

信用等级公告

联合〔2019〕1944号

凉山州发展（控股）集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司 2020 年拟面向合格投资者公开发行的扶贫专项公司债券（第一期）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+，
评级展望为“稳定”**

**凉山州发展（控股）集团有限责任公司 2020 年拟面向合格投资者
公开发行的扶贫专项公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

凉山州发展（控股）集团有限责任公司

2020 年面向合格投资者公开发行扶贫专项公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：5（3+2）年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 8 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	516.79	595.69	607.95	615.14
所有者权益（亿元）	195.47	212.59	214.68	215.18
长期债务（亿元）	145.87	163.03	76.08	75.13
全部债务（亿元）	170.26	185.83	152.84	144.52
营业收入（亿元）	19.08	21.11	22.73	4.90
净利润（亿元）	3.64	1.84	1.91	0.59
EBITDA（亿元）	11.95	10.69	11.02	--
经营性净现金流（亿元）	1.59	1.64	2.33	1.05
营业利润率（%）	44.53	54.51	56.35	60.97
净资产收益率（%）	2.05	0.90	0.90	--
资产负债率（%）	62.18	64.31	64.69	65.02
全部债务资本化比率（%）	46.55	46.64	41.59	40.18
流动比率（倍）	2.16	1.99	1.36	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.06	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.76	1.73	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.60	0.53	0.55	0.04

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 2016 年财务数据采用 2017 年财务报表中追溯调整后的期初数；4. 本报告中已将长期应付款中的融资租赁款调整计入债务核算；5. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对凉山州发展（控股）集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了凉山州经济发展良好，公司作为凉山州州级重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接，在资产注入、股权划拨、政府补助等方面获得外部支持力度大。同时，联合评级也关注到公司矿产板块发展前景不明朗、委托贷款业务面临一定坏账风险、往来款形成资金占用、短期债务规模较大、面临一定集中偿付压力以及存在或有负债风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司作为凉山州重要的国有资产投资经营和产业投融资主体，有望继续获得有力的外部支持，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 凉山州为少数民族自治州，自然资源丰富，经济保持增长，获得上级转移支付规模大，为公司发展提供良好的外部环境。

2. 公司是凉山州州级重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接，在凉山州经济和社会发展中起重要作用。

3. 公司在股权划拨、资产和资金注入、政府补助等方面获得外部支持力度大。

关注

1. 矿产行业受宏观经济形势和行业周期影响大，公司矿产板块面临铅锌矿山剩余可开采年限少或开采受阻、矿产下游客户集中度高、电销

冶炼工程缓建等问题，未来发展形势不明朗。

2. 公司委托贷款业务的借款人主要是中小民营企业，多属产能过剩或竞争激烈行业，部分贷款已发生违约，公司面临一定款项回收风险。

3. 公司流动资产中其他应收款占比较大，形成资金占用，资产质量一般。

4. 公司短期债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

5. 公司担保比率不高，但部分被担保企业处于停产状态，公司或有负债风险大。

分析师

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

崔莹

电话：010-85172818

邮箱：cuiy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

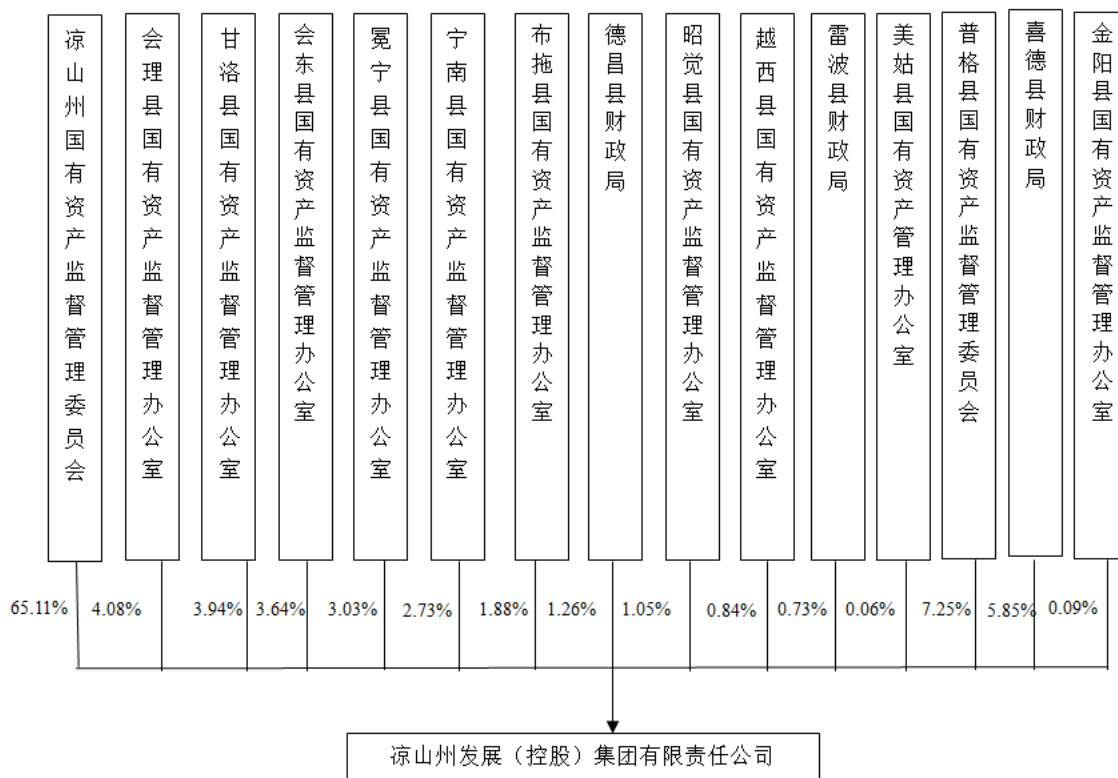
分析师：


徐元丰 崔莹
联合信用评级有限公司

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”）成立于 2008 年 12 月，初始注册资本为 3.86 亿元，成立时名称为凉山州国有投资发展有限责任公司。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、资本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，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 对价作为对公司的资本投入，此次增资完成后，公司注册资本增加至 39.50 亿元，凉山州国资委对公司的持股比例由 100%变为 62.00%。根据 2017 年 12 月 27 日凉山州国资委下达的批复文件凉国资财〔2017〕91 号，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）公司的经营性资产及股权对公司注资，公司注册资本变更为 53.72 亿元，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，公司名称变更为现名，注册资本变更为 66.00 亿元，其中凉山州国资委对公司持股比例为 65.11%，为公司控股股东及实际控制人。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 66 亿元，实收资本为 53.72 亿元，凉山州国资委为公司控股股东及实际控制人。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围：从事投融资、资产经营管理和股权运营管理；项目开发；资产收购、资产处置、企业和资产托管；房屋租赁；咨询服务、财务顾问、企业重组兼并顾问及代理；矿产品、建材经营；委托贷款等。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内包含 31 家二级子公司；公司本部下设财务资金运营部、投融资资本运营部等 10 个部室（见附件 1）；截至 2019 年 3 月底，公司本部共有在职员工 92 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 607.95 亿元，负债合计 393.27 亿元，所有者权益 214.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益 208.43 亿元。2018 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，净利润 1.72 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.66 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 615.14 亿元，负债合计 399.96 亿元，所有者权益 215.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 208.97 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.90 亿元，净利润 0.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.69 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可〔2020〕110 号”文核准，公司拟公开发行总规模不超过 20 亿元的扶贫专项公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券拟分期发行，首期发行规模不超过 20 亿元。本期债券名称为“凉山发展（控股）集团有限责任公司 2020 年面向合格投资者公开发行扶贫专项公司债券（第一期）”，发行规模不超过 20.00 亿元（含）。本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100.00 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务及扶贫项目建设等合法合规用途。

3. 本期债券募投项目情况

本期债券募集资金中，5 亿元拟用于凉山州农产品加工产业园建设项目，项目总投资额 12.28 亿元，拟使用募集资金金额占项目总投资的 40.72%。项目建设资金来源方面，企业自筹资金 3.73 亿元，占总投资的 30.38%，作为资本金，其余来自外部融资。

凉山州农产品加工产业园建设项目的建设单位为公司的子公司凉山州创新生物科技开发有限责任公司，总占地约 343 亩，总建筑面积 12.93 万平方米，项目建设期 24 个月，自 2019 年 7 月开始前期准备工作，2020 年 2 月开工建设，2021 年 6 月竣工验收，正式投产运行。

凉山州农产品加工产业园建设项目已取得德昌县发展改革和经济信息化局下发的《凉山州农产品加工产业园（项目）备案表》（备案号：川投资备〔2018-513424-14-03-271373〕FGQB-0022 号）和德昌县自然资源局出具的《关于对凉山州农产品加工产业园项目工地预审意见的函》（德自然资函〔2019〕53 号）。

项目正式运营后，预计可实现年产值 14.00 亿元，年均销售收入为 11.92 亿元，年均利润总额 3.80 亿元，年均净利润 2.85 亿元。财务内部收益率 19.74%，项目投资财务净现值为 20.19 亿元，税

后投资回收期（含建设期）为 7.98 年。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

（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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。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。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来与城投企业相关行业政策

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》(国办发〔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〔2019〕10 号)	严格按照要求规范的 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：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

(3) 行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，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。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境

（1）区域经济

凉山州，全称为“凉山彝族自治州”，是我国最大的彝族聚居区，位于四川省西南部的川滇交界处，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，东、南、西部与云南省相连接，境内主要有成昆铁路、京昆高速等干线。凉山州国土面积约 6 万平方公里，全州辖 1 县级市（西昌市）、16 县，州府为西昌市。

凉山州拥有丰富的农产品、矿产、水能等自然资源。矿产方面，凉山州地处攀西裂谷成矿带，矿产资源富集，具有品位高、埋藏浅、采取条件好、综合利用价值高的特点；现已探明矿种 82 种，有相当储量的达 59 种，大型、特大型砂床 30 处，中型砂床 63 处；其中钒钛磁铁矿探明储量 13.73 亿吨，富铁矿保有储量 4,985.8 万吨，铜矿保有金属量 135.17 万吨，铅矿保有金属量 78.85 万吨，锌矿保有金属量 267.04 万吨，居四川省前列。水能资源方面，凉山州境内江河纵横，水能可开发量达 6,387 万千瓦，占全国的 15%、全省的 57%，是国家“西电东送”的重要基地和电源点，国家在“三江”（金沙江、雅砻江、大渡河）干流上规划的 14 座大型电站中，凉山州境内有溪洛渡（1,260 万千瓦）、白鹤滩（1,305 万千瓦）、乌东德（780 万千瓦）、锦屏一、二级（800 万千瓦）等 12 座。

近年来，凉山州国民经济实现平稳增长。2018 年，全年地区生产总值（GDP）达到 1,533.19 亿元，增长 4.0%。其中：第一产业增加值 307.61 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 613.13 亿元，增长 0.6%；第三产业增加值 612.45 亿元，增长 7.9%。人均 GDP 为 31,472 元，较上年增长 3.1%。三次产业比重为 20.1:40.0:39.9。凉山州 2018 年地区生产总值在四川省 21 个地级市（州）中排名第 9 位。

2018 年，凉山州全州完成全社会固定资产投资 960.8 亿元，比上年下降 4.3%。在投资构成中，第一产业投资 24 亿元，下降 35.1%；第二产业投资 272.6 亿元，下降 34.3%；第三产业投资 664.2 亿元，增长 20.3%。基础设施投资 243.7 亿元，下降 3.8%；产业投资 252.8 亿元，下降 28.8%。房地产开发投资完成 181.8 亿元，增长 254.2%。

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 1,205.5 亿元的融资支持。

2018 年 6 月，四川省委办公厅、省政府办公厅印发《关于精准施策综合帮扶凉山州全面打赢脱贫攻坚战的意见》，加大了对产业和就业、教育事业发展、易地扶贫搬迁及安全住房建设、基础设施建设投资等方面的支持，确保到 2020 年凉山州 11 个深度贫困县摘帽、1,118 个贫困村退出、49 万贫困人口全部脱贫。

总体看，凉山州自然资源丰富，经济总量保持增长，在四川省各地级市（州）中处中上游位置，获得政策及金融机构等支持力度大，为公司发展提供良好的外部环境。

（2）财政实力

2018 年，凉山州地方一般公共预算收入 146.20 亿元，较上年增长 8.7%；其中税收收入 91.33 亿元，较上年增长 12.2%，占一般公共预算收入的 62.5%；全州一般公共预算支出 681.37 亿元，增长 42.0%；财政自给率为 21.46%，财政自给程度低；全州政府性基金收入 122.33 亿元，较上年增长 125.0%。

2018 年，凉山州上级补助收入 416.20 亿元，其中返还性收入 5.44 亿元，一般性转移支付收入 249.31 亿元，专项转移支付收入 161.46 亿元，凉山州获得上级补助收入规模大。

截至 2018 年底，凉山州政府债务限额 293.74 亿元，其中一般债务限额 246.81 亿元，专项债务限额 46.93 亿元；政府债务余额 260.17 亿元，直接债务余额 219.83 亿元，专项债务余额 40.35 亿元。

总体看，凉山州一般公共预算收入及税收保持增长，获得上级补助收入规模大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为凉山州州级重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接。根据凉山州经济发展规划进行矿产等产业类项目建设和运营，同时也承担州内的道路交通等基础设施建设。公司负责矿产、水电、客运、酒店、融资担保、商品销售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 131.30 万吨和 294 万吨，可采储量分别为 98.86 万吨和 182 万吨）和可采储量为 712.6 万吨的煤矿矿井等原矿资源，并拥有 1.10 万吨/年的锌精矿、1,100 吨/年铅精矿、60 万吨/年原煤等矿产品生产线；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”）拥有 6.58 亿立方米的大桥水库，以及 4×2.5 万千瓦装机容量水力发电站，在季节性调水发电方面起到重要作用。截至 2019 年 3 月底，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”）有 21 个全资汽车站，营运车辆 1,216 辆，经营线路 241 条，承担了全州大部分旅客运输任务。

表 2 截至 2018 年底公司产业运营板块主要二级子公司情况（单位：%）

子公司名称	成立日期	持股比例		业务性质	简称
		直接	间接		
凉山州矿冶投资控股有限责任公司	2015.03	19.51	57.07	矿业投资	凉山矿投
四川省凉山州大桥水电开发总公司	1995.06	100.00	--	水利水电开发	大桥水电
四川省西昌汽车运输（集团）有限责任公司	2002.08	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	2003.11	60.50	19.00	融资担保	凉山州中小保

凉山金源电力开发有限责任公司	2005.10	100.00	--	电能资源的投资与开发	金源电力
西昌邛海宾馆置业有限责任公司	2008.03	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	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	1999.09	100.00	--	农林牧渔业养殖	西昌农垦
凉山州国投实业有限责任公司	2016.05	100.00	--	国有资产经营、投资等	国投实业

资料来源：公司审计报告，国家企业信用信息公示系统，联合评级整理

公路基础设施建设方面，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”）承担了凉山州境内的大部分公路建设项目，在凉山州道路建设领域承担了重要职能。

公司作为州属平台，承担了棚户区改造、易地扶贫专项资金等统贷统还资金的拨付职能。截至2018年底，公司承接的棚户区改造统贷项目已签订贷款合同金额22.50亿元，已发放贷款17.21亿元，已偿还贷款7.69亿元，未结清余额为9.52亿元。公司承担易地扶贫搬迁资金收付职能包括省政府债务资金、专项建设基金和长期政策性银行贷款三部分，截至2018年底，公司承接的上述三项资金分别到位27.97亿元、11.77亿元和49.15亿元。

此外，凉山州下辖16个县中，14个县的国资（国投）公司已通过2014年和2017年的增资扩股整合至公司合并范围内，这14家国资（国投）公司主要在各自的县域范围内从事基础设施建设、国有资产投资和经营管理等。

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，未整合至公司名下；西昌国资主要在西昌市内从事安置房等基础设施建设，与公司业务领域重叠范围较少，竞争关系不显著。截至2018年9月底，西昌国资总资产280.51亿元，所有者权益85.59亿元；2018年1—9月，西昌国资实现营业收入15.90亿元，净利润3.98亿元。西昌国资2018年度审计报告尚未出具。

总体看，公司是凉山州重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接，在凉山州经济和社会发展中起重要作用。

2. 人员素质

截至2019年3月底，公司本部拥有董事5人、监事5人、高级管理人员5人（其中包含2名董事兼任高级管理人员，目前公司总经理岗位空缺）。

公司董事长代义先生，1963年出生，籍贯重庆，曾任西郊乡文化站站长，西昌市西安区委书记，西昌市经委主任、机关支部书记，西昌市经委主任、党委（组）书记，西昌市财政局局长、党组书记，兼任西昌国资董事长，西昌市人民政府副市长，西昌市人大常委会副主任。自2018年11月起任公司董事长。

公司财务总监周红女士，1967年生，中共党员，本科学历。历任布拖县财政局预算股副股长、股长；任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；自2008年12月至今任公司财务总监。

截至2019年3月底，公司本部共有在职员工92人。按岗位划分，经营管理人员占4.35%，财务人员占13.04%，其他人员占82.61%；从学历构成看，大专以下占30.43%，本科学历占67.39%，研究生学历占2.18%。

总体看，公司管理人员具有丰富的政府部门工作经验和企业管理经验，员工文化水平和岗位设置能满足日常工作需要。

3. 外部支持

(1) 股权注入

2017 年，凉山州下辖的美姑县、普格县、喜德县和金阳县 4 家县级国资办、财政局以其持有的县级国资（国投）公司以截至 2017 年 9 月底的实收资本按照 1:1 对价作为对公司的资本投入，同时将资本公积 6.20 亿元转增资本，公司注册资本增加至 2017 年底的 53.72 亿元，且财务报表合并范围增加上述 4 个县的县级国资（国投）公司。

(2) 资产及资金注入

近年来，政府对公司及下属子公司的主要资产注入事项见下表。

表 3 近年来公司获得的主要资产及资金注入情况

年份	注入资产及资金	政府文件	公司账务处理
2016	凉山州政府向公司拨入交通建设项目资本金 18.74 亿元	《凉山州人民政府关于拨入交通建设项目资本金的通知》	增加资本公积 18.74 亿元
2016	将凉山州政府拨付的金源电力的水电资源开发权折资入股资金 8,142.58 万元，政府投资的 68 辆车评估值 245.82 万元，国有资本经营预算安排的资本金 343 万元，州邛泸公司贷款本金 3,196 万元注入公司	《关于增加凉山州国有投资发展有限责任公司国有资本的通知》（凉财企统〔2016〕88 号）	合计增加资本公积 0.38 亿元
2016	冕宁县政府向公司的子公司划拨冕宁县城内房屋资产 0.43 亿元，项目资本金 0.62 亿元	冕国资办〔2017〕1 号（2016 年划拨资产，2017 年获得批复文件）	增加资本公积 1.05 亿元
2016	宁南县政府向公司的子公司拨入通村公路，剥离宁南国资持有的对三和畜产品科技开发有限公司的股权投资	宁府函〔2016〕78 号	增加资本公积 1.01 亿元
2017	冕宁政府划拨谢家大坝土地	--	增加资本公积 2.04 亿元
2017	会理政府对公司子公司会理县国有资产经营管理有限责任公司增加投资拨款	--	增加资本公积 3.60 亿元
2017	普格县政府将经营性资产移交给公司子公司普格县国资公司	普格县人民政府文件《关于国有资产增资扩股工作的通知》	增加资本公积 3.19 亿元
2018	凉山州财政局向公司拨入资金	凉山州财政局《关于计划安排南环线建设资金的通知》	增加资本公积 2 亿元
2018	拨付公司国投资本经营预算安排资本金 0.03 亿元及金源电力开发有限责任公司水电资源开发权折资入股资金 0.16 亿元	凉财企统〔2018〕88 号	增加资本公积 0.19 亿元

资料来源：公司审计报告及公司提供材料，联合评级整理

根据公司股东会决议文件，公司注册资本金由 53.72 亿元增加至 66.00 亿元，增加的金额将以货币、股权划转等形式逐年到位。

(3) 政府补助

2016—2018 年，公司计入营业外收入或其他收益的政府补助分别为 3.42 亿元、0.29 亿元和 0.30 亿元，主要是经营专项补贴、贷款贴息等，2017 年及以后有所下降，主要系自 2017 年起部分政府补助冲减成本（财务费用）所致。

总体看，公司在股权、资产和资金注入以及政府补助方面获得外部支持力度大。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》等相关法律、法规要求，制定了公司章程，建立了股东会、董事会、监事会和经营层的法人治理结构。

公司设股东会，股东会作为公司最高权力机构，由公司全体股东组成。公司设董事会，按照《公司法》的要求行使董事权利和履行义务，根据公司章程规定，董事会由 7 名董事组成，其中，职工代

表董事1名，由公司通过职工代表大会民主选举产生；非职工董事由股东会选举或更换。董事会设董事长1名，由董事会选举和罢免。董事每届任期3年，任期届满，可连选连任。公司设监事会，由5人组成，其中职工监事人数为3人，由公司通过职工代表大会民主选举产生；非职工监事由公司股东会选举产生；监事每届任期3年，任期届满，可连选连任。

总体看，公司已建立了由股东会、董事会和监事会构成的较为完善法人治理结构。

2. 管理体制

公司根据业务需要，本部下设董事会办公室、党委办公室、风险控制部、财务资金运营部、投融资资本运营部等10个部门，各部室各司其职，内部管理及控制体系较为完善。为满足业务发展需要，确保日常经营、重大决策等合法合规，公司本部制定了财务管理、委托贷款、对外投融资、“三重一大”事项集体决策制度实施办法等管理制度。

财务管理方面，为加强财务管理、规范财务行为、促进经营业务发展和提高效益，公司制定了财务管理办法，对资金筹措及管理、资金支出额度及审批方式、成本费用核算、应收账款减值、定期财务报告、经营指标评价等方面做出规定。

委托贷款方面，公司制定了《委托贷款业务管理办法》，对于委托贷款基本原则、项目的审批权限及责任归属、借款人准入条件、单一授信对象的额度控制、贷款定价、展期条件等均做出详细规定，以保证在支持并服务于凉山州州经济建设和企业发展基础上，确保委托贷款资金安全。

对外投融资方面，公司制定了“三重一大”集体决策制度、投融资管理办法等制度措施，对于重大投融资决策、大额资金使用等应严格遵守相关内控制度、管理办法的规定，按照投融资额度的大小，应当报董事会决策或报凉山州国资委或凉山州政府审批。

总体看，公司管理及内控体系较为完善，但公司下属企业数量、层级较多，涉及行业较广，管理难度较大，对管理人员的行业经验和管理水平要求较高。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018年，公司营业收入有所增长，业务构成较为多元化，主营业务收入占营业收入的比重分别为79.03%、82.00%和71.79%，主营业务主要为矿产、电力、运输、商品销售等，其他业务收入主要为资金占用费收入。公司除经营业务外，承担部分凉山州内扶贫职能。

2016—2018年，公司矿产收入逐年下降，其中2017年矿产收入较上年下降17.34%，主要系下属公司四川省合力锌业有限公司（以下简称“合力锌业”）停产所致，2018年矿产收入较上年下降8.12%，主要系合力锌业不再纳入财务报表合并范围以及原煤销售数量及价格下降所致。2016—2018年，公司运输及站务管理收入波动下降，其中2017年较上年增长17.31%，主要系新增交通运输路线和车辆，以及交通路线状况改善提升了整体效率所致，2018年较上年下降15.54%，主要系受高铁、航空、网约车等冲击所致。电力销售收入逐年增长，主要系降雨量充沛、发售电量增加所致。2017年起，公司大规模开展商品销售业务，商品销售收入大幅增长。公司建材销售收入有所波动，2017年规模较低主要系当年客户的建材用量较少，以及2017年结算滞后所致。公司自2017年开始缩减对外委托贷款业务，收入逐年下降。随着公司向西昌国资购买经营性资产支付资金增加，收取的收取资金占用费逐年提高。公司业务中的其他板块主要包括租赁、咨询技术服务、农业等，单项占比小，但合计数占比较高，对公司收入提供了补充。

表 4 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
矿产品	6.36	33.31	25.24	5.25	24.88	52.03	4.83	21.24	60.73
运输及站务管理	2.70	14.16	11.75	3.17	15.01	33.62	2.68	11.78	31.70
电力	1.30	6.83	35.90	1.46	6.93	41.75	1.53	6.71	45.43
商品销售	0.06	0.33	20.82	1.70	8.06	9.25	2.42	10.64	12.44
建材销售	1.27	6.65	8.90	0.73	3.43	6.94	1.15	5.06	7.65
委托贷款	1.41	7.39	100.00	1.02	4.82	100.00	0.98	4.33	100.00
资金占用	2.71	14.23	99.61	4.12	19.52	97.46	4.92	21.65	98.60
其他板块	3.26	17.10	72.98	3.66	17.36	63.72	4.23	18.59	62.52
合计	19.08	100.00	47.23	21.11	100.00	56.77	22.73	100.00	58.69

资料来源：公司提供，联合评级整理

从毛利率看，2017 年公司矿产品毛利率较上年大幅提高，主要系铅锌及煤炭产品售价提升，以及以前年度毛利率为负的合力锌业停产所致；2018 年矿产品毛利率较上年进一步增长，主要系亏损的合力锌业因关停而不再纳入合并范围所致。2017 年，运输及站务管理毛利率较上年增加 21.87 个百分点，主要系 2016 年客运板块子公司在会计核算时将其子公司员工及其所聘用司机的费用计入成本，而 2017 年起将这部分费用计入管理费用中核算所致，2018 年运输及站务管理毛利率较上年变化不大。公司委托贷款发生的业务支出体现在税金及附加或费用科目，不反映在成本，因此毛利率为 100%。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 4.90 亿元，较上年同期的 4.97 亿元变化不大，综合毛利率为 63.33%。

总体看，公司收入规模保持增长，业务结构较为多元化，但矿产业务收入逐年下降；受矿产品毛利率提高以及毛利率高的资金占用费收入占比增加影响，公司综合毛利率有所提升。

2. 矿产品销售业务

（1）金属矿产

公司金属矿产收入主要来自二级子公司凉山矿投¹下属企业会理铅锌股份有限公司（以下简称“会理铅锌”）的铅锌精矿和铜精矿销售收入，2018 年仍确认部分合力锌业（2018 年不再并表）的锌锭销售收入。

铅、锌和铜精矿的冶炼和销售

会理铅锌拥有矿产勘探、开采、选矿、冶炼及销售的纵向一体化产业链，通过对自有矿山的开采获得原矿，并通过加工冶炼生产铅精矿、锌精矿和铜精矿等产品，再通过对外销售获取利润。

矿山资源方面，截至 2019 年 3 月底，会理铅锌拥有会理县天宝山（以下简称“天宝山矿区”）和白玉县嘎依穷（以下简称“嘎依穷矿区”）两座矿区，包括铅矿和锌矿，已探明资源储量分别为 131.30 万吨和 294 万吨，剩余可采储量分别为 98.86 万吨和 182 万吨，设计年开采能力分别为 18 万吨/年和 10 万吨/年。天宝山矿区剩余可开采年限较少，为 8 年，会理铅锌主要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。嘎依穷矿区剩余可开采年限为 15 年，但该矿区自 2017 年以来均未开采，主要由于运输道路维修及当地村民阻工。此外，目前会理铅锌拥有的天宝山矿区和嘎依穷矿区采矿证分别于 2018 年 9 月和 2017 年 7 月到期，天宝山矿区采矿权已延期至 2019

¹凉山矿投系 2015 年新设成立的二级子公司，公司合并范围内的 5 家原一级子企业四川会理铅锌股份有限公司、西昌合力锌业股份有限公司、凉山州益门煤矿、四川省泸沽铁矿、四川省拉拉铜矿变更为凉山矿投下属子企业，成为公司的二级子企业

年9月，嘎依穷矿区采矿证延期至2020年4月。

生产方面，会理铅锌冶炼精矿的主要原材料均来自自有矿山的开采，材料自给程度较高。2017年，锌精矿和铅精矿的产量较上年有所下降，主要系受环保督查影响，生产计划调整所致。2018年，锌精矿的产量较上年进一步下降，且年末库存积压有所增加。近年来，锌精矿和铅精矿的产能利用率有所波动，但均在85%以上，产能利用情况较好。表5中列示的产能系公司根据市场情况和公司战略规划等制定的计划产能，并非实际产能，2018年，根据市场行情判断及公司当年规划，铅、锌精矿的计划产能有所减少。

表5 2016—2018年及2019年1—3月会理铅锌产、销状况（单位：吨/年、吨、元/吨、%）

锌精矿（含银）							
矿种	年产能	产量	销量	销售均价	期末库存量	产能利用率	产销率
2016年	14,000	16,017	16,325	9,609	149	114.41	101.92
2017年	14,000	12,108	11,362	15,199	896	86.49	93.84
2018年	11,000	10,797	10,493	15,488	1,200	98.15	97.18
2019年1—3月	14,552	1,920	2,814	12,533	306	13.19	146.56
铅精矿（含银）							
矿种	年产能	产量	销量	销售均价	期末库存量	产能利用率	产销率
2016年	1,350	1,861	1,839	17,188	77	137.85	98.82
2017年	1,350	1,304	1,254	23,844	128	96.59	96.17
2018年	1,100	1,465	1,397	21,978	196	133.18	95.36
2019年1—3月	1,455	208	248	22,215	156	14.30	119.23

注：季度的产能利用率未经年化

资料来源：公司提供

销售方面，近三年，会理铅锌的铅精矿和锌精矿产销率均在90%以上，会理铅锌一般根据“以销定产”策略安排生产，产销率较高。近年来，会理铅锌铅精矿和锌精矿的销售价格波动增长，随市场价格变化而波动。会理铅锌的铅精矿和锌精矿主要销售客户集中度高，产品销售情况对个别重要客户的依赖较大。

表6 2017—2018年会理铅锌下游客户情况（单位：%）

矿种	2017 年			2018 年		
	排序	客户	占比	排序	客户	占比
锌矿	1	中色（上海）贸易有限公司	61.00	1	凉山荣达矿业有限公司	79.40
	2	株洲冶炼集团股份有限公司	39.00	2	株洲冶炼集团股份有限公司	20.60
合计			100.00	合计		100.00
铅矿	1	中色（上海）贸易有限公司	75.97	1	凉山荣达矿业有限公司	100.00
	2	驰宏实业发展（上海）有限公司	24.03			
合计			100.00	合计		100.00

资料来源：公司提供

锌锭产品销售

合力锌业通过外部采购锌精矿等初级加工矿产品，对其进行深加工后向市场销售获取利润。合力锌业主要产品为锌锭，年产能3万吨。

由于生产线所坐落的西昌市成凉工业园规划调整，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），合力锌业由于环保

问题，自 2017 年 1 月起已停产，计划通过处置资产（土地）来安置员工和化解债务。自 2018 年起凉山州国资委收回公司对合力锌业的管理权，合力锌业不再纳入公司财务报表合并范围，其后续生产安排、人员处置等问题由凉山州国资委统筹安排。

总体看，公司金属矿产业务受宏观经济形势和行业周期影响大，且面临部分铅锌矿山开采受阻且剩余可开采年限少、下游客户集中度高问题；合力锌业 2017 年起停工，2018 年不再纳入财务报表合并范围，使得公司矿产收入有所下降。

（2）非金属矿产

公司非金属矿产采选和销售业务由凉山矿投下属凉山州益门煤矿（以下简称“益门煤矿”）运营。益门煤矿矿区面积 1.76 平方公里，查明资源储量为 2,225.24 万吨，可采储量 712.6 万吨，剩余可开采年限约 18 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和洗混煤，洗混煤是原煤进一步加工的产物，较原煤的热值更高，相对清洁环保，当产出的原煤热值未达到客户需求标准时，需经过洗选工序制造洗混煤。2016—2018 年，益门煤矿原煤的年产能均为 60 万吨，产能利用率 90%左右；产量分别为 53.06 万吨、57.85 万吨和 53.65 万吨，有所波动。

煤炭销售方面，2016—2018 年，益门煤矿原煤的销量分别为 26.20 万吨、49.44 万吨和 46.87 万吨，2018 年销量较上年有所下降；产销率分别为 49.38%、85.46%和 87.36%，呈增长趋势，益门煤矿将部分原煤进一步用作洗混煤等产品的加工，因此原煤产销率不足 100%。销售价格方面，原煤价格波动增长，2016—2018 年分别为 385.00 元/吨、541.95 元/吨和 523.20 元/吨（为不含税价格）。从销售客户分布情况看，2017 年和 2018 年，益门煤矿销售收入前 5 大下游客户占收入总额的 50.21%和 77.65%，客户集中度较高，下游客户主要是四川西南水泥有限公司、四川嘉华锦屏特种水泥有限责任公司、会理县用鑫商贸有限公司、凉山州齐力商贸有限责任公司等当地的企业。

总体看，益门煤矿的收入主要来自原煤开采及销售，2018 年原煤产量、销量及销售均价均有所下降，且原煤销售的下游客户集中度较高，存在一定经营风险。

3. 客运运输业务

公司客运业务主要通过子公司西昌运输运营。截至 2019 年 3 月底，西昌运输有 21 个全资汽车站，营运车辆 1,216 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重要地位。但区域间铁路运输、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，西昌运输面临客运量进一步下降的风险。

表 7 2016—2019 年 3 月西昌运输客运业务经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
运营车辆（辆）	1,211	1,265	1,249	1,216
运营线路（条）	194	236	240	241
拥有全资或控股汽车站数（座）	21	22	21	21
旅客运量（万人）	1,612.51	1,623.23	1,602.55	394.14
旅客周转量（万人公里）	10,385.27	128,931.50	128,256.40	31,614.70

资料来源：公司提供

2017 年，西昌运输运营线路有所增加，主要系 2017 年凉山州交通大会战会后，道路状况有所改善，公司新增了运营线路，旅客运量及周转量也有所增加；但新增线路的使用时间多为年底，且乘

客尚未完全乘用，因此旅客周转量及人次同比增幅不高。2018 年受高铁、网约车分流等影响，旅客运量及周转量有所下降。

总体看，西昌运输承担了凉山州大部分旅客运输任务，在凉山州客运市场中居重要地位；受高铁、网约车分流等影响，2018 年客运量及周转量有所下降。

4. 电力业务

公司电力业务由子公司大桥水电运营，大桥水电在运营的水力发电主体包括大桥水库电厂、盐源县石门坎电站和盐源县营盘山电站，并管理漫水湾电厂。其中，大桥水库电厂的发电能力和发、售电量、上网电价均显著高于公司运营的其他电厂。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司全资、控股及管理的电厂（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	10.0	37,704	0.39	42,085	0.37	13,428	0.42	国家电网四川电力公司
石门坎电站	1.5	6,219	0.20	6,684	0.21	846	0.36	盐源县电力公司
营盘山电站	0.5	2,073	0.20	2,228	0.21			
漫水湾电站	2.0	13,519	0.26	13,428	0.26	2,809	0.36	西昌电力股份有限公司

资料来源：公司提供

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，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%。

电力销售方面，大桥水库所发电量均输配至国家电网四川电力公司的电网，上网电价一般执行四川省水电机组标杆电价，枯水期和丰水期电价有上下浮动。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。近两年，受降雨量影响，大桥水库电厂发、售电量有所增长，但 2018 年上网电价较上年有所下滑，主要由于从 2018 年 1 月 1 日起，大桥电厂枯水期每度电电价下调 2 分，且大桥电厂在 2018 年丰水期发电量增加，丰水期电价较低，故全年平均电价下降。2019 年一季度为枯水期电价，因此高于 2018 年全年的平均电价。

表 9 2016—2019 年 3 月底大桥水库电厂机组生产及上网情况

项目		2016年	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	10
电力生产情况	发电量（万千瓦时）	36,978	38,126	42,695	13,542
	上网电量（万千瓦时）	36,283	37,704	42,085	13,428
	可控机组平均利用小时数（小时）	3,698	3,812	4,269	1,354
电力销售情况	平均含税综合上网电价（元/千瓦时）	0.37	0.39	0.37	0.42

资料来源：公司提供

近年来，四川省水电供应过剩的矛盾仍然突出，且受政策影响，小水电开发受到限制，大桥水电暂停了新建小水电站项目。大桥水电通过与中国电力建设股份有限公司下属子公司成立合资公司

(大桥水电持股比例均为 40%)，投资建设冕宁大田 10MW 光伏电站、会理黎州 20MW 光伏电站和安徽天长渔光 140MW 互补光伏电站。上述电站已投产运营，2018 年上网电量分别为 1,415 万千瓦、2,935 万千瓦和 15,523 万千瓦，2018 年分别实现净利润 154 万元、683 万元和 3,705 万元。

总体看，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。

5. 委托贷款及资金占用

(1) 委托贷款业务

委托贷款业务是公司作为委托人，将自有资金通过银行等中介机构向第三方发放的贷款，公司开展委托贷款业务主要是按照政府要求，为凉山州境内企业的运营发展提供资金支持。截至 2019 年 3 月底，公司委托贷款尚未结清余额为 9.52 亿元，期限多为 5 年以内，借款人主要是凉山州境内的中小民营企业，涉及电力、金属冶炼、矿产销售、食品、商贸等行业，多属于产能过剩或竞争激烈的行业，主要通过厂房、机器设备等提供实物抵押担保。其中，2.51 亿元委托贷款已逾期或违约（其中 2016—2018 年分年度发生违约金额分别为 0.20 亿元、0.56 亿元和 1.65 亿元），公司主要通过司法追偿程序、处置抵押物等方式解决。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动资产-委托贷款减值准备余额 560.22 万元，其他非流动资产-委托贷款减值准备余额 6,584.75 万元。

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

(2) 资金占用费收入

截至 2019 年 3 月底，公司本部对外提供的资金占用业务余额 43.90 亿元，其中，0.33 亿元资金拆借款已到期尚未回收。资金占用业务余额中，西昌国资占用 38.40 亿元（主要是公司向其预付的资产收购款），其余的主要是对凉山州境内国有企事业单位的资金拆借款。

公司对西昌国资的资金占用费收入主要来自西昌国资对公司预付的资产收购款支付的资金占用费用。公司购买西昌国资的部分经营性资产（海河天街 A、B、C 区、西昌商场和海门渔村经营性资产），该资产位于西昌市邛海风景区的核心保护区内。资产收购协议自 2014 年起陆续签订，公司与西昌国资协议约定，由公司先行预付部分资产收购款，待办妥资产过户手续后，再支付余款。对于上述预付款，西昌国资应向公司支付资金占用费，年资金占用费率为 8%、9%、10.5%（不同资产购买协议约定的资金占用费率有所差异）。按照协议约定，西昌国资应在收到公司预付款之日起两年内办理完毕产权转移手续，否则视为西昌国资违约，应将预付资金及未付资金占用费退还公司。因手续办理涉及事项较多、流程较复杂，资产过户进度尚不确定，因此西昌国资占用的资金多数尚未回收。公司对西昌国资预付的资产收购款体现于财务报表的“其他应收款”，并产生资金占用费收入。

总体看，公司资金占用费收入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的资金成本补偿，并非公司经营性业务，对公司资金占用大。

6. 商品销售

公司商品销售业务由子公司国投实业负责，产品主要包括商品混凝土、水泥、钢材等，该业务规模自 2017 年起开始扩大，但毛利率较低。

商品销售业务的上游供应商包括四川嘉华锦屏特种水泥有限责任公司、四川省宁南县白鹤滩水泥有限责任公司、四川开顺实业有限责任公司，对上述三家供应商的采购金额分别占 2018 年度采购金额的 22.56%、11.57%和 65.87%。2018 年，公司商品销售业务下游客户包括四川开顺实业有限责

任公司、中国水利水电第十工程局有限公司、中交一公局集团有限公司、重庆建工集团股份有限公司，对上述四家客户的销售金额分别占 2018 年度销售金额的 35.49%、16.95%、31.74%和 15.82%。

公司商品销售业务上下游有一定重合，公司从四川开顺实业有限责任公司采购商品混凝土，向其销售的产品为水泥，业务品种有所差异。

结算方面，公司与上游供应商结算方式为先款后货，与下游客户结算方式为以每月实际发生量为结算依据，下游客户收到发票后 20 个工作日内付款，上下游对公司造成一定资金占用。

总体看，公司商品销售收入规模有所扩大，对公司营业收入形成补充，但该业务毛利率较低，上下游集中度高，有一定客户重合，且公司与上下游客户的结算模式对资金造成一定占用。

7. 在建及拟建项目

公司及子公司投资建设了公路、矿产、客运站等项目。截至 2019 年 3 月底，公司主要建设项目投资情况见下表，总投资额合计 164.56 亿元，已投资 96.95 亿元，后续尚需投资规模较大，主要是凉山州公路建设项目。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司及子公司主要项目投资建设情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已完成投资额	项目状态
凉山州公路建设项目	142.91	87.71	在建
10 万吨电锌冶炼工程	16.00	5.23	缓建
拉拉铜矿经济适用房	1.85	1.48	完工
各县汽车站建设项目	1.50	1.09	在建
布拖县城乡建设用地土地增减挂钩项目	1.00	0.61	在建
20 万吨/年真空制盐设备更新改造工程	1.00	0.56	停工
益门煤矿煤井扩能技改工程（含真空盐项目）	0.30	0.27	缓建
合计	164.56	96.95	--

注：拉拉铜矿经济适用房已完工，待办理相关手续；20 万吨/年真空制盐设备更新改造工程处于停滞状态；会东县城市基础设施和供水工程大部分为替政府代建的项目，预计后续全部清理后，准备移交给相关单位

资料来源：公司提供

凉山州公路建设项目规划总投资合计 142.91 亿元，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。资金来源方面，政府拨付一定比例财政专项资金用于项目建设，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。但在项目建设过程中，受各级财政资金安排及拨付进度影响，部分资金需要公司通过自筹方式先行垫付。

10 万吨电锌冶炼工程系会理铅锌与会理县的国资公司合资项目，会理铅锌出资比例为 70%。项目位于会理县云甸镇甸沙关，占地约 400 亩，投产后年产锌锭 10 万吨、硫磺 5.36 万吨。考虑到当前有色金属行业仍产能过剩，目前该项目处于缓建状态，完工及投产时间存在不确定性，而该项目已投资规模较大，形成较大资金占用。

此外，公司参与了凉山州的 8 个 PPP 项目（主要是安置区、棚户区项目）总投资额合计 87.24 亿元，项目资本金占比主要在 20~40%左右，资本金合计 21.23 亿元，公司出资比例为 40%，按照持股比例计算，预计公司需出资 8.49 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司累计已出资 4.77 亿元。公司为社会资本方，主要与中国电力建设股份有限公司下属子公司合作成立 PPP 项目公司，由项目公司负责 PPP 项目的融资、建设、维护和运营。8 个 PPP 项目公司均未并表，体现于公司财务报表中的“长期股权投资”。

总体看，公司在建项目投资规模大，未来有较高资金需求，同时有部分项目已停工或者缓建，

而该项目已投资规模较大，形成较大资金占用。

8. 统贷统还资金拨付

公司作为州属平台，承担了棚户区改造、政府重点项目建设资金、易地扶贫专项资金、铁路建设资金等统贷统还资金的拨付职能。

(1) 易地扶贫搬迁

凉山州的易地扶贫搬迁由四川省国农投资管理有限责任公司（以下简称“省国农公司”）作为统贷方，省国农公司负责承接省级财政筹集的地方政府债务资金和专项建设基金，作为项目资本金，并向国家开发银行、中国农业发展银行申请长期贷款，构成项目资金。

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易地扶贫搬迁项目的资金承接主体，公司在收到省国农公司拨付的资金后，将其拨付至凉山州下辖县市的资金承接主体（通常为当地的城投或国资公司），由县市的资金承接主体根据项目建设进度拨付项目资金。公司与下辖县市的资金承接主体及其所在地人民政府签订《政府购买服务协议》和《凉山州易地扶贫搬迁项目资金使用协议》，购买服务期限为20年，县（市）人民政府按照协议的约定，以向公司直接支付购买服务资金的方式，向公司偿还项目的本金和利息。购买服务资金的来源主要包括：①省级财政对项目所在市（州）或县（市、区）作为债务主体偿还的地方政府债务资金本息予以全额补助的资金；②中央财政对长期贷款给予90%的贴息；③项目结束后，中央、省继续安排的、按照程序批准后可用于易地扶贫搬迁政府购买服务的资金（如有）；④土地出让形成的纯收益，土地增减挂钩指标出让收益；⑤州和县（市）政府预算安排的用于易地扶贫搬迁政府购买服务的资金；⑥易地扶贫搬迁项目结余资金（不含中央预算内投资）。

凉山州易地扶贫搬迁项目总投资约210.00亿元，其中，中央预算资金投入约28.58亿元，省政府债务资金27.97亿元，专项建设基金11.77亿元，长期政策性贷款141.68亿元。公司承担收付职能的资金包括省政府债务资金（年利率3.92%）、专项建设基金（年利率1.2%）和长期政策性银行贷款（年利率4.90%）三部分，截至2018年底，公司承接的上述三项资金分别到位27.97亿元、11.77亿元和49.15亿元，分别累计已置换（偿还）27.97亿元、0亿元和11.83亿元，截至2018年底余额分别为0亿元、11.77亿元和37.32亿元，余额合计49.10亿元。

根据《财政部、国家发展改革委、国务院扶贫办、自然资源部、人民银行关于调整规范易地扶贫搬迁融资方式的通知》（财农〔2018〕46号）和《四川省财政厅关于印发易地扶贫搬迁长期低息贷款2020年前还款计划的通知》（川财农〔2019〕16号）文件，四川省财政厅组织对2017年7月15日至2018年6月20日由省国农公司承贷、承接的易地扶贫搬迁贷款的提前还款事项，其中凉山州应于2019年3月28日之前偿还2.03亿元，应于2020年12月20日之前偿还2.89亿元。此外，根据财农〔2018〕46号文件，2018年6月20日后，各省一律不再承贷、承接新的易地扶贫搬迁专项贷款和专项建设基金，未来将调整为发行地方政府债券筹集。

(2) 棚户区改造

公司是凉山州州级棚户区改造的融资主体，负责棚改资金的承接与拨付，其模式主要包括：

①通过给四川省城乡建设投资有限责任公司（以下简称“四川城投”）从国家开发银行统贷，转贷给公司，公司再转借资金给项目实施主体。西昌市棚改项目和昭觉县棚改项目适用该模式。凉山州人民政府将城市棚户区改造项目委托给四川城投（系棚改资金的统贷方），由统贷方向国家开发银行就该项目融资。公司作为资金使用方，向统贷方举借相关款项。公司提取项目贷款资金后，拨付至实施主体（通常是凉山州下辖县市的城投公司），由实施主体负责项目具体实施和对外资金支付。

按照“谁实施、谁负责”“谁使用、谁还款”原则，在贷款合同约定的还款日前，项目实施主体应将资金偿还给公司，公司将资金偿还给统贷方，并由统贷方向国家开发银行还款。若使用方拒绝或延迟支付资金，公司可申请凉山州财政局实施财政扣款方式直接支付资金。

②公司直接作为借款主体，国开发展基金有限公司通过国家开发银行向公司发放委托贷款，再由公司支付给项目用款单位。贷款利率为年化不超过 1.2%。贷款发放至凉山州下辖县市的城投公司或国资公司，第一还款来源为当地财政预算安排的资金。

截至 2018 年底，公司承接的棚户区改造统贷项目已签订贷款合同金额 22.50 亿元，已发放贷款 17.21 亿元，已偿还贷款 7.69 亿元，未结清余额为 9.52 亿元。截至 2018 年底，公司财务报表中其他应付款中的棚改资金金额为 16.03 亿元，高于上述未结清余额，主要系部分款项系由西昌等县（市）直接向国家开发银行还款，而公司财务由于未收到相关凭证，因此未能将相关债务进行核销所致。

表 11 截至 2018 年底公司棚户区改造统借统还项目情况（单位：亿元）

用款项目	项目总投资	贷款合同签订额	已发放贷款金额	已还贷款金额
西昌市棚改	31.20	17.46	12.09	6.89
昭觉县棚改	1.32	1.18	1.18	0.33
宁南县	0.48	0.05	0.05	0.001
棚改基金基普	--	0.24	0.24	0.24
棚改基金联合水库	1.60	0.30	0.30	0.03
棚改基金成凉生活区	2.92	0.15	0.15	--
东沿线棚改基金	35.71	0.90	0.90	--
川天王山	13.36	1.00	1.00	--
已成中型灌区配套改造工程试点项目	--	0.20	0.20	0.20
丁家坝	--	0.60	0.60	--
瑶山二期	--	0.50	0.50	--
合计	86.58	22.50	17.21	7.69

注：已成中型灌区配套改造工程试点项目、丁家坝和瑶山二期项目总投资额包含在西昌市棚改项目中；合计数与各分项加总数不等，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

总体看，公司是凉山州州级易地扶贫搬迁和棚改统贷统还的资金承接主体，上述统贷资金的偿还主要依赖于下辖县（市）及凉山州政府的财政预算安排，但公司是法律意义上的资金承接主体，若下属区（县）还款资金无法及时足额安排，则公司将面临一定偿债风险。

9. 未来发展

根据凉山州发展战略规划，公司将打造凉山州“1+6”的投融资平台，其中“1”为公司，“6”指公司下设的 6 家投融资公司，分别专注于农业、文化旅游业、交通建设、城市建设、工业发展及资本管理 6 大板块，推动凉山州产业整合升级。

总体看，公司未来发展战略可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2017 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行会计确认和计量。

会计政策变更方面，公司执行财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），并相应进行了追溯调整，对公司净利润和所有者权益无影响。

2017 年，公司报表进行重大前期差错更正，包括①公司受凉山州教育局委托代建凉山州幼儿师专项目，代建项目资本化利息支出由委托方承担，前期错误计入财务费用，2017 年进行差错更正，调增“其他非流动资产”364.67 万元，调增“未分配利润”309.97 万元，调增“盈余公积”54.70 万元；②2017 年西昌市昌平物业开发有限公司将其持有的部分凉山州商业银行股份有限公司股权转让给公司，用于偿还对公司借款的欠息，公司将 2015 年回冲的借款利息 1,045.43 万元予以还原，调增“应收账款”1,045.43 万元，调增“应交税费”59.18 万元，调增“未分配利润”838.32 万元，调增“盈余公积”147.94 万元；③子公司凉山州邛海泸山规划风景区开发建设有限责任公司根据 2017 年资产清查结果，将清查出的会计差错进行更正，调减“在建工程”397.72 万元，调减“其他应收款”184.87 万元，调减“投资性房地产”25.45 万元，调增“应交税费”5.16 万元，同时调减“固定资产原价”及“累计折旧”19.94 万元，调减“未分配利润”592.06 万元。④子公司 2017 年税务自查查补以前年度欠缴税款 257.76 万元，2017 年进行追溯调整，调减“应交税费”257.76 万元，调减“未分配利润”257.76 万元。

合并范围（二级子公司）方面，2017 年公司合并范围无变化，2018 年公司收购成都霆彪置业有限责任公司，新设立四川大凉山南红玛瑙有限责任公司，整体规模不大。截至 2019 年 3 月底，公司二级子公司共 31 家。

总体看，公司新纳入合并范围子公司规模不大，会计政策变更和重大前期差错更正影响较小，财务数据可比性较好。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 8.46%。截至 2018 年底，公司合并资产总额 607.95 亿元，较年初增长 2.06%，变化不大；其中流动资产占 51.11%，非流动资产占 48.89%。公司资产结构相对均衡，较年初变化不大。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 5.43%。截至 2018 年底，公司流动资产 310.70 亿元，较年初变化不大；公司流动资产主要由货币资金（占 23.41%）、其他应收款（占 58.01%）和存货（占 14.42%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 7.29%。截至 2018 年底，公司货币资金 72.74 亿元，较年初下降 18.69%，主要系部分债务到期偿还以及对外投资支出所致；货币资金中有 0.50 亿元受限资金，为用于质押借款担保的定期存款，受限比例低。此外，截至 2018 年底，公司货币资金中用于项目建设等专款专用部分约为 38.23 亿元。

2016—2018 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 15.92%。公司其他应收款主要是往来款、资金占用款和拆借款等。截至 2018 年底，公司其他应收款 180.25 亿元，较年初增长 9.61%，主要系往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备为 0.46 亿元。从其他应收款集中度看，公司其他应收款前五大账面余额合计为 60.98 亿元，占其他应收款账面总额的比例为 33.86%，集中度一般。公司其他应收款欠款方主要为政府部门、政府下属及其关联单位、关联企业，但其他应收款规模较大，形成一定资金占用。

表 12 截至 2018 年底公司其他应收款前五大情况（单位：亿元、%）

欠款单位	款项性质	期末余额	账龄	占比
西昌市国有资产经营管理有限责任公司	经营性资产收购款/收益、往来款	39.09	0~3 年	21.65
会理县财政局	往来款	7.53	0~8 年	4.17
西昌城市建设投资管理有限责任公司	往来款	5.11	1 年以内	2.83
德昌县国土资源局	新城区青苗补偿及征地款	4.69	0~5 年	2.60
会理县自来水有限责任公司	往来款	4.57	0~3 年	2.54
合计		60.98	--	33.86

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货规模变动不大。截至 2018 年底，公司存货账面价值 44.80 亿元，主要由消耗性生物资产（占 90.37%）和开发成本（占 5.90%）构成，消耗性生物资产主要为雷波县人民政府划拨给雷波国资管理的 40.03 万亩国有林权（均为用材林，林地使用期限为 70 年），罗山溪、双河口、小沟三处林区，以及后备牛 234 头，公司按照 40.49 亿元的评估价值入账。截至 2018 年底，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 11.93%。截至 2018 年底，公司非流动资产 297.25 亿元，较年初增长 5.70%，主要系在建工程和其他非流动资产有所增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.80%）、长期股权投资（占 6.35%）、投资性房地产（占 7.13%）、固定资产（占 9.78%）、在建工程（占 32.38%）、无形资产（占 7.96%）和其他非流动资产（占 26.25%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动不大。公司可供出售金融资产均为可供出售权益工具，被投资单位主要分布于电力、金融和矿产行业。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 26.16 亿元，较年初下降 4.20%，主要系公司持有西昌电力股票价格下跌所致。公司可供出售金融资产按公允价值计量的占 30.15%，按成本计量的占 69.85%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产累计计提减值准备为 668.89 万元。

表 13 截至 2018 年底公司主要可供出售金融资产情况（单位：亿元、%）

计量方式	被投资单位	账面价值	占比	本期公允价值变动
按公允价值计量	西昌电力（600505.SH）	2.83	10.82	-1.63
	中国金属利用（01636.HK）	5.06	19.34	-0.28
按成本计量	凉山州商业银行股份有限公司	4.46	17.05	--
	四川江铜稀土有限责任公司	1.50	5.73	--
	四川华电木里河水电开发有限公司	1.46	5.58	--
	四川锦宁矿业有限责任公司	1.25	4.78	--
	四川省木里林业局	0.95	3.63	--

计量方式	被投资单位	账面价值	占比	本期公允价值变动
	合计	17.51	66.93	-1.91

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 24.45%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 17.91 亿元，较年初增长 46.98%，主要系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等联营企业追加投资共计 5.18 亿元所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 18.87 亿元，较年初增长 5.37%，主要系对凉山州房地产综合开发总公司增资 2.12 亿元所致；未计提减值准备。2018 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资损益为-0.89 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 4.02%。截至 2018 年底，投资性房地产账面价值 21.19 亿元，较年初下降 2.98%；其中采用成本计量的占 31.11%，采用公允价值计量的占 68.89%，按成本计量的投资性房地产累计折旧和摊销合计为 0.70 亿元。此外，公司未办妥产权证书的投资性房地产账面价值为 7.35 亿元，主要为月城公寓商铺及会东、会理和宁南的房屋，因历史遗留原因造成产权办理所需证明资料收集不完整所致。

2016—2018 年，公司固定资产（不含固定资产清理）波动增长，年均复合增长 5.72%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 29.07 亿元，较年初下降 9.94%，主要系合力铝业不再纳入合并范围所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 75.34%）、机器设备（占 10.63%）和其他（占 9.85%）构成；累计计提折旧 16.70 亿元，计提减值准备 0.21 亿元，固定资产成新率为 63.49%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 16.22%。截至 2018 年底，在建工程 96.26 亿元，较年初增长 12.83%，主要系凉山州公路建设项目推进所致；公司在建工程减值准备余额为 47.85 万元，主要系对部分小型项目计提。

2016—2018 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 9.34%。截至 2018 年底，公司无形资产 23.66 亿元，较年初增长 5.37%，主要系增加土地使用权 1.98 亿元所致；公司无形资产主要由土地使用权构成，截至 2018 年底，累计摊销 0.95 亿元，计提减值准备 0.05 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 15.86%。截至 2018 年底，其他非流动资产 78.04 亿元，较年初增长 11.40%，主要系受托代建支出、预付工程款及棚户区统借统还款增加所致。其他非流动资产主要是受托代建支出（占 22.35%）、预付工程及设备款（占 21.72%）、棚户区统借统还款（占 15.39%）、易地扶贫统借统还款（占 14.11%）、委托贷款（占 9.10%）、成昆铁路统借统还款（占 8.19%）等。预付工程款系公司承担的矿产资源勘探工程成本，若探明资源形成采矿权，已发生成本转入无形资产；若未探明资源则计入损益。受托代建支出指公司受政府委托实施保障性安居工程发生的支出，资金来源主要为相关国企职工缴款，建成后将移交给国企职工使用，目前尚未形成盈利模式。公司其他非流动资产中大部分是统贷统还款，其还本付息义务虽由资金使用方承担或纳入财政预算，这部分资产无法为公司带来经济效益流入，且公司作为承贷主体，若使用方资金紧张或财政资金无法及时拨付到位，公司将承担还本付息支出。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 8.65 亿元，包括 0.5 亿元货币资金，1.21 亿元存货，6.76 亿元固定资产，0.18 亿元无形资产，均系由于借款抵质押而受限，公司资产受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 615.14 亿元，较年初增长 1.18%，较年初变化不大；其中流动资产占 50.61%，非流动资产占 49.39%。

总体看，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡，流动资产中其他应收款占比较大，形成一定资金占用，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 10.63%。截至 2018 年底，公司负债总额 393.27 亿元，较年初增长 2.66%，变化不大；其中流动负债占 58.29%，非流动负债占 41.71%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较大。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 33.20%。截至 2018 年底，公司流动负债 229.24 亿元，较年初增长 44.80%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由其他应付款（占 62.01%）和一年内到期的非流动负债（占 31.12%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 21.81%。截至 2018 年底，其他应付款 142.14 亿元，较年初增长 12.38%，主要系往来款及政府借款增加所致；公司其他应付款主要为异地扶贫专项资金、往来款及政府借款、城市棚户区改造资金、暂收待付款、建设项目保证金和受托代建项目资金构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 179.39%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 71.34 亿元，较年初增长 532.59%，其中一年内到期的长期借款 34.14 亿元，一年内到期的应付债券 35.97 亿元，一年内到期的长期应付款 1.23 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 7.59%。截至 2018 年底，公司非流动负债 164.04 亿元，较年初下降 27.02%，主要系长期借款及应付债券一年内到期重分类所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 24.83%）、应付债券（占 18.19%）和长期应付款（占 55.25%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 32.38%。截至 2018 年底，公司长期借款 40.73 亿元，较年初下降 58.10%，主要系一年内到期的长期借款重分类所致；从期限分布看，2020 年到期的占 2.39%，2021 年到期的占 27.81%，2023 年到期的占 0.61%，2024 年及以后到期的占 69.19%。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 19.25%。截至 2017 年底，公司应付债券 57.80 亿元，较年初增长 26.28%，主要系 2017 年公司发行“17 凉山 01”（发行规模为 12 亿元）所致。截至 2018 年底，公司应付债券 29.84 亿元，较年初下降 48.37%，主要系部分债券一年内到期重分类所致。其中公司债券于 2020 年到期规模为 21.89 亿元，存在一定的集中偿付压力。

2016—2018 年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长 29.34%。截至 2018 年底，公司长期应付款 90.64 亿元，较年初增长 36.05%，主要系专项应付款增加所致；其中长期应付款（不含专项应付款）为 6.80 亿元，主要为融资租赁款，本报告将融资租赁款调整至长期债务核算；专项应付款为 83.83 亿元，较年初增长 41.83%，主要系政府拨付的凉山州交通大会战专项资金和金阳县政府重点项目建设资金有所增加所致；专项应付款主要是政府拨付的各类专项资金。

2016—2018 年，公司债务总额波动下降，年均复合下降 5.26%。截至 2018 年底，公司债务总额 152.84 亿元，较年初下降 17.75%，主要系偿还到期借款所致。其中，短期债务占 50.23%，长期债务占 49.77%，债务长短期结构较为均衡。短期债务 76.76 亿元，较年初增长 236.70%，长期债务 76.08 亿元，较年初下降 53.34%，主要系一年内到期的长期债务重分类所致。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.69%、41.59%和 26.17%，较年初分别提高 0.38 个百分点、下降 5.05 个百分点和下降 17.24 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 399.96 亿元，较年初增长 1.70%，变化不大；其中流动负债占 57.56%，非流动负债占 42.44%，较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司债务总额 144.52 亿元，较年初下降 5.44%。其中，短期债务占 48.01%，长期债务占 51.99%。截至 2019 年 3 月底，公

司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.02%、40.18%和 25.88%，较年初分别提高 0.33 个百分点、下降 1.41 个百分点和下降 0.29 个百分点。

总体看，公司负债总额持续增长，债务负担适中，但短期债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.80%。截至 2018 年底，公司所有者权益为 214.68 亿元，较年初增长 0.98%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.09%，少数股东权益占比为 2.91%。归属于母公司所有者权益 208.43 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.78%、60.99%、3.42%和 8.36%。公司所有者权益中资本公积及实收资本占比较高，所有者权益稳定性较好。

2016—2018 年，公司实收资本有所增长。截至 2017 年底，公司实收资本为 53.72 亿元，较年初增长 36.01%，主要系 2017 年 12 月凉山州辖内 4 家县级国资管理机构与凉山州国资委签订协议，以截至 2017 年 9 月 30 日持有的 4 家县级国资公司的股权，作价 8.02 亿元投入到公司，同时凉山州国资委以其持有公司资本公积 6.20 亿元转增实收资本所致。2016—2018 年，公司资本公积规模较为稳定。截至 2018 年底，公司资本公积为 127.12 亿元，主要为历年来政府划入的资产及股权等。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 215.18 亿元，较年初增长 0.24%，较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模持续增长，以资本公积及实收资本为主的所有者权益稳定性较高。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 9.14%。2018 年，公司实现营业收入 22.73 亿元，较上年增长 7.64%，主要系商品销售及资金占用收入有所增长所致。近三年，公司营业利润率持续增长，2018 年为 56.35%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 11.44%。2018 年，公司期间费用总额为 10.87 亿元，较上年增长 3.67%，主要系财务费用有所增长所致；从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 1.61%、42.83%和 55.56%。2018 年，公司管理费用为 4.66 亿元，较上年下降 1.71%，变化不大；财务费用为 6.04 亿元，较上年增长 9.36%，主要系项目投资规模有所下降，利息资本化减少，且市场融资成本略有上升所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 45.87%、49.65%和 47.82%，期间费用对利润侵蚀严重，公司费用控制能力有待提升。

2018 年，公司实现投资收益 0.71 亿元，较上年下降 45.77%，主要系公司持股的凉山矿业股份有限公司由盈转亏所致；公司实现其他收益 0.28 亿元，其他收益占营业利润比重为 10.17%；实现营业外收入 0.34 亿元，较上年增长 15.28%。营业外收入占利润总额比重为 12.27%。

从盈利指标看，近三年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下滑，2018 年分别为 2.14%、1.50%和 0.90%，公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.90 亿元，营业利润 0.71 亿元，净利润 0.59 亿元。

总体看，公司收入规模持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 3.19%；其中销售商品、提供劳务收到的现金规模较为稳定，主要是矿产、运输、商品销售、水电等业务回款。2016—2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动下降，年均复合下降 17.03%，主要系收到

的往来款、暂收代付款等有所波动所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 4.65%；其中购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，主要系矿产品生产原材料采购有所波动等所致。2016—2018 年，公司经营活动现金净额分别为 1.59 亿元、1.64 亿元和 2.33 亿元，均呈净流入状态。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 107.78%、101.20%和 96.84%，收入实现质量下降但仍处于较好水平。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入持续下降，年均复合下降 38.72%；收到其他与投资活动有关的现金占投资活动现金流入的 90%以上，主要是收到的受托代建项目资金、交通大会战资金及回收委托贷款及拆借资金本金等。2016—2018 年，公司投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 50.34%，主要系棚户区改造、易地扶贫搬迁、成昆铁路等项目资金于 2016 年和 2017 年集中投放，2018 年减少所致。2016—2018 年，公司投资活动现金净额分别为-64.34 亿元、-47.49 亿元和-9.58 亿元，均呈净流出状态。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入持续减少，年均复合下降 26.16%，系公司取得银行借款和发行债券等均有所减少所致。2016 年，公司吸收投资收到的现金 22.05 亿元，主要系凉山州政府向公司拨入交通建设项目资本金 18.74 亿元所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 32.12%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金净额分别为 96.11 亿元、50.58 亿元和-9.41 亿元，由净流入转为净流出。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 1.05 亿元，投资活动现金净流出 0.74 亿元，筹资活动现金净流出 9.00 亿元。

总体看，公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量有所下降但仍处于较好水平；投资活动现金流均呈净流出状态，随着债务到期，公司未来将面临一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均持续下降，截至 2018 年底分别为 1.36 倍和 1.16 倍，公司流动资产对流动负债的保障程度高。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 3.48 倍、3.94 倍和 0.95 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.35 倍、1.16 倍和 0.92 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 11.95 亿元、10.69 亿元和 11.02 亿元，波动下降。2018 年，公司 EBITDA 为 11.02 亿元，较上年增长 3.09%。公司 EBITDA 主要由折旧（占 15.81%）、计入财务费用的利息支出（占 57.14%）和利润总额（占 24.90%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.79 倍、1.76 倍和 1.73 倍，连续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.06 倍和 0.07 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 13.52 亿元，占公司净资产的比例为 6.30%，具体见下表。其中，西昌瑞康钛业有限公司 2016 年以来处于停产状态，自身偿债能力弱。合力锌业原为公司的子公司，自 2017 年以来处于停产状态，2018 年不再纳入公司财务报表合并范围。整体看，公司担保比率不高，但部分被担保企业处于停产状态，公司或有负债风险大。

表 14 截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保事项	担保金额	担保余额	担保到期日	被担保企业性质
西昌市国有资产经营管理有限责任公司	保证	100,000.00	97,500.00	2021-2-23	地方国企
四川西昌合力锌业股份有限公司	保证	2,000.00	2,000.00	2019-11-10	--
	保证	2,000.00	1,999.85	本息结清日	
	保证	3,000.00	3,000.00	2021-9-21	
	保证	3,000.00	3,000.00	2021-3-6	
	保证	2,000.00	2,000.00	2021-9-21	
西昌瑞康钛业有限公司	保证	1,200.00	1,200.00	2021-8-9	民营控股
西昌星星化工有限责任公司	保证	1,400.00	1,400.00	2020-1-25	民营控股
雷波汇森水电开发有限公司	保证	6,000.00	6,000.00	2026-3-27	国有控股
凉山文化广播电视传媒集团有限公司	保证	15,000.00	8,700.00	2021-5-18	政府下属单位
	保证	4,900.00	3,900.00	2022-6-6	
	保证	10,000.00	4,500.00	2022-2-15	
合计	--	150,500.00	135,199.85	--	--

资料来源：公司审计报告及工商信息查询，联合评级整理

截至 2019 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼。

截至 2019 年 3 月底，公司本部共获银行授信额度 71.00 亿元，尚未使用额度为 29.27 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行出具的企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10513401000727302），截至 2019 年 7 月 22 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力尚可，存在一定或有负债风险。但考虑到公司作为凉山州州级重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接，获得资产注入、股权划拨、政府补助等外部支持，公司偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 330.80 亿元，所有者权益 105.28 亿元。2018 年母公司实现营业收入 8.82 亿元，利润总额 1.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 328.39 亿元，所有者权益 105.50 亿元，负债 222.89 亿元，全部债务 125.32 亿元，其中应付债券 298.42 亿元，为“15 凉山国投 MTN001”“17 凉山 01”“18 凉山 01”“S18 凉山 2”；此外，2019 年 4 月，公司发行 10 亿元 3（2+1）年期“19 凉山发展 MTN001”；母公司资产负债率 67.87%，全部债务资本化比率 54.29%。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 1.81 亿元，利润总额 0.29 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 144.52 亿元，本期拟发行规模按照 20.00 亿元计算，对公司整体债务规模有一定影响。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 65.02%、40.18%和 25.88%上升至 66.12%、43.33%和 30.66%，公司负债水平略有上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金部分用于偿还公司债务，实际债务水平应低于测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司经营活动产生的现金流入 29.57 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 1.48 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度尚可；经营活动产生的现金流量净额 2.33 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 0.12 倍，经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度一般；公司现金类资产 73.15 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 3.66 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度高；但考虑到公司货币资金中，部分有指定用途（项目建设或转贷给其他单位），现金类资产对本期债券的实际覆盖程度或有所减弱。

综合以上分析，并考虑到公司作为凉山州州级重要的国有资产运营及产业投融资、棚改及易地扶贫搬迁资金承接主体，获得外部支持力度大，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

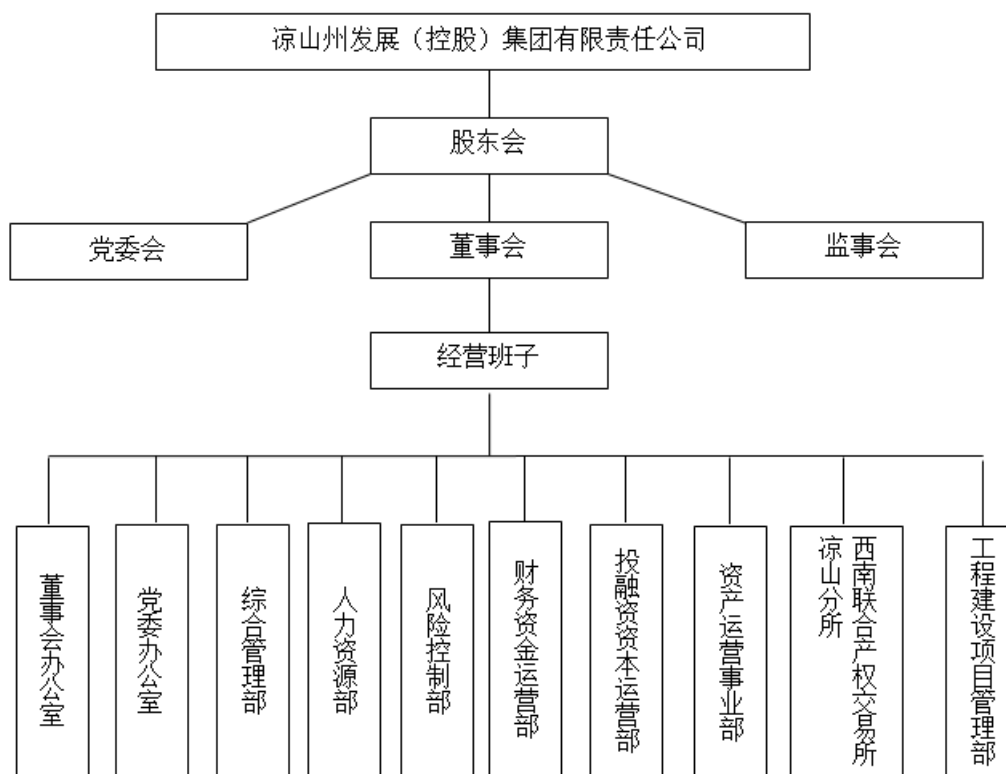
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了凉山州经济发展良好，公司作为凉山州州级重要的国有资产经营和产业投融资主体，且负责棚改及易地扶贫搬迁资金承接，在资产注入、股权划拨、政府补助等方面获得外部支持力度大。同时，联合评级也关注到公司矿产板块发展前景不明朗，委托贷款业务面临一定坏账风险，往来款形成资金占用，短期债务规模较大，面临一定集中偿付压力，且存在或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司作为凉山州重要的国有资产投资经营和产业投融资主体，有望继续获得有力的外部支持，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 凉山州发展（控股）集团有限责任公司
组织结构图（截至 2019 年 3 月底）



附件 2 凉山州发展（控股）集团有限责任公司

主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	516.79	595.69	607.95	615.14
所有者权益（亿元）	195.47	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）	145.87	163.03	76.08	75.13
全部债务（亿元）	170.26	185.83	152.84	144.52
营业收入（亿元）	19.08	21.11	22.73	4.90
净利润（亿元）	3.64	1.84	1.91	0.59
EBITDA（亿元）	11.95	10.69	11.02	--
经营性净现金流（亿元）	1.59	1.64	2.33	1.05
应收账款周转次数（次）	2.82	8.96	6.20	--
存货周转次数（次）	0.22	0.20	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比率（%）	107.78	101.20	96.84	101.18
总资本收益率（%）	2.97	2.01	2.14	--
总资产报酬率（%）	2.28	1.50	1.50	--
净资产收益率（%）	2.05	0.90	0.90	--
营业利润率（%）	44.53	54.51	56.35	60.97
费用收入比（%）	45.87	49.65	47.82	53.38
资产负债率（%）	62.18	64.31	64.69	65.02
全部债务资本化比率（%）	46.55	46.64	41.59	40.18
长期债务资本化比率（%）	42.73	43.40	26.17	25.88
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.76	1.73	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.06	0.07	--
流动比率（倍）	2.16	1.99	1.36	1.35
速动比率（倍）	1.82	1.70	1.16	1.16
现金短期债务比（倍）	3.48	3.94	0.95	0.92
经营现金流动负债比率（%）	1.23	1.03	1.02	0.45
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.60	0.53	0.55	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2016 年财务数据采用 2017 年财务报表中追溯调整后的期初数；4. 本报告中已将长期应付款中的融资租赁款调整计入债务核算；5. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

**联合信用评级有限公司关于
凉山州发展（控股）集团有限责任公司
2020 年面向合格投资者公开发行扶贫专项公司债券（第一期）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年凉山州发展（控股）集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

凉山州发展（控股）集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。凉山州发展（控股）集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注凉山州发展（控股）集团有限责任公司的相关状况，如发现凉山州发展（控股）集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如凉山州发展（控股）集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至凉山州发展（控股）集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送凉山州发展（控股）集团有限责任公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司

二〇一九年八月二十六日