信用等级公告

联合〔2019〕2371 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及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，维持“19 凉山发展 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

凉山州发展（控股）集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 凉山发展 MTN001	10.00 亿元	2021/04/22[1]	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	77.99	89.93	73.15	64.22
资产总额(亿元)	500.22	595.69	607.95	615.14
所有者权益(亿元)	188.95	212.59	214.68	215.18
短期债务(亿元)	24.40	22.80	76.76	69.39
长期债务(亿元)	130.14	155.01	70.57	69.27
全部债务(亿元)	154.54	177.81	147.33	138.66
营业收入(亿元)	19.03	21.11	22.73	4.90
利润总额(亿元)	4.13	2.52	2.74	0.70
EBITDA(亿元)	11.77	10.69	11.02	--
经营性净现金流(亿元)	1.73	1.64	2.33	1.05
应收类款项/资产总额(%)	26.71	28.04	30.39	31.69
营业利润率(%)	44.52	54.51	56.35	60.97
净资产收益率(%)	1.93	0.86	0.89	--
资产负债率(%)	62.23	64.31	64.69	65.02
全部债务资本化比率(%)	44.99	45.55	40.70	39.19
流动比率(%)	211.80	198.63	135.54	135.24
经营现金流动负债比(%)	1.36	1.03	1.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.13	16.63	13.36	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：张雪婷　张 铖
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

[1]“19 凉山发展 MTN001”在存续期第 2 年末设有投资者提前回售或公司调整票面利率选择权；到期兑付日按投资者回售选择权行权日计算。

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。跟踪期内，凉山州经济持续增长，公司在凉山州境内区域专营优势明显，各业务板块稳步发展，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司资产流动性较弱，资金占用压力大，短期集中偿付压力较大，面临较大的筹资压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为凉山州最重要的国有资产经营主体，区域专营优势突出，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。

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

优势

1. 跟踪期内，凉山州经济持续增长，丰富的矿产、水能资源为公司经营发展提供了有力支撑。
2. 跟踪期内，作为凉山州最重要的国有资产经营主体，公司继续在凉山州境内矿产、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，各业务板块稳定发展，营业收入和毛利率稳步增长。
3. 跟踪期内，公司在资本注入、政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。

关注

1. 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，资产流动性较弱，资金占用压力大。
2. 公司在建基础设施及自营项目未来投资规模较大，面临较大的筹资压力。
3. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，未来

1~2 年将面临较大的集中偿付压力。

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。

凉山州发展（控股）集团有限责任公司跟踪评级报告

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”）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。2019 年 1 月 14 日，公司发布《关于公司名称变更、注册资本增加以及董事、监事、董事长和总经理发生变动的公告》称，公司名称由凉山州国有投资发展有限责任公司变更为现名；经公司股东决定同意，公司注册资本由 537218.81 万元变更为 660000.00 万元，全部由控股股东凉山州国有资产监督管理委员会（以下简称“凉山州国资委”）进行出资。上述变更已于 2019 年 1 月 10 日完成工商登记。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 66.00 亿元，新增注册资本尚未实缴，实收资本仍为 53.72 亿元，凉山州国资委持有公司 65.11%股权，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，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；纳入合并范围子公司 31 家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 607.95 亿元，所有者权益合计 214.68 亿元（含少数股东权益 6.25 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，利润总额 2.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 615.14 亿元，所有者权益合计 215.18 亿元（含少数股东权益 6.22 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.90 亿元，利润总额 0.70 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、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评公司存续债券为“19凉山发展MTN001”，债券余额10.00亿元，募集资金按照募集计划全部用于偿还有息债务。跟踪期内，“19凉山发展MTN001”尚未到利息支付日。

表1　截至2019年6月底跟踪评级债券概况

（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 凉山发展 MTN001	10.00	10.00	2019/04/22	3(2+1)

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 矿产行业分析

（1）有色金属

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、

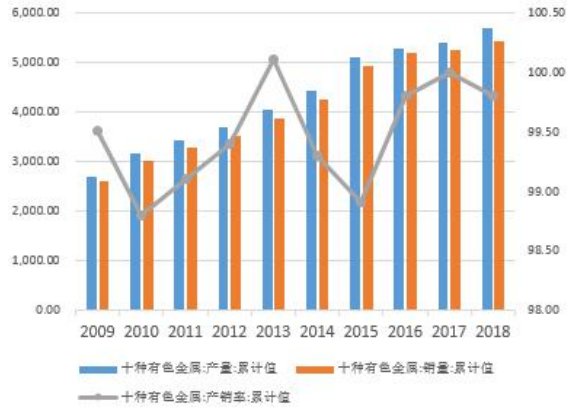
铅矿、锌矿、铝土矿和镍矿分别为 1.06 亿吨、0.90 亿吨、1.85 亿吨、50.89 亿吨和 0.11 亿吨，分别较 2016 年增加 4.9%、4.9%、4.2%、4.9%和 0.0%。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。具体来看，中国锡矿、钼矿、锑矿、钨矿、菱镁矿最为丰富，铜矿、铅锌矿较为丰富，铝土矿处于中等水平，镍矿较为较为贫乏。

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。

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。

图 1　中国十种有色金属产销量（单位：万吨、%）

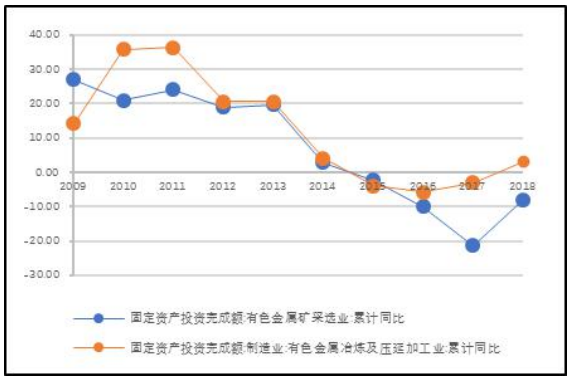


资料来源：Wind

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%。

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。

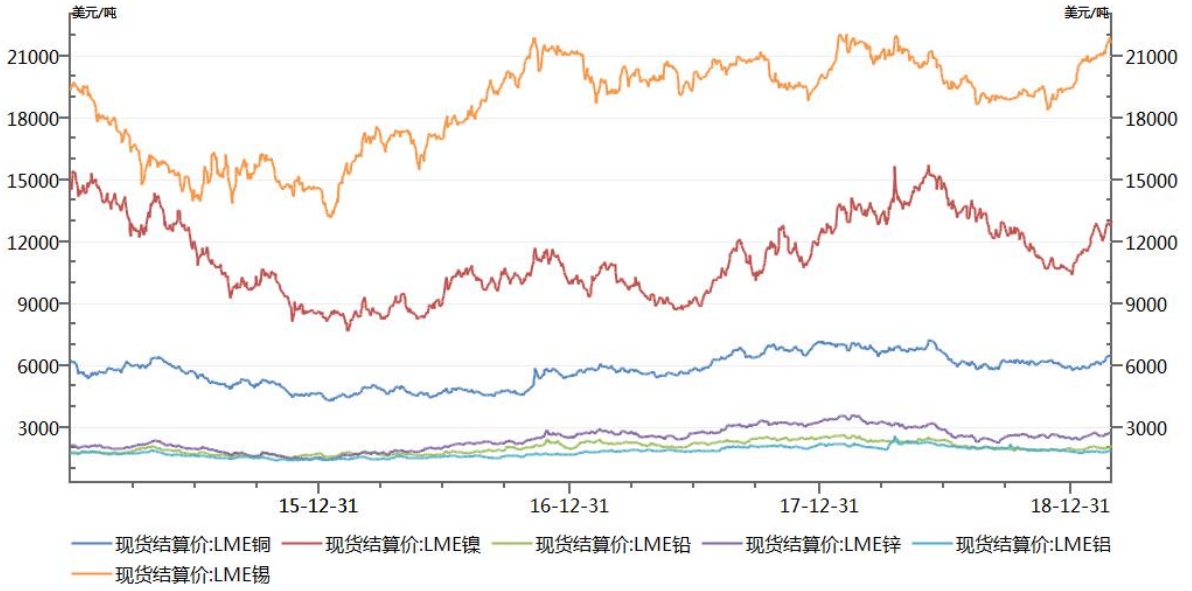
图 2　近年有色金属行业固定资产投资完成额增速（单位：%）



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

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》《非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。

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。

（2）煤炭

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

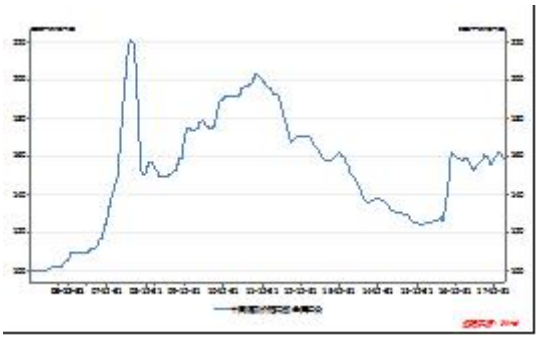
能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.48 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

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。

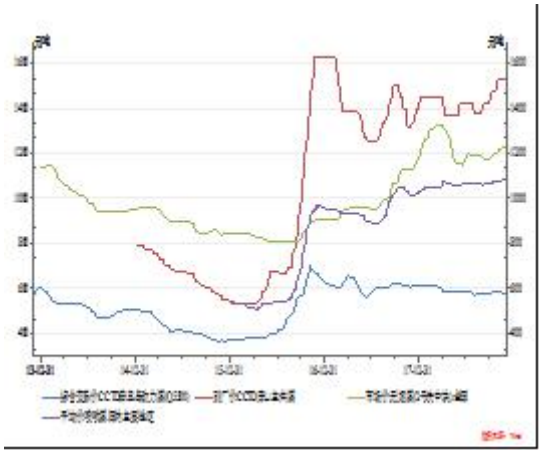
图 4　煤炭价格指数



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/

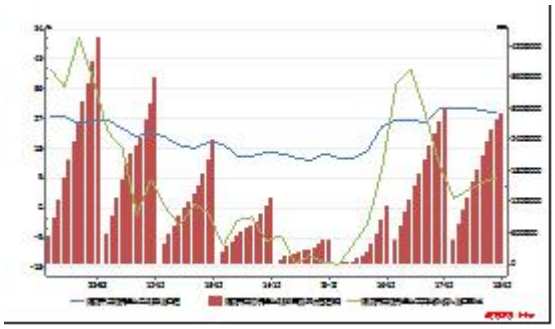
吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017 年~2018 年采暖季，由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至 2018 年 3 月 12 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 611 元/吨、1450 元/吨、1324 元/吨和 1054 元/吨，均较 2017 年 6 月份的价格有所上涨。

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）、喷吹煤平均价（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。2017~2018 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

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、国家煤监局联合下发《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、国家煤监局联合下发《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、国家煤监局联合下发《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。

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、产业链优势的行业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，部分生产成本高、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的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率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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的

支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化

建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

4. 区域经济

跟踪期内，凉山州经济持续增长，固定资产投资受工业产业发展影响较大，丰富的矿产、水能资源为公司经营发展提供了有力支撑。

凉山州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%，是我国最大的彝族聚居区。

凉山州境内各类资源富集。凉山州地处著明的攀西裂谷成矿带，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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，凉山州实现地区生产总值 1533.19 亿元，同比增长 4.0%。其中，第一产业增加值 307.61 亿元，增长 3.8%，对经济增长的贡献率为 18.8%；第二产业增加值 613.13 亿元，增长 0.6%，对经济增长的贡献率为 6.5%；第三产业增加值 612.45 亿元，增长 7.9%，对经济增长的贡献率为 74.7%。人均 GDP 达到 31472 元，比上年增长 3.1%。三次产业比重为 20.1:40.0:39.9。

全州全部工业实现增加值 345.63 亿元，下降 4.3%。2018 年底规模以上工业企业达 311 个，规模以上工业增加值下降 5.5%，销售产值下降 0.7%。固定资产投资方面，2018 年全州施工项目达 779 个，比上年减少 304 个，减少 28.1%。全州完成全社会固定资产投资 960.8 亿元，比上年下降 4.3%。

根据凉山州人民政府公开数据，2019 年一季度，凉山州实现 GDP337.88 亿元，同比增长 5.0%，三次产业结构调整为 18.1:39.8:42.2。2019 年上半年，凉山州全州全社会固定资产投资同比增长 16.1%，增速列全省第一位，比全省平均增速高 6 个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本为66.00亿元，实收资本为53.72亿元，凉山州国资委持有公司65.11%股权，为公司控股股东及实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员变动系正常人员调动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力未产生重大不利影响。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。

跟踪期内，公司高管人员发生变动，系正常人员调动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力未产生重大不利影响。截至 2019 年 3 月底，公司主要高层管理人员共 4 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，西昌市财政局书党组书记），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。

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%；从岗位划分来看，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。

3. 外部支持

跟踪期内，凉山州综合财力快速增长，转移性收入规模相对较大，财政自给能力弱，政府债务率较低。

2018 年，凉山州实现综合财力 723.28 亿元。从构成来看，凉山州一般公共预算收入持续增长，2018 年为 146.20 亿元，税收收入占比为 62.47%，财政收入质量一般；政府性基金预算收入 122.33 亿元，较上年大幅增长 125.04%，主要系土地出让收入大幅增加所致；转移性收入为 422.09 亿元，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所致。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，对综合财力贡献较大。

2018 年，凉山州一般公共预算支出 681.37 亿元，同比大幅增长 41.99%，其中社会保障和就业、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。2018 年，凉山州政府财政自给率为 21.46%，财政自给能力弱。

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，政府债务率（债务余额/综合财力）35.98%，政府债务率较低。

跟踪期内，公司在资本注入、财政补贴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，跟踪期内，公司持续在资本注入、财政补贴等方面获得有力的外部支持。

资本注入方面，2018 年 12 月，根据《凉山州发展（控股）集团有限责任公司 2018 年股东会决议》，经出席会议的股东代表全体审议通过，公司以注册资本认缴登记制方式增加注册资本，全部由控股股东凉山州国资委认缴，公司注册资本由 537218 万元增加至 660000 万元，相关工商变更已于 2019 年 1 月 10 日完成。此次增加的资本将以货币、股权划转等形式逐年到位。

财政补贴方面，2018 年，公司获得政府补贴收入 2945.94 万元，其中 2769.85 万元计入“其他收益”，主要为经营专项补贴、日常经费补助等；176.09 万元计入“营业外收入”，主要为惠民资金、水利建设基金等。

4. 企业信用记录

跟踪期内，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信用报告（机构信用代码：G10513401000727302），截至 2019 年 7 月 22 日，公司无未结清或已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 7 月 22 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司各业务板块经营正常，营业收入和毛利率均持续增长，收入构成较为稳定。

2018 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 7.64%。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，2018 年各主要业务板块均正常经营，营业收入构成稳定。

从毛利率来看，2018年，公司综合毛利率58.69%，较上年增长1.92个百分点，主要业务板块（除运输及站务管理）毛利率均有所增长。

2019年1~3月，公司实现营业收入4.90亿元，相当于2018年全年营业收入的21.56%。同期，公司综合毛利率63.33%，较2018年毛利率水平上升4.64个百分点。

表 3　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 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	5.25	24.88	52.03	4.83	21.24	60.73	1.22	24.95	50.57
运输及站务管理	3.17	15.01	33.62	2.68	11.78	31.70	0.84	17.08	40.00
电力销售	1.46	6.93	41.75	1.53	6.71	45.43	0.54	10.98	63.79
建材销售	0.73	3.43	6.94	1.15	5.06	7.65	0.34	7.02	14.65
委托贷款	1.02	4.82	100.00	0.98	4.33	100.00	0.19	3.79	100.00
资金占用费	4.12	19.52	97.46	4.92	21.65	98.60	0.93	18.97	100.00
其他业务	5.37	25.42	46.45	6.64	29.23	44.30	0.84	17.20	76.08
合　计	**21.11**	**100.00**	**56.77**	**22.73**	**100.00**	**58.69**	**4.90**	**100.00**	**63.33**

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
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）矿产品销售业务

跟踪期内，公司矿产业务正常开展，营业收入小幅下降，受矿产品销售均价高企影响，毛利率有所提升。公司采矿权续期情况有待持续关注。

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。跟踪期内，根据凉国资〔2018〕190号文件，公司原金属矿产板块经营主体四川西昌合力锌业股份有限公司（以下简称“合力锌业”）控制权被凉山州国资委收回，不再纳入公司合并范围。合力锌业自2017年1月起进入停产状态，故其划出对公司矿产板块经营和收入影响有限。2018年，公司实现矿产品销售收入4.83亿元，同比减少8.00%，其中金属矿产品销售收入占44.93%，占比较上年下降2.69个百分点。同期，矿产品销售业务毛利率较上年上升8.70个百分点至60.73%，主要系受矿产品市场回暖、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维持较高水平。2019年1~3月，矿产品销售收入1.22亿元，毛利率50.57%。

金属矿产

跟踪期内，会理铅锌仍是公司金属矿产品生产销售的主要经营主体，产销率保持在较高水平。受采矿权到期影响，2018年锌矿产销量缩减，未来仍需持续关注采矿权续期情况。

跟踪期内，公司金属矿产板块经营主体仍为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”）下属四川会理铅锌股份有限公司（以下简称“会理铅锌”），合力锌业划出合并范围。

矿产资源方面，跟踪期内，会理铅锌仍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”）两座矿区的采矿权，采矿证均已办理续期。天宝山矿区矿产种类为铅矿和锌矿，已探明储量为131.30万吨，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，跟踪期内嘎依穷矿区采矿权到期，处于停产状态，公司于2019年4月办理短期续期，采矿权期限续至2020年4月。目前公司正在办理所属矿区十年采矿权限，联合资信将持续关注公司采矿权续期情况。

表 4　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	2020 年 4 月

资料来源：公司提供

产销方面，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。2018年，受嘎依穷矿区采矿权到期影响，锌矿产量有所下降，会理铅锌铅矿、锌矿、铜矿产量分别为1464.58吨、10797.07吨、14.30吨。会理铅锌根据“以销定产”原则安排生产，产销率较高，2018年三类矿产品产销率分别为95.37%、97.18%、100.00%，实现金属矿产品销售收入2.17亿元。2019年1~3月，会理铅锌铅矿和锌矿的销量分别为247.63吨和2814.06吨，铜矿未实现销售，合计实现销售收入0.56亿元。

表 5　会理铅锌矿产品产销情况（单位：吨、元/吨）

矿种	2017年			2018年			2019年1~3月		
	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价
铅精矿（含银）	1304.32	1253.97	23844.10	1464.58	1396.79	21978.21	207.67	247.63	22215.19
锌精矿（含银）	12107.63	11361.93	15199.36	10797.07	10493.11	15488.06	1920.14	2814.06	12533.29
铜精矿（含银）	--	--	--	14.30	14.30	77543.69	--	--	--

资料来源：公司提供

非金属矿产

跟踪期内，益门煤矿生产经营正常开展，产销率有所上升，主要矿产品销售均价下滑，销售收入整体小幅下降。

跟踪期内，公司非金属矿产板块经营主体仍为凉山矿投下属凉山州益门煤矿（以下简称“益门煤矿”）。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。

产销方面，益门煤矿的主要产品为原煤和洗混煤。2018年，益门煤矿原煤的设计年产能分别为60万吨，产能利用率为89.42%，较上年有所下降。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、相对清洁环保的优点。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，2018年洗混煤设计年产能为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，2018年原煤和洗混煤产销率分别为85.50%和107.04%，较上年均有所提升。2018年，益门煤矿原煤和洗混煤销售均价均有

所下降，分别实现销售收入2.45亿元和0.20亿元，合计较上年下降7.06%。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，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，客户集中度较高。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。

表6　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（%）
2017 年	60.00	57.85	96.42	49.44	634.08	26792.58	85.46
2018 年	60.00	53.65	89.42	46.87	523.20	24520.59	85.50
2019 年 1~3 月	54.12	13.20	24.39	12.38	540.82	6697.84	93.79
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（%）
2017 年	4.00	3.95	98.75	3.78	549.42	1775.78	95.70
2018 年	4.00	3.55	88.75	3.80	534.70	2030.04	107.04
2019 年 1~3 月	4.00	1.44	36.00	0.15	586.21	86.68	10.42

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

（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。跟踪期内，西昌运输客运业务正常开展，客运量及客运收入有所下降，在建和拟建的客运站规模较小，投资压力一般。

跟踪期内，公司运输及站务管理业务仍主要由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。截至 2019 年 3 月底，西昌运输共拥有客运站 21 座，营运车辆 1216 辆，经营线路 241 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。

2018 年，西昌运输完成客运量 1602.55 万人，较上年减少 1.27%，实现运输业务收入 2.68 亿元，较上年下降 15.46%，毛利率小幅下降 1.92 个百分点至 31.70%。

表 7　西昌运输客运经营情况

项目	2017年	2018 年	2019年1~3月
运营车辆（辆）	1265	1215	1216
运营线路（条）	236	240	241
拥有全资或控股客运站数（座）	22	21	21
旅客运量（万人）	1623.23	1602.55	394.14
旅客周转量（万人公里）	128931.50	128256.40	31614.70

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，西昌运输在建客运站共4个，分别为宁南客运中心站、昭觉汽车站改建工程、盐源汽车客运中心站和木里汽车站局部完善工程，计划总投资1.30亿元，累计已完成投资0.70亿元，未来尚需投资0.60亿元，建设资金主要来自自有资金和少量财政补贴。截至2019年3月底，西昌运输拟建的客运站工程项目共4个，计划总投资1.80亿元。

（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；跟踪期内，得益于丰水期发电量增加，大桥水电上网电量及电力销售收入均有所增长；公司投资参建的光伏电站有望带来一定投资收益。

跟踪期内，公司电力业务仍由子公司四川省凉山州大桥水电开发总公司（以下简称“大桥水电”）运营，主要包括水力发电和上网收入。

表 8　截至 2019 年 3 月底大桥水电电厂（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	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 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）	
大桥水库电厂	10	38722.11	0.393	42084.63	0.367	13428.37	0.424	国家电网四川电力公司
石门坎电站	1.5	6219.06	0.1969	6683.52	0.2079	846.43	0.36	盐源县电力公司
营盘山电站	0.5	2073.02	0.1969	2227.84	0.2079			
漫水湾电站	2	13518.85	0.2618	13427.85	0.2621	2809.12	0.36	西昌电力股份有限公司电网
合　计	**14**	**60533.04**	**--**	**64423.84**	**--**	**17083.92**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 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。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。跟踪期内，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[1]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。2018 年，大桥水电完成上网电量合计 64423.84 万千瓦时，较上年增长 6.43%，实现电力销售收入 1.53 亿元，同比增长 4.79%，除大桥水库电厂上网电价下调以外，其他电站上网电价均有所提升，电力板块毛利率较上年提升 3.68 个百分点至 45.43%。2019 年 1~3 月，大桥水电完成上网电量 17083.92 万千瓦时，实现电力销售收入 0.54 亿元，大桥水库电厂平均综合上网电价高于 2018 年平均上网电价水平，主要系一季度处于枯水期上网电价上调所致，毛利率增至 63.79%。

表 9　大桥水库电厂机组生产及上网情况

项目		2017年	2018年	2019年1~3月
机组情况	期末可控装机容量（万千瓦）	10	10	10
电力生产情况	发电量（万千瓦时）	38126	42695	13542
	上网电量（万千瓦时）	38722	42085	13428
	可控机组平均利用小时数（小时）	3812	4269	1354
电力销售情况	平均含税综合上网电价（元/千瓦时）	0.39	0.37	0.42

资料来源：公司提供

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，跟

[1] 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。

踪期内暂未收到相关投资收益。截至 2019 年 3 月底，大桥水电无在建和拟建的水电项目。

（4）委托贷款业务

跟踪期内，公司委托贷款业务规模有所扩大，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”。账务处理方面，公司委托贷款余额计入“其他非流动资产”，其中一年以内到期的计入“一年内到期的其他非流动资产”，未收到的利息收入计入“应收账款”挂账处理。

截至 2018 年底及 2019 年 3 月底，公司委托贷款余额分别为 9.45 亿元和 9.52 亿元，利率区间为 4.75~18.00%，期限多为 1~3 年，公司委托贷款均有抵押、质押或第三方提供反担保措施。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现委托贷款收入 0.98 亿元和 0.19 亿元，毛利率均为 100%。截至 2019 年 3 月底，公司委托贷款中尚未解决的逾期贷款余额 2.51 亿元，其中 851.82 万元已进入司法追偿程序，发生违约的借款主体涉及行业主要集中于旅游、矿产及房地产行业等，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。

（5）资金占用业务

跟踪期内，公司资金占用费收入有所增长，仍主要来自对西昌国资预付资产收购款的成本补偿，占款规模较大，对公司资金形成较大占用；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%。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别确认资金占用费收入 4.92 亿元和 0.93 亿元，占当期营业收入的比重分别为 21.65%和 18.97%，资金占用费收入对公司营业收入的贡献程度较高，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，且预付款规模较大，对公司资金形成较大占用。

截至 2019 年 3 月底，公司资金占用余额为 43.90 亿元，计入“其他应收款”，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，西昌市国有资产经营管理有限责任公司（以下简称“西昌国资”）对公司占款 31.40 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，目前资产过户手续正在按照合同约定程序办理。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。截至 2019 年 3 月底，公司资金占款中到期未及时收回的占款余额为 0.23 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。

（6）基础设施建设业务

跟踪期内，公司继续承担凉山州内大量基

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，跟踪期内，公司及下属子公司继续承担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，对凉山州的经济发展和城市建设发挥了重要作用。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额合计 160.39 亿元，累计已完成投资 92.16 亿元，未来尚需投资 68.23 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。

表 10　截至 2019 年 3 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	138.74	82.92	55.82
10 万吨电锌冶炼工程	16.00	5.23	10.77
拉拉铜矿经济适用房	1.85	1.48	0.37
各县汽车客运站建设项目	1.50	1.09	0.41
布拖县城乡建设用地土地增减挂钩项目	1.00	0.61	0.39
20 万吨/年真空制盐设备更新改造工程	1.00	0.56	0.44
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	**160.39**	**92.16**	**68.23**

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，计划总投资 138.74 亿元。资金安排方面，针对市县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[2]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 2019 年 3 月底，凉山州公路建设项目累计完成投资 82.92 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 2019 年 3 月底，公司参与的主要 PPP 项目总投资额合计 87.24 亿元，其中项目资本金 21.23 亿元，公司按照持股比例 40%预计需要投入资本金 8.49 亿元，累计已完成投资 4.77 亿元，未来公司尚需投资约 3.72 亿元。

[2] 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”。

表 11　截至 2019 年 3 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	23.00	1.59	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	6.00	0.40	2017.5.22~2020.5.22	9.10
西昌市小庙乡袁家山村棚户区改造建设项目	9.10	3.81	40	8.70	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	9.50	3.80	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	2.80	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	10.00	0.47	2016.12~2019.12	9.80
宁远学校（原阳光学校南山校区）项目	2.50	0.70	40	2.50	0.28	2016.12.1~2019.3.12	7.95
西昌市海南乡棚户区拆迁安置点建设项目	2.21	0.55	40	2.00	0.40	2016.11.2~2019.9	9.10
合　计	**87.24**	**21.23**	**--**	**64.50**	**4.77**	**--**	**--**

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

公司提供了 2018 年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

2018 年，公司合并范围新增 2 家子公司，分别为成都霆彪置业有限责任公司（购买股权）和四川大凉山南红玛瑙有限责任公司（投资设立）。截至 2018 年底，公司合并范围子公司 31 家。2019 年 1~3 月，公司合并范围子公司无变化。上述新增子公司规模较小，对公司财务数据影响小，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构保持稳定，资产中应收类款项占比较高，对资金形成较大占用，资产流动性较弱。

截至 2018 年底，公司资产总额 607.95 亿元，同比增长 2.06%；其中流动资产占 51.11%、非流动资产占 48.89%，应收类款项对资金占用较大，公司资产流动性较弱。

表12 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	89.46	15.02	72.74	11.96	64.05	10.41
其他应收款	164.44	27.61	180.10	29.62	189.47	30.80
存货	45.08	7.57	44.80	7.37	44.97	7.31
流动资产	**314.45**	**52.79**	**310.70**	**51.11**	**311.33**	**50.61**
可供出售金融资产	27.31	4.58	26.16	4.30	26.31	4.28
固定资产	32.28	5.42	29.07	4.78	28.94	4.70
在建工程	85.30	14.32	96.25	15.83	101.69	16.53
无形资产	22.45	3.77	23.66	3.89	23.63	3.84
其他非流动资产	70.05	11.76	78.04	12.84	78.50	12.76
非流动资产	**281.23**	**47.21**	**297.25**	**48.89**	**303.81**	**49.39**
资产总额	**595.69**	**100.00**	**607.95**	**100.00**	**615.14**	**100.00**

注：其他应收款金额不包含应收利息和应收股利

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季报整理

截至2018年底，公司流动资产合计310.70亿元，同比下降1.19%，主要系货币资金减少所致。截至2018年底，货币资金72.74亿元，同比下降18.69%，主要为银行存款（占99.73%）。其中0.50亿元定期存款因用于质押借款担保而使用受限。

截至2018年底，公司其他应收款180.10亿元，同比增长9.52%，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2.63亿元，账龄1年以内的占60.30%、1~2年的占14.32%，计提坏账0.19亿元；关联方组合46.13亿元，无风险组合（对凉山州各级政府部门及下属关联单位应收款项）131.28亿元，均未计提坏账准备。从应收对象看，公司其他应收款前五名单位金额合计65.72亿元，占其他应收款期末余额合计数的36.40%，集中度一般。

表13 截至2018年底公司其他应收款前五名情况

（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	39.09	21.65	1年以内 1~2年 2~3年	资产收购款/收益、往来款
喜德县国土资源局	9.30	5.15	1年以内	保证金
会理县财政局	7.53	4.17	0~8年	往来款
西昌城市建设投资管理有限责任公司	5.11	2.83	1年以内	往来款
德昌县国土资源局	4.69	2.60	0~5年	新城区青苗补偿及征地款
合计	**65.72**	**36.40**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司应收类款项合计184.74亿元，占资产总额的30.39%，主要为应收政府单位款项，对资金占用较大，未来回收进度受政府资金安排影响较大，公司资产流动性较弱。

截至2018年底，公司存货账面余额44.80亿元，同比略有下降，主要由消耗性生物资产（占90.37%）和开发成本（占5.90%）构成，其中，消耗性生物资产为畜牧养殖后备牛234头和雷波县40.03万亩国有林以及罗山溪、双河口、小沟等三处林区；开发成本主要为二仙桥西一巷5号项目土地价款0.32亿元和当年合并子公司增加的霆彪置地广场开发成本1.50亿元。

截至2018年底，公司非流动资产297.25亿元，同比增长5.70%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致。

截至2018年底，公司可供出售金融资产26.16亿元，同比略有下降，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。截至2018年底，公司长期股权投资18.87

亿元，同比增长 5.37%，主要为持有的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”）、西昌川发投资有限责任公司等联营企业股份。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 21.19 亿元，较上年底保持稳定，采用成本计量和公允价值计量的房屋建筑物、土地使用权等资产账面价值分别为 6.59 亿元和 14.59 亿元，其中期末未办妥产权证书的房屋及建筑物账面价值 7.36 亿元，占比 34.73%。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 29.07 亿元，同比下降 9.94%，主要为房屋建筑物（占 79.30%），其中账面价值 3.74 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证书。

截至2018年底，公司在建工程96.25亿元，同比增长 12.83%，主要为凉山州公路建设项目 82.93 亿元、10 万吨/年电锌冶炼工程 5.23 亿元、凉山矿投经济适用房 1.48 亿元等。公司未对在建工程计提减值准备。

截至2018年底，公司无形资产23.66亿元，较上年底略有增长，主要为土地使用权（占 98.70%）及特许权、采矿权等，其中未办妥产权证书的土地使用权账面价值 0.07 亿元。

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）、棚户区统贷统还资金（截至 2018 年底为 12.01 亿元）[3]、易地扶贫统贷统还资金（截至 2018 年底为 11.01 亿元）[4]为主。截至 2018 年底，其他非流动资产合计 78.04 亿元，同比增长 11.40%，主要系受托代建支出、委托贷款、预付工程款等增加所致。

表 14　截至 2018 年底公司其他非流动资产构成情况

（单位：亿元）

项　目	金额
受托代建支出	17.44
棚户区统贷统还资金	12.01
易地扶贫统贷统还资金	11.01
预付工程及设备款	16.95
委托贷款	7.76
成昆铁路统贷统还资金	6.39
购买土地使用权预缴资金	3.03
其他	3.45
合　计	**78.04**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产规模 615.14 亿元，较 2018 年底增长 1.18%，资产构成保持稳定，各主要科目均无重大变化。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 8.65 亿元。其中，受限货币资金 0.50 亿元、受限存货 1.21 亿元、受限固定资产 6.76 亿元、受限无形资产 0.18 亿元，全部用于借款抵质押担保。公司受限资产账面价值占同期资产总额的比重为 1.41%，资产受限比例低。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益在资本公积和未分配利润带动下保持增长，实收资本和资本公积占比高，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益 214.68 亿元，同比增长 0.98%。其中，实收资本未发生变化，仍为 53.72 亿元，占比 25.02%；资本公积为 127.12 亿元，同比小幅增长 0.44%，占比 59.21%；未分配利润 17.42 亿元，同比增长 9.39%，占比 8.11%。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

跟踪期内，公司负债规模小幅增长，整体债务负担一般，但短期债务增长较快，面临较大的短期集中偿付压力；未来随着在建项目的持续投入，预计债务负担将进一步加重。

截至 2018 年底，公司负债总额 393.27 亿元，较上年底增长 2.66%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和专项应付款增长

[3] 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。

[4] 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。

所致。从构成来看，公司流动负债比重大幅提升，截至 2018 年底，公司流动负债占 58.29%、非流动负债占 41.71%，负债结构转为以流动负债为主。

表 15　公司负债及所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.78	2.81	5.42	1.38	8.38	2.10
应付账款	4.74	1.24	6.52	1.66	6.38	1.60
其他应付款	124.85	32.59	140.28	35.67	148.66	37.17
一年内到期的非流动负债	11.28	2.94	71.34	18.14	61.01	15.25
流动负债	**158.31**	**41.32**	**229.24**	**58.29**	**230.20**	**57.56**
长期借款	97.21	25.37	40.73	10.36	39.43	9.86
应付债券	57.80	15.09	29.84	7.59	29.84	7.46
长期应付款	66.62	17.39	90.64	23.05	97.67	24.42
非流动负债	**224.78**	**58.68**	**164.04**	**41.71**	**169.76**	**42.44**
负债总额	**383.10**	**100.00**	**393.27**	**100.00**	**399.96**	**100.00**
实收资本	53.72	25.27	53.72	25.02	53.72	24.97
资本公积	126.56	59.53	127.12	59.21	127.19	59.11
未分配利润	15.93	7.49	17.42	8.11	17.90	8.32
所有者权益合计	**212.59**	**100.00**	**214.68**	**100.00**	**215.18**	**100.00**

注：其他应付款金额不包含应付利息和应付股利
资料来源：根据公司审计报告及2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动负债 229.24 亿元，同比大幅增长 44.80%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 5.42 亿元，同比下降 49.67%，由保证借款 4.00 亿元、信用借款 1.08 亿元和抵押借款 0.35 亿元构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）140.28 亿元，同比增长 12.36%，主要系往来款及政府借款增加所致，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。

表 16　截至 2018 年底公司主要其他应付款情况

（单位：亿元）

款项性质	金额
易地扶贫专项资金	49.11
往来款及政府借款	21.54
城市棚户区改造资金	16.03
受托代建项目资金	11.96
建设项目保证金	8.32
暂收待付款	7.15
企业间拆借资金	5.60
地方政府债券置换	5.49
惠民工程企业改革专项资金	3.35
经营性押金及保证金	2.75
其他	8.98
合　计	**140.28**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 71.34 亿元，同比大幅增加 60.06 亿元，主要系一年内到期的长期借款（34.14 亿元）和应付债券（35.97 亿元）大幅增长所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 164.04 亿元，同比下降 27.02%，主要系 2019 年集中到期的长期借款和应付债券规模大，调整至一年内到期的非流动负债所致。

截至2018年底，公司长期借款40.73亿元，同比下降 58.10%，由 12.51 亿元质押借款、13.65 亿元信用借款、11.34 亿元保证借款和 3.23 亿元抵押借款构成。

2018 年，公司发行两期非公开公司债合计 7.94 亿元，同时将 2019 年到期的应付债券 35.97 亿元调整至一年内到期的非流动负债科目，受上述因素综合影响，截至 2018 年底，公司应付债券账面余额 29.84 亿元，较上年底

下降 48.37%。

截至 2018 年底，公司长期应付款 90.64 亿元，其中以融资租赁款为主的长期应付款 6.80 亿元，同比下降 27.59%，应调整至有息债务核算；专项应付款 83.83 亿元，同比增长 46.49%，主要为各级政府拨付的项目建设资金和易地扶贫专项资金。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 399.96 亿元，较 2018 年底增长 1.70%，负债结构保持稳定，仍以流动负债为主，各主要科目均无重大变化。

有息债务方面，由于长期应付款中融资租赁款为有息借款性质，应调整至长期债务核算。截至 2018 年底，公司调整后全部债务 152.84 亿元，同比下降 17.75%。其中，短期债务 76.76 亿元，较上年底大幅增长 236.70%，占调整后全部债务的比重为 50.23%，公司短期集中偿债压力大；调整后长期债务 76.08 亿元，占比 49.77%。债务期限结构分布方面，2019~2021 年，公司分别需偿还有息债务 76.76 亿元、23.84 亿元和 23.81 亿元，分别占 2018 年底公司调整后全部债务的 50.23%、15.60%和 15.58%，公司未来 1~2 年面临较大的集中偿付压力。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 144.52 亿元，较 2018 年底下降 5.44%，系偿还到期债务所致。

债务指标方面，2018 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由 2017 年底的 64.31%、46.64%和 43.40%调整为 64.69%、41.59%和 26.17%。2019 年 3 月底，上述三项指标分别为 65.02%、40.18%和 25.88%。整体看，公司债务负担一般，未来随着在建项目的持续投入，预计债务负担将有所加重。

3. 盈利能力

公司经营业务多元发展，跟踪期内，营业收入持续增长，营业利润率较高；公司期间费用控制能力弱，期间费用对利润侵蚀严重；公司利润总额对非经营性损益依赖程度一般，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。2018 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 7.64%。同期，公司营业利润率为 56.35%，较上年略有上升。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用 10.87 亿元，同比增长 3.67%，其中管理费用 4.66 亿元、财务费用 6.04 亿元，期间费用占营业收入的比重为 47.82%，期间费用对利润侵蚀严重，公司期间费用控制能力有待加强。

非经营性损益方面，受被投资单位凉山矿业、金坤小贷等的经营状况以及市场波动影响，2018 年公司获得投资收益 0.71 亿元，较上年下降 45.77%；公司获得政府补助 0.29 亿元，同期公司实现利润总额 2.74 亿元，对非经营性损益依赖程度一般。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别上升至 2.27%和 0.89%，盈利能力仍弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.90 亿元，相当于 2018 年全年的 21.56%，营业利润率 60.97%，较 2018 年全年水平上升 4.62 个百分点；期间费用 2.62 亿元，仍以管理费用和财务费用为主，期间费用占营业收入的比重为 53.47%，公司期间费用控制能力仍弱；利润总额 0.70 亿元，相当于 2018 年的 25.55%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量尚可，经营活动现金流量净额保持净流入；公司投资活动现金流量净额持续净流出，存在一定资金缺口；筹资活动现金流受到期债务集中度较高影响，转为净流出，考虑到公司仍面临较大的短期集中偿付压力、在建及拟建项目投资规模较大，公司面临较大的筹资压力。

公司经营活动现金流主要体现为经营业务收支及往来款收支等。2018年，公司经营活动现金流入29.57亿元，较上年下降21.63%，系

收到与其他单位往来款和保证金等减少所致，体现为收到其他与经营活动有关的现金。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为22.01亿元，现金收入比为96.84%，较上年略有下降，收入实现质量尚可。2018年，公司经营活动现金流出27.24亿元，较上年下降24.53%，其中购买商品、接受劳务支付的现金8.11亿元，支付其他与经营业务有关的现金10.93亿元，主要系支付的往来款及保证金等，其余为支付的职工薪酬和各项税费。2018年，公司经营活动现金流量净额为2.33亿元，净流入规模有所增长。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入18.31亿元，同比下降16.95%，其中收到其他与投资活动有关的现金17.79亿元，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。同期，投资活动现金流出27.89亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金5.73亿元；支付其他与投资活动有关的现金18.83亿元，主要为发放委贷款及拆借资金、受托代建资金、棚改资金支出等。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-9.58亿元，存在一定资金缺口。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入80.49亿元，同比下降33.43%，主要系取得借款收到的现金大幅下降所致；收到其他与筹资活动有关的现金57.60亿元，主要系收到川农投拨入易地扶贫资金、棚户区改造资金以及各企业间的拆借资金。同期，公司筹资活动现金流出89.90亿元，较上年增长27.82%，主要为偿还各类债务及保证金等相关费用支付的现金，以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，支付其他与筹资活动有关的现金主要为支付给各项目单位统借统还资金，2018年为34.27亿元，同比增长51.72%。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-9.41亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额为1.05亿元，仍保持净流入，现金收入比为101.18%，收现质量仍较好；投资活动现金流量净额为-0.74亿元，筹资活动现金流量净额为-9.00亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务快速增长，短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别下降至135.54%和115.99%。2019年3月底，上述指标保持稳定，分别为135.24%和115.71%。2018年，公司经营现金流动负债比为1.02%，对流动负债保障能力弱。2018年底及2019年3月底，公司非受限现金类资产分别为72.65亿元和63.72亿元，分别为同期短期债务的0.95倍和0.92倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。公司短期偿债能力一般。考虑到未来1~2年公司有息债务到期规模较大，公司面临较大的短期支付压力。

从长期偿债能力看，2018年公司EBITDA为11.02亿元，较上年增长3.09%，其中利润总额2.74亿元、折旧摊销1.98亿元和费用化利息支出6.30亿元，费用化利息占比高。同期，公司调整后全部债务/EBITDA下降至13.86倍。总体看，公司自身对存量有息债务的保障能力较弱，对外部支持有较强依赖。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额度71.00亿元。其中已使用41.73亿元，尚未使用29.27亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年3月底，公司（不包含下属担保公司）对外担保合计2.78亿元，担保比率为1.29%，被担保单位为凉山文化广播影视传媒集团有限公司（1.66亿元）、西昌瑞康钛业有限公司（0.12亿元）和合力锌业（1.00亿元）。其中，凉山文化广播影视传媒集团有限公司主要从事文化传媒及旅游餐饮业务，实际控制人

为凉山州国资委，目前经营正常；西昌瑞康钛业有限公司为民营企业，其股东四川长隆实业（集团）有限公司已被列入失信被执行人名单，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；合力锌业自2017年以来一直处于停工状态，2018年12月凉山州国资委收回对合力锌业的控制权。公司对外担保规模较小，但被担保企业存在停业、股东列入失信被执行人名单等情况，公司面临一定或有负债风险。

6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额330.80亿元，同比下降7.30%，占合并口径资产总额的54.41%。其中流动资产占34.89%、非流动资产占65.11%，资产结构较上年底保持稳定。

截至2018年底，母公司所有者权益合计105.28亿元，同比增长2.59%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。其中实收资本占51.03%、资本公积占43.15%、未分配利润占3.64%。权益稳定性较强。

截至2018年底，母公司负债总额225.52亿元，同比下降11.29%，其中流动负债占69.22%、非流动负债占30.78%，流动负债占比大幅提升。

2018年，母公司实现营业收入8.82亿元，同比增长8.90%，营业利润率为99.20%；利润总额1.91亿元。

2018年，母公司经营活动现金流量净额为9.83亿元，投资活动现金流量净额为-1.08亿元，筹资活动现金流量净额为-22.62亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年6月底，公司存续债券余额57.00亿元，一年内到期的应付债券17.00亿元，存续债券的短期兑付压力较大，2020年将达到存续债券偿还本金峰值；公司经营活动现金流入量和非受限现金类资产对公司一年内到期的应付债券余额保障能力较强。

截至2019年6月底，公司一年内到期的应付债券包含“14凉山国投MTN002”和“16凉山02”共计17.00亿元，2020年公司将达到存续债券偿还本金峰值22.00亿元。2018年底，公司剔除受限后的现金类资产72.65亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为29.57亿元、2.33亿元和11.02亿元，对公司存续债券保障情况见表17。总体看，公司经营活动现金流入量和非受限现金类资产对一年内到期的应付债券余额的保障能力较强；公司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弱。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

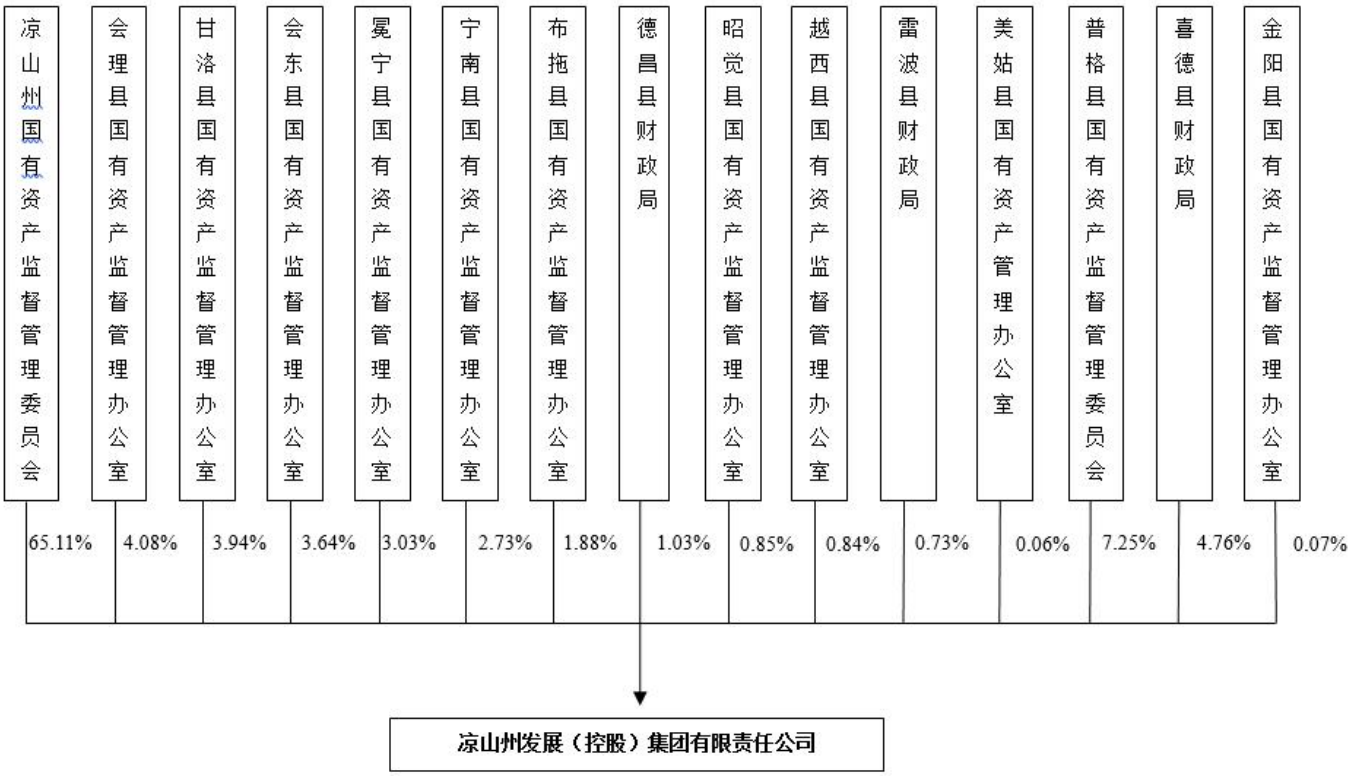
项目	2019年6月
一年内到期债券余额	17.00
未来待偿债券本金峰值	22.00
2018年经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	1.74
2018年底非受限现金类资产/一年内到期债券余额	4.27
2018年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.34
2018年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.11
2018年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.50

资料来源：公司年报及wind资讯

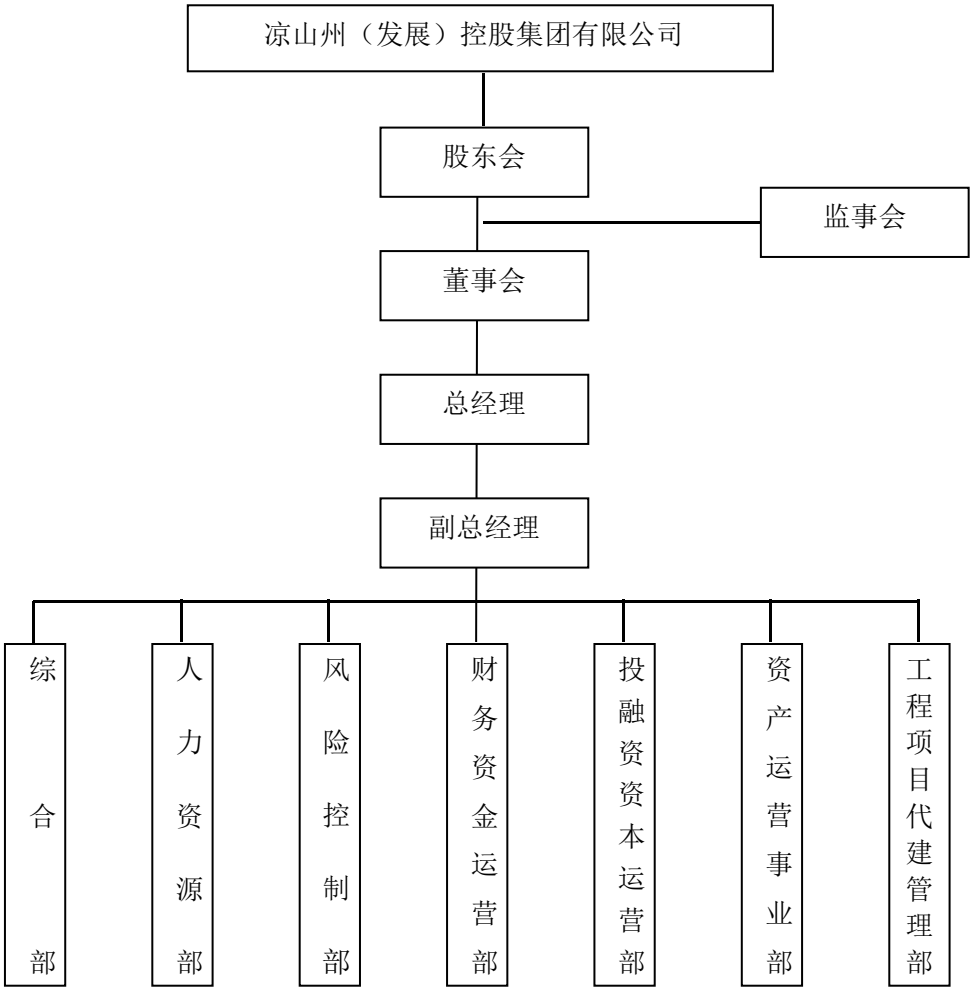
十、结论

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

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司

序号	企业名称	持股比例（%）		主要经营地	主要业务范围
		直接	间接		
1	四川省凉山州大桥水电开发总公司	100.00	--	四川省西昌市	水利水电开发
2	凉山金源电力开发有限责任公司	100.00	--	四川省会理县	电能资源的投资及开发
3	凉山州矿冶投资控股有限责任公司	19.51	57.07	四川省西昌市	矿业投资
4	四川省西昌汽车运输(集团)有限责任公司	100.00	--	四川省会理县	汽车客货运输
5	凉山州中小企业信用融资担保有限责任公司	60.50	19.00	四川省西昌市	融资担保
6	西昌邛海宾馆置业有限责任公司	100.00	--	西昌市西溪乡	酒店经营
7	凉山州邛海泸山规划风景区开发建设有限责任公司	66.67	--	四川省西昌市	风景区建设经营
8	四川省凉山州盐源盐厂	100.00	--	四川省西昌市	生产销售盐
9	四川西昌农垦有限责任公司	100.00	--	四川省西昌市	农产品购销
10	凉山州国有资产运营管理有限责任公司	100.00	--	四川省西昌市	国有资产经营
11	凉山州交通投资开发有限责任公司	100.00	--	四川省西昌市	交通基础设施建设经营
12	会理县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省会理县	国有资产经营、管理等
13	会东县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省会东县	国有资产经营、投资等
14	甘洛县国有资产经营有限责任公司	100.00	--	四川省甘洛县	国有资产经营、投资等
15	冕宁县投资发展有限责任公司	100.00	--	四川省冕宁县	国有资产经营、投资等
16	宁南县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省宁南县	国有资产经营、投资等
17	布拖县国有资产投资经营有限责任公司	100.00	--	四川省布拖县	国有资产经营、投资等
18	德昌县国有资产经营有限责任公司	100.00	---	四川省德昌县	国有资产经营、投资等
19	昭觉县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省昭觉县	国有资产经营、投资等
20	越西县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省越西县	国有资产经营、投资等
21	雷波县金沙江国有资产经营有限公司	100.00	--	四川省雷波县	国有资产经营、投资等
22	凉山州德昌工业集中区建设投资有限公司	100.00	--	四川省德昌县	建设投资
23	四川凉投房地产开发有限责任公司	100.00	--	四川省成都市	房地产开发、物业服务
24	凉山州国投实业有限责任公司	100.00	--	四川省西昌市	国有资产经营、投资等
25	喜德县兴德投资开发有限责任公司	100.00	--	四川省喜德县	国有资产经营、投资等
26	金阳县宏达国投发展有限责任公司	100.00	--	四川省金阳县	国有资产经营、投资等
27	美姑县国有投资发展有限责任公司	100.00	--	四川省美姑县	国有资产经营、投资等
28	喜德县国有资产经营管理有限责任公司	100.00	--	四川省喜德县	国有资产经营、投资等
29	普格县国有投资发展有限责任公司	100.00	--	四川省普格县	国有资产经营、投资等
30	成都霆彪置业有限责任公司	51.00	--	四川省成都市	房地产开发、物业服务
31	四川大凉山红玛瑙有限责任公司	100.00	--	四川省美姑县	珠宝玉器加工及销售

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.99	89.93	73.15	64.22
资产总额(亿元)	500.22	595.69	607.95	615.14
所有者权益(亿元)	188.95	212.59	214.68	215.18
短期债务(亿元)	24.40	22.80	76.76	69.39
长期债务(亿元)	130.14	155.01	70.57	69.27
调整后长期债务(亿元)	141.18	163.03	76.08	75.13
全部债务(亿元)	154.54	177.81	147.33	138.66
调整后全部债务(亿元)	165.58	185.83	152.84	144.52
营业收入(亿元)	19.03	21.11	22.73	4.90
利润总额(亿元)	4.13	2.52	2.74	0.70
EBITDA(亿元)	11.77	10.69	11.02	--
经营性净现金流(亿元)	1.73	1.64	2.33	1.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.97	10.66	6.16	--
存货周转次数(次)	0.22	0.20	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	107.83	101.20	96.84	101.18
应收类款项/资产总额(%)	26.71	28.04	30.39	31.69
营业利润率(%)	44.52	54.51	56.35	60.97
总资本收益率(%)	2.67	1.97	2.27	--
净资产收益率(%)	1.93	0.86	0.89	--
长期债务资本化比率(%)	40.79	42.17	24.74	24.35
调整后长期债务资本化比率(%)	42.76	43.40	26.17	25.88
全部债务资本化比率(%)	44.99	45.55	40.70	39.19
调整后全部债务资本化比率(%)	46.70	46.64	41.59	40.18
资产负债率(%)	62.23	64.31	64.69	65.02
流动比率(%)	211.80	198.63	135.54	135.24
速动比率(%)	176.93	170.15	115.99	115.71
经营现金流动负债比(%)	1.36	1.03	1.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.13	16.63	13.36	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.07	17.38	13.86	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款有息部分；调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务

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	（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	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
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	（营业总收入-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 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