



信用等级通知书

信评委函字[2012]005号

陕西有色金属控股集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的2012年度第一期10亿元短期融资券的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期短期融资券的信用等级为A-1。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一二年一月四日

陕西有色金属控股集团有限责任公司 2012 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果 A-1

发行主体 陕西有色金属控股集团有限责任公司

注册额度 50 亿元

本期规模 10 亿元

发行期限 366 天

概况数据

陕西有色	2008	2009	2010	2011.9
总资产(亿元)	489.20	569.15	670.82	818.31
货币资金(亿元)	195.28	168.41	179.84	200.25
总负债(亿元)	166.65	236.92	326.09	445.47
总债务(亿元)	96.86	151.48	232.83	322.24
短期债务(亿元)	77.46	103.27	135.38	208.91
所有者权益(亿元)	322.55	332.23	344.73	372.84
营业总收入(亿元)	215.01	316.01	462.29	460.79
EBIT(亿元)	35.92	13.93	19.66	--
EBITDA(亿元)	42.96	21.01	29.04	--
经营活动净现金流(亿元)	14.60	-21.01	-3.41	-12.78
营业毛利率(%)	27.75	8.83	9.05	7.12
EBITDA/营业总收入(%)	19.98	6.65	6.28	--
总资产收益率(%)	8.87	2.63	3.17	--
资产负债率(%)	34.07	41.63	48.61	54.44
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.20	0.21	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.61	3.76	3.45	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制，2011 年三季度报未经审计；2、公司将“短期融资券”放入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”。

分析师

刘英爱

yaliu@ccxi.com.cn

杜宝楠

bndu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2012 年 1 月 4 日

基本观点

中诚信国际评定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”）拟发行的 2012 年度第一期 10 亿元短期融资券的信用等级为 A-1。

优势

- 钼产业资源及产业链优势突出。公司钼产业资源储备充足，钼采矿、选矿、焙烧以及钼化工和钼金属加工上下游一体化的产业链日臻完善，整体盈利能力较强。
- 钛产业规模优势明显，技术研发水平领先。公司钛产品产业链完整，具有明显的规模优势。作为中国钛工业国标、国军标和行业标准的制订者，公司技术优势十分突出，产品在国内军用航空航天钛材市场占有率超过 90%，也是国内出口航空钛材的唯一生产企业。
- 多种业务经营提高抗风险能力。除钼、钛产业外，公司还拥有铅锌、铝、钒、镍、贵金属等的采冶、加工业务。此外，公司在建项目也致力于现有业务产业链的进一步完善，整体抗风险能力很强。
- 货币资金充裕。截至 2011 年 9 月底公司货币资金余额达到 200.25 亿元，为公司债务偿还提供一定保障。
- 融资渠道畅通。公司下属子公司金钼股份、宝钛股份均为国内 A 股上市公司，经营业绩良好，直接融资渠道畅通。此外，截至 2011 年 9 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 242.90 亿元，其中尚未使用 148.31 亿元，公司的财务弹性较强。

关注

- 冶炼业务盈利能力不强，新建多晶硅等项目盈利前景尚不明朗。目前公司铅锌、铝等金属业务多集中在冶炼方面，资源自给率偏低，整体成本控制能力偏弱。同时公司多晶硅等项目也存在一定的技术风险和市场风险，盈利前景尚不明朗。
- 债务压力持续上升，未来资本支出规模较大。近年公司进行一系列收购、整合以及项目建设，债务规模持续上升，截至 2011 年 9 月底，公司总债务为 322.24 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 54.44% 和 46.36%。公司“十二五”期间投资项目较多，未来几年的资本支出规模将维持在较高水平，公司面临一定的资本支出压力。

发行主体概况

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，陕西有色金属集团有限公司进行改制并更为现名，成为陕西省政府批准的授权投资机构和国有独资企业。公司注册资本为211,000万元。

公司是一家集有色金属地质勘探、冶金设计、矿山开发、冶炼加工为一体的大型综合性国有企业。截至2010年底，公司拥有金堆城钼业集团有限公司（以下简称“金钼集团”）、宝钛集团有限公司（以下简称“宝钛集团”）等全资子公司18家，拥有陕西铜川铝业有限公司（以下简称“铜川铝业”）等参控股子公司14家。其中，金钼集团下属金堆城钼业股份有限公司（股票代码：601958）和宝钛集团下属宝鸡钛业股份有限公司（股票代码：600456）为A股上市公司。

截至2010年底，公司资产总额670.82亿元，所有者权益344.73亿元；2010年公司实现营业总收入462.29亿元，利润总额13.29亿元，经营活动净现金流-3.41亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额818.31亿元，所有者权益372.84亿元；2011年1~9月公司实现营业总收入460.79亿元，利润总额6.94亿元，经营活动净现金流-12.78亿元。

本期融资券概况

发行条款

公司短期融资券注册额度为50亿元，本期拟发行10亿元，期限为366天。

募集资金用途

公司拟将本期融资券募集资金中的5亿元用于补充子公司所需流动资金，5亿元用于偿还公司本部银行贷款。

近期关注

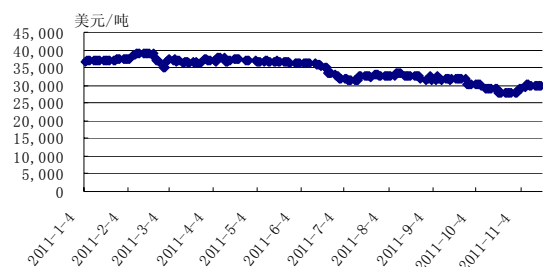
受欧债危机深化、国内经济增长放缓等因素影响，

2011年下半年以来，有色金属产品需求增长回落，价格大幅下跌

2011年年初，有色金属价格基本延续2010年复苏态势，持续上升，但美国、欧洲相继爆发债务危机，且欧洲债务危机有进一步蔓延的趋势，全球经济复苏尚存在较大不确定性；在我国，家电下乡惠民政策退出、房地产及基建开工率下降等因素造成的国内下游需求放缓，以上因素导致2011年四季度以来有色金属价格大幅下跌。

近年来国内外新发现钼矿较多，未来几年新建和扩建项目也将逐步投产，国内钼保护性开采尚处于政策探索阶段，致使钼供给增长显著。需求方面，钼的下游需求主要应用在钢铁行业，由于钢铁行业增速放缓，因而需求难以大幅改观。在下游需求减弱及市场对宏观经济担忧加剧的背景下，2011年三季度国内氧化钼(含钼51%)均价在上半年2,250元/吨度左右的水平上下降了约100元/吨度，欧洲钼由年初的36,500美元/吨下降至11月的30,000美元/吨。短期内，受供大于求及钢铁行业景气度不高等因素影响，钼价格难有明显增长。长期来看，钼需求量或将受益于钢铁行业内部结构的调整而有所增长，供给量受国内行业保护性开采政策限制可能得以控制，但未来整体价格的回暖还有待全球实体经济的好转。

图1：2011年以来欧洲钼价走势

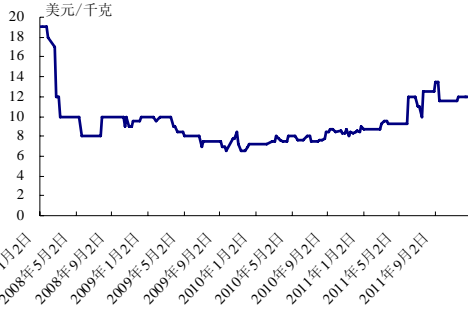


资料来源：聚源数据

钛产品方面，近年来，受经济景气时期海绵钛价格持续处于高位影响，全球范围内海绵钛产能增长迅速，2010年全球海绵钛产能约32万吨/年。其中，中国海绵钛已建成产能约7万吨/年，居世界第一位，在建产能达到9万吨/年，2010年我国海绵钛产量为7.40万吨，同比增长32.10%。

价格方面，2009年以来，全球经济企稳回升，钛金属及海绵钛价格也止住跌势。2011年，随着下游需求回暖，钛行业逐步走出低谷，海绵钛价格连续攀升。未来国产“大飞机”项目、海水淡化的逐步兴起等都将刺激钛产品需求的快速增长。另外，未来如我国战机发动机关键技术取得突破，军工钛材需求量也将迎来增长时期。

图 2：2008 年以来钛精矿价格走势



资料来源：聚源数据

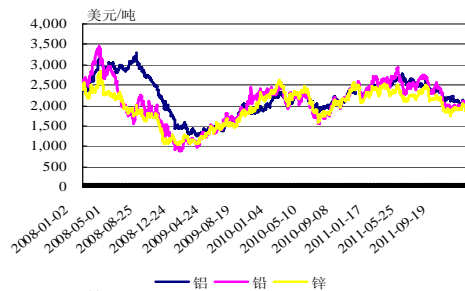
2011年上半年，受产能过剩以及全球经济复苏的不确定性等因素影响，锌价格继续呈波动态势；下半年以来，随着欧债危机逐步恶化，锌价格整体呈下跌态势，截至2011年10月，LME3月期锌价格下跌至1,878美元/吨左右，同比下降21.7%。在我国，2010年以来央行数次上调存款准备金率以及加大对房地产行业的政策调控，对锌等基本有色金属价格的持续上涨带来压力，2010年底国内现货价格在18,000元/吨左右。2011年受国际宏观经济形势的影响，截至2011年11月底，国内锌现货价格为15,130元/吨左右。

铅产品方面，2009年以来，在国内外差价的刺激以及“血铅”事件导致的部分产能停产的影响下，铅进口量激增，同时受欧洲主权债务危机以及全球宏观经济复苏的不确定性影响。2011年一季度国内铅价呈现震荡上行趋势，但受国际宏观经济环境的不确定性以及下游需求疲软等因素影响，4月份铅价开始震荡下行，8月初国际宏观市场剧烈动荡，大宗商品价格大幅下挫，国内现货铅价也顺势大跌，并在9月份跌破14,000元/吨，达到年内低点。2011年12月初，国内现货价格约为15,600元/吨左右，LME3月期铅价格为2,105美元/吨左右。

铝产品方面，2011年以来，电解铝价格受多重

因素影响，波动较大。一方面国家节能减排、限制高能耗企业增产扩产及上调电价等系列政策的有效实施使电解铝行业成本高企，产能过剩情况有所缓解，电解铝的供求关系得到一定改善，价格受到一定支撑。另一方面，2011年9月以来，随着欧洲主权债务危机的加剧，基本有色金属价格出现金融危机以来的最大跌幅，电解铝价格持续走低，2011年10月，LME3月期货价格约为2,299美元/吨，国内铝锭现货价格为16,510元/吨左右。

图 3：2008 年以来 LME 3 月期铝、期锌、期铅价格走势



资料来源：聚源数据

综上，中诚信国际认为，在国家政策推动下，近年我国有色金属产业正在积极推进结构优化和资源整合，但未来一段时期有色金属冶炼产能过剩压力仍然较大。此外，在全球经济复苏尚存在不确定性以及我国经济增长放缓带来的需求下滑等因素影响下，未来一定时期内有色金属价格将呈现震荡走势。

公司钼资源优势进一步巩固，钼产业深加工项目的稳步推进有利于公司整体竞争力的提升

相对于国内同行业竞争对手，截至2011年9月底公司拥有钼金属保有可采储量119.38万吨。其中公司金堆城钼矿是世界六大原生钼矿之一，钼金属保有可采储量50.40万吨，平均品位0.099%，含杂低、易于深加工。此外，2009年2月，公司下属企业金堆城钼业汝阳有限责任公司（以下简称“汝阳公司”）取得了国土资源部核发的东沟钼矿采矿许可证。东沟钼矿矿区是近20年来国内唯一探明的世界级特大型钼矿区，面积5.70平方公里，探明总矿石量64,863.19万吨，钼金属总量68.98万吨，平均品

位0.11%，可服务年限为80年。公司钼资源优势极为突出。

表1：公司钼矿储量情况（万吨）

矿山	探明地质储量		保有可采储量	
	矿石量	金属量	矿石量	金属量
金堆城钼矿	98,897.00	97.50	53,056.60	50.40
汝阳矿区	64,863.19	68.98	64,863.19	68.98
合计	163,760.19	166.48	117,919.79	119.38

资料来源：公司提供

公司目前正进行一系列改扩建项目，重点是产业链的延伸和各环节的产能匹配。在矿山采选方面，公司正在进行选矿工艺升级改造，以提高采选回收率、节能降耗。在国家通过税收和配额政策限制初级产品出口的环境下，产品加工深度越高、附加值越大越有利于规避政策进一步调整的风险。为此，公司致力于进一步扩大钼化工及钼金属板块的业务规模以优化产品结构。钼化工方面，公司6,500吨/年钼酸铵项目于2008年底竣工后，投产后公司在钼化工方面的市场地位将得以增强。钼金属板块，公司已开始投资22.20亿元建设钼金属深加工工业园，计划将现有的钼粉、烧结、钼丝等深加工车间搬迁至工业园内，并增设钼板、钼异型材生产车间，形成以钼粉、钼制品、钼丝、钼板及钼异型材为主的深加工产业园区。该园区建成后，公司将形成钼粉年产4,200吨、烧结制品2,611吨、钼丝900吨、钼板200吨、钼异型制品250吨的产能，有望成为全球最大的钼金属产品供应商。

表2：公司钼产业主要产品产能、产量（吨/年、吨）

板块	产品	产能	产量			
			2008	2009	2010	2011 (1~9)
精矿及钼炉料	钼精矿 (45%)	30,000	31,189	30,497	29,928	21,645
	氧化钼	30,000	13,907	22,394	30,294	25,926
	钼酸铵	9,500	6,370	6,330	8,898	6,726
钼化工	高纯氧化钼	8,000	2,035	2,637	4,640	4,250
	二硫化钼	1,000	945	647	903	658
钼金属	钼粉	4,700	2,982	2,163	3,452	2,631
	钼丝	1,300	702	562	682	605

资料来源：公司提供

总体看，公司是行业内少有的拥有钼矿采选、

焙烧、深加工及研发一体化产业链的钼业企业，完整的一体化产业链条在有效降低营运成本的同时，使公司既可以通过钼矿采选业务充分分享钼价上涨带来的收益，又可以通过钼化工和钼金属业务规避单一业务带来的经营风险。此外，公司完备的钼系列产品组合可满足客户不同层次的需求，有利于公司建立稳定的客户基础。

公司钛产业链不断向上下游延伸，规模和技术优势依旧领先

公司以钛锻件加工起家，之后逐步进入板材、精铸件、丝材加工以及含钛复合板、不锈钢板及非标设备制造领域。公司已形成从海绵钛、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，钛产业链日趋完善。公司钛材年产量占全国总产量的90%左右，规模优势明显。同时作为中国钛工业国标、国军标和行业标准的制订者，公司技术优势十分突出，产品在国内军用航空航天钛材市场占有率超过90%，也是国内出口航空钛材的唯一生产企业。

表3：公司主要钛加工产品产能、产量（吨/年、吨）

钛加工产品	产能	产量			
		2008	2009	2010	2011 (1~9)
合计	39,900	10,833	16,872	17,214	14,285
板	8,000	4,837	5,542	7,609	5,932
带	-	7	-	-	31
箔	-	2	-	11	1
管	3,000	2,475	1,610	2,612	1,280
棒	3,000	1,415	1,779	2,311	3,321
丝	100	32	28	30	15
铸件	200	90	54	111	94
锻件	500	367	178	173	186
钛粉	100	41	38	30	-
钛铸锭	25,000	1,251	7,608	4,174	3,320
其它	-	316	-	153	105

资料来源：公司提供

公司计划在现有产能的基础上加快钛产业链延伸和配套产能建设的步伐。公司正在建设宝钛工业园区，入园项目包括熔铸扩能项目、万吨自由锻压机项目、钛带生产线新建项目及钛丝棒生产线项

目等。园区建成后，公司的熔铸能力将由目前的1.5万吨/年提升至2万吨/年，并形成5,000吨/年的钛板带生产能力和600吨/年的钛丝材生产能力。虽然由于行业景气度下滑，公司新建产能能否顺利释放面临一定的不确定性，但长远来看，产业链的延伸以及产能的扩张有利于公司盈利能力的提升及行业地位的巩固。

受经济危机影响，钛材下游需求一度大幅萎缩。公司钛产品价格降幅明显，盈利能力受到一定影响。2010年以来，全球钛材需求呈现回暖态势，航空用钛材市场触底反弹，国内民品化工市场需求增长强劲，但钛材价格仍在低位徘徊。未来随着全球经济的稳步复苏和中国即将迎来新一轮的军备升级，钛加工材需求将实现加大幅度增长。考虑到公司原材料成本的降低和深加工能力的增强，中诚信国际认为公司钛产业的盈利水平将逐步企稳回升。

铅锌板块成本控制能力偏弱，未来铅锌资源储备有望增加

截至2011年9月底公司共有铅硐山、银母寺、楠木村谷涧沟等铅锌矿资源，可控铅锌金属矿探明地质储量140万吨，保有金属量63.39万吨。

公司目前的铅锌冶炼规模位居全国前列，但精矿自给率明显不足，2010年公司锌精矿的自给率约15%、铅精矿的自给率约14%。精矿自给率的不足严重制约了公司铅锌冶炼业务的盈利能力。

表4：2010年公司铅锌精矿供应情况（万吨）

	自产	外购
锌精矿	5.83	32.37
铅精矿	1.42	8.62

资料来源：公司提供

根据公司规划，未来公司铅锌冶炼总产能将达到60万吨/年，为了实现精矿自给率40~50%的目标，公司通过多种途径积极寻求矿山资源。在国内，公司加大了跨区资源整合力度，重点发展云南、四川、内蒙古等省区的铅锌资源，目前一批重大项目正在洽谈之中。在海外，公司在美国、加拿大、澳大利亚都设立了子公司，加强大型铅锌矿资源的拓

展。其中，金钼集团与西北有色地勘局共同出资1.20亿加元成立的金堆城西色(加拿大)有限公司以1.04亿加元成功收购了总价值超过50亿加元的加拿大育空锌矿公司（以下简称“育空公司”），标志着公司在海外资源开发方面取得了重大实质性进展，并为公司今后在国际矿业市场上实施兼并重组及资本输出建立了平台。育空公司是加拿大多伦多证交所上市公司，拥有Wolverine银锌矿100%股权、Ice铜矿100%股权，持有logan锌银矿60%股权以及600平方公里的探矿权。其中Wolverine银锌矿已探明及控制级和推断级矿石储量615万吨，折合金属含量为：锌74.69万吨、铅9.99万吨、铜7.25万吨、银2,233吨、金10,472千克。Ice铜矿和logan锌银矿初步勘探矿石储量1,680万吨，折合金属含量为：锌75.89万吨、铜6.66万吨、银306.9吨。目前育空锌矿旗下的Wolverine锌银矿项目工程建设基本结束，已进入投料试车阶段，该项目设计处理矿石能力3,000吨/天，届时公司锌矿资源自给能力将有所提升。同时，西色国际公司正在收购雷纳德·谢尔夫铅锌矿，有望获得铅锌金属资源量170万吨。此外，公司在非洲、东南亚也开展了资源收购的前期工作。

2010年，随着下游需求的回暖，公司铅锌产品的销量都有所上升。其中，电解铅销售55,874万吨，电解锌由于产能的扩大，销量达到307,863万吨。

表5：公司铅锌产销情况（万吨/年、万吨）

	产能	2010		2011(1~9)	
		产量	销量	产量	销量
电解铅	12	8.40	5.59	6.05	4.22
电解锌	42	32.70	30.79	31.55	27.76

资料来源：公司提供

总体来看，公司的铅锌冶炼业务具有一定规模，但精矿自给率不足，盈利能力有限。随着公司在海内外不断拓展铅锌资源，未来公司的精矿自给率有望获得提升，盈利能力也将有所增强。

多业务经营提高了公司的抗风险能力

除钼、钛、铅锌产业外，公司还拥有铝、钒、硅、锰、镍、贵金属等的采冶、加工业务。

铝产业方面，公司铝产业集中于下属控股企业铜川铝业，业务以铝冶炼及铝加工制品的产销为主。铜川铝业前身为铜川铝厂，目前电解铝产能达到25万吨/年，2010年公司铝产品营业收入55.03亿元，占公司营业总收入的11.90%。

电解铝作为高耗能行业，电价一直是影响盈利的主要因素之一。2010年5月，国家发改委下发通知，表示将全面清理对高耗能企业的用电价格优惠，并要求限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠。这对公司电解铝的生产成本产生一定压力，作为国家电解铝行业14家重点扶持企业之一，公司一方面积极与国内大型电力企业洽谈直购电方面的合作，一方面计划在未来建设自备电厂，形成铝电联产的产业格局。

原料供应方面，公司氧化铝基本外购，为保证生产原料的稳定供应并有效控制成本，目前铜川铝业已与中国铝业公司签订了氧化铝长期采购协议，同时积极寻求与国外供货商建立长期合作关系。另外，公司还与澳大利亚海湾铝业公司、印尼安达集团等大型矿业公司就合作开发铝土矿事宜展开洽谈，若谈判成功，项目顺利推进，将对公司氧化铝的供应提供可靠保障。

钒产业方面，公司钒产业集中于下属控股企业陕西五洲矿业有限公司（以下简称“五洲矿业”）。五洲矿业集五氧化二钒的采、选、冶为一体，现有选冶生产线5条，生产能力为年处理钒矿石80万吨、生产片钒4,000吨、制硫酸用催化剂1,000吨，是国内最大的单一生产精钒的采、选、冶生产系统。公司主要产品包括片钒、50钒铁、80钒铁、钒触媒，其中80钒铁生产技术在国内处领先水平，50钒铁、80钒铁产品已成功进入国际市场。2010年公司钒产品实现营业收入4.90亿元，占公司营业总收入的1.06%。

在黄金产业方面，公司与全资子公司西北有色地质勘查局共同出资6亿元成立了陕西黄金集团股份有限公司，掌控黄金资源储量超过20吨。同时公司通过有效并购省外资源寻求具备开发前景的优质项目，四方金矿公司收购了甘肃尚家沟金矿，

预计可新增金金属量3.29吨。2010年公司生产黄金2,395公斤，实现营业收入4.70亿元。

在锰产业方面，2009年公司收购了湘贵锰业公司，改扩建后可年产电解锰1.2万吨。目前巴西锰矿项目并购谈判已基本结束，有望获得锰矿资源量600万吨。此外，在铜、镍、锆等金属方面，公司近年来都取得了较大的发展。

表6：2008~2011.9公司其他金属产量概况（吨/年、吨）

	产能	产量			
		2008	2009	2010	2011(1~9)
铝	250,000	213,775	228,385	323,987	175,440
金(公斤)	25,000	1,336	1,910	2,395	1,360
钒	4,000	2,405	2,905	2,988	2,486

资料来源：公司提供

多晶硅产业方面，2007年，公司与陕西延长石油（集团）有限责任公司、西安绿晶科技有限公司、陕西省投资（集团）有限公司共同出资组建陕西天宏硅材料有限责任公司（以下简称“陕西天宏硅”），持股比例分别为37%、33%、20%、10%。

陕西天宏硅采用国际上先进的西门子法技术方案，其中，一期项目总投资为18亿元，建设一条年产1,000吨多晶硅生产线，并按照年产3,750吨多晶硅产能配套建设公用工程及辅助设施。截止2010年底，一期1,000吨/年多晶硅项目已全面完成并成功试车生产出微电子级多晶硅产品，2010年共生产多晶硅208吨，2011年1~9月产量为90吨。截止目前公司的产品已达到太阳能三级标准，部分产品已达到微电子级的标准，并通过了信息产业部的抽样检测，预计2012年初产品纯度将达到11个九的标准。公司二期2,750吨/年多晶硅项目目前已完成土建工作，全面进入设备安装、调试阶段，个别单元已投入生产，预计2012年9月前可实现达产。

公司已经在产品销售渠道方面制定了拓展计划。由于公司电子级多晶硅主要应用于电子、航空、航天等领域，因此，公司计划借助在钒产业方面的品牌优势与渠道对电子级多晶硅进行销售开拓。目前我国多晶硅生产技术，特别是微电子级高纯度多晶硅规模生产技术还不成熟，国内市场需求大多依

赖国外进口，因此公司多晶硅产业发展具有较好的市场前景。同时中诚信国际也关注到，目前国内多晶硅在建项目较多，多晶硅量产技术还不够稳定，公司多晶硅产业发展面临一定的技术和市场挑战。

公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力

公司已制定明确的发展规划，计划以产业结构调整为主线，以“发挥优势，做强产业”为原则，加速生产要素聚集、提高专业化水平、促进产业结构升级，以壮大优势产业、扩大经济规模，形成强大的有色金属产业集群。

钼产业方面，公司计划顺应国家宏观产业政策导向，在钼矿采冶、钼化工和钼金属加工三大业务板块协调发展的基础上，进一步扩大钼化工、钼金属加工板块的业务规模，以提高深加工能力、优化产品结构、加快产业升级。

钛产业方面，公司计划大力推进纵向一体化战略，拉长和拓宽产业链条。一方面做大做强钛材加工主业，抓住国家大飞机项目落户陕西的机遇，积极争取在航空金属材料研发和制造上取得新进展；另一方面大力发展相关复合材及非标设备制造业务，以充分发挥产业链整体效应。

铅锌产业方面，公司将以构建大铅锌产业格局为出发点，各相关企业优势互补、资源共享。提高矿山企业资源利用率，稳定原矿生产；加大深部和外围找矿力度，增强资源储备。同时，加快冶炼企业技术改造步伐，适时扩大生产规模，提高经济效

益。

铝产业方面，公司将以铝电联产为纽带，着力拓展铝的关联产业及深加工领域，尽快形成铝、电、煤一体化生产体系。目前公司榆林产业园区建设进展顺利，其中煤电项目将于 2011 年 10 月前完成基建工作，转入设备安装阶段，铝镁合金项目预计于 2012 年 8 月全部投产。

钒产业方面，公司将以五洲矿业为骨干，通过技术改造填平补齐生产薄弱环节；研发或引进先进的生产工艺和技术装备，加速扩建改造；结合陕西山阳地区钒矿资源丰富、小型矿山企业多和钒市场波动大的实际情况，择机实施资源整合，实现低成本扩张。

硅产业方面，公司将以陕西天宏硅为主体，以建设国内微电子级多晶硅材料规模化生产基地为目标，力争在 2012 年 8 月前形成年产 3,750 吨电子级多晶硅的生产能力。与此同时，公司还将推进咸阳新能源产业园光伏电池产业化项目的建设，未来公司将初步形成多晶硅产业链，为未来多晶硅产业的壮大发展奠定基础。

公司未来几年的资本支出规模将维持在较高水平，面临一定的资本支出压力。为此，公司计划充分利用控股企业金钼股份、宝钛股份在资本市场的融资渠道，同时还将推动具备条件的子公司逐步上市。此外，公司也将适时引入战略投资者对部分项目共同出资建设。中诚信国际将对公司在建和拟建项目进展、资金来源、市场预期等保持关注。

表 7：公司主要在建和拟建项目投资规划情况(万元)

序号	项目名称	发起人	总投资	2012 计划	2013 计划
1	新建洛阳低辐射镀膜玻璃生产线	金堆城钼业集团有限公司	47,400	10,000	17,750
2	金堆城汝阳公司新建 20,000 吨/日选矿厂及配套工程	金堆城钼业集团有限公司	200,000	50,000	60,000
3	钼金属深加工建设	金堆城钼业集团有限公司	222,016	11,600	23,100
4	北露天矿排土场建设	金堆城钼业集团有限公司	29,850	2,918	-
5	钼焙烧工艺技术改造	金堆城钼业集团有限公司	89,479	21,138	31,700
6	金属复合材技改项目	宝钛集团有限公司	9,000	6,400	-
7	提升装备设计制造能力技改项目	宝钛集团有限公司	10,755	-	-
8	陕西有色榆林铝镁合金及电力设施项目	陕西有色榆林新材料有限责任公司	1,814,700	600,000	302,700
9	煎茶岭 2,000 吨/日镍矿项目	陕西煎茶岭镍业有限公司	52,092	-	-

10	陕西华源矿业有限责任公司千家坪钒矿建设项目	西北有色地质勘查局	54,800	-	-
11	中村钒矿技改扩建项目	陕西五洲矿业有限公司	5,625	-	-
12	中天钒业有限公司选冶厂技改扩建项目	陕西五洲矿业有限公司	12,626	3,200	-
13	宝钛集团异型管生产线建设项目	宝钛集团有限公司	10,753	4,800	-
14	60MWp 晶锭/晶片/电池片/模组试验生产线项目	陕西天宏硅材料有限责任公司	53,000	-	-
15	陕西天宏硅材料有限责任公司 2,750 吨/年多晶硅高技术产业化项目	陕西天宏硅材料有限责任公司	369,300	-	-
合 计			2,981,396	710,056	435,250

资料来源：公司提供

总体看，公司的发展战略充分立足于自身经营特色，着眼于行业的未来发展趋势，专注于有色金属资源开发及冶炼、加工业务。中诚信国际同时注意到，公司在建及拟建项目所需投资较大，建设周期较长，能否顺利实施尚存在不确定性。另外，公司欲大力发展的多晶硅项目市场竞争激烈，存在一定技术和市场风险，中诚信国际将对公司项目进展以及产品销售等情况保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经西安希格玛会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2008~2010年财务报告以及未经审计的2011年三季度财务报表。公司所有财务报表均按新会计准则编制。公司将“短期融资券”放入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”。

资产流动性

近年来，公司资产规模保持快速增长态势。2008年4月，金钼股份在上海证券交易所上市，募集资金净额87.24亿元，2008年底公司总资产规模增加至489.20亿元。2009年以来公司总负债规模大幅增加，带动总资产规模持续上升，2011年9月底公司总资产为818.31亿元。同时公司流动资产规模也呈快速上升态势，2011年9月底为482.47亿元，占总资产比重为58.96%。

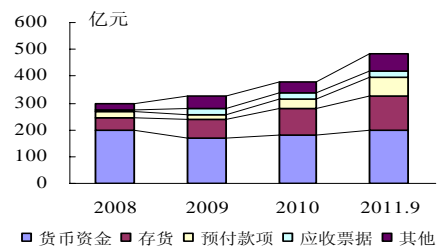
公司流动资产主要以货币资金、存货和预付账款等构成。公司货币资金充裕，在流动资产中占比一直较高。金钼股份上市后，2008年底公司货币资金大幅增加至195.28亿元，2010年底为179.84亿

元，2011年9月底增加至200.25亿元。充裕的货币资金为公司的流动性提供了有力保障。目前公司正在逐步进行资金归集，以提高资金使用效率。

在存货方面，由于2010年铅、锌、铝等产品价格处于低位波动，公司在产品和产成品持续增加，同时，随着公司生产规模的扩展以及贸易量的增加，原材料储备和贸易库存规模持续上升，2008~2010年公司存货净额分别为49.84亿元、68.20亿元和100.07亿元，2010年存货占流动资产比重为26.52%，2011年9月底公司存货进一步增加至127.30亿元。此外，随着东沟钼矿、榆林工业园等项目建设的推进，公司预付工程款逐年增加，截至2010年底预付账款为36.88亿元，2011年9月底增加至69.59亿元。

款到发货为主的销售方式使公司具有较强的资金回笼能力，但2011年以来，由于主要产品价格的波动，公司对部分客户采用赊销方式，使应收账款余额有所增加，2011年9月底，公司应收账款上升至27.52亿元，较上年末增加61.44%。在其他应收款方面，由于保证金及未能及时抵消的内部往来款的增加，2011年9月底，公司其他应收款增加至32.87亿元，较上年末增加64.12%。

图 4：2008~2011.9 公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司年报、季报计算整理

从资产运营效率看, 2010 年以来随着销售收入的增加, 公司主要流动性指标均有所回升。

表 8: 2008~2011.9 公司资产周转率指标(次)

	2008	2009	2010	2011 (1~9)
货币资金周转率	1.50	1.74	2.65	3.23
应收账款周转率	18.07	16.69	21.50	27.51
存货周转率	3.52	4.85	5.00	5.02
流动资产周转率	0.88	1.01	1.31	1.43

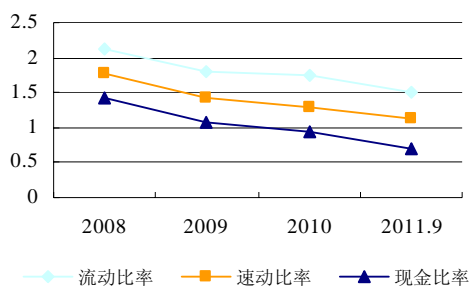
注: 2011 年三季度财务指标已经年化。

资料来源: 根据公司年报计算整理

公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成。随着资金需求的上升, 公司短期借款快速增加, 2010 年底为 123.91 亿元, 2011 年 9 月底增加至 190.01 亿元。由于公司冶炼加工规模不断扩大, 工程和设备等款项的增加使应付账款不断上升, 2010 年底公司应付账款为 32.11 亿元, 2011 年 9 月底为 43.74 亿元。

从流动资产对流动负债的覆盖程度来看, 短期债务的增加带动公司流动比率和速动比率有所降低, 2010 年分别为 1.75 和 1.29, 2011 年 9 月底分别为 1.52 和 1.12, 但公司流动资产对流动负债的覆盖程度仍然较高。

图 5: 2008~2011.9 公司流动、速动比率变化情况



资料来源: 根据公司年报、三季报计算整理

总体看, 公司货币资金充足, 资产流动性较强。但公司目前存货规模较高, 占用较多流动资金, 且货币资金尚未完全归集, 资金使用效率有待提高。

短期偿债能力

近三年公司各业务板块产业链不断延伸, 产能快速上升, 公司主要通过自身积累及银行贷款来支持资金需求, 总债务规模逐年增加, 2008~2010 年, 公司总债务规模分别为 96.86 亿元、151.48 亿元和

232.83 亿元, 2011 年 9 月底进一步上升至 322.24 亿元。2009 年以来公司不断调整债务结构, 2010 年底短期债务占总债务比重为 58.14%, 2011 年 9 月底公司短期债务为 208.91 亿元, 占总债务比重为 64.83%。公司短期债务增长较快, 虽然一定程度上可以节约资金成本, 但短期内存在一定资金周转压力。

从短期偿债能力看, 由于短期债务规模的增加、盈利和获现能力的波动, 近两年公司短期偿债指标较 2008 年有所下降。截至 2010 年底, EBITDA/短期债务和 EBITDA 利息倍数分别为 0.21 倍和 3.45 倍。由于存货规模的上升和营运资金需求的增加, 2009 年和 2010 年公司经营活动现金流均呈净流出状态。此外, 公司货币资金充裕, 2010 年和 2011 年 9 月底货币资金/短期债务分别为 1.33 倍和 0.95 倍。

表 9: 2008~2011.9 公司短期偿债能力指标

	2008	2009	2010	2011.9
货币资金(亿元)	195.28	168.41	179.84	200.25
EBITDA(亿元)	42.96	21.01	29.04	--
短期债务(亿元)	77.46	103.27	135.37	208.91
总债务(亿元)	96.86	151.48	232.83	322.24
经营净现金流/短期债务(X)	0.19	-0.20	-0.03	-0.08
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.20	0.21	--
经营活动净流量/利息支出(X)	3.61	-3.76	-0.41	--
EBITDA/利息支出(X)	10.61	3.76	3.45	--
货币资金/短期债务(X)	2.52	1.63	1.33	0.95

注: 2011 年三季度财务指标已经年化。

资料来源: 公司年报及三季报

在或有负债方面, 截至 2011 年 9 月底, 公司对 1 家企业提供担保, 担保总金额为 3.25 亿元。目前公司担保额度较小, 且被担保企业均运营正常, 公司或有负债风险较小。

此外, 公司融资能力较强, 直接融资方面, 公司控股金钼股份、宝钛股份两家上市公司, 融资渠道畅通; 间接融资方面, 截至 2011 年 9 月底, 公司共获得各银行授信额度共计人民币 242.90 亿元, 其中尚未使用 148.31 亿元, 以上因素均有利于提升公司的财务弹性。

总体看, 由于近两年处于投资高峰期, 公司未

来几年的资本支出规模将维持在较高水平，整体债务压力将有所加大。考虑到公司充裕的货币资金、相对较低的负债水平，中诚信国际认为公司短期偿债能力极强。

结论

综上，中诚信国际评定陕西有色拟发行的 2012 年度第一期 10 亿元短期融资券的信用等级为 A-1。

附一：陕西有色金属控股集团有限责任公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010	2011.9
货币资金	1,952,765.68	1,684,134.01	1,798,418.27	2,002,455.41
交易性金融资产	310.88	897.43	10.43	10.43
应收账款净额	119,523.38	259,550.77	170,446.60	275,175.55
存货净额	498,421.46	681,974.99	1,000,679.38	1,273,023.14
其他应收款	120,720.84	172,630.72	200,298.70	328,739.19
长期投资	573,665.21	563,995.88	463,035.20	467,278.05
固定资产(合计)	975,644.26	1,447,197.73	1,761,311.35	2,122,600.81
总资产	4,891,973.95	5,691,509.45	6,708,225.53	8,183,074.22
其他应付款	130,218.00	156,088.39	187,462.81	224,570.32
短期债务	774,580.63	1,032,654.96	1,353,768.56	2,089,050.46
长期债务	193,982.09	482,187.12	974,504.46	1,133,356.27
总债务	968,562.72	1,514,842.08	2,328,273.01	3,222,406.73
净债务	-984,202.96	-169,291.93	529,854.75	1,219,951.32
总负债	1,666,476.05	2,369,230.13	3,260,895.12	4,454,691.60
财务性利息支出	36,520.39	46,642.40	63,687.58	-
资本化利息支出	3,948.42	9,209.24	20,463.84	-
所有者权益(含少数股东权益)	3,225,497.90	3,322,279.32	3,447,330.40	3,728,382.63
营业总收入	2,150,143.79	3,160,111.52	4,622,904.09	4,607,887.95
三费前利润	528,141.52	261,362.63	394,762.26	307,967.04
投资收益	27,622.57	15,831.43	11,598.09	15,565.23
EBIT	359,172.13	139,300.09	196,634.54	--
EBITDA	429,575.10	210,064.43	290,396.40	-
经营活动产生现金净流量	146,020.25	-210,142.44	-34,122.92	-127,751.03
投资活动产生现金净流量	-510,033.79	-428,420.66	-486,689.48	-683,089.14
筹资活动产生现金净流量	1,396,686.88	312,899.26	528,849.63	1,024,466.80
现金及现金等价物净增加额	1,029,172.04	-325,640.11	7,246.75	211,886.88
资本支出	414,101.97	460,583.21	603,111.28	727,238.92
财务指标	2008	2009	2010	2011.9
营业毛利率(%)	27.75	8.83	9.05	7.12
三费收入比(%)	9.74	6.27	6.02	5.62
EBITDA/营业总收入(%)	19.98	6.65	6.28	-
总资产收益率(%)	8.87	2.63	3.17	--
流动比率(X)	2.12	1.81	1.75	1.52
速动比率(X)	1.76	1.43	1.29	1.12
存货周转率(X)	3.53	4.85	5.00	5.02*
应收账款周转率(X)	18.10	16.69	21.50	27.51*
资产负债率(%)	34.07	41.63	48.61	54.44
总资本化比率(%)	23.09	31.32	40.31	46.36
短期债务/总债务(%)	79.97	68.17	58.14	64.83
经营活动净现金/总债务(X)	0.15	-0.14	-0.01	-0.05*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	-0.20	-0.03	-0.08*
经营活动净现金/利息支出(X)	3.61	-3.76	-0.41	-
总债务/EBITDA(X)	2.25	7.21	8.02	-
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.20	0.21	-
EBITDA 利息倍数(X)	10.61	3.76	3.45	-

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制，2011年三季度报未经审计，加“*”指标已经年化；2、公司将“短期融资券”放入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至“短期借款”。

附二：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

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+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附三：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调