



2024 年度 西部矿业集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20242684M-02

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 8 月 7 日至 2025 年 8 月 7 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 8 月 7 日

评级对象	西部矿业集团有限公司
主体评级结果	AA ⁺ /稳定
评级观点	中诚信国际肯定了西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“公司”）资源储量丰富、矿山生产规模处于行业前列、经营获现能力保持在较好水平及融资渠道较为畅通等方面的优势对公司信用水平起到的支撑作用。同时中诚信国际也关注到公司盈利易受有色金属价格波动影响、参股公司投资损失对利润造成阶段性影响、归母净利润规模较小、股东欠款问题尚待解决、债务规模较大及母公司杠杆水平较高等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
评级展望	中诚信国际认为，西部矿业集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
调级因素	可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。 可能触发评级下调因素：主要金属产品价格超预期下行，或成本攀升，大幅侵蚀利润水平；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致偿债能力弱化；对外担保发生大额代偿，计提大额减值损失等。
正面	
■ 铜等有色金属资源储备丰富，铜、铅锌精矿生产规模处于行业前列 ■ 经营获现能力保持在较好水平 ■ 银行可使用授信较为充足，下属子公司为A股上市公司，融资渠道较为畅通	
关注	
■ 盈利易受有色金属价格波动影响 ■ 西钢集团重整完成，对2023年利润产生阶段性影响 ■ 子公司西部矿业利润贡献大，公司归母净利润规模较小 ■ 股东欠款问题尚待解决、债务规模较大，母公司杠杆水平高	

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn
项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

西矿集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	672.76	682.41	671.17	690.20
所有者权益合计（亿元）	191.41	196.86	177.85	188.52
负债合计（亿元）	481.36	485.56	493.32	501.68
总债务（亿元）	384.94	384.42	412.66	418.54
营业总收入（亿元）	520.02	551.52	591.11	182.03
净利润（亿元）	36.39	39.39	20.06	11.64
EBIT（亿元）	57.76	60.98	34.41	--
EBITDA（亿元）	79.98	82.21	57.77	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	73.47	83.97	73.49	7.72
营业毛利率(%)	16.05	14.35	14.00	11.65
总资产收益率(%)	8.59	9.00	5.08	--
EBIT 利润率(%)	11.11	11.06	5.82	--
资产负债率(%)	71.55	71.15	73.50	72.69
总资本化比率(%)	66.79	66.13	69.88	68.95
总债务/EBITDA(X)	4.81	4.68	7.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.08	6.48	4.30	--
FFO/总债务(X)	0.16	0.14	0.17	--
西矿集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	192.60	197.45	234.08	244.97
所有者权益合计（亿元）	27.65	29.72	36.62	37.96
总债务（亿元）	126.29	133.39	149.98	162.94
净利润（亿元）	0.18	16.39	2.64	1.34
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.06	2.65	0.19	-0.16
总资本化比率(%)	85.37	81.78	80.37	81.10

注：1、中诚信国际根据西矿集团提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债中的有息债务调入长期债务，计入其他权益工具中的永续债按期限调入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

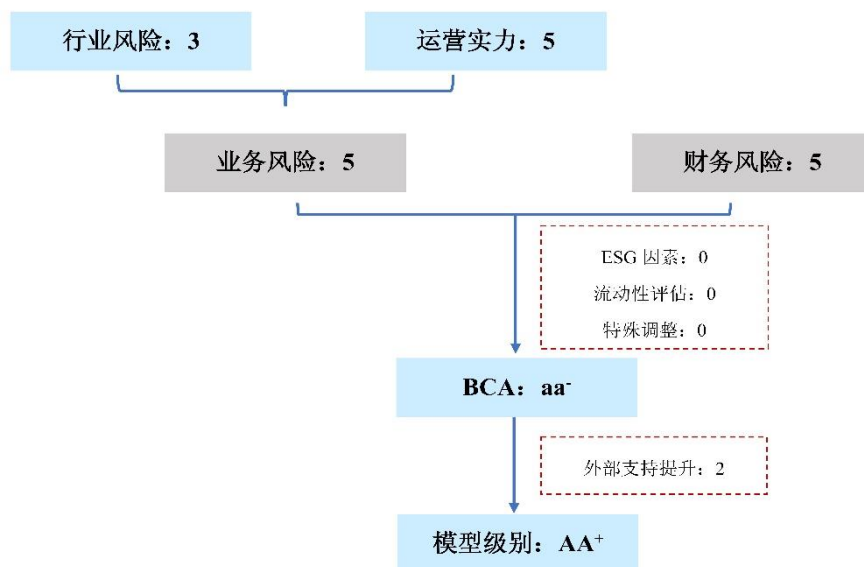
同行业比较（2023 年数据，亿元）

公司名称	营业总收入	净利润	经营活动净现金流	净资产	资产负债率(%)
中金岭南	656.47	10.40	15.71	171.15	60.22
锡业股份	423.59	15.26	21.93	188.10	49.24
西矿集团	591.11	20.06	73.49	177.85	73.50

注：“锡业股份”(000960.SZ)为“云南锡业股份有限公司”简称；“中金岭南”(000060.SZ)为“深圳市中金岭南有色金属股份有限公司”简称。

● 评级模型

西部矿业集团有限公司评级模型打分(C050000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

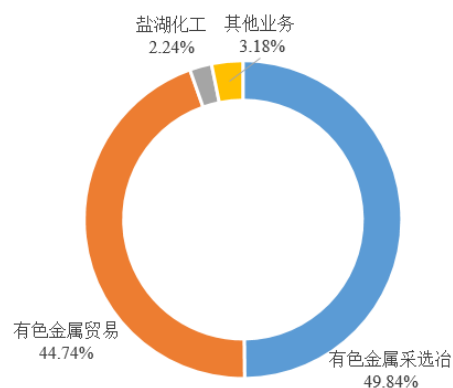
外部支持: 公司控股股东及实际控制人为青海省政府国有资产监督管理委员会; 公司是青海省有色金属龙头企业, 控股股东对公司支持意愿强, 并在政策优惠及金融资源协调等方面为公司提供有力支持。外部支持调升 2 个子级。

方法论: 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2024_06

评级对象概况

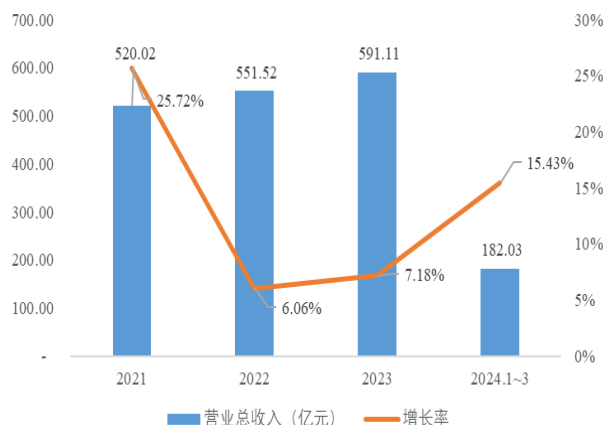
公司前身为 1984 年 8 月成立的锡铁山矿务局，2000 年 5 月改制为有限责任公司；2006 年 7 月更为现名。公司业务范围涵盖矿山冶炼、盐湖化工、旅游文化、建筑地产、金融贸易、科技信息六大板块，核心业务是铜、锌、铅等资源的开采和冶炼，2023 年实现营业总收入 591.11 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

产权结构：截至 2024 年 3 月末，公司实收资本为 16.00 亿元，青海省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“青海省国资委”）、鑫宁希源（新疆）股权投资普通合伙企业（以下简称“鑫宁希源”）、青海国源社保基金投资管理有限公司和海西州国有资本投资运营（集团）有限公司分别持有公司 71.07%、17.18%、7.90%和 3.85%股权，青海省国资委为公司控股股东及实际控制人。公司子公司西部矿业为 A 股上市公司，截至 2024 年 3 月末公司持有其 31.22%股份¹。

表 1：截至 2024 年 3 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年 3 月末		2023 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
西部矿业股份有限公司	西部矿业	31.22%	529.16	214.57	427.48	42.33
青海省盐业股份有限公司	青海盐业	94.86%	9.16	3.42	5.09	0.75
青海西矿文化旅游有限公司	文旅公司	59.72%	16.25	12.62	2.38	0.87
北京西矿建设有限公司	北京西矿建设	87.07%	53.83	28.07	2.81	0.00
西矿建设有限公司	西矿建设	100.00%	20.50	2.81	2.68	-3.36
西部矿业集团（香港）有限公司	西矿香港	100.00%	6.21	2.90	59.18	0.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年二季度中国经济呈现出边际放缓趋势，内需趋弱的压力仍待缓解，但稳增长政策效应持续释放或将支撑下半年经济边际回升，深化改革有利于中长期经济增长中枢的稳定和提升。

¹ 西矿集团对西部矿业直接持股比例为 25.48%，公司以所持西部矿业 A 股股票为标的，非公开发行可交换公司债券；2022 年 2 月，公司将持有的 1.38 亿股西部矿业股份自证券账户划入质押专户以办理质押登记，用于对债券持有人交换股份以及为本次可交换债券本息偿付提供担保，质押股份占西部矿业总股本的 5.74%，占公司所持其股份的 18.39%。

详见《2024 年二季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11296?type=1>

行业概况

2023 年以来受经济实际运行情况与经济预期反复的影响，铜价整体呈弱势窄幅振荡走势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。海外主要经济体运行情况、利率政策及产生的预期对于铜价走势影响有待持续关注。

2023 年 SHFE 铜与 LME 总体走势基本相同，总体呈振荡趋势，但振幅较 2022 年有所收窄，走势整体偏弱，无较为明显的单调趋势。中国宏观经济风险较为可控，经济增长有一定的下行压力，但用铜对应的行业仍保持一定的增长，用铜需求较为稳健。同时，部分行业以及未来潜在的政策托底使得下行风险有限。海外央行的下一步利率政策、经济运行情况及未来所产生的宏观经济风险对铜行业需求产生的影响及对交易市场行为产生的影响仍有待观察。2024 年铜价边际变化影响将主要来源于中国铜需求，海外宏观经济情况和预期的变化情况，铜矿供给的扰动以及市场交易行为等。

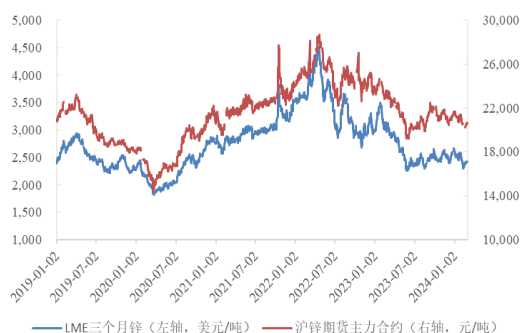
详见《中国铜行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10958?type=1>

2023 年，宏观经济的不确定性成为影响价格走势的主要因素，上半年市场避险情绪升温叠加国内消费需求偏弱，伦锌接连下行；随着市场对美联储加息结束的预期升温，锌价止跌企稳，但全年锌价仍跌幅较大；铅价表现相对抗跌，全年呈现宽幅震荡态势。未来宏观经济情况、利率政策及供需关系等对铅锌价格走势的影响仍有待关注。

2023 年，受海外矿山劳动力不足、火灾及极端天气等因素影响，全球锌精矿产量略有下降。在价格下行、工人罢工等因素影响下，部分中大型矿山发生减停产，下半年单月产量有所下降，全年全球铅精矿产量仅小幅增长。国内方面，2023 年国内矿山生产平稳，锌精矿、铅精矿产量均实现小幅增长，且内外比价维持在高位使得进口锌精矿再创新高。消费方面，2023 年以来基建、机械制造、汽车、储能等终端领域的需求增长带动镀锌板、铅酸蓄电池的国内需求，我国锌消费恢复良好、铅消费保持增长；但在国内冶炼产量增幅较大的背景下，我国精锌和精铅市场呈现供应过剩的状态。

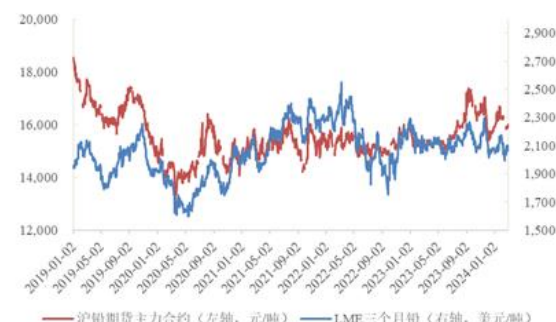
2023 年，宏观经济的不确定性成为影响价格走势的主要因素。上半年欧美银行业风险事件发酵以及美国疲软经济数据使得市场避险情绪升温，叠加国内消费需求偏弱，伦锌接连下行；7 月以来，随着市场对美联储加息结束的预期升温，美元下跌，锌价止跌企稳，但 LME 三月期锌全年均价仍同比下跌 23%至 2,651 美元/吨。同期铅价呈现宽幅震荡态势，价格表现相对抗跌，LME 三月期铅均价 2,128 美元/吨，同比下降 0.8%。2024 年一季度，随着宏观情绪回暖，锌价止跌企稳，但 2 月以来美联储降息前景存在不确定性，锌价呈窄幅波动态势，3 月末 LME 三月期锌收于 2,437 美元/吨；同期铅价走势与锌价类似，3 月末 LME 三月期铅收于 2,053 美元/吨。

图 3：近年来锌价情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 4：近年来铅价情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，西矿集团以铜、锌、铅等有色金属采选冶及贸易业务为主业，产业链完整，盐湖化工、文化旅游、建筑地产等业务可对收入形成一定补充，整体多元化经营水平较高。有色金属资源储量丰富，矿山生产规模处于行业前列，资源禀赋优质及采选技术领先使得采选板块成本控制能力保持在较好水平，并为冶炼板块提供较为稳定的原材料，但冶炼业务盈利空间较为有限。

公司主业突出，金属品种较为丰富，矿权数量较多，产业链完整，近年来有色金属采选冶收入及占比显著提升，整体多元化经营水平较高。

公司以铜、锌、铅等有色金属采选冶及贸易业务为主业，覆盖金属品种较为丰富，且产业链完整。公司矿权数量较多，截至 2024 年 3 月末，公司共有有色金属及黑色金属探矿权 8 个、采矿权 15 个，下属有色金属矿山 6 座、铁及铁多金属矿山 8 座、盐湖矿山 3 座，多金属品种布局可在一定程度上降低单一产品价格波动对盈利能力的影响。除有色金属外，公司还拥有一定黑色金属资源储备并具备铁精粉生产能力。此外，盐湖化工、文化旅游、建筑地产等业务亦对主业形成补充，但收入、利润占比较低。整体来看，公司多元化经营水平较高。

公司有色金属资源储量丰富，其中主力矿山玉龙铜矿具有较强资源优势且可开采年限较长，为公司可持续发展提供保障。铜、铅锌精矿生产规模处于行业前列。

资源赋存方面，公司铜、锌、铅等有色金属资源储备丰富，为公司可持续发展提供了有力保障。矿山主要分布在青海、西藏、四川、新疆、甘肃、内蒙古等地，其中，子公司西藏玉龙铜业股份有限公司（以下简称“玉龙铜业”）²下属矿山西藏玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，资源储量充足且铜品位高，可开采年限长，且矿床规模大，适宜露天开采，具有很强的资源优势。为提升资源保障力度，公司持续加强地质找矿，2023 年全年新增铅和锌金属量 16 万吨、铁多金属矿资源量 467 万吨。

表 2：近年末公司保有资源储量情况（金属量）

资源品种	2022	2023
铜（万吨）	621.59	605.00
铅（万吨）	159.73	155.14

² 截至 2024 年 3 月末，西部矿业、紫金矿业股份有限公司全资子公司西藏紫金实业有限公司和西藏昌都市国资委全资子公司昌都市投资有限公司分别持有玉龙铜业 58%、22%和 20%股权。

锌（万吨）	281.00	270.34
钼（万吨）	37.35	36.90
镍（万吨）	27.15	27.12
金（吨）	12.92	12.80
银（吨）	2,092.37	2,095.37
铁矿石（矿石量，万吨）	26,011.49	30,010.90
五氧化二钒（万吨）	64.54	64.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2023 年末公司主要矿山保有资源储量（万吨、%、万吨/年、年）

品类	矿山名称	资源量	保有储量	品位	证载规模	剩余开采年限
铜	西藏玉龙铜矿 ³	85,458.3	84,514.5	0.65	1,989	40
	内蒙古获各琦铜矿	2,995.14	2,572.8	0.85	450	16
铅锌	青海锡铁山铅锌矿	1,839.17	1,628.46	7.96	150	13
	青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿	203.19	137.45	5.42	20	7
	四川呷村银多金属矿	647.14	577.37	7.78	80	10
	四川会东大梁铅锌矿	280.94	273.12	5.25	66	5
铁	肃北七角井钒及铁矿	11,056.13	9,525.87	31.42	380	33
	内蒙古双利铁矿 ⁴	7,297.42	6,884.65	24.10	340	20
	新疆哈密白山泉铁矿	2,379.17	1,981.82	27.47	140	14
	青海拉陵高里河下游铁多金属矿	1,091.34	1,005.00	23.75	75	15
镍	新疆哈密黄山东铜镍矿（5-22 线、22-27 线）	7,817.08	6,801.45	0.31	111	136
镁盐	青海团结湖镁盐矿	3,046.25	3,046.25	36.16	50	60

注：列示金属量为 100%权益口径下的数据，非权益储量；部分矿山列示资源储量为其全部金属品种而非单一金属品种；内蒙古双利铁矿目前正在露转地基建，暂未生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司矿山生产规模处于行业前列，子公司西部矿业为我国第五大铜精矿生产商、第二大铅锌精矿生产商。2023 年铅、锌精矿产量有所增加；玉龙铜业一、二选厂优化升级改造项目于 2023 年 11 月顺利投产³，对当年铜精矿产量产生阶段性影响。此外，当期公司完成多项矿权的延续及扩能工作⁴。根据规划，西部矿业 2024 年计划生产铜精矿 15.87 万吨，锌精矿 10.94 万吨，铅精矿 5.18 万吨；未来多种金属产量的提升有助于公司进一步提升盈利能力和体系内利润留存。

表 4：近年来公司矿山产品产量情况

板块名称	2021	2022	2023	2024.1~3
铜精矿（万吨）	12.49	14.40	13.12	3.86
锌精矿（万吨）	13.34	11.20	12.04	2.53
铅精矿（万吨）	6.02	5.15	6.03	1.20
钼精粉（万吨）	0.18	0.34	0.34	0.09
精矿含金（千克）	258	257	209	46
精矿含银（吨）	126.01	129.73	120.64	32.42
铁精粉（万吨） ⁵	174.14	181.05	119.39	29.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司已具备电解铜 21 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、电铅 10 万吨/年的产能⁶。2023

³ 玉龙铜业矿石处理能力提升至 2,280 万吨/年，铜精矿产能由 12 万吨/年增至 15 万吨/年。

⁴ 四川呷村银多金属矿证载生产规模由 30 万吨/年扩至 80 万吨/年，肃北七角井钒及铁矿证载生产规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年，东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权顺利完成延续。

⁵ 2023 年，铁精粉产量同比下降 34%，主要系计划性停产所致。

⁶ 公司以下属青海铜业有限责任公司（以下简称“青海铜业”）以及巴彦淖尔西部铜材有限公司（以下简称“西部铜材”）为铜冶炼生产主体，青海湘和有色金属有限责任公司（以下简称“青海湘和”）及青海西豫有色金属有限公司（以下简称“西豫金属”）分别负责锌冶炼及铅冶炼。

年，随着青海铜业 5 万吨/年阴极铜扩能改造项目顺利达产，电解铜产量同比有所提升，青海湘和恢复性生产使得当期电解锌产量同比大幅提升，冶炼产品产销率保持高位。2024 年，公司计划实施一批产业升级改造项目，其中，西部铜材实施的节能环保升级改造项目可年产 10 万吨阴极铜，西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造项目建成后将形成年产电铅 20 万吨生产能力，多种冶炼产品产能将进一步提高，需对项目建设进展保持关注。

表 5：公司冶炼产品产能及产销情况（万吨）

板块名称	2021		2022		2023		2024.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
电解铜	16.80	16.43	16.56	16.47	18.29	18.43	5.82	5.79
电解铅	7.80	7.60	7.47	7.34	9.09	9.30	0.24	0.34
电解锌	11.40	11.48	8.66	8.54	11.87	11.94	2.83	2.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

玉龙铜矿为露采矿，开采成本低，且公司具备较强高海拔采选技术实力，矿山采选板块成本控制能力强；冶炼业务采购渠道畅通，但尚未形成规模优势，盈利空间较为有限。

公司矿山采选成本控制及盈利能力强，玉龙铜矿为露采矿，开采成本低，同时公司高海拔环境生产管理经验丰富，具备较强的技术实力。同时，近年来公司通过“机械化换人、自动化减人、智慧化无人”策略提高矿山开采生产效率，可在一定程度上降低开采成本。

公司冶炼原材料供应稳定，其中铜冶炼原材料主要通过换货方式⁷采购自玉龙铜业，铜冶炼原材料自给率为 100%。铅锌冶炼原材料主要由锡铁山供应，仅采购少量低品位铅精矿进行配矿。近年来公司持续提高有色金属的综合回收利用率，冶炼综合回收装备和技术、综合能耗等指标达到行业先进水平。公司冶炼规模相对较小，尚未形成规模优势，未来冶炼产品产能规模的扩大将有利于冶炼板块经营效益的提升，但仅赚取冶炼加工费的业务模式使得冶炼业务利润空间相对有限。2023 年，物流成本上升等影响因素有所缓解，公司冶炼业务盈利有所改善⁸。

贸易业务对收入形成补充，整体风险较为可控，但对利润的贡献有限。

除生产、销售自营产品外，公司还开展铜、铅、锌、铝、镍等有色金属贸易及期货套期保值业务。贸易业务主要由母公司以及位于香港、天津、上海的子公司运营；在保障冶炼单位生产需求的同时，可提升采购综合效益、控制经营成本，对收入形成补充。近年来，随着有色金属采选冶板块收入占比的提升，贸易业务收入占比有所下降，但仍超过 40%。套期保值方面，为规避或减少有色金属价格波动的影响，公司采取套期保值的方式对冲部分风险；为控制期货业务的风险，公司董事会设运营与财务委员会，公司层面设期货委员会，另设风险控制部门及风险控制岗位，专门对期货业务的风险进行监控；套保品种为电解铜、电解铝、锌锭及电铅等，套保比例为 50~90%。整体来看贸易及套期保值业务风险较为可控，但该板块毛利率较低，对利润贡献较小。

公司盐湖化工板块盈利能力较强，但收入占比较低；参股锂资源开发企业对公司利润形成良好补

⁷ 根据《西藏自治区矿产资源管理条例》第五十三条“国家和自治区规定由指定单位统一收购的矿产品，必须交售给指定单位，其他任何单位和个人不得收购；矿山企业和个体采矿者不得向非指定单位销售。”公司铜冶炼原材料主要采自西藏贸易公司的铜精矿，西藏贸易公司的铜精矿主要来自玉龙铜业。

⁸ 2022 年，青海铜业、西豫金属及西部铜材净利润分别为-2.31 亿元、-0.23 亿元和 0.06 亿元；2023 年，青海铜业、西豫金属及西部铜材净利润分别为-0.42 亿元、0.67 亿元和 0.05 亿元。

充，但需对其收益稳定性保持关注；旅游、房地产等亦对收入产生一定贡献。

除有色金属采选冶及贸易业务外，公司其他业务板块主要包括盐湖化工、旅游、地产及金融等。盐湖化工方面，公司盐业板块由青海盐业运营；镁板块由西部矿业子公司青海西部镁业有限公司（以下简称“西部镁业”）⁹运营。

表 6：截至 2023 年末公司盐湖资源储备情况

运营主体	矿权	面积(km ²)	资源品种	储量
青海盐业	茶卡盐湖	112.90	原盐	4.67 亿吨
	柯柯盐湖	95.15	原盐	7.02 亿吨
西部镁业	团结湖	25.31	氯化镁	3,046 万吨

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末，青海盐业拥有 300 万吨/年工业盐和 30 万吨/年食用盐产能，均以销定产；公司工业盐在西北地区市场占有率约 65~70%；西部镁业拥有 13 万吨/年高纯氢氧化镁生产能力，主要产品烧结镁砂及电熔镁砂是优质耐火材料，广泛应用于冶金行业、玻璃行业、水泥工业、陶瓷工业等行业。2023 年，受益于市场需求扩大，食用盐产量同比有所增加，氢氧化镁产量增幅达到 33%。整体来看，公司盐湖化工板块盈利能力较强，但相关收入在公司营业总收入中占比较小¹⁰。

表 7：公司盐湖化工产品产量情况（万吨）

板块名称	2021	2022	2023	2024.1~3
工业盐	174.70	250.01	251.22	25.87
食用盐	3.20	5.27	6.48	1.68
氢氧化镁	11.16	10.70	12.88	0.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司（以下简称“东台锂资源”）为西部矿业的联营企业¹¹，主营业务为锂资源开发，其所属格尔木市东台吉乃尔盐湖是富含锂、硼、钾等矿产资源的综合性超大型卤水矿床。受锂价波动影响，2023 年东台锂资源收入、利润同比均大幅下降¹²，公司对其确认投资收益 2.29 亿元，并收到其发放的现金股利 4.05 亿元，投资收益同比下降，需对参股企业经营状况保持关注。

旅游板块由文旅公司经营，其下属茶卡盐湖景区为国家 4A 级旅游景区。2023 年，茶卡盐湖景区接待游客 235.43 万人次，较上年同期增长超过 400%，旅游市场的恢复使得该板块经营情况有所好转。房地产方面，公司与青海省发展投资有限公司合作建设的新青海大厦项目¹³位于北京丽泽金融商务区，主体建筑包括酒店、写字楼以及商业配套设施，每年可贡献较为稳定的租金收入¹⁴。但值得关注的是，西矿建设等部分非主业经营主体杠杆水平较高，债务负担较重。

为加强资金管理，提高资金使用效率，公司于 2011 年 12 月成立西部矿业集团财务有限公司（以

⁹ 西部镁业原为公司二级子公司；2021 年 3 月，西部矿业以自有资金 5.63 亿元收购公司所持西部镁业 91.40% 股权并将其纳入合并报表范围。

¹⁰ 2023 年青海盐业实现营业收入 5.09 亿元，净利润 0.75 亿元；同期，西部镁业实现营业收入 5.22 亿元，净利润 0.45 亿元。

¹¹ 西矿集团原直接持有东台锂资源 27% 股权，为进一步整合资源，2022 年西部矿业以自有资金 33.43 亿元自母公司收购所持东台锂资源全部股权。此外，2023 年 7 月，西部矿业通过青海省产权交易市场，以交易对价 7.91 亿元成功竞买母公司所持青海泰丰先行锂能科技有限公司（以下简称“泰丰先行”）6.29% 股权；泰丰先行持有东台锂资源 49.59% 股份，系其控股股东。公司无增持东台锂资源股份的计划。

¹² 2022 年，东台锂资源实现营业收入 48.83 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 35.35 亿元；2023 年，东台锂资源实现营业收入 14.58 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 8.46 亿元。

¹³ 公司持股比例为 87.07%，项目总投资约 24 亿元，目前已全部完工。

¹⁴ 2023 年及 2024 年 1~3 月写字楼招租产生收益分别为 2.81 亿元、0.71 亿元；截至 2023 年末招租率为 95.47%。

下简称“财务公司”)，公司和西部矿业分别持有其 40%和 60%股份；主要业务包括同业拆借以及为西矿集团各成员单位提供资金结算、存款、票据、贷款等金融服务，近年来保持稳健发展¹⁵，指标符合监管要求。

2023 年，西钢集团重整计划获得法院批准，投资损失对当期损益造成一定影响，但有助于公司历史包袱的减轻。

公司原持有西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）39.37%的股权，其核心子公司西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西宁特钢”）历史包袱重，已资不抵债且存在债权违约；截至 2023 年 3 月末，公司应收西钢集团 11.26 亿元。2023 年 11 月，西宁中院裁定批准西宁特钢破产重整计划，该计划于 2024 年 1 月执行完毕。根据重整计划，公司对西钢集团及其原子公司西宁特钢不再形成重大影响，终止对其采用权益法进行会计核算。重整完成后，公司享有一部分现金¹⁶，一部分西宁特钢及青海西钢新材料有限公司（以下简称“西钢新材料”）的股权¹⁷及部分债权¹⁸，2023 年确认债务重组投资损失 22.20 亿元，对 2023 年利润产生阶段性影响，但上述事项的解决，有助于公司减轻历史包袱。

公司目前在建项目以矿山扩建及冶炼优化为主，总投资规模较大，2024 年仍有一定资本开支需求。

截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要聚焦于技术改造升级以及现有矿山的改扩建。其中，西豫金属的冶炼升级改造项目在满足环保要求的同时可提升资源综合回收率；此外，玉龙铜矿尚余少量投资。整体来看，在建项目总投资规模较大，2024 年公司仍有一定资本开支需求。

表 8：截至 2024 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2024 年 3 月末已投资	2024 年全年计划投资	资金来源
西豫金属环保升级多金属综合循环利用改造项目	21.40	4.56	11.97	自有资金/借款
玉龙铜矿一二选厂工艺技术提升改造项目	13.21	9.67	4.23	自有资金/借款
双利矿业二号铁矿改扩建工程	8.63	1.16	2.08	自有资金/借款
诺玛弄沟尾矿库续建项目	6.35	4.34	1.02	自有资金/借款
双利矿业二号铁矿选矿系统升级改造扩能工程	5.05	0.03	0.83	自有资金/借款
合计	54.64	19.76	20.13	—

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2023 年，受益于铜价上涨及冶炼产品销量提升，公司营业总收入同比增长，但营业毛利率有所下降；西钢集团司法重整使得公司非经营性损失较大，当期公司利润总额同比下降。资金需求扩大小幅推升债务规模，未分配利润亏损规模扩大，财务杠杆比率上升且处于较高水平，部分偿债指标有待优化。需对股东和关联方欠款事项以及母公司债务压降情况保持关注。

¹⁵ 2023 年，财务公司实现营业收入 3.55 亿元、净利润 1.28 亿元。

¹⁶ 公司收到现金 2,200 万元。

¹⁷ 截至 2024 年 3 月末，公司持有西宁特钢 3.89 亿股股份，持股比例为 11.95%，其中，公司直接持股 5.24%，通过全资子公司青海西矿资产管理有限公司（以下简称“西矿资产”）持股 6.71%；此外，公司通过西矿资产持有西钢新材料 47.91%股权。

¹⁸ 公司对其留债 7.54 亿元按照折现值计入长期应收款。截至 2024 年 3 月末，对西宁特钢和青海西钢矿冶科技有限公司（以下简称“西钢矿冶”）的长期应收款合计 6.22 亿元。除留债部分外，截至 2024 年 3 月末，公司对西宁特钢的经营性应收账款款项账面余额为 1.75 亿元，坏账准备 0.98 亿元。

盈利能力

2023 年，受益于铜价上涨及冶炼产品销量提升，公司营业总收入同比增长，经营性业务盈利能力保持在较好水平，非经常性损益对利润形成侵蚀，当期公司利润总额同比下降。

受益于铜价上涨以及冶炼产品销量的提升，2023 年营业总收入同比有所增加。有色金属采选冶毛利率较为稳定，但毛利率低的贸易业务收入占比小幅上升令当期营业毛利率小幅下降。期间费用方面，公司新建项目较多，当期加大研发投入力度使得研发费用有所增加，期间费用及期间费用率均有所上涨，但得益于毛利润的小幅增加，2023 年公司仍然保持了很强的经营性业务盈利能力。

非经营性损益方面，受西钢集团债务重组产生较大规模投资损失、联营企业投资收益下降、坏账损失增加¹⁹、计提较多非流动资产报废损失等影响，2023 年公司利润总额同比降幅较大，盈利指标有所弱化，但以政府补助为主的其他收益和营业外收入²⁰对利润仍形成一定补充。但中诚信国际关注到，公司主要利润仍来自于上市公司，其他分部盈利能力较弱，叠加债务重组投资损失影响，2023 年归母净利润在低基数的基础上进一步降为负值。2024 年一季度，铜产品量价齐升推升营业总收入，西部镁业计划性停产使得盐湖化工板块毛利率降幅较大，但该板块收入占比较低，利润总额同比仍实现增长。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属采选冶	264.16	28.96	286.90	25.91	294.62	25.35	78.24	25.41
有色金属贸易	233.55	0.22	245.08	0.25	264.47	0.30	97.30	0.51
盐湖化工	10.16	28.64	12.33	19.22	13.25	21.96	3.39	6.49
其他业务	10.35	34.20	7.21	25.10	18.76	23.13	3.11	19.68
营业总收入/营业毛利率	518.22	16.05	551.52	14.35	591.11	14.00	182.03	11.65

注：2021 年度各板块收入及毛利率未追溯调整；部分小数点后差异系四舍五入所致。公司将自产铁产品收入计入有色金属采选冶板块；其他业务主要包括金融、旅游、建筑地产及科技信息等，2023 年，旅游板块收入上涨使得其他业务收入有所扩大。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3
管理费用	8.84	8.59	10.18	2.08
研发费用	3.32	4.36	6.06	1.38
财务费用	13.49	13.59	13.60	3.46
期间费用合计	26.40	27.40	31.30	7.05
期间费用率(%)	5.08	4.97	5.29	3.87
经营性业务利润	50.21	44.21	44.50	12.13
资产减值损失	-4.81	-3.89	-0.61	0.09
信用减值损失	1.88	-3.91	-6.44	0.03
投资收益	-5.23	10.66	-17.05	1.18
营业外损益	0.58	-0.12	5.09	0.35
利润总额	42.73	48.15	26.07	13.40
总资产收益率(%)	8.59	9.00	5.08	--
归属于母公司股东的净利润	0.28	0.22	-13.62	2.37

¹⁹ 2023 年，公司计提的信用减值损失主要系青海大美煤业股份有限公司（以下简称“大美煤业”）坏账损失 3.45 亿元、青海江仓能源发展有限责任公司坏账损失 1.01 亿元、西宁特钢坏账损失 0.98 亿元以及青海西部石化有限责任公司坏账损失 0.56 亿元等。

²⁰ 2023 年，大额政府补助主要为三江源自然保护区矿业权退出补偿资金。

注：减值损失以负值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2023 年末，公司总资产规模略有减少，年内资金需求扩大小幅推升债务规模，未分配利润亏损敞口扩大，财务杠杆比率升至较高水平。

2023 年末，公司总资产规模略有减少，仍以非流动资产为主，符合矿业企业特点。其中，公司出资 24.53 亿元对西钢集团孙公司西钢新材料发行的债转股进行部分回购²¹并计入长期股权投资，且持有的西宁特钢股权以权益法进行会计核算，共同带动期末长期股权投资大幅增加，并推升期末非流动资产规模。流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款等构成。其中，公司加快在建项目建设、西部矿业现金分红以及对外投资增加等使得期末货币资金规模有所下降；其他应收款规模较大，主要为股东欠款以及对关联方提供的资金拆借，2023 年末公司已对应收青海大美煤业股份有限公司及其子公司借款及利息计提全额减值。中诚信国际将对公司股东欠款事项解决进展、对参股企业等关联方资金拆借的收回情况及后续减值计提情况保持关注。

有息债务在总负债中占比较高，为满足经营规模的扩大以及项目建设产生的资金需求，2023 年公司增加部分长期借款融资，同时新增发行债券²²，期末总债务和总负债规模均有所增加，但公司置换部分短期借款使得债务期限结构有所优化。权益方面，受归母净利润为负影响，未分配利润亏损规模有所扩大，期末所有者权益合计有所下降，杠杆比率升至较高水平。

2024 年一季度，季节性备货使得 3 月末存货规模有所扩大；公司发行中期票据小幅推升期末总债务规模，利润积累使得未分配利润亏损规模有所减少，杠杆水平小幅下降。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	74.09	77.12	63.32	63.72
其他应收款	65.40	68.20	64.09	65.32
存货	45.71	51.74	48.52	58.40
固定资产	241.11	246.56	246.50	242.99
在建工程	17.83	9.18	17.17	22.17
无形资产	74.60	76.91	70.62	69.81
长期股权投资	14.90	18.65	47.79	48.91
其他权益工具投资	26.05	26.46	29.46	29.46
资产总计	672.76	682.41	671.17	690.20
短期借款	157.62	153.65	132.06	126.90
一年内到期的非流动负债	46.21	54.38	53.93	59.57
短期债务	216.33	220.83	194.73	195.17
长期借款	150.64	142.75	174.26	170.66
应付债券	4.25	10.37	35.48	44.96
长期债务	168.61	163.59	217.93	223.37
总债务	384.94	384.42	412.66	418.54
应付账款	18.79	27.20	24.71	21.79
其他应付款	27.80	25.37	22.64	19.42
负债合计	481.36	485.56	493.32	501.68
未分配利润	-8.12	-7.93	-23.69	-20.73

²¹ 回购完成后，截至 2024 年 3 月末，西矿集团持有西钢新材料 47.91%股份，西宁特钢持有西钢新材料 28.13%股份。

²² 当期公司新发北京青海金融大厦绿色资产支持专项计划（碳中和）证券 25.01 亿元。

少数股东权益	145.07	151.43	150.05	157.93
所有者权益合计	191.41	196.86	177.85	188.52
资产负债率(%)	71.55	71.15	73.50	72.69
总资本化比率(%)	66.79	66.13	69.88	68.95
短期债务/总债务(%)	56.20	57.45	47.19	46.63

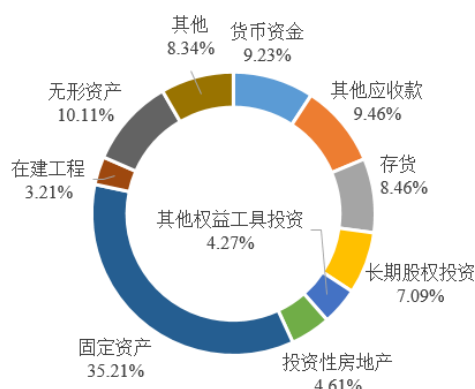
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 12：公司其他应收款前五名情况

2023 年末			
债务人名称	账面余额 (亿元)	账龄	占其他应收款 合计规模的比重
青海省政府国有资产监督管理委员会	47.58	3 年以上	62.05%
青海大美煤业股份有限公司	5.26	1 年以内；1~2 年；3 年以上	6.86%
西宁城辉建设投资有限公司	4.99	1 年以内；1~2 年；2~3 年；3 年以上	6.51%
鑫宁希源（新疆）股权投资普通合伙企业	3.20	3 年以上	4.17%
青海西部石化有限责任公司	2.04	3 年以上	2.66%
合计	63.07	--	82.25%

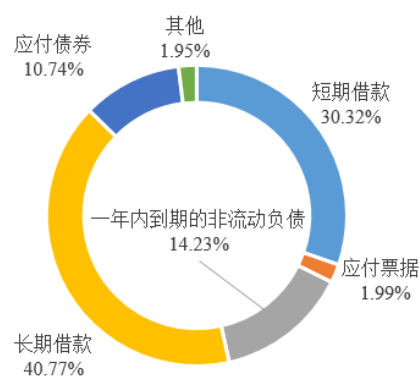
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：截至 2024 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2024 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

2023 年，公司经营获现能力有所下降但仍保持在较好水平，部分偿债指标仍有待优化。

2023 年，公司经营活动现金回笼情况未达上年水平，但仍保持在较高规模；多个在建项目加快推进以及公司对西钢新材料等投资增加使得投资活动现金净流出规模大幅攀升；同年，公司债务净增加，但现金分红以及偿付利息支付的现金规模有所扩大，筹资活动现金呈净流出态势。

偿债指标方面，受盈利下降以及利息费用增加影响，2023 年 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化；但由于营运资金占用减少，FFO 对总债务的覆盖能力略有上升；尽管债务结构有所优化，但货币资金规模减少使得非受限货币资金对短期债务的覆盖倍数略有下降，覆盖能力仍有待提升。整体来看，公司部分偿债指标有待优化。

截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 802.69 亿元，其中尚未使用额度为 440.18 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，财务公司设资金结算与监控部行使资金管理职能，统筹规划西矿集团整体资金运作；境内资金实行集中统一管理，各成员单位资金全部归集至财务公司；资金

实行计划管理，各成员单位必须按照经审批的年度、月度资金计划对外支付；融资管理包括外部融资和内部融资，其中外部融资实行统一管理，银行授信由财务公司统一负责，下属公司未经总部批准不得对外融资。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3
经营活动净现金流	73.47	83.97	73.49	7.72
投资活动净现金流	-37.22	-15.71	-69.77	-6.26
筹资活动净现金流	-33.24	-58.40	-10.94	-2.43
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.08	6.48	4.30	--
FFO/总债务(X)	0.16	0.14	0.17	--
总债务/EBITDA(X)	4.81	4.68	7.14	--
货币等价物/短期债务(X)	0.23	0.27	0.25	0.24

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

母公司盈利及获现能力弱，利润主要来自于下属子公司分红。2023 年母公司新增部分对外借款及投资，债务规模有所扩大，杠杆比率高，面临一定短期债务压力，需对债务压降情况以及关联方欠款等问题保持关注。

母公司收入主要为贸易业务收入，盈利及获现能力较弱，利润主要来自下属子公司分红，由于承担部分融资职能，利息费用维持在较高规模。2023 年，母公司债务规模扩大使得利息费用增加，对关联方欠款计提的信用减值损失对利润形成侵蚀，西钢集团债务重组产生大额投资损失抵消了下属子公司分红，但大额营业外收入对利润形成补充，当期母公司实现盈利。母公司资产主要系对子公司及合联营企业的长期股权投资及以股东欠款及关联方借款为主的其他应收款。2023 年，母公司新增对西矿资产 25.37 亿元借款²³使得期末其他应收款规模扩大，同时母公司以 30.15 亿元股权转让价款对其增资²⁴，此外，西钢新材料债转股设计入长期股权投资，期末其他应收款及长期股权投资增加，共同推升总资产规模。

偿债能力方面，母公司债务规模持续攀升，杠杆比率保持高位，且短期债务占比较高；货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，面临一定短债压力。不过母公司融资渠道较为畅通，财务公司的设立提高了集团内部资金使用效率²⁵，且随着青海省融资环境逐步改善，母公司债务融资工具发行顺畅；同时，根据 2024 年 3 月 31 日收盘价计算，西部矿业总市值为 459.68 亿元，母公司所持其股份对应市值为 143.51 亿元，具有一定再融资能力；此外，上市公司资产优良，且母公司对上市公司控制能力强，一体化程度高。以上因素均为母公司债务的偿还提供一定保障，但母公司债务压降情况以及股东和关联方欠款事项仍有待关注。

表 14：近年来母公司主要财务指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	45.22	69.19	70.81	16.16
营业成本	45.23	69.01	70.84	16.19
财务费用	4.57	5.79	6.17	1.73

²³ 2023 年，西矿资产受让西钢集团及其子公司的债权。

²⁴ 2023 年，母公司将其持有的西钢新材料 47.92%、大美煤业 10.53%、西钢矿冶 19.5% 股权分别以股权投资的账面金额转让给西矿资产公司，以转让价款对西矿资产公司增资。

²⁵ 截至 2024 年 3 月末，财务公司对母公司授信额度为 45 亿元，已使用 17.7 亿元，剩余可使用额度为 27.3 亿元。

其中：利息费用	7.00	5.51	6.70	1.87
利息收入	2.46	0.42	0.84	0.21
信用减值损失	--	-6.97	-5.03	--
投资收益	5.12	32.18	-1.23	3.19
取得投资收益收到的现金	1.91	1.99	12.72	0.37
营业外收入	--	0.01	15.94	--
净利润	0.18	16.39	2.64	1.34
货币资金	8.11	16.26	10.29	16.05
其他应收款	77.10	70.09	80.31	82.59
长期股权投资	72.20	83.17	121.61	122.08
资产总计	192.60	197.45	234.08	244.97
短期债务	85.19	90.13	83.77	94.51
长期债务	41.10	43.26	66.21	68.43
总债务	126.29	133.39	149.98	162.94
负债合计	164.95	167.73	197.46	207.01
所有者权益合计	27.65	29.72	36.62	37.96
总资本化比率	85.37	81.78	80.37	81.10
经营活动净现金流	0.06	2.65	0.19	-0.16
投资活动净现金流	1.80	20.77	-35.01	-0.46
筹资活动净现金流	-5.24	-15.75	29.43	5.65
货币等价物/短期债务	0.10	0.18	0.12	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 65.55 亿元，占当期末总资产的 9.77%，主要包括以银行承兑汇票保证金和信用证保证金为主的受限货币资金 15.58 亿元以及用于抵押取得银行借款的投资性房地产、固定资产及无形资产等。

截至 2024 年 3 月末，公司暂无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，对外担保余额为 9.35 亿元，被担保方为西藏开投果多水电有限公司和西钢新材料，目前被担保方均经营正常，或有风险可控。

表 15：截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况

被担保方名称	担保金额（亿元）	起始日	到期日
西藏开投果多水电有限公司	7.56	2021/07/11	2036/09/25
青海西钢新材料有限公司	1.79	2023/09/13	2026/09/13
合计	9.35	--	--

注：上述担保不包含抵押。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 6 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测²⁶

假设

²⁶ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

——2024 年，西矿集团主要业务板块平稳运行，铜等有色金属价格有所上涨。

——2024 年，西矿集团在建项目投资仍保持在一定规模。

——2024 年，西矿集团融资规模保持稳定。

预测

表 16：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	66.13	69.88	63.80~66.99
总债务/EBITDA(X)	4.68	7.14	4.50~4.95

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

调整项

流动性评估

公司经营获现能力较强，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信额度充足。同时，公司下属子公司西部矿业为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，且债务融资工具发行顺畅，财务弹性较好。公司资金流出主要用于维持企业日常经营的运转、在建项目投资、债务还本付息及分红，公司债务期限分布较为均衡，且银行借款可续贷比例很高，债务到期压力可控；近年来分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出在 30~45 亿元左右；固定资本开支使得投资活动净现金支出保持在一定规模，公司未来仍有一定资本开支需求；不过考虑到公司经营获现能力较优且融资能力较强，资金平衡状况仍将保持较好水平，未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖。

ESG 分析²⁷

环境方面，作为开采、冶炼加工类企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及开采、冶炼加工对生态环境产生损害的问题。对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。截至 2023 年末，西部矿业共拥有国家级绿色矿山 6 座；国家级绿色工厂 7 家，省级绿色工厂 5 家。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近年来安全生产投入费用持续提高，2023 年，西部矿业安全生产投入总额达到 4.96 亿元，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构²⁸和运行等方面综合考察公司治理情况。目前公司已根据有关要求构建了完善的法人治理结构和健全的内部控制体系。战略方面，根据“十四五”规划，公司将围绕“矿山、盐湖、生态”三大资源深度开发，实现“做强矿山主业、做精冶炼产业、做优盐湖资源、做实新型产业”的战略目标，形成发展板块清晰、分工更加明确、结构更加合理的产业布局，把公司建设成为国内具有重要影响力的

²⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

²⁸ 目前公司董事会由 6 名董事构成，其中董事长由青海省国资委提名，第二大股东鑫宁希源派驻 1 名，职工董事 1 名，其余 3 名为外部董事。

国有综合性大型企业集团。

外部支持

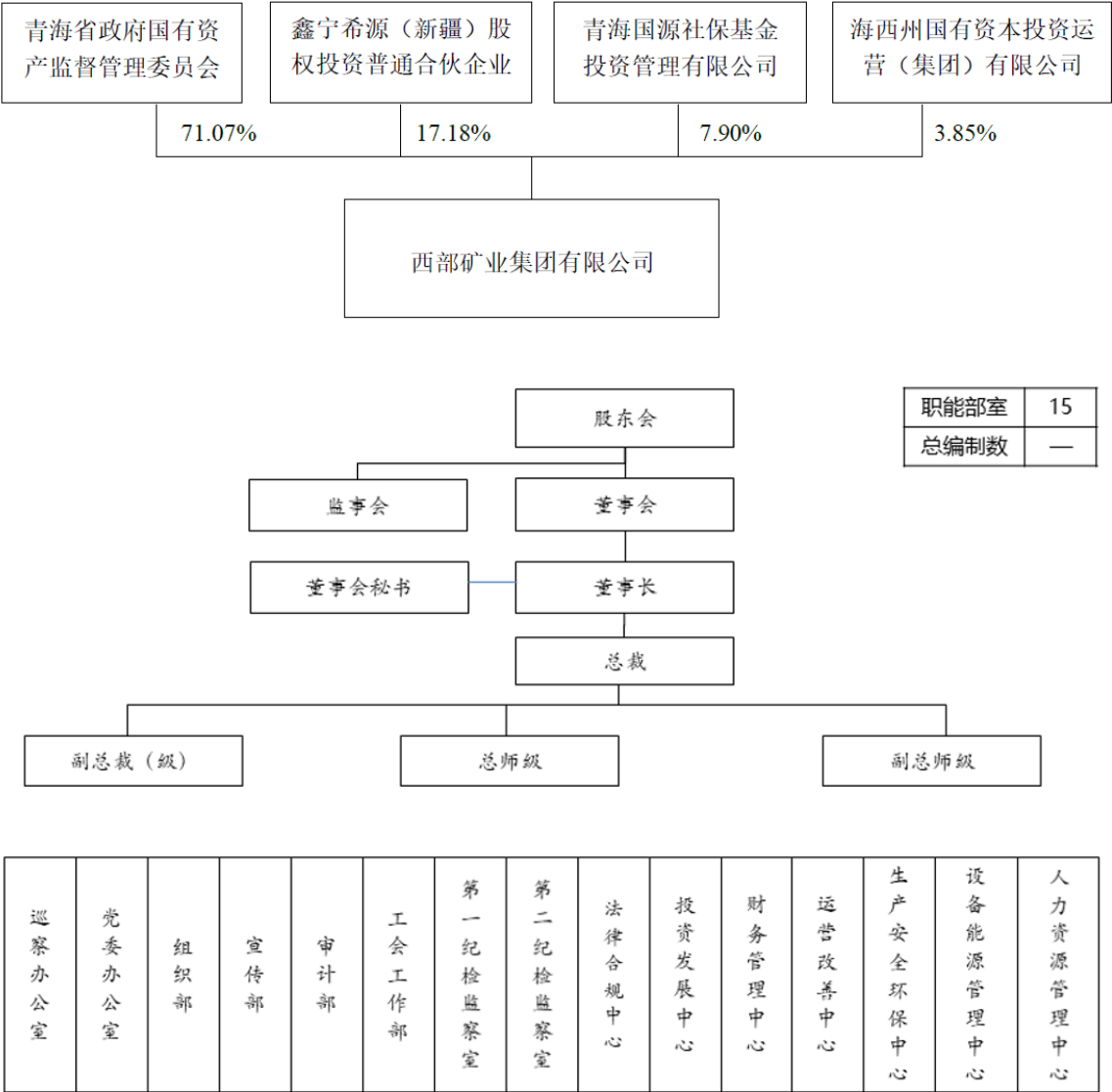
公司为青海省国资委直属企业，其对公司支持意愿强，并在政策优惠及协调金融资源等方面为公司提供了有力支持。

公司控股股东及实际控制人为青海省国资委；公司为青海省有色金属龙头企业，股东对公司支持意愿强，并在政策优惠、协调金融资源等方面为公司提供了有力支持。此外，近年来公司获得财政奖励款、青海省工业企业结构奖补资金、工业升级转型资金及园区企业发展资金等政府补贴；部分分、子公司享受西部大开发企业所得税优惠政策；子公司玉龙铜业在优惠税率 15% 的基础上减免 6% 的地方分享部分，按 9% 的税率征收企业所得税。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定西部矿业集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：西部矿业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：西部矿业集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	740,891.79	771,195.81	633,235.81	637,156.76
应收账款	88,300.57	65,298.71	28,397.61	35,199.16
其他应收款	653,990.75	681,959.56	640,888.80	653,218.36
存货	457,093.13	517,410.52	485,157.66	584,002.74
长期投资	409,549.05	451,142.02	772,448.48	783,701.83
固定资产	2,411,147.52	2,465,585.56	2,465,002.65	2,429,897.73
在建工程	178,310.80	91,826.37	171,749.49	221,691.88
无形资产	746,015.69	769,074.87	706,168.92	698,113.21
资产总计	6,727,629.42	6,824,126.27	6,711,697.75	6,902,044.92
其他应付款	278,011.53	253,661.26	226,366.72	194,175.96
短期债务	2,163,316.59	2,208,339.03	1,947,344.89	1,951,699.83
长期债务	1,686,117.78	1,635,905.15	2,179,292.46	2,233,743.24
总债务	3,849,434.37	3,844,244.18	4,126,637.35	4,185,443.07
净债务	3,396,536.66	3,294,292.66	3,649,209.31	3,715,764.10
负债合计	4,813,559.34	4,855,559.89	4,933,217.71	5,016,844.25
所有者权益合计	1,914,070.07	1,968,566.38	1,778,480.04	1,885,200.67
利息支出	157,463.78	126,809.16	134,400.61	--
营业总收入	5,200,175.50	5,515,222.32	5,911,057.35	1,820,306.44
经营性业务利润	502,092.04	442,136.10	444,982.49	121,260.05
投资收益	-52,290.53	106,642.09	-170,501.19	11,796.09
净利润	363,923.59	393,938.62	200,566.54	116,395.79
EBIT	577,578.39	609,754.92	344,121.70	--
EBITDA	799,772.55	822,140.99	577,669.79	--
经营活动产生的现金流量净额	734,700.68	839,659.13	734,927.01	77,225.00
投资活动产生的现金流量净额	-372,193.25	-157,124.42	-697,669.89	-62,573.98
筹资活动产生的现金流量净额	-332,379.66	-584,047.86	-109,449.01	-24,292.05
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	16.05	14.35	14.00	11.65
期间费用率(%)	5.08	4.97	5.29	3.87
EBIT 利润率(%)	11.11	11.06	5.82	--
总资产收益率(%)	8.59	9.00	5.08	--
流动比率(X)	0.76	0.79	0.74	0.80
速动比率(X)	0.60	0.61	0.55	0.58
存货周转率(X)	9.55	9.69	10.14	12.03*
应收账款周转率(X)	58.89	71.81	126.17	228.98*
资产负债率(%)	71.55	71.15	73.50	72.69
总资本化比率(%)	66.79	66.13	69.88	68.95
短期债务/总债务(%)	56.20	57.45	47.19	46.63
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.15	0.18	0.15	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.26	0.31	0.32	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	4.67	6.62	5.47	--
总债务/EBITDA(X)	4.81	4.68	7.14	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.37	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.08	6.48	4.30	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.67	4.81	2.56	--
FFO/总债务(X)	0.16	0.14	0.17	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：西部矿业集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	81,136.93	162,582.60	102,865.64	160,540.77
其他应收款	771,048.65	700,946.84	803,129.21	825,902.04
长期投资	951,624.81	1,058,685.56	1,376,514.56	1,381,237.30
固定资产	644.29	534.18	1,164.54	1,147.03
无形资产	493.26	402.93	286.55	258.27
资产总计	1,926,000.71	1,974,474.90	2,340,830.55	2,449,714.94
其他应付款	408,945.44	286,450.66	430,335.48	381,614.30
短期债务	851,872.47	901,274.11	837,660.86	945,119.56
长期债务	411,028.54	432,601.32	662,131.98	684,328.33
总债务	1,262,901.01	1,333,875.43	1,499,792.84	1,629,447.89
净债务	1,181,764.09	1,171,292.83	1,396,927.21	1,468,907.12
负债合计	1,649,535.90	1,677,254.28	1,974,582.92	2,070,066.97
所有者权益合计	276,464.80	297,220.61	366,247.63	379,647.97
利息支出	70,040.41	55,095.52	67,024.72	--
营业总收入	452,219.79	691,912.32	708,061.89	161,582.63
经营性业务利润	-49,414.68	-60,226.16	-67,120.93	-18,495.10
投资收益	51,206.26	321,763.24	-12,321.32	31,888.88
净利润	1,845.84	163,875.80	26,404.52	13,400.35
经营活动产生的现金流量净额	557.62	26,458.52	1,879.09	-1,634.02
投资活动产生的现金流量净额	17,996.13	207,718.25	-350,143.59	-4,598.99
筹资活动产生的现金流量净额	-52,365.11	-157,491.74	294,253.24	56,530.26
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	-0.02	0.26	-0.05	-0.22
期间费用率(%)	10.83	8.89	9.33	11.17
流动比率(X)	0.69	0.69	0.69	0.73
速动比率(X)	0.69	0.69	0.69	0.73
资产负债率(%)	85.65	84.95	84.35	84.50
总资本化比率(%)	85.37	81.78	80.37	81.10
短期债务/总债务(%)	67.45	67.57	55.85	58.00

注：1、2024 年一季度未经审计。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益）
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率 营业收入/（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 （应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余） 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn