

湖南有色金属控股集团有限公司 2008 年度公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2014】348 号

跟踪评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

上次评级

公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

本期发债额度: 20 亿元

上次评级时间: 2013.06

债券存续期间: 2008.10.06 - 2018.10.06

担保方式: 连带责任保证

担保单位: 湖南华菱钢铁集团有限责任公司

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	390.20	370.52	336.62	343.05
所有者权益	110.44	113.86	105.32	95.60
营业收入	78.44	526.08	471.05	436.65
利润总额	-3.60	2.40	-3.81	3.26
经营性净现金流	-4.37	13.04	10.28	4.30
资产负债率 (%)	71.70	69.27	68.71	72.13
债务资本比率 (%)	66.58	64.12	62.08	64.68
毛利率 (%)	6.89	6.16	6.64	10.01
总资产报酬率 (%)	-0.31	3.28	1.90	3.67
净资产收益率 (%)	-3.33	0.96	-5.17	0.87
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.22	0.96	0.44
经营性净现金流/总负债 (%)	-1.63	5.35	4.29	1.94

注: 2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 钱晓玉

评级小组成员: 曾庆彪 王赛飞

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

湖南有色金属控股集团有限公司 (以下简称“湖南有色”或“公司”) 主要从事有色金属的采选、冶炼、精炼及深加工业务。评级结果反映了公司矿产资源丰富、产业链完整、规模优势较明显、科技投入加大等有利因素, 同时也反映了有色金属行业持续低迷、公司锌铅产品原材料自给率较低、营业利润持续亏损、短期流动性压力较大、存货存在跌价风险等不利因素。湖南华菱钢铁集团有限责任公司 (以下简称“华菱集团”) 对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析, 大公对湖南有色 2008 年度公司债券信用等级维持 AA+, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司拥有丰富的矿产资源, 钨、铋储量居世界首位, 为公司的持续发展提供良好的资源保障;
- 公司有色金属业务拥有从勘探、开发、采选、冶炼到加工的完整产业链, 有利于公司抵御经营风险;
- 公司主要有色金属产品产量仍居于国内领先地位, 具备较强的规模优势及行业地位, 2013 年以来主要产品产销量继续保持增长;
- 公司持续加大科技投入提升创新能力, 为公司未来发展和转型升级奠定良好基础;
- 华菱集团对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

不利因素

- 2013 年以来有色金属行业依然低迷, 主要产品价格继续下跌, 行业内企业盈利下滑;
- 公司铅锌产品原材料自给率仍较低, 存在原材料价格波动的风险;
- 2013 年以来, 公司营业利润继续处于亏损状态, 未来利润下行压力仍较大;
- 公司有息债务规模持续扩大, 短期有息债务占比仍较高, 流动性压力较大;
- 公司存货金额较大, 存在跌价风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年六月二十六日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据湖南有色 2008 年度公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

湖南有色是于 2004 年 7 月 18 日经湖南省人民政府批准设立的国有独资有限责任公司，成立时注册资本为 28 亿元。经过多次增资及股权转让，截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 57.75 亿元，公司是五矿有色金属控股有限公司（以下简称“五矿控股”）的全资子公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司是集矿产勘探、开采、选矿、冶炼、加工、精炼及深加工、研发为一体的大型国有企业集团，也是我国综合有色金属生产龙头企业。公司钨、铋资源储量世界第一，硬质合金、铋品、氟化盐、铍铜合金产量世界第一，锌产量中国第一，铅产量中国第二。截至 2014 年 3 月末，公司下属 12 家全资及控股二级子公司。公司合并范围内共有 3 家上市公司，其中湖南有色金属股份有限公司在香港联交所上市（证券代码：2626.HK，以下简称“湖南有色金属公司”），是公司的核心运营主体，集中了公司绝大部分采选冶炼优良资产；株洲冶炼集团股份有限公司（证券代码：600961.SH，以下简称“株冶集团”）主营铅锌等冶炼业务；中钨高新材料股份有限公司（证券代码：000657.SZ，以下简称“中钨高新”）主营硬质合金等冶炼业务。公司还参股了澳大利亚上市公司堪帕斯资源有限公司（以下简称“堪帕斯资源”）。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度国民经济开局平稳且总体向好，结构调整和转型升级继续取得新进展；外部环境复杂多变导致国内经济仍存在下行压力

2014 年一季度我国实现国内生产总值 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.3 个百分点；从环比看，2014 年一季度国内生产总值增长 1.4%。分产业看，第一产业增加值 7,776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57,587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62,850 亿元，同比增长 7.8%。分要素看，固定资产投资（不含农户）同比增长 17.6%；社会消费品零售总额同比增长 12.0%；进出口总额同比下降 1.0%，实现贸易顺差 167.4 亿美元。2014 年 3 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较 2014 年 2 月微升 0.1 个百分点，自 2013 年 11 月份后首次回升，预示我国制造业总体平稳向好。从工业景气度看，2014 年一季度工业企业景气指数为 128.0，环比上升 3.7 点；工

业企业家信心指数为 124.3，环比提高 3.3 点。

结合宏观数据综合分析发现，2014 年一季度第三产业增加值占 GDP 比重升至 49%，且第二产业中装备制造业和高技术产业增加值增速比规模以上工业增加值平均增速高 3 个百分点，说明在市场机制作用下，产业结构继续得到优化。此外，投资增速有所回落，第三产业与民间投资比重继续提高，居民消费增速有所加快，投资与消费的关系更趋合理，整体看国民经济结构调整与转型升级取得一定进展。

导致国民经济增速下滑的主要原因是一方面外部环境仍然复杂严峻，新兴经济体下行压力较大，IMF 分别调低 2014 年世界经济增长预期和发展中国家经济增长预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，世界经济复苏低于预期进而影响我国出口增速；另一方面，我国正处于增速换挡期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加阶段，加上政府主动调控加大淘汰落后产能与环境污染治理力度，因此经济增速放缓属于阶段性客观反映。

总体来看，2014 年一季度国民经济运行处于合理区间，结构调整和转型升级继续取得新进展。但同时也注意到，外部环境仍然复杂多变导致国内经济仍存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

2013 年以来，国内有色金属行业总体依然供大于求，主要产品价格持续下降，行业盈利水平继续下滑

2013 年，我国有色金属行业总体供给量继续保持增长，10 种主要有色金属产量为 4,029 万吨，同比增长 9.9%。其中，精炼铜、原铝、铅、锌产量分别为 684 万吨、2,205 万吨、447 万吨和 530 万吨，分别增长了 13.5%、9.7%、5.0%和 11.1%。

有色金属行业属强周期性行业，受宏观经济形势及供需变化等因素的影响较大。2013 年国际经济缓慢复苏、国内经济增速放缓，下游需求依然疲软，有色金属行业总体供大于求，导致产品价格持续下滑。从全年看，国内铜、铝、铅、锌现货均价分别为 53,380 元/吨、14,556/吨、14,249 元/吨和 15,178 元/吨，分别下降了 6.9%、7.1%、7.4%和 0.5%。国际市场 LME 三月期铜、期铝、期锌平均价分别为 7,352 美元/吨、1,888 美元/吨和 1,940 美元/吨，分别下降 7.5%、7.9%和 1.3%。

受产品价格下降影响，2013 年有色金属行业盈利水平继续下降。全国 9,276 家规模以上有色金属工业企业实现利润 2,073 亿元，同比下降 5.9%。其中，有色金属采选、冶炼行业利润分别为 628 亿元和 259 亿元，分别下降 17.2%和 0.2%。

目前我国有色金属行业仍存在产能过剩严重、冶炼企业资源不足、行业总体处于国际产业链分工的中低端，高端产品开发能力弱等诸多问题。预计未来，随着我国产业结构调整进一步深化、更加严厉地推

行抑制产能过剩政策等，行业竞争环境将会有所改善。但是由于受到国内外经济增长缺乏动力，发达国家制造业回归及发展中国家同质竞争将加剧贸易摩擦等因素影响，短期内行业很难有大幅改善，有色金属行业盈利仍将处于较低水平。

2013 年以来，锌价格基本稳定，铅价格持续下行；锌产品的下游需求来自建筑产业比重较大，建筑产业增速下降使得未来锌、铅产品价格大幅提升的可能性不大

从价格来看，2013 年以来国内锌价格相对较为平稳，年初价格有所下降，但是 4 月份后开始缓慢上行，截至 2014 年 4 月份现货锌在 15,000 元/吨左右波动；铅价格相比 2012 年则持续走低，2012 年国内现货铅价格在 15,500 元/吨左右波动，但是到 2013 年则降至 14,000 元/吨左右震荡。

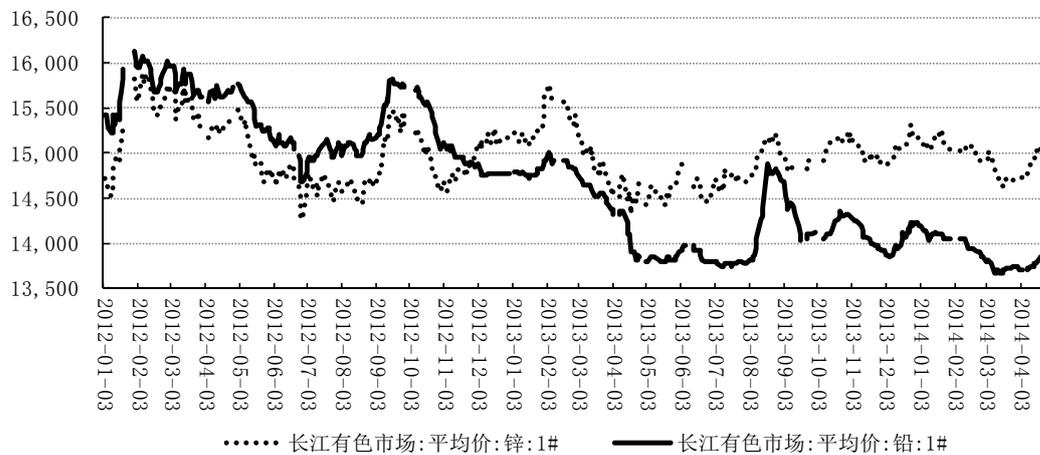


图 1 2012 年以来国内锌、铅现货价走势图（单位：元/吨）

数据来源：Wind 资讯

从产量来看，在 2012 年国内锌产量降至 488 万吨后，2013 年开始回升增至 530 万吨，同比增加 11.1%；2013 年铅产量为 447 万吨，同比增加了 5.0%。铅、锌的供给量均呈扩大趋势。

从消费来看，全球锌、铅供大于求。中国是全球最大的锌、铅生产及消费国，消费占全球比重超过 40%。锌的终端消费主要用于建筑业和交通运输业，占比高达 70%，建筑业是锌的最大消费领域。2009 年开始，我国建筑业增加值增速放缓，从 2009 年的 18.60% 增速降至 2013 年的 9.50% 水平，下降了 9.10 个百分点。

下游产业增速放缓影响了对锌、铅等基础工业产品的需求，导致价格上升乏力、甚至持续走低。预计未来 1~2 年、全球锌、铅的供大于求的状况不会改变，从而价格也不会有很大程度的提升。

国内钨产量继续增长，受下游需求增加影响，钨价格 2013 年整体水平好于 2012 年；受供大于求影响，未来钨价格仍将处于较低水平震荡，企业盈利空间较小

从探明储量来看，截至 2013 年末，全球钨储量为 350 万吨，我国钨储量为 190 万吨，占全球储量的 54.29%，仍是世界钨资源最丰富的国家。2009 年开始，我国对钨矿等战略资源实施总量控制的限制性开采政策，有利于钨产业的健康持续发展。

供应方面，2013 年钨精矿（折合三氧化钨 65%）1~12 月累计产量为 13.80 万吨，同比增长 8.26%。下游需求方面，在钨的消费构成中，硬质合金占 50%，钨铁约占 30%，钨材占 13%，2013 年前三季度我国硬质合金产量同比增长约 15%，一定程度是带动了对钨原料的需求上升。出口方面，我国对钨制品出口实行配额制，2013 年钨品出口 1.74 万吨，同比下降 21.33%，外部需求较疲软。

2012 年以来，钨¹价格波动较大，经历了 2012 年 10 月的谷底后，价格快速攀升，至 2013 年 7 月到达高峰 14.00 万元/吨以上，然后价格开始急剧下滑，至 2014 年 4 月已降至 11.00 万元/吨左右，但总体来看，2013 年钨价格较 2012 年有所上升。

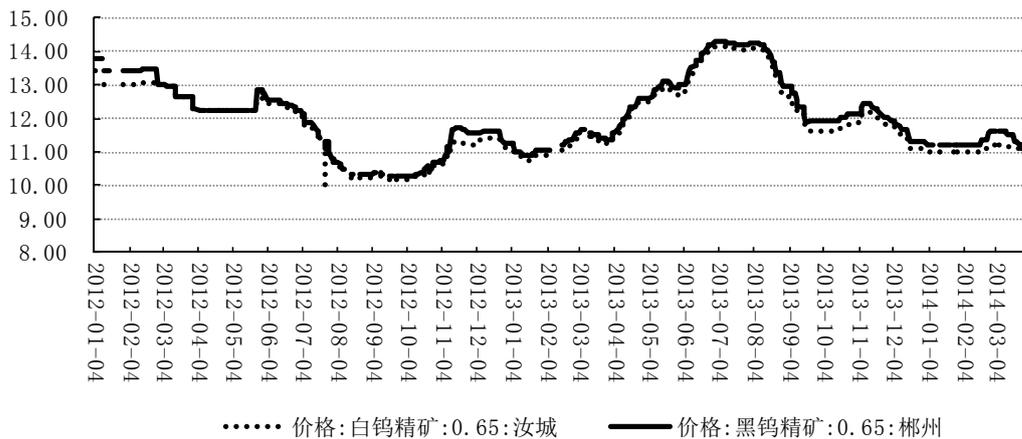


图 2 2012 年以来我国白钨精矿及黑钨精矿价格走势（单位：万元/吨）

数据来源：Wind 资讯

截至 2014 年 3 月，我国钨精矿产量累计同比增长 8.39%，预计未来产量仍将保持一定增速，但下游需求增长空间有限，供大于求局面仍难改变。目前钨价格处于下行通道，预计未来一段时间内价格将维持在较低水平震荡，企业盈利空间较小。

¹ 以钨精矿（折算成 65%的三氧化钨）价格代表钨价格。

经营与竞争

锌、铅、钨和铋等有色金属的采选、冶炼、精炼及深加工业务仍是公司主要的收入及利润来源；2013年公司营业收入同比增加，但有色金属板块核心业务收入占比有较大程度下降，公司综合毛利率下降

2013年以来，公司仍主要从事锌、铅、钨、铋等有色金属的采选、冶炼、精炼及深加工业务。锌、铅、钨、铋及其化合物、硬质合金等产品仍是公司收入和利润主要来源，但有色金属板块核心业务收入占比下降较大。

表 1 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品类别	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	78.44	100.00	526.08	100.00	471.05	100.00	436.65	100.00
有色金属板块	47.97	61.16	229.98	43.72	248.11	52.67	241.90	55.40
其中：锌及化合物	18.32	23.36	77.62	14.75	74.65	15.85	87.37	20.01
铅及化合物	5.99	7.64	24.85	4.72	25.79	5.48	23.15	5.30
硬质合金	6.27	7.99	30.04	5.71	42.30	8.98	44.24	10.13
钨钼及化合物	9.38	11.96	45.08	8.57	39.69	8.43	35.43	8.11
铋及化合物	2.25	2.87	18.15	3.45	19.30	4.10	22.00	5.04
铜及化合物	0.73	0.93	3.30	0.63	3.41	0.72	2.87	0.66
白银及化合物	3.18	4.05	23.09	4.39	24.68	5.24	19.04	4.36
其它金属产品 ²	1.86	2.37	7.84	1.49	18.28	3.88	7.81	1.79
其他业务板块	30.47	38.84	296.10	56.28	222.94	47.33	194.75	44.60
其中：贸易 ³	22.89	29.18	222.87	42.37	162.88	34.58	133.10	30.48
医药等其他 ⁴	7.58	9.66	73.23	13.92	60.06	12.75	61.65	14.12

数据来源：根据公司提供资料整理

2013年，受有色金属产品价格下跌影响，公司有色金属板块营业收入同比下降 7.31%，其中硬质合金同比下降 28.98%，主要是销售价格下降所致；为维持收入稳定，公司相应扩大了其他业务板块的经营规模，2013年其他业务板块营业收入同比大增 32.82%，其中贸易收入同比增加 36.83%，带动公司整体营业收入同比增长 11.68%。2013年公司毛利润同比上升 3.52%，其中有色金属板块毛利润同比下降 0.50%，其他业务板块毛利润同比增加 13.18%。

² 公司其他金属产品主要包括铁、锡、黄金、钼、铌、各种稀有金属及冶炼后剩余炉渣（含大量稀贵金属）等。

³ 公司主要从事有色金属及氟化盐等产品的贸易。

⁴ 公司医药等其他业务主要包括药品流通、硫酸、金属化工产品、稀贵产品、氧化铋、高纯铋、铋珠、硫精矿，以及矿山机械设备、房地产等。

表 2 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

产品类别	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
毛利润	5.39	100.00	32.39	100.00	31.29	100.00	43.71	100.00
有色金属板块	3.23	59.93	22.00	67.92	22.11	70.67	30.47	69.71
其中: 锌及化合物	0.82	15.21	3.32	10.25	-0.84	-2.69	-2.38	-5.44
铅及化合物	0.14	2.60	0.56	1.73	0.50	1.61	0.01	0.02
硬质合金	0.54	10.02	4.86	15.00	6.99	22.34	9.61	21.99
钨及化合物	0.70	12.99	8.02	24.76	7.49	23.95	9.75	22.31
锑及化合物	0.06	1.11	2.21	6.82	2.96	9.45	5.42	12.40
铜及化合物	-0.01	-0.19	0.29	0.90	0.57	1.82	1.11	2.54
白银及化合物	0.34	6.31	1.39	4.29	1.31	4.18	4.57	10.46
其它金属产品	0.64	11.87	1.35	4.17	3.13	10.02	2.38	5.44
其他业务板块	2.16	40.07	10.39	32.08	9.18	29.33	13.24	30.29
其中: 贸易	0.41	7.61	4.08	12.60	0.76	2.43	1.78	4.07
医药等其他	1.75	32.47	6.31	19.48	8.42	26.90	11.46	26.22
综合毛利率	6.89		6.16		6.64		10.01	
有色金属板块	6.73		9.57		8.91		12.60	
其中: 锌及化合物	4.48		4.28		-1.13		-2.72	
铅及化合物	2.34		2.25		1.94		0.04	
硬质合金	8.61		16.18		16.52		21.72	
钨及化合物	7.46		17.79		18.87		27.52	
锑及化合物	2.67		12.18		15.34		24.64	
铜及化合物	-1.37		8.79		16.72		38.68	
白银及化合物	10.69		6.02		5.31		24.00	
其它金属产品	34.41		17.22		17.12		30.47	
其他业务板块	7.09		3.51		4.12		6.80	
其中: 贸易	1.79		1.83		0.47		1.34	
医药等其他	23.09		8.62		14.02		18.59	

数据来源: 根据公司提供资料整理

2013 年, 公司综合毛利率为 6.16%, 同比下降 0.48 个百分点, 其中有色金属板块毛利率为 9.57%, 同比上升 0.66 个百分点, 主要因为原材料铅锌矿 2013 年价格降幅较大, 使得锌、铅及其化合物毛利率有所上升。由于其他业务板块毛利率同比下降 0.61 个百分点, 同时其他业务板块收入占比快速上升, 使得 2013 年综合毛利率下降。

2014 年 1~3 月, 公司实现营业收入 78.44 亿元, 同比下降 28.53%, 其中有色金属板块同比下降 13.44%, 其他业务板块同比下降 43.92%; 综合毛利率为 6.89%, 同比下降 0.64 个百分点, 毛利率下降主要是有色金属产品价格继续走低所致。

总的来看，公司 2013 年营业收入有所上升，但主要得益于贸易等非核心业务的扩大，有色金属板块受行业低迷影响收入下降，但仍然是公司利润的核心来源。预计未来 1~2 年，有色金属行业的低迷状态难以有较大改变，公司盈利仍然面临较大压力。

公司拥有丰富的有色金属资源储量，钨、铋资源储量世界第一，并通过海外战略扩大资源来源，为公司未来的发展提供资源保障；锌、铅矿产资源自给率仍较低，不利于公司对生产成本的有效控制

公司拥有丰富的有色金属矿产资源，其中包括“世界有色金属博物馆”之称的柿竹园多金属矿、“世界铋都”锡矿山及世界第四大白钨矿瑶岗仙。截至 2014 年 3 月末，公司钨、铅、锌、铋、钼、铋的资源储量分别为 158 万吨、690 万吨、183 万吨、25 万吨、26 万吨和 34 万吨，其中钨、铋资源储量世界第一。公司钨矿主要分布于柿竹园、黄沙坪、新田岭和远景矿区，自给率超过 90%。综合来看，丰富的有色金属资源为公司的持续发展提供了良好保障。

公司锌铅产品所需原材料锌铅精矿的自给率较低，黄沙坪及柿竹园矿山年产量在 3 万吨左右，其他所需部分主要通过国内外采购来满足，对外依存度仍处于较高水平。从价格来看，2013 年以来，锌铅精矿价格波动较大，但相对于 2012 年价格水平有一定程度下降，从而降低了公司锌铅产品的原材料成本。但由于公司锌、铅精矿对外依存度仍然较高，未来锌、铅精矿的市场价格仍存在大幅波动的可能性，不利于公司对生产成本的控制。

为缓解公司锌铅资源对外依赖较大的不利形势，公司加大了铅锌产业链中下游循环经济的投入力度，2013 年 11 月，公司“液态高铅渣直接还原节能减排工程项目”开工建设，总投资 1.8 亿元，项目设计年处理液态高铅渣 15 万吨，年产粗铅产量 8 万吨。此外，2013 年 1 月开始投产株冶基夫赛特直接炼铅项目，至 2013 年 12 月铅渣含铅量指标降至 4.63%，创造了投料以来最好指标。预计随着新项目建成投产及株冶基夫赛特的稳定运行，未来公司生产过程中铅的回收率及利用率将进一步提高，有助于降低公司对外部锌铅资源的需求量。

公司通过实施海外发展战略来获取国外矿产资源，先后设立了湖南有色（澳大利亚）资源投资有限公司，投资了澳大利亚爱博矿业有限公司，参股澳大利亚堪帕斯资源有限公司，与中国冶金建设集团合作开发巴基斯坦杜达铅锌矿，从长远来看，有利于公司提高资源保障水平。

在资源获取方面公司还可以获得外部支持，截至 2014 年 3 月末，中国五矿集团公司（以下简称“五矿集团”）间接持有公司 88.38% 的股份。五矿集团在铅、锌、钨等多种资源方面具备较强的优势，其于 2009 年 6 月以 13.86 亿美元收购的澳大利亚 OZ Minerals 公司（以下简称“OZ”公司）是世界第二大锌公司，澳大利亚第三大矿业公司。此外，公司在对海外公司的投资管理方面也可以借鉴五矿集团丰富的全球化

运营经验，提升资源整合效率。

综合分析，公司自身具备较丰富的资源储量，同时通过实施海外战略来扩大资源来源，五矿集团也可以在资源上为公司提供一定的支持。未来公司将实行优势资源的保护性开发，对湖南省内钨、铋、锡、稀土和铅锌等优势资源及外部资源进行有效整合，有利于进一步增强公司的资源保障能力。

公司拥有从勘探、开采、选矿、冶炼到精深加工的完整的有色金属产业链条，部分产品产量在国内及世界居于前列，继续保持显著的行业地位及规模优势；2013年以来，公司主要有色金属产品产销量继续增长，但受销售价格下滑影响，收入受到影响

公司有色金属板块业务拥有完整的产业链结构，业务范围涵盖了上游的矿产勘探、开采、洗矿、选矿，中游的冶炼、精炼，下游的深加工以及研发等所有环节。上游的勘探采选环节可以为中游冶炼环节提供原料保障，有效降低原材料价格波动的影响，中游的冶炼产品为下游深加工提供初级产品，能够更好的控制产品的质量及降低交易成本，下游深加工环节提升了公司产品的附加值，获取更多超额利润。总的来看，完整的产业链结构，由于上中下环节的协同效应，有利于公司平滑市场波动带来的风险，提升了公司的抗风险能力。

公司在钨、铋、铅、锌、钼、铋、钢等多种有色金属产品方面，具备显著的行业地位和规模优势。公司是钨行业的龙头，在钨产业链的完整度、钨资源储量、钨精深加工产品品种、技术、产量等方面均处于国内领先地位。此外，公司铅、锌、钢等产品产量仍处于国内前列，也是世界上最大的铋品、硬质合金及氟化盐生产商。2013年公司实施进攻型经营策略，提高产品产量并调整产品结构，各冶炼企业对有毛利的产品实施满负荷生产，以规模摊销成本，加大综合回收力度，优化技术经济指标。具体来看，2013年公司铅、锌、硬质合金等主要产品产量同比分别增加了10.45%、7.00%和7.84%，但铋、铋的产量同比分别下降了14.13%和29.66%，黄金、白银实现较大增幅；2014年1~3月，铅、锌、硬质合金的产量同比继续上升。

表 3 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司主要产品产量

品种	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	产量	同比(%)	产量	同比(%)	产量	同比(%)	产量	同比(%)
锌(万吨)	15.73	3.56	62.57	7.00	58.47	-5.38	61.80	-0.46
铅(万吨)	5.54	14.51	22.00	10.45	19.92	15.74	17.21	-8.24
硬质合金(万吨)	0.20	1.21	0.84	7.84	0.77	-4.77	0.81	0.05
锑品(万吨)	0.58	-9.25	3.05	-14.13	3.56	4.68	3.40	4.68
铋(吨)	264	63.98	1,048	-29.66	1,490	12.62	1,323	-8.36
黄金(公斤)	348	-49.36	1,828	71.85	1,064	5.03	1,013	16.80
白银(吨)	106	-9.16	537	23.51	435	27.57	341	35.11
铟(吨)	20	64.21	60	22.45	49	2.08	48	16.58
镉(吨)	359	-7.24	1,552	0.26	1,548	5.74	1,464	17.51

数据来源: 根据公司提供资料整理

在销售方面, 在市场低迷环境下, 公司更加注重营销管理及营销策略, 积极扩大市场份额。2013 年公司主要产品实现产销率 100%, 锌、铅、硬质合金、锑、铋等主要产品销量都不同程度上实现了增长。虽然 2013 年公司主要产品销量上有所增长, 但受行业需求疲软拖累, 2013 年以来, 公司主要产品销售价格均有不同程度的下滑, 从而影响了公司有色金属业务的收入。

表 4 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司主要产品销量

品种	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)
锌(万吨)	14.11	3.12	59.63	5.86	56.33	-2.50	57.77	10.34
铅(万吨)	5.34	13.26	22.08	11.68	19.77	14.68	17.24	-2.36
硬质合金(万吨)	0.17	8.24	0.70	11.11	0.63	-5.33	0.67	1.90
锑品(万吨)	0.47	-42.86	3.55	7.25	3.31	3.76	3.19	5.12
铋(吨)	377	86.49	1,074	24.16	865	-43.53	1,532	18.30
黄金(公斤)	348	-37.43	1,828	62.78	1,123	22.87	914	16.09
白银(吨)	107	0.99	534	21.09	441	36.11	324	34.32
铟(吨)	21	-30.55	93	62.76	57	2,750.00	2	-99.93
镉(吨)	251	-4.48	1,532	-37.22	2,441	1,402.00	162	9.40

数据来源: 根据公司提供资料整理

总的来看, 公司作为国内主要的有色金属生产商, 在钨、锌、铅、锑、铋、硬质合金等多种产品上具备很强的规模优势和突出的行业地位。2013 年以来锌、铅、硬质合金等主要产品产销量继续上升, 但受累于下游需求疲软, 主要产品销售价格有所下滑, 对公司有色金属板块收及利润水平产生不利影响。

2013 年以来，公司加大科研投入、推进科研成果产业化，技术创新能力进一步提升；公司加快重点项目建设，通过项目带动公司的转型升级，为公司未来可持续发展奠定基础

2013 年以来，公司加大科研投入，注重培育科技创新能力，科技创新能力继续提升。2013 年公司完成科技投入 5.96 亿元，同比增长 43%。公司利用自身科研实力不断开发新产品，新产品实现销售 38.3 亿元，同比增长 36%。2013 年公司申请专利 241 项，获得授权 154 项，其中发明专利 50 项，承担了国家级科技项目或课题 25 个，获省部级科技奖项 15 项。公司推进科技成果产业化，重大专项“系列高品质导电银浆的开发”项目，中试线建设已全面启动，将为公司在稀贵金属深加工方面开辟新的利润增长点。公司创新科技协同模式，扩大了公司与中南大学“产-学-研”协作，支持长沙矿山院转变传统科研服务模式，与长沙矿冶研究院协同科技创新取得较大突破。

2013 年以来，公司加快转型升级工作及项目建设，积极推动公司转型升级。2013 年公司总共完成项目投资 22.6 亿元，2011~2013 年在省内总共完成投资 87.9 亿元。公司转型升级的重点项目稳步推进，拟投资 30 亿元的五矿铜业（湖南）有限公司发展项目于 2013 年 8 月下旬开工，高纯钼靶材项目主厂房主体结构及设备安装已完成，上述项目的建成将为公司转型升级和结构调整奠定稳固基础。

综合来看，公司坚持项目带动和科技创新协调发展思路，一方面加快转型升级项目建设，另一方面发挥好科技创新支撑作用，为公司的可持续发展奠定良好基础。

公司治理与管理

截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 57.75 亿元，五矿控股是公司全资控股股东，国务院国资委是公司实际控制人。公司下设办公室、监事会办公室、党群工作部、监察审计部、人力资源部、安全环保部、科技管理部、企业规划发展部、投资管理部、国际事业部、运行管理部、矿山管理部、财务资产部等 13 个职能部门，公司机构的设置适应目前公司的发展要求。

公司在“十二五”规划中制定了以有色金属业务为中心的发展战略，力争提高盈利能力；努力提升“资源保障，冶炼及精深加工，自主创新、市场控制”。在全面提高公司的竞争优势和盈利能力的同时，公司力求成为世界钨铋工业和铅锌工业的领导者，世界最大的中重稀土资源供应商和领先的稀土产品加工商，并力争在中国铜铝锡工业方面发挥一定影响，努力实现销售收入千亿的规模发展目标。

综合来看，2013 年以来，公司仍以锌、铅、钨、铋等有色金属的采选、冶炼、精炼及深加工为主营业务，拥有完整的从矿产勘探、开发、采选、冶炼到深加工的完整的有色金属产业链结构。在资源储量方面，公司继续保有丰富矿产资源储量，作为国内主要的有色金属综

合生产商，其规模优势得以继续保持。公司在我国钨行业仍处于龙头地位，但锌、铅矿产资源自给率较低，未来生产成本控制方面仍存在一定的难度。公司经营的有色金属产品品种较多，可以分散产品的经营风险。2013年以来，在科技创新及转型升级方面，公司继续加大投入及建设速度，有利于公司未来持续发展。股东五矿集团在政策、土地、矿产资源等方面受到较多优惠，能够为公司提供一定的外部支持。综合来看公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了2013年及2014年1~3月财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2013年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年1~3月财务报表未经审计。

资产质量

2013年以来，公司资产规模扩大，资产结构基本稳定；应收账款及其他应收款计提坏账准备对公司资产造成影响，存货在流动资产中占比较高，未来仍面临跌价风险

2013年末，公司资产规模同比增长10.07%；2014年3月末，资产规模继续上升，达到390.20亿元。公司资产结构基本稳定，流动资产占比维持在50%左右，2013年末及2014年3月末，流动资产占比分别为51.16%和53.23%，较2012年末有所上升。

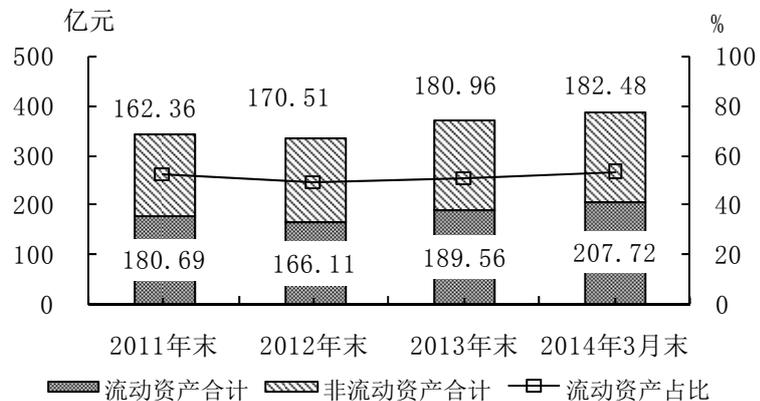


图3 2011~2013年末及2014年3月末公司资产构成情况

2013年末，公司流动资产仍主要由存货、货币资金、应收账款、其他应收款、预付款项、应收票据等构成。2013年末公司流动资产189.56亿元，同比增长14.12%。

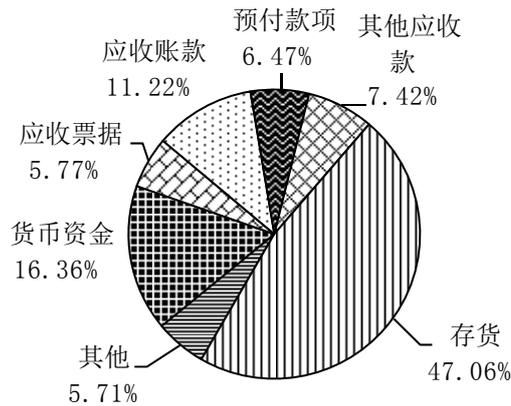


图4 2013年末公司流动资产构成情况

2013年末，存货89.21亿元，同比增长3.24%，主要由有色金属原材料及产成品构成，受有色金属价格波动影响，公司共计提跌价准备2.56亿元；货币资金31.01亿元，同比大幅增长95.50%，主要是公司借款增加导致银行存款大幅增加所致；应收账款21.26亿元，同比下降7.32%，账龄1年以内的占比为90.68%，2013年末公司计提坏账准备1.28亿元；其他应收款14.06亿元，同比增长21.69%，主要是公司和企业之间的往来款，账龄1年以内的占比71.99%，公司计提了2.01亿元坏账准备；2013年末，公司其他应收款前5名如下表。

表5 2013年末公司其他应收账款前5名（单位：亿元、%）

排名	单位名称	金额	占其他应收款比重	账龄	款项性质	是否关联企业
1	五矿有色金属控股有限公司	1.38	9.82	1年以内	往来款	是
2	湖南省国资委	1.33	9.43	1年以内	往来款	否
3	湖南有色资产经营管理有限公司	1.20	8.52	2~3年	往来款	是
4	堪帕斯资源有限公司（CMR）	1.19	8.45	2年以上	往来款	是
5	株洲株冶有色实业有限责任公司	0.89	6.31	1年以内	往来款	是
	合计	5.98	42.53	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2013年末，公司预付款项为12.27亿元，同比增加6.41%，账龄1年以内的占比94.88%，公司计提了坏账准备0.06亿元；2013年末公司应收票据为10.93亿元，同比13.06%，其中银行承兑汇票10.91亿元，商业承兑汇票0.02亿元。

2014年3月末，公司流动资产较2013年末增长18.16亿元，其中存货增加7.50亿元，达到96.71亿元，占流动资产比46.56%，未来仍存在跌价风险；预付款项增加5.13亿元。

2013年末，公司非流动资产180.96亿元，同比增长6.13%，主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。2013年末，公司固定资产

106.89 亿元，同比增加 13.60%，主要是在建工程项目完工转入固定资产所致；无形资产主要是土地使用权和采矿权，2013 年末为 36.29 亿元，同比增加 3.95%，主要是采矿权增加所致；在建工程 21.76 亿元，同比减少 8.50%，主要是因为搭配锌浸出渣 KIVCET 直接炼铅及配套等项目转入固定资产所致。2014 年 3 月末，公司非流动资产 182.48 亿元，较 2013 年末小幅增长 0.84%，各主要科目变动不大。

截至 2013 年末⁵，公司受限的银行存款及货币资金为 1.36 亿元，用于质押的应收票据、应收账款及存货为 7.53 亿元，用于抵押的固定资产及土地使用权为 5.91 亿元，受限的其他应收款为 17.61 亿元，所有权受限的资产总计为 32.40 亿元，占 2013 年末总资产比例为 8.75%。

2013 年及 2014 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 64.03 天和 114.55 天；应收账款周转天数分别为 15.12 天和 25.55 天，2014 年 1~3 月，运营效率有所下降。

总的来看，2013 年以来，公司资产规模扩大，资产结构基本稳定。存货在流动资产中占比较高，存在跌价风险。公司应收账款及其他应收款的坏账计提对公司资产产生一定影响。2014 年以来，运营效率有所下降。

资本结构

2013 年以来公司负债规模上升，仍以流动负债为主；公司有息债务规模较大，占负债比重上升，短期有息债务比重较高，流动性压力较大

2013 年以来，随着经营规模的扩大，公司负债规模上升，2013 年末及 2014 年 3 月末分别为 256.66 亿元和 279.76 亿元。公司负债结构基本稳定，以流动负债为主，2013 年末及 2014 年 3 月末分别流动负债占总负债比重分别为 68.57%和 69.66%，较 2012 年末略有下降。

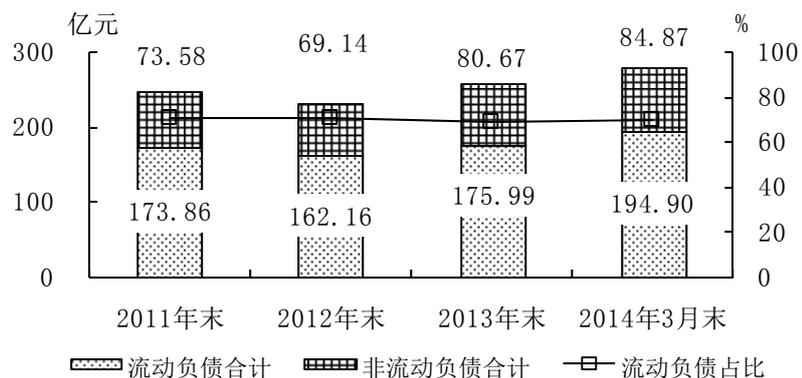


图 5 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债构成情况

2013 年末，公司流动负债 175.99 亿元，同比增长 8.53%，主要以

⁵ 公司未提供 2014 年 3 月末受限资产数据。

短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，其中短期借款占比很高。2013年末，公司短期借款126.64亿元，同比增长18.59%，其中信用借款和保证借款分别为81.55亿元和30.89亿元；应付账款19.92亿元，同比减少18.76%，其中账龄1年以内的占比93.66%；其他应付款为13.16亿元，与2012年末持平，主要为往来款、破产安置费及一次性补偿金等，其中账龄在一年以内的占比为38.54%，1~2年以内占比为24.26%；一年内到期的非流动负债为10.15亿元，同比增长69.63%，全部为1年内到期的长期借款。

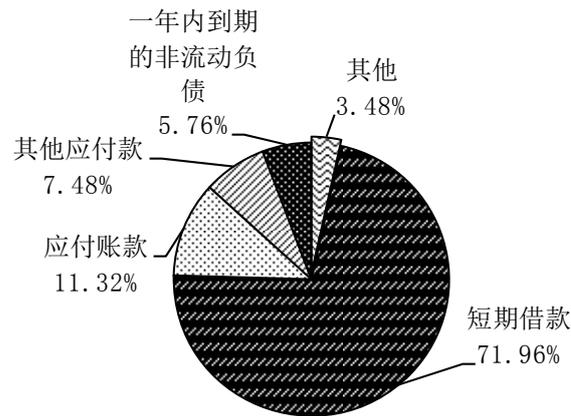


图6 2013年末公司流动负债构成情况

2014年3月末，公司流动负债较2013年末增加18.91亿元，其中短期借款增加8.98亿元，应付账款增加4.26亿元，预收账款增加2.12亿元。

2013年末，公司非流动负债为80.67亿元，同比增加16.67%，仍以长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债为主。2013年末，公司长期借款56.73亿元，同比大幅增长78.31%，其中信用借款36.15亿元，保证借款19.30亿元；公司应付债券为7.67亿元，同比减少61.47%，原因是投资者于2013年10月对公司2008年发行的公司债券回售了总面额12.25亿元的债券。公司长期应付款为7.57亿元，同比下降8.55%，主要为员工离退休补贴福利和采矿权价款；其他非流动负债6.44亿元，同比略有下降，主要为政府补贴等递延收益。2013年3月末，公司非流动负债84.87亿元，较2013年末增长4.20亿元，主要是长期借款的增加。

2013年末及2014年3月末，公司所有者权益分别为113.86亿元和110.44亿元。五矿控股于2013年11月27日对公司增资0.41亿元使得公司2013年末股本增加至57.75亿元；2013年末公司资本公积22.20亿元，同比减少1.88亿元，主要是因为下属三级子公司中钨高新向湖南有色金属公司定向增发股票购买株洲硬质合金集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司，并向其他特定投资者定向增发股票，导致下属子公司湖南有色金属公司资本公积减少2.91亿元，其中归属于公司

部分为 1.67 亿元；外币报表折算差额-0.64 亿元。2014 年 3 月末，公司所有者权益较 2013 年末减少 3.42 亿元，主要是因为未分配利润减少及少数股东权益减少所致。

2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.27%和 71.70%，较 2012 年末有所上升；2013 年末及 2014 年 3 月末，公司的流动比率分别为 1.08 倍和 1.07 倍，速动比率分别为 0.57 倍和 0.57 倍，流动比率和速动比率较 2013 年末均略有上升。

表 6 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务情况

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务（亿元）	150.63	139.07	120.66	130.50
长期有息债务（亿元）	69.37	64.40	51.72	44.56
总有息债务（亿元）	220.01	203.47	172.38	175.06
短期有息债务占总息债务比重（%）	68.47	68.35	70.00	74.55
长期有息债务占总息债务比重（%）	31.53	31.65	30.00	25.45
总有息债务占总负债比重（%）	78.64	79.27	74.53	70.75

2013 年以来，公司有息债务上升较快，2014 年 3 月末达到 220.01 亿元，占总负债比重达到 78.64%。公司有息债务以短期有息债务为主，2014 年 3 月末，短期有息债务占总息债务比重为 68.47%，短期流动性压力较大。

表 7 截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	合计
金额	150.63	12.09	35.98	13.63	7.67	220.01
占比	68.47	5.50	16.35	6.20	3.49	100.00

截至 2014 年 3 月末，公司对外担保金额为 30.68 亿元，担保比率为 27.78%，其中对湖南华菱钢铁集团有限责任公司（以下简称“华菱集团”）的公司债担保余额为 27.68 亿元，担保形式为互保，对株洲循环经济投资发展有限责任公司（以下简称“株洲投资”）的担保余额为 3.00 亿元。目前，华菱集团及株洲投资经营情况均正常。

表 8 被担保企业 2013 年度主要财务数据（单位：亿元）

企业名称	资产	负债	所有者权益	营业收入	净利润	经营性净现金流
华菱集团	1,059.53	881.37	178.16	738.73	11.80	13.95
株洲投资	39.10	12.69	26.41	0.64	0.10	-0.16

盈利能力

2013 年以来公司营业利润继续处于亏损状态，受益于较大金额的政府补助收益，2013 年公司净利润实现盈利；公司盈利水平受非经营性损益的影响较大，导致公司主要盈利指标波动较大

2013 年，公司营业收入同比增长 11.68%，但主要来自非有色金属

业务的增长；公司毛利率同比下降 0.48 个百分点，主要是公司非有色金属业务板块毛利率下降但收入占比上升拉低了综合毛利率。

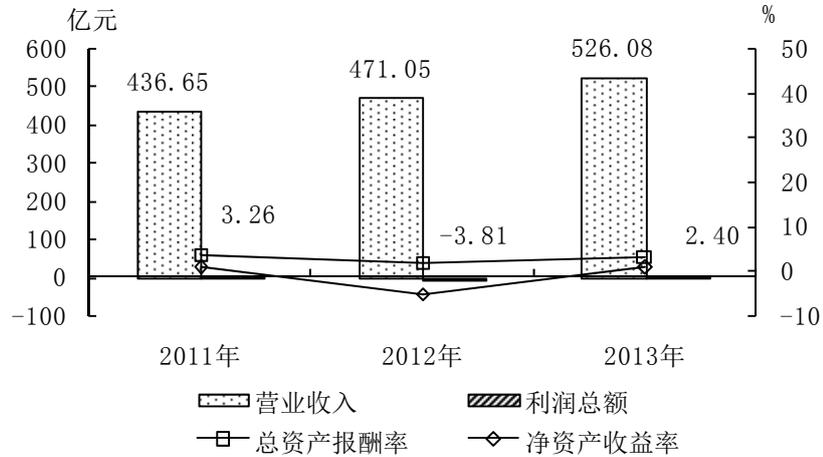


图7 2011~2013年公司盈利情况

从期间费用来看，2013 年公司期间费用在营业收入中的占比为 6.63%，较 2012 年下降了 0.79 个百分点，期间费用控制能力有所增强；但 2014 年 1~3 月，期间费用率上升至 10.12%。

表9 2011~2013年及2014年1~3月公司期间费用/营业收入情况（单位：%）

项目	2014年1~3月	2013年	2012年	2011年
销售费用/营业收入	1.49	1.10	1.17	1.31
管理费用/营业收入	5.59	3.68	4.15	4.75
财务费用/营业收入	3.04	1.85	2.10	1.83
期间费用/营业收入	10.12	6.63	7.42	7.89

坏账及存货跌价等因素所产生的资产减值损失及投资收益等非经营性损益对公司的营业利润仍然影响较大。2013 年公司资产减值损失 1.51 亿元，同比减少 0.65 亿元；投资收益 2.04 亿元，同比增加 1.51 亿元，主要来自公司委托贷款利息、处置所持有股票及套期保值等方面的收益。虽然公司非经营性损益处于盈利状态，但由于有色金属行业低迷使得公司毛利率水平较低且期间费用仍然较大，2013 年公司营业利润为-4.25 亿元，仍处于亏损状态，但亏损幅度较 2012 年减少 2.81 亿元。2013 年公司营业外收支净额为 6.65 亿元，同比大增 3.39 亿元，主要受益于 5.80 亿元的政府补助。2013 年，公司利润总额、净利润分别为 2.40 亿元和 1.10 亿元，同比增加 6.20 亿元和 6.54 亿元。

2014 年 1~3 月，公司营业收入为 78.44 亿元，同比下降 28.53%，主要是受有色金属产品价格继续下跌影响及贸易业务量下降所致；毛利率为 6.89%，同比下降 0.64 个百分点；营业利润、利润总额及净利润分别为-4.03 亿元、-3.60 亿元和-3.68 亿元，同比分别减少 1.88 亿元、2.31 亿元和 1.32 亿元，盈利水平下行压力较大。

由于公司利润水平受不稳定的非经营性损益等因素的影响较大，导致公司主要盈利指标波动较大。2014年1~3月，公司盈利能力有进一步弱化的态势。

项目	2014 年 1~3 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业利润率	-5.13	-0.81	-1.50	0.50
总资产报酬率	-0.31	3.28	1.90	3.67
净资产收益率	-3.33	0.96	-5.17	0.87

总体来看，受行业持续低迷影响，虽然公司营业收入保持增长，但是营业利润仍为负，2013年公司净利润盈利主要受益于较高的政府补助金额。2014年一季度，公司收入同比下降，盈利能力有进一步弱化的迹象，未来下行压力仍较大。

现金流

2013 年，公司经营性净现金流继续增长，投资性现金净流出规模扩大；2013 年公司经营性净现金流对负债的保障能力、EBIT 及 EBITDA 对利息的保障倍数均有所上升

公司经营性净现金流逐年增长，2013 年为 13.04 亿元，同比增加 2.77 亿元，增加的原因在于两方面：一方面 2013 年公司净利润较 2012 年增加 6.54 亿元，另外一方面，公司加大应收账款等经营性应收科目的回收力度，经营性应收科目较年初有所减少，两方面因素使得公司经营性净现金流入上升。2013 年，公司投资活动产生的净现金流出为 -26.90 亿元，净流出规模较 2012 年扩大 4.33 亿元，主要是在建项目投资支出增加所致。2013 年公司筹资性净现金流为 29.89 亿元，同比增加 42.67 亿元，主要是因为公司筹资性现金流入变动不大的情况下，2013 年偿还债务所支付的现金有较大程度下降。

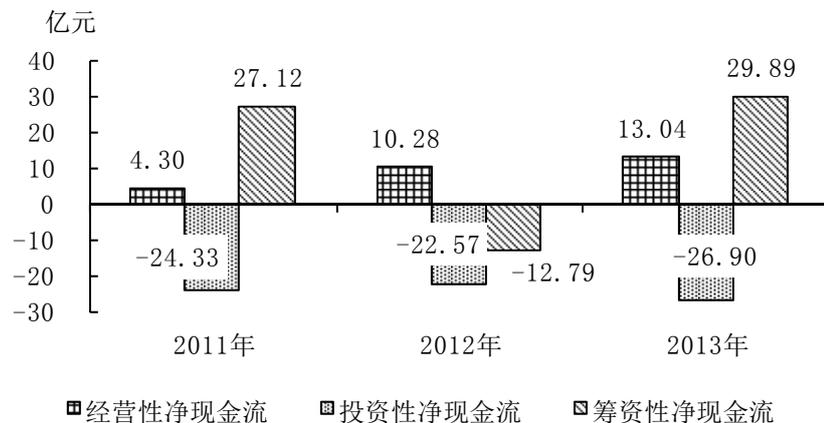


图 8 2011~2013 年公司现金流情况

2014 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流、筹资性

净现金流分别为-4.37 亿元、-4.90 亿元和 8.83 亿元，同比分别变动 2.41 亿元、-1.29 亿元和-9.71 亿元。

受益于公司经营性净现金流及利润的增加，2013 年公司各主要偿债指标较 2012 年均有一定程度的提高。

表 11 2011~2013 年公司部分偿债指标（单位：%、倍）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流/流动负债	7.72	6.12	3.00
经营性净现金流/总负债	5.35	4.29	1.94
经营性净现金流利息保障倍数	1.22	0.96	0.44
EBIT 利息保障倍数	1.14	0.60	1.29
EBITDA 利息保障倍数	2.20	1.63	2.36

总体来看，2013 年公司经营性现金流有所增加，但经营性净现金流入仍不能完全覆盖投资性现金的净流出规模，公司仍有一定的筹资性需求。受益于公司经营性净现金流及利润上升，对负债及利息的保障程度有所提高。

偿债能力

2013 年以来，公司资产及负债规模均上升，资产及负债结构基本保持稳定，公司资产负债率有所提高，2014 年 3 月末上升至 71.70%。从资产质量来看，公司存货占比较高，应收账款及其他应收款存在一定坏账的风险。公司流动比率及速动比率基本稳定。公司有息债务 2013 年上升较快，至 2014 年 3 月末达到 220.01 亿元，并且短期有息债务占总息债务比重较高，达到 68.47%，短期流动性存在较大的压力。2013 年公司营业收入规模上升，毛利率略有下滑，但期间费用控制能力有所增强，使得公司营业利润仍然处于亏损局面，但亏损幅度有较大程度收窄，同时受益于来自政府的较大金额的补助，公司 2013 年实现净利润 1.10 亿元。2013 年，公司经营性净现金流继续上升及利润的上升，使得公司各主要偿债指标均要好于 2012 年，但由于有色金属行业仍然持续低迷，未来仍存在一定的不确定性。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2014 年 5 月 22 日，公司本部存在 1 笔已结清的关注类贷款；截至本报告出具日，公司在债券市场上共发行过两期短期融资券、两期中期票据和一期公司债券，除公司债券尚未到期以外，其他债务融资工具均已按期偿还本息。根据中央国债登记结算有限责任公司 2013 年 10 月 8 日发布的《08 湘有色债含权债券履行结果公告》，2010 年 10 月 6 日投资者将持有的本期债券部分回售给发行人湖南有色，总回售面额为 12.25 亿元，本

期债券继续托管总面额为 7.75 亿元。

担保分析

华菱集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用

华菱集团成立于 1997 年 11 月 9 日，注册资本人民币 20 亿元，实际控制人为湖南省国资委。华菱集团以钢铁制造为主营业务，主要产品包括宽厚板、热轧超薄带钢卷、冷轧板卷、镀锌板、棒材、线材、无缝钢管等。华菱集团下辖上市公司湖南华菱钢铁股份有限公司（股票代码：000932）等 15 家控股子公司。截至 2014 年 3 月末，华菱集团注册资本达到 20.00 亿元，实收资本 24.94 亿元，纳入合并报表的二级子公司共 16 家，其中华菱钢铁股份有限公司（以下简称“华菱钢铁”）为上市公司，华菱集团持有华菱钢铁 49.96% 的股份，华菱钢铁为华菱集团钢铁业务的核心经营主体。

华菱集团主要产品为宽厚板、热轧板卷、冷轧板卷、镀锌板、棒材、线材、无缝钢等，是中南地区最大的线材、板材、无缝钢管、螺纹钢生产基地，在中南地区市场具有较强的规模优势和区域竞争优势。截至 2014 年 3 月末，华菱集团生铁、粗钢、钢材年产能分别达到 1,532 万吨、1,835 万吨和 1,969 万吨，2013 年华菱集团粗钢产量为 1,835 万吨，位居 2013 年中国粗钢产量排名第十一位，棒材、板材、线材及无缝钢管产量分别为 283 万吨、1,231 万吨、210 万吨和 245 万吨。

我国钢铁产能大部分位于长江以北地区，尤其是华北地区钢铁企业多、产能大，钢铁消费较大的南方地区粗钢产量却较小。根据中国钢铁协会对 2015 年全国各区域钢材消费需求的预测，中南地区钢材消费量将保持 3.8% 左右的年均增长幅度，明显高于全国 2.9% 的增幅。位于湖南省的华菱集团处在一个供给小于需求的区域，有利于企业的长期发展。

华菱集团是国内少数没有铁矿石资源的钢铁企业，铁矿石全部依靠外购，其中进口矿石约占 75%，外购铁矿石通过进口矿采购中心采购，主要从澳大利亚、巴西和智利采购，其中协议矿占比 50% 左右。由于铁矿石完全依赖外部，因此价格的波动对华菱集团盈利产生不利影响。2013 年以来，华菱集团继续实行集中采购的模式，增强对供应方的议价能力，进口矿采购中心和国内采购中心发挥了良好的规模采购优势，全年降低采购成本 60 多亿元。

2013 年华菱集团营业总收入及毛利润分别同比增长 23.07% 和 102.66%，毛利率增加 2.03 个百分点。钢铁板块仍然是华菱集团收入及利润的最主要来源，2013 年钢铁板块营业总收入占比为 79.88%，毛利润占比为 75.92%。2013 年以来，华菱集团继续推行立足湖南省市场、辐射周边和积极推广海外市场的销售策略，不断完善营销服务体系，

根据市场调整产品结构，建立了螺纹钢集中销售体系，与多家大型企业签订合作协议，直供比例达 60% 以上。在上述措施下，华菱集团钢材销量同比增加 88.17 万吨，钢铁板块收入同比增加 10.92%。同时，受益于较高的投资收益水平，2013 年以来华菱集团实现扭亏为盈。

截至 2013 年末，华菱集团总资产 1,059.53 亿元，总负债 881.37 亿元，所有者权益 129.35 亿元，其中少数股东权益 28.12 亿元，资产负债率为 83.19%。2013 年，华菱集团实现营业总收入 738.73 亿元，利润总额为 12.26 亿元，经营性净现金流为 13.95 亿元。

截至 2014 年 3 月末，华菱集团总资产 1,074.23 亿元，总负债 897.04 亿元，所有者权益 127.46 亿元，其中少数股东权益 27.54 亿元，资产负债率为 83.51%。2014 年 1~3 月，华菱集团实现营业总收入 174.67 亿元，利润总额为 1.07 亿元，经营性净现金流为 24.87 亿元。

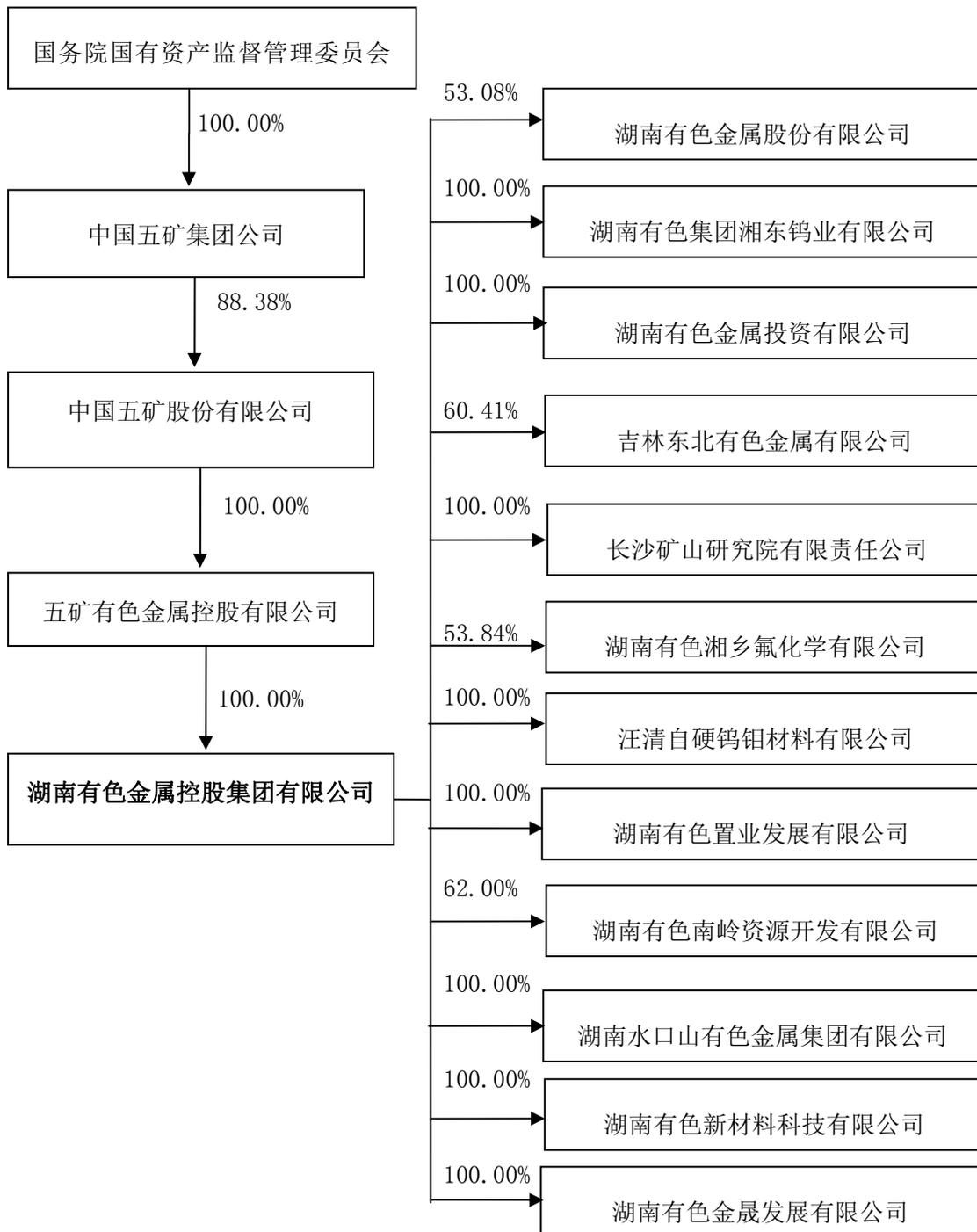
华菱集团为国内大型钢铁企业之一，在中南地区具有一定的规模优势，华菱集团产品主要在湖南省内销售，区域优势明显；中南地区较高的钢材需求增长，将有利于华菱集团未来市场空间的进一步发展。但受钢铁景气度下降影响，钢铁主业盈利能力较差。综合来看，由其作为湖南有色金属控股集团有限公司发行的本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

结论

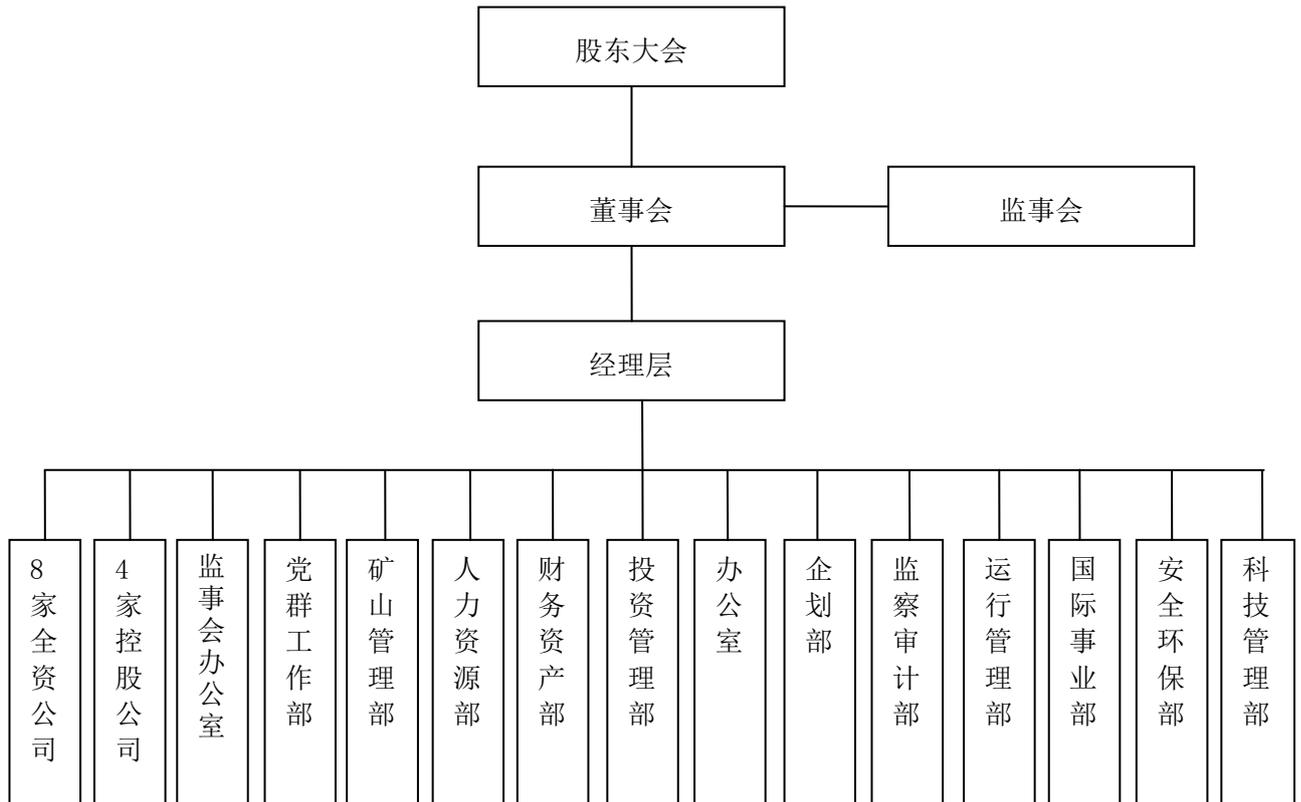
湖南有色是我国除铝之外以产量计最大的有色金属综合生产商，主要从事锌、铅、钨、铋等有色金属的采选、冶炼、精炼及深加工等业务，拥有完整的有色金属产业链结构。公司多种有色金属资源储量处于较高水平，钨、铋资源储量世界第一，为公司未来发展提供良好的资源保障。公司在国内有色金属行业中的地位依然较高，锌、铋和硬质合金产品产量在全国排名第一位，具备较强的规模优势。公司通过加大科技投入及重点项目建设的推进，为公司未来转型升级奠定较好的基础。2013 年以来，有色金属行业仍旧低迷，主要产品价格持续下滑，对公司盈利能力产生不利影响，营业利润仍处于亏损状态。短期内行业基本面发生根本改变还难以出现，公司盈利仍面临较大的挑战。

预计 1~2 年，公司将继续加大有色金属产品市场的拓展力度，提高市场份额，并通过适度的扩张其他非核心业务来提高公司的整体营业收入来对抗行业风险，公司的经营将基本保持稳定。因此，大公对湖南有色的评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 年 3 月末湖南有色金属控股集团有限公司股权结构图



附件 2 截至 2014 年 3 月末湖南有色金属控股集团有限公司组织结构图





附件 3 湖南有色金属控股集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	306,261	310,056	158,275	399,110
应收票据	115,163	109,298	96,677	144,035
应收账款	232,755	212,592	229,373	137,203
其他应收款	151,263	140,613	115,554	106,941
预付款项	174,016	122,696	115,308	108,258
存货	967,101	892,065	864,063	864,175
流动资产合计	2,077,219	1,895,570	1,661,103	1,806,923
可供出售金融资产	3,545	3,545	15,788	20,070
长期股权投资	6,340	6,267	16,119	18,293
固定资产	1,047,589	1,068,925	940,963	909,148
在建工程	256,048	217,566	237,775	188,484
无形资产	337,409	362,858	349,079	344,403
长期待摊费用	14,186	14,474	13,495	12,628
递延所得税资产	12,726	12,726	8,095	9,596
非流动资产合计	1,824,809	1,809,608	1,705,119	1,623,555
总资产	3,902,027	3,705,177	3,366,222	3,430,478
占资产总额比 (%)				
货币资金	7.85	8.37	4.70	11.63
交易性金融资产	0.01	0.01	0.03	0.04
应收票据	2.95	2.95	2.87	4.20
应收账款	5.96	5.74	6.81	4.00
其他应收款	3.88	3.80	3.43	3.12
预付款项	4.46	3.31	3.43	3.16
存货	24.78	24.08	25.67	25.19
流动资产合计	53.23	51.16	49.35	52.67
可供出售的金融资产	0.09	0.10	0.47	0.59
固定资产	26.85	28.85	27.95	26.50
在建工程	6.56	5.87	7.06	5.49
无形资产	8.65	9.79	10.37	10.04
非流动资产合计	46.77	48.84	50.65	47.33

附件 3 湖南有色金属控股集团有限公司主要财务指标(续表 1)

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
短期借款	1,356,222	1,266,418	1,067,928	962,297
应付票据	30,498	22,802	78,910	14,965
应付账款	241,793	199,202	245,192	192,183
预收款项	91,218	69,978	73,842	83,199
其他应付款	139,329	131,577	131,644	175,689
流动负债合计	1,948,964	1,759,878	1,621,612	1,738,634
长期借款	617,012	567,333	318,179	246,805
应付债券	76,716	76,666	199,000	198,800
长期应付款	50,895	75,738	82,816	184,360
递延所得税负债	20,552	21,269	21,725	25,395
其他非流动负债	75,006	64,401	67,667	31,981
非流动负债合计	848,682	806,730	691,448	735,833
负债合计	2,797,645	2,566,608	2,313,060	2,474,467
占负债总额比 (%)				
短期借款	48.48	49.34	46.17	38.89
应付票据	1.09	0.89	3.41	0.60
应付账款	8.64	7.76	10.60	7.77
预收款项	3.26	2.73	3.19	3.36
其他应付款	4.98	5.13	5.69	7.10
流动负债合计	69.66	68.57	70.11	70.26
长期借款	22.05	22.10	13.76	9.97
应付债券	2.74	2.99	8.60	8.03
长期应付款	1.82	2.95	3.58	7.45
其他非流动负债	2.68	2.51	2.93	1.29
非流动负债合计	30.34	31.43	29.89	29.74
权益类				
少数股东权益	420,272	433,685	323,555	382,197
实收资本(股本)	577,524	577,524	573,450	500,000
资本公积	221,195	222,048	240,861	145,328
盈余公积	4,670	4,670	4,670	4,670
未分配利润	-115,912	-95,782	-96,449	-85,638
归属于母公司所有者权益	684,110	704,885	729,607	573,813
所有者权益合计	1,104,382	1,138,570	1,053,162	956,010

附件 3 湖南有色金属控股集团有限公司主要财务指标(续表 2)

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业收入	784,382	5,260,821	4,710,496	4,366,497
营业成本	730,333	4,936,950	4,397,627	3,929,356
销售费用	11,653	58,041	55,014	57,013
管理费用	43,881	193,377	195,489	207,347
财务费用	23,826	97,442	99,107	80,105
投资收益	-1,021	20,367	5,313	23,342
营业利润	-40,270	-42,514	-70,649	21,696
营业外收支净额	4,314	66,512	32,597	10,927
利润总额	-35,957	23,998	-38,052	32,623
所得税	848	13,040	16,360	24,262
净利润	-36,805	10,958	-54,412	8,361
归属于母公司所有者的净利润	-20,130	2,266	-11,035	28,307
占营业收入比 (%)				
营业成本	93.11	93.84	93.36	89.99
销售费用	1.49	1.10	1.17	1.31
管理费用	5.59	3.68	4.15	4.75
财务费用	3.04	1.85	2.10	1.83
投资收益	-0.13	0.39	0.11	0.53
营业利润	-5.13	-0.81	-1.50	0.50
营业外收支净额	0.55	1.26	0.69	0.25
利润总额	-4.58	0.46	-0.81	0.75
所得税	0.11	0.25	0.35	0.56
净利润	-4.69	0.21	-1.16	0.19
归属于母公司所有者的净利润	-2.57	0.04	-0.23	0.65
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-43,692	130,450	102,750	42,993
投资活动产生的现金流量净额	-48,979	-268,976	-225,664	-243,310
筹资活动产生的现金流量净额	88,254	298,887	-127,852	271,152

附件 3 湖南有色金属控股集团有限公司主要财务指标(续表 3)

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标				
EBIT (万元)	-11,988	121,494	64,071	126,025
EBITDA (万元)	9,505	235,906	174,987	230,096
总有息债务 (万元)	2,200,069	2,034,669	1,723,823	1,750,580
毛利率 (%)	6.89	6.16	6.64	10.01
营业利润率 (%)	-5.13	-0.81	-1.50	0.50
总资产报酬率 (%)	-0.31	3.28	1.90	3.67
净资产收益率 (%)	-3.33	0.96	-5.17	0.87
资产负债率 (%)	71.70	69.27	68.71	72.13
债务资本比率 (%)	66.58	64.12	62.08	64.68
长期资产适合率 (%)	107.03	107.50	102.32	104.21
流动比率 (倍)	1.07	1.08	1.02	1.04
速动比率 (倍)	0.57	0.57	0.49	0.54
保守速动比率 (倍)	0.22	0.24	0.16	0.31
存货周转天数 (天)	114.55	64.03	70.74	73.34
应收账款周转天数 (天)	25.55	15.12	14.01	10.31
经营性净现金流/流动负债 (%)	-2.36	7.72	6.12	3.00
经营性净现金流/总负债 (%)	-1.63	5.35	4.29	1.94
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.22	0.96	0.44
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.14	0.60	1.29
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.20	1.63	2.36
现金比率 (%)	15.74	17.64	9.82	23.02
现金回笼率 (%)	122.06	107.90	110.76	116.54
担保比率 (%)	27.78	24.31	29.77	33.22

附件 4 湖南华菱钢铁集团有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	725,022	538,948	665,380	1,761,555
应收票据	697,118	856,540	447,965	946,232
应收账款	296,072	216,943	173,293	185,752
预付款项	132,092	89,684	122,377	198,551
其他应收款	414,245	425,899	444,703	480,999
存货	999,682	945,992	900,431	1,208,537
流动资产合计	3,408,992	3,264,041	2,935,373	4,918,917
长期股权投资	1,649,339	1,607,638	1,253,910	1,050,066
固定资产	4,598,309	4,652,977	4,581,042	4,634,795
在建工程	424,103	412,385	612,305	665,557
工程物资	1,205	2,082	3,421	3,128
无形资产	579,022	582,042	600,232	592,315
非流动资产合计	7,333,275	7,331,214	7,167,846	7,190,174
资产总计	10,742,267	10,595,255	10,103,219	12,109,091
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.75	5.09	6.59	14.55
应收票据	6.49	8.08	4.43	7.81
应收账款	2.76	2.05	1.72	1.53
预付账款	1.23	0.85	1.21	1.64
其他应收款	3.86	4.02	4.40	3.97
存货	9.31	8.93	8.91	9.98
流动资产合计	31.73	30.81	29.05	40.62
长期股权投资	15.35	15.17	12.41	8.67
固定资产	42.81	43.92	45.34	38.28
在建工程	3.95	3.89	6.06	5.50
工程物资	0.01	0.02	0.03	0.03
无形资产	5.39	5.49	5.94	4.89
非流动资产合计	68.27	69.19	70.95	59.38

附件 4 湖南华菱钢铁集团有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
短期借款	3,623,270	3,529,831	2,882,217	3,151,210
应付票据	1,243,392	1,172,914	979,472	1,597,543
应付账款	725,526	780,290	588,231	644,899
预收账款	252,349	274,100	255,579	274,242
其他应付款	612,681	503,134	538,340	632,010
一年内到期的非流动负债	611,330	591,927	599,060	711,698
流动负债合计	7,287,824	7,027,267	6,108,897	7,292,203
长期借款	1,106,377	1,213,414	1,639,315	2,128,160
应付债券	276,823	300,000	300,000	300,000
非流动负债合计	1,682,540	1,786,430	2,188,521	2,662,547
负债合计	8,970,363	8,813,697	8,297,418	9,954,751
占负债总额比 (%)				
短期借款	40.39	40.05	34.74	31.66
应付票据	13.86	13.31	11.80	16.05
应付账款	8.09	8.85	7.09	6.48
预收账款	2.81	3.11	3.08	2.75
其他应付款	6.83	5.71	6.49	6.35
一年内到期的非流动负债	6.81	6.72	7.22	7.15
流动负债合计	81.24	79.73	73.62	73.25
长期借款	12.33	13.77	19.76	21.38
应付债券	3.09	3.40	3.62	3.01
非流动负债合计	18.76	20.27	26.38	26.75
权益类				
实收资本（股本）	249,440	249,440	249,440	249,440
资本公积	313,776	333,870	351,195	375,949
盈余公积	4,996	4,996	4,996	4,996
未分配利润	606,210	591,571	482,663	576,461
归属于母公司所有者权益	1,173,778	1,179,138	1,087,937	1,206,508
少数股东权益	598,126	602,419	717,865	947,832
所有者权益合计	1,771,903	1,781,558	1,805,802	2,154,340

附件 4 湖南华菱钢铁集团有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业总收入	1,746,683	7,387,328	6,002,305	7,308,765
营业成本	1,633,486	7,006,118	5,814,218	6,959,736
销售费用	18,553	69,473	73,986	82,348
管理费用	52,493	219,745	224,871	236,938
财务费用	89,768	233,353	273,255	194,762
资产减值损失	-37	81,947	12,704	91,837
投资收益	56,573	339,247	144,860	318,993
营业利润	6,737	90,515	-277,381	42,851
营业外收支净额	3,966	32,042	11,742	112,903
利润总额	10,703	122,558	-265,639	155,755
所得税	1,115	4,606	16,779	37,569
净利润	9,588	117,952	-282,417	118,186
归属于母公司所有者的净利润	14,640	108,908	-91,911	104,421
占营业总收入比 (%)				
营业成本	93.52	94.84	96.87	95.22
销售费用	1.06	0.94	1.23	1.13
管理费用	3.01	2.97	3.75	3.24
财务费用	5.14	3.16	4.55	2.66
投资收益	3.24	4.59	2.41	4.36
营业利润	0.39	1.23	-4.62	0.59
利润总额	0.61	1.66	-4.43	2.13
净利润	0.55	1.60	-4.71	1.62
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	248,703	139,484	740,255	894,488
投资活动产生的现金流量净额	3,487	-185,600	-142,760	-393,806
筹资活动产生的现金流量净额	-189,192	-78,761	-1,222,497	-156,024

附件 4 湖南华菱钢铁集团有限责任公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标				
EBIT (万元)	96,465	408,174	44,135	442,073
EBITDA (万元)	-	728,955	405,964	899,068
总有息债务 (万元)	6,930,192	6,847,085	6,400,064	7,888,611
毛利率 (%)	6.48	5.16	3.13	4.78
营业利润率 (%)	0.39	1.23	-4.62	0.59
总资产报酬率 (%)	0.90	3.85	0.44	3.65
净资产收益率 (%)	0.54	6.62	-15.64	5.49
资产负债率 (%)	83.51	83.19	82.13	82.21
债务资本比率 (%)	79.48	79.26	77.99	78.55
长期资产适合率 (%)	47.11	48.67	55.73	66.99
流动比率 (倍)	0.47	0.46	0.48	0.67
速动比率 (倍)	0.33	0.33	0.33	0.51
保守速动比率 (倍)	0.20	0.21	0.19	0.37
存货周转天数 (天)	53.60	47.44	65.34	60.20
应收账款周转天数 (天)	13.22	9.51	10.77	8.88
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.47	2.12	11.05	14.42
经营性净现金流/总负债 (%)	2.80	1.63	8.11	9.73
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	2.77	0.46	2.14	2.67
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.07	1.34	0.13	1.32
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.38	1.17	2.68
现金比率 (%)	10.68	8.74	11.20	24.37
现金回笼率 (%)	118.09	109.91	125.73	106.98
担保比率 (%)	11.29	11.23	11.08	9.28

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。