

2019 年西藏华钰矿业股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2019年西藏华钰矿业股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【778】号 01

债券简称：华钰转债

债券剩余规模：5.07 亿

债券到期日期：2025 年
6 月 14 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，到期一次还
本，附债券赎回及回售
条款

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 7 月 24 日	2019 年 7 月 30 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对西藏华钰矿业股份有限公司（以下简称“华钰矿业”或“公司”，股票代码：601020）及其 2019 年 6 月 14 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 AA-，公司主体长期信用等级下调为 AA-，评级展望维持为稳定。本次评级下调主要是基于：公司货币资金较少及融资弹性较弱，未来仍面临很大短期偿债压力；有色金属价格下跌对公司盈利产生不利影响，进一步加剧公司经营压力；公司控股股东所持股份因质押违约出现被动减持和冻结情况，未来存在控股股东、实际控制人变更的风险。

正面：

- 公司所持矿山总体品位较高，资源储量进一步提升。公司主矿扎西康矿山铅、锌品位分别为 2.48% 和 3.90%，达到可开采利用标准的铋、银元素较多，品位较高，具备较高的开采价值和成本优势。同时，公司持续进行境内外资产并购，公司资源储备进一步提升。2019-2020 年 5 月，公司增加境外权益储量黄金 6.64 金属吨、境内权益储量黄金 23.66 金属吨。

分析师

姓名：
何卫平 陈刚

电话：
0755-82820859

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

关注:

- **公司控股股东出现股票质押式回购违约，未来存在控股股东、实际控制人变更的风险。**2019年，控股股东西藏道衡投资有限公司（以下简称“道衡投资”）因质押违约被动减持及协议转让合计 35,047,004 股，占公司总股本的 6.66%。截至 2019 年末，道衡投资用于质押/冻结的公司股份合计 203,632,996 股，占其所持有公司股份数的 99.90%，占公司总股本的 38.72%。未来质押股权存在被平仓、司法拍卖的可能，公司面临控股股东、实际控制人变更的风险。
- **有色金属价格下跌，对公司盈利产生不利影响。**公司利润主要来源于扎西康矿山。受新冠疫情及经济周期等多因素影响，2019 年铅锌金属价格不振，对公司盈利能力产生较大不利影响，需持续关注有色金属价格走势。
- **公司采选业务客户集中度高，贸易业务前五大客户毛利率较高。**2019 年，公司有色金属采选业务（以下简称“采选业务”）前五大客户销售收入占比为 90.69%；贸易业务前五大客户销售收入占比为 59.64%。公司客户集中度高，如某一客户生产经营状况发生重大不利变化或调整合作方式，将会影响公司当期经营业绩。同时，贸易业务前五大客户毛利率较高，与整个贸易业务毛利率存在一定差异。
- **公司对外收购、对合资公司提供借款及在建项目投入规模较大，带来较大的资本支出压力。**2019 年 6 月公司以 120 万美元收购境外股权，2020 年 4 月以 50,000 万元收购境内股权。同时，截至 2020 年 4 月 25 日，公司按合同仍需向合资公司塔铝铝业封闭式股份公司（Closed Joint-Stock Company “Talco Gold”）（以下简称“塔铝铝业”）提供 5,000.00 万美元借款。除此之外，截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 76,895.71 万元。整体上，公司存在较大的资本支出压力。
- **公司债务期限错配导致短期偿债压力很大。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 114,730.56 万元，短期债务 50,517.29 万元，且主要用于资本支出；同期公司货币资金仅为 2,223.37 万元，可用于抵质押的融资空间小，大股东支持力度弱，整体流动性紧张。截至本报告出具日，公司未提供控股股东道衡投资及实际控制人刘建军的人民银行征信报告。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	451,851.04	453,801.58	389,567.51	296,069.94
归属于母公司所有者权益合计	218,986.60	218,803.98	198,953.92	180,727.89
有息债务	114,730.56	118,101.09	80,500.00	84,099.98
资产负债率	37.83%	37.85%	32.23%	36.51%
流动比率	0.51	0.48	0.65	2.22
速动比率	0.45	0.42	0.58	2.01
营业收入	70,226.26	151,927.46	114,498.87	90,462.64
营业利润	979.54	11,733.12	23,298.83	31,742.65
净利润	96.93	10,720.91	21,748.19	29,945.13
综合毛利率	5.83%	24.30%	43.67%	60.73%
总资产回报率	-	4.02%	8.12%	13.27%
EBITDA	-	25,905.94	36,263.26	45,917.73
EBITDA 利息保障倍数	-	5.25	12.32	18.63
经营活动现金流净额	3,139.02	42,930.21	38,796.79	28,592.12

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月发行6年期6.4亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于收购塔铝业股权项目。公司已使用62,844.30万元募集资金置换预先投入的自筹资金，截至2019年8月26日，本期债券募集资金专项账户已销户。

截至2020年6月30日，累计共有4.00万元华钰转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为3,920股，占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0007%；尚未转股的华钰转债金额为63,996.00万元，占华钰转债发行总量的比例为99.9938%。

二、发行主体概况

因质押违约，2019年控股股东所持公司股份出现被动减持和冻结情况，公司存在控股股东、实际控制人变更的风险

2019年公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化，受可转债转股影响，公司注册资本变更为52,591.68万元。截至2020年3月末，公司控股股东仍为道衡投资，其持有公司20,383.50万股股份，占公司股份总数的38.76%。刘建军仍持有道衡投资95%股权，为公司的实际控制人¹。

道衡投资与上海海通证券资产管理有限公司（以下简称“海通资管”）、海通证券股份有限公司发生质押式证券回购纠纷，起因是道衡投资质押式回购业务履约保障比例持续低于警戒履约保障比例，未按照约定采取补救措施，构成违约。2019年7月道衡投资因质押违约被动减持合计3,597,214股，并向海通资管协议转让31,449,790股，所得价款优先用于归还因质押回购交易而产生的负债，上述行为导致合计减少35,047,004股，占公司股本6.66%。

截至2019年12月31日，道衡投资持有的20,001.53万股公司股票用于股权质押，占其所持公司股票的98.13%，占公司总股本的38.03%。因诉讼保全，道衡投资累计被冻结股份数为17,036.90万股，占其所持有公司股份数的83.58%，占公司总股本的32.39%。道衡投资质押/冻结合计股份20,363.30万股，占所持股份的99.90%，未来质押股权可能被平仓、冻结股份被司法拍卖，并最终导致公司控股股东、实际控制人变更的风险。

¹ 控股股东道衡投资及实际控制人刘建军未提供银行征信报告。

表 1 截至 2020 年 3 月末公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量 (股)	股权比例 (%)
1	西藏道衡投资有限公司	203,834,996	38.76
2	青海西部资源有限公司	94,219,445	17.92
3	海通证券资管-海通证券股份有限公司-证券行业支持民企发展系列之海通证券资管 1 号 FOF 单一资产管理计划	30,049,790	5.71
4	西藏博实创业投资有限公司	26,295,733	5.00
5	谭振华	7,720,000	1.47
6	交通银行股份有限公司-前海开源多元策略灵活配置混合型证券投资基金	2,520,400	0.48
7	李继东	1,857,300	0.35
8	朴洪英	1,210,000	0.23
9	焦作通良资产经营有限公司	1,157,100	0.22
10	李欣先	1,131,700	0.22
合计		369,996,464	70.36

资料来源：公司2020年一季报，中证鹏元整理

2019年公司主营业务未发生变化，合并报表范围新增3家子公司。

表 2 2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵州品钰科技有限公司	51%	5,000 万元	矿产品贸易	新设
华钰资源国际控股有限公司	100%	1 港元	有色金属及有色矿产品贸易	新设
丝路资源投资有限公司	100%	1000 万美元	对外投资	新设

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

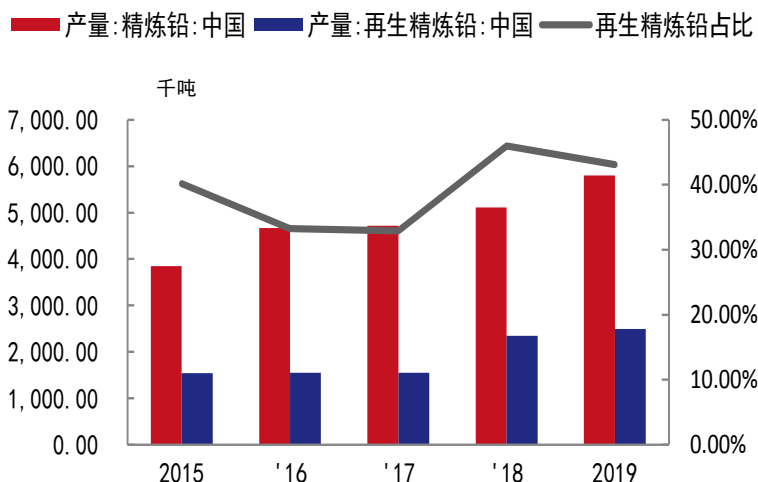
三、运营环境

(一) 铅

2019国内精铅产量稳中有增，随着回收体系的逐渐完善，再生铅占比未来有望进一步提高

美国地质调查局数据显示，2018年我国铅储量为1,800万吨（金属量），占全球总储量的21.69%。中国也是世界最大的精炼铅生产国，基本能够满足国内需求。2019年中国精炼铅产量同比增长13.38%，为579.71万吨，占世界总产量的比例上升3.06个百分点至46.73%。中国精炼铅消费需求量为591.53吨，供需处于紧平衡。

图 1 2019 年中国精炼铅产量增加



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年国内精铅产量稳中有增，主要得益于铅矿加工费的上扬，带动了冶炼企业生产积极性，并且以河南为主的一些大型冶炼厂完成环保设备升级后，河南地区的空气质量水平得到了明显的改善，环保限产的力度已经大大减弱，开工率总体提升。同时，受益于废电瓶处理能力持续增加，国内政策上对废电瓶电池的规范回收在持续推进，及报废量增长，再生铅产出持续增长。

铅具有毒性，并且无法降解，近年来，我国出台多项政策淘汰落后炼铅工艺和设备，规范铅酸蓄电池回收流程，以保护正规回收企业，加大对铅的回收。2019年1月颁发的《铅蓄电池生产企业集中收集和跨区域转运制度试点工作方案》则进一步规范了铅酸蓄电池的回收流程。考虑到2019年我国再生铅占精铅总产量的43.10%，与全球60.20%的平均水平仍有较大差距，随着回收体系的逐渐完善，未来再生铅占比有望进一步提高。

2019年9月，工业和信息化部原材料工业司发布了《铅锌行业规范条件(征求意见稿)》，对企业采选布局；质量、工艺和装备；能源消耗；资源消耗及综合利用；安全生产与职业病防治等方面进行规范，将进一步推动铅锌行业供给侧结构性改革，加快铅锌产业转型升级。

受下游需求下降、行业政策限制、锂离子电池替代等因素影响，未来铅酸蓄电池终端市场需求仍不乐观

80%的铅用于生产铅酸蓄电池，铅酸蓄电池41%用于电动车（动力型），24%用于汽车（启动型）电源。我国电动车（动力型）主要为电动自行车和电动三轮车，市场需求主要集中在农村和三、四线城市。2019年我国电动自行车产量增长4.55%，由负转正，但市

场总体趋于饱和，未来新增不容乐观，以存量替换为主。工业和信息化部组织修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（GB 17761-2018）（以下简称“新国标”）自2019年4月15日正式实施。新国标对电动自行车的长度、宽度以及整车重量加以限制，整车重量（含电池）不得大于55kg，整车轻量化必将要求使用的铅酸蓄电池减重，未来将持续压制精铅需求。2019年，我国汽车销量下降8.23%，汽车市场整体饱和，新车市场需求预计将保持长期负增长。2019年末，我国汽车保有量已达26,000.00万辆。考虑到铅酸蓄电池平均寿命约2年，除新车一般配备一只电池外，存量车在维修保养过程中需要购买电池，在新车销售放缓趋势下，未来存量车的维修保养需求将成为主要需求。随着通信技术不断发展，我国逐渐步入5G时代，移动通信基站产量将大幅增加，但由于锂电池的替代，通信基站对铅消费提振有限。

替代品方面，受产能持续扩大影响，锂电池价格有所下降，铅酸蓄电池的价格优势逐渐减弱。同时，政策对二轮电动车的逐步限制，整车轻量化要求电池减重，从而推动锂电对铅酸蓄电池替代。

图2 2019年中国电动自行车产量回升

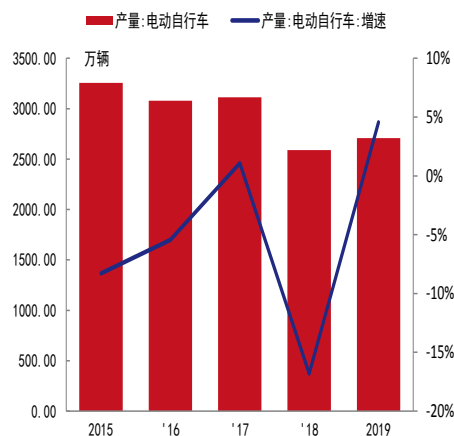
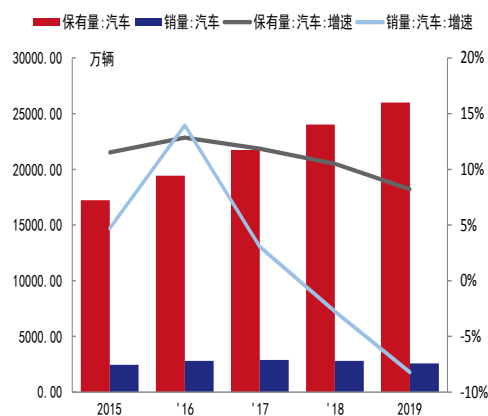


图3 2019年中国汽车销量下降

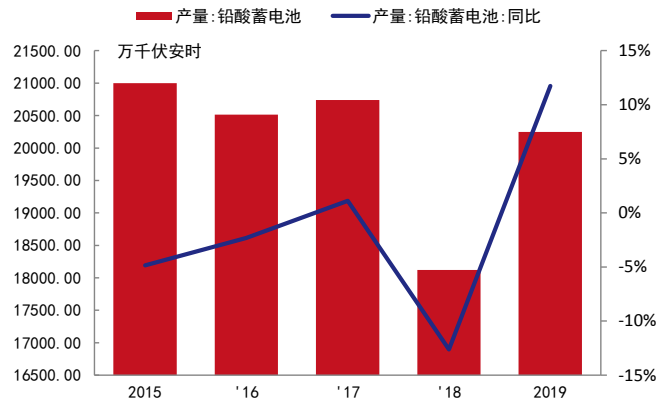


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年全国铅酸蓄电池产量同比增长11.73%至20,248.61万千伏安时。但综合下游需求下降、行业政策限制、锂离子电池替代增加等多方面因素影响，未来终端主要需求的不振将对上游铅生产产生一定的影响。

图 4 2019 年我国铅酸蓄电池产量上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受消费疲软影响，2019 年铅价整体呈现弱势下行的态势；2020 上半年受新冠疫情影响，经济下滑，铅价大幅下跌；终端消费不振叠加新冠疫情，预计 2019 下半年铅价持续疲软

2019 年 1-5 月，受铅市下游终端消费疲软影响，铅价一直处于下降通道。7 月受海外大型铅冶炼厂检修，库存不断走低，及动力型铅酸蓄电池的传统消费旺季影响，铅价触底反弹。第四季度在传统消费淡季叠加库存高企的情况下，铅价重回弱势。2020 年上半年受新冠疫情影响，全球经济下滑，铅价大幅下跌。2020 下半年随着电动自行车、汽车等终端消费品需求持续不振叠加新冠疫情影响，预计铅价将继续疲软。

图 5 2019 年长江有色 1# 铅平均价弱势下行，2020 年以来大幅下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

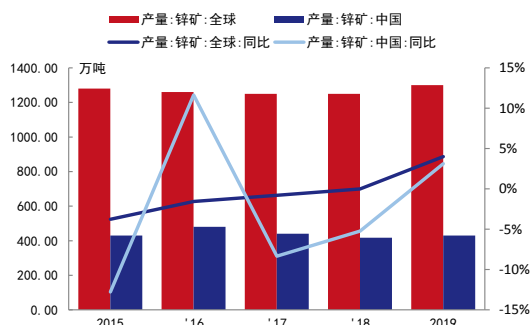
（二）锌

中大型矿山产能恢复，国内锌矿产量上升，进口锌矿持续增加

锌的供应主要依赖原生锌，回收率不足 10%。中国锌储量世界排名第二，锌精矿和精炼锌产量排名世界第一。2019 年国内中大型矿山产能恢复，国内锌矿产量为 430 万吨，同比上升 3.12%。由于海外矿山 2018 年开始建成投产的新增产能在 2019 年完全释放产量增加，

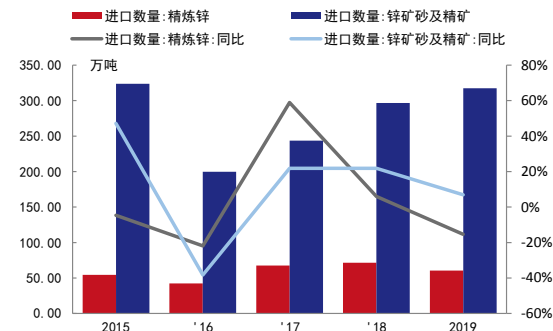
2019年国内锌矿砂及精矿进口量同比增长6.94%，较大地补充了国内原料供应。

图6 2019年中国锌矿产量回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图7 2019年锌矿砂及精矿进口量延续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内终端消费增长放缓，锌需求难有亮点

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

中国是全球最大的消费国，受中国经济下行压力增大影响及中美贸易争端影响，2019年锌的初端、终端消费表现相对疲软。初端方面，受2018年下半年开始的基建补短板政策带动，镀锌企业平均开工率有所上升。但终端消费始终不振，并且美国自2019年5月开始，对中国部分镀锌产品增加20%的关税，对镀锌板的净出口量有所影响，2019年全年大中型钢铁企业镀锌板（带）产量为2,130.44万吨，同比下降4.66%。国内终端需求方面，基建投资托底，2019年我国基建补短板力度加强，出台一系列稳定投资的政策举措，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，如部署重大项目建设，国务院下调部分基建项目资本金比例，财政部批复提前下达2020年部分专项债新增额度等，稳定镀锌需求。房地产方面，2019年，新屋开工面积同比增速有所回落，但房地产开发投资仍存在一定韧性，镀锌需求仍有一定支撑。家电方面，政府自2019年4月份开始下调企业增值税，并出台一系列的政策促消费，以消费拉动国家的经济增长，促进农村的家电消费升级，家用空调、冰箱和洗衣机产量较去年有所上升，对锌的消费具有一定的带动作用。受房贷挤压及购置税优惠取消影响，2019年中国汽车产销数据表现低迷，持续同步负增长，随着汽车保有量的提升，汽车市场难有明显回升。整体上看，受终端消费增长放缓影响，锌下游消费需求难有亮点。

2019年锌价震荡下跌；2020上半年锌价先抑后扬

2019年初至四月初，锌价上升，主要原因在于消费复苏超过供应回升的速度，国内外去库明显，加之国内宏观政策的推动。但自二季度开始，受冶炼厂供应增加、全球整体消

费的疲弱影响以及宏观经济放缓影响，锌价持续下跌。2020年一季度受新冠疫情影响，全球经济下滑，锌价大幅下跌；随着国内疫情控制局面向好，推动下游企业陆续复工复产，需求端逐步回暖，锌价回升。2020下半年，预计终端消费品需求疲软，锌价不振。

图 8 2019 年锌价震荡下跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

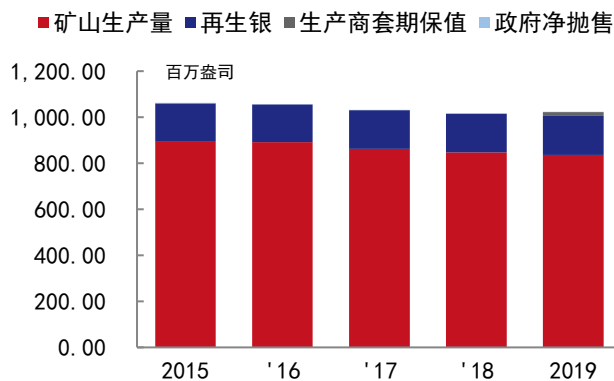
(三) 白银

2019年白银产量小幅上升，仍以矿产银为主

白银的原料供应主要来自矿产银（含原生银及副产白银）和再生银，分别占白银供应量的82%左右和16%左右，此外政府净抛售、生产商套期保值也对全球白银供应产生影响。

由于白银矿物以伴生为主，矿产银产量随着铜、铅锌等基础金属矿产变动，基础金属需求的变动对矿产银的产量有较大影响；而再生银主要来源于感光材料、电子产品和银饰的回收。2019年全球白银供给量为10.23亿盎司，同比增长0.62%。

图 9 2019 年全球白银供给量小幅上升



资料来源：2020 世界白银研究，世界白银协会，中证鹏元整理

白银实物需求保持平稳，光伏产业对白银需求的拉动作用有限；受全球货币宽松影响，2019年白银价格上涨

白银需求主要来源于实物需求和投资需求，以实物需求为主。实物需求主要是工业应用、珠宝首饰、和银器，投资需求主要表现为实物投资及套期保值，受市场行情影响波动较大。2019年世界白银需求为9.92亿盎司，同比增加0.35%。2019年中国白银主要需求为4,995.00吨，同比下降1.65%。

图 10 2019 年世界白银需求小幅增长

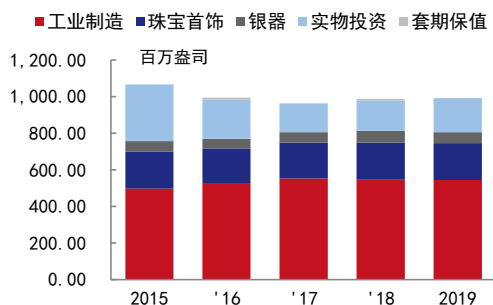
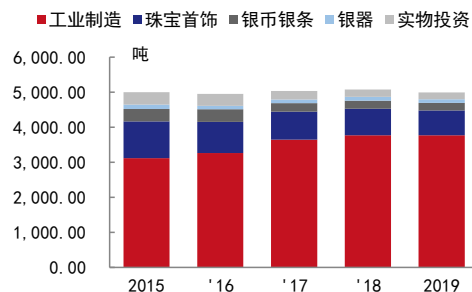


图 11 2019 年中国白银主要需求小幅下降

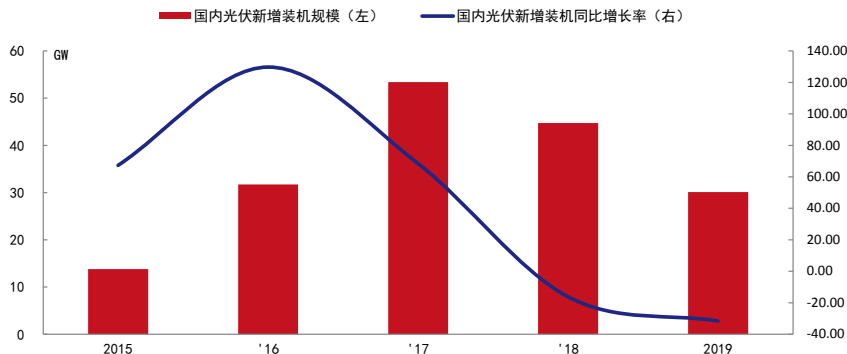


资料来源：世界白银协会，中证鹏元整理

资料来源：世界白银协会，中证鹏元整理

2014-2017年，我国光伏产业在政策扶持及原材料成本下降等因素的推动下，光伏安装量不断提升，成为近年来白银实物需求的主要增长动力。2018年三部委发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，下调上网电价，加强规模控制，光伏装机量出现下降。2019年，国内光伏市场逐渐饱和，新增装机继续下降。同时，未来白银面临全球光伏装机量增速下降，光伏产业压缩白银原料开支及寻找替代品的压力。

图 12 2019 年中国光伏新增装机持续下降

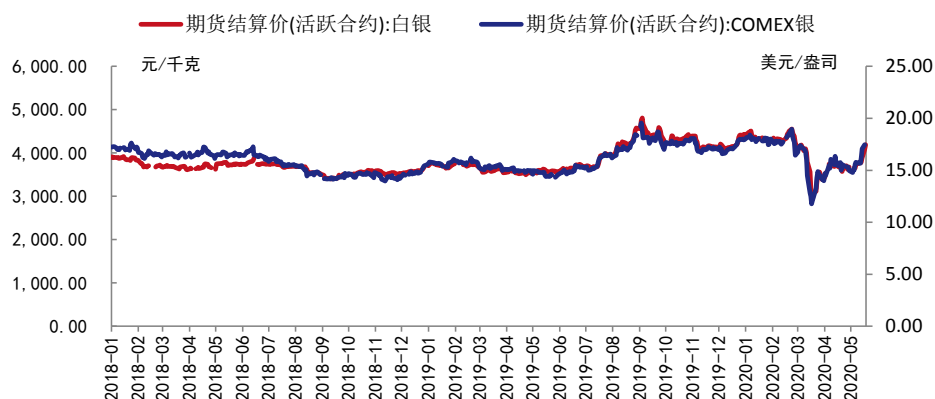


资料来源：中电联，中证鹏元整理

通常情况下，实物需求是影响银价的基础，而投资需求是加速影响银价波动的驱动因素。2019年1-5月，受美元强势影响，白银小幅走弱。2019年6-9月，受美联储降息影响，全球货币宽松推动白银价格上涨。随后，由于国际贸易摩擦有所缓解和美国经济好转，白银价格承压下落。2020年上半年，受全球流动性紧张影响，白银价格大跌，随着新冠疫情

在海外爆发，避险情绪上升，白银价格回涨。未来虽然白银全球工业需求较弱，但投资需求可能会主导银价的走势。

图 13 2019 年白银价格高位突破，2020 年上半年震荡上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事铅、锌、镉、铜等有色金属的采选、地质勘查及贸易业务，主要产品包括锌精矿、铅镉精矿（含银）、铜精矿。受益于贸易业务规模扩大，2019年公司营业收入为151,927.46万元，同比增长32.69%。2019年公司综合毛利率为24.30%，较上年下降19.37个百分点，主要原因是低毛利的贸易业务占比增加。2020年一季度受西藏地区极端气候、春节假期等影响因素，矿山处于停产状态，且由于新冠疫情，公司复工延期，导致收入较低。同时，2020年一季度低毛利的贸易业务占比较大，故公司毛利率低。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
铅镉精矿(含银)	4,294.01	63.40%	41,866.32	61.25%	48,095.99	62.66%
锌精矿	2,173.82	59.57%	21,293.25	49.39%	33,310.21	59.12%
铜精矿	-	-	802.63	29.10%	688.33	-13.74%
有色金属采选收入小计	6,467.83	62.11%	63,962.20	56.90%	82,094.53	60.58%
有色金属贸易收入小计	63,658.10	-0.04%	87,354.15	0.33%	32,252.09	0.75%
其他业务收入小计	100.33	99.93%	611.12	39.80%	152.25	14.14%
合计	70,226.26	5.83%	151,927.46	24.30%	114,498.87	43.67%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

1、有色金属采选业务

通过境内外资产并购，公司资源储备进一步提升；扎西康矿山品位较高，有较高开采价值，但部分探矿权证到期，尚未取得新的权证

矿产行业对资源依赖程度较高，资源储量对公司持续经营能力和业务发展具有重要意义。公司子公司丝路资源投资有限公司（以下简称“丝路资源”）于2019年6月28日，与提格雷埃塞俄比亚控股公司、提格雷资源私人有限公司（以下简称“提格雷资源”）签订了《股权买卖协议》及《合资经营合同》，丝路资源以120万美元对价收购提格雷资源70%股权，并将于后续与其他股东方共同经营格雷资源，丝路资源全权组织、管理和经营提格雷资源。

公司董事会和监事会于2020年4月8日审议通过《西藏华钰矿业股份有限公司与广西地润矿业投资有限公司关于贵州亚太矿业有限公司之股权转让协议》，公司以现金50,000万元收购贵州亚太矿业有限公司（以下简称“亚太矿业”）40%股权，未对亚太矿业形成实际控制。2019-2020年5月，公司增加境外权益储量黄金6.64金属吨、境内权益储量黄金23.66金属吨。提格雷资源和亚太矿业主要拥有金矿资源，将推动公司新增主营业务产品，进一步丰富产品线。

表4 2019年4月-2020年4月末公司新增资源储备（单位：金属吨）

矿区	矿石类型	矿种	金属量	所有者
Da Tambuk	-	金矿	9.475	提格雷资源
Mato Bula	-	金矿		
泥堡采矿权、泥堡勘探探矿权	氧化矿	金矿	2.248	亚太矿业
泥堡采矿权、泥堡勘探探矿权	原生矿	金矿	40.588	
泥堡南矿区	原生矿	金矿	16.308	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司在国内拥有2项采矿权及6项探矿权²，其中，桑日则探矿权、拉屋探矿权、查个勒探矿权和柯月探矿权已经到期，公司正在办理相关手续，预计对日常生产不会产生影响；海外方面，公司拥有3个海外采矿权，即塔吉克斯坦康桥奇矿集区锑、金采矿权（以下简称“康桥奇采矿权”）、埃塞俄比亚Da Tambuk采矿权和Mato Bula采矿权。

² 2项采矿权分别为西藏山南隆子县扎西康铅锌多金属矿采矿权、西藏拉萨市当雄县拉屋铜、锌多金属矿采矿权，以下分别简称为扎西康采矿权、拉屋采矿权；6项探矿权分别为西藏拉萨当雄县拉屋铜铅锌矿详查探矿权、西藏山南隆子县桑日则铅锌多金属矿详查探矿权、西藏山南隆子县柯月矿区外围铅矿详查、西藏日喀则昂仁县查个勒矿区外围铅锌矿勘探探矿权、贵州省普安县泥堡金矿勘探探矿权、贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权，以下分别简称为拉屋探矿权、桑日则探矿权、柯月探矿权、查个勒探矿权、泥堡探矿权和泥堡南探矿权。

截至2020年6月，公司持续推进探矿权转采矿权工作，其中，柯月项目已获得环评批复、用地预审和采矿工程项目核准。查个勒项目获得铅锌矿采选工程环境影响报告书的批复。

表 5 截至 2019 年 6 月末纳入公司合并报表范围内探矿及采矿权证书情况（单位：平方公里、万吨/年）

项目	证书编号	有效期	矿种	面积	生产规模	所有者
扎西康采矿权	C5400002011043220111478	2013年4月11日至2022年11月11日	铅矿、锌多金属矿	3.16	60.00	公司本部
拉屋采矿权	C5400002010053210064092	2013年4月11日至2027年11月11日	铜矿、锌矿	3.70	6.00	公司本部
康桥奇采矿权	NO:17	2017年4月27日至2040年11月28日	锑矿、金矿	2.46	150.00	塔铝金业
Da Tambuk 采矿权	MOM\LSML\168\2017	2019年5月23日至2025年5月22日	金矿	2.98	30.00	提格雷资源
Mato Bula 采矿权	MOM\LSML\166\2017	2019年5月23日至2031年5月22日	金矿	7.69		
桑日则探矿权	T54520080602008482	2018年5月29日至2020年5月29日	-	15.39	-	公司本部
拉屋探矿权	T54120080802012572	2018年5月29日至2020年5月29日	-	17.02	-	公司本部
查个勒探矿权	T54120081002015907	2018年6月8日至2020年6月8日	-	2.62	-	嘉实矿业
柯月探矿权	T54120081002016493	2018年5月29日至2020年5月29日	-	20.30	-	公司本部

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有一定的矿产资源储量。截至2019年末，公司拥有的铅、锌、铜、锑、银资源储量分别达到69.57万金属吨、110.76万金属吨、2.52万金属吨、14.95万金属吨、1,587.71金属吨，均已在自然资源部完成备案手续。此外，塔铝金业可控资源储量锑、金分别达到26.46万金属吨、49.90金属吨，该资源储量已在塔吉克斯坦共和国国家资源储量委员会备案。2019年公司收购提格雷资源70%股权，可控资源储量黄金为9.48金属吨，根据埃塞俄比亚法律规定，资源储量无需在埃塞俄比亚有权机关备案。2020年公司收购亚太矿业40%股权，亚太矿业黄金储量为59.14金属吨，该资源储量已经在贵州省自然资源厅备案。

公司矿山品位整体较高，具备较高的开采价值，目前已投产矿山为扎西康矿山和拉屋矿山。根据各矿权资源储量核实报告，扎西康矿山铅、锌、银品位分别为2.48%、3.90%和97.23克/吨，达到可开采利用标准的锑、银元素较多，品位较高，有助于精矿产品保持较强的市场竞争力。拉屋矿山中铅、锌和铜品位合计仅为4.28%，银品位为26.8克/吨，远低于扎西康矿山，开采价值相对较小。塔吉克斯坦康桥奇矿集区金、锑品位分别为2.17克

/吨和1.15%，非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目金品位4.14克/吨，亚太矿业渥堡矿区金品位4.12克/吨，均具有一定开采价值。

2019年公司采选业务对扎西康矿山依赖度仍高，处理矿石量下降，精矿总产量保持稳定，选矿回收率保持较高水平

扎西康矿山、拉屋矿山核定生产能力分别为60万吨/年和6万吨/年，经营主体分别为山南分公司和拉屋分公司，其中，扎西康矿山是公司的主力生产矿山。

2019年，公司处理矿石量为73.13万吨，精矿总产量为8.82万吨，分别同比减少6.09%和0.80%。受有色金属价格下跌，及部分原矿品位下降影响，公司调整处理矿石量，但精矿产量保持稳定。

扎西康矿山是公司实际产量最大的运营矿山，2019年处理矿石量70.98万吨，精矿总产量8.60万吨，占总产量的比重分别为97.06%和97.58%，扎西康矿山是公司营业毛利主要来源。公司采选业务对扎西康矿山依赖度高，若其出现重大经营风险，如安全生产事故、自然灾害等情况，公司收入规模和盈利能力将会受到重大不利影响。拉屋矿山矿石品位和金属回收率相对较低，且海拔高、生产难度大，使得精矿采选成本高，产能利用率低。2019年拉屋选厂生产期短，处理矿石量为2.15万吨，远低于核准产能6万吨/年。目前塔吉克斯坦康桥奇矿集区基础设施不断完善中，受新冠疫情海外扩散影响，公司进出塔吉克斯坦物资受阻，整体建设进度放缓，工期推迟，该项目将延期投产，预计公司实现贵金属业务收入进度将放缓。同时，非洲埃塞俄比亚提格雷资源项目处于基建期。亚太矿业尚处于筹建阶段，正在逐步办理选冶工程项目核准等开采许可手续。

表 6 公司选矿处理量及精矿产量

选厂	选矿处理量及产量	2019年	2018年
扎西康选厂	处理矿石量（吨）	709,825.64	744,944.12
	精矿总产量（吨）	86,045.42	86,633.71
	其中：锌精矿（吨）	45,639.66	44,657.18
	铅锑精矿（含银）（吨）	40,405.76	41,976.54
	精矿中含铅（吨）	17,428.32	19,077.54
	精矿中含锌（吨）	23,562.84	22,993.63
	精矿中含锑（吨）	4,451.43	4,742.20
	精矿中含银（千克）	739.08	738.05
拉屋选厂	处理矿石量（吨）	21,509.20	33,792.50
	精矿总产量（吨）	2,133.34	2,257.93
	其中：铜精矿（吨）	957.02	949.42
	锌精矿（吨）	1,176.32	1,308.51

	精矿中含铜（吨）	203.88	167.93
	精矿中含锌（吨）	550.17	580.79
	精矿中含银（千克）	516.60	667.96
合计	处理矿石量（吨）	731,334.84	778,736.64
	精矿总产量（吨）	88,178.76	88,891.64

注：总产量与各产品加总数出现差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

表 7 公司选矿回收率情况

选矿单位	品种	2019年	2018年
扎西康选厂	锌	92.17%	91.64%
	铅	93.10%	94.00%
	锑	73.28%	73.21%
	银	87.12%	86.94%
拉屋选厂	铜	80.33%	78.41%
	锌	82.69%	90.00%

资料来源：公司提供

公司精矿产品产销率较高，虽然主要产品价格下跌，盈利能力仍较好，仍需关注客户集中度风险及有色金属价格走势

采选业务的业务模式为公司通过勘探或并购获得矿产资源，经采选将矿石加工成精矿，出售后获利。2019年公司实现有色金属采选收入63,962.20万元，同比下降22.09%，主要原因是有色金属价格下降，同时公司期初存货较低导致销售量减少。公司采用以产定销、全产全销的产销模式，主要产品的产销率均在100%左右。从生产成本构成看，原矿处理费和制造费用是公司采选业务成本的主要构成，2019年占比分别为47.02%和26.17%。2019年公司有色金属采选收入毛利率为56.90%，较上年下降3.68个百分点，盈利能力仍较好。

公司全资子公司西藏华钰融信经贸有限公司（以下称“华钰融信”）承担自主开采矿产品的市场营销职能。公司是金属市场价格的被动接受者，矿产品的销售价格根据产品定价依据、精矿中实际金属含量并综合考虑运费等市场因素确定。2019年有色金属价格整体呈现下行态势，公司主要产品销售价格全面下降，金属银价格有所上升，金属铅、金属锌、金属锑和金属银销售均价分别为9,656.51元/吨、9,256.98元/吨、14,220.52元/吨和2,662.53元/千克，较上年分别下降12.29%、30.12%、19.89%和上升11.32%。

表 8 公司采选业务产品销售情况

产品	项目	2019 年	2018 年
金属铅	产量 (吨)	17,428.32	19,077.54
	销量 (吨)	16,976.13	19,602.86
	产销率	97.41%	102.75%
	销售额 (万元)	16,393.01	21,581.42
	均价 (元/吨)	9,656.51	11,009.32
金属锌	产量 (吨)	24,113.00	23,574.42
	销量 (吨)	23,002.37	25,145.57
	产销率	95.39%	106.66%
	销售额 (万元)	21,293.25	33,310.21
	均价 (元/吨)	9,256.98	13,246.95
金属铜	产量 (吨)	203.88	167.93
	销量 (吨)	203.88	167.93
	产销率	100.00%	100.00%
	销售额 (万元)	663.26	688.31
	均价 (元/吨)	32,531.27	40,988.15
金属铋	产量 (吨)	4,451.43	4,742.20
	销量 (吨)	4,369.06	4,784.81
	产销率	98.15%	100.90%
	销售额 (万元)	6,213.02	8,493.23
	均价 (元/吨)	14,220.52	17,750.40
金属银	产量 (吨)	74.42	74.47
	销量 (吨)	72.86	76.01
	产销率	97.90%	102.07%
	销售额 (万元)	19,399.66	18,164.72
	均价 (元/千克)	2,662.53	2,391.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采选业务的客户群体分为冶炼企业和贸易企业，且主要以贸易企业为主。公司采用先货后款、客户自提的销售模式，并根据客户实力以及合作的历史情况设定一定的授信额度，额度可循环使用。公司客户群体稳定，2019年公司采选业务前五大客户占采选业务收入比重为90.69%，客户集中度风险高。

表 9 公司采选业务前五大客户情况 (单位：万元)

年度	客户名称	主要销售产品	销售收入	占采选业务收入比重
2019	客户一	锌精矿、铅铋精矿	16,377.70	25.61%
	客户二	锌精矿、铅铋精矿	13,861.87	21.67%
	客户三	锌精矿、铅铋精矿	12,492.47	19.53%

	客户四	锌精矿、铅锑精矿	8,442.12	13.20%
	客户五	锌精矿、铅锑精矿	6,831.14	10.68%
	合计	-	58,005.30	90.69%
2018	客户一	铅锑精矿、锌精矿	18,899.33	23.02%
	客户二	铅锑精矿、锌精矿	18,296.72	22.29%
	客户三	铅锑精矿、锌精矿	13,090.53	15.95%
	客户四	铅锑精矿	7,951.50	9.69%
	客户五	锌精矿、铅锑精矿	7,833.92	9.54%
	合计	-	66,072.01	80.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采矿业务存在一定的安全生产风险，持续进行安全生产费计提

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

公司根据财政部、安全监管总局“关于印发《企业安全生产费用提取和使用管理办法》的通知”（财企[2012]16号）文件的规定计提安全生产费。2019年，公司计提安全生产费831.13万元。由于公司矿山作业采用地下开采方式，矿区存在发生淹井、塌陷、粉尘污染等多种灾害的可能性，若防护不当可能造成人员伤亡或财产损失。

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

表 10 公司安全生产费计提情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
拉屋分公司	29.91	24.54
山南分公司	801.22	943.55
合计	831.13	968.09

资料来源：公司提供

2、有色金属贸易业务

2019年公司有色金属贸易收入大幅增长，但盈利能力较弱，且前五大客户毛利率较高

依托公司现有的销售渠道和客户资源，公司于2017年开展了贸易业务，主要销售产品是锌锭、铅锭、电解铜等金属产品。公司贸易业务由上海钰能金属资源有限公司（以下简称“上海钰能”）经营，精矿价格根据上海有色金属交易网等渠道公布的结算价加升贴水确定。2019年实现贸易收入87,354.15万元，同比增长170.85%，但毛利率仅为0.33%，盈利

能力较弱。

表 10 2018-2019 年公司贸易业务情况

年度	品种	销量	收入	采购均价	销售均价
2019 年	锌锭（吨、万元、元/吨）	33,296.60	55,615.54	16,707.52	16,703.07
	铅锭（吨、万元、元/吨）	502.14	749.83	14,531.82	14,932.74
	电解铜（吨、万元、元/吨）	2,345.31	9,791.95	41,725.43	41,751.19
	电解镍（吨、万元、元/吨）	990.49	10,655.07	104,719.90	107,573.57
	锌精矿（吨、万元、元/吨）	527.79	447.43	8,167.72	8,477.46
	高镍铈含镍（吨、万元、元/吨）	291.46	2,471.89	84,810.54	84,810.54
	高镍铈含铜（吨、万元、元/吨）	272.36	874.74	32,116.82	32,116.82
	高镍铈含钴（吨、万元、元/吨）	6.55	81.28	121,972.51	124,162.91
	高镍铈含银（克、万元、元/克）	347,128.00	87.43	2.52	2.52
	高镍铈含钨（克、万元、元/克）	3,765.00	111.32	295.67	295.67
	白银（千克、万元、元/千克）	7,006.46	2,562.78	3,669.07	3,657.73
	锡锭（吨、万元、元/吨）	317.25	3,904.89	123,551.25	123,084.74
	合计	-	87,354.15	-	-
2018 年	锌锭（吨、万元、元/吨）	14,433.82	29,718.37	20,555.04	20,589.40
	钼精矿（吨、万元、元/吨）	173.55	2,062.80	109,437.57	118,859.15
	铜精矿含金（吨、万元、元/吨）	90.95	352.08	48,737.06	51,777.90
	铜精矿（吨、万元、元/吨）	5.17	118.84	-	-
	合计	-	32,252.09		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司分别从采选企业和冶炼厂处采购精矿及精炼金属，销售对象为贸易公司及冶炼企业。贸易产品基本按照以销定购、先款后货方式采购及销售，并根据每月实际采购及供货数量结算货款，余款在合同期的最后一个月结清。公司贸易业务供应商及客户集中度一般，但公司前五大客户毛利率较高，与整个贸易业务毛利率存在一定差异。

表 11 截至 2019 年末公司贸易业务供应商情况（单位：万元）

供应商名称	产品	采购金额	占贸易业务成本比重
供应商一	白银、锌锭、电解镍	29,732.05	34.15%
供应商二	电解铜、电解镍	6,874.10	7.90%
供应商三	锌锭	4,635.51	5.32%
供应商四	锌锭	2,816.28	3.23%
供应商五	锌锭	2,784.08	3.20%
合计	-	46,842.02	53.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 12 截至 2019 年末公司贸易业务客户及销售情况（单位：万元）

客户名称	产品	销售收入	占贸易业务收入比重
客户一	锌锭	17,531.88	20.07%
客户二	锌锭、电解镍	14,599.56	16.71%
客户三	锌锭	9,224.10	10.56%
客户四	锌锭 锡锭	6,283.18	7.19%
客户五	电解铜	4,463.36	5.11%
合计	-	52,102.08	59.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对外收购资产、向合资公司借款及规模较大的在建项目，使公司存在较大的资本支出压力

2019年6月，公司子公司丝路资源以120万美元对价收购提格雷资源70%股权。2020年4月公司以现金50,000万元收购亚太矿业40%股权，目前股权收购款全部支付完毕。公司境内外收购资产使流动资金紧张，加剧资金压力。

2018年2月和2019年6月，公司与“塔吉克铝业公司”国有独资企业签订的2份借款合同，约定公司应向合资公司塔铝金业提供1,000.00万美元的五年期借款和3,000.00万美元五年期借款。2019年11月、12月分别就2019年6月签订的借款合同与“塔吉克铝业公司”国有独资企业签订借款合同补充协议，约定公司应向合资公司“塔铝金业”封闭式股份公司提供6,000.00万美元五年期借款。截至2020年4月25日，公司已向塔铝金业提供借款5,000.00万美元，尚需5,000.00万美元，资金压力较大。

截至2019年末，公司主要在建项目包括山南扎西康采选扩建工程、山南矿山扩建工程等项目。在建工程中恒琨一期200kt/a铅锌联合冶炼工程项目和恒琨砷盐净化工程由控股子公司西藏恒琨冶炼有限公司（以下简称“恒琨冶炼”）建设，预计总投资分别为430,270.52万元和1,347.56万元，截至2019年末，项目仅分别投入3,022.75万元和1,180.99万元，目前仅完成前期工作，由于藏青工业园区在“污染物及重金属排放总量指标”发放上暂未落实，导致恒琨冶炼项目无法如期获得环评批复，不具备办理不动产权证的条件，不能进行建设施工，截至2019年末，恒琨一期200kt/a铅锌联合冶炼工程项目和恒琨砷盐净化工程合计计提减值准备2,101.87万元，公司计划暂停该项目。

截至2019年末，公司主要在建项目总投资198,705.11万元，未来需投资76,895.71万元，存在较大的资本支出压力。

表 13 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	累计已投资	尚需投资
------	-----	-------	------

山南扎西康采选扩建工程	55,969.00	55,185.43	783.57
山南矿山扩建工程	33,546.00	26,738.48	6,807.52
山南柯月矿区探矿综合工程	7,800.00	6,682.26	1,117.74
拉屋矿山掘进工程	2,131.94	1,393.25	738.69
嘉实采选矿工程	19,600.00	4,796.12	14,803.88
康桥奇矿区地表建设工程	26,978.82	8,938.08	18,040.74
康桥奇矿区井巷采掘工程	19,336.86	8,856.28	10,480.58
康桥奇矿区尾矿建设工程	14,185.41	3,675.44	10,509.97
康桥奇矿区待摊费用	19,157.08	5,544.06	13,613.02
合计	198,705.11	121,809.40	76,895.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司投资规模较大，叠加债务集中到期，流动性压力凸显；公司可变现资产和抵质押融资空间较小，大股东支持力度弱，公司仍面临很大的短期集中偿付压力

公司持续对外收购有色金属资源，并对矿山项目建设进行大量固定资产投资，对资金形成较大占用，同时随着部分债务到期，流动性压力凸显。根据公开信息，截至2019年末，公司两笔金额分别为3,000.00万元、17,150.71万元的银行借款逾期未归还（详见“七、其他事项分析”之“（一）过往债务履约情况”）。

截至2020年3月末，公司有息债务规模为114,730.56万元，集中于2020年偿付，其中，2020年5-12月到期的有息债务本金合计为30,517.29万元，短期偿债压力大。

表 14 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	60,217.29	46,000.00	44,000.00

资料来源：公司提供

表 15 2020 年 5-12 月公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
本金	18,217.29	1,500.00	1,000.00	0	0	4,500.00	5,000.00	300.00

资料来源：公司提供

公司可变现资产较少。流动资金方面，截至2020年3月末，公司货币资金账面价值为2,223.37万元，2020年一季度公司经营活动产生的现金净流入3,139.02万元。受新冠疫情及全球经济下滑影响，有色金属价格不振，预计公司主营有色金属采选业务产生的经营活动现金流入规模下降。非流动资产方面，截至2019年末，公司固定资产账面价值82,189.35万元，其中房屋及建筑物账面价值18,314.20万元，已用于抵押固定资产账面价值为11,593.61万元。截至2019年末，公司无形资产账面价值205,929.95万元，其中土地使用权账面价值3,573.36万元，采矿权账面价值为137,619.83万元，已用于抵押无形资产账面价值

为6,991.81万元，主要土地证、扎西康采矿证和拉屋采矿证均已抵押，剩余的采矿权主要为境外的康桥奇采矿权，账面价值126,476.15万元，公司持有50%股权，抵押价值较弱，总体来看，公司可抵质押的融资空间小。

同时，未来控股股东对公司的可支持资源有限。截至2020年3月末，公司控股股东道衡投资质押或冻结股份为20,363.30万股，占其所持公司股票99.90%，大股东股权质押率较高，大股东和实际控制人对公司担保能力和支持力度下降，加大公司经营不确定性的风险。

综上，受有色金属价格不振影响，预计公司主营业务经营性现金流入紧张，对外投资和矿山项目建设投入较大，可用于抵质押的融资空间弱小，大股东支持力度弱，公司面临很大的短期集中偿付压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告以及未经审计的2020年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年合并报表范围新增3家子公司，具体详见表2。

资产结构与质量

2019年公司总资产大幅增长，流动资产占比较小，且部分资产已用于抵押，资产整体流动性较弱

受发行可转债影响，2019年末，公司资产总额为453,801.58万元，同比增长16.49%，但在建项目以及“塔铝金业”预付工程款、设备款投入规模较大，使得流动资产同比下降4.71%至47,947.47万元，仅占总资产的10.57%。

流动资产方面，截至2019年末，公司货币资金为6,378.90万元，同比下降48.28%，主要系对外投资及建设性支出较大所致，无受限资金。截至2020年3月末，公司货币资金为2,223.37万元，继续下降主要是建设性支出及偿还债务所致。截至2019年末，公司应收账款账面价值为27,748.47万元，与上年相比基本持平，已累计计提坏账准备2,341.14万元，账龄在1年以内（含1年）的应收账款占比为96.86%，公司应收对象集中度高，有一定坏账风险。截至2019年末，公司预付款项为4,593.43万元，同比大幅增加，主要是增加贸易预

付款所致。公司的存货主要为原材料、库存商品、周转材料以及发出商品，截至2019年末存货账面价值5,574.31万元，2020年有色金属价格大幅波动，存货存在一定的跌价风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要为办公楼、构筑物、机器设备和井巷工程等，截至2019年末，账面价值为82,189.35万元，与上年基本持平。其中，房屋及建筑物、构筑物（主要为尾矿库）和井巷工程合计占公司固定资产的94.45%，2019年末成新率分别为75.74%、54.05%和75.84%，更新换代压力不大，公司账面价值为11,593.61万元的固定资产已用于抵押，占固定资产的14.11%。此外，拉屋选厂经常处于停产状态，相关资产闲置时间长。截至2019年末，公司在建工程78,547.35万元，同比增长72.74%，主要系现有矿山建设以及塔吉克斯坦康桥奇矿区地表建设工程、井巷建设工程和尾矿建设工程投入。截至2019年末，无形资产账面价值为205,929.95万元，主要为土地使用权、采矿权、探矿权及地质成果，与上年基本持平，公司用于抵押的无形资产账面价值为6,991.81万元，占无形资产的3.40%。

截至2019年末，公司流动资产规模较小，公司使用权受限的资产为18,585.42万元，占资产总额的4.10%，资产整体流动性较弱。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,223.37	0.49%	6,378.90	1.41%	12,332.89	3.17%
应收账款	28,126.28	6.22%	27,748.47	6.11%	27,145.08	6.97%
预付款项	11,656.02	2.58%	4,593.43	1.01%	1,154.53	0.30%
存货	4,838.04	1.07%	5,574.31	1.23%	5,032.35	1.29%
流动资产合计	48,585.04	10.75%	47,947.47	10.57%	50,317.62	12.92%
固定资产	81,719.26	18.09%	82,189.35	18.11%	81,870.85	21.02%
在建工程	78,283.10	17.32%	78,547.35	17.31%	45,471.32	11.67%
无形资产	205,857.13	45.56%	205,929.95	45.38%	205,843.60	52.84%
非流动资产合计	403,266.00	89.25%	405,854.11	89.43%	339,249.90	87.08%
资产总计	451,851.04	100.00%	453,801.58	100.00%	389,567.51	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期一般，但受行业属性影响，总资产周转效率较低

受终端消费不振，行业景气度下降影响，公司对货款回收周期有所延长，对供应商的付现周期有所下降，但贸易业务规模扩大，存货周转效率提高，净营业周期同比保持稳定

有色金属采选业属于重资产行业，资产投入规模大，以无形资产如采矿权和探矿权为主，收入及成本规模相对较小，投资回收时间长，资产运营效率较低。2019年公司总资产周转天数为999.20天，总资产周转效率较低。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	65.04	57.01
存货周转天数	16.60	37.60
应付账款周转天数	56.10	68.80
净营业周期	25.54	25.81
流动资产周转天数	116.42	224.85
固定资产周转天数	194.37	251.52
总资产周转天数	999.20	1,077.87

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，但盈利能力下降；2020年一季度，铅锌等金属价格出现较大幅度下降，公司收入及盈利表现不佳，未来仍有下降风险

受金属贸易业务扩大影响，2019年以及2020年1-3月公司营业收入同比大幅增长，但贸易业务毛利率较低，公司综合毛利率呈下降趋势。矿产勘探开采行业为周期性行业，盈利水平对铅、锌等有色金属价格较为敏感。2020年以来，受新冠疫情影响，全球经济下滑，消费需求低迷，一季度铅锌等金属价格大幅下降，预计未来消费需求持续低迷，公司盈利能力仍有下降的风险。

2019年公司期间费用率为13.87%，较上年下降主要是公司营业收入增加，基数扩大。受有色金属采选毛利显著下降影响，2019年公司实现利润总额13,045.33万元，同比下降47.65%。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	70,226.26	151,927.46	114,498.87
营业利润	979.54	11,733.12	23,298.83
利润总额	430.34	13,045.33	24,917.12
净利润	96.93	10,720.91	21,748.19
综合毛利率	5.83%	24.30%	43.67%
期间费用率	4.05%	13.87%	18.73%

营业利润率	1.39%	7.72%	20.35%
总资产回报率	-	4.02%	8.12%
净资产收益率	-	3.93%	9.62%
营业收入增长率（同比）	875.51%	32.69%	26.57%
净利润增长率（同比）	-94.00%	-50.70%	-27.37%

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

现金流

公司经营业务获现能力下降，现金流表现较好，但仍存在较大的资金压力

2019年公司经营性现金流量（FFO）为25,571.22万元，经营所得现金为16,946.58万元，经营业务获现能力较上年下降，主要是净利润大幅减少所致。2019年公司预收货款增加，营运资本有所上升。公司经营活动现金流入主要来源于采选业务和贸易业务、收回往来款和代垫款的现金流入，现金流出主要为矿产勘探、矿山采选、支付往来款和代垫款的现金流出。2019年公司经营活动现金净流入规模上升为42,930.21万元，2020年第一季度经营活动现金流净额为3,139.02万元，现金流表现较好。

2019年，投资活动现金净流出81,577.31万元。公司投资活动产生的现金流量较大，主要是在建工程投入及对外投资所致。2019年，公司筹资活动产生的现金净流入32,866.21万元，由负转正主要原因是公司发行本期债券收到现金62,844.30亿元，但偿还债务本息及分配股利产生的现金流依然较大。公司工程项目建设的资金需求主要靠经营性现金流和对外融资满足，截至2019年末，公司主要在建项目需投入76,895.71万元，带来较大的资金压力。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	10,720.91	21,748.19
非付现费用	10,537.99	10,892.11
非经营损益	4,312.32	12,018.43
FFO	25,571.22	44,658.73
经营所得现金	16,946.58	20,621.87
营运资本变化	17,359.00	-5,861.95
其中：存货减少（减：增加）	-525.73	3,411.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,435.53	-7,773.07
经营性应付项目的增加（减：减少）	19,320.26	-1,500.37
经营活动产生的现金流量净额	42,930.21	38,796.79
投资活动产生的现金流量净额	-81,577.31	-71,917.45

筹资活动产生的现金流量净额	32,866.21	-10,469.18
现金及现金等价物净增加额	-5,953.99	-43,581.34

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，且存在期限错配，面临很大的短期偿债压力

受发行可转债增加其他权益工具的影响，2019年末公司所有者权益增长至282,054.03万元，产权比率为60.89%。负债结构方面，以流动负债为主。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	170,932.22	171,747.55	125,575.11
所有者权益	280,918.82	282,054.03	263,992.40
产权比率	60.85%	60.89%	47.57%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，截至2019年末，短期借款余额为4,000.00万元，分别为保证借款1,000.00万元，利率2.15%，2020年11月15日到期；抵押借款3,000.00万元，利率2.35%，已逾期4天，延期至2020年5月30日归还。应付账款主要为应付设备/工程款，截至2019年末，应付账款余额为19,122.34万元。截至2020年末，公司预收款项余额为14,327.86万元，同比增长411.98%，主要是预收货款大幅增加所致。其他应付款主要为限制性股票回购义务款、保证金/押金，截至2019年末，其他应付款（合计）余额为6,056.70万元，同比下降50.22%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债余额为52,150.71万元，全部为一年内到期的长期借款。公司已偿付逾期借款，并与国家开发银行西藏自治区分行达成和解，19,500万元提前到期借款按原借款期限执行。

非流动负债方面，截至2019年末，长期借款余额为10,700.00万元，主要为国家开发银行和中国建设银行西藏自治区分行发放的抵质押借款和保证借款，利率区间2.75%-2.90%（浮动利率）³。截至2019年末，公司应付债券为本期债券，期末余额为51,250.38万元，期限6年。截至2019年末，递延所得税负债为9,112.10万元，主要来自收购塔铝金业发生非同一控制下企业合并资产评估增值。

³ 根据中国人民银行办公厅《关于对西藏自治区<向中央申请的优惠政策>的意见的复函》（银办函[2001]155号），“各国有商业银行西藏自治区分行贷款利率统一执行比全国平均水平低2个百分点的优惠贷款利率”。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,000.00	2.34%	4,000.00	2.33%	5,500.00	4.38%
应付账款	20,943.46	12.25%	19,122.34	11.13%	16,717.62	13.31%
预收款项	14,210.01	8.31%	14,327.86	8.34%	2,798.51	2.23%
其他应付款（合计）	5,572.61	3.26%	6,056.70	3.53%	12,166.65	9.69%
一年内到期的非流动负债	46,517.29	27.21%	52,150.71	30.36%	36,300.00	28.91%
流动负债合计	96,167.54	56.26%	100,528.47	58.53%	77,498.86	61.72%
长期借款	12,700.00	7.43%	10,700.00	6.23%	38,700.00	30.82%
应付债券	51,513.27	30.14%	51,250.38	29.84%	0.00	-
递延所得税负债	9,112.10	5.33%	9,112.10	5.31%	9,112.10	7.26%
非流动负债合计	74,764.68	43.74%	71,219.08	41.47%	48,076.25	38.28%
负债合计	170,932.22	100.00%	171,747.55	100.00%	125,575.11	100.00%
其中：有息债务	114,730.56	67.12%	118,101.09	68.76%	80,500.00	64.11%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成，合计为118,101.09万元，占负债总额的68.76%，有息债务规模较大。其中，短期有息债务占比47.54%。公司大部分借款用于资本性支出，但近年收购的矿山和建设项目暂未实现收益，存在期限错配情况。

从偿债能力上看，截至2019年末，公司资产负债率为37.85%。2019年公司流动负债大幅增加，流动比率和速动比率下降，短期偿债能力下降。2019年公司利润规模有所下降，EBITDA为25,905.94万元，同比下降28.56%，EBITDA对债务本息的保障能力下降。

表 22 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	37.83%	37.85%	32.23%
流动比率	0.51	0.48	0.65
速动比率	0.45	0.42	0.58
EBITDA（万元）	-	25,905.94	36,263.26
EBITDA 利息保障倍数	-	5.25	12.32
有息债务/EBITDA	-	4.56	2.22
负债总额/EBITDA	-	6.63	3.46
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.43	0.50
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.25	0.31

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司披露2019年年报及2019年审计报告，截至2019年末，国家开发银行西藏自治区分行短期抵押借款余额3,000.00万元和长期借款余额17,150.71万元已逾期，公司与国家开发银行西藏自治区分行已商定延期至2020年5月30日前归还。截至2020年6月1日，公司已偿还上述欠款。

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月10日），公司本部存在1笔未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息存在3笔不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

表 23 截至报告查询日，公司相关还款责任记录中关注、不良类账户情况（单位：万元）

1、未结清信贷					
授信机构	事项	金额	余额	最近一次还款形式	信息报告日期
国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行	次级	20,000.00	19,000.00	正常还款	2020/6/18
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	6,000.00	4,500.00	正常还款	2020/3/27
	关注	5,000.00	4,500.00	正常还款	2020/6/25
	关注	4,800.00	4,300.00	正常还款	2020/6/25
	关注	6,500.00	4,000.00	正常还款	2020/5/21
	关注	5,000.00	2,500.00	正常还款	2020/5/25
	关注	2,500.00	1,700.00	正常还款	2020/6/17
	关注	4,000.00	1,500.00	正常还款	2020/5/22
	关注	1,000.00	1,000.00	-	2020/3/27
合计	-	54,800.00	43,000.00	-	-
2、已结清信贷					
授信机构	事项	金额	最后一次还款形式	最后一次还款日期	
国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行	次级	12,500.00	正常还款	2020/6/1	
	次级	12,500.00	正常还款	2020/5/29	
	次级	3,000.00	正常还款	2020/6/1	
中国建设银行股份有限公司西藏自治区分行	关注	3,700.00	正常还款	2019/8/8	
	关注	1,600.00	正常还款	2019/8/8	
合计	-	33,300.00	-	-	-

注：已结清3笔国家开发银行股份有限公司西藏自治区分行次级信贷为公司2019年末逾期借款。

资料来源：公司征信报告，中证鹏元整理

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司为西藏集为建设工程有限公司贷款事项向担保公司拉萨市信用担保有限责任公司提供反担保，担保金额5,000万元，占期末净资产的1.77%，面临一定的或有负债风险。

表 24 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
拉萨市信用担保有限责任公司	5,000	2021 年 8 月 28 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

公司主矿扎西康矿山品位较高，具备较高的开采价值和成本优势。通过境内外资产并购，公司资源储量进一步提升。

但是，中证鹏元也关注到，控股股东道衡投资股权质押/冻结的比例很高，质押股权存在被平仓、司法拍卖的可能，公司面临控股股东和实际控制人变更的风险。近年有色金属价格持续下跌，公司利润空间持续减小；同时公司采选业务客户集中度高，如某一客户生产经营状况发生重大不利变化或调整合作方式，将会影响公司当期经营业绩，且贸易业务前五大客户毛利率较高。公司持续对外收购矿山和矿山建设投入，带来公司较大的资本支出压力。该些资金大部分来自短期借款，存在期限错配，导致公司流动性紧张。目前公司货币资金较少及融资弹性较弱，大股东支持力度弱，未来公司短期偿债压力仍很大。

综上，中证鹏元下调公司主体长期信用等级为AA-，下调本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	2,223.37	6,378.90	12,332.89	55,914.22
应收账款	28,126.28	27,748.47	27,145.08	9,117.98
存货	11,656.02	4,593.43	5,032.35	8,440.18
流动资产合计	4,838.04	5,574.31	50,317.62	92,712.59
固定资产	48,585.04	47,947.47	81,870.85	78,120.45
在建工程	81,719.26	82,189.35	45,471.32	37,044.02
无形资产	78,283.10	78,547.35	205,843.60	78,752.63
非流动资产合计	205,857.13	205,929.95	339,249.90	203,357.36
资产总计	403,266.00	405,854.11	389,567.51	296,069.94
短期借款	4,000.00	4,000.00	5,500.00	3,999.98
应付账款	20,943.46	19,122.34	16,717.62	7,935.20
预收款项	14,210.01	14,327.86	2,798.51	2,125.16
其他应付款	5,572.61	6,056.70	12,166.65	9,417.63
一年内到期的非流动负债	46,517.29	52,150.71	36,300.00	14,100.00
流动负债合计	96,167.54	100,528.47	77,498.86	41,835.46
长期借款	12,700.00	10,700.00	38,700.00	66,000.00
非流动负债合计	9,112.10	9,112.10	48,076.25	66,245.18
负债合计	74,764.68	71,219.08	125,575.11	108,080.64
有息债务	114,730.56	118,101.09	80,500.00	84,099.98
所有者权益合计	280,918.82	282,054.03	263,992.40	187,989.30
营业收入	70,226.26	151,927.46	114,498.87	90,462.64
营业利润	979.54	11,733.12	23,298.83	31,742.65
净利润	96.93	10,720.91	21,748.19	29,945.13
经营活动产生的现金流量净额	3,139.02	42,930.21	38,796.79	28,592.12
投资活动产生的现金流量净额	-5,093.73	-81,577.31	-71,917.45	-26,679.53
筹资活动产生的现金流量净额	-3,223.66	32,866.21	-10,469.18	8,422.41
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	65.04	57.01	29.20
存货周转天数	-	16.60	37.60	60.25
应付账款周转天数	-	56.10	68.80	74.31
净营业周期	-	25.54	25.81	15.14
流动资产周转天数	-	116.42	224.85	309.27
固定资产周转天数	-	194.37	251.52	302.58
总资产周转天数	-	999.20	1,077.87	1,089.43

综合毛利率	5.83%	24.30%	43.67%	60.73%
期间费用率	4.05%	13.87%	18.73%	20.41%
营业利润率	1.39%	7.72%	20.35%	35.09%
总资产回报率	-	4.02%	8.12%	13.27%
净资产收益率	-	3.93%	9.62%	17.16%
营业收入增长率	875.51%	32.69%	26.57%	35.38%
净利润增长率	-94.00%	-50.70%	-27.37%	64.88%
资产负债率	37.83%	37.85%	32.23%	36.51%
流动比率	0.51	0.48	0.65	2.22
速动比率	0.45	0.42	0.58	2.01
EBITDA（万元）	-	25,905.94	36,263.26	45,917.73
EBITDA 利息保障倍数	-	5.25	12.32	18.63
有息债务/EBITDA	-	4.56	2.22	1.83
债务总额/EBITDA	-	6.63	3.46	2.35
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.43	0.50	0.68
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.25	0.31	0.26

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

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

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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