信用评级公告

联合〔2021〕5621号

联合资信评估股份有限公司通过对凉山州发展（控股）集团有限责任公司及其发行的相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持凉山州发展（控股）集团有限责任公司主体长期信用等级为AA+，“19凉山发展MTN001”“19凉山发展MTN002”和“S20凉山1”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

凉山州发展（控股）集团有限责任公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
19 凉山发展 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 凉山发展 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
S20 凉山 1	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 凉山发展 MTN001	10 亿元	1 亿元	2022/04/22
19 凉山发展 MTN002	5 亿元	5 亿元	2022/11/26
S20 凉山 1	20 亿元	20 亿元	2025/04/02

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

评级观点

凉山州发展（控股）集团有限责任公司（以下简称“公司”）是凉山州最重要的国有资本运营和产业投融资主体，跟踪期内，凉山州经济财政实力保持增长，公司继续在资金注入、资产划拨和政府补助方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司矿产板块发展形势有待关注、委托贷款业务仍面临一定的资金回收风险、公司面临较大的投资支出压力、其他应收款对公司资金形成一定的占用等因素可能对公司带来的不利影响。

未来，随着凉山州国有资源和资产的进一步整合，公司收入规模及抗风险能力有望提升，并将持续获得有力的外部支持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“19 凉山发展 MTN001”“19 凉山发展 MTN002”和“S20 凉山 1”的债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**凉山州经济及财政实力有所增强，固定资产投资和财政收入保持增长。
2. **公司继续获得有力的外部支持。**公司是凉山州最重要的国有资本运营和产业投融资主体，跟踪期内公司在资金注入、资产划拨和政府补助方面继续获得有力的外部支持。

关注

1. **矿产业务发展形势有待关注。**矿产行业受宏观经济形势和行业周期影响大，公司矿产板块面临铅锌矿山剩余可开采年限少、部分铅锌矿山的采矿权已到期、延期手续尚未办理完毕、矿产下游客户集中度高等问题，未来发展形势有待关注。
2. **委托贷款业务仍面临一定的资金回收风险。**公司委托贷款业务的借款人主要是中小民营企业，多属产能过剩或竞争激烈行业，部分贷款已发生违约，公司仍面临一定的资金回收风险。
3. **面临较大的投资支出压力。**公司在建项目投资规模大，公司面临较大的投资支出压力。
4. **其他应收款对公司资金形成一定的占用。**公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

徐汇丰　登记编号（R0040218010006）
崔　莹　登记编号（R0040218080002）

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	73.15	85.81	72.00	72.72
资产总额（亿元）	607.95	704.70	901.95	910.11
所有者权益（亿元）	214.68	249.61	364.00	365.51
短期债务（亿元）	76.76	48.73	70.48	60.49
长期债务（亿元）	76.08	127.23	173.93	199.12
全部债务（亿元）	152.84	175.97	244.40	259.61
营业收入（亿元）	22.73	35.10	41.61	9.13
利润总额（亿元）	2.74	3.28	5.13	0.65
EBITDA（亿元）	11.02	13.58	15.92	--
经营性净现金流（亿元）	2.33	2.01	3.75	0.12
营业利润率（%）	56.35	39.75	35.47	41.39
净资产收益率（%）	0.89	0.94	1.02	--
资产负债率（%）	64.69	64.58	59.64	59.84
全部债务资本化比率（%）	41.59	41.35	40.17	41.53
流动比率（%）	135.54	174.29	158.18	172.62
经营现金流动负债比（%）	1.02	1.03	1.68	--
现金短期债务比（倍）	0.95	1.76	1.02	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	1.94	2.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.86	12.95	15.35	--
本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	330.80	366.76	506.83	518.52
所有者权益（亿元）	105.28	149.84	241.00	242.08
全部债务（亿元）	136.49	100.93	149.34	160.61
营业收入（亿元）	8.82	7.86	6.34	1.36
利润总额（亿元）	1.91	1.79	1.58	0.23
资产负债率（%）	68.18	59.15	52.45	53.31
全部债务资本化比率（%）	56.45	40.25	38.26	39.89
流动比率（%）	73.92	77.06	72.60	83.01
经营现金流动负债比（%）	6.30	0.37	2.50	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 长期应付款中的有息债务已调整至长期债务；4. 因差错更正，公司对 2019 年度财务数据进行了追溯调整，本报告 2019 年数据使用追溯调整后的期初数/上年同期数
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
S21 凉山 1	AA+	AA+	稳定	2021/03/05	徐汇丰、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	--
S20 凉山 2	AA+	AA+	稳定	2020/08/26	徐汇丰、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
19 凉山发展	AA+	AA+	稳定	2020/07/24	张雪婷、	城市基础设施投资企业信	阅读全文

MTN001、19 凉山发展 MTN002					郑重、张 铖	用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	
19 凉山发展 MTN002	AA	AA	稳定	2019/10/11	张雪婷、张 铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 凉山发展 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/25	张雪婷、张 铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
S20 凉山 1	AA	AA	稳定	2020/06/19	徐汇丰、崔莹	城市基础设施投资企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
	AA^+	AA^+	稳定	2019/08/26	徐汇丰、崔莹	城投企业主体信用评级方法（联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由凉山州发展（控股）集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

凉山州发展（控股）集团有限责任公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于凉山州发展（控股）集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，凉山彝族自治州国有资产监督管理委员会（以下简称“凉山州国资委”）仍为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内，由于凉山州国资委以货币形式对公司缴足资本金、公司将资本公积转增实收资本，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本仍为 66.00 亿元，实收资本由 2019 年末的 56.42 亿元增加至 66.00 亿元，凉山州国资委对公司出资比例为 65.11%，为公司控股股东及实际控制人[1]。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无变化。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内包含 30 家一级子公司。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 901.95 亿元，所有者权益 364.00 亿元（含少数股东权益 3.69 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 41.61 亿元，利润总额 5.13 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 910.11 亿元，所有者权益 365.51 亿元（含少数股东权益 3.71 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.13 亿元，利润总额 0.65 亿元。

公司注册地址：西昌市航天大道五段 53 号；法定代表人：代义。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，除“19 凉山发展 MTN002”募集资金尚未使用完毕，其余募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 4 月末联合资信所评债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 凉山发展 MTN001	10.00	1.00	2019/04/22	3（2+1）
19 凉山发展 MTN002	5.00	5.00	2019/11/26	3（2+1）
S20 凉山 1	20.00	20.00	2020/04/02	5（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[2]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[3]，低于往年

[1] 2020 年，为充实社保基金，公司各股东将所持公司 10%国有股权无偿划转至四川省财政厅，四川省财政厅持有公司 6.60 亿元股权，持股比例为 10%，截至 2021 年 5 月末，尚未完成工商变更登记。

[2] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

[3] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下

降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局

常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施

体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，凉山州经济总量、固定资产投资和财政收入保持增长，为公司发展提供良好的外部环境。

根据《凉山州 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年凉山州地区生产总值（GDP）1733.15 亿元，按可比价格计算，较上年增长 3.9%。其中：第一产业增加值 406.74 亿元，较上年增长 4.8%；第二产业增加值 559.55 亿元，较上年增长 4.6%；第三产业增加值 766.86 亿元，较上年增长 3.1%。三次产业比重为 23.5:32.3:44.2。

2020 年，凉山州完成全社会固定资产投资较上年增长 12.4%。在投资构成中，第一产业投资增长 0.1%；第二产业投资增长 38.9%；第三产业投资增长 1.7%。基础设施投资增长 31.1%；产业投资增长 29.4%；房地产开发投资增长 24.6%。

根据凉山州统计局发布数据，2021 年一季度，凉山州实现地区生产总值 421.57 亿元，同比增长 12.8%，固定资产投资额同比增长 30.3%。

根据《关于凉山彝族自治州 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2020 年凉山州一般公共预算收入 160.30 亿元，较上年增长 4.4%。其中，税收收入 99.90 亿元，较上年增长 1.1%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 62.32%。凉山州上级补助收入 538.36 亿元，较上年增加 34.67 亿元。2020 年凉山州一般公共预算支出为 707.80 亿元，较上年下降 3.9%（主要是新增政府债券、调入政府性基金预算收入等资金减少），财政自给率为 22.65%[4]，财政自给能力弱。2020 年，凉山州实现政府性基金收入 83.1 亿元，较上年下降 24.50%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 66.00 亿元，凉山州国资委对公司出资比例为 65.11%，为公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模与竞争力和外部支持

公司仍为凉山州最重要的国有资本运营和产业投融资主体，业务板块整合呈现出多元化产业经营态势。

根据 2018 年 3 月印发的《中共凉山州委凉山州人民政府关于印发<凉山州深化州级国资国企改革实施意见>的通知》（凉委发〔2018〕7 号），凉山州政府按照“1+6+N”国资国企改革总体框架体系，整合成立六大国资运营主体并全部划归公司统筹运营管理。公司本部的定位为负责州级国有资本运营、金融股权投资运营、管理市场化基金、项目代建、土地整理开发的集团化、综合性产业类投融资主体，在凉山州最重要的国有资本运营和产业投融资领域承担重要职能。六大国资运营主体分别专注于农业、文化旅游业、交通建设、城市建设、工业发展及国有资本经营管理。公司业务板块整合呈现出多元化产业经营态势。

公司在资金注入、资产划拨和政府补助方面继续获得有力的外部支持。

2020 年，股东对公司缴足注册资本，公司实收资本较年初增加 15.22 亿元至 66.00 亿元。

2020 年，公司资本公积增加 117.89 亿元

[4] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

[5]，其中金额较大的包括：①凉山州财政局对公司给予资本金 13 亿元，专项用于公司投资入股四川银行股份有限公司（以下简称“四川银行”）股本金；②会理县国有资产监督管理局将县境内的行政事业单位国有经营性门市房屋、经营性水库资产及土地使用权，以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估价值 40.76 亿元划转投入公司；③会东县国有资产监督管理局将会东县境内截至 2020 年 11 月 30 日评估价值 31.10 亿元的水库固定资产、土地使用权、生物资产、林地使用权划转注入公司；④宁南县财政局、宁南县国有资产监督管理局向公司无偿划拨行政单位固定资产、瑞熙酒店等，增加公司资本公积 23.67 亿元。

2020 年及 2021 年 1－3 月，公司分别获得政府补助 4.42 亿元和 0.11 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版，中征码：5134010000258823），截至 2021 年 6 月 2 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中存在 2 笔关注类贷款，贷款银行均为凉山农村商业银行股份有限公司西昌支行，贷款金额合计 5000 万元，已于 2014 年 3 月 20 日之前全部正常还款。根据公司提供的说明，2 笔关注类贷款系人民银行系统升级所致。公司存在关注类担保，余额 8099.75 万元，其中 3999.75 万元系公司为四川西昌合力锌业股份有限公司（以下简称“合力锌业”）银行贷款提供的担保。合力锌业 2017 年因政府环保要求关停，相关债务暂未处理，银行将其列为关注类。其余 4100 万元关注类担保系公司为喜德农旅投有限责任公司（以下简称“喜德农旅投”）的中国农业发展银行凉山州分行（以下简称“农发行凉山州分行”）的固定资产贷款提供担保，由于喜德农旅投[6]在农发行凉山州分行的内部信用等级下降，因此公司对其担保的贷款被银行分类为关注类；根据农发行凉山州分行出具的说明，喜德农旅投在农发行凉山州分行的贷款按期还本付息，无欠息、逾期等不良信用记录。

截至 2021 年 6 月 13 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、主要管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务结构保持多元化发展，2020 年营业收入规模大幅增长，综合毛利率较上年有所下降。

2020 年，公司营业收入较上年增长 18.53%。其中，公司运输与站务管理收入较上年下降 11.38%，主要系受疫情影响。公司建材销售收入较上年大幅增长 35.20%，主要系 2020 年脱贫攻坚关键时期各县州内建设项目较多，公司加大建材供销所致。公司商品销售收入较上年大幅增长 67.98%，主要系公司按政府安排增大了对州内各企业特定商品需求的供销所致。公司委托贷款利息收入较上年下降 23.91%，主要系贷款余额下降所致。2020 年，公司文化旅游收入较上年大幅增长 52.24%，主要系 2020 年 4 月起公司的旅游产业就已经逐渐恢复营业，2020 年度新开设多个县级旅游酒店和一个滑雪场，前期投资的一些文化产业也逐步产生效益所致。

从毛利率看，2020 年，公司综合毛利率较上年下降 3.95 个百分点，主要系矿产品销售、文旅板块毛利率下降所致。其中，2020 年公司

[5] 与 2020 年度公司资本公积净增加额有差异，系由于公司将 9.58 亿元资本公积转增实收资本，以及剥离部分资产和股权减少资本公积 1.17 亿元。

[6] 喜德农旅投有限责任公司是公司纳入合并范围的子公司，工商登记显示该公司股东为喜德县财政局，系尚未变更所致。

矿产品销售毛利率较上年有所下降，主要系当年公司外购代销的矿产品收入和占矿产品销售收入的比重较以往年度有所增加，而外购代销矿产品业务的毛利率较低所致。2020 年，公司文化旅游业务毛利率较上年减少 5.9 个百分点，主要系 2020 年文旅收入的增量部分主要是特色文化酒店收入，为支持脱贫攻坚工作，酒店大多被中央、省部及地方各行政单位采用协议价或优惠价订购，故毛利率较低。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
矿产品销售	7.49	21.33	30.77	8.51	20.45	25.41	2.86	31.30	23.43
运输及站务管理	3.53	10.04	33.17	3.12	7.51	33.92	0.74	8.09	35.14
电力销售	1.56	4.43	45.99	1.78	4.27	48.11	0.71	7.82	73.24
建材销售	2.89	8.23	14.82	3.90	9.38	17.64	1.23	13.51	30.08
商品销售	2.04	5.81	4.92	3.43	8.24	4.70	0.75	8.17	34.67
委托贷款利息	0.79	2.26	100.00	0.60	1.45	100.00	0.13	1.44	100.00
资金占用费	3.63	10.35	98.28	3.70	8.88	98.88	0.64	6.96	96.88
农牧业	1.58	4.50	4.63	2.04	4.91	4.92	0.11	1.24	18.18
文化旅游	2.58	7.35	37.63	3.93	9.44	31.73	0.63	6.85	44.44
文体用品销售	2.73	7.78	52.78	3.07	7.38	54.01	0.21	2.29	66.67
工程管理服务	3.05	8.68	18.94	2.78	6.68	20.84	0.33	3.67	72.73
租赁业务	1.34	3.83	74.17	2.48	5.95	70.53	0.35	3.88	48.57
其他业务	1.90	5.40	73.26	2.27	5.45	46.77	0.44	4.79	56.82
合　计	**35.10**	**100.00**	**41.40**	**41.61**	**100.00**	**37.44**	**9.13**	**100.00**	**42.83**

注：2019 年数据来自 2020 年年报经追溯调整后的上年数据；各分项之和与合计数不等，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1－3 月，公司营业收入较上年同期增长 37.98%，主要系矿产板块收入同比增加所致；综合毛利率较上年同期提高 3.26 个百分点。

2. 业务运营分析

（1）矿产品销售

2020 年，毛利率较低的外购代销铁矿石业务收入占比提升，拉低了公司矿产品销售业务的毛利率。矿产业务受宏观经济形势和行业周期影响大，公司锌矿和煤矿下游客户集中度仍很高。部分铅锌矿山的采矿权已到期，正在办理延期手续，后续进展有待关注。

公司金属矿产收入来自下属子公司，主要产品包括锌、铅精矿和煤炭产品的开采、冶炼和销售，以及铁矿石的购销贸易。

2020 年，公司锌矿销售收入 1.21 亿元，铅矿收入 0.29 亿元，铁矿石收入 5.22 亿元，煤矿收入 1.79 亿元。

铁矿石购销贸易的模式主要为外购代销，毛利率较低，上游供应商主要是四川省会东满银沟矿业集团有限公司，下游客户主要是攀钢集团物资贸易有限公司，对单一供应商和客户依赖程度高，与上游供应商通常采用预付货款后提货的方式，与下游通常采取先货后款的方式进行结算。铁矿石收入占公司矿产板块收入比重有所提高，为 61.34%，2019 年为 41.38%。该业务毛利率较低，拉低了公司矿产板块的毛利率。

铅、锌精矿的冶炼和销售业务主要由子公司四川会理铅锌股份有限公司（以下简称“会理铅锌”），其模式仍为矿产勘探、开采、选矿、冶炼及销售，以锌精矿销售为主。截至 2021 年 3 月末，会理铅锌拥有天宝山矿区和嘎依穷矿

区两座矿区，包括铅矿和锌矿，已探明资源储量分别为 131.30 万吨和 294 万吨，可开采储量分别为 87.56 万吨，剩余可开采年限分别为 9 年和 14 年。此外，两座矿区采矿权证书的到期日分别为 2030 年 9 月和 2020 年 4 月，截至 2021 年 4 月末白玉县嘎依穷矿区的延期申请正在办理中。2020 年，锌精矿（含银）销量为 1.10 万吨，较上年下降 16.67%，销售均价为 1.09 万元/吨，较上年下降 1.80%。2020 年，会理铅锌铅精矿和锌精矿的客户较上年无变化，铅精矿客户仅一家，系凉山荣达矿业有限公司（以下简称“荣达矿业”）；锌精矿下游客户仅两家，为荣达矿业和湖南键鑫工贸有限公司，客户集中度仍较高。

公司煤矿采选和销售业务由子公司凉山州益门煤矿（以下简称“益门煤矿”）运营，销售收入主要来自原煤。截至 2021 年 3 月末，益门煤矿矿区面积 1.76 平方公里，可开采量 468.95 万吨，采矿许可证到期日为 2027 年 9 月。2020 年，原煤产量为 38.78 万吨，销量为 40.74 万吨，较上年的 47.19 万吨有所下降，主要由于 2020 年受疫情影响，益门煤矿停产约 1~2 个月，产量和销量有所下降；煤炭销售均价为 394.32 元/吨，较上年的 451.91 元/吨大幅下降。2020 年和 2021 年一季度，益门煤矿原煤销售前五大客户销售金额占比分别为 58.00%和 73.00%，客户集中度仍较高。

（2）客运运输

受新冠肺炎疫情等因素影响，公司客运业务周转量有所下降。

公司客运业务主要通过子公司四川省西昌汽车运输（集团）有限责任公司（以下简称“西昌运输”）运营，业务模式无变化 2020 年，受疫情影响，公司客运业务周转量有所下降[7]。2021 年第一季度，西昌运输旅客运量和旅客周转量较上年同期有所回升。

表 5　西昌运输客运业务经营情况

项目	2019 年	2020 年	2020 年 1—3 月	2021 年 1—3 月
运营车辆（台）	1162	1124	1249	1153
车辆座位数（个）	25905	22579	27107	27263
运营线路（条）	240	231	240	243
拥有全资汽车站数（座）	18	17	20	17
旅客运量（万人）	1614.29	1483.51	228.57	407.23
旅客周转量（万人公里）	119088.7	101113.38	20841	23772.84

资料来源：公司提供

（3）电力业务

公司水电业务的运营主体具有较强的枯季发电调水能力，但其经营情况受电力市场需求、地区来水量等因素影响较大，2020 年电力销售收入和毛利率均保持增长。

公司电力业务由子公司运营，主要包括水力发电和上网收入，拥有 4 个电厂（站），总装机容量 14 万千瓦，其中大桥水库电厂总装机容量 10 万千瓦，是电力业务收入的主要来源。

电力生产方面，大桥水库电厂位于凉山州冕宁县境内，是大桥水库的配套电站。大桥水库总库容 6.58 亿立方米，配套的大桥水库电厂有 4 个 2.5 万千瓦的发电机组。丰水期（每年的 6 月至 10 月）蓄水，枯水期（每年的 11 月至来年 5 月）发电，枯水期发电量占全年发电量的比例约 80%。

电力销售方面，大桥水库所发电量均输配至国网四川省电力公司的电网，上网电价一般执行四川省水电机组标杆电价，枯水期和丰水期电价有上下浮动。2020 年，大桥水库电厂装机容量较上年无变化，发电量和上网电量分别为 4.98 亿千瓦时和 4.94 亿千瓦时，较上年分别增长 10.47%和 10.53%，主要系来水量充沛所致；但平均含税综合上网电价为 0.32 元/千瓦时，较上年下降 8.01%，主要系 2020 年处于丰水期时间较长，在原本计划发电基础上有多

[7] 公司旅客运量增长但周转量下降，主要系由于 2019 年增长的运量主要来自市内短途运输的出租车辆，但上述车辆运输的运距较短，致使周转量有所下降。

余的弃水发电量，该部分弃水发电的电价较低所致。

（4）委托贷款及资金占用费

委托贷款

公司委托贷款业务的借款人主要是中小民营企业，多属于产能过剩或竞争激烈的行业，部分贷款已发生违约，公司仍面临一定资金回收风险。

公司开展委托贷款业务主要是按照政府要求为凉山州境内企业的运营发展提供资金支持。截至 2021 年 3 月末，公司对外发放的委托贷款中，尚未结清余额为 7.46 亿元，较 2019 年末的 8.93 亿元有所下降，期限多为 5 年以内，借款人主要是凉山州境内的中小民营企业，涉及电力、金属冶炼、矿产销售、食品、商贸等行业，多属于产能过剩或竞争激烈的行业，借款人主要通过厂房、机器设备等提供实物抵押担保。截至 2021 年 3 月末，公司已发生逾期/违约而尚未全额回收的委托贷款余额为 2.38 亿元（2018－2019 年分年度发生违约金额分别为 1.65 亿元和 0.73 亿元，2020 年度和 2021 年一季度未有违约贷款发生）。

资金占用费

公司资金占用费收入对公司收入和毛利润贡献程度较高，但该收入来自对公司预付资产收购款的资金成本补偿，并非公司经营性业务，随资金占用余额减少，该收入有所下降。

公司资金占用费收入主要是向西昌市国有资产经营管理有限责任公司（以下简称“西昌国资”）收取。自 2014 年起公司与西昌国资陆续签订了经营性资产收购协议，并约定由公司先行预付部分资产收购款，待办妥资产过户手续后，再支付余款。对于上述预付款，西昌国资应向公司支付资金占用费，年资金占用费率为 8%、9%、10.5%（不同资产购买协议约定的资金占用费率有所差异）。因手续办理涉及事项较多、流程较复杂，资产过户进度尚不确定，因此西昌国资占用的资金多数尚未回收。截至 2021 年 3 月末，公司资金占用业务余额 33.75 亿元，其中西昌国资占用 18.40 亿元，其余单位较为分散，主要包括西昌高新投资建设集团有限责任公司（股东为西昌市国有资产监督管理局）因西昌市基础设施建设需要资金向公司借款 5.00 亿元、凉山州现代房屋建筑集成制造有限公司（股东主要为重庆建工工业有限公司和公司下属子公司）占用 0.50 亿元。2019－2020 年及 2021 年一季度，西昌国资对公司的资金占用款项分别收回 12.00 亿元、8.00 亿元和 3.00 亿元。

（5）文体用品销售

公司文体用品销售收入进一步增长，为公司收入和利润提供了有益补充。

公司文体用品销售收入来自子公司凉山州新华书店有限责任公司（以下简称“凉山州新华书店”），主要来源于发行教材的手续费和教辅资料的销售收入。产品种类主要是由省教育厅制定的目录内产品和地方教育局目录内产品。教辅资料主要采取零售销售模式，先由各学校提前预订各类教辅资料，凉山州新华书店通过新华文轩出版传媒股份有限公司进行采购，开学前发放给学生，再逐一收回货款。凉山州新华书店的平均存货周转周期为 90 天左右，应收账款周转天数为 180 天左右。跟踪期内，公司文体用品销售业务模式无变化。2020 年，公司文体用品销售收入较上年增长 12.45%至 3.07 亿元。

（6）项目投融资建设

公司在建项目投资规模大，公司面临较大的投资支出压力，同时有部分项目仍处于缓建状态，而缓建项目已投资规模较大，对公司形成较大的资金占用。

公司及子公司投资建设了公路、矿产、客运站等项目。截至 2021 年 3 月末，公司主要建设项目投资情况见下表，总投资额 181.22 亿元，已投资 138.79 亿元，后续尚需投资规模较大，公司资本支出压力较大。公司主要在建项目中，除凉山州公路建设项目为公益性市政项目，美姑县基础设施及市政项目建设、经济适用房项目和冕宁县义务教育均衡发展建设项目为代建项目以外，其余在建项目均为公司自

建项目，资金来源为公司自有资金或自筹，项目建成后将通过提升产能、资产出租、站务运营等形式提升公司经营实力或扩大运营范围，形成经营性收入。

表 6　截至 2021 年 3 月末公司及子公司主要项目投资建设情况（单位：亿元、%）

工程名称	计划总投资	已投资	预期收益模式
凉山州公路建设项目	146.87	116.40	以修建时衍生出道路两旁经营型资产及沿路广告牌经营收益作为收入
10 万吨/年电锌冶炼工程	16.00	5.61	通过改善冶炼技术提高产出效率，从而达到增收
美姑县基础设施及市政项目建设	9.50	7.27	代建项目
布拖县城乡建设用地土地增减挂钩项目	1.00	2.97	通过整合农村复垦土地，以出让土地指标方式取得收入
经济适用房	1.85	1.54	代建管理收入
文化产业示范基地	1.00	1.06	相关项目建成后投产取得收入
雷波海湾汽车站、昭觉房屋等项目	2	1.76	增加站台产生收益
冕宁县义务教育均衡发展建设项目	3	2.18	代建管理收入
合计	**181.22**	**138.79**	--

资料来源：公司提供

凉山州公路建设项目由子公司凉山州交通投资开发有限责任公司（以下简称“凉山交投”）负责，主要是为改善路况，对凉山州境内的国省干道、支线进行的改扩建工程，其建设资金由中央和省级车购税补助资金以及州县各级政府专项资金安排解决，公司收到的政府专项资金按照具体用途计入“专项应付款”和“资本公积”科目（专项用于道路项目建设的资金计入“专项应付款”；用于道路建设及周边拆迁安置投入的资金计入“资本公积”；项目完工结转前，资产端全部计入“在建工程”），凉山州交通局委托凉山交投对项目建设资金收付进行管理。项目建设过程中，受各级政府资金安排计划及到款进度影响，公司存在部分垫资情况。截至 2021 年 3 月末，凉山州公路建设项目总投资 146.87 亿元，已完成投资 116.40 亿元，尚未结转收入，未来尚需投资 30.47 亿元。

10 万吨电锌冶炼工程占地约 400 亩，投产后年产锌锭 10 万吨、硫磺 5.36 万吨。该项目由凉山州政府统一规划建设，目前处于缓建状态，凉山州政府正在通过招商引资或引入战略投资者等方式进行盘活，未来完工及投产时间存在不确定性。

此外，公司下属子公司开发了启航和启宸两个房地产项目，位于德昌县和西昌市，总投资额分别为 11.16 亿元和 13.92 亿元，截至 2020 年末形成的存货账面价值分别为 2.46 亿元和 5.09 亿元，预计建成后总可售面积分别为 19.25 万平方米和 14.28 万平方米。

公司参与了凉山州的 8 个 PPP 项目（主要是安置区、棚户区改造项目），总投资额合计 87.24 亿元，项目资本金占比主要在 20%~40%左右，资本金合计已到位 26.43 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司累计已出资 9.04 亿元（包括 0.20 亿元股东借款）。公司参与的 PPP 项目全部纳入财政部 PPP 项目库，并纳入地方财政预算，公司作为社会资本方，与西昌国资以及央企下属子公司合作成立 PPP 项目公司，由项目公司负责 PPP 项目的融资、建设、维护和运营，公司仅按照持股比例投入资本金（计入“长期股权投资”），项目建成后公司按照预计收益率获得投资收益。

（7）统贷统还资金拨付

公司仍承担了凉山州州级易地扶贫搬迁和棚改统贷统还的资金承接和拨付职能，受政策影响，预计公司所承担的上述业务规模不会再新增。

易地扶贫搬迁

公司作为凉山州实施易地扶贫搬迁项目的资金承接主体，在收到四川省国农投资管理有限责任公司拨付的资金后，将其拨付至凉山州下辖县市的资金承接主体（通常为当地的城投或国资公司），由县市的资金承接主体根据项目建设进度拨付项目资金，并按照协议约定向公司偿还项目的本金和利息。

公司承担凉山州易地扶贫搬迁项目收付职能的资金包括省政府债务资金（年利率3.92%）、专项建设基金（年利率1.20%）和长期政策性银行贷款（年利率4.90%）三部分。截至2020年末，公司承接的上述三项资金分别到位27.97亿元、11.77亿元和49.15亿元，分别累计已置换（偿还）27.97亿元、16万元和26.08亿元，本金余额分别为0亿元、11.77亿元和23.07亿元。根据财农〔2018〕46号文件，2018年6月20日后，各省一律不再承贷、承接新的易地扶贫搬迁专项贷款和专项建设基金，未来将调整为发行地方政府债券筹集，预计公司易地扶贫搬迁资金转贷金额将不会增加。

棚户区改造

公司是凉山州州级棚户区改造的融资主体，负责棚改资金的承接与拨付，资金转贷至凉山州下属区县的国资、城投公司。截至2021年3月末，公司承接的棚户区改造统贷项目已签订贷款合同金额22.58亿元，已发放贷款17.21亿元，已偿还贷款9.81亿元。

3．未来发展

未来，凉山州政府将继续推进国资国企改革，随着凉山州国有资源和资产的进一步整合，公司将以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为目标，以财务性持股为主，通过资本运营、股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，实现国有资本合理流动和保值增值，推动凉山州产业整合升级。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

公司于2020年财务报告中进行了前期会计差错更正，对2020年初资产总额调减0.29亿元，负债总额调减0.73亿元，所有者权益调增0.44亿元，营业收入调减0.29亿元，净利润调增0.05亿元，规模相对较小。本报告2019年财务数据采用2020年年报披露的期初数（资产、负债和所有者权益）或上年同期数（收入和现金流量数据）。2020年及2021年一季度，公司财务报表合并范围无变化。

2. 资产质量

随着项目投资、股权投资以及政府向公司划拨资产，公司资产规模快速增长，其他应收款和在建工程继续对资金形成一定的占用，公司资产流动性及资产质量一般。

截至2020年末，公司合并资产总额较年初增长27.99%，资产以非流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**338.57**	**48.04**	**353.55**	**39.20**	**356.21**	**39.14**
货币资金	85.17	12.09	71.72	7.95	72.33	7.95
其他应收款（含应收利息、应收股利）	172.80	24.52	187.45	20.78	188.32	20.69
存货	53.65	7.61	68.86	7.63	69.63	7.65
非流动资产	**366.13**	**51.96**	**548.41**	**60.80**	**553.91**	**60.86**

长期股权投资	23.22	3.30	87.10	9.66	87.95	9.66
投资性房地产	25.18	3.57	52.12	5.78	52.03	5.72
固定资产	38.78	5.50	86.15	9.55	87.05	9.57
在建工程	126.42	17.94	148.42	16.46	153.60	16.88
其他非流动资产	95.14	13.50	106.92	11.85	105.58	11.60
资产总额	**704.70**	**100.00**	**901.95**	**100.00**	**910.11**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年末，公司流动资产较年初增长 4.42%，流动资产结构较年初变化不大。

截至 2020 年末，公司货币资金 71.72 亿元，较上年末下降 15.79%，其中受限资金 1.38 亿元，受限比例为 1.92%，主要为用于担保的存款和保证金。

公司其他应收款主要是往来款、资金占用款（主要是预付的资产收购款）和拆借款等。截至 2020 年末，公司其他应收款（合计）较年初增长 8.47%，计提坏账准备 1.35 亿元。公司其他应收款前五大欠款单位账面余额合计为 51.00 亿元，占其他应收款总额的比例为 27.01%，欠款方主要为政府部门、政府下属单位、关联企业，规模较大，部分款项账龄偏长，形成一定资金占用。

表 8　截至 2020 年末公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
西昌市国有资产经营管理有限责任公司	25.26	13.38	资产收购款往来款
会理县财政局	8.85	4.69	往来款
凉山州财政局	6.44	3.41	往来款
越西县人民政府	5.31	2.81	应收政府款项
会理县交管局	5.14	2.72	代政府支付款项
合计	**51.00**	**27.01**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年末，公司存货较年初增长 28.35%，主要系房地产开发成本增加所致。当年新增的开发成本主要是启航和启宸两个房地产项目，账面价值分别为 2.46 亿元和 5.09 亿元。公司存货主要由消耗性生物资产（46.17 亿元）、开发成本（12.75 亿元）及工程施工（4.33 亿元）构成，消耗性生物资产主要为以前年度雷波县人民政府划拨的 40.03 万亩国有林权（均为用材林，林地使用期限为 70 年）。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初增长 49.78%，主要系长期股权投资增长所致。

截至 2020 年末，公司长期股权投资较年初增长 275.07%，主要系投资四川银行所致，四川银行形成的长期股权投资 56.92 亿元，公司对四川银行出资比例为 15.00%，出资的资金来源为财政资金和投资回款、经营收益等自有资金。除四川银行外，其余被投资单位较为分散，主要分布于矿产、电力行业以及 PPP 项目公司。2020 年，公司长期股权投资权益法核算下共确认投资收益 2.23 亿元。

截至 2020 年末，公司投资性房地产较年初增长 107.01%，主要系子公司获得政府划拨的经营性门市房屋所致。公司尚有账面价值合计 23.62 亿元的投资性房地产尚未办妥产权证书。

截至 2020 年末，公司固定资产较年初增长 122.15%，主要系获得政府划拨的资产所致。固定资产主要由房屋建筑物 34.82 亿元、水库供水站 32.03 亿元构成；固定资产累计折旧 23.03 亿元；固定资产成新率 74.21%。

截至 2020 年末，公司在建工程较年初增长 17.40%，主要系凉山州公路建设项目持续投入所致。公司在建工程仍主要为凉山州公路建设项目（111.26 亿元）；在建工程减值准备为 0.26 亿元。

截至 2020 年末，公司其他非流动资产较上年初增长 12.37%，主要系应收政府款项[8]增

[8] 2011 年会理县人民政府对公司下属子公司无偿划入土地使用权 6.28 亿元，账务处理为同时增加无形资产与资本公积。随后

加所致。其他非流动资产主要是受托代建支出（22.41 亿元）、预付工程及设备款（7.23 亿元）、棚户区统借统还款（12.58 亿元）、易地扶贫统借统还资金[9]（12.61 亿元）、应收政府款项（8.10 亿元）、委托贷款（4.83 亿元），其构成较上年末变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 16.15 亿元，包括 1.38 亿元货币资金、2.33 亿元固定资产、0.53 亿元无形资产、11.92 亿元应收账款、其他应收款等应收款项，均系由于借款抵质押或作为保证金而受限。受限资产占总资产的 1.79%，公司资产受限比例低。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额较年初增长 0.90%，资产规模和结构较年初变化不大。

3. 负债和所有者权益

随着政府向公司注入资金和资产，公司所有者权益有所增加，权益稳定性较强。

截至 2020 年末，公司所有者权益 364.00 亿元，较年初增长 45.82%，主要系政府单位向公司和子公司注入资金、划拨资产所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.99%，少数股东权益占比为 1.01%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 18.13%、72.43%、1.15%和 6.33%。所有者权益稳定性较强。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 365.51 亿元，较年初增长 0.42%，权益规模和结构化不大。

公司债务规模大幅增长，债务负担处于合理水平，但 2021－2023 年公司面临一定的集中偿债压力。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 18.21%，主要系非流动负债增加所致。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**194.26**	**42.69**	**223.51**	**41.55**	**206.35**	**37.89**
短期借款	10.61	2.33	14.13	2.63	13.82	2.54
其他应付款（含应付利息、应付股利）	130.13	28.60	134.44	24.99	129.59	23.80
一年内到期的非流动负债	38.12	8.38	56.35	10.47	46.67	8.57
非流动负债	**260.83**	**57.31**	**314.44**	**58.45**	**338.25**	**62.11**
长期借款	76.64	16.84	100.44	18.67	106.57	19.57
应付债券	43.67	9.60	68.08	12.65	83.44	15.32
长期应付款（含专项应付款）	136.36	29.96	142.44	26.48	144.62	26.55
负债总额	**455.09**	**100.00**	**537.96**	**100.00**	**544.60**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 15.06%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。

截至 2020 年末，公司短期借款较年初增长 33.15%，公司短期借款主要由保证借款和信用借款构成。

截至 2020 年末，公司其他应付款较年初增长 3.31%，其他应付款主要由易地扶贫搬迁

的 2012 至 2020 年间会理县政府陆续收回上述土地用于转让或公益用途，鉴于会理县政府与公司尚未就上市事项的处理达成一致意见，公司尚未就会理县政府收回土地使用权的事项作减资程序

[9] 系公司向其他实施主体拨付的易地扶贫搬迁资金

资金（41.54 亿元）、暂收待付款（16.68 亿元）、城市棚户区改造资金（15.13 亿元）、往来款（12.70 亿元）、受托代建项目资金（12.86 亿元）构成。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 47.81%，主要系借款和债券临近到期而重分类所致，包括一年内到期的长期借款 23.02 亿元、一年内到期的应付债券 22.98 亿元（5.00 亿元“18 凉山 01”，已于 2021 年 3 月 30 日兑付；3.00 亿元“S18 凉山 2”，于 2021 年 9 月 20 日到期；10.00 亿元“19 凉山发展 MTN001”，已于 2021 年 4 月 22 日回售 9.00 亿元，余额 1.00 亿元；5.00 亿元“19 凉山发展 MTN002”，于 2021 年 11 月 26 日可能面临投资者回售行权）和一年内到期的长期应付款 10.35 亿元。

截至 2020 年末，公司长期应付款较年初增长 4.46%。其中长期应付款 6.88 亿元，公司长期应付款中的融资租赁款为有息债务，本报告将其调整至长期债务核算。公司专项应付款 135.56 亿元，主要系是易地扶贫专项资金、凉山州公路建设项目专项资金等政府项目专项资金和省补助资金。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额和结构较年初变化不大。

截至 2020 年末，公司全部债务 244.40 亿元，较年初增长 38.89%，公司债务构成以长期债务为主（占 71.16%）。截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.64%、40.17%和 32.33%，较上年末分别下降 4.94 个百分点、1.18 个百分点和 1.43 个百分点。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 259.61 亿元，较年初增长 6.22%。其中，短期债务 60.49 亿元，较上年末下降 14.17%。长期债务 199.12 亿元，较上年末增长 14.48%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.84%、41.53%和 35.27%，较年初分别提高 0.20 个百分点、1.36 个百分点和 2.93 个百分点。公司债务负担处于合理水平。

表 10　截至 2021 年 3 月末公司有息债务到期期限结构（单位：亿元）

科目	金额	2021 年 4—12 月到期	2022 年到期	2023 年及以后到期
短期借款	13.82	12.55	1.27	0.00
一年内到期的非流动负债	46.67	31.68	14.99	0.00
长期借款	106.57	0.00	23.74	82.82
应付债券	83.44	0.00	35.56	47.88
长期应付款（有息债务部分）	9.11	0.00	2.56	6.55
合计	**259.61**	**44.23**	**78.12**	**137.26**

资料来源：公司提供

从有息债务到期期限分布情况看，2021—2023 年公司均面临一定的集中偿债压力。

4. 盈利能力

公司营业收入大幅增长，但期间费用对利润侵蚀严重，投资收益和其他收益对利润贡献程度较高，公司整体盈利能力尚可。

2020 年，公司营业收入同比增长 18.53%，营业成本同比增长 26.53%，营业利润率同比下降 4.28 个百分点。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	35.10	41.61	9.13
营业成本	20.57	26.03	5.22
费用总额	13.60	13.83	4.22
其中：管理费用	5.92	7.63	1.69
财务费用	6.53	4.80	2.11
其他收益	0.28	1.68	0.11
投资收益	1.72	1.03	0.77
利润总额	3.28	5.13	0.65
营业利润率	39.75	35.47	41.39

总资本收益率	2.13	1.57	--
净资产收益率	0.94	1.02	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司费用总额为 13.83 亿元，同比增长 1.67%。从构成看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2020 年，公司期间费用率[10]为 33.23%，同比下降 5.51 个百分点，期间费用对利润侵蚀严重。

2020 年，公司投资收益同比下降 40.03%，投资收益主要是参股企业盈利；投资收益占利润总额的 20.08%，对利润贡献程度较高。同期，公司其他收益同比大幅增长 508.20%，主要系获得的经营专项补贴和日常经费补助增加所致，其他收益占利润总额的比重为 32.75%，对利润的贡献程度较高。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率较上年有所下降，净资产收益率较上年有所增长。整体看，公司盈利能力尚可。

2021 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期增长 37.98%，主要系矿产板块收入同比增加所致；利润总额较上年同期的-0.71 亿元转为盈利状态

5. 现金流分析

公司经营活动现金流保持小幅净流入，收入实现质量较高，由于对外投资加大，投资活动现金流转为净流出状态，筹资活动现金流仍为净流出。随着项目建设推进，公司存在较大的筹资压力。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入额同比增长 39.08%，主要系经营收入、政府补助、暂收待付款等增加所致；经营活动现金流出额同比增长 37.28%，主要系以及经营性业务的付现支出、往来款、暂收待付款较上年增加所致。2020 年，公司经营活动现金净流入额同比增长 86.88%。2020 年，公司现金收入比为 104.73%，同比提高 11.63 个百分点，收入实现质量较高。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	55.20	76.78	17.56
经营活动现金流出小计	53.20	73.03	17.44
经营现金流量净额	**2.01**	**3.75**	**0.12**
投资活动现金流入小计	52.28	19.85	0.78
投资活动现金流出小计	32.48	100.66	12.50
投资活动现金流量净额	**19.80**	**-80.81**	**-11.73**
筹资活动前现金流量净额	**21.80**	**-77.06**	**-11.61**
筹资活动现金流入小计	131.30	137.97	30.74
筹资活动现金流出小计	142.03	74.41	18.52
筹资活动现金流量净额	**-10.72**	**63.56**	**12.22**
现金收入比	93.11	104.73	109.33

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入额同比下降 62.03%，主要系上年收到其他公司归还的拆借资金及资金占用款、合并范围内新增公司带入货币资金较多所致；投资活动现金流出 100.66 亿元，同比增长 209.91%，主要系投资四川银行支付大量资金所致。2020 年，公司投资活动现金由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入额同比增长 5.08%，主要是资本金到位、下属县级国资公司收到专项资金（15.34 亿元）和融资资金。筹资活动现金流出额同比下降 47.61%，主要系债务还本付息规模减少所致。2020 年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流保持净流入状态，投资活动现金流仍为净流出。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力较强，考虑到公司获得有力的外部支持力度，整体偿债能力很强。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
短期偿债	流动比率（%）	174.29	158.18	172.62

[10] 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入*100%

能力指标	速动比率（%）	146.67	127.37	138.88
	现金短期债务比（倍）	1.76	1.02	1.20
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	13.58	15.92	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	2.25	--
	全部债务/EBITDA（倍）	12.95	15.35	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2020 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降；若剔除受限资金，公司现金短期债务比为 1.00 倍。2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较 2020 年末小幅增长。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 同比增长 17.23%。同期，公司全部债务/EBITDA 为 15.35 倍，EBITDA 利息倍数为 2.25 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额 143.49 亿元，剩余 54.72 亿元尚未使用，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 6.43 亿元，担保比率 1.77%。其中，四川西昌合力锌业股份有限公司原为公司的子公司，自 2017 年以来处于停产状态，2018 年不再纳入公司财务报表合并范围。整体看，公司担保规模不大，对民营单位、混合所有制企业的担保余额 1.79 亿元，或有负债风险可控。

表 14　截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保合同金额	实际担保余额	主合同到期日	担保方式	是否有反担保	被担保企业性质	被担保企业所属行业
四川西昌合力锌业股份有限公司	2000.00	1999.85	2021/9/21	保证	否	国企	有色金属冶炼和压延加工业
四川西昌合力锌业股份有限公司	2000.00	1999.90	2023/4/29	保证	否	国企	有色金属冶炼和压延加工业
雷波县电建国恒建设管理有限责任公司	6000.00	5608.70	2035/4/29	保证	否	国企	专业技术服务业
西昌市供排水总公司	10000.00	8386.18	2023/6/25	保证	否	国企	水的生产和供应业
雷波电建国恒建设管理有限公司	15000.00	15000.00	2034/8/18	保证	否	国企	专业技术服务业
会东县堵格牲畜市场经营有限责任公司	1780.00	1780.00	2022/12/24	保证	否	民营	商务服务业
会东县顺通物流有限公司	4900.00	2400.00	2022/2/12	抵押	否	国企	道路运输业
会东县农业旅游投资有限责任公司	23000.00	10981.20	2021/12/31	保证	否	国企	科技推广和应用服务业
会东县电子科技学校	7000.00	6000.00	2025/12/28	保证	否	民办非企业	教育
冕宁元升农业科技有限公司	500.00	483.00	2024/3/18	抵押、质押	否	民营	农业
冕宁元升农业科技有限公司	1000.00	983.50	2024/3/18	保证	否	民营	农业
冕宁万树食用菌产业发展有限公司	3000.00	2500.00	2024/3/28	抵押、质押	否	民营	农业
冕宁凉铭教育管理有限公司	4900.00	3700.00	2023/12/28	抵押、质押	否	民营	商务服务
喜德东日土地开发有限公司	2500.00	2500.00	2025/6/23	保证	否	混合所有制企业	农村土地整理、其它农村土地整理
合计	**83580.00**	**64322.33**	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、公开资料和公司提供的资料整理

7. 母公司财务分析

公司委托贷款和资金拆借收入来自母公司，其余收入主要来自子公司，母公司对子公司管控力度较强，债务负担处于合理水平。

公司主营业务主要由子公司负责运营，子公司数量和级次较多，且较多子公司位于凉山州下辖县域，但母公司通过董事会、股东会等治理结构参与子公司重大事项的决策，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 506.83 亿元（占合并资产总额的 56.19%），较年初增长 38.19%，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产占 23.23%，非流动资产占 76.77%。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资、其他非流动资产构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 10.21 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 265.83 亿元（为合并口径的 49.42%），较年初增长 22.55%。其中，流动负债占 61.00%。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至 2020 年底，母公司全部债务 149.34 亿元。其中，短期债务占 35.51%、长期债务占 64.49%。截至 2020 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.45%、38.26%和 28.55%，较年初分别下降 6.70 个百分点、1.99 个百分点和 1.93 个百分点，现金短期债务比为 0.19 倍，较年初无变化，母公司债务负担处于合理水平，债务结构有待优化。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 241.00 亿元，较年初增长 60.84%，主要系获得资金和资产注入所致。在所有者权益中，实收资本占 27.39%、资本公积占 68.34%、未分配利润占 2.55%、盈余公积占 0.63%，所有者权益稳定性较强。

2020 年，母公司营业收入为 6.34 亿元（为合并口径的 15.24%），利润总额为 1.58 亿元（为合并口径的 30.90%）。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 518.52 亿元，所有者权益为 242.08 亿元。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 1.36 亿元，利润总额 0.23 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对截至 2021 年 5 月末本年度剩余应到期债券的保障程度高，2020 年度经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度高，未来债券集中偿付压力一般。

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券余额合计 73.10 亿元（其中 3.00 亿元美元债按照 2021 年 5 月 31 日的汇率中间价换算为 19.10 亿元）。假设 5.00 亿元“19 凉山发展 MTN002”于 2021 年 11 月回售行权，则公司本年度剩余应到期债券金额为 8.00 亿元。若 10.10 亿元“S20 凉山 2”投资者于 2022 年行使回售选择权，则 2022 年公司待偿还债券本金为 35.20 亿元，为未来公司待偿还债券本金峰值。若 9.90 亿元“S21 凉山 1”和 20.00 亿元“S20 凉山 1”于 2023 年发生回售行权，2023 年公司存续债券待偿本金峰值 29.90 亿元。2021 年 3 月末，公司现金类资产对本年度剩余应到期债券的保障程度高，2020 年度经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度高，经营活动现金流净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障能力一般。

表 15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

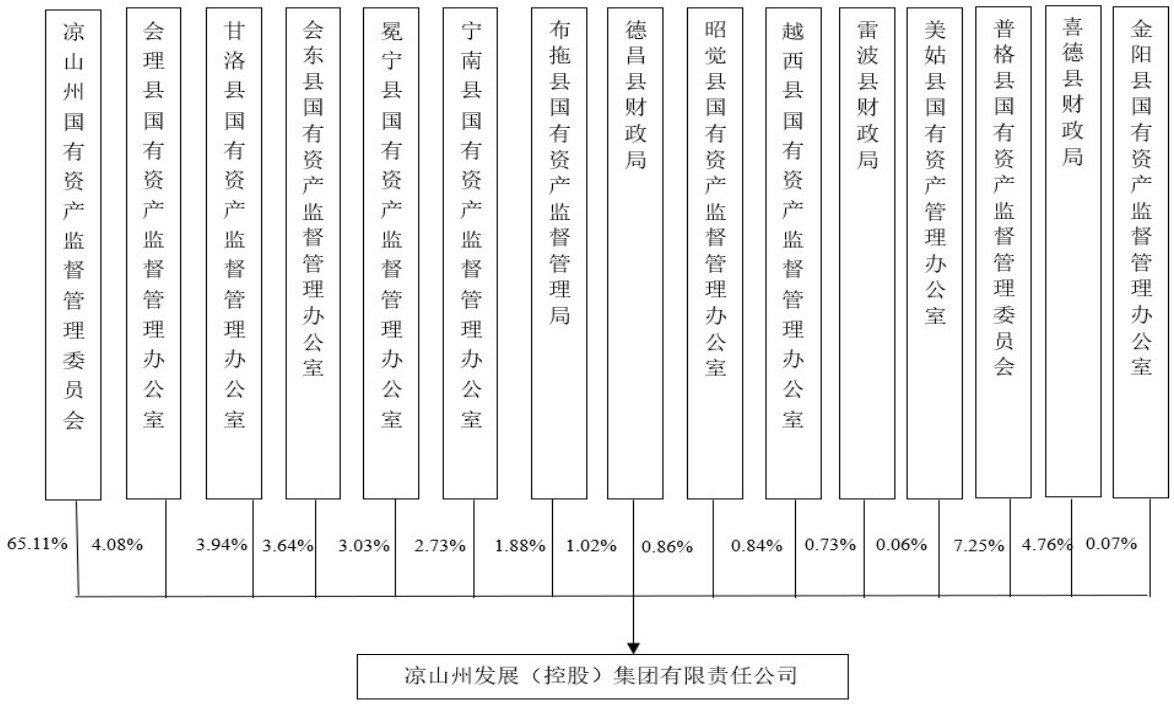
项 目	指标值
截至 2021 年 5 月末本年度剩余应到期债券金额	8.00
未来待偿债券本金峰值	35.20
2021 年 3 月末现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	9.09
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.18
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.11
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.45

注：假定附投资者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权测算一年内到期债券余额以及未来各年度待偿本金峰值
资料来源：联合资信整理

十一、结论

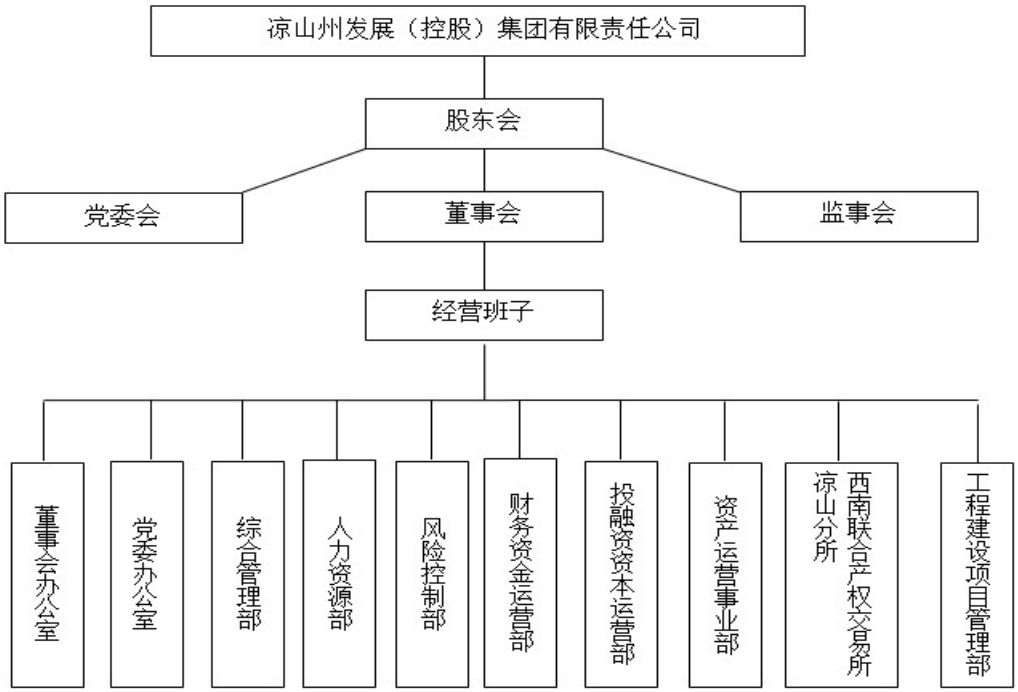
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA$^+$，“19 凉山发展 MTN001”“19 凉山发展 MTN002”和“S20 凉山 1”的债项信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末公司纳入合并范围的一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	凉山州文旅投资发展集团有限责任公司	30000.00	100.00
2	凉山州国有工业投资发展集团有限责任公司	157594.79	100.00
3	凉山州国有城市建设投资发展集团有限责任公司	40000.00	100.00
4	凉山州国兴投资管理有限责任公司	44800.00	100.00
5	凉山州国有交通投资发展集团有限责任公司	60000.00	100.00
6	会理县会川国有资产投资开发有限责任公司	100000.00	98.27
7	会东县国有资产经营管理有限责任公司	25800.00	94.19
8	甘洛县国有资产经营有限责任公司	26000.00	100.00
9	冕宁县投资发展有限责任公司	20000.00	100.00
10	宁南县国有资产经营管理有限责任公司	18000.00	100.00
11	布拖县国有资产投资经营有限责任公司	13000.00	100.00
12	德昌县国有资产经营有限责任公司	6750.00	100.00
13	昭觉县国有投资发展有限责任公司	6646.30	84.95
14	越西县国有资产经营管理有限责任公司	5549.72	100.00
15	雷波县金沙江国有资产经营有限公司	9408.44	100.00
16	凉山州德昌工业集中区建设投资有限公司	7986.39	100.00
17	四川凉投房地产开发有限责任公司	10000.00	100.00
18	凉山州国投实业有限责任公司	20000.00	100.00
19	喜德县兴德投资开发有限责任公司	1000.00	51.00
20	金阳宏达国投有限公司	6753.00	100.00
21	美姑县国有投资发展有限责任公司	400.00	100.00
22	喜德县国有投资发展有限责任公司	1506.26	100.00
23	普格县国有投资发展有限责任公司	47863.00	100.00
24	成都霆彪置业有限责任公司	6000.00	51.00
25	凉山州中小企业信用融资担保有限责任公司	10000.00	79.50
26	凉山发展国际有限公司	0.89	100.00
27	凉山国展衡安建设项目管理有限公司	1000.00	51.00
28	凉山州新华书店有限责任公司	68300.00	100.00
29	凉山州现代农业投资发展集团有限责任公司	50000.00	100.00
30	凉山州创新生物科技开发有限责任公司	50000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	73.15	85.81	72.00	72.72
资产总额（亿元）	607.95	704.70	901.95	910.11
所有者权益（亿元）	214.68	249.61	364.00	365.51
短期债务（亿元）	76.76	48.73	70.48	60.49
长期债务（亿元）	76.08	127.23	173.93	199.12
全部债务（亿元）	152.84	175.97	244.40	259.61
营业收入（亿元）	22.73	35.10	41.61	9.13
利润总额（亿元）	2.74	3.28	5.13	0.65
EBITDA（亿元）	11.02	13.58	15.92	--
经营性净现金流（亿元）	2.33	2.01	3.75	0.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.16	5.50	4.40	--
存货周转次数（次）	0.21	0.42	0.42	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.05	--
现金收入比（%）	96.84	93.11	104.73	109.33
营业利润率（%）	56.35	39.75	35.47	41.39
总资本收益率（%）	2.23	2.13	1.57	--
净资产收益率（%）	0.89	0.94	1.02	--
长期债务资本化比率（%）	26.17	33.76	32.33	35.27
全部债务资本化比率（%）	41.59	41.35	40.17	41.53
资产负债率（%）	64.69	64.58	59.64	59.84
流动比率（%）	135.54	174.29	158.18	172.62
速动比率（%）	115.99	146.67	127.37	138.88
经营现金流动负债比（%）	1.02	1.03	1.68	--
现金短期债务比（倍）	0.95	1.76	1.02	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	1.94	2.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.86	12.95	15.35	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 长期应付款中的有息债务已调整至长期债务核算；4. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.27	6.82	10.21	18.93
资产总额（亿元）	330.80	366.76	506.83	518.52
所有者权益（亿元）	105.28	149.84	241.00	242.08
短期债务（亿元）	73.83	35.23	53.03	46.68
长期债务（亿元）	62.66	65.70	96.31	113.93
全部债务（亿元）	136.49	100.93	149.34	160.61
营业收入（亿元）	8.82	7.86	6.34	1.36
利润总额（亿元）	1.91	1.79	1.58	0.23
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	9.83	0.53	4.05	1.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.39	3.55	2.10	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	75.85	44.16	71.56	20.51
营业利润率（%）	99.20	99.32	98.33	99.28
总资本收益率（%）	3.74	3.90	2.00	--
净资产收益率（%）	1.50	1.10	0.60	--
长期债务资本化比率（%）	37.31	30.48	28.55	32.00
全部债务资本化比率（%）	56.45	40.25	38.26	39.89
资产负债率（%）	68.18	59.15	52.45	53.31
流动比率（%）	73.92	77.06	72.60	83.01
速动比率（%）	73.92	77.06	72.60	83.01
经营现金流动负债比（%）	6.30	0.37	2.50	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.19	0.19	0.41
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 长期应付款已调整至长期债务；4. 部分指标计算结果为无穷大或无穷小，以“*”表示；5. 部分数据未取得，相关指标无法计算，以“/”表示

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。