国及欧元区11月PMI数据均表现强劲，中国经济也呈现持稳向好的态势，利好锌市需求。受上述多重因素影响，锌价短期迅速攀升，出现了与美元同涨的态势。2016年10月中旬至11月底，锌价从18,000元/吨飙升至25,180元/吨，涨幅达40%。2016年11月底~12月，因年底锌市消费淡季的到来，恰逢京津冀及广东等地区加强环保整顿以及国内资金紧张，下游生产企业受到抑制，锌价开始回落。截至2016年12月23日，锌价从25,180元/吨高点开始下跌，最低触及20,690元/吨，跌幅达21.7%。

短期看，在需求呈现较为稳定增长背景下，锌价波动将取决于供应端情况。长期来看，随着国内外矿山的逐渐复产和新增产能的释放，锌矿短缺状况得到一定缓解，预计锌价重心将会震荡下移。

图 2：2012 年~2017 年 2 月 LME 期锌价格走势



资料来源：Wind 资讯

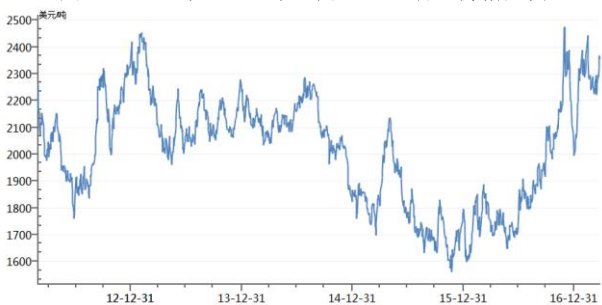
铅产品方面，2016年全球精炼铅供给和需求都较上年同期水平有所增加。国际铅锌研究小组（ILZSG）2016年12月14日公布的数据显示，10月全球铅市供应过剩11,000吨，9月修正为短缺2,000吨。2016年前10月全球精炼铅累计供应量883.59万吨，较上年同期的842.63万吨增加了4.9%；同期全球精炼铅累计消费量为880.04万吨，较上年同期的838.74万吨增加了4.9%。但整体来看，全球铅市供应仍然高于需求，2016年前10月供应过剩量达到3.55万吨，较2015年同期的过剩3.89万吨有所收窄。从国内看，2016年以来，国内铅矿产量保持较为稳定的态势，全年月产量在24.2万吨附近波动。我国铅精矿月产量保持稳步增长，10月份铅精矿产量为22.99万吨，环比增加了3.9%，同比增加了29.4%。截至2016年10月份，我国铅矿累计产量为183.81万吨，较上年同期的197.34万吨减少了6.86%。可见，

虽然在铅价走高的刺激下国内铅矿产量出现增长，但整体仍明显低于上年同期水平。

价格方面，2016年铅价和锌价一样，呈现大幅攀升的走势。但年初铅价则表现较差，沪铅库存不断增加，铅价除了1月中旬到2月初的短暂拉升外，一直到年中都处于相对偏弱的态势。但下半年开始，受助于铅矿供应短缺预期增强，国内铅精矿受环保压力影响产量下降，进口矿降幅扩大，原料供应紧张导致原生铅产量受限，而再生铅受环保检查影响再度减产停产，铅市供给端出现紧缩，沪铅库存也呈现回落走势。下游需求端则保持旺盛，铅市基本面持续改善，推动铅价迅速走高，在11月29日铅价达到22,560元/吨的历史高位。后市因铅价高企，下游铅蓄电池产品生产成本飙升，消费受到抑制。恰逢京津冀及广东等地区环保整顿加剧及近期shibor利率不断走高使得资金借贷成本提高，国内资金趋紧，企业面临资金压力，订单减少。受利空因素影响叠加前期的超基本面上涨，铅价开始大幅向下修正。

长期看，目前我国铅冶炼企业普遍规模较小，行业集中度较低，调整产业结构、淘汰落后产能成为未来铅行业的重点发展目标。中诚信证评认为，铅在环保压力加大下，产能短期内尚不会大幅增加，未来铅价主要受下游需求影响较大。

图 3：2012 年~2017 年 2 月 LME 期铅价格走势

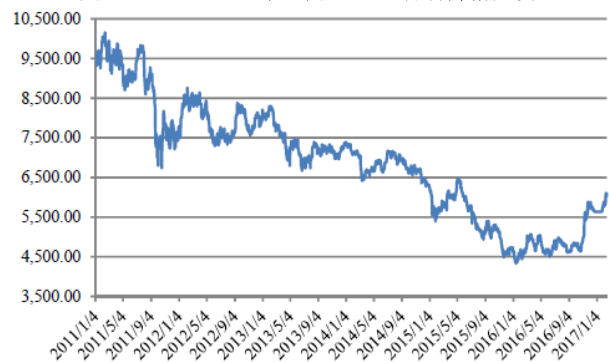


资料来源：Wind资讯

铜产品方面，随着中国铜冶炼产能的不断扩大，中国铜精矿进口依赖度逐年上升，2016年1~11月铜矿砂累计进口量为1,535.2万吨（铜精矿产量占进口量比例仅约10.9%），同比增加29.92%，为连续20个月增加，其中进口自秘鲁的铜矿为398.4万吨，同比剧增75.46%（进口比例升至25.95%），同比增速高于同期进口自智利的30.59%，铜精矿进口量不断增加。2016年1~11月中国精炼铜产量高

达768.1万吨，同比增长7.4%，略高于去年同期的5.73%。其中2016年10月单月我国精铜产量为73.7吨，创下2015年11月来的次高水平，环比增加1.65%，同比增加7.1%，为连增八个月。需求方面，铜的主要消费行业表现继续分化。鉴于国家电网之前公布的十三五规划中提及，2016~2020年将投资2.3万亿元，较2011~2015年的1.8万亿元增长28%，一定程度上保障了铜的需求。同时汽车、空调产销逐步改善，多空因素相互作用下，下游消费需求将延续弱势复苏。价格方面，2016年1月~2016年10月，期铜陷入低位宽幅振荡，表现远弱于其他基本金属，因市场聚焦于中国制造业增速放缓，美联储加息预期等利空因素，期铜对全球经济增长的敏感性较强，受利空因素打压明显，且随着铜矿TC/RC费用的走高，国内精铜产量不断扩张等因素所致。在此期间，伦铜运行区间为4,318-5,131美元/吨，较上年12月末仅上涨3.69%。2016年11月~12月23日，期铜强势向上突破，伦沪铜纷纷创下年内新高水平。但随着年关将近，国内资金流动性趋紧，多头获利了结需求攀升，基本金属纷纷承压下滑，铜价亦自高位回落，大幅削减此前录得涨幅，在此期间，伦铜运行区间为4,850-6,045美元/吨，较上年12月末的涨幅缩窄至不足20%，沪铜主力合约重回44,000元/吨之下。

图 4：2011~2017 年 1 月 LME 期铜价格走势



资料来源：Wind 资讯

长期看，铜精矿供给紧缩风险仍在延续，对铜价形成支撑，但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。

中诚信证评认为，国内外经济环境更加复杂严峻，经济下行压力仍在加大，我国经济发展新常态特征愈发明显。2016年是“十三五”开局之年，随着

“十三五”规划，“一带一路”、京津冀协同发展等一系列稳增长措施的出台，将为有色金属工业拓展新的发展空间，但全球经济发展仍有较大不确定性，未来一定时期内有色金属价格将保持震荡波动的态势。此外，考虑到当前煤炭能源价格和运输成本上涨、投资乏力对行业效益持续回升的影响，加快供给侧改革，去产能、去杠杆、补短板、加快行业转型升级和降本增效，仍将系未来有色金属行业发展重点。

业务运营

公司主营业务主要分为有色金属采选冶、有色金属贸易、管理及其他。其中有色金属采选冶和有色金属贸易业务是公司最重要的业务板块。2016年国内有色金属行业得益于供给侧改革利好以及价格不同程度上涨，当年公司有色金属采选冶业务增长推动整体主营业务规模呈平稳上升趋势，当年公司实现主营业务收入 276.40 亿元，同比增长 4.17%，其中有色金属采选冶实现收入 44.89 亿元，同比增长 22.57%。

表 1：2016 年公司主营业务构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2016		
	金额	占比	同比增幅
有色金属采选冶	44.89	16.24	22.57
有色金属贸易	228.75	82.76	1.19
管理及其他	2.76	1.00	4.42
合计	276.40	100.00	4.17

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2016 年，国内经济弱势企稳，在供给侧改革利好下公司主要冶炼产品产量增加明显，铅、锌价格上涨幅度较大，带动公司金属采选冶业务收入大幅增长

2016 年国内经济弱势企稳，供给侧改革显露成效，当年公司主要产品产量增加明显，且铅、锌价格上涨直接推动主要冶炼产品价格不同程度上涨，当年公司实现金属采选冶业务收入 44.89 亿元，同比增长 22.57%。

资源储量方面，截至 2016 年末，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铅 156.26 万吨、锌 242.56 万吨、铜 684.44

万吨、银 2,268.87 吨和金 17.63 吨，丰富的有色金属储量为公司业务的长期发展提供了较为有力的支撑。此外，公司与控股东西矿集团签订《避免同业竞争协议》，公司拥有购买西矿集团在铅、锌、铜业务和资源方面股权的优先权，为资源储备的持续性增长奠定基础。

铜精矿方面，随着玉龙铜矿生产工艺的不断完善，公司 2016 年计划铜精矿产量为 44,856 吨，实际产量为 43,424 万吨，铜精矿产量完成率为 96.81%。锌精矿方面，公司 2016 年锌精矿计划产量为 69,514 吨，实际产量 66,928 吨，完成率为 96.28%。铅精矿方面，公司 2016 年铅精矿计划产量为 47,673 吨，实际产量 44,551 吨，完成率为 93.45%。此外，公司 2016 年精矿所含金和精矿所含银原计划产量分别为 169 千克和 94,153 千克，实际产量分别为 206 千克和 97,027 千克，完成率分别为 121.89% 和 103.05%。2016 年在供给侧改革利好下，公司整体精矿产量完成率较高。

表 2：2016 年公司主要品种精矿产量

	2016 年计划	实际完成	完成率
铅精矿（吨）	47,673	44,551	93.45%
锌精矿（吨）	69,514	66,928	96.28%
铜精矿（吨）	44,856	43,424	96.81%
精矿所含金（千克）	169	206	121.89%
精矿所含银（千克）	94,153	97,027	103.05%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从有色金属冶炼看，公司产业布局集中于锌、铅、铜冶炼领域，产品的产业链较为完整。2016 年，公司主要冶炼产品产量增加，产能释放率有所提升。

表 3：2016 年公司主要冶炼产品产能产量情况

单位：吨、%

冶炼产品	产能	产量			完成率
		2016 年	2016 年计划产量	实际产量	
粗铅	100,000	70,000	68,252	59.29	97.50
电解铜	60,000	55,531	46,470	374.62	83.68
锌锭	100,000	130,000	42,597	5.10	32.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体看，2016 年公司主要冶炼产品产量计划完成率相对较高，其中粗铅原计划产量 70,000 吨，实际产量为 68,252 吨，完成率 97.50%；电解铜原计

划产量 55,531 吨，实际产量为 46,470 吨，完成率 83.68%；锌锭原计划产量 130,000 吨，实际产量为 42,597 吨，完成率 32.77%，由于受原材料供应紧张及技改影响，锌锭产量完成率较低。

从销量看，2016 年下半年以来铅、锌等有色金属市场价格呈现大幅攀升的走势，公司主要铅、锌产品售价实现上涨。2016 年公司锌锭、粗铅及电解铜销量分别为 3.86 万吨、6.69 万吨和 4.70 万吨，同比分别增长 4.93%、60.43%和 487.50%。价格方面，2016 年公司锌锭、粗铅及电解铜价格为 13,033 元/吨、13,331 元/吨和 38,440 元/吨，同比增长 4.73%、25.53%和 3.07%。

表4：2016年公司主要冶炼产品销量及价格情况

单位：万吨、元/吨

产品	销量		销售均价	
	2015	2016	2015	2016
锌锭	4.06	3.86	12,444	13,033
粗铅	4.17	6.69	10,620	13,331
电解铜	0.8	4.70	37,295	38,440

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016年在供给侧改革利好下，公司主要冶炼产品产量增加明显。但当前有色金属供应过剩局面未明显改观，市场环境依然严峻，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，且有色金属价格仍将维持较大波动，中诚信证评对公司后续产能释放及盈利情况予以关注。

金属贸易业务规模较大，收入占比较高，但贸易业务持续亏损，对公司整体盈利能力造成负面影响

公司金属贸易板块主要从事铜、铅、锌、镍、锡及铝等金属的国内贸易和国际贸易业务，整体有色金属贸易规模较大。2014~2016年，公司有色金属贸易业务收入分别为192.82亿元、226.05亿元和228.75亿元，占主营业务收入比重分别为79.52%、85.20%和82.76%。近年有色金属价格波动较大导致公司金属贸易业务持续成本倒挂，2014~2016年该项业务毛利率分别为-0.14%、-0.13%和-0.01%。总体看，公司贸易业务获利空间较小且近年有色金属价格市场波动较大，导致贸易业务持续亏损。

表5：2014~2016年公司金属贸易业务概况

	2014	2015	2016
收入（亿元）	192.82	226.05	228.75
占主营业务收入比（%）	79.52	85.20	82.76
毛利率（%）	-0.14	-0.13	-0.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司按照保值计划在期货市场从事铜、铅和锌等产品的套期保值操作。自产精矿方面，2016年公司自产精矿的保值覆盖率约25%。自产冶炼产品方面，公司按照产销进度进行保值，2016年自产冶炼产品的保值覆盖率为80%。贸易产品方面，公司仅对期现套利贸易进行套期保值，保值覆盖率为85%，对无风险纯现货贸易则不进行保值。虽然公司针对远期交易建立了内部管理制度，但期货的交易特点使该业务仍面临一定市场及操作风险，中诚信证评持续关注公司对套期保值业务的风险控制情况。

总体看，2016年受供给侧改革利好及有色金属价格不同程度上涨影响，公司经营企稳回升，但当前市场环境依然严峻，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，且有色金属价格仍将维持较大波动，中诚信证评对此予以关注。

财务分析

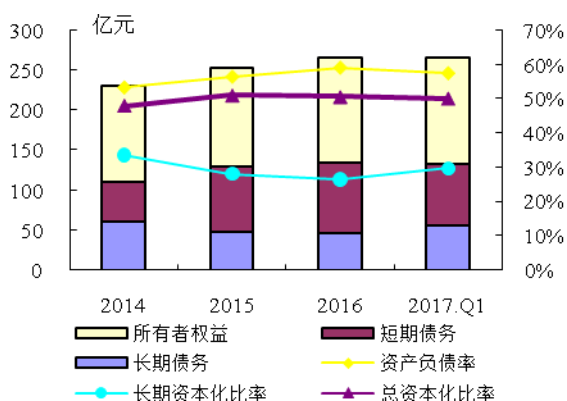
以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2016 年公司固定资产投资力度较大以及业务规模保持增长，总资产规模呈增长趋势。2014~2016 年末公司资产总额分别为 258.29 亿元、285.69 亿元和 321.66 亿元。同期，公司负债规模保持增长，2014~2016 年末公司负债规模分别为 137.85 亿元、161.31 亿元和 190.01 亿元。所有者权益方面，2014~2016 年公司净资产规模分别为 120.44 亿元、124.38 亿元和 131.65 亿元，2016 年所有者权益增加主要系控股子公司西部矿业集团财务有限公司确认一般风险准备所致。

财务杠杆比率方面，近年有技改及在建项目等投资性需求，导致外部融资需求依然较大，公司资产负债率和总资本化比率有所提高。2014~2016年及2017年3月末，公司资产负债率分别为53.37%、56.46%、59.07%和57.47%；总资本化比率分别为48.01%、51.06%、50.59%和50.15%。

图 5：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，公司资产以非流动资产为主，截至 2016 年末非流动资产合计 199.09 亿元，占总资产的比重为 61.90%，主要包括长期股权投资和固定资产，分别占非流动资产比重为 25.87%和 36.22%。其中，公司长期股权投资主要投资对象包括青海省投资集团有限公司、巴彦淖尔紫金有色金属有限公司及西宁特殊钢集团有限责任公司等，行业集中于煤炭、电力、钢铁及有色金属等产能相对过剩产业，尽管 2016 年主要投资对象盈利能力大幅改善（2016 年取得投资收益 1.75 亿元，同比增长 220.69%），但未来仍需关注行业波动对公司长期股权投资质量的影响。截至 2016 年末，公司流动资产主要包括货币资金、存货及发放贷款及垫款等，分别占流动资产比重为 45.10%、10.24%和 21.32%。其中，公司货币资金主要系银行存款和其他货币资金，整体流动性充足。2016 年公司发放贷款及垫款同比增长 90%，主要系控股子公司西部矿业集团财务有限公司对下属成员单位发放的短期借款。

从债务结构看，2016 年公司总债务规模为 134.79 亿元，较上年末增长 3.88%。其中，短期债务为 87.25 亿元，同比增长 7.88%，主要系短期信用借款有所增加。2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司长

期债务分别为 61.13 亿元、48.88 亿元、47.55 亿元和 56.01 亿元；短期债务分别为 50.07 亿元、80.88 亿元、87.25 亿元和 77.18 亿元；长短期债务比分别为 0.82、1.65、1.84 和 1.38。总体来看，公司备用流动性充足，财务结构依然较稳健，但短期债务规模相对仍较大，债务期限结构有待进一步优化。

盈利能力

2016 年公司有色金属采选冶炼板块业务规模增长推动整体业务规模小幅增长，当年实现营业收入 277.76 亿元，同比增长 3.77%。2016 年公司有色金属产品贸易、有色金属采选冶炼和管理等其他业务板块的业务规模分别为 228.75 亿元、44.89 亿元和 2.76 亿元。2017 年 1~3 月公司营业收入 63.57 亿元，与上年同期基本持平。

营业毛利率方面，公司有色金属采选业务获利空间较大，2016 年有色金属行情有所回升，公司主要铅锌产品价格上涨，当年金属采选冶板块毛利率为 32.46%，较上年增加 1.81 个百分点，对利润的贡献度较大。但贸易业务的低迷对公司整体盈利水平产生较大的负面影响，2016 年公司有色金属贸易业务收入成本仍处于倒挂状态，毛利率为 -0.01%。2016 年公司营业毛利率为 6.07%；2017 年一季度，有色金属价格延续上涨趋势，2017 年 1~3 月公司营业毛利率为 9.97%。

表 6：2016 年公司主要业务板块毛利率情况

业务类型	2016	毛利率较上年增减
有色金属贸易	-0.01%	增加了 0.12 个百分点
有色金属采选冶炼	32.46%	增加了 1.81 个百分点
管理及其他	61.88%	增加 1.18 个百分点

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从期间费用情况来看，2016 年公司加强控制内部管理成本，整体期间费用规模下降。当年公司共发生销售费用 0.82 亿元，同比减少 14.58%；发生管理费用 5.30 亿元，小幅增长 4.54%；全年财务费用 2.72 亿元，同比下滑 3.55%。2016 年，公司期间费用合计 8.84 亿元，三费收入占比为 3.18%，整体看，公司费用控制情况保持良好。2017 年一季度，公司期间费用合计 1.97 亿元，三费收入占比为 3.10%。

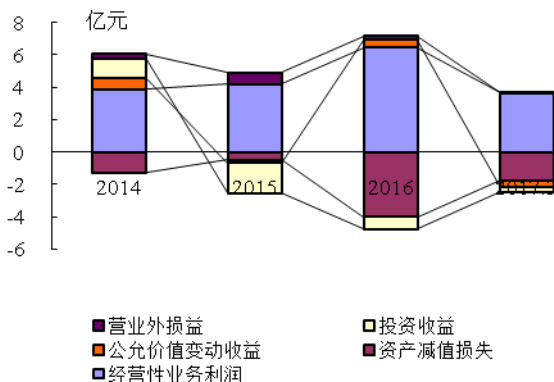
表 7：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.41	0.96	0.82	0.20
管理费用	6.23	5.07	5.30	0.99
财务费用	2.77	2.82	2.72	0.78
三费合计	10.41	8.86	8.84	1.97
营业总收入	242.47	267.67	277.76	63.57
三费收入占比	4.29%	3.31%	3.18%	3.10%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年有色金属行业有所回升，公司业务规模增长，且期间费用控制情况良好，当年经营性业务利润实现大幅增长，公司当年经营性业务利润为 6.47 亿元，同比增长 53.32%。但由于处置相关闲置资产，2016 年公司确认固定资产减值损失（1.61 亿元）和无形资产减值损失（1.41 亿元），同时以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资亏损约 1.87 亿元（2016 年套期保值投资亏损 1.44 亿元），一定程度削弱了整体盈利能力，当年利润总额为 2.47 亿元，同比增长 4.66%。2017 年一季度有色金属价格延续一定增长趋势，1~3 月公司实现经营性业务利润 3.66 亿元，同比增长 700.00%，实现利润总额 1.22 亿元。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

综合而言，2016 年公司营业收入规模保持增长，主业获利能力提升。但有色金属行业具有强周期性，受宏观经济及有色金属价格波动影响较大，目前全球经济发展仍有较大不确定性，有色金属市场需求或将维持低速增长态势，中诚信证评对此予以关注。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 11.83 亿元、8.75 亿元和 9.84 亿元，其中 2016 年折旧和摊销规模有所上升，EBITDA 规模同比增长 12.46% 至 9.84 亿元。从偿债能力指标看，2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 9.40 倍、14.83 倍和 13.69 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.32 倍、1.63 倍和 1.74 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度一般。从经营活动现金流来看，2014~2016 年，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.15、0.19 和 0.20；经营活动净现金/利息支出分别为 3.20、4.53 和 4.73。2016 年公司加大先付款后发货的销售结算模式占比，预收规模保持快速增长，且采购环节使用银行承兑汇票结算比例大幅提升一定程度上延迟了经营性现金流出，当年经营性净现金流为 26.72 亿元，同比增长 9.96%，其经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出两项指标分别为 0.20 倍、4.73 倍，均较上年有所提升。公司经营性净现金流对当期债务本息能提供有效保障。

表 8：2014~2017.Q1 公司部分偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	111.20	129.76	134.79	133.20
短期债务 (亿元)	50.07	80.89	87.25	77.18
EBITDA (亿元)	11.83	8.75	9.84	-
总资本化比率 (%)	48.01	51.06	50.59	50.15
EBITDA 利息倍数 (X)	2.32	1.63	1.74	-
总债务/EBITDA (X)	9.40	14.83	13.69	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.15	0.19	0.20	-0.26
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.20	4.53	4.73	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2016 年末，公司无对外担保。对内担保方面，截至 2016 年末，公司对旗下子公司担保余额为 24.13 亿元，或有负债风险较小。

从授信情况来看，截至 2016 年末公司共取得银行授信 208.76 亿元人民币，尚未使用的银行授信为 66.74 亿元人民币，具备一定备用流动性。同时，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通，备用流动性丰富，具备较强的财务弹性。

整体来看，公司资源储量丰富，为后续业务发

展奠定基础，2016年有色金属行业有所回暖，主业获利能力提升，且融资渠道通畅，财务弹性较大，经营所得对债务本息偿还能够提供有效的保障，整体偿债能力很强。

担保实力

西矿集团为本次债券本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

西矿集团是由青海省国资委控股的大型国有企业，成立于2000年5月8日，目前注册资本16亿元，青海省国资委持股50.37%，处于实际控制地位。

西矿集团以矿产开发业务为主，是目前国内最大的铅锌生产企业和控制铜、银、锂等金属资源储量最大的矿业公司之一。集团主要经营铅、锌、铜等常规有色金属的采选冶及有色金属贸易，同时拥有盐湖化工等业务板块。西矿集团自身作为投资控股型集团公司，各板块业务主要通过下属子公司开展。

业务运营

西矿集团主营业务为铜、铅、锌等有色金属的采矿、选矿、冶炼、有色金属贸易业务以及盐湖化工等其他业务。其中，西矿集团有色金属采选冶及贸易业务主要由下属子公司西部矿业经营，2016年西部矿业营业收入占西矿集团的比重为78.13%。

西矿集团依托青海省丰富的盐湖资源，近年来大力发展盐湖化工及新材料业务，盐湖板块由青海省盐业股份有限公司（以下简称“青海盐业”）运营，目前盐业板块已出具规模，截至2016年末工业盐及食用盐产能分别为200万吨/年和15万吨/年；锂板块由青海锂业有限公司（以下简称“青海锂业”）运营，其2万吨/年盐湖提锂工程已于2016年投产，截至2016年末碳酸锂产能及产量为8,505吨，其盐湖提锂技术由西矿集团自主研发，生产的碳酸锂产品纯度大于99.50%，并实现了低成本、无高温、无腐蚀、无废气、无废渣排放的规模化清洁生产，为西矿集团未来盐湖板块发展奠定基础。镁业板块方面，西矿集团镁板块由青海西部镁业有限公司（以

下简称“西部镁业”）运营，目前处于试生产阶段。

综合而言，目前西矿集团盐湖化工及新材料业务多个项目基本投产，未来随着项目产能逐步释放，盐湖化工及新材料板块收入规模或有所增加。

财务实力

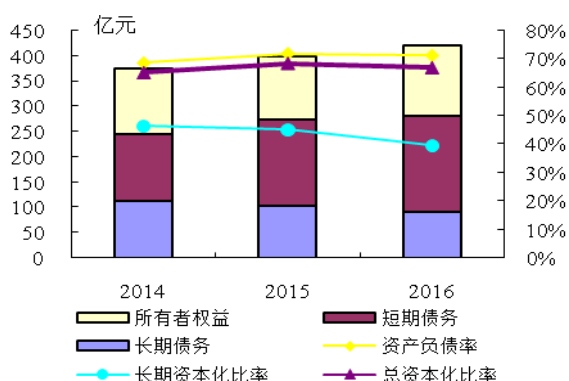
以下分析基于西矿集团提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2015年度审计报告、经大信会计事务所（特殊普通合伙）审计的2016年审计报告。所有财务数据均为合并口径。西矿集团2015年财务数据为2016年年报期初追溯重述数。

资本结构方面，2016年西矿集团固定资产投资规模较大，且产销量实现一定增长，西矿集团总资产规模相应增大，2014~2016年末分别为416.94亿元、448.68亿元和482.28亿元。2014~2016年末西矿集团所有者权益分别为130.63亿元、125.74亿元和138.36亿元，2016年由于下属子公司青海省盐业股份有限公司盈利调整资本公积增加，使得所有者权益规模有所增长。

为保障投资项目的顺利推进实施以及补充流动资金，西矿集团债务规模有所增长，截至2016年末，西矿集团总债务规模为281.70亿元，同比增长2.76%。从财务杠杆比率来看，截至2016年末，西矿集团资产负债率和总资本化比率分别为71.31%和67.06%，与上年基本持平，财务杠杆基本保持稳定。

从债务的期限结构来看，2016年西矿集团短期信用借款增加，短期债务规模有所增加，当年末西矿集团短期债务和长期债务分别为190.90亿元和90.80亿元，长短期债务比从上年的1.64上升至2.10，债务期限结构有待进一步改善。

图7：2014~2016年西矿集团资本结构分析



资料来源：西矿集团财务报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2016年有色金属行情有所回升，西矿集团整体业务规模实现增长，当年实现营业收入355.51亿元，同比增长7.73%。毛利率方面，2016年以来有色金属价格不同程度上涨，西矿集团有色金属采选业务获利空间有所提升促使西矿集团整体营业毛利率由4.64%上升至6.69%。

利润总额方面，2016年有色金属行业景气度有所回升，经营性业务利润增加，西矿集团当年经营性业务利润为7.25亿元，同比增长477.60%。2016年西矿集团处置闲置落后产能，确认固定资产减值损失(3.21亿元)和无形资产减值损失(4.21亿元)，同时取得无形资产处置利得4.88亿元，当年利润总额为3.27亿元，同比增长146.19%。

从EBITDA对债务本息的保障程度看，2014~2016年西矿集团总债务/EBITDA指标分别为19.64、41.87和16.34；EBITDA利息保障倍数分别为1.25、0.76和1.74，EBITDA对债务本息的保障能力有所提升。从现金流情况来看，2014~2016年西矿集团经营活动净现金流/总债务分别为0.07、0.10和0.12；经营活动净现金流/利息支出分别为1.64、3.25和3.53，经营性净现金流对债务本息的保障能力提升。

表9：2014~2016年西矿集团偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
总债务 (亿元)	245.26	274.13	281.70
长期债务 (亿元)	112.94	103.99	90.80
短期债务 (亿元)	132.32	170.13	190.90
EBITDA (亿元)	12.60	6.55	17.24
EBITDA 利息倍数 (X)	1.25	0.76	1.74
总债务/EBITDA (X)	19.46	41.87	16.34
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.64	3.25	3.53
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.07	0.10	0.12
资产负债率 (%)	68.67	71.98	71.31
总资本化比率 (%)	65.25	68.55	67.06

资料来源：西矿集团审计报告，中诚信证评整理

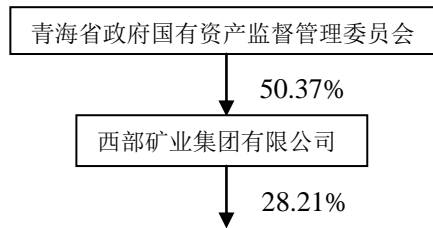
截至2016年末，西矿集团对外担保余额3.00亿元，担保金额相对较小，或有负债风险可控。另截至2016年末，西矿集团共获得各家商业银行授信额度为417.08亿元，尚未使用的额度约为242.89亿元，备用流动性充足。

总体看，西矿集团收入和利润仍主要来自于西部矿业，2016年有色金属行业有所回暖，西矿集团盈利能力有所提升。长期来看，西矿集团拥有丰富的资源储备，为后续业务持续发展奠定基础。中诚信证评认为，西矿集团具备很强的综合实力，能够为本次债券本息的偿还提供较为有力的保障。

结论

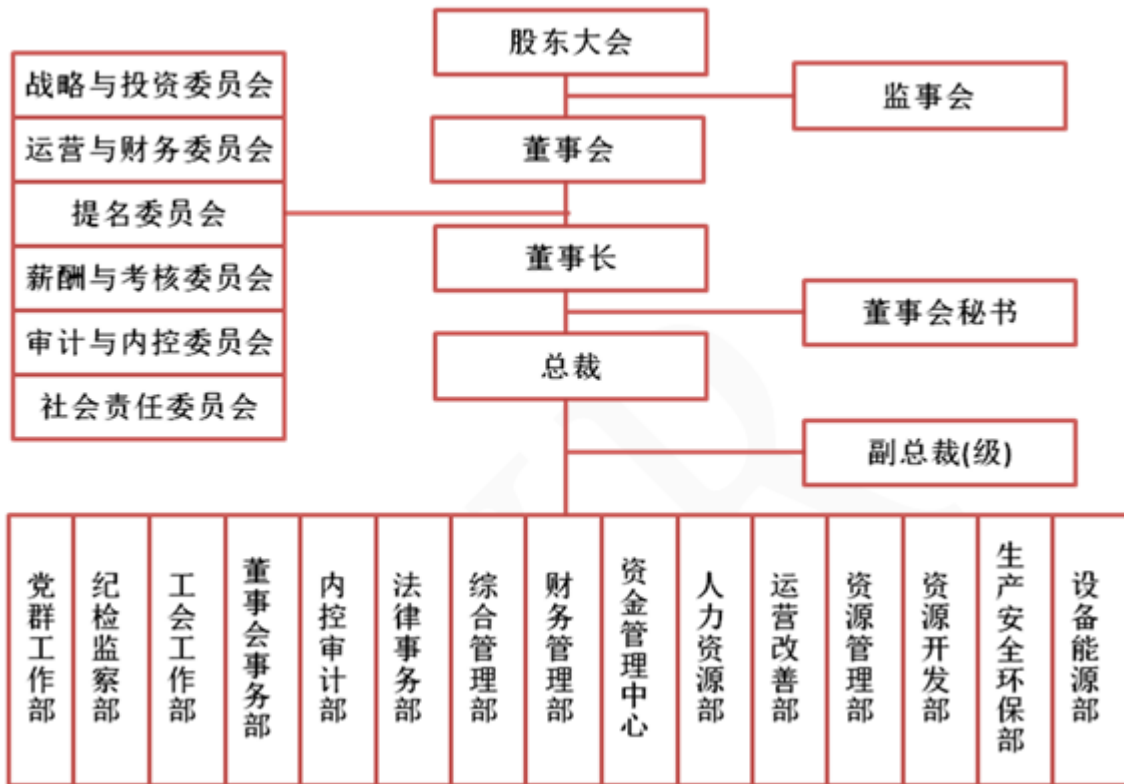
综上，中诚信证评维持西部矿业股份有限公司主体信用等级AA⁺，评级展望为稳定，维持“西部矿业股份有限公司2011年公司债券”信用等级为AA⁺。

附一：西部矿业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



西部矿业股份有限公司					
下属全资及控股子公司	直接持股 (%)	间接持股 (%)	下属全资及控股子公司	直接持股 (%)	间接持股 (%)
巴彦淖尔西部铜业有限公司	100	-	北京西部矿业技术研究发展有限责任公司	-	100
四川鑫源矿业有限责任公司	76	-	青海西部矿业工程技术研究有限公司	-	100
贵州西部矿业信成资源开发有限公司	100	-	西部矿业集团财务有限公司	60	-
青海赛什塘铜业有限责任公司	-	51	西部矿业西藏贸易有限公司	100	-
青海西豫有色金属有限公司	93	-	西藏玉龙铜业股份有限公司	58	-
巴彦淖尔西部铜材有限公司	-	80	四川夏塞银业有限公司	58	-
深圳市西部百河贸易有限公司	51	-	青海湘和有色金属有限责任公司	51	-
中国西部矿业（香港）有限公司	100	-	青海西部矿业规划设计咨询有限公司	100	-
青海西部铝业股份有限公司	64	-	青海铜业有限责任公司	60	-
西部矿业（上海）有限公司	100	-	青海西部矿业科技有限公司	100	-
康赛铜业投资有限公司	-	100			

附二：西部矿业股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：西部矿业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	397,266.92	607,131.37	552,760.09	427,668.55
应收账款净额	61,351.68	11,641.03	2,737.88	1,935.74
存货净额	151,460.37	99,244.37	125,537.65	155,849.20
流动资产	892,058.37	1,043,437.94	1,225,695.11	1,093,043.17
长期投资	539,390.23	501,300.60	590,722.07	595,669.24
固定资产	334,844.19	412,744.62	721,151.26	738,803.44
总资产	2,582,875.39	2,856,941.03	3,216,630.83	3,113,145.64
短期债务	500,738.68	808,858.77	872,471.08	771,849.79
长期债务	611,268.23	488,788.95	475,451.02	560,103.70
总债务	1,112,006.91	1,297,647.72	1,347,922.11	1,331,953.49
总负债	1,378,475.75	1,613,125.12	1,900,100.99	1,789,053.30
所有者权益（含少数股东权益）	1,204,399.64	1,243,815.91	1,316,529.84	1,324,092.34
营业总收入	2,424,708.54	2,676,701.96	2,777,604.71	635,723.37
三费前利润	142,768.86	130,758.19	153,097.65	56,260.18
投资收益	11,774.29	-19,212.57	-7,438.04	-3,215.29
净利润	34,044.04	10,746.00	10,152.36	5,930.04
EBITDA	118,265.24	87,503.54	98,446.26	-
经营活动产生现金净流量	162,744.93	243,007.14	267,192.33	-87,709.93
投资活动产生现金净流量	-81,353.82	-92,793.78	-285,601.48	13,296.21
筹资活动产生现金净流量	-261,041.17	61,760.09	-61,091.69	-39,648.43
现金及现金等价物净增加额	-179,581.05	214,567.90	-76,100.27	-114,065.75
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	6.13	5.02	6.07	9.97
所有者权益收益率（%）	2.83	0.86	0.77	0.45*
EBITDA/营业总收入（%）	4.88	3.27	3.54	-
速动比率（X）	1.01	0.87	0.79	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.19	0.20	-0.26*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.30	0.31	-0.45*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.20	4.53	4.73	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	1.63	1.74	-
总债务/EBITDA（X）	9.40	14.83	13.69	-
资产负债率（%）	53.37	56.46	59.07	57.47
总资本化比率（%）	48.01	51.06	50.59	50.15
长期资本化比率（%）	33.67	28.21	26.53	29.73

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：西部矿业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	642,053.88	824,934.93	701,591.54
应收账款净额	88,965.94	23,554.31	17,645.22
存货净额	312,364.85	278,449.61	314,654.75
流动资产	1,572,432.26	1,575,274.31	1,606,601.71
长期投资	646,971.43	630,335.13	725,145.32
固定资产	460,279.91	574,448.73	855,604.80
总资产	4,169,352.14	4,486,801.65	4,822,761.57
短期债务	1,323,229.52	1,701,335.71	1,909,049.96
长期债务	1,129,347.02	1,039,931.10	907,969.23
总债务（短期债务+长期债务）	2,452,576.53	2,741,266.81	2,817,019.20
总负债	2,863,023.76	3,229,393.87	3,439,190.43
所有者权益（含少数股东权益）	1,306,328.38	1,257,407.78	1,383,571.14
营业总收入	2,978,534.55	3,299,937.32	3,555,080.00
三费前利润	152,099.16	146,095.11	217,221.26
投资收益	17,376.26	-16,697.42	3,600.66
净利润	-14,726.37	-83,153.42	17,882.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	126,004.63	65,463.55	172,440.87
经营活动产生现金净流量	165,839.12	278,574.54	350,431.17
投资活动产生现金净流量	-180,717.44	-168,869.90	-235,996.92
筹资活动产生现金净流量	-173,289.09	147,204.29	-201,519.08
现金及现金等价物净增加额	-187,736.96	255,868.74	-88,161.20
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	5.39	4.64	6.69
所有者权益收益率（%）	-1.13	-6.61	1.29
EBITDA/营业总收入（%）	4.23	1.98	4.85
速动比率（X）	0.76	0.61	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.10	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.16	0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	1.64	3.25	3.53
EBITDA 利息倍数（X）	1.25	0.76	1.74
总债务/EBITDA（X）	19.46	41.87	16.34
资产负债率（%）	68.67	71.98	71.31
长期资本化比率（%）	46.37	45.27	39.62

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。