



2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换 公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A	A
评级展望	负面	负面
华钰转债	A	A

评级观点

本次评级结果是考虑到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）所持矿山总体品位较高，在境内外有一定资源储备，同时随着境外资源塔铝金业项目（以下简称“塔金项目”）的正式投产，未来具备较大的利润空间。但中证鹏元也关注到，公司所处的矿产勘探开采行业周期性较强，未来有色金属价格波动可能对公司盈利能力产生不利影响，此外，公司优质资产已抵质押，超四成资产位于境外，尚未使用的授信额度较小，融资弹性较低；同时，2023年公司需偿还的有息债务规模较大，流动性压力较大。最后，跟踪期内公司存在监管通报批评记录且控股股东西藏道衡投资有限公司（以下简称“道衡投资”或“控股股东”）仍有一定比例的股权质押及冻结情况，对公司的担保能力和支持情况能力仍有限。

评级日期

2023年06月26日

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	53.05	53.30	50.02	49.15
归母所有者权益	28.83	28.57	26.80	25.16
总债务	8.37	9.74	9.88	9.44
营业收入	1.53	5.64	14.08	23.79
净利润	0.12	1.34	1.35	0.47
经营活动现金流净额	-0.51	2.76	2.59	5.43
净债务/EBITDA	--	3.45	2.39	3.41
EBITDA 利息保障倍数	--	3.87	8.37	6.51
总债务/总资本	19.25%	21.82%	22.86%	22.90%
FFO/净债务	--	10.95%	21.76%	14.42%
EBITDA 利润率	--	40.66%	23.66%	10.57%
总资产回报率	--	3.99%	4.19%	2.02%
速动比率	0.15	0.18	0.24	0.29
现金短期债务比	0.34	0.35	0.41	0.35
销售毛利率	53.39%	45.75%	28.99%	14.50%
资产负债率	33.82%	34.52%	33.35%	35.34%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司所持矿山总体品位较高，在境内外有一定资源储备，境外资源储备开始逐步变现。**公司主矿扎西康矿山铅、锌、镉和银的保有资源量地质品位分别为 1.63%、3.12% 和 65.78 克/吨，达到可开采利用标准的镉、银元素较多，品位较高，具备一定的开采价值和成本优势。公司在境内外有一定的金、镉等有色金属资源储备。同时，2022 年 7 月，塔金项目已正式投产，尚处产能爬坡阶段。

关注

- **公司面临一定产品价格波动风险。**公司矿产勘探开采行业为周期性行业，盈利水平对铅、锌等有色金属价格较为敏感，若有色金属价格下降较多，可能对公司盈利能力产生不利影响。
- **公司融资弹性低，流动性压力较大。**截至 2022 年末，公司主要优质资产已抵质押，超四成资产位于境外，尚未使用的授信额度较小，融资弹性较低；同时，2022 年末公司短期债务占比进一步提升，非金融机构借款规模仍较多，边际融资成本较高且部分已展期，公司短期偿债指标表现仍较差，2023 年需偿还的有息债务规模较大，流动性压力较大。
- **跟踪期内公司存在监管通报批评记录且控股股东仍存在一定比例的股权质押，实际控制人仍存在限制消费令。**跟踪期内，因信息披露等事项，上海证券交易所对公司及控股股东道衡投资、实际控制人暨时任董事长、关联方、时任总经理、时任财务总监、时任董事会秘书予以通报批评。此外，控股股东股权仍有一定比例的股权质押及冻结情况，实际控制人仍存在限制消费令，对公司的担保能力和支持情况仍有限。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为公司短期债务压力较大，内部治理仍有提升空间。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
矿业及金属企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					0
主体信用等级					A

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A/负面	A/华钰转债	2022-6-29	袁媛、王皓立	矿业及金属企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
A/负面	A/华钰转债	2021-5-26	袁媛、谢海琳	矿业及金属企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/华钰转债	2020-7-24	何卫平、陈刚	有色金属冶炼企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0) 、 有色金属冶炼企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/华钰转债	2018-9-18	熊冲、宋根南	有色金属冶炼企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0) 、 有色金属冶炼企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
华钰转债	6.40	2.3855	2022-6-29	2025-6-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年6月发行6年期6.40亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购“塔铝金业”封闭式股份公司（以下简称“塔铝金业”）股权项目。公司已使用62,844.30万元募集资金置换预先投入的自筹资金，截至2019年8月26日，本期债券募集资金专项账户已销户。

三、发行主体概况

2022年6月至今，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化，受可转债转股影响，截至2023年6月，公司注册资本及股本变更为78,726.71万元。截至2023年3月末，公司控股股东仍为道衡投资，其持有公司9,148.26万股股份，占公司股份总数的16.27%，刘建军¹仍持有道衡投资95%股权，为公司的实际控制人。

截至2023年6月16日，公司控股股东道衡投资质押4,469.00万股，占其持股总数的48.85%，占公司总股本的7.95%，此外仍有420.20万股仍处于冻结状态；西藏博实创业投资有限公司质押1,000万股，占其持股总数的99.55%，占公司总股本的1.79%，控股股东仍存在一定比例的股权质押/冻结情况。

2022年公司主营业务未发生变化，合并报表范围无变动。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

¹截至本报告出具日，公司未提供实际控制人刘建军人民银行征信报告。

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

伴随国内复杂且超预期的经济复苏进程，铅锌消费表现有所分化，其中铅消费总体持稳显现韧性，锌消费受基建、房地产等传统消费领域影响显现出明显的疲弱态势

2022年全球精炼铅、精炼锌消费量分别为1263.6万吨、1359万吨，分别同比增长0.4%、-2.9%，铅消费显现了一定的韧性，但在全球经济衰退预期下增长动力不足。

预计铅消费总体持稳显现韧性，但增量市场需求仍不乐观。80%的铅用于生产铅酸蓄电池，而铅酸蓄电池中41%用于电动车（动力型），24%用于汽车（启动型）电源。在动力电池领域，由于锂价上涨，铅蓄电池的性价比提升，中国铅消费回升，2022年中国铅消费的主力铅蓄电池产量总体平稳。2023年，由于锂价中枢下移，铅蓄电池性价比降低，铅锂电池价差缩小至0.3元/Wh，锂电池对铅蓄电池的替代性增强，预计替代量35万吨左右，占比铅总消费的7%，有一定替代作用但是整体影响有限。启动电池领域，汽车消费依旧受益于新旧国标的过渡期，保有量持续增加，将继续贡献较好的替换需求。固定电池领域，铅蓄电池的价格优势虽然趋弱，但大企业集中采购规模可观。储能电池领域，2022年全球新型储能装机量呈现高增长态势，但在新型储能技术中锂离子电池储能约占91.2%的装机量，储能电池的爆发式增长对铅消费提振有限。出口领域，中国铅蓄电池出口的优势和量级在连续的减弱，全球贸易景气下滑叠加中国出口份额下降，预计中国铅蓄电池出口下降。

锌消费在基建、房地产等传统消费领域显现出明显的疲弱态势，虽然在储能、钢结构建筑等新赛道

有所建树，但体量尚小不足以弥补减量。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。

基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，2022年中国基础设施建设投资同比增长11.52%。2023年经济工作要求稳中求进，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、出口回落等诸多因素，基建投资仍将是2023年扩大内需、托底经济的重要抓手。根据中央经济工作会议要求，2023年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，基建投资增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓。

房地产方面，受资金链紧张影响，房地产投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

我国逐步形成了一批具有全球影响力的铅锌企业，行业集中度持续提升，2022年我国铅锌矿产量微幅下降，但受益于价格上涨，铅锌企业盈利能力有所回升

全球铅锌矿产量微幅下降。根据安泰科2023年有色金属市场报告会数据显示，2022年全球铅精矿产量为450万吨，同比下降1.45%。其中中国产量194.6万吨，同比下降1%。全球锌精矿产量1291.1万吨，同比下降1.9%，其中中国产量404.1万吨，同比下降2.3%。秘鲁、加拿大、葡萄牙等国家部分矿山因资源枯竭、品位下滑、劳动力紧缺、罢工等原因关闭或暂停生产，纳米比亚等国家部分扩建项目暂停，全球主要矿山企业也多数下调了全年的产量计划。

国内铅锌企业盈利能力整体有所回升。中国有色金属工业协会数据显示，2022年中国铅锌产业景气指数始终保持在正常区间运行。得益于价格的上涨，铅锌行业企业销售收入和利润总体提升，2022年1—11月，国内铅锌采选及冶炼主营业务收入同比分别增长9.3%和6.3%，铅锌采选利润总额同比增长20.4%，铅锌冶炼利润总额同比下降3.7%。

图 1 2022 年锌价先涨后跌，铅价中枢逐步抬升（元/吨）



资料来源：wind，中证鹏元整理

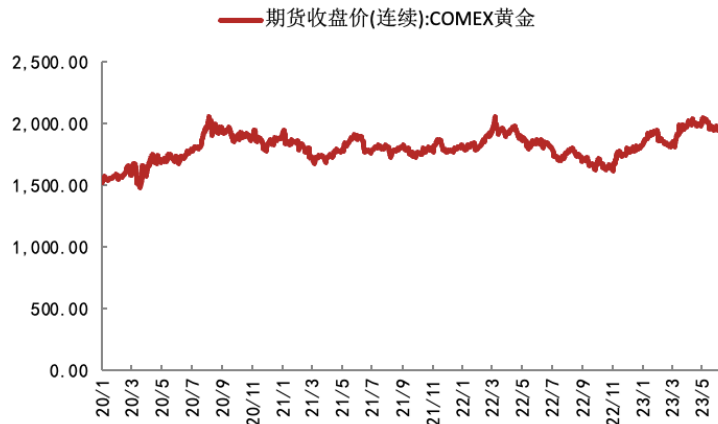
行业集中度持续提升。中国铅锌产销规模已连续20年稳居世界第一，近年通过产业间、上下游兼并重组、资产整合等多种方式，我国逐步形成了一批具有全球影响力的铅锌企业，行业集中度持续提升，2022年国内前十大铅、锌冶炼企业产量占比达到44%和48%。其中，2021年中国铜业和紫金矿业的铅锌矿山生产规模已跻身全球前五名，豫光金铅、中国铜业、陕西有色等企业的铅锌冶炼产能均超过60万吨，全球铅锌矿产前十大企业中国占3家，十大铅冶炼企业中国占7家，十大锌冶炼企业中国占4家。

黄金具有极强的金融属性，与金融周期有较大关联性，2022年黄金价格呈先扬后抑走势，预计2023年黄金价格将有所承压

黄金价格的波动与宏观经济周期密切相关，其中美国利率水平及美元周期对黄金价格影响较大。2022年，地缘局势升级和美联储货币政策转向节奏相继成为金价走势的核心因素，2022年初，受通胀上升及外部环境影响，黄金避险属性突显，金价快速上涨，但此后随着美联储持续加息，随着美联储大幅加息后，美元指数及美债收益率持续走强，黄金价格明显承压，持续走弱。2022年10月，随着美国CPI降幅超过预期，通胀见顶回落趋势已经非常明确，美联储加息放缓预期大幅升温，叠加美国中期选举不确定性强，美元指数和美债收益率持续下降，黄金再度走强。2023年，受美国中小银行破产事件影响，市场避险情绪上升，金价维持强势。

2023年6月15日，美联储6月会议决议维持5-5.25%的政策利率区间，美联储年内可能还将进行两次加息，预计2023年金价将有所承压。

图 2 2022 年黄金价格呈现先扬后抑走势（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在境内外有一定的资源储备，扎西康矿山及康桥奇矿山品位相对较高，有一定的开采价值；随着塔金项目的正式投产，公司境外资源储备开始逐步变现；受藏历新年及安全生产管控等因素影响，2022年公司矿石产量有所下降，同时因残采矿石回收量增加影响，矿石产出品位亦有所下降，公司采选业务收入及盈利水平均有所下滑，考虑到盈利水平对金属价格较为敏感，未来公司仍存在一定价格波动风险。

公司主要从事铅、锌、镉、金等有色金属的采选、地质勘查业务，主要产品包括锌精矿、铅镉精矿（含银）、镉精矿、金精矿、金锭等。2022年公司营业收入同比减少59.94%，主要系2022年公司几乎没有开展有色金属贸易业务，同时有色金属采选业务（以下简称“采选业务”）收入同比下滑16.84%，主要系藏历新年开工数不足以及安全生产管控导致矿石采选量下降所致，其中，2022年7月公司塔金项目以正式投产，公司新增0.28亿金锭收入。毛利率方面，国内矿山为合理利用资源，矿山充填工程及对应区域底柱及残采矿石回收量有所增加，相应产出的矿石品位有所下降。此外，塔金项目因投产前期主要为露天采矿，废矿较多，因此金属金产品（金锭）产品2022年毛利率为负，2023年一季度金属金产品（金精矿）毛利率已升至58.52%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铅 镉 精 矿 (含银)	0.46	30.34	55.90	3.27	58.02	49.91	4.32	30.65	59.89
锌精矿	0.55	36.20	46.95	2.05	36.31	47.74	2.42	17.18	61.59
铜精矿	0.00	0.00	0.00	0.03	0.47	8.57	0.04	0.26	35.41

金锭	0.00	0.00	0.00	0.28	4.92	-11.59	0.00	0.00	0.00
金精矿	0.51	33.15	58.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有色金属采选收入小计	1.52	99.69	53.52	5.63	99.72	45.89	6.77	48.08	60.36
有色金属贸易收入小计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.25	51.48	-0.14
其他业务	0.005	0.31	13.60	0.02	0.28	-5.13	0.06	0.42	5.40
合计	1.53	100.00	53.39	5.64	100.00	45.75	14.08	100.00	28.99

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司在境内外有一定的资源储备；扎西康矿山及康桥奇矿山品位相对较高，有一定的开采价值，随着塔金项目的正式投产，公司境外资源储备开始逐步变现，但整体来看，目前公司可开采矿山仍较少，部分矿山“探转采”进度较慢

截至2022年末，在合并报表范围内，公司在国内拥有2项采矿权及4项探矿权²，公司拥有3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”）、埃塞俄比亚Da Tambuk采矿权和Mato Bula采矿权。公司参股公司贵州亚太矿业有限公司（以下简称“亚太矿业”）拥有1项采矿权及1项探矿权³。

2022年公司按期完成了主力矿山隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿证的延续工作，有效期10年。同时，公司持续推进名下矿产资源探矿权转采矿权、采矿权续期等工作，其中，柯月项目已获得西藏自治区发改委核准批复，2022年底完成了柯月项目核准延续工作，柯月项目所有资料齐全有效。查个勒项目获得西藏自治区生态环境厅批复，项目将进入申报、核准和申请办理采矿证环节。控股子公司提格雷资源私人有限公司（以下简称“提格雷资源”）所有的非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目2金矿项目受当地政治环境影响，致使项目未能动工，目前项目各项证照包括环评工作均已完成并取得了政府批文，矿区附近现拥有简易办公场所，适时可以启动开发建设工作。亚太矿业泥堡项目方面，2022年各项开发建设前期工程进展顺利，项目先后完成资源储量核实报告及评审、三合一环境影响报告、尾矿库及堆浸场项目备案、社会稳定风险评估、水土保持方案报告、项目用地规划等，预计2023年可实现投产。其他工作按计划正常推进，具备条件后即可启动开发建设工作。

² 2项采矿权分别为西藏山南隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿权和西藏拉萨市当雄县拉屋铜锌多金属矿采矿权，以下分别简称为扎西康采矿权、拉屋采矿权；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、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、查个勒探矿权。

³ 1项采矿权为贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿权，简称泥堡金矿采矿权；1项探矿权为贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权，简称泥堡探矿权和泥堡南探矿权。

表2 截至2022年末纳入公司合并报表范围内及参股公司探矿及采矿权证书情况（单位：平方公里、万吨/年）

1、纳入公司合并报表范围内探矿及采矿权证书情况

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	2022年11月11日至2032年11月11日	铅矿、锌多金属矿	3.16	60.00	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	150.00	塔铝金业
Da Tambuk 采矿权	MOM\LSML\168\2017	2019年5月23日至2025年5月22日	金矿	2.98	30.00	提格雷资源
Mato Bula 采矿权	MOM\LSML\166\2017	2019年5月23日至2031年5月22日	金矿	7.69		
桑日则探矿权	T5400002008063050008482	2021年4月2日至2026年4月2日	-	15.39	-	公司本部
拉屋探矿权	T5400002008083010012572	2021年4月2日至2026年4月2日	-	17.02	-	公司本部
查个勒探矿权	T5400002008103010015907	2021年4月2日至2026年4月2日	-	2.62	-	嘉实矿业 ⁴
柯月探矿权	T5400002008103010016493	2021年1月6日至2026年1月6日	-	20.30	-	公司本部

2、参股公司探矿及采矿权证书情况

项目	证书编号	有效期	矿种	面积	生产规模	所有者
泥堡金矿采矿权	C5200002011034120117572	2021年2月至2051年2月	金矿	4.914	66.00	亚太矿业
泥堡南金矿探矿权	T5200002009044010028211	2023年4月19日至2025年4月18日	-	1.61	-	

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2022年末，公司国内可控制有色金属铅资源量86万金属吨、锌资源量143万金属吨、锑资源量16万金属吨、银2,375金属吨、铜资源量14,598金属吨，均已在自然资源部完成备案手续。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。控股子公司提格雷资源可控资源储量黄金为9.475金属吨，根据埃塞俄比亚法律规定，资源储量无需在埃塞俄比亚有权机关备案。参股公司亚太矿业黄金储量为59.14金属吨，该资源储量已经在贵州省自然资源厅备案。后期随着西藏新建项目及塔铝金业达产，届时公司每年会有2.1万吨金属锑产出，将控制全球近15%锑金属供应量。

公司矿山品位整体较高，具备一定的开采价值，目前已投产矿山为扎西康矿山和拉屋矿山。根据各矿权最新资源储量核实报告，扎西康矿山铅、锌、银的保有资源量地质品位分别为1.63%、3.12%和

⁴ 全称西藏日喀则嘉实矿业有限公司。

65.78克/吨，达到可开采利用标准的锑品位0.80%。塔吉克斯坦康桥奇矿集区金、锑品位分别为2.17克/吨和1.15%，非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目金品位4.14克/吨，亚太矿业渥堡矿区金品位3.91克/吨，均具有一定开采价值。

2022年扎西康矿山产量有所下降，塔金项目已实现投产，但产能尚处于爬坡阶段，达产后金、锑产品产量有望实现大幅增长，从而带动公司营收及利润规模实现快速增长；2022年公司精矿产品价格涨跌不一，受矿石产出品位下降影响，公司盈利水平有所下滑，未来仍存在一定价格波动风险

扎西康矿山、塔金矿山核定生产能力分别为60万吨/年和150万吨/年，经营主体分别为山南分公司和塔铝金业。2022年，扎西康矿山处理矿石量为59.40万吨，精矿总产量为6.02万吨，均有所下降，但已接近60万吨核定产能，主要系藏历新年导致开工天数较少以及出于安全生产考虑。塔金矿山方面，目前仍处于投产后第一年，产量较不稳定，仍处于产能爬坡阶段，2022年7-12月处理矿石量52.30万吨，且由于投产前期主要以露天采矿为主，废矿较多，因此整体品位较低，精矿总产量仅为0.60万吨，随着后续由露天采矿逐步转为地下采矿后，精矿产量有望快速提升，2023年产量目标为金属锑5,200吨，金属金1.5万吨。

目前，扎西康矿山仍是公司实际产量最大的运营矿山，是公司毛利主要来源，但随着塔金矿山的投产，公司采选业务对扎西康矿山的依赖度将稳步下降，若塔金项目产能爬坡顺利，其达产后公司金、锑产品产量有望实现大幅增长，从而带动公司营收及利润规模实现快速增长。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，2022年未生产。

表3 扎西康及拉屋矿山选矿处理量及精矿产量

选矿处理量及产量	2022年	2021年
扎西康矿山		
处理矿石量（吨）	594,043.94	654,098.33
精矿总产量（吨）	60,244.25	70,772.90
其中：锌精矿（吨）	31,971.72	38,787.66
铅锑精矿（含银）（吨）	28,272.53	31,985.24
精矿中含铅（吨）	13,429.29	15,307.55
精矿中含锌（吨）	16,827.15	20,711.57
精矿中含锑（吨）	2,288.31	3,047.01
精矿中含银（千克）	51,343.93	60,737.96
塔金矿山		
处理矿石量-塔金（吨）	523,040.00	-
精矿总产量（吨）	5,986.48	-
其中：锑精矿（吨）	1,821.48	-
金精矿（千克）	4,165.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2022年公司实现有色金属采选收入5.63亿元，同比下降16.84%，主要系2022年矿石开采量及产出矿石品

位均有所下降所致。公司采用以产定销、全产全销的产销模式，受2022年8-11月交通运输受限影响，公司各主要产品产销率均有所下降，但均高于90%。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，2022年公司矿山充填工程及对应区域底柱及残采矿石回收量有所增加，相应产出的矿石品位有所下降，在同成本基础上，金属量产出下降，使得2022年公司有色金属采选收入毛利率有所下降。

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。2022年有色金属价格波动较大，公司主要产品销售均价均有不同程度上涨及下降，其中金属铅价格变化不大，金属锌涨幅为7.92%，金属锑涨幅较大，同比上涨24.56%，金属银同比下跌8.94%。需要注意的是，矿产勘探开采行业为周期性行业，盈利水平对金属价格较为敏感，未来仍存在一定价格波动风险。

表4 公司采选业务产品情况

产品	项目	2022年	2021年
金属铅	产量（吨）	13,429.29	15,307.55
	销量（吨）	12,695.31	15,866.69
	产销率	94.53%	103.65%
	销售额（万元）	11,091.49	13,754.78
	均价（元/吨）	8,736.68	8,668.97
金属锌	产量（吨）	16,827.15	21,054.56
	销量（吨）	15,222.28	19,542.45
	产销率	90.46%	92.82%
	销售额（万元）	20,343.02	24,199.26
	均价（元/吨）	13,363.98	12,382.92
金属铜	产量（吨）	-	58.37
	销量（吨）	-	58.37
	产销率	-	100%
	销售额（万元）	-	290.60
	均价（元/吨）	-	49,788.80
金属锑	产量（吨）	2,288.31	3,047.01
	销量（吨）	2,182.72	3,199.18
	产销率	95.39%	104.99%
	销售额（万元）	5,901.58	6,944.57
	均价（元/吨）	27,037.74	21,707.36
金属银	产量（吨）	51.34	60.99
	销量（吨）	48.60	63.38
	产销率	94.65%	103.91%
	销售额（万元）	15,742.76	22,547.11
	均价（元/千克）	3,239.53	3,557.57
金属金	产量（千克）	75.07	-
	销量（千克）	75.07	-

产销率	100.00%	-
销售额（万元）	2,777.25	-
均价（元/千克）	369,960.56	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采选业务的主要客户为贸易客户，近年客户群体较为稳定，但主要客户集中度高，2022年前四大客户占比为100%，其中新增塔吉克斯坦国民银行，主要为塔金项目产出的金锭。但公司处于有色金属产业链上游，公司产品供应量、稳定性和连续性对下游客户生产效益影响较大，属卖方市场，可一定程度抵消集中度偏高风险。

表5 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
2022年	南昌航诺贸易有限公司	锌精矿、铅锑精矿含银	36,873.34	65.54%
	西藏华捷实业有限公司	锌精矿、铅锑精矿含银	16,261.28	28.90%
	塔吉克斯坦国民银行	金锭	2,777.25	4.94%
	西藏拓嘉商贸有限责任公司	锌精矿	352.79	0.63%
	合计	-	56,264.66	100%
2021年	南昌航诺贸易有限公司	锌精矿、铅锑精矿、铜精矿	22,417.05	33.09%
	西藏华捷实业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	19,111.56	28.21%
	西安联易得供应链股份有限公司	锌精矿、铅锑精矿	18,317.66	27.04%
	拉萨海鼎缘物资有限公司	锌精矿、铅锑精矿	4,041.49	5.97%
	浙江秦川有色金属矿业有限公司	锌精矿、铅锑精矿	2,496.81	3.69%
合计	-	66,384.58	98.00%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目塔金项目已完工投产，其余在建项目资金压力尚可，但仍需关注塔金项目产能爬坡情况

截至2022年末，公司主要在建项目包括嘉实采选矿工程、康桥奇矿区选厂建设工程（即“塔金项目”），主要在建项目总投资12.61亿元，根据公司提供的资料，未来尚需投入资金不超过1.97亿元，资金来源主要为自筹，在建项目资金压力尚可，其中塔金项目已正式投产，目前属产能爬坡阶段，需持续关注项目达产进度以及金、锑金属价格大幅波动可能对项目收益产生的影响。

表6 截至2022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	实际尚需投入资金
嘉实采选矿工程	19,600.00	7,794.92	7,000.00
康桥奇矿区选厂建设工程	96,600.00	85,249.50	11,350.50
山南柯月矿区探矿综合工程	7,800.00	6,682.26	1,117.74
南北山绿化工程	2,135.36	1,940.62	194.74
合计	126,135.36	101,667.30	19,662.98

注：嘉实采选矿工程尚需投资额为公司按持股比例实际尚需投入资金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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出具的标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变动，对财务报表可比性无影响。

资本实力与资产质量

公司资本实力稳中有升，财务杠杆保持稳定，资产以采矿权、采矿工程设备及矿山项目投入为主，符合所处行业生产经营特征，此外，公司超四成资产位于境外，融资空间较小

随着公司经营业绩的不断积累，公司所有者权益有所增长，同时公司经营性负债有所增长，公司产权比率小幅波动，但仍较低，所有者权益对负债的保障能力较好。

图 3 公司资本结构

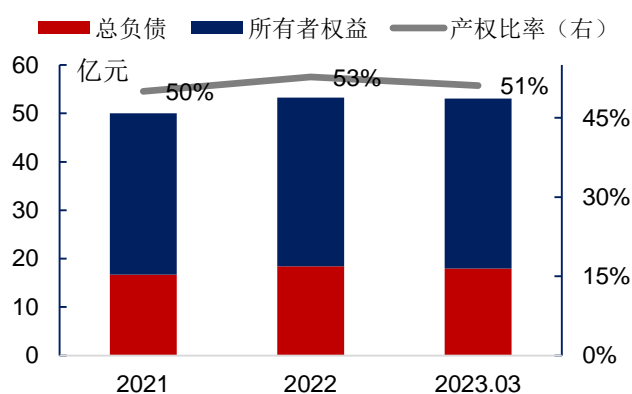
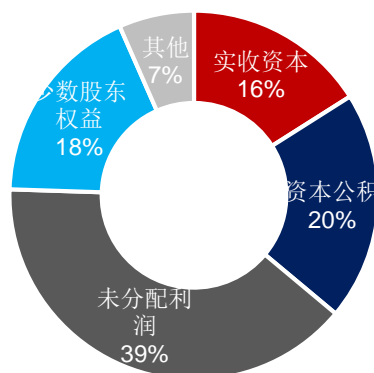


图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要资产为非流动资产，公司长期股权投资仍为公司持有的40%亚太矿业股权。固定资产仍为构筑物、井巷工程、办公楼和机器设备等，2022年增长主要系扎西康矿山主副井工程及塔金项目持续转固所致。在建工程仍有现有矿山建设以及塔吉克斯坦康桥奇矿区选厂建设工程投入，近年投入较为稳定。公司无形资产主要包括13.97亿元采矿权、5.41亿元探矿权和1.67亿元地质成果。

其他资产方面，2022年公司货币资金增长较多，主要系销售回款较好及公司使用票据支付增加，其中0.80亿使用受限，主要为票据保证金。2022年公司的存货中原材料、库存商品及发出商品规模增加均较多，主要系8-11月受运输管控，影响产品外运所致，需注意的是，有色金属价格波动较大，2022年公司库存商品存货跌价准备约0.14亿元，面临一定存货跌价风险。

受限资产方面，截至2022年末，公司货币资金、固定资产和无形资产等资产中受限部分的账面价值合计为3.84亿元，占期末资产总额的比重为7.20%，受限资产占比较小，但大部分银行认可度较高的资产部分已抵押，同时境外资产占比高达46.48%，境外资产较难通过抵质押方式获取再融资空间，整体融资空间较小。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.29	2.44%	1.96	3.67%	0.79	1.58%
存货	1.49	2.80%	1.78	3.33%	0.65	1.30%
流动资产合计	3.15	5.93%	3.95	7.41%	3.09	6.19%
长期股权投资	4.76	8.97%	4.79	8.99%	4.95	9.90%
固定资产	15.90	29.96%	16.40	30.78%	13.20	26.38%
在建工程	7.64	14.40%	6.58	12.35%	6.97	13.93%
无形资产	21.08	39.74%	21.12	39.63%	21.43	42.85%
非流动资产合计	49.90	94.07%	49.35	92.59%	46.92	93.81%
资产总计	53.05	100.00%	53.30	100.00%	50.02	100.00%

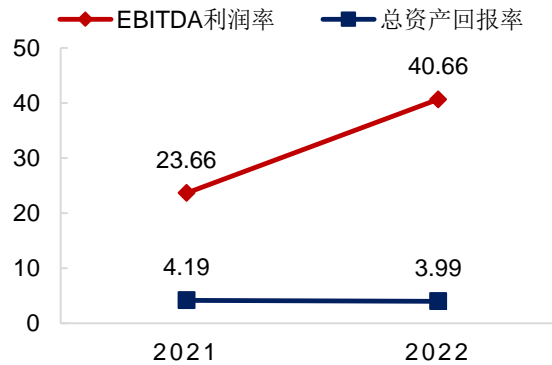
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受低毛利贸易业务收入减少影响，2022年公司综合毛利率表现有所提升，未来需关注塔金项目达产情况以及有色金属价格大幅波动对公司盈利能力的影响

2022年公司营业收入下降较多，一方面因业务结构调整，公司未开展贸易业务，另一方面公司采选业务收入同比下降16.84%，主要受一季度藏历新年影响，生产天数不及预期，导致矿石采选量有所下降。此外，随着塔金项目于2022年7月投产，公司新增0.28亿境外采选收入，需关注2023年塔金项目产能爬坡进度。毛利率方面，2022年公司产出的矿石品位有所下降，因此采选业务毛利率有所下滑。此外，塔金项目因投产前期主要为露天采矿，废矿较多，因此塔金项目2022年毛利率为负。

整体来看，受低毛利贸易收入大幅减少影响，公司EBITDA利润率大幅提升，总资产回报率较为稳定，考虑到公司所处的矿产勘探开采行业为周期性行业，盈利水平对有色金属价格较为敏感，且当前有色金属下游需求较为疲软，对有色金属价格的支撑较弱，预计2023年公司盈利情况将有所承压。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司债务规模变化不大，融资成本仍较高，债务仍存在期限错配，流动性压力大

除应付票据增加外，2022年公司对外借款规模有所下降，目前债务类型仍主要为银行借款、本期债券以及非金融机构拆借款，融资成本仍较高。其中，非金融机构拆借款主要为其他应付款中的应付借款及利息余额1.91亿元，较上年减少0.50亿元，截至2022年末，公司对烟建集团有限公司的借款本金余额为0.08亿元、因预收拉萨海鼎缘物资有限公司货款而形成的借款余额0.25亿元以及公司和子公司塔铝金业分别因预收广西日星金属化工有限公司货款形成的0.50亿元和0.76亿元借款，截至2023年5月末，公司对烟建集团有限公司的借款已全部还清。除子公司塔铝金业预收货款外，其余借款及预收货款均未能按照相应协议约定及时还款，需持续关注公司非金融机构借款偿还情况。此外，2022年末短期债务占总债务比例为57.60%，较上年进一步上升，短期债务集中度较高，相较于主要以长期资本支出为主的矿山开采企业来说，公司短期债务占比仍较高，面临一定期限错配情况。

其他经营性负债方面，应付票据及应付账款主要为应付货款/服务款、应付设备/工程款，随着公司主要在建项目的有序推进，2022年应付款项有所增长。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.15	6.41%	1.15	6.25%	1.26	7.57%
应付账款	3.14	17.48%	3.59	19.54%	3.31	19.85%
应付票据	1.80	10.03%	1.80	9.78%	0.00	0.00%
合同负债	0.88	4.92%	1.79	9.75%	0.61	3.68%
其他应付款	2.87	15.98%	2.18	11.85%	2.58	15.49%

一年内到期的非流动负债	0.86	4.81%	0.76	4.11%	1.29	7.75%
流动负债合计	11.08	61.74%	12.10	65.78%	10.23	61.34%
长期借款	2.35	13.08%	1.86	10.10%	1.65	9.89%
应付债券	2.21	12.31%	2.19	11.89%	2.71	16.22%
非流动负债合计	6.87	38.26%	6.30	34.22%	6.45	38.66%
负债合计	17.94	100.00%	18.40	100.00%	16.68	100.00%
总债务合计	--	--	9.74	52.93%	9.88	59.22%
其中：短期债务	--	--	5.61	30.50%	5.47	32.79%
长期债务	--	--	4.13	22.42%	4.41	26.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

尽管2022年公司营业收入有所下降，但公司收现情况有所改善且对供应商减少了付现，使得2022年公司经营活动净现金流小幅增长，考虑到公司为矿山开采企业，每年均有一定资本开支需求，中证鹏元认为自由现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。受资本开支增加影响，2022年公司自由现金流为负，自由现金流对净债务的覆盖程度有所下降，且净债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数等指标表现均有不同程度下降，公司杠杆水平有所提升。

表9 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流	2.76	2.59
FFO	0.87	1.73
资产负债率	34.52%	33.35%
净债务/EBITDA	3.45	2.39
EBITDA 利息保障倍数	3.87	8.37
总债务/总资本	21.82%	22.86%
FFO/净债务	10.95%	21.76%
经营活动净现金流/净债务	34.80%	32.56%
自由现金流/净债务	-2.21%	1.08%

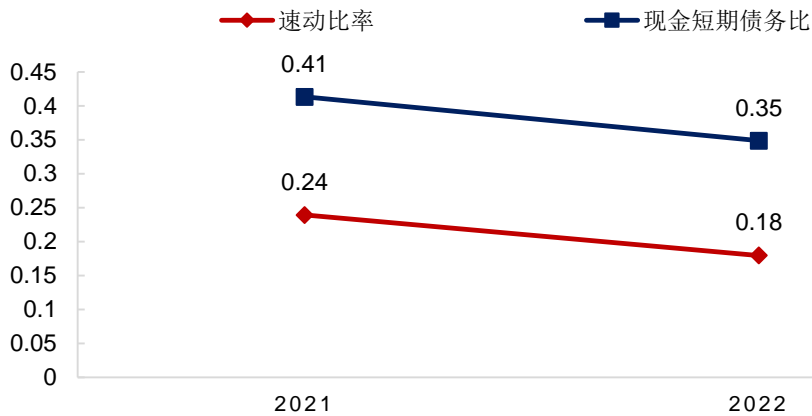
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，受货币资金受限较多影响，2022年现金类资产规模有所下降，现金短期债务比和速动比率仍较低且有所下滑。截至2022年末，公司银行授信总额和未使用额度分别为5.40亿元和1.16亿元，剩余可使用授信额度较小，但授信总额略有增加。此外。截至2023年5月末，公司控股股东道衡投资所持公司股权仍存在一定比例的质押及小部分冻结情况。同时，根据公开资料，公司实际控制人刘建军仍被执行限制消费令。控股股东及实际控制人对公司担保能力和支持情况仍有限。

综上，近年公司持续对外收购有色金属资源，对矿山项目建设进行大量固定资产投资，向关联方塔铝铝业提供借款，对资金形成较大占用。同时，公司资产以采矿权、采矿工程设备及矿山项目投入为主，超四成资产位于境外，且主要资产已抵质押，融资弹性较小。尽管2022年公司经营情况较为稳定，且随

着塔金项目的完工投产，未来公司在建项目资本支出压力较小，但2023年公司尚需偿还的有息债务规模仍较大，公司仍面临较大的流动性压力。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响，但公司面临矿石废弃物排放及处置问题，环保安全生产管理要求较高

环境因素

环境方面，有色金属采选生产过程中会产生废弃物，2022年公司积极开展各类环保工作，各类排放指标均正常，2022年5月份顺利通过中央环保督察检查，2022年全年共计投入1,262.27万元用于环境治理。根据公司提供的ESG说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

安全方面，公司所处的有色金属采选行业面临较大安全生产隐患，公司在安全生产中持续投入较多资金和精力，全年开展隐患排查 22 次，下达整改指令 22 次，通过强化隐患排查治理，提升了矿山本质化安全水平。2022 年 6 月份通过国家矿山安全监察局青海局对山南分公司选厂和矿山的安全督导检查工作。2022 年安全生产费用（专项储备）列支 0.17 亿元；其他方面，根据公司提供的 ESG 说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发

生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员8名，其中独立董事3名；监事会成员3名，管理体制较为完善。

公司董事及管理团队成员较为稳定，跟踪期内无董监高人员变动。根据行业特点和经营管理需要，公司设有矿产资源中心，生产运营中心、安全环保中心等职能部门，详见附录三。

2022年7月，根据中国证券监督管理委员会西藏监管局《行政处罚决定书》【2022】1号查明的事实，道衡投资、华钰矿业未按规定披露关联方及关联交易及未及时披露控股股东股份被司法拍卖情况存在违规事实，上海证券交易所对公司及控股股东道衡投资、实际控制人暨时任董事长刘建军、关联方刘桂英、时任总经理徐建华、时任财务总监邢建军、时任董事会秘书孙艳春予以通报批评。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（2023年5月10日）及控股股东（2023年4月17日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息如下表所示。

控股股东违约记录主要系股票质押融资业务未能按期赎回，对应股份已完成司法拍卖并过户。公司本部因历史逾期，导致被列为次级及关注，根据公司提供的资料及审计报告，2021年至今公司无新增关注、不良记录。

表10 截至报告查询日，公司及控股股东相关还款责任记录中关注、不良类账户情况（单位：万元）

1、控股股东-已结清信贷				
授信机构	五级分类	金额	最近一次还款形式	最近一次还款日
海通证券股份有限公司	违约	10,000.00	正常还款	2022/6/2
	违约	20,000.00	正常还款	2022/6/2
	可疑	24,000.00	正常还款	2022/2/23
	可疑	5,000.00	正常还款	2021/12/22
恒丰银行股份有限公司昆明分行	可疑	5,000.00	正常还款	2021/3/18
	可疑	6,000.00	正常还款	2021/12/22
	可疑	6,000.00	正常还款	2021/3/18
合计		76,000.00	-	-
2、公司本部-已结清信贷				
授信机构	五级分类	金额	最近一次还款形式	最后一次还款日期
	次级	12,500.00	正常还款	2020/6/1

国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行	次级	12,500.00	正常还款	2020/5/29
	次级	3,000.00	正常还款	2020/6/1
	关注	20,000.00	正常还款	2020/7/31
	关注	4,800.00	正常还款	2022/09/20
	关注	2,500.00	正常还款	2022/08/26
	关注	5,500.00	正常还款	2022/7/18
	关注	2,500.00	正常还款	2022/6/18
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	5,000.00	正常还款	2022/6/2
	关注	6,000.00	正常还款	2022/1/18
	关注	6,500.00	正常还款	2021/12/29
	关注	5,000.00	正常还款	2021/9/21
	关注	4,000.00	正常还款	2020/11/22
	关注	3,700.00	正常还款	2019/8/8
	关注	1,600.00	正常还款	2019/8/8
	关注	1,000.00	正常还款	2020/11/26
合计	-	96,100.00	--	

资料来源：公司征信报告，中证鹏元整理

根据中国执行信息公开网，截至2023年6月18日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。截至2023年6月20日，公司控股股东仍在全国失信被执行人名单，实际控制人刘建军仍存在限制消费令。

（三）未决诉讼

公司于2022年6月收到西藏自治区隆子县人民法院送达的《民事起诉状》、案号为（2022）藏0529民初150号《应诉通知书》等文件，原告吕庆育以工程施工合同纠纷为由对公司提起民事诉讼，主张支付工程款及利息等费用共计804,097元。

西藏自治区隆子县人民法院于2023年3月5日作出（2022）藏0529民初150号《民事裁定书》，判决公司于判决生效之日起十五日内支付吕庆育工程款520,000元及利息；如果未按判决指定的期间履行给付金钱的义务，应当按照《中华人民共和国民事诉讼法》第二百六十条之规定，加倍支付延迟履行期间的债务利息。驳回原告吕庆育其他诉讼请求。案件受理费11,682.91元，由公司负担。

截至目前，公司及子公司西藏华钰矿业股份有限公司山南分公司因与被上诉人吕庆育、重庆安策科技有限公司建设工程施工合同纠纷一案，不服西藏自治区隆子县人民法院作出的（2022）藏0529民初150号民事判决书，已提起上诉。

八、结论

公司主要从事铅、锌、铋、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、铅铋精矿（含银）、金、铋精矿。公司主矿扎西康矿山铅、锌品位较高，具备一定的开采价值和成本优势。公司在境外还有一定的金、铋等有色金属资源储备。随着2022年塔金项目正式投产，境外资源开始逐步变现，若能完成2023年产量目标，公司利润规模有望显著提升。

但需要注意的是，公司所处的矿产勘探开采行业周期性较强，未来有色金属价格波动可能对公司盈利能力产生不利影响，此外，公司优质资产已抵质押，超四成资产位于境外，尚未使用的授信额度较小，融资弹性较低；同时，2023年需偿还的有息债务规模较大，流动性压力较大。最后，跟踪期内公司仍有公司及公司高管、控股股东、实际控制人及被监管机构通报批评记录以及控股股东股权冻结和实际控制人仍存在限制消费令等负面记录，对公司的担保能力和支持情况仍有限。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A，维持评级展望为负面，维持“华钰转债”的信用等级为A。

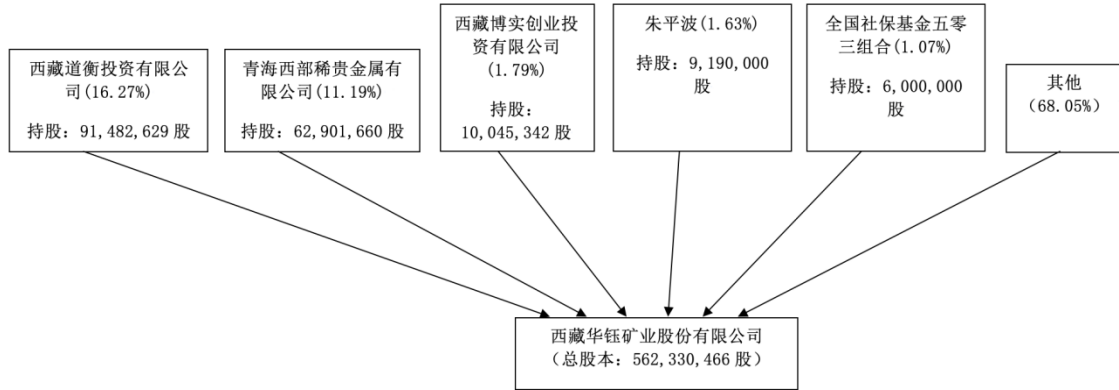
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.29	1.96	0.79	0.33
固定资产	15.90	16.40	13.20	8.98
在建工程	7.64	6.58	6.97	9.28
无形资产	21.08	21.12	21.43	21.66
非流动资产合计	49.90	49.35	46.92	45.69
资产总计	53.05	53.30	50.02	49.15
应付账款	3.14	3.59	3.31	2.40
应付票据及应付账款	4.94	5.39	3.31	2.40
应付票据	1.80	1.80	0.00	0.00
其他应付款（合计）	2.90	2.20	2.60	2.11
其他应付款	2.87	2.18	2.58	2.10
流动负债合计	11.08	12.10	10.23	10.13
长期借款	2.35	1.86	1.65	2.28
应付债券	2.21	2.19	2.71	2.80
非流动负债合计	6.87	6.30	6.45	7.24
负债合计	17.94	18.40	16.68	17.37
总债务	8.37	9.74	9.88	9.44
所有者权益	35.11	34.90	33.34	31.78
营业收入	1.53	5.64	14.08	23.79
营业利润	0.15	1.40	1.64	0.52
净利润	0.12	1.34	1.35	0.47
经营活动产生的现金流量净额	-0.51	2.76	2.59	5.43
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-2.93	-2.11	-4.88
筹资活动产生的现金流量净额	1.06	0.50	-0.02	-0.90
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	2.29	3.33	2.51
FFO(亿元)	--	0.87	1.73	1.24
净债务(亿元)	7.10	7.92	7.96	8.57
销售毛利率	53.39%	45.75%	28.99%	14.50%
EBITDA 利润率	--	40.66%	23.66%	10.57%
总资产回报率	--	3.99%	4.19%	2.02%
资产负债率	33.82%	34.52%	33.35%	35.34%
净债务/EBITDA	--	3.45	2.39	3.41
EBITDA 利息保障倍数	--	3.87	8.37	6.51
总债务/总资本	19.25%	21.82%	22.86%	22.90%
FFO/净债务	--	10.95%	21.76%	14.42%

速动比率	0.15	0.18	0.24	0.29
现金短期债务比	0.34	0.35	0.41	0.35

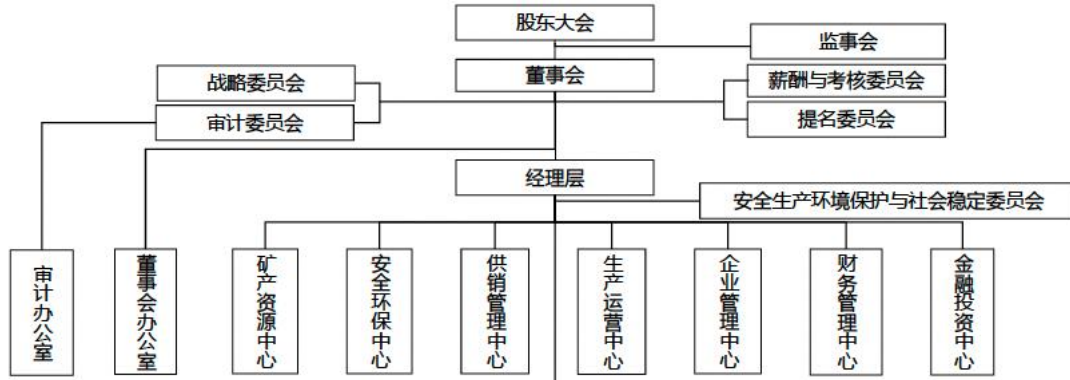
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
西藏山南华钰经销有限公司	西藏山南	矿产品贸易	100%		投资设立
西藏中泓工贸有限公司	西藏拉萨	矿产品的加工、销售	100%		非同一控制下合并
西藏日喀则嘉实矿业有限公司	西藏日喀则	矿产品采选	60%		投资设立
西藏华钰融信经贸有限公司	西藏拉萨	矿产品贸易	100%		投资设立
上海钰能金属资源有限公司	上海	矿产品贸易	100%		投资设立
华钰资源控股有限公司	香港	矿产品贸易	100%		投资设立
“塔铝金业”封闭式股份公司	塔吉克斯坦	矿产品采选	50%		非同一控制下合并
华钰资源国际控股有限公司	香港	有色金属及有色产品贸易		100%	投资设立
丝路资源投资有限公司	塞舌尔共和国	对外投资		100%	投资设立
提格雷资源私人有限公司	埃塞俄比亚	矿产品采选		70%	非同一控制下合并

资料来源：公司 2022 年度报告，公开信息，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。