

信用等级公告

联合[2019] 752 号

联合资信评估有限公司通过对凉山州发展（控股）集团有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的凉山州发展（控股）集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定凉山州发展（控股）集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，凉山州发展（控股）集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



凉山州发展（控股）集团有限责任公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据基础发行规模：6.00 亿元

本期中期票据发行金额上限：10.00 亿元

本期中期票据期限：2+1 年；附第 2 年末公司
调整票面利率选择权及投
资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2019 年 4 月 9 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	51.18	77.99	89.93	72.56
资产总额(亿元)	343.05	500.22	595.69	580.43
所有者权益(亿元)	159.29	188.95	212.59	214.81
短期债务(亿元)	20.41	24.40	22.80	55.67
长期债务(亿元)	81.50	130.14	155.01	100.12
全部债务(亿元)	101.92	154.54	177.81	155.79
营业收入(亿元)	15.80	19.03	21.11	14.45
利润总额(亿元)	1.95	4.13	2.52	0.97
EBITDA(亿元)	7.17	11.77	10.69	--
经营性净现金流(亿元)	-2.54	1.73	1.64	0.76
应收类款项/资产总额(%)	29.25	26.71	28.04	29.01
营业利润率(%)	33.47	44.52	54.51	51.70
净资产收益率(%)	1.07	1.93	0.86	--
资产负债率(%)	53.57	62.23	64.31	62.99
全部债务资本化比率(%)	39.02	44.99	45.55	42.04
流动比率(%)	303.62	211.80	198.63	158.08
经营现金流/负债比(%)	-3.68	1.36	1.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	13.13	16.63	--

注：2018 年三季度财务数据未经审计。

分析师

张雪婷 张 铨

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

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产经营和产业投融资主体，主要根据凉山州经济发展规划进行矿产、水电等项目建设和运营，同时也承担凉山州境内的客运服务及道路交通等基础设施建设任务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了凉山州资源丰富，公司在凉山州境内地位突出，营业收入稳步增长，持续得到强有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，矿产板块发展受阻、资产流动性弱、债务规模快速增长、集中偿付压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，凉山州地方经济水平不断提升，为公司未来发展提供了良好的外部环境，随着凉山州平台整合的推进，公司的平台地位有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 凉山州矿产、水能资源丰富，近年来经济持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 作为凉山州最重要的国有资产经营主体，公司在凉山州境内矿产、水电、客运、公路建设等产业经营和投融资业务方面具有专营优势，近年来营业收入稳步增长。
3. 公司在资产划拨、资本注入、政府补贴等方面持续获得有力的外部支持，带动公司资本实力快速增长。

关注

1. 2017年以来，公司矿产板块面临个别持有矿山采矿权到期、部分经营主体受环保政策影响持续停产等问题，未来发展面临一定不确定性。
2. 公司资产主要由往来款、资金占用款、道路在建工程、对外提供的转贷款等构成，资产流动性弱，资金占用压力大。
3. 公司债务规模快速增长，2019年面临较大的集中偿付压力，未来随着在建项目的持续投入，资金需求或将进一步增加。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

凉山州发展（控股）集团有限责任公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

凉山州发展（控股）集团有限责任公司（以下简称“公司”）原名凉山州国有投资发展有限责任公司，系于2008年12月，由凉山州民族投资有限责任公司、凉山州国有资产投资经营有限责任公司和凉山州投资公司整合成立的国有独资公司，初始注册资本为3.86亿元。2009~2012年，凉山州国有资产监督管理委员会（以下简称“凉山州国资委”）通过股权划转、资金注入等方式对公司进行多次增资，截至2013年底，公司注册资本及实收资本均为24.49亿元，为凉山州国资委全资持有的国有独资公司。2014年，经凉山州人民政府办公室和凉山州国资委批复，公司实施增资扩股，由凉山州下辖的10家县级（会理县、会东县、甘洛县、冕宁县、宁南县、布拖县、德昌县、昭觉县、越西县、雷波县）国资办公室、财政局以其持有的10家相关县级国资（国投）公司的实收资本、按照1:1对价对公司进行资本投入，此次增资完成后，公司注册资本增加至39.50亿元，企业类型由国有独资公司变更为国有控股公司，其中凉山州国资委持股62.00%。2017年12月，根据凉国资财【2017】91号，凉山州国资委批复同意公司的增资扩股及股权变更方案，美姑县、普格县、喜德县和金阳县县政府作为股东以其拥有的县级国资（国投）公司的经营性资产对公司注资，凉山州国资委对公司的持股比例由62.00%降至57.13%。2019年1月，凉山州国资委对公司货币增资12.28亿元，对公司持股比例增至65.11%，公司注册资本变更为66.00亿元，同时公司更为现名。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为66.00亿元，凉山州国资委为公司的控股股东和实际控制人。

公司经营范围主要包括：从事投融资、资产经营管理和股权运营管理（国家法律法规限制或禁止的除外）；项目开发；资产收购、资产处置、企业和资产托管（国家法律法规限制或禁止的除外）；房屋租赁；土地整治和开发利用；咨询服务、财务顾问、企业重组兼并顾问及代理（国家法律法规限制或禁止的除外）；矿产品、建材经营；委托贷款（国家法律法规限制或禁止的除外）；州政府授权的其他经营业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

目前，公司合并范围内包含29家一级子公司；公司本部内设财务资金运营部、投融资资本运营部、工程项目代建管理部等7个部门；公司本部共有在职员工102人。

截至2017年底，公司资产总额595.69亿元，所有者权益（含少数股东权益5.02亿元）合计212.59亿元；2017年，公司实现营业收入21.11亿元，利润总额2.52亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额580.43亿元，所有者权益（含少数股东权益5.09亿元）214.81亿元；2018年1~9月，公司实现营业收入14.45亿元，利润总额0.97亿元。

公司注册地址：西昌市航天大道五段53号；法定代表人：代义。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册总金额为15亿元的中期票据，2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）基础发行金额6.00亿元，发行金额上限10.00亿元，期限2+1年，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金计划用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,我国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性

预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,我国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017年回落1.2个百分点,扣除价格因素实际增长6.9%。2018年,全国居民人均可支配收入28228元,同比名义增长8.7%,扣除价格因素实际增长6.5%,增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,我国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元,同比增速分别为7.1%和12.9%,较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元,较2017年有所减少。从贸易方式来看,2018年,一般贸易进出口占我国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年,国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下,我国将实施积极的财政政策和稳健的货币

政策,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化市场化改革、扩大高水平开放,继续打好三大攻坚战,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,推动经济高质量发展,2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速或逐步企稳,但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下,积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制,加上城投企业转型对基建投资的拖累效应,基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响;在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下,制造业投资将保持较快增长;在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下,房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,我国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约;受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响,进口增速或将继续回落。总体来看,考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落,预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 矿产行业分析

有色金属

(1) 行业概况

有色金属是指黑色金属(铁、铬、锰)以外的64种金属及其合金的总称,国际市场通常把有色金属分为基本金属(铜、铝、铅、锌、镍、锡)、贵金属(金、银和铂族金属)和小金属(基本金属和贵金属之外的其他金属)。中国通常把铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、钛、汞称为十种常用有色金属,并以此十种有色金属为范围统计有色金属行业指标。有色金属是国民经济发展的基础材料,下游产业主要包括

航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等行业。

有色金属矿产属于不可再生资源，在世界各国的国民经济发展中都具有十分重要的地位，属于我国产业政策扶持的战略性行业之一。根据自然资源部 2018 年 10 月发布的《矿产资源报告（2018）》，截至 2017 年底，中国铜矿、铅矿、锌矿、铝土矿和镍矿分别为 1.06 亿吨、0.90 亿吨、1.85 亿吨、50.89 亿吨和 0.11 亿吨，分别较 2016 年增加 4.9%、4.9%、4.2%、4.9% 和 0.0%。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。具体来看，中国锡矿、钼矿、锑矿、钨矿、菱镁矿最为丰富，铜矿、铅锌矿较为丰富，铝土矿处于中等水平，镍矿较为贫乏。

中国是有色金属生产和消费大国，有色金属行业具有规模及产值巨大、产业链长等优势，但同时存在中低端加工领域产能过剩、高端材料生产及绿色冶炼水平不高等劣势。

（2）行业运行情况

近年来，中国有色金属行业运行整体平稳，但由于环保压力加大、产能控制力度加强等因素造成了一定波动。

产销量方面，近年来中国十种有色金属产销量均稳步增长，产销率处于高位。2018 年，中国十种有色金属产量为 5687.90 万吨，销量为 5423.84 万吨，产销率为 99.80%。具体来看，铜、铝、铅和锌产量分别为 903 万吨、3580 万吨、511 万吨和 568 万吨，分别同比增加（减少）8.0%、7.4%、9.8%和-3.2%。

图 1 中国十种有色金属产销量（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

固定资产投资方面，2018 年，有色行业固定资产投资完成额同比增长 1.2%，其中，矿山采选投资同比下降 8%，冶炼及加工领域投资同比增长 3.2%，投资方向由规模扩张转向技改及研发。固定资产投资的转向将使得有色金属企业更能适应未来环保政策要求以及提升自身产品竞争力。

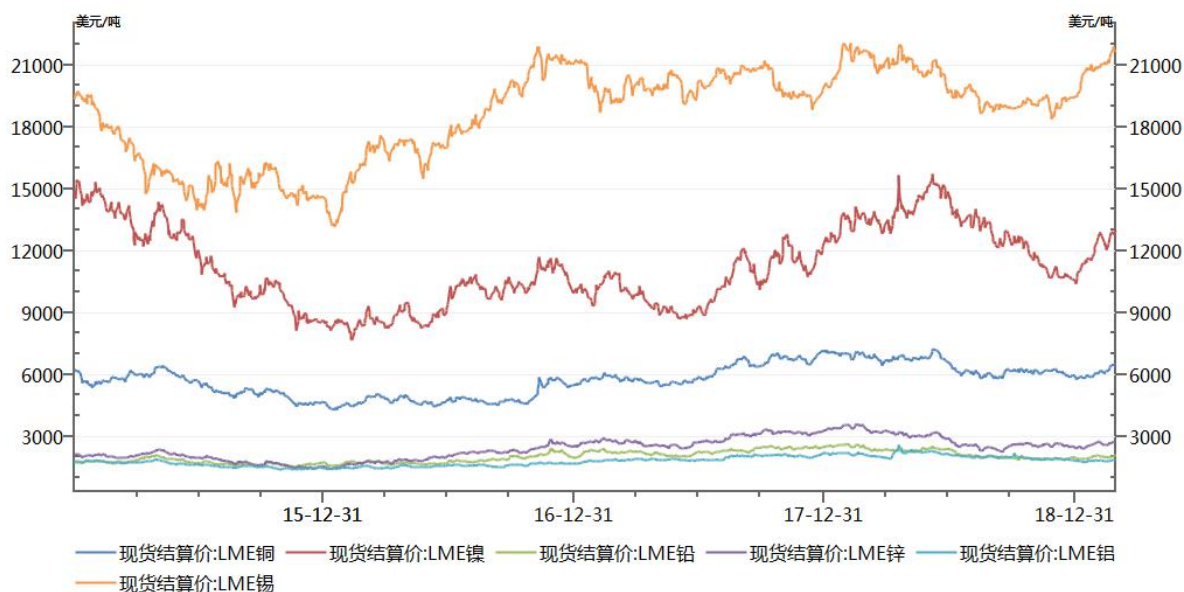
图 2 近年有色金属行业固定资产投资完成额增速（单位：%）



资料来源：Wind

价格方面，2014 年中至 2015 年底，主要有色金属价格出现了大幅下跌并触底，随后在 2016 年出现大幅反弹。2017 及 2018 年，主要有色金属价格走势相对较为平稳。

图 3 主要有色金属价格



资料来源：Wind

（3）行业政策

近年来，发改委、工信部、生态环境部、商务部、海关总署等多个政府部门发布或调整了有色金属行业相关的行业政策。从政策侧重角度来看，主要涉及环境保护、产能限制、安全生产及其他共三个方面，其中环境保护相关政策数量最多、影响范围最广。

环境保护方面，政策主要从下列两个重点领域进行规范：（1）污染防治。近年来，中国政府陆续修订了《中华人民共和国大气污染防治法》、《中华人民共和国水污染防治法》，制定了《中华人民共和国土壤污染防治法》、《中华人民共和国环境保护税法》及实施条例，为其他后续政策的制定和修订提供了整体方向。生态环境部与卫生健康委于2019年1月联合发布《有毒有害大气污染物名录（2018年）》，包括甲醛、二氯甲烷、三氯乙烯、铅及其化合物在内的11种污染物作为第一批大气污染物纳入名录。环境保护部于2017年12月印发《排污许可证申请与核发技术规范有色金属工业》包括汞冶炼、镁冶炼、镍冶炼、钛冶炼、锡冶炼、钴冶炼和锑冶炼7个分项。环境保护部于2017年9月下发《关于推进环境污染第三方治理的实施

意见》。（2）废料进口。生态环境部等多部委于2018年12月将其他铜废碎料和其他铝废碎料自2019年7月1日起自《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。生态环境部等多部委于2018年4月将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等16个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自2018年12月31日起执行；将钨废碎料、镁废碎料、钛废碎料、木废碎料等16个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自2019年12月31日起执行。

产能限制方面，发改委及工信部于2018年12月发布的《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》（发改办〔2018〕1655号）鼓励企业瞄准氧化铝综合回收率达到80%以上、吨氧化铝综合能耗低于380千克标准煤、吨氧化铝新水消耗低于3吨等先进指标；国土资源部于2017年12月印发《关于镁等矿产“三率”最低指标要求（试行）的公告》，对开采回采率、选矿回收率和尾矿综合利用率进行

了最低限制，既提高的矿产资源的综合利用水平也限制了不能满足该要求的现有产能及潜在产能。

安全生产及其他方面，国家安全生产监督管理总局于 2018 年 1 月印发《冶金企业和有色金属企业安全生产规定》，对各个生产环节应当进行的安全生产工作进行了全面规范。生态环境部等多部委于 2019 年 1 月联合发布的关于印发《废铅蓄电池污染防治行动方案》的通知，对于铅酸蓄电池生产、销售、回收等环节进行了规范，目标到 2020 年铅蓄电池生产企业通过落实生产者责任延伸制度实现废铅蓄电池规范收集率达到 40%；到 2025 年废铅蓄电池规范收集率达到 70%；规范收集的废铅蓄电池全部安全利用处置。

（4）行业展望

有色金属行业属于周期性行业，与宏观经济联系较为紧密。2018 年中国 GDP 增速为 6.6%，较 2017 年增速小幅回落。根据国务院总理的政府工作报告，2019 年中国预期 GDP 增速为 6%~6.5%，增速将进一步下滑并对周期性行业形成增长压力。行业政策上，国家一方面严控了产能过剩领域的新增产能，对行业内现有企业形成一定利好，但另一方面对环保、安全生产提出了严格要求，又对行业内现有企业形成一定资本投入压力和业务管控压力。整体看，有色金属行业将整体呈稳定态势，但部分资金紧张、环保无法达标、业务管控能力薄弱的企业将进一步退出市场，行业集中度将进一步提高。

煤炭

（1）行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别

显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过

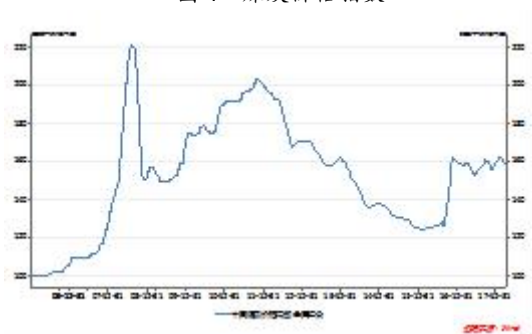
8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.48 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

图 4 煤炭价格指数

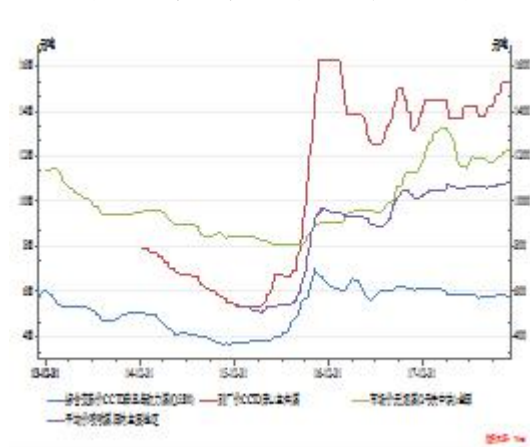


资料来源：Wind

自 2013 年以来，煤炭市场持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至历史低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山

主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 370 元/吨、550 元/吨、844 元/吨和 545 元/吨。

图 5 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入 2016 年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在 2016 年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 629 元/吨、1630 元/吨、903 元/吨和 962 元/吨，分别较 2015 年底大幅增长 70.00%、196.36%、6.99% 和 76.51%。

2017 年煤炭价格整体波动较大。2017 年上半年，受 330 工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至 2017 年 6 月 12 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 565 元/吨、1255 元/吨、1163 元/吨和 901 元/吨。进入 2017 年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于

600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年~2018年采暖季，由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

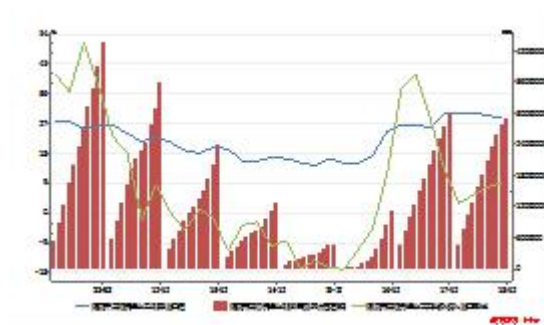
2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化、同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度

的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年~2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图6 近年煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

（2）行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特重大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布,华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地,始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港,然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限,主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一,连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后,国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施,以保证去产能政策按期完成。主要政策包括:

2016 年 2 月 1 日,国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号),制定的工作目标为:在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上,从 2016 年开始,用 3 至 5 年的时间,再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右,较大幅度压缩煤炭产能,适度减少煤矿数量,煤炭行业过剩产能得到有效化解,市场供需基本平衡,产业结构得到优化,转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日,国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》,通知主要内容是:全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日(原 330 日),将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整,作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日,国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确:专项奖补资金规模为 1000 亿元,实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日,国家发改委、国家能源局、国家煤矿安全监察局联合下发《关于实施减量置

换严控煤炭新增产能有关事项的通知》,通知主要内容有:未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产;已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建,“十三五”期间暂不释放产能;从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日,国家发改委、国家能源局、国家煤矿安全监察局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》,通知主要内容有:未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产;已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建,“十三五”期间暂不释放产能;从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日,发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上,做出决定,所有具备安全生产条件的合法合规煤矿,在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月,国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系,严格常态化执法和强制性标准实施,促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能,依法依规关停退出。

2017 年 5 月,国家发改委、国家能源局、国家煤矿安全监察局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》,意见强调:2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上,实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日,国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底,争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团,发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

2018 年 4 月 9 日,国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资

源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出 2018 年煤炭方面，力争化解过剩产能 1.5 亿吨左右，确保 8 亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。据国家应急管理 2019 年 1 月召开的新闻发布会公布的数据，2018 年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿 832 处、产能 1.5 亿吨。据此推算，8 亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩 1 亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

（3）行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心 2015 年 1 月 23 日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成 15 个亿吨级、15 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国 75% 以上。煤炭企业控制在 3000 家以内，平均规模提高到 150 万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤

炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016 年 12 月 30 日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为 8 亿吨和 5 亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭

需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

2. 水电行业分析

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量和水力发电量均保持增长

中国的水能资源丰富，理论蕴藏量 6.76 亿千瓦，技术可开发容量 4.93 亿千瓦，经济

可开发容量 3.78 亿千瓦。水能资源蕴藏量和可能开发的水能资源，中国均居世界第一位。水电行业作为电力行业中最重要清洁能源和可再生能源类型，占有极为重要的地位，在未来相当长的时期内，中国水力资源开发仍有巨大潜力。

近年来，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

目前中国逐步形成了金沙江、雅砻江、大渡河、乌江、长江上游、南盘江红水河、澜沧江、黄河下游、黄河中游、湘西、怒江、东北、闽浙赣等 13 大水电基地规划，实行资源优化配置，有序推进了我国水力资源的合理开发和利用，促进了水电事业可持续发展；我国的水电能源开发利用从改革开放前的技术可开发量不足 10% 提高到 37%。

根据中电联发布的《2017~2018 年度全国电力供需形势分析预测报告》，截至 2017 年底，中国全口径水电装机容量达 3.4 亿千瓦，同比增长 2.7%，占全国电力总装机的 19.1%。2017 年全国水电完成投资 618 亿元，同比增长 0.1%；全国水电发电量 1.19 万亿千瓦时，同比增长 1.7%；水电设备平均利用小时 3579 小时，较 2016 年提高 40 小时。

国家大力发展可再生能源，未来水电是国家发展再生能源的重点

2016 年 11 月 30 日，国家能源局发布了《水电发展“十三五”规划》，规划提出“十三五”期间，全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 6000 万千瓦左右，新增投产水电 6000 万千瓦，2020 年水电总装机容量达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.4 亿千瓦，抽水蓄能 4000 万千瓦，年发电量 1.25 万亿千瓦时，折合标煤约 3.75 亿吨，在非化石能源消费中的比重保持在 50% 以上。“西电东送”能力不断扩大，2020 年水电送电规模达到 1 亿千瓦。预计 2025 年全国水

电装机容量达到 4.7 亿千瓦,其中常规水电 3.8 亿千瓦,抽水蓄能约 9000 万千瓦;年发电量 1.4 万亿千瓦时。

整体看,水电作为可再生清洁能源,为国家政策鼓励发展产业,具备大规模开发的技术和市场条件,发展前景较好。

3. 城市基础设施建设行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设,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,但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下,地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热,导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别

是随着《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》”)的颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,仅作为地方政府基础设施建设运营主体,在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下,财政部通过《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 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务,并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后,国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理,弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性,而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来,地方债务管理改革持续深化,中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议,不断重申《43 号文》精神,坚决执行剥离融资平台的政府融资职能,建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制,并多次强调硬化地方政府预算约束,规范举债融资行为;坚决遏制隐性债务增量,决不允许新增各类隐性债务。此外,政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作,PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体(如融资债权人、承包商等)可以收益权、合同债权等作为基础资产,发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金,从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作,推动融资平台公司市场化转型,规范 PPP 合作行为,再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预	规范政府购买服务管理,制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单:(1)货物(原材料、燃料设备等)(2)建设工程新改扩建(3)基

	【2017】87号文	基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面

维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

凉山州矿产、水能等资源丰富，且近年来经济持续增长，为公司创造了良好的外部环境。

凉山州是我国最大的彝族聚居区，位于四川省西南部川滇交界处，东北分别与宜宾、乐山两市接壤，北连雅安、甘孜两地区，南与攀枝花市毗邻，全州面积 6.04 万平方公里，下辖 17 县市，有 14 个世居民族，2018 年底总人口 529.94 万人，彝族人口占 53.62%，是全国最大的彝族聚居区。

凉山州境内各类资源富集。凉山州地处著名的攀西裂谷成矿带，是中国乃至世界罕见的“聚盆”，被誉为“中国乌拉尔”。境内矿产资源十分富集，且品位高、埋藏浅、采选条件好、综合利用价值高。目前，已探明矿种 103 种，有相当储量的达 60 种，其中大型、特大型矿床 30 处，中型矿床 63 处。其中钒钛磁铁矿储量 13.73 亿吨；富铁矿 4985.8 万吨，全省第二；轻稀土氧化物总量 103.06 万吨，全省第一，中国第二；铜、铅、锌、锡（金属量）485.07 万吨，全省第一，在西南乃至全国都占有重要地位。贵金属盐、磷、白云石、硅石等金属、非金属矿中也有相当储量。凉山州水能可开发量达 6974 万千瓦，占四川省的 57%，全国的 15%，居全国第一，是国家“西电东送”的重要基地和骨干电源点。国家在“三江”（金沙江、雅砻江、大渡河）干流规划 14 座大型水电站中，凉山州境内有溪洛渡（1260 万千瓦）、白鹤滩（1305 万千瓦）、乌东德（780 万千瓦）、锦屏一、二级（800 万千瓦）等 12 座。

根据《凉山州国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年，凉山州分别实现地区生产总值 1314.84 亿元、1403.92 亿元和 1480.91 亿元，2017 年同比增长 5.3%，其中，第一产业增加值 296.52 亿元，增长 3.8%，对经济增长的贡献率为 14.5%；第二产业增加值 621.88 亿元，增长 5.0%，对经济增长的贡献率达到 39.1%；第三产业增加值 562.51 亿元，增长 6.5%，对经济增长的贡献率为 46.4%。人均 GDP 达到 30669 元，比上年增长 3.7%。三次产业比重为 20.0:42.0:38.0。

全州全部工业实现增加值 367.37 亿元，增长 2.1%，对经济增长的贡献率为 10.3%。2017 年底规模以上工业企业达到 323 个，规模以上工业增加值增长 1.8%，销售产值增长 4.7%。全州施工项目达到 1083 个，比上年增加 85 个，增长 8.5%。全州完成全社会固定资产投资 1134.04 亿元，比上年增长 2.0%。

2016 年 12 月，国泰君安证券股份有限公司与凉山州普格县签订“一司一县”《对接帮扶全面战略合作协议》，支持当地资本市场发展，推动贫困地区经济发展和产业升级。2017 年 7 月，国家开发银行四川省分行、中国农业发展银行四川省分行等 6 家银行分别与凉山州政府签订了金融扶贫战略合作协议，到 2020 年将累计给予凉山州产业发展、农村基础设施和基本公共服务建设、易地扶贫搬迁、个人精准扶贫贷款、文化旅游和教育扶贫等领域 1205.5 亿元的融资支持。未来，随着金融机构的各项支持逐步落地，凉山州的经济的发展较为乐观。

根据公开数据显示，2018 年，凉山州实现地区生产总值 1533.10 亿元，同比增长 4.00%，其中，三次产业增加值比重分别为 20.1:40.0:39.9。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 66.00 亿元，凉山州国资委为公司的控股股东和实际控制人，持有公司 65.11% 的股权，会理县、甘洛县等 11 家县国资办（委、局）和德昌县、雷波县、喜德县 3 家县财政局合计持有公司 34.89% 的股权。

2. 企业规模及竞争优势

公司是凉山州最重要的国有产业综合投融资主体，业务范围涉及多个领域，在凉山州经济和社会发展中居重要地位。

根据凉委办【2016】155 号和凉委发【2018】7 号文，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企业并全部划归公司统筹运营管理。其中，“1”即为公司，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、土地整理开发的综合主体；“6”即为六大国资平台：整合组建凉山州城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“凉山城投”），功能定位为凉山州城市资源营运和新兴战略产业投资主体，进行城市（镇）基础设施建设的投资、融资、建设和管理运营；整合组建凉山州工业投资发展有限责任公司（以下简称“凉山工投”），功能定位为全州传统工业产业、水电资源和装备制造业的整合运营、投融资主体，以及新材料、新能源等新兴产业的培育运营、投融资主体；充实完善凉山文化旅游投资发展有限责任公司（以下简称“凉山文旅投”），功能定位为全州民族文化艺术、旅游开发的投融资主体，以文化、艺术、旅游项目的开发、建设、运营和现代服务业等为主；充实完善凉山州交通投资发展有限责任公司（以下简称“凉山交投”），功能定位为全州交通基础设施建设、港口建设和现代物流产业的投融资主体，围绕交通项目的建设、管理、勘测、设计、监测等，以州内国省干道、高速公路、港口、码头、机场等建设、养护、客运等相关交通产业经济为主业；充实完善凉山州现代农业投资发展有限责任公司（以下简称“凉山农投”），功能定位为凉山农业产业化发展的投融资主体，以农业投资、服务三农、农业产业化、土地整理等为主业；适时组建凉山州国新投资管理有限责任

公司（以下简称“国新公司”），功能定位为州级国有资本整合运营、投融资主体，负责经营管理州国资委划转转入的州属国有企业，对州国资委移交的州级党政机关、事业单位经营性国有资产进行经营管理。上述六家平台业务范围不存在明显竞争，待整合完毕后，公司将成为凉山州唯一的国有资产运营和产业投融资统筹运作主体，在凉山州经济和社会发展中居重要地位。

公司作为凉山州最重要的国有产业综合投融资主体，根据凉山州经济发展规划进行矿产、水电等项目建设和运营，同时也承担凉山州境内的道路交通等基础设施建设。截至 2018 年 9 月底，公司合并范围包含 29 家一级子公司，其中负责矿产、水电、客运、酒店、融资担保、农产品等产业投资经营的主要子公司情况见下表。其中，子公司凉山州矿冶投资控股有限责任公司（以下简称“凉山矿投”）主要拥有两座有色铅锌矿区（已探明资源储量分别为 43 万吨和 294 万吨）和资源储量为 680 万吨的煤矿矿井等原矿资源，并拥有 1.40 万吨/年的锌精矿、1350 吨/年铅精矿、60 万吨/年原煤等矿产品生产线；四川省凉山州大桥水电开发总公司（以下简称“大桥水电”）拥有 6.58 亿立方米的大桥水库，以及 4×2.5 万千瓦装机容量容量的水力发电站，尽管发电机组装机规模一般，但大桥水电主要在丰水期蓄水、枯水期发电，在季节性调水发电方面起到重要作用；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”）共有 22 个全资汽车站，营运车辆 1249 辆，经营线路 240 条，承担了全州大部分旅客运输任务。

表 2 截至 2018 年 9 月底公司产业运营板块主要一级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	成立日期	持股比例	业务性质	简称
凉山州矿冶投资控股有限责任公司	138457.00	2015.3	68.42	矿业投资	凉山矿投
四川省凉山州大桥水电开发总公司	52552.00	1995.6	100.00	水利水电开发	大桥水电
凉山金源电力开发有限责任公司	2845.00	2005.10	100.00	金源电力	金源电力
四川省西昌汽车运输（集团）有限责任公司	2000.00	2002.8	100.00	汽车客运运输	西昌运输
凉山州中小企业信用融资担保有限责任公司	10000.00	2003.11	60.50	融资担保	凉山州中小保

西昌邛海宾馆置业有限责任公司	2000.00	2008.3	100.00	酒店经营	邛海宾馆
凉山州邛海泸山规划风景区开发建设有限责任公司	15000.00	2005.11	66.67	风景区建设经营	邛泸公司
四川西昌农垦有限责任公司	3833.29	1999.9	57.47	农林牧渔业养殖	西昌农垦
凉山州国投实业有限责任公司	20000.00	2016.5	100.00	国有资产经营、投资等	国投实业

资料来源：公司提供，联合资信整理

公路基础设施建设方面，子公司凉山交投承担了凉山州境内的大部分公路建设项目，目前承担的凉山州公路建设设计总投资额121.20亿元，截至2018年9月底已完成投资80.66亿元，在凉山州道路建设领域承担了重要职能。

凉山州州府所在地西昌市最大的城市开发建设主体为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”），股东为西昌市财政局；西昌国资主要在西昌市内从事安置房等基础设施建设业务，与公司业务领域重叠范围较少，不存在明显的竞争关系。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的管理经验，整体员工构成合理，素质较高，能够满足日常经营需要。

目前，公司主要高层管理人员共5人，其中董事长兼党委书记1人、党委专职副书记1人、副总经理1人、财务总监1人，目前总经理职位尚处于空缺，由董事长代理履行相关职能。

代义先生，1963年6月出生，中共党员，研究生学历。历任凉山州委办公室员工；西昌市经委副主任、机关支部书记；西昌市经委主任、党委（组）书记；西昌市财政局副局长，兼任西昌国资总经理；西昌市财政局局长、党组书记（任西昌国资董事长，兼任西昌市财政局党组副书记，西昌市财政局党组书记）；西昌市人民政府副市长；西昌市人大常委会副主任；2018年11月至今，任公司党委书记兼董事长。

施志华先生，1966年11月出生，中共党员，本科学历。历任凉山州矿冶实业公司副经

理；凉山州经济技术发展公司副经理、经理；凉山州对外贸易经济合作局外资外经科副科长；凉山州商务局招商引资经济协作科科长；凉山州商务局资源节约综合利用办公室副主任（正科级）；2015年2月至今，任公司副总经理。

周红女士，1967年12月出生，中共党员，本科学历。历任布拖县财政局预算股副股长、股长；布拖县财政局副局长；布拖县政协九届委员、布拖县四高乡党委副书记；凉山州民族自治州第七届妇女代表；凉山州民族投资有限责任公司财务会计、业务部门经理；凉山州民族投资有限责任公司副总经理；2008年12月至今，任公司党委委员、财务总监。

截至2018年底，公司本部员工人数102人。从教育程度来看，研究生以上学历的占0.98%，本科学历的占63.73%、大专及以下学历的占35.29%；从年龄结构来看，30岁以下的占18.63%、30~50岁的占59.80%、50岁以上的占21.57%；从职能来看，经营管理人员41人、专业技术人员22人、技能型人员5人、其他人员34人。

4. 外部支持

近年来，凉山州综合财力快速增长，转移性收入规模相对较大，财政平衡能力弱，政府债务规模一般。

2016~2018年，凉山州综合财力快速增长，分别为475.29亿元、514.69亿元和690.62亿元。从构成来看，凉山州一般公共预算收入持续增长，分别为121.03亿元、134.55亿元和146.20亿元，税收收入占比持续增长，2018年为62.47%，财政收入质量一般；政府性基金预算收入大幅增长，分别为28.31亿元、54.36亿元

和122.33亿元，主要系土地出让收入大幅增加所致；转移性收入分别为325.96亿元、325.78亿元和422.09亿元，2018年同比增长29.56%，主要系一般性转移支付收入中均衡性转移支付补助收入、县级基本财力保障机制奖补资金收入及专项转移支付收入的增长。作为国家西部大开发重点支持区域，凉山州转移性收入规模相对较大。

2016~2018年，凉山州一般公共预算支出快速增长，分别为459.15亿元、479.87亿元和681.37亿元，其中2018年社会保障和就业、医疗卫生、教育和一般公共服务刚性支出占比43.71%，财政支出弹性尚可。

2016~2018年，凉山州政府财政自给率分别为26.36%、28.04%和21.46%，财政平衡能力弱。

截至2018年底，全州政府性债务余额260.2亿元，其中一般债务219.8亿元，专项债务40.4亿元。总体来看，凉山州的政府债务规模一般。

公司在资本注入、资产划拨、股权划拨、财政补贴、易地扶贫资金等方面，持续获得有力的外部支持。

公司是凉山州最重要的产业投融资和国有资产经营主体，自成立以来在资本注入、资产划拨、财政补贴、易地扶贫资金等方面持续获得有力的外部支持。主要资产注入情况具体如下表。

表3 公司获得的主要资产注入情况（单位：亿元）

时间	文件名称	资产类型	账务处理
2009年	凉府办函【2009】142号文件	大桥水电、西昌运输、益门煤矿等13家州属国有独资、国有控股企业的全部国有资产或国有股权	作价7.10亿元，增加实收资本
2012年	雷府办函【2012】134号	400284.8亩国有林权	林权证书于2015年办妥，2015年按照40.12亿元的评估价值计入资本公积和存货
2013年	凉财建【2013】194号	财政拨款13.96亿元	增加资本公积
2013年	凉财预【2013】119号	财政拨款2.03亿元	增加资本公积
2014年	凉府办函【2014】311号文、凉国资发改【2014】21号	凉山州10家县级国资管理机构持有的10家县级国资公司的股权	作价15.01亿元，增加实收资本
2014年	凉财建函【2014】31号	交通大会战财政专项资金9.61亿元	增加资本公积
2015年	甘府土函【2015】98号	河东新区和工业园区5宗建设用地合计71.78万平方米	按照评估价值2.01亿元，增加资本公积
2015年	凉财建函【2014】34号	交通大会战财政专项资金18.52亿元	增加资本公积
2016年	《凉山州人民政府关于拨入交通建设项目资本金的通知》	交通建设项目资本金18.74亿元	增加资本公积
2016年	凉财企统【2016】88号	金源电力水电资源开发权折资入股资金8142.58万元，政府注资的68辆车评估值245.82万元，国有资本经营预算安排资本金343万元，州邛泸公司贷款本金3196万元	累计增加资本公积1.19亿元
2017年	凉国财发改【2017】48号	凉山州辖内喜德县、金阳县、美姑县和普格县4家县级国资机构以截至2017年9月末持有的4家县级国资公司股权作价8.02亿元投入公司，州国资委以其享有的公司资本公积6.20亿元转增资本	增加实收资本14.22亿元
2017年	--	会理县、普格县、德昌县、冕宁县等7个县级政府分别通过资本金拨付、资产划拨、债务置换等方式增加公司下属7家县级国资平台资本合计11.83亿元	增加资本公积

2018 年	凉国资【2018】63 号	凉山文旅投 100%股权（价值 2338.00 万元）、西昌永盛实业有限公司 29%股权（价值 357.36 万元）及猴王实业公司在凉山三江民爆有限责任公司 7.54%股权（价值 75.40 万元）及西昌永盛公司民爆仓库 138 亩土地 49%的份额（价值 541.35 万元）	累计增加资本公积 0.33 亿元
2018 年	凉国资【2018】116 号	州政府驻蓉办管理的长盛帝都酒店资产、凉山宾馆、原州政府驻京办管理的北京市东城区鼓楼东大街北锣鼓巷 91 号苑等	作价 1.29 亿元，增加资本公积

资料来源：公司提供，联合资信整理

财政补贴方面，2015~2017年，公司获得政府补助分别为1.72亿元、3.41亿元和0.29亿元，主要是经营专项补贴、贷款贴息等。2018年1~9月，公司获得政府补助0.23亿元。2018年，凉山州财政局将对公司的3.47亿元的资金安排纳入财政预算，分别用于归还凉山文旅投及凉山州邛海泸山规划风景区开发建设有限责任公司借款2.00亿元、凉山交投贴息资金0.50亿元、凉山文旅投贴息资金0.20亿元及公司贴息资金0.77亿元。

易地扶贫方面，凉山州是我国深度贫困“三区三州”连片特困地区之一，是全国脱贫攻坚的重点区域。根据凉府办函【2016】171号，凉山州人民政府确定公司作为凉山州实施易地扶贫搬迁项目的相关资金承接主体，与四川省国农投资管理有限责任公司（以下简称“川农投”）和县（市）投融资主体签订《易地扶贫搬迁政府购买服务协议》及《易地扶贫搬迁资金使用协议》，由川农投与国开行四川省分行、农发行四川省分行对接申请易地扶贫搬迁项目专项建设基金，并通过公司转贷给项目县（市）投融资主体。项目资金的偿还来源主要为省级财政下达的地方政府债务资金、中央财政对长期贷款给予的90%贴息及凉山州人民政府及县（市）级政府预算安排资金等。2016~2017年，分解下达至凉山州的易地扶贫搬迁贴息贷款规模分别为18.07亿元和15.24亿元，易地扶贫搬迁地方政府债务资金分别为6.11亿元和6.02亿元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10513401000727302），截至2019年2月19日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2019年4月9日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为健全，决策监督机制有效运行，但公司总经理还有待配备。

根据公司《公司章程》的规定，公司设股东会，由全体股东组成，为公司最高权力机构。

公司设董事会，由7人组成。其中，职工代表董事1名，通过职工大会民主选举产生；非职工董事由股东会选举或更换。董事每届任期3年，任期届满可连选连任。董事会设董事长1人，为公司法定代表人，由董事会选举和罢免。

公司设监事会，由5人组成。其中，职工监事2人，由职工大会民主选举产生，非职工监事由股东会选举产生。监事每届任期3年，任期届满，可连选连任。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

公司章程规定设总经理1名，副总经理若干人，财务负责人1人。总理由董事会聘任产生。目前，公司总经理空缺，暂由董事长代理相关职能。

2. 管理水平

公司建立了一整套较为健全的管理制度，有效地满足了公司日常经营管理的需要。

公司本部内设财务资金运营部、投融资资本运营部、工程项目代建管理部等 7 个部门，制定了投融资管理办法、内部资金管理办法、委托贷款业务管理办法、子公司管理等方面的制度，满足公司日常经营需要。

投融资管理制度方面，公司对投资项目的决策坚持审慎原则，建立健全科学有效的决策机制，充分预计和规避投资风险，规范投资决策行为；公司所开展的各项融资，必须具备完整、有效、符合融资要求的相关材料和手续；融资及担保额在 1000 万元及以下（以上）的项目，由公司董事会授权公司经营管理层（董事会）审定决策。

内部资金拆借方面，公司必须遵守“恪守信用、不得拖欠”的原则，制定了严格的审批权限，拆借利率不得低于实际融资成本并由公司经理办公会会议研究确定，资金拆借利息按季向借款公司收取，原则上不对体系外的企业进行资金拆借。

委托贷款业务方面，公司运用自有资金开展委托贷款业务应根据公司经营及资金运转情况合理控制规模。公司委托贷款的审批和发放，实行董事会授权下的限额管理，委托贷款的发放坚持审慎限额原则。委托贷款适用利率以中国人民银行基准贷款利率为基础，根据借款人的资金用途、项目情况、经济效益、信用程度以及市场利率等综合因素，在国家政策允许范围内确定上浮比例。公司对已发放出的委托贷款资金使用情况实施跟踪监督

为确保子公司运营的规范性，同时加强公司对子公司的控制力和约束力，公司对下属子公司的资产、人员、财务等方面制定了一系列的内控制度。公司对下属全资及控股子公司拥有重大事项的决定权，包括对外投资，收购和出售资产，重要合同（借贷、委托经营、委托理财、赠予、承包、租赁等）的订立、变更和

终止，重大经营性或非经营性亏损，遭受重大损失，重大诉讼、仲裁事项，重大行政处罚等重大事项。

七、经营分析

1. 经营概况

作为凉山州最重要的国有资产经营管理及产业投融资主体，公司业务板块多元，近年来营业收入和毛利率水平均保持较快增长，矿产品销售、运输及站务管理、电力销售、委托贷款及资金占用费是公司收入和利润的主要来源。

公司业务板块多元，营业收入主要来自矿产品销售、运输及站务管理、电力销售、建材销售、委托贷款及资金占用费等。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 15.80 亿元、19.03 亿元和 21.11 亿元，年均复合增长 15.61%，主要系业务拓展及主要业务板块（除矿产品销售）收入规模不同程度增长所致。

2015~2017 年，公司综合毛利率水平逐年提升，分别为 37.05%、47.21%和 56.77%，主要系收入占比较高的矿产品销售业务、运输及站务管理业务和电力销售业务毛利率增长所致，其中，2017 年矿产品销售业务毛利率为 52.03%，显著高于 2016 年的 25.18%，主要系矿产市场行情回暖、产品售价大幅提高所致；2017 年运输及站务管理业务毛利率为 33.62%，同比提升 21.87 个百分点，主要系该板块 2017 年会计核算时将相关员工及司机的人工费用由营业成本转计入管理费用核算所致。此外，公司委托贷款及资金占用业务资金所支付的利息均计入财务费用，不确认成本，故该两项业务毛利率均为 100%。公司其他业务板块以酒店餐饮、租赁、咨询服务及商品销售为主，经营成本较低，其他业务毛利率维持在较高水平。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 14.45 亿元，较 2017 年同期小幅增长 2.19%，综合毛

利率 54.39%。各主要业务板块收入占比基本保持稳定。

表 4 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	6.24	39.53	24.25	6.36	33.41	25.24	5.25	24.88	52.03	3.58	24.78	69.22
运输及站务管理	2.81	17.76	8.33	2.70	14.19	11.75	3.17	15.01	33.62	2.09	14.50	39.53
电力销售	1.37	8.68	39.55	1.32	6.91	36.03	1.46	6.93	41.75	1.36	9.41	56.47
建材销售	0.68	4.33	7.25	1.26	6.63	8.78	0.73	3.43	6.94	0.63	4.35	8.11
委托贷款	0.38	2.37	100.00	1.41	7.41	100.00	1.02	4.82	100.00	0.64	4.41	100.00
资金占用费	1.71	10.83	100.00	3.09	16.25	100.00	4.12	19.52	97.46	2.57	17.77	87.49
其他业务	2.60	16.49	54.86	2.89	15.20	68.41	5.37	25.42	46.45	3.58	24.78	23.76
合 计	15.80	100.00	37.05	19.03	100.00	47.21	21.11	100.00	56.77	14.45	100.00	54.39

注：其他业务包含商品销售、房产销售、餐饮住宿、租赁业务、农产品业务、咨询服务等。

2017 年及 2018 年 1~9 月因未将资金占用支付的利息计入财务费用，直接计入营业成本，故资金占用业务当期毛利率小于 100%。

资料来源：公司审计报告，2018 年 1~9 月数据由公司提供。

2. 业务经营分析

（1）矿产品销售业务

公司矿产品销售业务主要由子公司凉山矿投负责，近年来收入有所波动，毛利率受矿产品销售均价增长影响大幅提升。

公司矿产品板块可细分为金属矿产和非金属矿产两个子板块。其中，金属矿产板块生产销售的矿产品主要为铅、锌、铜矿相关产品，经营主体为子公司凉山矿投下属四川会理铅锌股份有限公司（以下简称“会理铅锌”）和四川西昌合力锌业股份有限公司（以下简称“合力锌业”）；非金属矿产板块以开采、加工、生产及销售煤矿相关产品为主，经营主体为凉山矿投下属凉山州益门煤矿（以下简称“益门煤矿”）。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司矿产品销售业务分别实现收入 6.24 亿元、6.36 亿元、5.25 亿元和 3.58 亿元，其中金属矿产品销售收入占比分别为 71.79%、65.41%、47.62%和 56.89%，2017 年以来受合力锌业停产影响占比大幅下降；同期，矿产品销售业务毛利率分别为 24.25%、25.24%、52.03%和 69.22%，2017 年毛利率大幅上升主要系矿产品市场回暖、环保标准提升及矿产资源短缺等因素综合影响，公司主要矿产品销售均价较上年均大幅提升所致。

金属矿产

会理铅锌是公司金属矿产品生产销售的主要经营主体，近年来产能利用率略有下降，产销率保持在较高水平；随着有色金属行业回暖，会理铅锌矿产品价格保持增长，整体收入有所提升；但由于持有矿区采矿证续办存在一定不确定性，矿产资源未来开采情况有待持续关注。

会理铅锌主要从事有色铅、锌、铜金属矿产的采选生产和经营，目前已形成矿产勘探、开采、选矿、冶炼、精炼以及深加工的纵向一体化产业链，营业收入主要来自铅、锌、铜精矿产品的销售。截至 2017 年底，会理铅锌总资产 5.43 亿元，资产负债率 20.79%；2017 年，会理铅锌实现营业收入 2.08 亿元，净利润 0.34 亿元。

矿产资源方面，会理铅锌拥有会理县天宝山矿区（以下简称“天宝山矿区”）和白玉县嘎依穷矿区（以下简称“嘎依穷矿区”）两座矿区。天宝山矿区矿产种类为铅矿和锌矿，已探明储量为 131.3 万吨，可开采储量为 98.86 万吨，设计年开采能力为 19.8 万吨/年，采矿权期限至 2019 年 9 月，会理铅锌正在积极推进采矿证续办流程，并通过在该矿区外围进行探矿工作，取得一定进展后申请相应采矿权。

嘎依穷矿区矿产种类为铜矿、铅矿和锌矿，已探明储量为 294 万吨，可开采储量为 182 万吨，设计年开采能力为 10 万吨/年，剩余可开采年

限为 15 年，由于环保要求严格，截至报告出具日，嘎依穷矿区采矿证尚在续办中，目前该矿区处于停产阶段。

表 5 会理铅锌拥有矿区资源储备情况

矿区名称	矿产种类	已探明储量 (万吨)	可开采储量 (万吨)	设计年开采能力 (万吨/年)	总可开采年限	剩余可开采 年限	采矿证到期 时间
天宝山矿区	锌、铅矿	131.30	98.86	19.8	10 年	8 年	2019 年 9 月
嘎依穷矿区	铜、铅、锌矿	294	182	10	18 年	15 年	2017 年 7 月

资料来源：公司提供

生产方面，会理铅锌的主要产品包括铅精矿和锌精矿，冶炼精矿的主要原材料均开采自自有矿山，原材料自给程度高。会理铅锌所开采的铜矿系锌矿伴生矿产，其储量属于不可探明部分，产量受伴生含量的影响较大，故公司在设计铜矿产能时，主要考虑开采能力，并根据前一期铜矿伴生含量进行适当调整确定，不同于一般矿产生企业的产能概念。由于铜矿开采量较小，铜精矿的产销量较小且不稳定。会理铅锌一般根据“以销定产”原则安排生产，近年来三种主要矿产品产销率均维持在 100% 左右。2016 年，随着有色金属市场下游需求的回暖，铅精矿和锌精矿产量较上年均有所增长，产能利用率分别达到 137.85% 和 111.26%；2017 年，受矿产市场行情影响矿产品价格大幅提升，需求较上年有所缩减，铅精矿和锌精矿的产能利用率分别为 96.62% 和 86.48%，产能利用情况整体较好。

销售方面，近年来会理铅锌三类主要矿产品产销率均维持在 93% 以上，产销率较高。2015~2017 年，随着有色金属行业价格提高，会理铅锌铅精矿和锌精矿的销售均价持续上涨，铅精矿三年销售收入分别为 0.23 亿元、0.32 亿元和 0.30 亿元，锌精矿三年销售收入分别为 1.45 亿元、1.57 亿元和 1.73 亿元，销售收入整体呈上升趋势。从下游销售客户来看，会理铅锌矿产品主要销售客户为驰宏实业发展（上海）有限公司、中色（上海）贸易有限公司、株洲冶炼集团股份有限公司和凉山荣达矿业有限公司等，下游客户集中度高，产品销售情

况对个别重要客户的依赖较大。会理铅锌与下游客户之间一般采用预付一定比例货款的结算方式，对于长期合作的客户，给予一定信用额度，对不同客户、不同产品的结算方式略有差异。

近年来，受环保政策制约及流动资金不足等因素影响，合力锌业产能利用率较低且逐年下降；2017 年以来，合力锌业持续处于停产状态，未来业务持续性存在较大不确定性。

合力锌业主要从事有色金属加工及高附加值稀贵金属回收等业务，经营模式主要通过向其他公司采购锌精矿等初级加工矿产品并对其进行深加工，形成锌锭等主要产品面向市场销售获取利润。截至 2017 年底，合力锌业总资产 7.43 亿元，资产负债率 103.63%，主要系其处于停产阶段，未分配利润为 -3.03 亿元；2017 年，合力锌业实现营业收入 0.42 亿元，净利润 -1.02 亿元。

采购方面，合力锌业主要产品锌锭的原材料均为外购，2015~2016 年，合力锌业前 5 大供应商的采购金额合计分别占当期采购总额的 88.93% 和 86.81%，供应商集中度高。由于会理铅锌要求对锌精矿中含银部分单独计价，不符合合力锌业的采购定价政策，因此合力锌业未向会理铅锌采购锌精矿。

生产方面，合力锌业根据市场需求“以销定产”，近年来，由于锌锭下游行业（镀锌、电池业、化学工业、印染等）普遍产能过剩，较大的经济下行压力导致锌锭产品市场需求低迷，此外，由于前期电解锌技改项目资金投

入较大，且项目未按计划投产形成资金回流，导致合力锌业生产缺乏流动资金支持，开工率不足，产能利用率持续较低且逐年下降。2015~2016年，合力锌业的产能利用率分别为45.32%和36.99%。2017年，由于生产线所处的西昌市成凉工业园进行规划调整，且按照《四川省人民政府办公厅关于印发四川省清理整顿环保违法违规建设项目工作方案的通知》（川办发[2015]90号），合力锌业进行环保搬迁转型升级，自2017年1月起停产。目前，合力锌业仍处于停产状态，已被纳入凉山州政府“一揽子”工作计划中，未来将通过处置其持有资产及政府惠民资金对合力锌业相关资产及员工进行安置。

表6 2015~2017年及2018年1~9月合力锌业锌锭加工业产销情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
产能（吨/年）	40000	30000	30000	30000
产量（吨）	18126	11098	521	--
销量（吨）	19015	13845	1292	6
销售均价（元/吨）	15229	15704	21055	20459
产能利用率（%）	45.32	36.99	1.74	--
产销率（%）	104.90	124.75	247.98	--
期末产品（锌锭）库存量（吨）	3712	965	194	188

注：合力锌业锌锭生产线产能为5万吨/年，2015年起逐步缩减产能，2015年的4万吨/年生产能力系全年加权平均的计划产能。
资料来源：公司提供

销售方面，合力锌业生产的锌锭等产品主要销往外地和用于出口，销售地区主要集中在华东和西南地区，2016年前五大客户销售金额合计占同期全部销售收入的75.20%，下游客户集中度较高。销售价格方面，2016年受益于有色金属市场回暖，合力锌业锌锭销售均价整体略有提升，但受限于环保政策制约及流动资金不足等因素影响，2016年合力锌业锌锭销量下

滑明显，销售收入同比有所下降。2017年以来，合力锌业因环保搬迁转型升级持续处于停产状态，仅对少量库存产品进行销售，或外购部分锌锭产品用于销售。

非金属矿产

近年来，随着煤炭市场行情回暖，益门煤矿产品销量及收入整体呈上升趋势。

益门煤矿成立于1958年，是凉山州属国有中型地方煤矿企业，负责州内外能源供给，主要进行煤矿资源的开采和原煤等煤矿产品的生产，兼营火力发电、制造蒸养砖等业务。截至2017年底，益门煤矿总资产4.78亿元，资产负债率79.29%；2017年，益门煤矿实现营业收入2.91亿元，净利润0.54亿元。截至2018年底，益门煤矿矿区面积1.01平方公里，查明资源储量为679.77万吨，可采储量509.83万吨，剩余可开采年限约16.9年，采矿许可证到期日为2027年9月。

生产方面，益门煤矿的主要产品为原煤、洗混煤和泥煤，2015~2017年，益门煤矿原煤的设计年产能为60万吨，产能利用率分别为80.27%、88.43%和96.42%，随着煤炭市场需求的回暖，原煤产量及产能利用率均逐年增长。洗混煤是原煤经过洗选工序进一步加工制成的煤产品，较原煤具有热值更高、相对节能环保的优点。益门煤矿每年度根据历史市场需求、当期已有订单情况等制定洗混煤生产计划，2015~2017年洗混煤设计年产能分别为7.85万吨、5.00万吨和4.00万吨。益门煤矿洗混煤产品采用以销定产的方式进行生产和销售，2016年5月起，随着煤炭市场回暖及洗混煤需求回升，洗混煤订单大幅增多，致使2016年益门煤矿洗混煤实际产量显著高于年初制定的计划产量，从而导致洗混煤产能利用率大幅提升；2017年，因当年开采煤质较好便于直接销售，洗混煤产销量同比均大幅下降。

表7 2015~2017年及2018年1~9月益门煤矿主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨、万元）

原煤							
年份	设计年产能	产量	产能利用率（%）	销量	均价	销售收入	产销率（%）

2015 年	60.00	48.16	80.27	30.85	410.00	10810.66	64.06
2016 年	60.00	53.06	88.43	26.20	450.96	10098.90	49.38
2017 年	60.00	57.85	96.42	49.44	634.08	26792.58	85.46
2018 年 1~9 月	60.00	41.44	69.07	37.48	607.62	19630.05	90.44
洗混煤							
年份	设计年产能	产量	产能利用率 (%)	销量	均价	销售收入	产销率 (%)
2015 年	7.85	8.40	107.01	8.40	453.66	3193.95	100.00
2016 年	5.00	25.86	517.20	25.85	385.91	8522.32	99.92
2017 年	4.00	3.95	98.75	3.78	549.42	1775.78	95.70
2018 年 1~9 月	4.00	2.16	54.00	0.90	648.17	504.82	41.67

注：公司洗混煤产能为根据市场需求情况制定的计划产能，即根据市场历史需求量及已有客户订单等确定的生产计划，不同于一般生产企业的产能概念。

资料来源：公司提供

销售方面，2015~2017 年，益门煤矿原煤的产销率分别为 64.06%、49.38%和 85.46%，产销率波动较大，主要系部分原煤进一步用作洗混煤等产品的加工，其销量一定程度受其他煤产品市场需求影响所致。同期，洗混煤的产销率分别为 100%、99.92%和 95.70%，产销率很高，主要系洗混煤采取订单式生产所致。销售价格方面，随着煤炭市场行情回暖，原煤和洗混煤销售均价呈上升趋势。2016 年，洗混煤的销售均价较上年有所下降，主要系洗混煤销售价格由热值和市场决定，当年所售产品的热值偏低所致。2017 年，原煤销量和均价显著高于上年水平，主要系当期开采煤质较好，原煤热值达到客户需求、可直接销售给客户所致；同时洗混煤需求相应减少，销量较上年大幅下降。下游销售客户方面，益门煤矿的销售客户主要分布于煤电、水泥、钢铁等行业，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，益门煤矿前五大下游客户销售金额合计占同期销售总额的比重分别为 47.57%、67.24%、50.21%和 67.28%，客户集中度较高。销售结算方面，益门煤矿与大部分客户签订有长期购销合同，主要采用先款后货的结算方式，为促进销售，益门煤矿对部分客户给予一定账期，形成一定数额的应收账款。

（2）运输业务

西昌运输是凉山州最大的道路运输企业，承担了全州大部分旅客的运输业务，具有较强的区域专营性。

公司运输及站务管理业务主要由子公司西昌运输运营。西昌运输是凉山州最大的道路运输企业，自成立以来承担了凉山州境内生活生产物资及旅客运输等业务，后期因安全风险及亏损严重等原因退出货运业务，目前其经营范围主要为道路旅客运输，兼营出租车客运、客运站经营和物业租赁管理等。

截至 2018 年 9 月底，西昌运输共拥有客运站 22 座，营运车辆 1249 辆，经营线路 240 条，主要为长途线路，覆盖了成都、昆明、攀枝花、甘孜、宜宾、乐山、雅安及全州各县市，承担了全州大部分的旅客运输任务，在凉山州交通运输市场中居于重要地位。此外，西昌运输已建成西昌西客站、会东新客运中心、昭觉货运站、雷波新汽车客运站和德昌货运站等客运站，服务范围覆盖攀西地区及云南、成都、乐山等区域，区域间铁路运输、航空运输对西昌运输的客运业务有一定分流效应，未来随着铁路路网的完善及航空线路的增加，或将进一步分流客运量。

表 8 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月西昌运输
客运经营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
运营车辆 (辆)	1518	1211	1265	1249
运营线路 (条)	302	194	236	240
拥有全资或 控股客运站 数(座)	22	21	22	22
旅客运量	1658.72	1612.51	1623.23	1237.47

(万人)				
旅客周转量 (万人公里)	118062.50	124798.20	128931.50	99169.90

注:2017年运营线路增加主要系将以前年度未统计的控股及参股公司经营线路统计在内所致,实际新增线路为5条。

资料来源:公司提供

2016年,西昌运输运营车辆及线路数量均较上年有较大下滑,主要系西昌运输将305辆运营车辆及100余条线路划转至美姑县新成立的农村客运公司所致,上述线路位于美姑县各乡镇,安全管理难度大,运营收支不平衡,划转后对公司客运业务影响不大;2016年下半年,凉山州内部分交通大会战道路项目建成通车,客运班次及旅客运量较2015年同期均有所增加,因此2016年旅客运量较上年没有明显减少,旅客周转量有所增长。2017年,西昌运输新增开通普格客运站,并新增农村客运线路1条和城镇公交线路4条,旅客运量和周转量较上年均有所增加。2015~2017年,西昌运输分别实现旅客运量1658.72万人、1612.51万人和1623.23万人,旅客运量小幅波动;同期,公司运输业务板块分别实现收入2.81亿元、2.70亿元和3.17亿元,其中客运收入分别为2.40亿元、2.42亿元和2.74亿元,客运收入逐年增长,其他收入主要来自客运站配套房

屋出租等;2015~2017年及2018年1~9月,运输业务毛利率分别为8.33%、11.75%、33.62%和39.53%,2017年以来毛利率大幅提升,主要系西昌运输将原计入营业成本的员工及聘用司机人工成本计入管理费用所致。

截至2018年9月底,西昌运输在建客运站共4个,分别为宁南汽车站、昭觉汽车站、盐源汽车站和木里汽车站,计划总投资1.26亿元,累计已完成投资0.74亿元,未来尚需投资0.52亿元,建设资金主要来自自有资金和少量财政补贴。目前西昌运输无拟建的客运站工程项目。

(3) 电力业务

大桥水电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;公司投资参建的光伏电站有望带来一定投资收益。

公司电力业务由子公司大桥水电运营,主要包括水力发电和上网收入。截至2018年9月底,大桥水电在运营的水力发电主体包括大桥水库电厂、石门坎电站和营盘山电站,并管理漫水湾电厂,总装机容量14万千瓦时。其中,大桥水库电厂的发电能力和发售电量最高,且实行季节性调水,上网电价更高,是公司电力业务收入的主要来源。

表9 截至2018年9月底公司电厂(电站)情况(单位:万千瓦、万千瓦时、元/千瓦时)

控股或管理的 电厂(电站)	期末 可控 装机容量	2015年		2016年		2017年		2018年1~9月		接入电网
		上网电量	平均综合 上网电价 (含税)	上网电量	平均综合 上网 电价(含 税)	上网电 量	平均综合 上网 电价(含 税)	上网电 量	平均综合 上网 电价(含 税)	
大桥水库电厂	10	34799.80	0.406	36007.43	0.368	38722.11	0.393	34222.7	0.343	国家电网 四川电力 公司
石门坎电站	1.5	5227.76	0.2281	6766.16	0.1882	6219.06	0.1969	3945.71	0.2316	盐源县电 力公司
营盘山电站	0.5	1742.59	0.2281	2255.39	0.1882	2073.02	0.1969	1315.24	0.2316	
漫水湾电站	2	11264.57	0.2698	12878.45	0.2628	13518.85	0.2618	9412.22	0.3025	西昌电力 股份有限 公司电网

资料来源:公司提供

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，总装机容量合计 10 万千瓦。依托于具备完全年调节功能的大桥水库，大桥水库电厂对安宁河干流进行季节性调水，在丰水期（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%，枯水期发电调水能力较强。

电力销售方面，大桥水库所发电量均输配至国家电网四川省电力公司的电网，大桥水电与国网四川省电力公司签订了 2015 至 2020 年购售电合同（合同编号：CDDY[2015]170），上网电价一般执行四川省水电机组标杆电价¹，枯水期和丰水期电价有上下浮动。结算方面，上网电量以月为结算期，实现日清月结，年终清算，国家电网四川电力公司每月抄表记录上网电量并计算电费，大桥水电在收到并网结算单时确认水电发电收入。由于大桥水电发电主要集中在枯水期，而水力发电主要是固定成本，2018 年 1~9 月单位收入分摊的成本相对较低，当期发电业务毛利率（56.47%）显著高于 2017 年全年的水平（41.75%）。

表 10 2015~2018 年 9 月大桥水库电厂机组生产及上网情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
机组情况				
期末可控装机容量（万千瓦）	10	10	10	10
电力生产情况				
发电量（万千瓦时）	33188	36978	38126	34326
上网电量（万千瓦时）	34800	36007	38722	34223
可控机组平均利用小时数（小时）	3318.0	3698.0	3812.0	3432.6
电				
平均含税综	0.40	0.37	0.39	0.34

¹ 根据川发改价格[2015]116号，四川省季调节（含不完全年调节）水电站标杆上网电价为 0.35 元/千瓦时，年调节和多年调节水电站标杆上网电价为 0.39 元/千瓦时。

力 销 售 情 况	合上网电价 (元/千瓦时)				
-----------------------	------------------	--	--	--	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，大桥水库电厂发、售电量持续增长，主要系来水量充沛所致；但上网电价有所波动，主要系大桥水库电厂的售电量中，参与国家电网统调的电量有所波动，售电量中包含直购电交易和外送电量，而直购电交易和外送电量的价格较统调统分上网电价偏低²。2018 年 1~9 月，受四川省发展和改革委员会关于调整四川电网丰枯峰谷电价政策有关事项的通知³影响，大桥水库电厂进行价格调整，且大桥水库电厂在 2018 年丰水期发电量增加，导致上网电价较 2017 年有所下降。

近年来，四川省新投运电站较多，来水量集中，电力供应过剩的矛盾突出，加之用电需求低迷，弃水弃电现象严重；此外，受政策影响，小水电开发受到限制，因此大桥水电暂停了新建小水电站项目，通过与中国电建合资成立冕宁中电建大桥新能源有限责任公司和会理中电建大桥新能源有限责任公司（大桥水电持股比例均为 40%），投资建设光伏项目，冕宁大田 10MW 光伏电站和会理黎州 20MW 光伏电站均于 2015 年底前后实现并网发电，2016~2017 年分别获得投资收益 334.20 万元和 271.30 万元。截至 2018 年 9 月底，大桥水电无在建和拟建的水电项目。

（4）委托贷款业务

公司委托贷款业务主要面向凉山州境内中小民营企业，借款主体经营稳定性较弱，部

² 2016 年宏观经济稳中缓降，用电需求低迷，四川省经信委核定的大桥水库合同电量较 2015 年减少 10000 万千瓦时，2016 年大桥水库电厂的上网（售）电量较上年底有减少，主要系售电量中包含参与直购电的交易电量 5730 万千瓦时，电价在批复电价基础上每度电下浮 0.08 元，以及外送电量 4483 万千瓦时，较合同电价减少 0.05 元/千瓦时。

³ 川发改价格【2017】582 号，从 2018 年 1 月 1 日起，水电丰枯电价调整为枯水期电价上浮比例从 30%下调为 24.5%。大桥水库电厂枯水期每度电价下调 0.02 元。

分贷款已发生逾期，公司存量委托贷款面临一定的坏账风险。

委托贷款业务由公司本部负责，将自有资金通过银行等中介机构向凉山州内中小企业及个人发放贷款，借款主体涉及电力、食品、金属冶炼、矿业、旅游、商贸等行业，较为分散；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，政府对公司提供约 5% 的贴息补助，以财政补贴形式计入“营业外收入”。

2015~2017 年底，公司委托贷款余额分别为 5.97 亿元、7.16 亿元和 7.43 亿元，规模逐年增长，利率区间为 7.00%~13.00%，期限多为 1~3 年，2015~2017 年分别实现委托贷款收入 0.38 亿元、1.41 亿元和 1.02 亿元，毛利率均为 100%。截至 2018 年 9 月底，公司委托贷款余额为 6.76 亿元，其中逾期尚未结清余额 0.88 亿元，截至 2018 年 9 月底计提资产减值损失 0.56 亿元，发生违约的借款主体涉及行业主要是处于产能过剩状态的矿产冶炼行业、经济附加值低且竞争激烈的小水电或小型电站行业等，企业经营和资金周转发生困难；以上违约贷款均有抵押物、反担保等措施，账务也计提了资产减值损失，逾期贷款采取正常方式追收，追收困难的将通过司法追偿程序以及处置抵押物等方式解决，待后续常规程序处理完后，预计可以完全覆盖违约损失。

总体看，为促进凉山州实体经济发展和加强招商引资，公司对凉山州境内的中小民营企业提供委托贷款业务，借款主体多属于产能过剩或竞争激烈的行业，部分贷款已发生违约，公司存量委托贷款面临一定的坏账风险。

（5）资金占用业务

近年来，公司资金占用费收入规模快速增长，主要来自对西昌国资预付资产收购款的成本补偿，预付规模较大，对公司形成较大的资金占用压力；此外，部分拆借款到期未及时回收，公司面临一定的坏账风险。

资金占用业务由公司本部负责，资金占用费计提比例约为 7.5%~10.5%。2015~2017 年，公司分别确认资金占用费收入 1.71 亿元、3.09 亿元和 4.12 亿元，占当期营业收入的比重分别为 10.83%、16.25%和 19.52%，资金占用费收入规模和对公司收入的贡献程度快速提高，但该收入来自对公司预付资产收购款及对外拆借款的资金成本补偿，并非公司主营业务，且预付款规模较高，对公司资金形成较大占用。

截至 2018 年 9 月底，公司资金占用余额为 46.41 亿元，主要为购买经营性资产占款以及部分行政机构安排暂借款项。其中，西昌国资对公司占款 35.50 亿元，形成原因主要系公司根据经营发展战略购买西昌国资部分经营性资产（海河天街 C 区经营性资产、民族风情园、海河二、三期、海河 B 区、海门渔村、听涛小镇、尤家屯、团结村），资产价值共计 77.56 亿元，公司自 2014 年起与西昌国资签订资产收购协议约定，在办妥相关产权转让手续之前，由公司先行支付部分预付款（计入“其他应收款”），西昌国资承诺对预付款部分支付资金占用费（7.5%~10.5%），并承诺到期如不能按时完成资产过户手续，则协议终止并及时退还相应款项。由于该资产位于西昌市邛海风景区的核心保护区内，相应产权办理流程长、审批程序复杂，目前资产过户手续的办理进度尚未确定，公司正与西昌国资协商收购协议展期事宜。除西昌国资外，公司资金占用业务的拆入方主要是凉山州内国有企业及政府、事业单位等，包括西昌城市建设投资管理有限责任公司 5.00 亿元、凉山文化广播电视传媒集团有限公司 2.00 亿元、凉山州西昌市金坤小额贷款有限公司（关联公司）2.30 亿元等。截至 2018 年 9 月底，公司资金占款中到期未及时收回的占款余额为 0.33 亿元，逾期占款主要为凉山州国有企事业单位举办政府活动或惠民工程向公司拆借款项，后续主要通过财政预算及专项资金逐年安排回款。

总体看，公司资金占用费收入规模和对公司收入的贡献程度快速提高，但该收入来自对公司资金占用的成本补偿，持续性较弱，且对公司形成较大的资金占用压力；此外，部分资金拆借款已到期尚未回收，存在一定坏账风险。

(6) 基础设施建设业务

公司承担了凉山州内大量基础设施及产业工程建设的投融资任务，在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

作为凉山州最重要的产业投资和国有资产经营主体，公司及下属子公司承担了凉山州范围内公路基础设施、矿产工程、水电工程、客运站等项目的投资建设任务，近年来陆续完工了月色风情小镇改造工程、会理铅锌八、九中段探矿工程、德昌东气风机叶片生产厂房等项目，公司对凉山州的经济发展和城市建设发挥了重要作用。

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建项目总投资额合计 141.85 亿元，累计已完成投资 88.97 亿元，未来尚需投资 52.88 亿元，存在较大的投资压力。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。公司暂无拟建项目。

表 11 截至 2018 年 9 月底公司及子公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	累计已投资额	尚需投资金额
凉山州公路建设项目	121.20	80.66	40.54
10 万吨电锌冶炼工程	16.00	5.05	10.95
拉拉铜矿经济适用房	1.85	1.41	0.44
各县汽车客运站建设项目	1.50	1.04	0.46
20 万吨/年真空制盐设备更新改造工程	1.00	0.54	0.46
益门煤矿煤井扩能技改工程（含真空盐项目）	0.30	0.27	0.03
合 计	141.85	88.97	52.88

注：凉山州公路建设项目资金由财政安排解决，其余在建项目为公司自建，资金由公司自筹。

资料来源：公司提供

凉山州公路建设项目由子公司凉山交投负责，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，计划总投资 121.20 亿元。资金安排方面，针对市区区间的公路建设项目，中央和省政府按照项目总投资的 40%~50%安排车购税补助资金和省级补助资金进行补贴，其余资金由凉山州政府安排解决；针对县域公路建设项目，建设资金全部由中央和省政府安排专项资金解决，州县政府负责公路周边的拆迁安置工作；针对镇（村）级公路建设项目，中央和省政府按照一定比例提供专项资金补贴，其余资金由州县政府自行解决。公司收到的政府专项资金按照具体用途⁴计入“专项应付款”和“资本公积”科目，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 2018 年 9 月底，凉山州公路建设项目累计完成投资 80.66 亿元，2019~2021 年分别计划投资 14.60 亿元、13.00 亿元及 12.93 亿元。

除上述投资建设项目以外，公司作为社会资本方参与投资多个 PPP 项目，项目类别主要为西昌市棚户区改造项目以及园区市政道路项目等，全部纳入财政部 PPP 项目库，并纳入地方财政预算。公司对项目公司的持股比例均为 40%（不并表），公司仅按照持股比例投入资本金（计入“长期股权投资”），项目建设资金由项目公司自行筹措，项目建成后公司按照预计收益率获得投资收益。截至 2018 年 9 月底，公司参与的主要 PPP 项目总投资额合计 82.53 亿元，其中项目资本金 19.98 亿元，公司按照持股比例 40%预计需要投资 7.99 亿元，累

⁴ 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”。

计已完成投资 3.88 亿元，未来尚需投资约 4.11 亿元。

表 12 截至 2018 年 9 月底公司参与的主要 PPP 项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目总投资额	项目资本金	公司持股比例	项目已投资额	公司累计已投资额	建设期间	预计收益率
西昌市航天大道东延线道路建设工程高枧乡棚户区改造拆迁安置点项目	35.70	5.94	40	15.23	1.40	2017.3.4~2020.3.4	9.05
西昌市高枧乡中所村棚户区拆迁安置点 E10 地块建设项目	9.29	2.29	40	2.28	0.40	2017.5.22~2020.5.22	9.10
西昌市小庙乡袁家村棚户区改造建设项目	9.10	3.81	40	2.42	0.40	2016.7.1~2019.6	9.10
西昌市小庙乡泸川天王山大道东地块棚户区改造安置点工程建设项目	13.36	3.36	40	6.97	1.04	2016.11.15~2019.4	9.10
成凉工业园区统规统建村民安置区 A 地块一期项目	2.92	0.62	40	1.74	0.19	2016.10.20~2019.4	9.10
凉山州创业创新孵化园及成凉园区市政道路项目	12.16	3.96	40	7.36	0.45	2016.12~2019.12	9.80
合 计	82.53	19.98	--	36.00	3.88	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

根据凉山州州级国资国企改革规划，凉山州政府计划以公司为核心将州内国有资产和产业资本整合集中监管，未来公司的平台地位有望进一步提升。

作为凉山州最重要的产业投融资和国有资产经营主体，公司自2008年成立以来，持续得到地方政府在资产划拨、资本注入、股权划转、政府补贴和税收优惠等方面的支持。根据凉山州政府2018年国资国企改革方案，拟以公司为核心组建州级“七大投”平台，其中公司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、土地整理开发的综合主体，其余六大平台分别专注于农业产业化发展、文化旅游开发、交通基础设施建设、城市资源开发和基础设施建设、工业整合运营以及国有资本管理六大板块，由公司对上述六大州级国有资本产业投资公司进行统一管理。截至报告出具日，六大平台尚处于资产整合过程，部分资产已划入公司合并范围，凉山州国资委将加快推进州级经营性国有资产集中统一监管，拟于2019年底初步完成六大平台的整合与合并，未来随着六大平台股权

及国有资产的陆续并入，公司的平台地位有望进一步提升。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015 年，公司投资新设 3 家一级子公司；2016 年，公司股权划入 1 家一级子公司，投资新设 2 家一级子公司，减少 1 家一级子公司；2017 年，公司新增 4 家一级子公司，对合并财务报表的固定资产、无形资产、资本公积有一定影响。截至 2018 年 9 月底，公司在合并范围内共拥有 29 家一级子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 595.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益 5.02 亿元）合计 212.59 亿元；2017 年，公司实现营业收入 21.11 亿元，利润总额 2.52 亿元。

截至 2018 年 9 月底,公司资产总额 580.43 亿元,所有者权益(含少数股东权益 5.09 亿元) 214.81 亿元; 2018 年 1~9 月,公司实现营业收入 14.45 亿元,利润总额 0.97 亿元。

截至 2017 年底, 母公司资产总额 356.86 亿元, 负债总额 254.24 亿元, 所有者权益总额 102.62 亿元; 2017 年, 母公司实现营业收入 8.10 亿元, 利润总额 0.84 亿元。

截至 2018 年 9 月底, 母公司资产总额 331.54 亿元, 负债总额 228.57 亿元, 所有者权

益 102.97 亿元; 2018 年 1~9 月, 母公司实现营业收入 5.48 亿元, 利润总额 0.33 亿元。

2. 资产质量

近年来,公司资产总额波动增长。资产中其他应收款占比大,资产流动性较弱,资产质量一般。

2015~2017年,公司资产总额快速增长,年均复合增长31.77%,截至2017年底为595.69亿元,同比增长19.08%,资产结构以流动资产为主。

表13 公司资产主要构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.08	14.89	77.83	15.56	89.46	15.02	72.33	12.46
其他应收款	88.91	25.92	132.24	26.44	164.44	27.61	164.78	28.39
存货	45.40	13.24	44.44	8.88	45.08	7.57	45.43	7.83
流动资产	209.37	61.03	269.98	53.97	314.45	52.79	297.58	51.27
可供出售金融资产	18.66	5.44	26.46	5.29	27.31	4.58	27.62	4.76
固定资产	27.79	8.10	21.76	4.35	32.28	5.42	32.88	5.66
在建工程	35.53	10.36	71.00	14.19	85.30	14.32	82.96	14.29
无形资产	19.32	5.63	19.13	3.82	22.45	3.77	24.47	4.22
其他非流动资产	16.85	4.91	58.09	11.61	70.05	11.76	68.82	11.86
非流动资产	133.68	38.97	230.24	46.03	281.23	47.21	282.85	48.73
资产总额	343.05	100.00	500.22	100.00	595.69	100.00	580.43	100.00

资料来源: 根据公司审计报告及2018年三季度整理

2015~2017 年, 公司流动资产快速增长, 年均复合增长 22.55%, 截至 2017 年底为 314.45 亿元, 同比增长 16.47%, 主要系货币资金和其他应收款增长所致。

截至 2017 年底, 公司货币资金为 89.46 亿元, 同比增长 14.94%, 其中受限资金 0.57 亿元, 系用于质押借款担保和对外担保的定期存款。

2015~2017 年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长 35.99%, 截至 2017 年底为 164.44 亿元, 同比增长 24.34%, 主要系与政府单位的往来款增加所致。公司其他应收款中采用账龄分析法计提坏账的款项 11.09 亿元, 绝大部分账龄在 1 年以内; 无风险组合的款项 104.01 亿元; 关联组合 49.36 亿元。从应收对象看, 公司其他应收款前五单位金额合计 71.07 亿

元, 占比 42.70%, 集中度一般, 主要系应收西昌国资的经营性资产收购款和应收政府单位的往来款, 回收风险相对可控; 其余其他应收款主要为公司发放给凉山州内中小企业及个人的委托贷款。

表 14 截至 2017 年底其他应收款前五名明细

(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	期限	款项性质
西昌市国有资产经营管理有限责任公司	47.82	28.73	0~4 年	经营性资产收购款
会理县财政局	8.47	5.09	0~1 年	往来款
越西县人民政府	5.31	3.19	0~1 年	往来款
德昌县国土资源局	4.90	2.94	0~1 年	往来款

会理自来水公司	4.57	2.74	0~2 年	往来款
合计	71.07	42.70	—	—

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货保持相对稳定，年均复合下降 0.36%，截至 2017 年底为 45.08 亿元，主要由消耗性生物资产（占比 89.80%）和原材料（占比 6.48%），其中消耗性生物资产为畜牧养殖业的后备牛 243 头和林业的 40.03 万亩国有林以及罗山溪、双河口、小沟等三处林区。

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 45.05%，截至 2017 年底为 281.23 亿元，同比增长 22.15%，主要系长期股权投资、固定资产、在建工程和其它非流动资产增加所致。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 20.97%，截至 2017 年底为 27.31 亿元，同比增长 3.20%，主要系对西昌电力、中国金属资源利用有限公司、凉山州商业银行、四川江铜稀土有限责任公司等的股权投资。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 27.32%，截至 2017 年底为 17.91 亿元，同比增长 48.99%，主要系追加对西昌市电建华浩投资建设有限公司、西昌市交建恒新投资建设有限公司、天长市中电建大桥新能源公司、甘洛县城乡基础设施投资开发有限公司等企业的投资 5.18 亿元以及权益法下确认对凉山矿业股份有限公司（以下简称“凉山矿业”）、凉山州西昌市金坤小额贷款有限公司（以下简称“金坤小贷”）等企业的投资损益 0.82 亿元所致。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 7.78%，截至 2017 年底为 32.28 亿元，同比增长 48.32%，主要系公司新增 4 户县级国资公司，以房屋建筑物作价入股所致。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 54.95%，主要系凉山州公路建设项目、电锌冶炼工程投资增加所致，截至 2017 年底为 85.30 亿元，同比增长 20.14%。

2015~2017 年，公司无形资产有所增长，年均复合增长 7.79%，截至 2017 年底为 22.45 亿元（土地使用权 21.89 亿元），同比增长 17.34%，主要系新增 4 家县级国资公司的土地使用权所致。

公司其他非流动资产以预付工程款、受托代建支出（接受委托实施保障性安居工程发生的支出）、棚户区统贷统还款（截至 2017 年底为 11.78 亿元）⁵、易地扶贫统贷统还款（截至 2017 年底为 11.77 亿元）⁶为主。2015~2017 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 103.92%，截至 2016 年底为 58.09 亿元，同比增长 244.86%，主要系收到相关部门拨付的大额棚户区统贷统还款、成昆铁路统借统还款及易地扶贫统贷统还款所致，截至 2017 年底为 70.05 亿元，同比增长 20.58%，主要系受托代建支出、棚户区统贷统还款、预付工程款等增加所致。

2015~2017 年，公司应收类款项占资产总额比例小幅波动，分别为 29.25%、26.71%和 28.04%，对公司资金形成一定占用。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 580.43 亿元，较上年下降 2.56%，主要系货币资金下降所致，其他科目较上年底变化不大。公司应收类款项占资产总额 29.01%，较上年小幅上升。公司受限资产 21.66 亿元，其中货币资金 2.19 亿元、可供出售金融资产 2.26 亿元、固定资产 7.84 亿元、无形资产 7.00 亿元、投资性房地产 2.39 亿元，占资产总额的 3.73%。

⁵ 根据凉府办函【2014】117 号，凉山州政府确定公司为凉山州危旧房棚户区改造项目国开行专项贷款州级融资平台。国开发展基金有限公司委托国开行向公司发放委托贷款（计入“其他应付款”），公司再拨付给成立的项目公司或指定下辖县市国资公司（计入“其他非流动资产”）用于项目资本金投入。

⁶ 根据凉府办函【2016】171 号，凉山州人民政府确定公司为凉山州实施异地扶贫搬迁项目的相关资金承接主体单位。公司将所承接的贷款资金（计入“其他应付款”）转贷至县市级政府（计入“其他非流动资产”），由县市级政府对异地扶贫搬迁统一负责，根据项目建设进度使用项目资金，统筹还款。

3. 资本结构

近年来，受股东增资以及政府支持影响，公司所有者权益增长较快，实收资本和资本公积占比较大，权益稳定性较好。

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增 15.53%，截至 2017 年底 212.59 亿元，同比增长 12.51%，主要系实收资本和资本公积增加所致。

2015~2017 年，公司实收资本不断增长，年均复合增长 16.62%，截至 2017 年底为 53.72 亿元，同比增长 36.01%，系凉山州国资委享有的资本公积 6.20 亿元转增实收资本以及喜德县财政局、金阳县国资办、美姑县国资办、普格县国资办分别对公司新增投资 3.14 亿元、0.05 亿元、0.04 亿元和 4.79 亿元。

2015~2017 年，公司资本公积不断增长，年均复合增长 12.82%，截至 2016 年底为 118.89

亿元，同比增长 19.57%，主要系政府拨入交通建设资本金 18.74 亿元、子公司收到政府拨入的同村公路 1.01 亿元以及将子公司合力锌业、益门煤矿等股权划转至非全资子公司凉山矿投而减少 2.82 亿元综合影响所致；截至 2017 年底为 126.56 亿元，同比增长 6.45%，主要系子公司少数股东增资 11.83 亿元、资本公积转增实收资本 6.20 亿元以及同一控制下合并 4 个县级国资公司减少 4.02 亿元综合影响所致。

2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 24.08%，截至 2017 年底为 15.93 亿元，同比增长 13.86%。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 214.81 亿元，较上年增长 1.05%，主要系收到政府注入的资本金导致资本公积增加 1.55 亿元所致。

表 15 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	39.50	24.80	39.50	20.90	53.72	25.27	53.72	25.01
资本公积	99.43	62.42	118.89	62.92	126.56	59.53	128.11	59.64
未分配利润	10.34	6.49	13.99	7.40	15.93	7.49	16.48	7.67
所有者权益合计	159.29	100.00	188.95	100.00	212.59	100.00	214.81	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年三季度整理

近年来，公司债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担尚可，2019 年面临较大的集中偿付压力；未来随着在建项目的持续投入，预计债务负担将有所加重。

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 44.39%，截至 2017 年底为 383.10 亿元，同比增长 23.07%，其中，流动负债占 41.32%、非流动负债占 58.68%，公司以非流动负债为主。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.69	7.45	14.96	4.81	10.78	2.81	9.17	2.51
其他应付款	39.15	21.31	93.35	29.99	124.85	32.59	120.97	33.09
一年内到期的非流动负债	6.13	3.33	9.14	2.94	11.28	2.94	46.29	12.66
流动负债	68.96	37.53	127.47	40.95	158.31	41.32	188.25	51.49
长期借款	55.62	30.27	84.37	27.11	97.21	25.38	53.35	14.59
应付债券	25.88	14.08	45.77	14.70	57.80	15.09	46.78	12.79
专项应付款	30.41	16.55	38.14	12.25	57.23	14.94	66.59	18.21

非流动负债	114.80	62.47	183.80	59.05	224.78	58.68	177.37	48.51
负债总额	183.76	100.00	311.27	100.00	383.10	100.00	365.61	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年三季报整理

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长51.52%，截至2017年底为158.31亿元，同比增长24.19%，主要系其他应付款增加所致。

截至2017年底，公司短期借款 10.78 亿元，同比下降 27.96%，由保证借款 8.19 亿元、信用借款 2.10 亿元和抵押借款 0.49 亿元构成。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长78.57%，截至2017年底为124.85亿元，同比增长33.73%，主要系易地扶贫专项资金、暂收待付款增加所致，其中暂收待付款系各子公司在经营过程中与往来单位发生的临时款项收付形成的往来款。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债11.28亿元，同比增长23.40%，主要是一年内到期的长期借款。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长39.93%，截至2017年底为224.78亿元，同比增长22.30%，主要系长期借款、应付债券和专项应付款增加所致。

截至2017年底，公司长期借款 97.21 亿元，同比增长 15.22%，其中质押借款 15.66 亿元、保证借款 36.85 亿元、信用借款 40.81 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 49.44%，截至 2016 年底为 45.77 亿元，同比增长 76.85%，主要系发行两期公司债 19.86 亿元所致；截至 2017 年底为 57.80 亿元，同比增长 26.28%，主要系发行私募债“17 凉山 01”11.96 亿元所致。

2015~2017年，公司长期应付款波动中快速增长，年均复合增长169.32%，截至2017年底为9.39亿元，同比下降24.36%，主要系融资租赁款减少所致。2016~2017年，公司有息性质的融资租赁款分别为11.04亿元和8.02亿元，应调整至有息债务核算。

2015~2017年，公司专项应付款快速增长，年均复合增长37.17%，截至2017年底为57.23亿元，同比增长50.04%，主要系子公司凉山交投收到省州财政拨入车购税专项资金19.15亿元所致。公司专项应付款前五名系凉山州交通大会站专项资金20.83亿元、会东县重点项目建设资金5.15亿元、南环线建设资金4.47亿元、易地扶贫项目资金1.78亿元和金阳县通村硬化路项目款1.62亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 365.61 亿元，较上年底下降 4.56%。其中，一年内到期的非流动负债 46.29 亿元，较上年底增加 35.01 亿元；长期借款 53.35 亿元，较上年底减少 43.87 亿元；应付债券 46.78 亿元，较上年底下降 19.07%，主要系将一年内到期部分分类为一年内到期非流动负债所致；专项应付款 66.59 亿元，较上年底增长 16.36%，主要系凉山交投收到的车购税以及收到地方债券置换资金所致。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 32.09%，截至 2017 年底为 177.81 亿元，同比增长 15.06%，主要系长期借款和应付债券增加所致，其中短期债务占 12.82%、长期债务占 87.18%，以长期债务为主。若将长期应付款中的有息债务融资租赁款调整至全部债务核算，截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 185.83 亿元，同比增长 12.38%，其中短期债务占 12.27%、调整后长期债务占 87.73%，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 64.31%、46.64%和 43.40%。截至 2018 年 9 月底，公司调整后全部债务 161.86 亿元，其中调整后长期债务 106.19 亿元（占 65.61%），公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比

率分别为 62.99%、42.97%和 33.08%，债务负担有所下降，公司整体债务负担尚可。

从债务期限结构情况看，2019~2021年，公司分别需偿还有息债务76.78亿元、23.83亿元和23.82亿元，分别占2018年9月底公司调整后全部债务的47.43%、14.72%和14.72%，公司2019年面临较大的集中偿还压力。

4. 盈利能力

公司经营业务多元发展，近年来，营业收入不断增长，营业利润率较高；期间费用较高，控制能力有待加强；公司利润总额对非经营性损益依赖程度逐年下降，整体盈利能力弱。

公司经营业务多元化发展，营业收入主要来自于矿产品销售、电力销售、运输管理、资金占用费等，2015~2017年，公司营业收入年均复合增长 15.61%，2017年为 21.11 亿元，同比增长 10.93%。同期，受西昌运输将原计入营业成本的员工及聘用司机人工成本计入管理费用影响，公司营业成本波动下降，年均复合下降 4.19%；受营业成本影响，公司营业利润率不断增长，分别为 33.47%、44.52%和 54.51%。

2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长率 31.00%，2017年为 10.48 亿元，对利润侵蚀较为严重，其中管理费用 4.74 亿元，主要以职工薪酬、折旧摊销费等刚性支出为主；财务费用 5.52 亿元，主要系有息债务的利息支出。公司期间费用率逐年上升，2017年为 49.65%，期间费用控制能力有待加强。

非经营性损益方面，2015~2017年，受被投资单位凉山矿业、金坤小贷、会理大铜有限责任公司等的经营状况以及市场波动影响，公司投资收益波动较大，分别为 1.27 亿元、0.68 亿元和 1.31 亿元；公司获得的政府补助分别为 1.72 亿元、3.41 亿元和 0.29 亿元，同期公司实现利润总额 1.95 亿元、4.13 亿元和 2.52 亿元，对非经营性损益依赖程度逐渐降低。

2015~2017年，公司总资产收益率有所波动，分别为1.77%、2.67%和1.97%；净资产收

益率也有所波动，分别为1.07%、1.93%和 0.86%。总体看，公司自身盈利能力弱。

2018年1~9月，公司实现营业收入 14.45 亿元，相当于 2017 年的 68.43%；公司期间费用 7.58 亿元，主要仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率进一步上升至 52.46%；公司获得政府补助 0.23 亿元，实现利润总额 0.97 亿元，相当于 2017 年的 38.57%。

5. 现金流分析

近年来，受经营业务获现能力的提升以及往来款净支出下降影响，公司经营活动现金流量净额由负转正；公司投资活动现金流量净额持续净流出，资金缺口较大；公司筹资活动力度较大，资金来源丰富，弥补投资活动资金缺口。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支及与企业间的往来款等。2015~2017年，公司经营活动现金流入快速增长，2017年为37.73 亿元，其中经营业务收到的现金21.37亿元，收到其他与经营活动有关的现金16.37亿元，主要系收到与其他单位往来款和保证金等。同期，公司现金收入比分别为105.78%、107.83%和 101.20%，收入实现质量较好。2015~2017年，公司经营活动现金流出不断增长，2017年为 36.10 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金10.70亿元，支付其他与经营业务有关的现金 17.82 亿元，主要系支付的往来款以及保证金等，其余为支付的职工薪酬和各项税费。2015~2017年，受收现质量提升以及往来款净支出下降影响，公司经营活动现金流量净额由负转正，分别为-2.54亿元、1.73亿元和1.64 亿元。

2015~2017年，公司投资活动现金流入波动较大，分别为35.47亿元、48.68亿元和22.05 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金占 90%以上，主要系收到的代建项目款及回收委托贷款及拆借资金本金。2015~2017年，投资活动现金流出波动较大，分别为65.12亿元、

112.84亿元和69.54亿元，主要系购建固定资产等支付的现金以及支付其他与投资活动有关的现金，其中投资支付的现金快速增长，2017年为15.88亿元，主要系股权投资和理财产品支出，支付其他与投资活动有关的现金48.64亿元，主要系发放委托贷款及拆借资金、受托代建资金、棚改资金支出等。2015~2017年，公司投资活动现金流量净额持续净流出，分别为-29.65亿元、-64.16亿元和-47.49亿元，资金缺口较大。

鉴于公司投资活动资金缺口较大，公司筹资力度相应较大。2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动增长，2017年为120.91亿元，其中吸收投资收到的现金8.17亿元，主要系收到的股东增资款，取得借款收到的现金55.99亿元、发行“凉山01私募”收到现金12.00亿元，收到其他与筹资活动有关的现金44.75亿元，主要系收到川农投拨入易地扶贫资金29.00亿元、棚户区改造资金2.00亿元以及各企业间的拆借资金。2015~2017年，公司筹资活动现金流出快速增长，主要系偿还债务本息，以及支付给各项目单位统借统还资金形成的支付其他与筹资活动有关的现金。

2018年1~9月，公司经营活动现金流量净额为0.76亿元，主要为经营业务收到的现金、收到往来款以及购买商品、接受劳务支付的现金、支付往来款。投资活动现金流量净额-0.26亿元，主要系收到与其他投资活动有关的现金、购建固定资产等支出、支付其他与投资活动有关的现金（发放的拆借资金以及委托贷款资金）；筹资活动现金流净额-14.53亿元，主要系取得借款和发行债务收到的现金以及偿还债务本息、支付统借统还资金。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般。公司对外担保规模较小，或有负债风险相对可控。考虑到公司获得的外部支持力度大、

且间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险小。

2015~2017年，受流动负债大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均不断下降，2017年底为198.63%和170.15%；2018年9月底，上述指标进一步下降至158.08%和133.95%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别由正转负，分别为-3.68%、1.36%和1.03%。2015~2017年和2018年9月底，公司现金类资产分别为51.18亿元、77.99亿元、89.93亿元和72.56亿元，分别为同期短期债务2.51倍、3.20倍、3.94倍和1.30倍，保障能力较强。公司整体短期偿债能力尚可。

2015~2017年，公司EBITDA有所波动，分别为7.17亿元，11.77亿元和10.69亿元，其中2017年EBITDA由折旧摊销2.33亿元、费用化利息支出5.85亿元和利润总额2.53亿元构成；2015~2017年，公司调整后全部债务/EBITDA分别为14.22倍、14.07倍和17.38倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年9月底，公司获得银行授信总额123.39亿元，已使用授信74.40亿元，公司融资渠道较为畅通。

截至2018年9月底，公司对外担保合计8.51亿元，担保比率为3.96%，被担保单位为凉山文化广播影视传媒集团有限公司（2.79亿元）、西昌瑞康钛业有限公司（0.12亿元）、雷波林业局（0.60亿元）和西昌国资（5.00亿元），除西昌瑞康钛业有限公司停产外，其余被担保企业均为国有企业，经营状态良好，公司对西昌瑞康钛业有限公司的担保将于2019年8月到期，该企业提供了抵押物进行反担保，目前未发生代偿。公司对外担保规模较小，或有负债风险相对可控。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行金额上限10.00亿元，分别相当于2017年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的6.13%和5.38%，本期中期票据的发行对公司债务水平影响较小。

2017年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为64.31%、46.64%和43.40%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，若本期中期票据发行金额达10.00亿元，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至64.90%、47.95%和44.87%，公司债务负担略有上升，考虑到公司本期中期票据全部用于偿还有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额上限的2.47倍、3.01倍和3.77倍；公司经营活动现金流量净额为本期中期票据发行金额上限的-0.25倍、0.17倍和0.16倍；公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额上限的0.72倍、1.18倍和1.07倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力较好，EBITDA对本期中期票据的覆盖能力一般。

十、结论

作为凉山州最重要的产业投融资和国有资产经营主体，公司承担了凉山州境内矿产、水电、客运等产业经营和投融资职能，同时对道路升级改造等基础设施项目进行投资建设，公司对凉山州社会经济发展起到重要作用。同时，凉山州经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

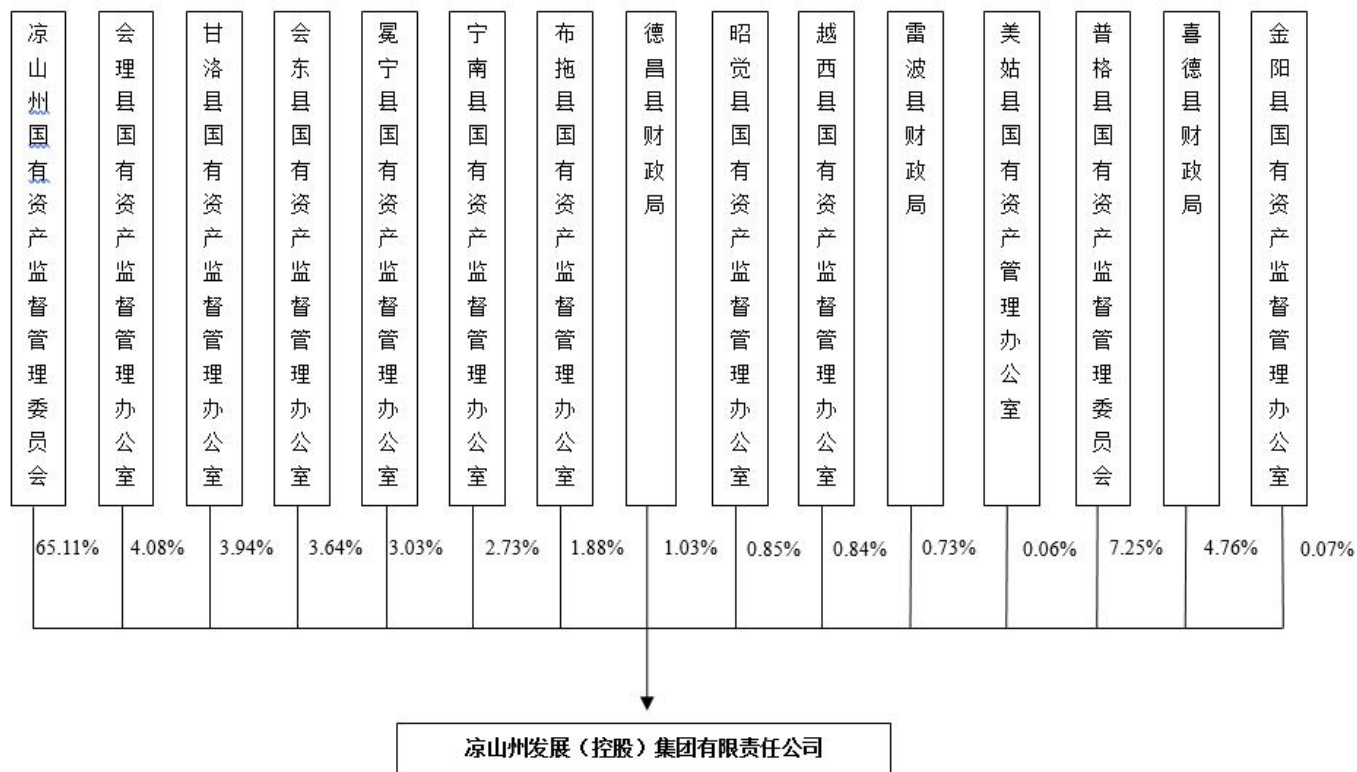
近年来，公司持续获得地方政府及凉山州国资委在资产划拨、股权划转、资本注入、财政补贴、易地扶贫资金等方面的大力支持，带

动公司资本实力快速提升。联合资信同时关注到，公司矿产板块发展受阻，资产流动性弱、资金占用程度高，债务规模快速增长，2019年面临较大的集中偿付压力。

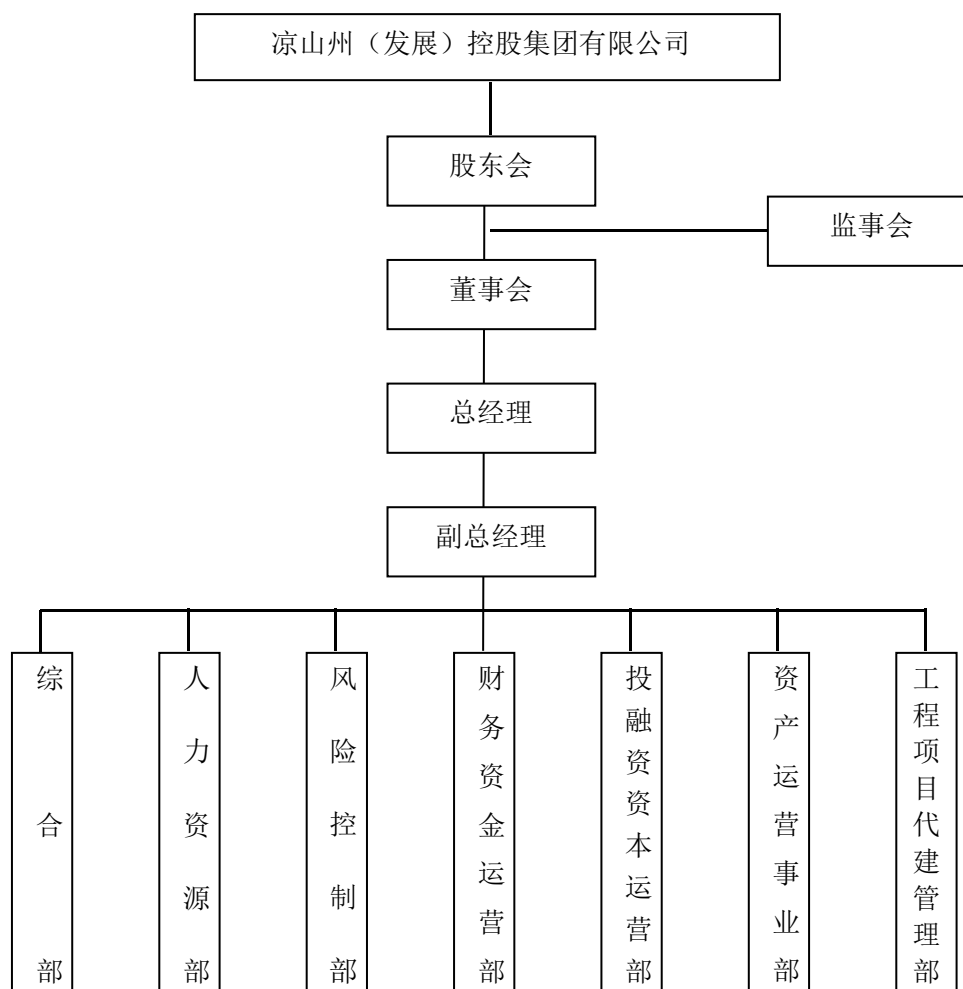
本期中期票据的发行对现有债务水平影响较小；公司EBITDA对本期中期票据待偿还本金保障能力一般，经营活动现金流入量对待偿还本金保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底公司合并范围一级子公司

企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	主要经营地	主要业务范围
四川省凉山州大桥水电开发总公司	52552.00	100.00	四川省西昌市	水利水电开发
凉山金源电力开发有限责任公司	16054.00	100.00	四川省会理县	电能资源的投资及开发
凉山州矿冶投资控股有限责任公司	18997.00	68.42	四川省西昌市	矿业投资
四川省西昌汽车运输(集团)有限责任公司	2020.40	100.00	四川省会理县	汽车客货运输
凉山州中小企业信用融资担保有限责任公司	15000.00	60.50	四川省西昌市	融资担保
西昌邛海宾馆置业有限责任公司	3053.00	100.00	西昌市西溪乡	酒店经营
凉山州邛海泸山规划风景区开发建设有限责任公司	15000.00	66.67	四川省西昌市	风景区建设经营
四川省凉山州盐源盐厂	101.16	100.00	四川省西昌市	生产销售盐
凉山州瑞昌农业开发有限责任公司	260.00	100.00	四川省西昌市	农产品购销
凉山州国有资产运营管理有限公司	25972.84	100.00	四川省西昌市	国有资产经营
凉山州交通投资开发有限责任公司	12000.00	100.00	四川省西昌市	交通基础设施建设经营
会理县国有资产运营管理有限公司	27373.00	100.00	四川省会理县	国有资产经营、管理等
会东县国有资产运营管理有限公司	24000.00	100.00	四川省会东县	国有资产经营、投资等
甘洛县国有资产经营有限责任公司	26000.00	100.00	四川省甘洛县	国有资产经营、投资等
冕宁县投资发展有限责任公司	20000.00	100.00	四川省冕宁县	国有资产经营、投资等
宁南县国有资产运营管理有限公司	18000.00	100.00	四川省宁南县	国有资产经营、投资等
布拖县国有资产投资经营有限责任公司	12225.00	100.00	四川省布拖县	国有资产经营、投资等
德昌县国有资产经营有限责任公司	6750.00	100.00	四川省德昌县	国有资产经营、投资等
昭觉县国有资产运营管理有限公司	5646.30	100.00	四川省昭觉县	国有资产经营、投资等
越西县国有资产运营管理有限公司	5549.72	100.00	四川省越西县	国有资产经营、投资等
雷波县金沙江国有资产经营有限公司	4826.24	100.00	四川省雷波县	国有资产经营、投资等
凉山州德昌工业集中区建设投资有限公司	510.00	100.00	四川省德昌县	建设投资
四川凉投房地产开发有限责任公司	230.25	100.00	四川省成都市	房地产开发、物业服务
凉山州国投实业有限责任公司	8405.41	100.00	四川省西昌市	国有资产经营、投资等
喜德县兴德投资开发有限责任公司	1000.00	100.00	四川省喜德县	国有资产经营、投资等
金阳县宏达国投发展有限责任公司	500.00	100.00	四川省金阳县	国有资产经营、投资等
美姑县国有投资发展有限责任公司	400.00	100.00	四川省美姑县	国有资产经营、投资等
喜德县国有资产运营管理有限公司	51194.02	100.00	四川省喜德县	国有资产经营、投资等
普格县国有投资发展有限责任公司	47863.00	100.00	四川省普格县	国有资产经营、投资等

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.18	77.99	89.93	72.56
资产总额(亿元)	343.05	500.22	595.69	580.43
所有者权益(亿元)	159.29	188.95	212.59	214.81
短期债务(亿元)	20.41	24.40	22.80	55.67
长期债务(亿元)	81.50	130.14	155.01	100.12
调整后长期债务(亿元)	81.50	141.18	163.03	106.19
全部债务(亿元)	101.92	154.54	177.81	155.79
调整后全部债务(亿元)	101.92	165.58	185.83	161.86
营业收入(亿元)	15.80	19.03	21.11	14.45
利润总额(亿元)	1.95	4.13	2.52	0.97
EBITDA(亿元)	7.17	11.77	10.69	--
经营性净现金流(亿元)	-2.54	1.73	1.64	0.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.37	2.97	10.66	--
存货周转次数(次)	0.22	0.22	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	105.78	107.83	101.20	101.87
应收类款项/资产总额(%)	29.25	26.71	28.04	29.01
营业利润率(%)	33.47	44.52	54.51	51.70
总资本收益率(%)	1.77	2.67	1.97	--
净资产收益率(%)	1.07	1.93	0.86	--
长期债务资本化比率(%)	33.85	40.79	42.17	31.79
调整后长期债务资本化比率(%)	33.85	42.76	43.40	33.08
全部债务资本化比率(%)	39.02	44.99	45.55	42.04
调整后全部债务资本化比率(%)	39.02	46.70	46.64	42.97
资产负债率(%)	53.57	62.23	64.31	62.99
流动比率(%)	303.62	211.80	198.63	158.08
速动比率(%)	237.78	176.93	170.15	133.95
经营现金流动负债比(%)	-3.68	1.36	1.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	13.13	16.63	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.22	14.07	17.38	--

注：1、2018 年三季度财务数据未经审计；2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；全部债务=短期债务+调整后长期债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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-营业税金及附加) / 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	
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%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 凉山州发展（控股）集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

凉山州发展（控股）集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

凉山州发展（控股）集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对凉山州发展（控股）集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，凉山州发展（控股）集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注凉山州发展（控股）有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现凉山州发展（控股）集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对凉山州发展（控股）集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如凉山州发展（控股）集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对凉山州发展（控股）集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与凉山州发展（控股）集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。