



2023 年度

陕西有色金属控股集团有限责任公司  
信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20231546M-01

---

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与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 2023 年 6 月 15 日至 2024 年 6 月 15 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。

## 跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 15 日

**评级对象**

陕西有色金属控股集团有限责任公司

**主体评级结果**

AAA/稳定

**评级观点**

中诚信国际肯定了陕西有色金属控股集团有限责任公司（以下简称“陕西有色”或“公司”）钼资源储量位居国内前列，钼、钛产品规模优势突出，产业链完整、业务多样性强、收入和利润水平提升及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到行业周期性波动对公司盈利水平影响较大、减值损失对利润形成侵蚀及杠杆比率较高，债务结构有待优化、委托贷款收回情况有待关注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，陕西有色金属控股集团有限责任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：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**主要金属产品价格超预期持续下行，重点建设项目盈利未达预期，公司盈利能力大幅弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力显著弱化。

**正面**

- 公司钼资源储量位居国内前列，钼、钛产品规模优势突出，产业链完整
- 拥有锌、铝、钒及贵金属等采选、冶炼、加工业务，业务多样性强
- 受益于钼、钛等有色金属量价齐升以及光伏产业景气度提升，2022年以来公司收入及利润水平提升
- 银行可使用授信充足，下属3家A股上市公司，融资渠道畅通

**关注**

- 行业周期性波动对公司盈利水平影响较大
- 大额资产减值损失及信用减值损失对利润形成侵蚀
- 杠杆比率较高，债务结构有待优化
- 委托贷款收回情况有待关注

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

陕西有色（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,406.67	1,405.88	1,442.16	1,470.14
所有者权益合计（亿元）	421.25	462.48	490.48	485.78
总负债（亿元）	985.42	943.40	951.68	984.36
总债务（亿元）	881.30	822.53	820.39	822.57
营业总收入（亿元）	1,445.96	1,612.03	1,762.13	456.23
净利润（亿元）	2.50	9.06	13.52	11.94
EBITDA（亿元）	74.03	95.48	112.33	--
经营活动净现金流（亿元）	36.20	83.16	90.29	18.78
营业毛利率(%)	5.76	8.06	9.95	8.46
资产负债率(%)	70.05	67.10	65.99	66.96
总资本化比率(%)	71.50	69.12	68.15	68.19
陕西有色（本部口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	734.66	683.15	681.40	672.78
所有者权益合计（亿元）	197.77	210.19	206.11	190.81
总债务（亿元）	546.25	517.47	494.80	511.90
经营活动净现金流（亿元）	4.35	-21.25	-25.12	5.30
净利润（亿元）	69.67	-7.58	-11.56	0.74
总资本化比率(%)	81.04	81.79	83.31	85.93

注：1、中诚信国际根据陕西有色提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020~2022年财务报告及未经审计的2023年一季度财务报表整理。其中，2020年、2021年财务数据分别采用了2021年、2022年审计报告期初数，2022年财务数据采用了2022年审计报告期末数。2、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。

## 评级历史关键信息

陕西有色金属控股集团有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/06/20	周伊格、任嘉琦	<a href="#">中诚信国际有色金属行业评级方法与模型（C050000_2019_04）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2010/06/13	王丽芹、谭军嵩	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2008/11/03	吕寒、闫丽琼	--	<a href="#">阅读全文</a>

资料来源：中诚信国际整理

## 同行业比较（2022年数据）

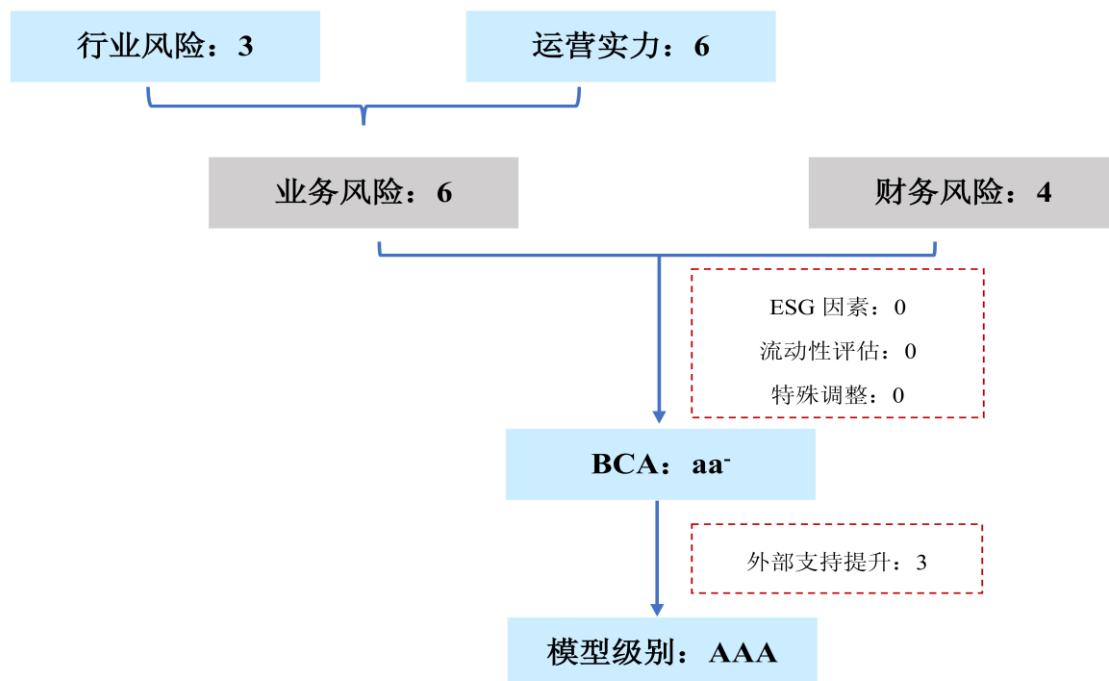
公司名称	主要经营品种	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率 (%)
中铝集团	铝土矿、氧化铝、电解铝、铜、铅锌	5,175.98	254.06	484.01	2,338.76	62.58
中色集团	铜、铅锌、镍、钴、钨、钼	1,394.97	51.87	24.78	387.18	66.44
陕西有色	钨、钽、铅锌、钒、电解铝	1,762.13	13.52	90.29	490.48	65.99

中诚信国际认为，与同行业相比，陕西有色钨资源储备丰富，业务多元化程度高，较高的资源自给率以及主要产品具备一定规模优势使得成本控制能力较强。财务方面，陕西有色收入规模尚可，利润水平弱于可比企业，经营获现能力较强，财务杠杆比率在可比企业中处于中等水平。

注：“中铝集团”为“中国铝业集团有限公司”简称，“中色集团”为“中国有色矿业集团有限公司”简称。

## 评级模型

陕西有色金属控股集团有限责任公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000\_2022\_05

### ■ 业务风险:

陕西有色属于有色行业，因具有强周期属性，中国有色行业风险评估为中等；陕西有色钼资源储量位居国内前列，钼产品、钛材产量规模领先，整体成本控制能力较强；同时，公司还经营煤电铝、铅锌、光伏产业等多业务板块，多元化经营水平高，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险:

陕西有色收入及利润持续提升，经营获现能力保持在较好水平，但公司杠杆比率偏高，本部短期债务压力较大，且非经常性损益规模很高，财务风险评估为中等。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对陕西有色个体基础信用等级无影响，陕西有色具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

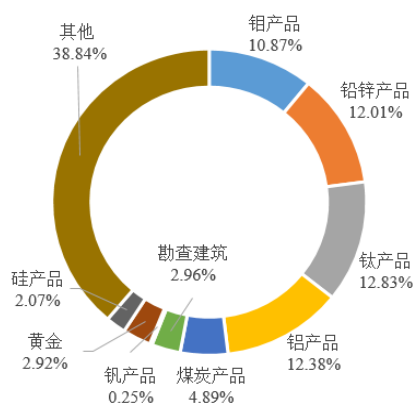
### ■ 外部支持:

公司为陕西省国资委直属企业，股东实力强；近年来在技术创新、新材料研发、发展精深加工、加快产业集聚等方面获得了陕西省政府的大力支持。外部支持调升 3 个子级。

## 评级对象概况

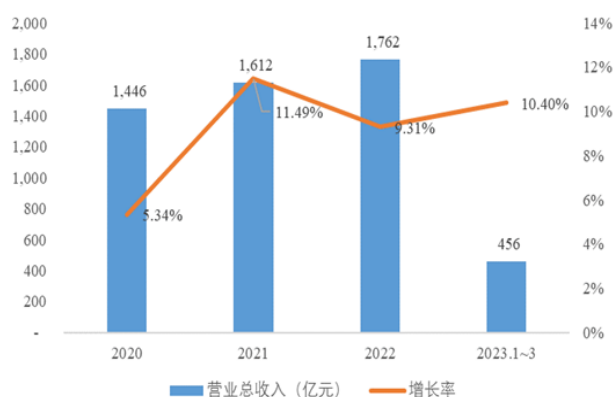
陕西有色金属控股集团有限责任公司前身为陕西有色金属集团有限公司，2003 年经陕西省人民政府《陕政函[2003]112 号》文件批准进行改制并更为现名。公司是一家集有色金属地质勘探、冶金设计、矿山采选、冶炼加工、内外贸易等于一体的大型综合性国有企业，主要经营的产品包括钼、钛、铝、铅锌、贵金属、钒、铁钨锰等，2022 年实现营业总收入 1,762.13 亿元。

图 1：2022 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：公司提供，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2023 年 3 月末，公司实收资本为 21.10 亿元，陕西省人民政府持有公司 100% 股权，为公司控股股东及实际控制人；陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）获得陕西省人民政府授权履行出资人职责。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2023 年 3 月末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
金堆城钼业集团有限公司	金钼集团	100.00%	304.53	262.71	195.86	27.90
陕西有色榆林新材料集团有限责任公司	榆林新材集团	95.10%	220.45	173.82	239.65	53.01
陕西秦佳硅业科技有限公司	秦佳硅业	100.00%	190.86	-27.13	36.56	-4.18
宝钛集团有限公司	宝钛集团	100.00%	181.09	68.71	226.03	6.15
陕西美鑫产业投资有限公司	美鑫产投	66.00%	166.63	-6.33	64.58	-11.80
汉中锌业有限责任公司	汉中锌业	69.51%	84.35	2.93	89.44	-9.52
陕西有色冶金矿业集团有限公司	冶金矿业集团	88.89%	70.25	-1.17	23.33	-3.50
西北有色地质矿业集团有限公司	西北有色	100.00%	66.59	7.17	56.21	0.34
陕西锌业有限公司	陕西锌业	65.46%	51.09	5.45	65.92	0.16
陕西有色集团贸易有限公司	贸易公司	100.00%	50.10	6.86	724.88	0.35

注：主要子公司列示截至 2023 年 3 月末总资产规模 50 亿元以上子公司；部分持股比例含间接持股。

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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 行业概况

**中诚信国际认为，有色金属行业属于周期性行业，与全球宏观经济及流动性状况关系密切，整体波动较大，需持续关注产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。**

### 钼

中国是全球钼资源最丰富的国家，同时由于钼消费主要集中在钢铁行业，中国也是钼的主要消费国。根据安泰科数据显示，2022 年全球钼供应量约 26.4 万吨，同比基本持平；需求约 27.91 万吨，同比增加 5%。市场运行方面，2022 年钼铁均价 18.74 万元/吨，同比上涨 37.09%。一季度受冬奥限产影响，供应端推动钼价上涨；二、三季度价格随着国内经济运行走势走低后反弹；四季度钢厂集中备货，钼价大幅上升。

表 2：钼价格情况

产品	2021	2022	同比
钼精矿（元/吨度）	2,023	2,816	39.20%
钼铁（万元/吨）	13.67	18.74	37.09%
氧化钼（美元/磅钼）	15.90	18.73	17.80%

资料来源：国内价格为亿览网平均价格，标准为：钼精矿 47.5%，钼铁 60%。国际价格氧化钼为美国金属周刊平均价格。

### 铝

电解铝方面，截至 2022 年末，我国电解铝建成产能为 4,430 万吨/年，较上年增加 105 万吨/年；

其中煤炭资源丰富的山东、内蒙古及新疆三地电解铝合计产能占全国总产能的 47%。同时，由于环保政策趋严，近年来我国电解铝产能逐步向清洁能源富集区域转移，2022 年末云南电解铝产能占比提升至 12.1%。在“碳达峰”、“碳中和”的政策背景之下，电解铝行业产能扩张或面临更多政策阻力，生产经营亦面临成本上涨、能源结构待改善等挑战。产量方面，2022 年我国电解铝产量同比增长 3.93% 至 4,033 万吨，在政策支持及铝价高位运行驱动下，大部分在上年因能耗双控等减产的产能于 2022 年上半年复产；但 8 月以来，受来水偏枯、电力供应短缺等因素影响，西南地区电解铝企业仍存在限电减产情况。价格方面，2022 年一季度，欧洲能源危机、俄乌冲突升级等加剧了海外对原铝供应的担忧，大幅推升铝价；但 3 月中下旬以来，在美国等主要经济体开启加息周期、市场对经济衰退的担忧蔓延等因素影响下，铝价自高位回落；四季度随着宏观情绪回暖，铝价小幅回升。2022 年，LME 三月期铝均价为 2,713 美元/吨，同比上涨 9.13%；同期 SHFE 三月期铝均价为 19,837 元/吨，同比上涨 4.97%。2023 年以来，国内外铝价整体呈小幅波动态势，4 月末，LME 三月期铝收于 2,355 美元/吨，沪铝主力合约收于 18,470 元/吨，铝价运行重心有所下移。

氧化铝方面，截至 2022 年末，全国氧化铝建成产能增至 9,955 万吨/年，2023 年仍有氧化铝新项目投产计划。产量方面，新增产能投产带动 2022 年氧化铝产量同比增加 6.10% 至 7,976 万吨，全年市场呈供需紧平衡状态。价格方面，2022 年以来受地缘政治冲突及能源危机等因素影响，国外氧化铝价格冲高回落；同期国内氧化铝受国际事件影响较小，其中一季度在限产影响下有所上涨，其后整体呈缓步下行态势，全年国内现货氧化铝均价为 2,945 元/吨，同比增长 5.20%。

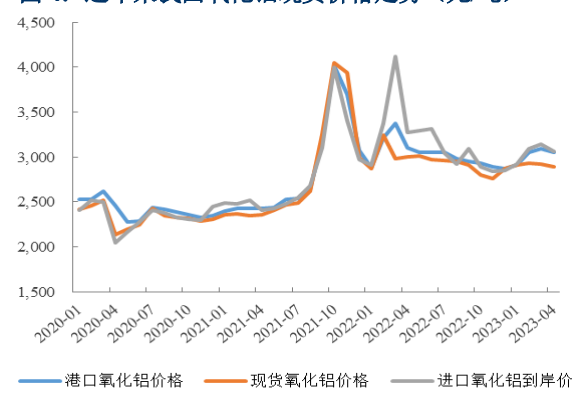
综合铝价走势与生产成本来看，据安泰科统计，2022 年我国电解铝行业平均成本为 17,657 元/吨，同比上涨 14.50%，高于同期国内铝价涨幅，全行业利润有所下降。

图 3：近年来国内外铝价走势情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 4：近年来我国氧化铝现货价格走势（元/吨）



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

## 铅锌

2022 年，受海外矿山劳动力不足、国内矿山开工率下降以及矿石品位下降、资源接续困难等因素影响，全球铅精矿和锌精矿产量同比均略有下降。进口锌精矿价格优势明显，叠加海外能源危机导致锌冶炼厂对原料需求转弱，锌精矿进口显著回升。但 2022 年 3 月以来海外原料运输拖延，冶炼厂普遍出现了原料不足，加工费全面下滑，后续随着进口矿的陆续到港，铅锌精矿加工费有

所回升但仍处于在较低水平，冶炼企业生产经营持续承压。消费方面，国内消费疲软叠加海外需求转弱导致精锌消费量有所下滑；铅蓄电池相较于磷酸铁锂电池的价格优势亦使得国内铅消费实现增长，精铅供应保持紧平衡趋势。

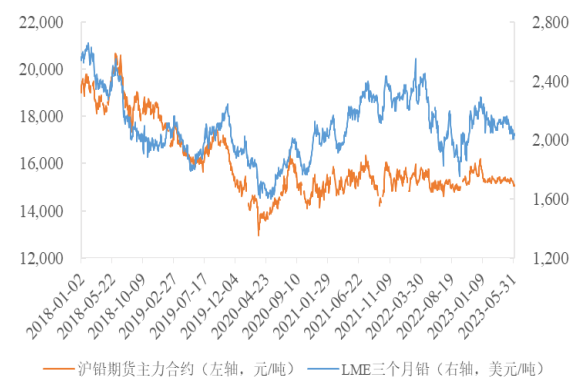
2022 年，地缘政治的不确定性以及能源价格持续飙升推升了多种有色金属价格。LME 三月期锌全年均价为 3,442 美元/吨，同比上涨 16.7%；而能源成本对铅价的影响小于锌价，2022 年铅价仍维持震荡走势，全年 LME 三月期铅均价 2,145 美元/吨，同比下降 2.0%。2023 年一季度，欧美银行业风险事件发酵以及美国疲软经济数据使得市场避险情绪升温，叠加国内消费需求偏弱，伦锌震荡下行，3 月末 LME 三月期锌收于 2,907.5 美元/吨；铅价表现相对抗跌，同期末 LME 三月期铅收于 2,106.5 美元/吨。

图 5：近年来锌价情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 6：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，陕西有色以钼和钛为传统优势产业，煤电铝、铅锌、光伏产业等多板块协同发展，业务多样性强；钼资源储量位居国内前列，钼产品、钛材产量规模领先，行业地位显著，较高的原材料自给率使得公司整体成本控制能力较强；需对贸易业务开展情况及在建项目进展、资金平衡情况保持关注。

*公司作为大型综合性矿业集团，形成以钼和钛为传统优势产业，煤电铝、铅锌、光伏产业等多板块协同发展的产业格局，经营的有色金属品种丰富且产业链完整，业务多样性强。*

公司作为大型综合性矿业集团，形成了以钼和钛为传统优势产业，且煤电铝、铅锌、贵金属、钒、铁钨锰、晶体硅及光伏、勘察设计施工以及贸易等多个板块协同发展的产业格局，经营的有色金属品种丰富，多种金属产业链纵深且长，多元化经营水平高。

分板块来看，公司钼产业集中于金钼集团，拥有钼采矿-选矿-焙烧以及钼化工和钼金属加工的完整产业链，2022 年以来随着钼价大幅上涨，钼板块利润贡献持续提升。钛方面，公司下属子公司宝钛集团经过多年的建设发展，拥有从海绵钛-熔铸-锻造到板材、管棒等的全套加工生产系统，钛产品品种丰富。煤电铝方面，公司利用榆林地区丰富的煤炭资源，充分发挥成本优势发展“煤-电-铝”一体化业务，电解铝及煤炭价格高位运行使得该板块盈利能力进一步提升。此外，随着光伏行业景气度提升，2022 年以来硅产品收入亦有所提升，目前已逐步成为公司核心利润贡献之一。整体来看，公司多金属品种经营有助于降低单一产品价格波动对盈利能力的影响，且完整

的产业链亦有助于进一步提升产品附加值。中诚信国际关注到，公司业务板块较多，且行业及展业区域较为分散，一定程度上加大管理难度，需对经营不善或产生风险<sup>1</sup>的子公司情况保持关注。

**公司钼资源储量位居国内前列，铅、锌、钒等多种金属资源储备丰富，较优的资源禀赋为公司可持续发展提供了有力保障；钼产品、钛材产量规模领先，行业地位显著，公司整体综合实力较强，但需关注部分行业景气度变化可能对业务产生的影响。**

资源赋存方面，公司钼矿资源储量丰富，金钼集团控股子公司金堆城钼业股份有限公司（以下简称“金钼股份”，601958.SH）拥有金堆城钼矿、河南汝阳东沟钼矿两座钼矿山，其中，金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，具有埋藏浅、含杂低的特点；汝阳东沟钼矿亦为世界级特大型钼矿，两座矿山剩余资源可开采年限均较长，资源质量较优。铅锌方面，公司保有铅锌金属量合计 157.89 万吨，资源储备较为丰富。钒方面，子公司陕西五洲矿业股份有限公司（以下简称“五洲矿业”）地处亚洲第一大石煤钒矿床，下属两座钒矿资源质量较优。此外，榆林新材集团全资子公司陕西有色榆林煤业有限公司（以下简称“榆林煤业”）煤炭资源丰富且煤质较好，同期末，榆林煤业拥有煤炭地质储量约为 11.9 亿吨、可采储量为 10.86 亿吨。整体上，多种金属丰富的资源储备为公司可持续发展提供了有力保障。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司控股及参股矿山储量情况（金属量、%、克/吨）

品种	矿山名称	持股比例	资源量	品位	剩余可开采年限
钼（万吨）	金堆城钼矿	72.48	34.56	0.08	35
	汝阳东沟钼矿	47.11	57.35	0.12	42
	安徽金寨县沙坪沟钼矿 <sup>2</sup>	10.00	25.59	0.14	--
	吉林天池季德钼矿 <sup>3</sup>	18.30	4.65	0.11	--
铅锌（万吨）	铅硐山	65.95	37.46	6.73	9
	东塘子	97.23	44.24	7.39	13
	二里河	97.23	18.90	7.88	12
	三道桥	5.84	57.29	4.46	19
金（吨）	四方金矿	41.00	28.57	1.82	15
钨（万吨）	东阳钨矿	61.00	5.26	1.18	12
钒（万吨）	中村钒矿	54.26	28.72	1.08	16
	千家坪钒矿	52.90	84.53	0.97	11

注：上表列示金属量为 100% 权益口径下的数据，非权益储量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司钼产业规模领先，2022 年受益于工艺改善及钼粉市场拓展，金钼集团主要钼产品产销量均有所提升，市场份额位居全球第二，行业地位和影响力进一步提升。但钼产品市场景气度受钢铁行业需求影响很大，且公司下游主要为各大钢厂等，产品议价能力偏弱，需对钢铁行业波动给公司产品产销带来的影响保持关注。宝钛集团<sup>4</sup>是中国最大的以钛材为主的专业化稀有金属生产、研发企业，钛材年产量居全国首位，且在国内航空和军工等高端钛材市场持续保持高占有率。

注<sup>1</sup>：金钼集团于 2008 年通过金堆城加拿大资源公司（以下简称“加拿大资源公司”）全资收购了育空钨矿公司（以下简称“育空钨业”），但由于开采成本、人力成本、财务费用明显高于国内，且环保压力较大，加之有色金属价格持续低迷，已于 2014 年停产。公司在以前年度已经对加拿大资源公司初始投资成本 13.02 亿元以及对加拿大资源公司提供的内保外贷款 21.62 亿元全额计提减值，育空钨业已于 2019 年进入破产清算程序，公司已完全丧失对其控制权。

注<sup>2</sup>：金钼股份参股的安徽金沙钼业有限公司下属安徽金寨县沙坪沟钼矿为世界第一大单体钼矿床，但受环保政策影响采矿证仍在办理中。

注<sup>3</sup>：2020 年金钼股份出资 3.00 亿元参股吉林天池钼业有限公司，目前其所属季德钼矿尚处于基础设施建设阶段。

注<sup>4</sup>：宝钛集团下属两家 A 股上市公司宝鸡钛业股份有限公司（以下简称“宝钛股份”，股票代码 600456.SH）和南京宝色股份公司（以下简称“宝色股份”，股票代码 300402.SZ）分别从事钛及钛合金的生产、加工和销售以及特材非标装备制造，

2022 年以来，公司进一步扩大国内外市场占有率，全年民品、军品产销量均实现不同幅度增长，钛材产品继续保持产销两旺态势。

其他金属方面，公司锌冶炼规模居全国前列，2022 年以来，海外锌精矿供应紧张使得锌冶炼加工费持续低位运行，电解锌产销量同比大幅下降。五洲矿业产能位居国内石煤提钒行业第一，2022 年以来，受窑炉停产检修影响，氮化钒产销量略有减少。黄金方面，受益于四方金矿尾矿库扩建项目复产，近年来公司黄金产量有所增长。此外，受自有矿山进入深部开采阶段出矿量及矿石品位下降影响，2022 年，氮化钒和黄金产能均有所下降。

表 4：近年来公司主要产品产能及产量情况（万吨/年，万吨）

产品	2020	2021	2022	2023.1~3	
钨铁	产能	2.13	2.00	2.00	2.00
	产量	2.73	2.73	3.28	0.76
	销量	2.85	2.72	3.21	0.58
钨酸铵	产能	1.30	1.30	1.30	1.30
	产量	1.21	1.18	1.20	0.33
	销量	0.49	0.36	0.25	0.04
钛材	产能	2.20	2.70	3.00	3.00
	产量	2.17	3.09	3.42	0.80
	销量	2.06	2.60	3.35	0.77
电解锌	产能	50.00	50.00	50.00	50.00
	产量	48.62	49.11	37.44	9.81
	销量	47.40	49.70	37.19	9.82
氮化钒（吨）	产能	4,500	4,500	2,500	2,500
	产量	2,522	2,365	2,203	509
	销量	1,668	2,182	2,024	391
黄金（千克）	产能	2,500	2,500	1,500	1,500
	产量	984	1,376	1,454	325
	销量	982	1,391	1,482	399

注：钨产品产能统计口径为实物量，产量统计口径为钨金属量；钨酸铵产品部分外销，部分用于下游高纯三钨酸铵的生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司“煤-电-铝”一体化业务经营主体为榆林新材集团及美鑫产投，两家子公司分别配套 5 台 330MW 发电机组以及 4 台 350MW 发电机组，发电量基本可覆盖其电解铝生产全部用电需求。公司发电所用煤炭主要来自榆林煤业，提质增效工作的开展带动其 2022 年煤炭产量小幅提升，除满足自用外其余部分对外销售。近年来公司电解铝产能保持稳定，产能利用率及产销率均保持高位。此外，2022 年榆林新材集团通过股权转让方式引进 7 家中央及省属投资机构合计投资 11.66 亿元<sup>5</sup>，有助于煤电铝板块股权多元化发展。

表 5：近年来公司煤、电、铝产量情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
煤炭（万吨）	837	860	1,003	275
发电量（亿度）	134.73	135.99	146.00	41.30
电解铝产能（万吨/年）	90.00	90.00	90.00	90.00
电解铝产量（万吨）	90.75	90.57	90.90	22.97
电解铝销量（万吨）	89.98	91.63	90.60	22.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

注<sup>5</sup>：2022 年 10 月 27 日，榆林新材集团股权转让信息在西部产权交易所结束披露。共有包括中国东方资产管理股份有限公司、芜湖长城双碳产业投资中心（有限合伙）、陕西省产业投资有限公司、榆林市煤炭资源转化引导基金合伙企业（有限合伙）、府谷县国有资产运营有限责任公司、厦门象誉投资合伙企业（有限合伙）、西藏信托有限公司等 7 家中央及地方投资者，7 家投资者合计持股比例 4.90%。

硅板块方面，公司下属子公司陕西有色天宏瑞科硅材料有限责任公司（以下简称“天宏瑞科”）<sup>6</sup>拥有年产 18,000 吨粒状多晶硅、500 吨硅烷气体和 1,000 吨电子级（硅烷硫化床法）多晶硅生产线，且生产的粒状多晶硅产品质量高，市场需求旺盛。2022 年以来粒状多晶硅产量持续提升，且产品价格随着光伏行业景气度提升，天宏瑞科收入及利润大幅提升<sup>7</sup>。此外，天宏瑞科计划投资 96.80 亿元新建年产 8 万吨粒状多晶硅项目，未来项目投产达产后将有利于实现规模效益、提升市场竞争力，但该项目投资金额较大，且光伏行业景气度波动较大，需对该项目进展及达产后产品消纳情况保持关注。

**表 6：公司主要光伏产品产销情况**

		2020	2021	2022	2023.1~3
粒状多晶硅 (吨)	产量	5,855	13,729	16,014	4,471
	对外销量	--	13,888	15,115	4,871
电子级多晶硅 (吨)	产量	74	76	115	46
	对外销量	--	101	110	40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司钼精矿自给率很高，海绵钛生产规模进一步扩大的同时自给率亦有所提升，依托丰富的资源储备以及下游产品规模优势，公司整体成本控制能力较强。**

公司钼精矿出矿稳定，产量保持在较高水平，资源自给率很高，且矿山全部为露天开采，使得公司具有较强的成本优势。公司钛产品生产所需原材料主要为海绵钛，子公司宝钛华神钛业有限公司新建 1.2 万吨/年海绵钛及 0.3 万吨/年海绵锆项目已于 2022 年 5 月达产，钛板块自给率亦有所提升。煤电铝板块方面，公司氧化铝全部外购<sup>8</sup>，但公司发电量较高，可完全覆盖电解铝生产用电，用电成本低于同行业企业。整体上来看，公司资源自给率较高且主要下游产品规模优势明显，整体成本控制能力较强。

**表 7：公司主要产品产量及自给率情况（万吨、%）**

		2020	2021	2022	2023.1~3
钼精矿	产量	4.95	4.70	5.11	1.22
	自给率	97.79	98.35	97.34	97.29
海绵钛	产量	0.82	0.85	1.90	0.56
	自给率	50.00	36.50	50.00	52.20
锌精矿	产量	5.33	5.26	5.38	0.98
	自给率	10.53	10.52	10.76	10.00
铅精矿	产量	1.64	1.70	1.57	0.22

注：2020 年以来，受环保因素影响公司不再单独生产电解铅，仅综合回收生产线中有少量铅产品，因此不再统计电解铅产销量，产出铅精矿直接对外销售。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**贸易业务规模较大，对收入形成补充，需关注其毛利率水平及资金占用情况。**

为扩大有色金属市场占有率以及充分利用公司上下游客户资源优势，公司各板块经营主体以及贸易公司均开展贸易业务，贸易公司主要经营品种主要为有色金属、碳素化工以及钢材，对营业总收入形成补充。近年来公司贸易业务收入规模有所上升，2022 年贸易公司收入占比为 40%左右，

注<sup>6</sup>：公司于 2015 年和美国 REC 公司合作组建了天宏瑞科，截至 2023 年 3 月末，双方对其持股比例分别为 84.94%和 15.06%。

注<sup>7</sup>：2022 年天宏瑞科营业收入、净利润及经营活动净现金流分别为 35.56 亿元、12.35 亿元和 21.26 亿元。

注<sup>8</sup>：为提升铝资源保障程度，2021 年公司出资约 7 亿元投资锦江开曼铝业（三门峡）有限公司，并将其计入其他权益工具投资核算。

处于较高水平，但利润贡献较低，较高的贸易业务规模对资金形成一定占用，需对公司未来贸易业务毛利率水平以及资金占用情况保持关注。

表 8：近年来贸易公司收入构成情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
有色金属	270.45	396.73	447.47	124.23
碳素化工	64.96	89.25	157.78	32.75
黑色钢材	126.86	126.14	116.96	32.77
设备及备件	20.53	2.03	2.58	0.21
其他	0.46	0.54	0.08	0.02
<b>合计</b>	<b>483.26</b>	<b>614.70</b>	<b>724.88</b>	<b>189.98</b>

注：部分小数点后差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在建项目计划总投资规模较大，预计 2023 年之后资本支出压力较高。**

公司专注于有色金属资源开发、冶炼及加工业务，并着力发展光伏产业。金堆城钼矿总体采、选矿升级改造项目建成后将通过实现矿山智能化、绿色化转型，提升矿山作业效率；年产 8 万吨电子级粒状多晶硅产业升级项目目前已完成可研报告，现场正在开展桩基施工，若顺利实施，项目计划将于 2024 年试生产，2025 年达产达标后多晶硅产量将大幅提升。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建工程项目总投资额为 131.9 亿元，已投资 21.9 亿元，预计 2023 年之后资本支出压力较高。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	经营主体	总投资	项目投入情况		资金来源
			截至 2023 年 3 月末已投资	2023 年 4~12 月计划投资	
钼矿总体采矿升级改造项目	金钼股份	9.3	4.1	0.6	自有资金
金堆城钼矿总体选矿升级改造项目	金钼股份	12.5	0.2	1.0	自有资金
年产 8 万吨电子级粒状多晶硅产业升级项目	天宏瑞科	96.8	9.6	12.8	自有资金、战略投资、贷款
陕西城安矿业发展有限公司 东阳钨矿 1000t/d 采选项目	冶金矿业集团	9.7	7.4	1.4	60%贷款，其余自有资金
渣综合利用无害化处理项目 (二期)	汉中锌业	3.6	0.6	3.0	65%贷款，其余自有资金
<b>合计</b>	--	<b>131.9</b>	<b>21.9</b>	<b>18.8</b>	--

注：合计数部分小数点后差异系四舍五入所致；部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

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，受益于钼、钛产品量价齐升以及光伏行业景气度提升，陕西有色收入及利润持续增加，带动总资产规模有所增长，总债务规模保持稳定，杠杆比率仍处于较高水平，但公司经营获现情况良好，整体偿债能力较优。

## 盈利能力

受益于钼、钛以及多晶硅等产品量价齐升，同时公司扩大贸易业务规模，2022 年以来公司收入及利润水平持续提升，相关盈利指标有所优化，但较大规模的减值损失对利润形成侵蚀。

受益于钼、钛等产品量价齐升，2022 年公司有色金属产品收入有所增长，同时公司扩大贸易业务规模，共同带动全年营业总收入同比增长近 10%。毛利率方面，依托资源优势，钼、钛价格上升拉升板块毛利率；煤炭价格维持高位运行使得板块利润贡献持续提升，受益于光伏行业景气度提升，同年硅产品毛利率大幅增长，多因素共同推动 2022 年公司营业毛利率同比小幅增长。但受制于低毛利率的贸易产品收入占比提升及价格运行中心下移导致的铅锌和铝板块利润下滑，公司营业毛利率水平仍然一般。

**表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）**

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
钼产品	192.34	6.56	181.30	10.12	191.54	17.74	55.37	23.12
铅锌产品	329.90	4.23	265.65	5.19	211.57	3.53	52.26	3.60
钛产品	219.82	6.46	222.04	7.56	226.03	9.47	56.44	8.81
铝产品	176.44	8.73	201.82	10.32	218.07	4.44	77.90	4.01
煤炭产品	30.57	71.29	60.04	83.19	86.16	85.54	15.33	76.26
勘查建筑	48.48	4.93	50.04	4.80	52.11	4.49	9.51	4.63
钒产品	2.29	-11.78	3.93	7.89	4.32	12.50	0.96	1.04
黄金	36.72	3.26	40.92	3.27	51.44	3.89	14.35	3.76
硅产品	1.23	9.15	18.34	27.70	36.56	56.04	6.83	37.19
其他	408.15	0.47	567.61	0.13	684.33	0.55	167.28	0.35
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,445.96</b>	<b>5.76</b>	<b>1,611.69</b>	<b>8.04</b>	<b>1,762.13</b>	<b>9.95</b>	<b>456.23</b>	<b>8.46</b>

注：钼、铅锌、钛、铝等板块收入含相应贸易收入；自 2020 年度起，整合后的西北有色从勘察建筑板块划转至铅锌板块，导致对应板块数据同比差异较大；贸易公司收入计入其他板块；2021 年收入和毛利率未经追溯调整；部分小数点后差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2022 年，职工薪酬的上涨小幅推升管理费用，加之钛、钼等板块研发支出增加，期间费用规模小幅增加，但期间费用控制能力保持在较好水平。多板块盈利能力提升使得当期经营性业务利润大幅提升，但非经营性损益对利润总额形成较大侵蚀，其中，资产减值损失主要包括美鑫产投对部分固定资产和机器设备计提减值 6.58 亿元以及对陕西天宏硅材料有限责任公司（以下简称“天宏硅材”）<sup>9</sup>机器设备计提的资产减值损失 4 余亿元等；信用减值损失主要系公司对破产清算子公司<sup>10</sup>债权计提的坏账准备，此外，公司对多家破产子公司的超额亏损进行转回产生 24.36 亿元投资收益。整体来看，2022 年公司利润总额实现较大增幅，总资产收益率有所优化，但需对未来减值计提情况保持关注。

2023 年一季度，钼价继续高位运行，但钒产品、硅产品价格回落使得营业毛利率水平较上年全年有所下降，但受益于营业总收入的增加和持续的费用管控，当期经营性业务利润同比增长 22.36%。

**表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	5.01	2.23	2.56	0.79
管理费用	32.17	38.24	40.16	9.04
研发费用	5.48	6.78	9.04	2.02
财务费用	27.09	28.85	28.01	5.90

注<sup>9</sup>：公司原多晶硅业务经营主体为天宏硅材以及陕西有色光电科技有限公司，因生产技术落后现已全面停产，未来公司将对上述两家子公司土地资产进行盘活。

注<sup>10</sup>：2022 年，公司关闭多家亏损子公司，下属陕西煎茶岭镍业有限公司、陕西麓苑实业有限公司、陕西有色旺峪矿业有限公司、山东华源矿业集团有限公司、加拿大资源公司等多家企业破产清算。

期间费用合计	69.75	76.10	79.77	17.75
期间费用率	4.82	4.72	4.53	3.89
经营性业务利润	5.18	38.99	75.87	15.29
资产减值损失	-8.15	-19.09	-21.16	-0.14
信用减值损失	-0.16	-8.97	-53.51	-0.88
投资收益	11.95	5.17	25.28	0.07
利润总额	11.00	18.36	31.18	15.76
EBIT 利润率	2.67	3.16	3.60	--
总资产收益率	2.75	3.62	4.46	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

经营规模扩大带动2022年以来总资产规模增长，未分配利润积累以及公司新增发行永续债券推升所有者权益规模，公司总债务规模保持稳定，杠杆比率仍较高，整体债务结构有待优化，且需对信托资金后续回收情况保持关注。

以固定资产为主的非流动资产在公司总资产中占比较高，2022年，配套动力站等在建工程转固规模较高，但公司下属多家子公司破产清算，合并范围的减少使得房屋及建筑物资产大幅减少，期末固定资产余额有所减少。流动资产方面，受益于较强的经营获现能力，2022年末货币资金规模有所增加，主要产品价格上涨推升存货规模；期末应收账款规模扩大主要系钼、钛产品赊销金额增加所致。此外，多家不再纳入合并范围的破产清算子公司其他应收款余额无法抵消，期末其他应收款<sup>11</sup>大幅增加，且账龄很长，回收可能性较低，仍形成较大的资金占用。

2023年3月末，受宝钛股份账款季节性结算影响，期末应收账款规模大幅增加。此外，金钼集团于2019年7月与陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投”）签订《陕国投-汉投控信托贷款单一资金信托》合同，委托陕国投管理信托资金15亿元，期限为24个月，信托资金用于向汉中市投资控股集团有限公司（以下简称“汉中投控”）发放贷款，公司将其计入其他非流动金融资产，2021年末合同已到期，截至2023年3月末，汉中投控未归还贷款。公司目前制定了土地资产接收处置方案<sup>12</sup>，相关工作仍在推进中，需对后续回收情况保持关注。

表 12：近年来公司资产情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	159.58	140.28	173.40	171.40
存货	171.12	189.79	203.10	202.87
应收账款	32.55	37.04	42.47	65.84
其他应收款	18.73	16.33	40.62	40.27
流动资产合计	461.48	492.38	587.82	614.06
固定资产	584.87	596.75	564.40	562.61
在建工程	141.23	106.66	71.52	75.20
无形资产	105.09	103.00	101.92	100.76
其他权益工具投资	22.05	27.54	31.70	33.70
其他非流动金融资产	20.89	20.90	25.00	25.00
非流动资产合计	945.19	913.50	854.34	856.07
资产总计	1,406.67	1,405.88	1,442.16	1,470.14

注<sup>11</sup>：2022年末单项计提坏账准备的其他应收款账面余额109.60亿元，坏账准备83.78亿元，其他应收款一年以内占比仅为54.75%。

注<sup>12</sup>：公司指定5宗目标土地，汉中投控已经摘取三宗，成交总价107,686.69万元，相关转让手续正在办理中；另外两宗目标土地已挂牌公示，挂牌总价98,018.22万元。金钼集团积极与汉中市、汉中投控沟通，信托产品本金及收益清收方案正在按计划推进中。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

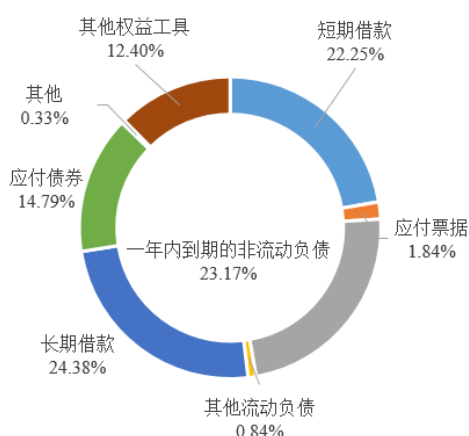
公司负债以债务为主，2022 年末总债务规模同比基本持平，随着部分长期借款及债券临近到期，期末短期债务有所增加，整体债务结构有待优化。经营性负债方面，随着部分在建工程完工结算，期末应付账款余额有所下降；公司部分工程项目代垫款增加推升期末其他应付款规模，长期应付款中新增 13.26 亿元附有回购条款转让子公司股权<sup>13</sup>，期末总负债规模略有上升。所有者权益结构整体较为稳定，未分配利润积累以及公司新增发行永续债券带动所有者权益规模增长，杠杆水平略有下降。2023 年一季度，应付账款以及其他应付款规模随着收入规模的增加有所扩大，期末资产负债率仍处于较高水平。

表 13：近年来公司负债及所有者权益情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
短期借款	242.43	162.61	190.54	183.02
一年内到期的非流动负债	138.91	81.51	162.20	190.57
其他流动负债	83.35	65.45	38.42	35.32
<b>短期债务</b>	<b>483.30</b>	<b>310.13</b>	<b>444.12</b>	<b>477.65</b>
长期借款	228.74	301.35	208.47	200.57
应付债券	90.86	109.59	122.78	121.62
<b>长期债务</b>	<b>398.00</b>	<b>512.40</b>	<b>376.27</b>	<b>344.91</b>
<b>总债务</b>	<b>881.30</b>	<b>822.53</b>	<b>820.39</b>	<b>822.57</b>
应付账款	68.60	86.33	78.84	86.56
其他应付款	30.91	33.39	38.96	42.61
长期应付款	10.19	11.31	23.55	24.15
<b>负债合计</b>	<b>985.42</b>	<b>943.40</b>	<b>951.68</b>	<b>984.36</b>
未分配利润	118.36	117.86	129.29	126.82
<b>所有者权益合计</b>	<b>421.25</b>	<b>462.48</b>	<b>490.48</b>	<b>485.78</b>
资产负债率(%)	70.05	67.10	65.99	66.96
总资本化比率(%)	71.50	69.12	68.15	68.19
短期债务/总债务(%)	54.84	37.70	54.14	58.07

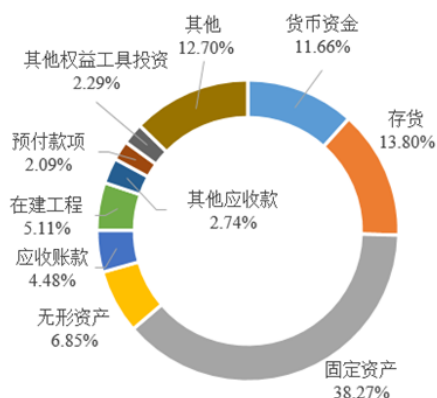
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 7：截至 2023 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

图 8：截至 2023 年 3 月末公司资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

注<sup>13</sup>：2022 年，公司转让榆林新材集团股权并签订股权回购协议，按照回购协议约定，未来榆林新材集团上市不成功公司需承担付息义务。

## 现金流及偿债情况

公司经营获现能力较强，受益于利润水平提升，2022 年各项偿债指标均有所优化。

公司经营获现能力较强，2022 年利润水平提升带动经营活动净现金流有所增长；在建项目推进使得投资活动现金持续流出；当期公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金持续保持在较高规模，但净偿还规模有所下降。偿债指标方面，受益于利润水平提升，2022 年各项偿债指标均有所优化。2023 年 1~3 月，公司加快在建项目建设以及购买大额存单投资支付的现金增加使得当期投资活动产生的现金大幅净流出，利息偿付使得筹资活动现金持续净流出。总体来看，公司总债务规模较高，整体偿债能力仍有待提升。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	36.20	83.16	90.29	18.78
投资活动产生的现金流量净额	-22.64	-26.74	-29.25	-15.19
筹资活动产生的现金流量净额	-10.48	-73.38	-26.72	-5.67
经营活动净现金流/利息支出	0.86	2.19	2.42	--
FFO/总债务	0.02	0.08	0.12	--
总债务/EBITDA	11.91	8.61	7.30	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.75	2.51	3.01	--
非受限货币资金/短期债务	0.30	0.41	0.36	0.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 本部情况

公司本部利润及主要来自于分红及委贷利息收入，本部仍面临较大的短期债务压力。

本部方面，2022 年投资收益主要系各子公司以及陕西煤业股份有限公司<sup>14</sup>（以下简称“陕西煤业”）和长安银行股份有限公司分红以及委贷利息收入。由于承担部分融资职能，公司本部债务规模较大，且本部对部分经营欠佳的企业提供较高的委托贷款，2022 年末委托贷款余额仍近 300 亿元，需对其收回情况保持关注。2022 年公司本部持续压降债务规模，同时融资成本降低，当期财务费用有所下降，但仍对利润形成拖累。此外，当期本部计提信用减值损失 26.86 亿元主要系对破产清算子公司债权计提的坏账准备，使得公司本部呈亏损状态。公司本部经营获现能力较弱，现金流入及流出主要系对下属企业往来款。2022 年，部分子公司破产清算，委托贷款转为往来款致使经营活动现金流大幅净流出，委贷转科目以及收取子公司国有资本收益较多使得当期投资活动现金流大幅净流入，且债务净偿还规模下降，共同令公司本部货币资金增加，使其对短期债务的覆盖倍数有所提高，但本部仍面临较大的短期债务压力。

表 15：近年来公司主要财务指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	42.29	31.71	60.53	58.51
其他应收款	142.19	100.66	94.74	72.96
其他流动资产	315.40	319.55	283.70	294.44
长期股权投资	202.01	202.52	203.97	203.97
<b>资产总额</b>	<b>734.66</b>	<b>683.15</b>	<b>681.40</b>	<b>672.78</b>
短期债务	272.71	137.67	234.38	252.88
长期债务	273.54	379.80	260.42	259.02

注<sup>14</sup>：截至 2023 年 3 月末，公司持有陕西煤业股票 0.80 亿股，持股比例为 0.83%。

<b>总债务</b>	<b>546.25</b>	<b>517.47</b>	<b>494.80</b>	<b>511.90</b>
其他权益工具	70.00	95.00	107.00	102.00
未分配利润	81.35	68.57	52.49	42.19
<b>所有者权益合计</b>	<b>197.77</b>	<b>210.19</b>	<b>206.11</b>	<b>190.81</b>
财务费用	19.37	17.94	15.20	3.06
其中：利息费用	19.21	18.36	16.52	3.23
利息收入	0.44	0.75	1.66	0.26
信用减值损失	--	-14.82	-26.86	--
投资收益	90.46	21.82	28.90	3.01
取得投资收益收到的现金	29.69	66.75	43.23	13.05
<b>利润总额</b>	<b>70.07</b>	<b>-8.44</b>	<b>-10.29</b>	<b>1.10</b>
经营活动净现金流	4.35	-21.25	-25.12	5.30
投资活动净现金流	-6.53	61.49	80.27	-2.90
筹资活动净现金流	28.08	-50.82	-26.33	-4.42
总资本化比率	81.04	81.79	83.31	85.93
货币等价物/短期债务	0.21	0.30	0.32	0.30

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 3 月末，公司受限资产合计 109.71 亿元，占当期末总资产的 7.46%，其中 12.33 亿元受限货币资金为各项保证金，其余所有权或使用权受限的资产主要包括受限的固定资产 70.78 亿元和受限的无形资产 8.24 亿元等。

截至 2023 年 3 月末，公司无重大未决诉讼及对外担保，或有风险较小。

**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，截至 2023 年 4 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<sup>15</sup>

### 假设

——2023 年，陕西有色钼、钛产品产量较上年小幅增长，主要产品全年均价略有下降，但仍处于较高水平。

——2023 年，陕西有色在建项目投资规模预计较往年有所增长。

——2023 年，陕西有色资金需求将小幅增长。

### 预测

表 16：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	69.12	68.15	67.45~70.21
总债务/EBITDA(X)	8.61	7.30	7.46~7.75

注<sup>15</sup>：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。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，陕西有色的流动性较好，未来一年流动性来源对流动性需求可形成覆盖。**

公司经营获现能力保持在较好水平，合并口径现金及等价物储备尚可，可对债务形成一定覆盖。截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,297.29 亿元，其中尚未使用额度为 785.89 亿元，备用流动性充足。公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平；此外，金钼股份、宝钛股份以及宝色股份均为 A 股上市公司，截至 2023 年 3 月末公司所持上述公司股权均无质押，直接融资渠道较为畅通，公司整体财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及在建项目的推进，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 45 亿元左右，经营获现可以覆盖相关支出。随着多个在建项目稳步推进，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。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年内到期	一年以上到期
银行融资	373.59	200.57
债券	82.00	141.62
应付票据	15.12	--
其他	6.94	2.72
合计	477.65	344.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>16</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。安全生产方面，公司严格落实安全生产责任制，并加强对企业重大危险源的管理。截至 2022 年底，公司有 6 座矿山被列入国家级绿色矿山名录，公司建立环保长效机制，建立环保长效机制并形成环保问题清单，积极推动生态环境保护工作的规范化、常态化和长效化，促进企业全面可持续发展。2022 年度公司没有发生环境污染事故及其它环保违法违规行，也未受到生态环境部门的行政处罚。

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；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已建立了现代企业的法人治理结构，形成了全资、控股与参股的母子公司体系，实行总经理负责制。对下属企业的管理方面，公司实行“双层经营”的管理体制，公司本部

注<sup>16</sup>：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。

履行出资者职责，以产权为纽带，通过战略规划、财务预算、重大投资决策权实施对下属企业的监督管理；各子公司是主要的业务运营和利润实现主体。公司委派董事、总经理、财务负责人参与下属企业董事会决策及日常经营管理。此外，公司建立了健全的内部控制制度。资金管理方面，公司成立了资金中心，每日对除上市公司外子公司资金进行归集。

战略方面，公司愿景是打造行业一流的、让资源更有价值的稀贵金属企业集团，定位是国家关键稀贵金属资源和材料的保障者，做强做优做大主业，大力发展生产性服务业，促进结构优化和产业升级，拓展发展空间。

## 外部支持

**公司为陕西省国资委直属企业，股东实力强；近年来在技术创新、新材料研发、发展精深加工、加快产业聚集等方面获得了陕西省政府的大力支持。**

公司为陕西省国资委直属企业，股东实力强。此外，陕西省是我国有色金属大省之一，其钒、钛等金属储量与年产量均居世界前列，有色工业被列为陕西省工业强省战略的支柱产业之一。公司是集国有资产运营、产权管理和有色金属资源开发为一体的产业集团，作为陕西省有色金属龙头企业及国内最大的钼等有色金属复合型资源企业，在省内具有重要战略定位。近年来公司在技术创新、新材料研发、发展精深加工、加快产业聚集等方面均获得了陕西省政府的大力支持。

## 同行业比较

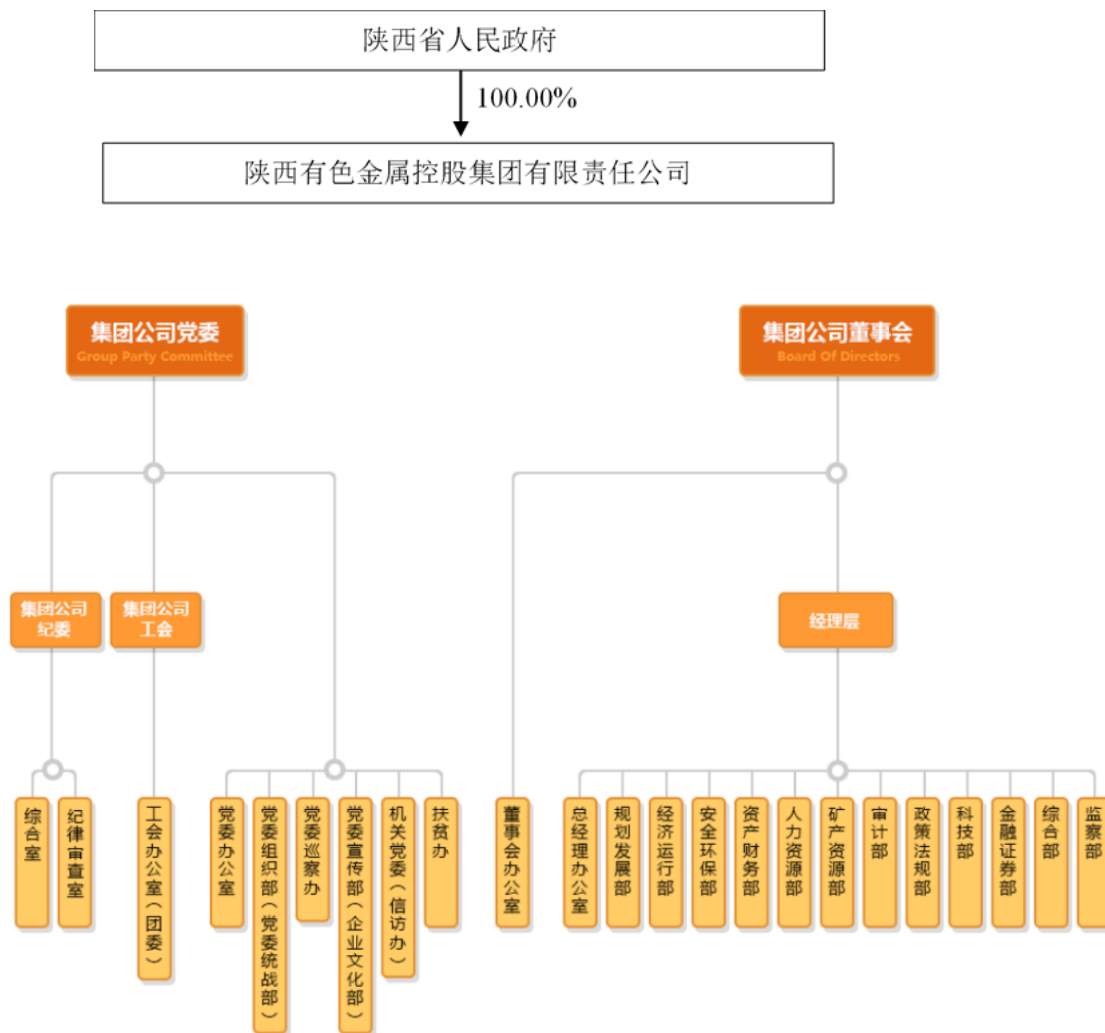
中诚信国际选取中铝集团和中色集团作为陕西有色的可比公司，上述企业均为大型综合有色金属集团，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，业务多样性方面，陕西有色及中色集团经营品种均很丰富，中铝集团聚焦铜铝铅锌板块，均保持很强的多元化能力，但公司多元化布局下部分子企业经营情况不佳产生一定拖累。资源赋存及行业地位方面，可比企业均为有色行业龙头企业，公司钼资源储量位居国内前列，中铝集团铝土矿储量位居国内第一，氧化铝和电解铝产能全球第一，电解铜产能国内第二，行业地位更优。成本控制方面，作为有色金属行业龙头企业，公司及可比企业均具备较强的生产成本控制能力。财务方面，公司收入规模尚可，利润水平低于可比企业，经营获现能力较强，财务杠杆比率在可比企业中处于中等水平。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定陕西有色金属控股集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 附一：陕西有色金属控股集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至2023年3月末）



资料来源：公司提供

## 附二：陕西有色金属控股集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,595,844.01	1,402,772.08	1,734,035.55	1,714,020.59
应收账款	325,532.64	370,434.63	424,693.60	658,445.00
其他应收款	187,253.61	163,303.58	406,196.16	402,682.37
存货	1,711,192.30	1,897,857.60	2,031,015.70	2,028,734.04
长期投资	555,764.21	597,722.27	673,422.48	694,343.49
固定资产	5,848,724.28	5,967,481.44	5,643,963.35	5,626,106.33
在建工程	1,412,271.20	1,066,627.97	715,168.49	751,974.07
无形资产	1,050,857.82	1,029,974.34	1,019,242.93	1,007,552.67
总资产	14,066,686.00	14,058,785.59	14,421,595.76	14,701,359.68
其他应付款	309,145.24	333,944.88	389,628.32	426,098.89
短期债务	4,832,998.58	3,101,277.17	4,441,225.02	4,776,531.75
长期债务	3,980,000.62	5,124,036.61	3,762,692.19	3,449,122.98
总债务	8,812,999.20	8,225,313.78	8,203,917.21	8,225,654.73
净债务	7,374,918.20	6,963,543.65	6,591,736.75	6,634,949.76
总负债	9,854,216.20	9,433,980.23	9,516,769.40	9,843,578.08
所有者权益合计	4,212,469.79	4,624,805.36	4,904,826.35	4,857,781.59
利息支出	422,390.05	379,988.54	373,718.93	--
营业总收入	14,459,579.93	16,120,328.19	17,621,270.00	4,562,289.39
经营性业务利润	51,849.85	389,898.25	758,730.59	152,917.56
投资收益	119,516.20	51,738.34	252,784.05	739.06
净利润	25,020.06	90,593.85	135,153.29	119,442.92
EBIT	386,340.54	509,059.82	634,765.49	--
EBITDA	740,268.37	954,813.12	1,123,325.73	--
经营活动产生现金净流量	362,038.63	831,576.97	902,888.85	187,755.75
投资活动产生现金净流量	-226,363.54	-267,358.93	-292,452.95	-151,894.76
筹资活动产生现金净流量	-104,820.29	-733,791.67	-267,162.82	-56,709.31
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	5.76	8.06	9.95	8.46
期间费用率(%)	4.82	4.72	4.53	3.89
EBIT 利润率(%)	2.67	3.16	3.60	--
总资产收益率(%)	2.75	3.62	4.46	--
流动比率(X)	0.74	1.00	1.03	1.01
速动比率(X)	0.46	0.61	0.68	0.67
存货周转率(X)	7.96	8.21	8.08	8.23*
应收账款周转率(X)	44.42	46.32	44.32	33.70*
资产负债率(%)	70.05	67.10	65.99	66.96
总资本化比率(%)	71.50	69.12	68.15	68.19
短期债务/总债务(%)	54.84	37.70	54.14	58.07
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.01	0.06	0.06	0.09*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.01	0.16	0.11	0.16*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.86	2.19	2.42	--
总债务/EBITDA(X)	11.91	8.61	7.30	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.31	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.75	2.51	3.01	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.91	1.34	1.70	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.08	0.12	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他权益工具中的永续债调入长期债务，将计入其他流动负债的有息负债计入短期债务；3、将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；4、带\*指标已经年化处理；5、因缺少 2023 年一季报现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

### 附三：陕西有色金属控股集团有限责任公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	422,904.74	317,101.52	605,306.98	585,093.30
其他应收款	1,421,899.99	1,006,567.01	947,365.94	729,582.08
长期投资	2,185,276.97	2,195,376.97	2,248,588.50	2,268,588.50
固定资产	493.70	384.78	572.79	550.90
在建工程	1,164.84	2,035.28	10,228.98	12,944.76
无形资产	14,340.00	13,893.22	13,649.28	13,526.65
总资产	7,346,584.72	6,831,543.47	6,814,044.52	6,727,759.60
其他应付款	366,979.16	278,616.84	398,004.53	347,166.40
短期债务	2,727,067.83	1,376,688.72	2,343,792.12	2,528,757.64
长期债务	2,735,432.53	3,798,038.38	2,604,222.08	2,590,200.72
总债务	5,462,500.36	5,174,727.10	4,948,014.20	5,118,958.36
净债务	5,039,595.62	4,857,625.58	4,342,707.22	4,533,865.07
总负债	5,368,868.47	4,729,660.96	4,752,971.57	4,819,653.16
所有者权益合计	1,977,716.25	2,101,882.51	2,061,072.95	1,908,106.44
利息支出	230,842.02	222,298.51	203,130.42	--
经营性业务利润	-202,602.27	-189,301.23	-161,951.51	-33,017.00
投资收益	904,639.45	218,167.58	289,022.17	30,134.80
净利润	696,665.98	-75,826.84	-115,628.68	7,447.40
经营活动产生现金净流量	43,465.14	-212,545.48	-251,218.78	53,022.75
投资活动产生现金净流量	-65,343.61	614,929.89	802,713.26	-29,004.21
筹资活动产生现金净流量	280,849.86	-508,187.63	-263,289.02	-44,232.23
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
总资产收益率(%)	12.16	1.42	0.93	--
流动比率(X)	1.66	2.78	2.06	2.15
速动比率(X)	1.66	2.78	2.06	2.15
资产负债率(%)	73.08	69.23	69.75	71.64
总资本化比率(%)	81.04	81.79	83.31	85.93
短期债务/总债务(%)	49.92	26.60	47.37	49.40
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.01	-0.04	-0.05	0.04*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.02	-0.15	-0.11	0.08*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.19	-0.96	-1.24	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他权益工具中的永续债调入长期债务；3、带\*指标已经年化处理；4、因缺少 2023 年一季报现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

## 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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 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。

短期债券等级符号	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