

2019 年西藏华钰矿业股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【984】号 01

债券简称：华钰转债
债券剩余规模：6.4 亿
债券到期日期：2025 年
6 月 14 日
债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，到期一次还
本，付债券赎回及回售
条款

分析师

姓名：
钟继鑫 邓艰

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
有色金属冶炼企业主体
长期信用评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 7 月 30 日	2018 年 9 月 18 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对西藏华钰矿业股份有限公司（以下简称“华钰矿业”或“公司”，股票代码：601020）及其 2019 年 6 月 14 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司资源储量进一步提升，扎西康矿山品位较高，现金流表现较好。同时中证鹏元也关注到，公司存在控股股东、实际控制人变更的风险，有色金属价格波动对公司盈利产生较大影响，公司客户集中度高，存在较大的资金压力和资产流动性较弱等风险因素。

正面：

- 公司资源储量进一步提升，扎西康矿山品位较高。截至 2018 年末，公司控制的铅、锌、铜、锑、银资源储量分别达到 71.23 万金属吨、113.17 万金属吨、2.54 万金属吨、15.39 万金属吨、1,656.78 金属吨。此外，公司新纳入合并报表范围的合营企业塔铝金业封闭式股份公司（Closed Joint-Stock Company “Talco Gold”）（以下简称“塔铝金业”）可控资源储量锑、金分别达到 26.46 万金属吨、49.90 金属吨，进一步提升公司资源储量。扎西康矿山铅、锌品位分别为 2.48%和 3.90%，达到可开采利用标准的锑、银元素较多，品位较高，具备较高的开采价值。
- 公司经营业务获现能力较强，现金流表现较好。2018 年公司 FFO 为 44,658.73 万元，经营所得现金为 20,621.87 万元，经营业务获现能力较强。公司经营活动现金

流持续净流入，2018 年经营活动现金流净额为 38,796.79 万元，整体表现较好。

关注：

- **公司控股股东股权质押比例高，存在控股股东、实际控制人变更的风险。**截至 2018 年末，控股股东西藏道衡投资有限公司（以下简称“道衡投资”）用于股权质押的公司股票为 23,506.23 万股，占其持股总数的 98.40%，占公司总股本的 44.70%。由于公司股价持续下跌，并出现股价低于质押融资交易平仓线价格的情况，2019 年 3 月 11 日，道衡投资持有的 17,563.00 万股、占公司总股本 33.4% 的股票被司法冻结。2019 年 7 月 19 日，控股股东道衡投资质押给上海海通证券资产管理有限公司（以下简称“海通资管”）的 175.68 万股股票被依约卖出，占公司总股本的 0.33%。控股股东所持公司股权质押比例高，存在质押股权被平仓、冻结股份被司法拍卖，并最终导致公司控股股东、实际控制人变更的风险。
- **公司采选业务对扎西康矿山依赖度高，盈利易受有色金属价格波动影响。**公司利润主要来源于扎西康矿山，2018 年扎西康实现营业毛利 50,342.03 万元，占营业毛利比例为 100.69%。受市场供需及经济周期等多因素影响，2019 年铅锌金属价格持续下跌，对公司盈利能力产生较大不利影响，需持续关注有色金属价格走势。
- **公司客户集中度高。**2018 年，公司有色金属采选业务（以下简称“采选业务”）前五大客户销售收入占比为 80.48%；贸易业务前五大客户销售占比为 100%。公司客户集中度高，如某一客户生产经营状况发生重大不利变化或调整合作方式，将会影响公司当期经营业绩。
- **公司在建项目投入规模较大，存在较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目未来需投资 444,619.83 万元。公司在建项目投入规模较大，存在较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱，应收账款存在一定的坏账风险。**截至 2018 年末，公司流动资产规模较小，应收账款占流动资产的比重为 53.95%，对公司资金形成较大占用，且应收对象集中度高，存在一定的坏账风险。截止 2018 年末公司使用权受限的资产账面价值合计为 67,533.43 万元，占资产总额的 17.34%，资产流动性较弱。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	385,695.92	389,567.51	296,069.94	251,443.55
归属于母公司所有者权益合计	200,831.19	198,953.92	180,727.89	153,670.59
有息债务	81,500.00	80,500.00	84,099.98	67,500.00
资产负债率	31.13%	32.23%	36.51%	35.96%
流动比率	0.66	0.65	2.22	1.52
速动比率	0.59	0.58	2.01	1.44
营业收入	7,198.94	114,498.87	90,462.64	66,819.30
营业利润	293.52	23,298.83	31,742.65	22,564.01
净利润	1,615.39	21,748.19	29,945.13	18,162.27
综合毛利率	52.40%	43.67%	60.73%	67.26%
总资产回报率	-	8.12%	13.27%	10.27%
EBITDA	-	36,263.26	45,917.73	35,798.23
EBITDA 利息保障倍数	-	12.48	18.63	15.05
经营活动现金流净额	-6,573.27	38,796.79	28,592.12	25,299.05

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月发行6年期6.4亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购塔铝业封闭式股份公司股权项目。由于公司先以自筹资金预先投入可转债募集资金项目，公司使用62,844.30万元募集资金置换预先投入的自筹资金。截至2019年7月19日，本期债券募集资金专项账户余额为88.74万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2019年6月末，公司控股股东仍为道衡投资，其持有公司23,888.20万股股份，占公司股份总数的45.42%。刘建军仍持有道衡投资95%股权，为公司的实际控制人。

截至2018年12月31日，控股股东道衡投资持有的23,506.23万股公司股票用于股权质押，占其所持公司股票的98.40%，占公司总股本的44.70%。由于2018年公司股票持续价格下跌，并出现股价低于质押融资交易平仓线价格的情况，2019年3月11日，因道衡投资与海通资管、海通证券股份有限公司存在质押式证券回购纠纷，道衡投资持有的17,563.00万股、占公司总股本33.40%的股票被司法冻结。截至2019年6月末，道衡投资持有的23,868.00万股公司股份仍处于质押状态，占其所持公司股份总数的99.92%，占总股本的45.38%。2019年7月19日，道衡投资质押给海通资管的175.68万股股票被依约卖出，占公司总股本的0.33%。减持后，道衡投资持有公司23,712.52万股，占公司总股本的45.09%。控股股东所持公司股权质押比例高，存在质押股权被平仓、冻结股份被司法拍卖，并最终导致公司控股股东、实际控制人变更的风险。

表 1 截至 2019 年 3 月末公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量（股）	股权比例（%）
1	西藏道衡投资有限公司	238,882,000	45.42
2	西藏博实创业投资有限公司	130,411,678	24.80
3	西藏铠茂创业投资有限责任公司	12,180,052	2.32
4	青海西部资源有限公司	5,132,000	0.98
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	2,123,677	0.40
6	中国农业银行股份有限公司—中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	1,718,883	0.33
7	张树林	1,276,702	0.24
8	朴洪英	1,210,000	0.23

9	富国基金管理有限公司-社保基金一五零一组合	1,021,300	0.19
10	夏伟德	963,100	0.18
合计		394,919,392	75.09

资料来源：公司2019年一季报，中证鹏元整理

2018年公司主营业务未发生变化，合并报表范围新增3家子公司。

表 2 2018 年新纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
上海钰能金属资源有限公司	100%	10,000 万元	矿产品销售	设立
华钰资源控股有限公司	100%	1 港元	矿产品销售	设立
塔铝金业封闭式股份公司	50%	1,000 索莫尼	矿产品采选	非同一控制下企业合并取得

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

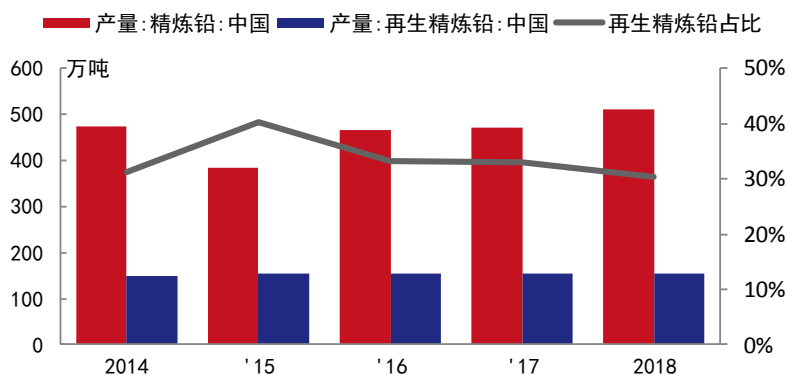
三、运营环境

（一）铅

原生铅冶炼厂检修以及环保督查造成2018年铅供给偏紧，随着回收体系的逐渐完善，未来再生铅占比有望进一步提高

美国地质调查局数据显示，2018年我国铅储量为1,800万吨（金属量），占全球总储量的21.69%。中国也是世界最大的精炼铅生产国，基本能够满足国内需求。2018年中国精炼铅产量同比增长8.41%，为511.28万吨，占世界总产量的比例上升1.45个百分点至43.45%。中国精炼铅消费需求量为523.52吨，供需处于紧平衡。

图 1 2018 年中国精炼铅产量增加



资料来源：Wind，中证鹏元整理

相较于2018年精炼铅消费需求，精炼铅产量供给偏紧。2018年一季度受豫光、河池南

方、安徽铜冠、江铜等检修减产，原生铅供应减少。同时，2018年全年环保检查频繁，对原生铅和再生铅冶炼厂经营生产造成明显影响，安徽太和再生铅整合改造缓慢，阜阳承受环保压力铅厂减产幅度较大。江西还原铅停产，产量缩减，再生铅供应偏紧。河北开展涉酸企业排查整治影响再生铅生产。

铅具有毒性，并且无法降解，近年来，我国出台多项政策淘汰落后炼铅工艺和设备，规范铅酸蓄电池回收流程，以保护正规回收企业，加大对铅的回收。2018年出台的《危险废物经营许可证管理办法（修订草案）》明确了采用3%低税率扶持废铅酸蓄电池回收企业的政策；2019年1月颁发的《铅蓄电池生产企业集中收集和跨区域转运制度试点工作方案》则进一步规范了铅酸蓄电池的回收流程。考虑到2018年我国再生铅占铅产量的30.36%，与世界56.77%的平均水平仍有较大差距，随着回收体系的逐渐完善，未来再生铅占比有望进一步提高。

受下游需求下降、行业政策限制、锂离子电池替代等因素影响，2018年铅酸蓄电池产量有所下降，终端市场需求仍不乐观

80%的铅用于生产铅酸蓄电池，铅酸蓄电池41%用于电动车（动力型），24%用于汽车（启动型）电源。我国电动车（动力型）主要为电动自行车和电动三轮车，市场需求主要集中在农村和三、四线城市。2018年我国电动自行车产量延续了2014年以来的负增长的趋势，降幅达到16.81%。此外，工业和信息化部组织修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（GB 17761-2018）（以下简称“新国标”）自2019年4月15日正式实施。新国标对电动自行车的长度、宽度以及整车重量加以限制，整车重量（含电池）不得大于55kg，整车轻量化必将要求使用的铅酸蓄电池减重，进一步压制精铅需求。2018年，我国汽车销量下降4.75%，受汽车普及和优惠政策的调整影响，新车市场需求逐渐由中低速增长转变为负增长。2018年末，我国汽车保有量已达24,028万辆。考虑到铅酸蓄电池平均寿命约2年，除新车一般配备一只电池外，存量车在维修保养过程中需要购买电池，在新车销售放缓趋势下，未来存量车的维修保养需求将成为主要需求。

替代品方面，新能源板块中钴、锂、镍等核心原材料价格逐步下行，锂电池价格有所下降，铅酸蓄电池的成本优势逐渐减弱。并且政策对二轮电动车的逐步限制，整车轻量化要求电池减重，从而推动锂电对铅酸蓄电池替代。

图2 2018年中国电动自行车产量下降

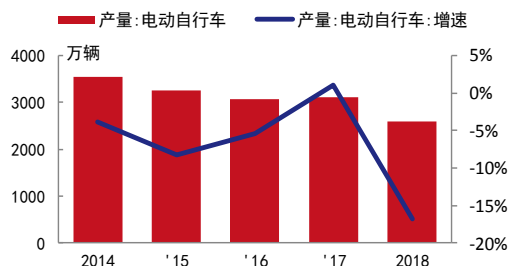
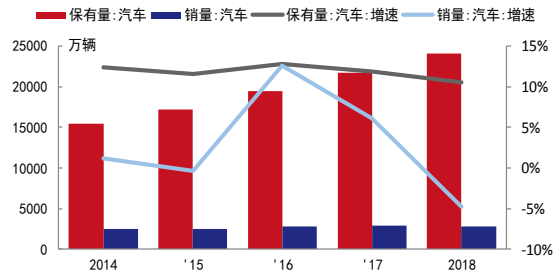


图3 2018年中国汽车销量下降

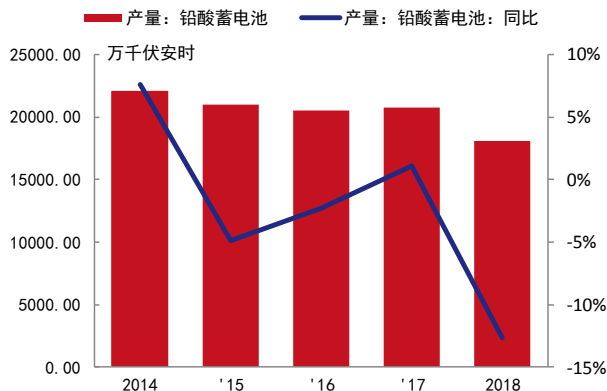


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

综合下游需求下降、行业政策限制、锂离子电池替代增加等多方面因素影响, 2018年全国铅酸蓄电池产量同比大幅下降12.62%至18,122.52万千伏安时。终端主要需求的减少对上游铅生产产生一定的影响。

图4 2018年我国铅酸蓄电池产量下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

铅下游需求疲弱, 但受环保政策提振, 2018年国内铅价宽幅震荡; 2019上半年供给逐步过剩, 需求疲软, 铅价下行; 受终端消费不振影响, 预计2019下半年铅价疲软

2018年原生铅冶炼厂检修以及环保督查造成铅供应偏紧, 价格大幅上扬。2018年6月末长江有色市场1#铅平均价达到高位21,250.00元/吨, 2018年7月中旬以后, 随着中美贸易争端的扩大, 美联储加息预期以及市场对中国消费增长的担忧加剧, 1#铅价格大幅回调, 价格重心反复下移, 于8月达到低点, 随后价格出现反转逐步震荡上扬, 波动幅度缩窄。2018年均价基本与上年保持一致。2019上半年受精炼铅供应由短缺转向过剩, 及终端需求疲软影响, 铅价出现大幅下行趋势。2019下半年随着电动自行车、汽车等铅的终端消费品需求持续不振, 预计铅价将继续疲软。

图5 2018年长江有色1#铅平均价冲高回落，2019年以来大幅下降



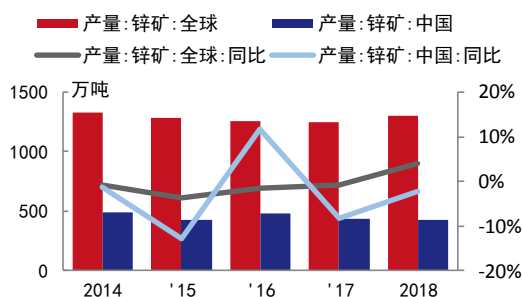
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(二) 锌

受制于环保安检、产量下降和投产缓慢等因素，国内锌矿产量增长率下降，进口锌矿持续增加

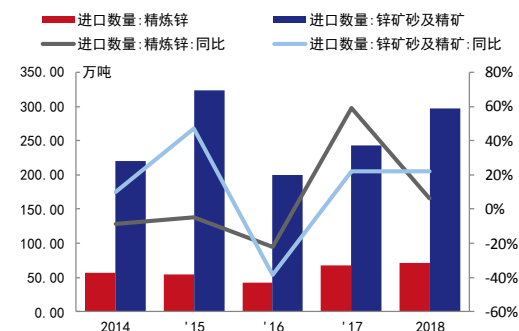
锌的供应主要依赖原生锌，回收率不足10%。中国锌储量世界排名第二，锌精矿和精炼锌产量排名世界第一。由于环保安全整治行动影响的延续、一些大型矿山产量明显下降和新建项目产能释放缓慢，2018年国内锌矿产量430万吨，同比下降2.27%。由于海外矿山产量增加，进口到中国的锌精矿量增加，较大地补充了国内原料供应，2018年国内锌矿砂及精矿、精炼锌进口量分别同比增长21.88%和6.01%。

图6 2018年中国锌矿产量延续下行趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图7 2018年国内锌进口量延续增长态势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

国内终端消费增长放缓，锌需求难有亮点

精炼锌的初级消费领域主要为镀锌板与压铸合金，终端用途中，建筑、交通和耐用消费品占79%，基础设施占14%，工业机械占7%，主要终端行业为基建，房地产，汽车和家电。

中国是全球最大的消费国，受中国经济下行压力增大影响及不断升级的全球贸易摩擦拖累，2018年锌的初端、终端消费表现相对疲软。初端方面，上半年由于春节后下游企业回归较慢，两会影响华北地区企业开工，青岛上合峰会也对山东地区镀锌企业产生影响，因此上半年尤其是一季度及6月份镀锌产出明显低于往年同期；下半年镀锌产量回升，部分企业出于中美贸易互征关税生效前赶出口目的，镀锌板产量有所增长。2018年全年大中型钢铁企业镀锌产量为2,234.52万吨，同比下降1.11%，基本保持平稳。国内终端需求方面，2018年，中国基础设施建设投资放缓，为对冲经济下行压力，政府出台一系列稳定投资的政策举措，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，推动基建项目落地，三季度开始，基础设施建设增速逐步企稳。房地产方面，2018年，新屋开工面积同比增速提高，房地产投资存在一定韧性，镀锌需求仍有一定支撑。由于房贷挤压部分消费需求，冰箱、洗衣机等家用电器产量同比增速开始下滑，并在房地产销售增速下滑的影响下，家电消费增速会持续减弱。受房贷挤压及购置税优惠取消影响，2018年中国汽车产销数据表现低迷，出现同步负增长，随着汽车保有量的提升，汽车市场难有明显回升。整体上看，受终端消费增长放缓影响，锌下游消费需求难有亮点。

2018年锌价格由牛转熊，进入区间震荡；2019上半年锌价先扬后抑，逐步下行

2018年一季度，随着进口锌的流入，国内锌矿供应的缓慢回升，锌价格出现回落；二季度开始，中美贸易战愈演愈烈，市场对中国房地产市场和汽车市场担忧加剧，锌价格进一步下跌。2018年9月锌矿加工费未出现明显回升，部分炼厂陷入亏损，开始实行减产检修，精锌供应开始收缩，锌价出现反弹。进入10月，锌矿加工费出现明显回升，并受环保影响，锌价陷入区间震荡行情。2019年一季度有一波比较大的反弹，原因在于锌矿至冶炼端传导不畅，精炼锌供给不及预期；二季度锌价则快速回落，则是受到全球贸易摩擦，经济数据下行以及供应释放的影响。

图 8 2018 年以来锌价格震荡下行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

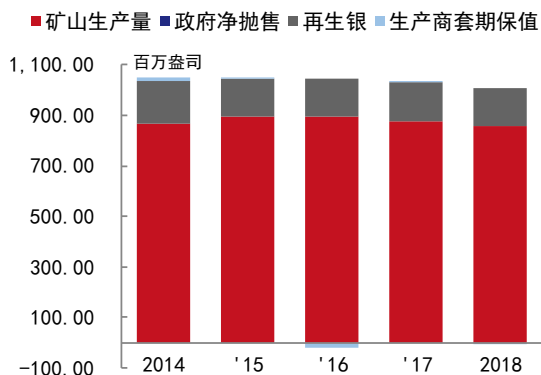
（三）白银

2018年白银产量继续下降，矿产银占白银原料的比重提升

白银的原料供应主要来自矿产银（含原生银及副产白银）和再生银，分别占白银供应量的85%左右和15%左右，此外政府净抛售、生产商套期保值也对全球白银供应产生影响。

由于白银矿物以伴生为主，矿产银产量随着铜、铅锌等基础金属矿产变动，基础金属需求的变动对矿产银的产量有较大影响；而再生银主要来源于感光材料、电子产品和银饰的回收，近年感光材料中胶片产量持续下降、银饰等产品受市场价格低迷回收量减少，再生银规模自2012年开始萎缩。2018年全球白银供给量为10.04亿盎司，同比下降2.74%，主要原因是美洲国家危地马拉暂停采矿许可发放及加拿大主要矿企检修，矿产银占白银产量的比重上升。

图9 2018年全球白银供给量延续放缓态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

白银实物需求保持平稳，光伏产业对白银需求的拉动作用有限，2018年白银价格低迷

白银需求主要来源于实物需求和投资需求，以实物需求为主。实物需求主要是工业应用、珠宝首饰、银币银条和银器，投资需求主要表现为实物投资及交易所建仓，受市场行情影响波动较大。2018年世界白银实物需求为10.33亿盎司，同比增加3.52%，主要是个人对银币银条投资，以及对珠宝首饰和银器的需求。投资需求为160.90百万盎司，同比增长5.30%。2018年中国白银需求为6,262.00吨，同比增长0.34%。

图 10 2018 年世界白银需求小幅增长

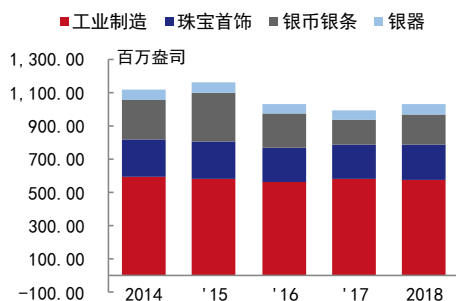
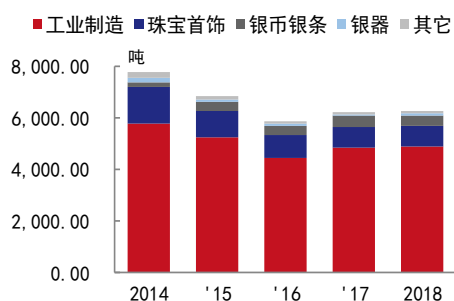


图 11 2018 年中国白银需求保持平稳

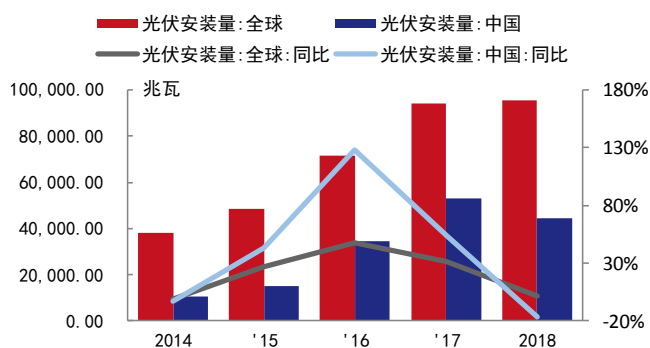


资料来源：世界白银协会，中证鹏元整理

资料来源：世界白银协会，中证鹏元整理

2014-2017年，我国光伏产业在政策扶持及原材料成本下降等因素的推动下，光伏安装量不断提升，成为近年来白银实物需求的主要增长动力。2018年三部委发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，下调上网电价，加强规模控制，光伏装机量出现下降，光伏安装量为44,260.00 MW，同比下降16.62%。受中国装机量下降的影响，世界光伏装机量为95,566.00MW，仅同比增长1.65%，增速比上年下降29.68个百分点。未来白银面临全球光伏装机量增速下降，光伏产业压缩白银原料开支及寻找替代品的压力。

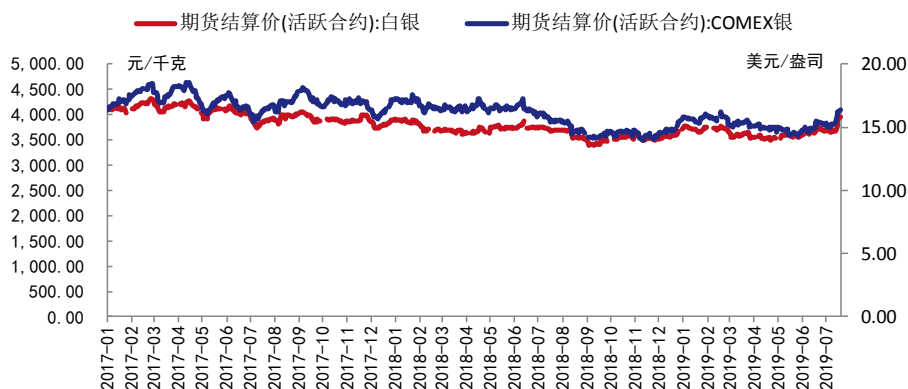
图 12 2018 年中国光伏安装量大幅下降，世界光伏装机容量增速放缓



资料来源：Wind，中证鹏元整理

通常情况下，实物需求是影响银价的基础，而投资需求是加速影响银价波动的驱动因素。2018年前三季度受中美贸易争端美元走强、较强的美国经济数据及美联储加息预期影响，白银价格出现下跌。四季度受美联储加息及美国经济增长放缓影响，白银价格出现上涨。2018年末，上期所白银活跃合约结算价为3,674.00元/千克，比年初下跌5.79%。2019上半年由于美元强劲及良好的美国经济数据，白银价格出现下行。随着美联储降息预期提升，白银价格出现反弹。

图 13 2018 年白银价格先下降后反弹，2019 上半年白银价格重现先下降后反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事铅、锌、镉、铜等有色金属的采选、地质勘查及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅镉精矿（含银）、铜精矿。受益于贸易业务规模扩大，2018年公司营业收入为114,498.87万元，同比增长26.57%。2018年公司综合毛利率为43.67%，较上年下降17.06个百分点。主要原因是低毛利的贸易业务占比增加，及回收低品位矿石增加营业成本。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
铅镉精矿(含银)	2,147.24	49.60%	48,095.99	62.66%	43,866.62	67.81%
锌精矿	5,044.31	53.52%	33,310.21	59.12%	33,687.92	71.04%
铜精矿	-	-	688.33	-13.74%	1,240.89	89.93%
有色金属采选收入小计	7,191.55	52.35%	82,094.53	60.58%	78,795.44	69.54%
有色金属贸易收入小计	-	-	32,252.09	0.75%	10,828.64	0.43%
其他业务收入小计	7.39	97.97%	152.25	14.14%	838.56	11.37%
合计	7,198.94	52.40%	114,498.87	43.67%	90,462.64	60.73%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

1、有色金属采选业务

2018年，随塔铝金业股权收购项目的完成，公司资源储备进一步提升；公司矿产资源中扎西康矿山品位较高，有较高开采价值

矿产行业对资源依赖程度较高，资源储量对公司持续经营能力和业务发展具有重要意义。随公司海外并购的完成，公司资源储备进一步提升。同时，由于塔铝金业主要拥有金、

锑矿资源，将推动公司新增金、锑主营业务产品，进一步丰富产品线，多元化公司收入。

截至2018年末，公司在国内拥有西藏山南隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿权（以下简称“扎西康采矿权”）、西藏拉萨市当雄县拉屋铜、锌多金属矿采矿权（以下简称“拉屋采矿权”）2项采矿权及4项探矿权¹；海外方面，通过收购塔铝金业，新增1个海外采矿权，即塔吉克斯坦康桥奇矿集区锑、金采矿权（以下简称“康桥奇采矿权”）。

目前，公司持续推进探矿权转采矿权工作，柯月项目和查个勒项目取得较大进展。柯月项目已经完成环境评估阶段，进入发改委审批阶段。查个勒项目进入采矿权待批阶段。

表 4 公司探矿及采矿权证书情况（单位：平方公里、万吨/年）

项目	证书编号	有效期	矿种	面积	生产规模	所有者
扎西康采矿权	C5400002011043220111478	2013年4月11日至2022年11月11日	铅矿、锌多金属矿	3.16	60.0	公司本部
拉屋采矿权	C5400002010053210064092	2013年4月11日至2027年11月11日	铜矿、锌矿	3.70	7.8	公司本部
康桥奇采矿权	NO:17	2017年4月27日至2040年11月28日	锑矿、金矿	2.46	150	塔铝金业
桑日则探矿权	T54520080602008482	2018年5月29日至2020年5月29日	-	15.39	-	公司本部
拉屋探矿权	T54120080802012572	2018年5月29日至2020年5月29日	-	17.02	-	公司本部
查个勒探矿权	T54120081002015907	2018年6月8日至2020年6月8日	-	2.62	-	嘉实矿业
柯月探矿权	T54120081002016493	2018年5月29日至2020年5月29日	-	20.30	-	公司本部

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有一定的矿产资源储量。截至2018年末，公司拥有的铅、锌、铜、锑、银资源储量分别达到71.23万金属吨、113.17万金属吨、2.54万金属吨、15.39万金属吨、1,656.78万金属吨，均已在国土部完成备案手续。此外，塔铝金业可控资源储量锑、金分别达到26.46万金属吨、49.90万金属吨，该资源储量已在塔吉克斯坦共和国国家资源储量委员会备案。

公司矿山品位整体较高，具备较高的开采价值，目前已投产矿山为扎西康矿山和拉屋矿山。根据各矿权资源储量核实报告，扎西康矿山铅、锌品位分别为2.48%和3.90%，达到可开采利用标准的锑、银元素较多，品位较高，有助于精矿产品保持较强的市场竞争力。拉屋矿山中铅、锌和铜品位合计仅为4.28%，远低于扎西康矿山，开采价值相对较小。塔吉克斯坦康桥奇矿集区金、锑品位分别为2.43克/吨和4.30%，具有一定开采价值。

¹ 4项探矿权分别为西藏拉萨当雄县拉屋铜铅锌矿详查探矿权、西藏山南隆子县桑日则铅锌多金属矿详查探矿权、西藏山南隆子县柯月矿区外围铅矿详查和西藏日喀则昂仁县查个勒矿区外围铅锌矿勘探探矿权，以下分别简称为拉屋探矿权、桑日则探矿权、柯月探矿权和查个勒探矿权。

2018年公司采选业务对扎西康矿山依赖度仍高，处理矿石量上升，精矿总产量保持稳定，选矿回收率保持较高水平

扎西康矿山、拉屋矿山核定生产能力分别为60万吨/年和7.80万吨/年，经营主体分别为山南分公司和拉屋分公司，其中，扎西康矿山是公司的主力生产矿山。公司矿山开采工程主要由新疆聚鼎建设工程有限公司西藏分公司、西藏振源矿山工程有限公司提供，2018年采购金额分别为13,507.98万元和5,114.81万元，占营业成本的比重分别为20.94%和7.93%。

2018年，公司处理矿石量为77.87万吨，精矿总产量为8.89万吨，分别同比增长6.52%和0.01%。由于9#硐四中段以上的生产接近尾声，品位较低，为避免产生空区的安全隐患，公司加快该矿段的开采力度，2018年度产出矿石量上升，但精矿产量保持稳定。

扎西康矿山是公司实际产量最大的运营矿山，2018年处理矿石量74.49万吨，精矿总产量8.66万吨，占总产量的比重分别为95.66%和97.46%。2018年扎西康实现营业毛利50,342.03万元，占营业毛利比例为100.69%。公司采选业务对扎西康矿山依赖度高，若其出现重大经营风险，如安全生产事故、自然灾害等情况，公司收入规模和盈利能力将会受到重大不利影响。拉屋矿山矿石品位和金属回收率相对较低，且海拔高、生产难度大，使得精矿采选成本高，产能利用率低。由于矿区修路架桥影响原矿运输，2018年拉屋选厂处理矿石量为3.38万吨，远低于核准产能7.8万吨/年。目前塔吉克斯坦康桥奇矿集区基础设施不断完善中，预计2020年3月正式投产。

表 5 公司选矿处理量及精矿产量

选厂	选矿处理量及产量	2018年	2017年
扎西康选厂	处理矿石量（吨）	744,944.12	695,308.24
	精矿总产量（吨）	86,633.71	84,298.63
	其中：锌精矿（吨）	44,657.18	45,767.97
	铅锑精矿（含银）（吨）	41,976.54	38,530.66
	精矿中含铅（吨）	19,077.54	18,248.92
	精矿中含锌（吨）	22,993.63	23,739.28
	精矿中含锑（吨）	4,742.20	4,001.23
	精矿中含银（千克）	738.05	69,394.30
拉屋选厂	处理矿石量（吨）	33,792.50	35,756.17
	精矿总产量（吨）	2,257.93	4,580.72
	其中：铜精矿（吨）	949.42	1,466.25
	锌精矿（吨）	1,308.51	3,114.47
	精矿中含铜（吨）	167.93	269.82
	精矿中含锌（吨）	580.79	1,309.67

	精矿中含银（千克）	667.96	1,504.59
合计	处理矿石量（吨）	778,736.64	731,064.41
	精矿总产量（吨）	88,891.64	88,879.35

注：总产量与各产品加总数出现差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

选矿回收率方面，扎西康选厂主要品种铅、锌保持在90%以上的较高水平。受矿物组成、生产设备及生产工艺等方面的影响，拉屋选厂的选矿回收率低于扎西康选厂。

表 6 公司选矿回收率情况

选矿单位	品种	2018 年	2017 年
扎西康选厂	锌	91.64%	91.92%
	铅	94.00%	94.36%
	锑	73.21%	68.50%
	银	86.94%	88.16%
拉屋选厂	铜	78.41%	80.39%
	锌	90.00%	83.11%

资料来源：公司提供

公司采矿业务存在一定的安全生产风险，持续增加安全生产费计提

公司采矿等环节需使用爆炸物品，存在储存和使用该等物料过程中管理、使用不当造成意外爆炸的风险。公司在勘探及选矿过程中同样存在发生技术问题、机械故障等意外事故的可能。生产过程中的安全事故一旦发生，不但可能造成公司人员伤亡、财产损失，增大公司经营管理成本，严重的可能造成公司生产非正常中断，严重影响公司的正常生产经营。因此，公司存在安全生产事故导致公司生产非正常中断的风险。

公司根据财政部、安全监管总局“关于印发《企业安全生产费用提取和使用管理办法》的通知”（财企[2012]16 号）文件的规定计提安全生产费。2018年，公司计提安全生产费968.09万元。由于公司矿山作业采用地下开采方式，矿区存在发生淹井、塌陷、粉尘污染等多种灾害的可能性，若防护不当可能造成人员伤亡或财产损失。

未来公司可能存在由于国内外安全环保政策变化对公司经营带来的合规风险及因需要增加安全环保投入而导致利润下降的风险。

表 7 公司安全生产费计提情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
拉屋分公司	24.54	9.83
山南分公司	943.55	802.56
合计	968.09	812.39

资料来源：公司提供

公司精矿产品产销率较高，近年采选业务收入持续增长且盈利能力较好，但面临较大的客户集中风险，且需持续关注有色金属价格走势

采选业务的业务模式为公司通过勘探或并购获得矿产资源，经采选将矿石加工成精矿，出售后获利。2018年公司实现有色金属采选收入82,094.53万元，同比增长4.19%。公司采用以产定销、全产全销的产销模式，主要产品的产销率均在100%左右。从生产成本构成看，原矿处理费和制造费用是公司采选业务成本的主要构成，2018年占比分别为46.68%和22.96%。原矿处理费较上年增加3,904.46万元，主要原因是矿山巷道掘进量和原矿开采量增加。

公司全资子公司西藏华钰融信经贸有限公司（以下称“华钰融信”）承担自主开采矿产品的市场营销职能。公司是金属市场价格的被动接受者，矿产品的销售价格根据产品定价依据、精矿中实际金属含量并综合考虑运费等市场因素确定。2018年有色金属价格呈现波动，公司主要产品销售价格出现分化，金属铅、金属锌、金属锑和金属银销售均价分别为11,009.32元/吨、13,246.95元/吨、17,750.40元/吨和2,391.86元/千克，较上年分别增长3.30%、下降3.54%、下降6.01%和下降6.99%。

表 8 公司采选业务产品销售情况

产品	项目	2018 年	2017 年
金属铅	产量（吨）	19,077.54	18,248.92
	销量（吨）	19,602.86	17,938.48
	产销率	102.75%	98.30%
	销售额（万元）	21,581.42	19,117.24
	均价（元/吨）	11,009.32	10,657.12
金属锌	产量（吨）	23,574.42	25,048.94
	销量（吨）	25,145.57	24,531.65
	产销率	106.66%	97.93%
	销售额（万元）	33,310.21	33,687.92
	均价（元/吨）	13,246.95	13,732.43
金属铜	产量（吨）	167.93	269.82
	销量（吨）	167.93	285.23
	产销率	100.00%	105.71%
	销售额（万元）	688.31	1,240.91
	均价（元/吨）	40,988.15	43,505.46
金属锑	产量（吨）	4,742.20	4,001.23
	销量（吨）	4,784.81	3,874.93
	产销率	100.90%	96.84%
	销售额（万元）	8,493.23	7,317.92

	均价（元/吨）	17,750.40	18,885.29
金属银	产量（吨）	74.47	70.90
	销量（吨）	76.01	69.38
	产销率	102.07%	97.85%
	销售额（万元）	18,164.72	17,820.21
	均价（元/千克）	2,391.86	2,571.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采选业务的客户群体分为冶炼企业和贸易企业，且主要以贸易企业为主。公司采用先货后款、客户自提的销售模式，并根据客户实力以及合作的历史情况设定一定的授信额度，额度可循环使用。公司客户群体稳定，但2018年公司采选业务前五大客户占采选业务收入比重为80.48%，面临一定的客户集中度风险。

表 9 公司采选业务前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要销售产品	销售收入	占采选业务收入比重
2018	西藏开恒实业有限公司	铅锑精矿、锌精矿	18,899.33	23.02%
	西藏弘聚源商贸有限公司	铅锑精矿、锌精矿	18,296.72	22.29%
	西藏诚康物资有限公司	铅锑精矿、锌精矿	13,090.53	15.95%
	西藏鑫中裕实业有限公司	铅锑精矿	7,951.50	9.69%
	拉萨金恒实业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	7,833.92	9.54%
	合计	-	66,072.01	80.48%
2017	西藏开恒实业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	19,919.10	25.28%
	西藏诚康物资有限公司	锌精矿、铅锑精矿	17,887.35	22.70%
	西藏瑞安贸易有限公司	铅锑精矿	11,231.76	14.25%
	西藏弘聚源商贸有限公司	锌精矿、铅锑精矿	8,264.54	10.49%
	西藏鑫中裕实业有限公司	锌精矿	6,837.36	8.68%
	合计	-	64,140.12	81.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目规模较大，存在较大的资金压力

截至2018年末，公司主要在建项目包括一期200kt/a铅锌联合冶炼工程、扎西康采选扩建工程等项目。其中一期200kt/a铅锌联合冶炼工程项目由控股子公司西藏恒琨冶炼有限公司（以下简称“恒琨冶炼”）建设，预计一期总投资43.03亿元，截至2018年末，该项目仅投入2,928.41万元，目前仅完成前期工作，由于藏青工业园区在“污染物及重金属排放总量指标”发放上暂未落实，导致恒琨冶炼项目无法如期获得环评批复，不具备办理不动产权证的条件，不能进行建设施工，最终项目进展缓慢。

截至2018年末，公司主要在建项目总投资541,015.56万元，未来需投资444,619.83万元，存在较大的资金压力。

表 10 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	累计已投资	尚需投资
一期 200kt/a 铅锌联合冶炼工程	430,270.52	2,928.41	427,342.11
扎西康采选扩建工程	55,969.00	54,995.14	973.86
山南矿山扩建工程	33,546.00	25,263.49	8,282.51
嘉实矿山	9,082.48	3,862.96	5,219.52
柯月矿区探矿综合工程	7,800.00	6,682.18	1,117.82
塔吉克斯坦康桥奇矿区地表建设工程	3,000.00	1,482.56	1,517.44
砷盐净化	1,347.56	1,180.99	166.57
合计	541,015.56	96,395.73	444,619.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、有色金属贸易业务

2018年公司有色金属贸易收入大幅增长，但盈利能力较弱，客户及供应商集中度高

依托公司现有的销售渠道和客户资源，公司于2017年开展了贸易业务，主要销售产品是锌锭、硫化锌、金精粉、铜精矿和钼精矿等金属产品。公司贸易业务由华钰融信经营，精矿价格根据上海有色金属交易网等渠道公布的结算价加升贴水确定。2018年实现贸易收入32,252.09万元，同比增长197.84%，但毛利率仅为0.75%，盈利能力较弱。

表 11 2018 年公司贸易业务情况

年度	品种	销量	收入	采购均价	销售均价
2018	锌锭（吨、万元、元/吨）	14,433.82	29,718.37	20,555.04	20,589.40
	钼精矿（吨、万元、元/吨）	173.55	2,062.80	109,437.57	118,859.15
	铜精矿含金（吨、万元、元/吨）	90.95	352.08	48,737.06	51,777.90
	铜精矿（吨、万元、元/吨）	5.17	118.84	-	-
	合计	-	32,252.09	-	-
2017	锌锭（吨、万元、元/吨）	3,014.47	6,631.76	21,957.06	21,999.80
	硫化锌精矿（吨、万元、元/吨）	2,068.69	3,442.93	16,574.65	16,643.02
	金精粉含金（克、万元、元/克）	26,304.10	652.82	240.62	248.18
	硫化锌含银（千克、万元、元/千克）	1,110.05	73.02	657.85	657.85
	金精粉含银（千克、万元、元/千克）	123.18	23.64	1,918.76	1,918.76
	金精粉含铜（吨、万元、元/吨）	3.98	4.47	11,223.50	11,223.50
	合计	-	10,828.64	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司分别从采选企业和冶炼厂处采购精矿及精炼金属，销售对象为贸易公司及冶炼企业。贸易产品基本按照以销定购、先款后货方式采购及销售，并根据每月实际采购及供货数量结算货款，余款在合同期的最后一个月结清。公司贸易业务供应商采购集中于汉中铨

业有限责任公司（2018年采购金额占比99.39%），销售客户集中于上海金克金属贸易有限公司（2018年销售收入占比92.14%），供应商及客户集中度高，如某一客户生产经营状况发生重大不利变化或调整合作方式，将会影响公司当期经营业绩。

表 12 截至 2018 年末公司贸易业务供应商情况（单位：万元）

供应商名称	产品	采购金额	占贸易业务总采购额比重
汉中锌业有限责任公司	锌锭	29,668.78	99.39%
青海鑫川矿业开发有限公司	铜精矿、铜精矿含金	180.65	0.61%
合计	-	29,849.42	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 13 截至 2018 年末公司贸易业务客户及销售情况（单位：万元）

客户名称	产品	销售收入	占贸易业务收入比重
上海金克金属贸易有限公司	锌锭	29,718.37	92.14%
栾川县六鑫矿冶有限公司	钼精矿	2,062.80	6.40%
青海铜业有限责任公司	铜精矿、铜精矿含金	470.92	1.46%
合计	-	32,252.09	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年至2018年审计报告以及未经审计的2019年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年合并报表范围新增3家子公司，具体详见表2。

资产结构与质量

2018年公司总资产大幅增长，流动资产占比较小，应收账款占用较多资金，存在一定坏账风险，同时存货存在跌价风险，且部分资产已用于抵押，资产整体流动性较弱

受业务规模扩大和收购塔铝金业影响，2018年末，公司资产总额为38.96亿元，同比增长31.58%，其中流动资产同比下降45.73%至50,317.62万元，仅占总资产的12.92%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金为12,332.89万元，同比下降77.94%，主要系支付“塔铝金业”股权收购款所致，无受限资金。截至2019年3月末，公司货币资金为1,309.82万元，大幅下降主要是公司支付生产经营及项目建设费用所致。公司应收账款主要为应收西藏诚康物资有限公司和西藏开恒实业有

限公司等客户的账款，截至2018年末，公司应收账款账面价值为27,145.08万元，同比增长197.71%，主要系有色金属采选业务客户自身回款相对缓慢，同时公司基于长期合作关系增加客户授信额度所致。2018年累计计提坏账准备2,791.57万元，账龄在1年以内（含1年）的应收账款占比为81.73%。公司应收账款规模增长快，应收对象集中度高，坏账风险有所增加。截至2018年末，公司预付款项为1,154.53万元，同比大幅下降，主要是受市场环境变化影响，公司解除西藏中翔矿业有限公司贸易合同，收回贸易预付款所致。公司的存货主要为库存原矿、库存商品、周转材料以及发出商品。2018年末存货账面价值5,032.35万元，同比下降40.38%，主要是基于市场价格预期，公司降低库存商品所致，考虑到2019年以来有色金属价格跌幅较大，存货存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程和无形资产。公司固定资产主要为办公楼、构筑物、机器设备和井巷工程等，截至2018年末，账面价值为81,870.85万元，同比增长4.80%，主要是井巷工程从在建工程转入所致。其中，房屋及建筑物、构筑物（主要为尾矿库）和井巷工程合计占公司固定资产的94.24%，2018年末成新率分别为79.33%、58.80%和78.60%，更新换代压力不大。截至2018年末，公司账面价值为11,932.01万元的固定资产已用于抵押或担保，占固定资产的14.57%。此外，拉屋选厂经常处于停产状态，相关资产闲置时间长。截至2018年末，公司在建工程45,471.32万元，主要系现有矿山建设以及塔吉克斯坦康桥奇矿区地表建设工程投入。截至2018年末，无形资产账面价值为205,843.60万元，主要为土地使用权、采矿权、探矿权及地质成果，同比增长161.38%，主要系塔铝业纳入合并范围，增加采矿权126,476.15万元所致。截至2018年末，公司用于抵押或担保的采矿权及探矿权账面价值合计为55,601.43万元，占无形资产的27.01%。

截至2018年末，公司流动资产规模较小，应收账款占流动资产的比重为53.95%，对公司资金形成较大占用，且应收对象集中度高，存在一定的坏账风险。公司使用权受限的资产为67,533.43万元，占资产总额的17.34%，资产流动性较弱。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,309.82	0.34%	12,332.89	3.17%	55,914.22	18.89%
应收账款	31,365.36	8.13%	27,145.08	6.97%	9,117.98	3.08%
预付款项	1,610.20	0.42%	1,154.53	0.30%	12,878.04	4.35%
存货	4,732.48	1.23%	5,032.35	1.29%	8,440.18	2.85%
流动资产合计	43,659.14	11.32%	50,317.62	12.92%	92,712.59	31.31%
固定资产	80,050.04	20.75%	81,870.85	21.02%	78,120.45	26.39%

在建工程	47,619.13	12.35%	45,471.32	11.67%	37,044.02	12.51%
无形资产	205,786.29	53.35%	205,843.60	52.84%	78,752.63	26.60%
非流动资产合计	342,036.78	88.68%	339,249.90	87.08%	203,357.36	68.69%
资产总计	385,695.92	100.00%	389,567.51	100.00%	296,069.94	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期仍较短，但受行业属性影响，总资产周转效率较低

受经济下行压力加大、市场需求下滑影响，公司下游客户自身回款放慢，同时基于长期合作关系增加客户授信额度，2018年应收账款周转天数上升至57.01天。2018年存货周转天数为37.60天，较上年显著下降，主要原因是公司根据市场价格波动调整销售，降低库存。2018年公司应付账款周转天数下降至68.80天，主要系公司贸易业务规模扩大，账款结算周期较短所致。整体上看，应收账款周转效率的降低带来净营业周期的延长，但整体运营效率仍较高。

有色金属采选业属于重资产行业，资产投入规模大，以无形资产如采矿权和探矿权为主，收入及成本规模相对较小，投资回收时间长，资产运营效率较低。2018年公司总资产周转天数为1,077.87天，总资产周转效率较低。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	57.01	29.20
存货周转天数	37.60	60.25
应付账款周转天数	68.80	74.31
净营业周期	25.81	15.14
流动资产周转天数	224.85	309.27
固定资产周转天数	251.52	302.58
总资产周转天数	1,077.87	1,089.43

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，但盈利能力下降；2019年一季度，铅锌等金属价格出现较大幅度下降，公司收入及盈利表现不佳，未来仍有下降风险

得益于金属贸易业务扩大影响，公司2018年营业收入规模为114,498.87万元，同比增长26.57%；由于低毛利的贸易业务收入占比增加，以及回收低品位矿石增加营业成本，2018

年公司综合毛利率下降至43.67%。矿产勘探开采行业为周期性行业，受宏观经济波动和下游企业需求影响较大，公司盈利水平对铅、锌等金属价格较为敏感，2019年以来，铅锌等金属价格持续下降，公司盈利能力仍有下降的风险。2019年一季度受西藏地区极端气候、春节假期等影响因素，矿山处于停产状态，一季度收入及净利润分别同比下降69.30%和58.06%。

2018年公司工薪及社保、中介机构费支出规模较大，期间费用率为18.73%，仍保持较高水平，对利润形成一定侵蚀。2018年公司毛利率显著下降但期间费用居高不下，公司实现利润总额24,917.12万元，同比下降26.42%。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	7,198.94	114,498.87	90,462.64
营业利润	293.52	23,298.83	31,742.65
利润总额	1,932.32	24,917.12	33,864.75
净利润	1,615.39	21,748.19	29,945.13
综合毛利率	52.40%	43.67%	60.73%
期间费用率	43.71%	18.73%	20.41%
营业利润率	4.08%	20.35%	35.09%
总资产回报率	-	8.12%	13.27%
净资产收益率	-	9.62%	17.16%
营业收入增长率（同比）	-69.30%	26.57%	35.38%
净利润增长率（同比）	-58.06%	-27.37%	64.88%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营业务获现能力较强，现金流表现较好，但仍存在较大的资金压力

2018年公司经营性现金流量（FFO）为44,658.73万元，经营所得现金为20,621.87万元，公司经营业务获现能力较强。2018年公司增加客户授信额度，有助于加快产品的销售进度，降低存货规模，但下游客户自身回款放慢，营运资本仍有所下降。公司经营活动现金流入主要来源于采选业务和贸易业务、收回往来款和代垫款的现金流入，现金流出主要为矿产勘探、矿山采选、支付往来款和代垫款的现金流出。由于支付往来款减少，2018年公司经营活动现金净流入规模上升为38,796.79万元。2019年第一季度经营活动现金流净额为负，主要是受极端气候和春节假期影响，公司矿山停产，销售收入大幅下滑，收到现金减少。

2018年，投资活动现金净流出71,917.45万元。公司投资活动产生的现金流量较大，主

要是支付塔铝金业50%股权投资款以及在建采选工程投入所致。2018年，公司筹资活动产生的现金净流出10,469.18万元，主要原因是融资规模下降，但偿还债务本息及分配股利产生的现金流依然较大。公司工程项目建设的资金需求主要靠经营性现金流和对外融资满足。截至2018年末，公司主要在建项目需投入444,619.83万元，带来较大的资金压力。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
净利润	1,615.39	21,748.19	29,945.13
非付现费用	-	10,892.11	11,550.72
非经营损益	-	12,018.43	2,076.94
FFO	-	44,658.73	43,572.79
经营所得现金	-	20,621.87	39,418.91
营运资本变化	-	-5,861.95	-14,980.66
其中：存货减少（减：增加）	-	3,411.49	-3,842.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-7,773.07	-15,694.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-1,500.37	4,556.27
经营活动产生的现金流量净额	-6,573.27	38,796.79	28,592.12
投资活动产生的现金流量净额	-4,204.15	-71,917.45	-26,679.53
筹资活动产生的现金流量净额	-240.82	-10,469.18	8,422.41
现金及现金等价物净增加额	-11,023.07	-43,581.34	10,335.00

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的短期偿债压力

受塔铝金业纳入合并范围提升少数股东权益以及公司利润留存增加影响，2018年公司所有者权益增长，产权比率下降至47.57%。负债结构方面，由于应付款项和一年内到期的非流动负债增加，2018年公司流动负债占比提升至61.72%。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	120,077.07	125,575.11	108,080.64
所有者权益	265,618.85	263,992.40	187,989.30
产权比率	45.21%	47.57%	57.49%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。截至2018年末，短期借款余额为5,500.00万元，利率为2.35%。应付账款主

要为应付新疆聚鼎建设工程有限公司西藏分公司、西藏振源矿山工程有限公司等公司矿山开采工程款。受不利运营环境影响，2018年公司延长了上游供应商的付款周期，应付账款大幅增长，截至2018年末，应付账款为16,717.62万元，同比增长110.68%。截至2019年3月末，公司应付账款为11,599.24万元，下降的主要原因是支付生产经营及工程款。截至2018年末，公司预收款项为2,798.51万元。其他应付款主要为限制性股票回购义务款、借款及利息，截至2018年末，其他应付款账面价值为12,166.65万元，同比增长29.19%，主要原因是由于电解镍市场价格波动大，公司未与盛屯矿业集团股份有限公司达成贸易合作，退还预收贸易款。2018年末，公司一年内到期的非流动负债为36,300.00万元，全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要为长期借款和递延所得税负债，截至2018年末，长期借款账面价值为38,700.00万元，主要为国家开发银行和中国建设银行西藏自治区分行发放的抵质押借款和保证借款，利率区间2.75%-2.90%（浮动利率）²。截至2018年末，递延所得税负债为9,112.10万元，主要来自收购塔铝金业发生非同一控制下企业合并资产评估增值。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,500.00	4.58%	5,500.00	4.38%	3,999.98	3.70%
应付账款	11,599.24	9.66%	16,717.62	13.31%	7,935.20	7.34%
预收款项	2,465.96	2.05%	2,798.51	2.23%	2,125.16	1.97%
其他应付款	11,449.24	9.53%	12,166.65	9.69%	9,417.63	8.71%
一年内到期的非流动负债	31,800.00	26.48%	36,300.00	28.91%	14,100.00	13.05%
流动负债合计	66,511.90	55.39%	77,498.86	61.72%	41,835.46	38.71%
长期借款	44,200.00	36.81%	38,700.00	30.82%	66,000.00	61.07%
递延所得税负债	9,112.10	7.59%	9,112.10	7.26%	-	-
非流动负债合计	53,565.18	44.61%	48,076.25	38.28%	66,245.18	61.29%
负债合计	120,077.07	100.00%	125,575.11	100.00%	108,080.64	100.00%
其中：有息债务	81,500.00	67.87%	80,500.00	64.11%	84,099.98	77.81%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

近年来公司有息债务规模有所波动，截至2018年末，公司有息债务规模为80,500.00万元，占负债总额的64.11%，有息债务规模较大。截至2018年末，公司将于2019年内偿还的短期有息债务金额为41,800.00万元，面临一定的短期偿债压力。

² 根据中国人民银行办公厅《关于对西藏自治区<向中央申请的优惠政策>的意见的复函》（银办函[2001]155号），“各国有商业银行西藏自治区分行贷款利率统一执行比全国平均水平低2个百分点的优惠贷款利率”。

从偿债能力上看，截至2018年末，公司资产负债率为32.23%，较上年有所下降。2018年公司流动资产显著下降，但流动负债大幅增加，流动比率和速动比率下降，短期偿债能力下降。2018年公司利润规模有所下降，EBITDA为36,263.26万元，同比下降21.03%，EBITDA对债务本息的保障能力下降。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	31.13%	32.23%	36.51%
流动比率	0.66	0.65	2.22
速动比率	0.59	0.58	2.01
EBITDA（万元）	-	36,263.26	45,917.73
EBITDA 利息保障倍数	-	12.48	18.63
有息债务/EBITDA	-	2.22	1.83
债务总额/EBITDA	-	3.46	2.35
经营性净现金流/流动负债	-0.10	0.50	0.68
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.31	0.26

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年7月3日），公司本部及子公司华钰融信不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司与林周县江夏乡财胜矿业有限公司就1,000万元收购合作定金事项产生纠纷，公司作为原告提起诉讼，目前已达成和解，但公司尚未收到和解条款款项，已启动强制执行程序。

公司子公司恒琨冶炼与格尔木市自然资源局就藏青工业园土地出让金产生纠纷，公司作为被告被起诉，2019年4月，格尔木市自然资源局已撤诉，恒琨冶炼向格尔木市自然资源局出具承诺，缴纳拖欠的土地出让金合计5,879.99万元。

七、评级结论

公司资源储量有所提升，扎西康矿山品位高，具备长期开采价值。公司经营业务获现能力较强，经营活动现金流持续净流入。

同时，中证鹏元也关注到，控股股东股权质押比例高，存在控股股东和实际控制人变更的风险；公司采选业务对扎西康矿山依赖度高，盈利易受有色金属价格波动影响；客户集中度高，容易影响公司经营业绩；在建工程投入规模较大，存在较大的资金压力；公司资产流动性较弱。

综上，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	1,309.82	12,332.89	55,914.22	45,579.22
应收账款	31,365.36	27,145.08	9,117.98	5,557.58
存货	4,732.48	5,032.35	8,440.18	3,451.51
流动资产合计	43,659.14	50,317.62	92,712.59	62,715.35
固定资产	80,050.04	81,870.85	78,120.45	73,946.50
在建工程	47,619.13	45,471.32	37,044.02	28,133.49
无形资产	205,786.29	205,843.60	78,752.63	78,658.27
非流动资产合计	342,036.78	339,249.90	203,357.36	188,728.19
资产总计	385,695.92	389,567.51	296,069.94	251,443.55
短期借款	5,500.00	5,500.00	3,999.98	12,500.00
应付账款	11,599.24	16,717.62	7,935.20	6,730.87
预收款项	2,465.96	2,798.51	2,125.16	690.64
其他应付款	11,449.24	12,166.65	9,417.63	9,649.46
一年内到期的非流动负债	31,800.00	36,300.00	14,100.00	6,100.00
流动负债合计	66,511.90	77,498.86	41,835.46	41,220.60
长期借款	44,200.00	38,700.00	66,000.00	48,900.00
非流动负债合计	53,565.18	48,076.25	66,245.18	49,189.47
负债合计	120,077.07	125,575.11	108,080.64	90,410.07
有息债务	81,500.00	80,500.00	84,099.98	67,500.00
所有者权益合计	265,618.85	263,992.40	187,989.30	161,033.48
营业收入	7,198.94	114,498.87	90,462.64	66,819.30
营业利润	293.52	23,298.83	31,742.65	22,564.01
净利润	1,615.39	21,748.19	29,945.13	18,162.27
经营活动产生的现金流量净额	-6,573.27	38,796.79	28,592.12	25,299.05
投资活动产生的现金流量净额	-4,204.15	-71,917.45	-26,679.53	-18,280.91
筹资活动产生的现金流量净额	-240.82	-10,469.18	8,422.41	23,705.73
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	57.01	29.20	37.49
存货周转天数	-	37.60	60.25	58.92
应付账款周转天数	-	68.80	74.31	154.83
净营业周期	-	25.81	15.14	-58.42
流动资产周转天数	-	224.85	309.27	259.70
固定资产周转天数	-	251.52	302.58	390.23
总资产周转天数	-	1,077.87	1,089.43	1,267.96

综合毛利率	52.40%	43.67%	60.73%	67.26%
期间费用率	43.71%	18.73%	20.41%	29.49%
营业利润率	4.08%	20.35%	35.09%	33.77%
总资产回报率	-	8.12%	13.27%	10.27%
净资产收益率	-	9.62%	17.16%	13.18%
营业收入增长率（同比）	-69.30%	26.57%	35.38%	11.67%
净利润增长率（同比）	-58.06%	-27.37%	64.88%	14.01%
资产负债率	31.13%	32.23%	36.51%	35.96%
流动比率	0.66	0.65	2.22	1.52
速动比率	0.59	0.58	2.01	1.44
EBITDA（万元）	-	36,263.26	45,917.73	35,798.23
EBITDA 利息保障倍数	-	12.48	18.63	15.05
有息债务/EBITDA	-	2.22	1.83	1.89
债务总额/EBITDA	-	3.46	2.35	2.53
经营性净现金流/流动负债	-0.10	0.50	0.68	0.61
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.31	0.26	0.28

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主营业务
西藏山南华钰经销有限公司	1,000	100	矿产品贸易
西藏中泓工贸有限公司	3,000	100	矿产品的加工、销售
西藏日喀则嘉实矿业有限公司	13,500	60	矿产品采选
西藏恒琨冶炼有限公司	10,000	60	有色金属冶炼
西藏华钰融信经贸有限公司	10,000	100	矿产品贸易
上海钰能金属资源有限公司	10,000	100	矿产品贸易
华钰资源控股有限公司	1 港元	100	矿产品贸易
塔铝铝业封闭式股份公司	1,000 索莫尼	50	矿产品采选

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款
经营所得现金	净利润 - 非经营损益 + 非付现费用

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。