

信用等级公告

联合[2017] 261 号

联合资信评估有限公司通过对西南能矿集团股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

西南能矿集团股份有限公司
主体长期信用等级为
AA

西南能矿集团股份有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年四月十八日



西南能矿集团股份有限公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：4 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还银行借款，配套项目建设资金

评级时间：2017 年 4 月 18 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产（亿元）	7.33	6.94	19.32	15.68
资产总额(亿元)	33.14	80.81	102.09	109.96
所有者权益(亿元)	14.74	49.35	55.64	57.96
短期债务（亿元）	10.84	23.35	31.00	36.19
长期债务(亿元)	3.09	4.00	8.85	7.53
全部债务(亿元)	13.93	27.35	39.85	43.71
营业收入(亿元)	16.52	22.49	31.46	24.70
利润总额(亿元)	0.25	0.34	0.37	-0.01
EBITDA(亿元)	0.64	1.22	1.66	--
经营性净现金流(亿元)	-3.64	-0.11	0.62	3.74
营业利润率(%)	2.58	1.56	2.07	2.04
净资产收益率(%)	1.56	0.53	0.24	--
资产负债率(%)	55.52	38.94	45.50	47.28
全部债务资本化比率(%)	50.98	35.66	41.73	42.99
流动比率(%)	124.87	91.47	101.50	93.79
全部债务/EBITDA(倍)	24.00	22.51	23.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	1.90	1.70	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计；由于部分科目调整，对 2013 年底数据进行了追溯调整。

分析师

黄露 张超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对西南能矿集团股份有限公司（以下简称“公司”或“西南能矿”）的评级反映了公司作为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）下属资本运作平台及从事矿产勘查、矿山开发、矿产品销售业务的企业，在政府支持、资源获取、矿权储备及发展前景等方面具备综合优势。同时，联合资信也关注到公司目前以盈利水平低的贸易业务为主要收入来源，勘探行业资金投入量大、主要矿产品价格下行等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

贵州省矿产资源较为丰富，公司第二大股东贵州省地质矿产勘查开发局（以下简称“贵州省地矿局”）在地质勘查领域的人才、技术、装备等多方面给予公司支持。未来伴随主要矿产品价格回升以及矿权转让模式的推进，公司整体收入规模及盈利能力有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 贵州省国资委作为公司的实际控制人，在资产划拨、政策支持等方面对公司支持力度大。
2. 作为贵州省矿产资源整合平台，公司拥有磷矿、金矿等众多优势矿权，为企业长期发展提供有利条件。
3. 公司矿权转让模式发展前景较好。
4. 公司近年陆续获得资金及矿权注入，权益增长迅速，财务弹性良好。

关注

1. 地质勘探行业资金需求大，收益存在一定不确定性。
2. 公司未来投资金额较大，面临一定资本支出压力。
3. 公司目前尚未完全开展矿权转让业务，主要收入来源为盈利能力低的贸易业务。
4. 公司短期债务占比较高，偿债压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与西南能矿集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与西南能矿集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因西南能矿集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由西南能矿集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、西南能矿集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西南能矿集团股份有限公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

西南能矿集团股份有限公司（以下简称“公司”）系经贵州省人民政府批准设立的国有控股股份有限公司。公司于 2012 年 9 月成立，初始注册资金为 40.00 亿元。经由立信会计师事务所贵州分所出具的验资报告（信会师贵【2012】第 10180 号）审验，首次出资实收 8.00 亿元，其中货币资金 2.40 亿元，股权 5.60 亿元。出资人为贵州省国资委（占比 28.03%）、贵州省地矿局（占比 55.72%）、贵州省有色金属和核工业地质勘查局（以下简称“贵州省有色地勘局”，占比 2.50%）、贵州盘江发展有限责任公司（以下简称“盘江发展公司”，占比 5.00%）、贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“贵州产投公司”，占比 6.25%）、贵州省煤田地质局（以下简称“贵州省煤田地质局”，占比 2.50%）。

2014 年 9 月，经公司 2014 年第二次临时股东大会会议决议，公司注册资本增加到 41.85 亿元。本次增资后，各出资人出资比例为：贵州省国资委占比 46.51%、贵州省地矿局占比 45.76%、贵州省有色地勘局占比 4.15%、盘江发展公司占比 1.91%、贵州产投公司占比 1.19%、贵州省煤田地质局占比 0.48%。贵州省国资委为公司实际控制人。

公司是贵州省矿产资源开发与生产经营的重要主体。公司经营范围包括：矿产资源开发投融资；投资优势矿产整装勘查和磷矿、铝土矿、锰矿、金矿、重晶石、铅锌矿、罗甸玉、钒矿、钼镍矿、地热、页岩气等的探、采、选、冶及精深加工；矿产资源勘查开发的技术研发。

截至 2016 年 9 月底，公司本部设有十个职能部门：董事会秘书处、工程技术研究中心、

规划投资部、矿权管理部、产业运营部、融资财务部、党群监察部、人力资源部、风险管理部和办公室。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 102.09 亿元，所有者权益 55.64 亿元（其中少数股东权益 13.34 亿元）；2015 年实现营业收入 31.46 亿元，利润总额 0.37 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 109.96 亿元，所有者权益合计为 57.96 亿元（其中少数股东权益 15.75 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 24.70 亿元，利润总额 -149.02 万元。

公司注册地址：贵州省贵阳市北京路 219 号银海元隆广场 7 号楼 35 层；法定代表人：李在文。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司拟于 2017 年注册额度 4 亿元的中期票据，本期拟发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 4 亿元，期限为 5 年，偿还方式为每年付息一次，到期一次还本。

本次募集资金中，3 亿元用于偿还银行借款，1 亿元用于子公司贵州能矿锰业集团有限公司（以下简称“能矿锰业”）“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间”项目前期配套建设资金。

本期中期票据无担保。

2. 募投项目概况

公司计划将募集资金的 1 亿元用于其下属子公司能矿锰业公司“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间”项

目前配套建设资金。

“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园”划分为四个子项目分期开发建设。本次中期票据募集资金中的 1 亿元拟用于支持开发建设其中“2×300MW 级热电联产动力车间”子项目，即“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间”项目。该热电厂项目总投资为 30.03 亿元，资本金比例为 20%。截至 2016 年 9 月底，该项目已投入资金 5.225 亿元，除资本金外的资金缺口拟用本期中期票据募集资金及银行贷款等融资方式解决。

本项目拟建设的规模：2×300MW 抽凝机组+1×15MW 背压机组。

截至 2016 年 9 月底，该项目已有手续及证照：《铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间工程可行性研究报告》、《关于〈铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间〉的评审意见》（黔环审[2014]110 号）、《省发展改革委关于铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间项目核准的批复》（黔发改能源〔2014〕2316 号）、《贵州省环境保护厅关于贵州能矿锰业集团有限公司铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园建设项目环境影响报告书的批复》（黔环审〔2014〕110 号）、《省国土资源厅关于铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间建设项目用地预审申请的复函》（黔国土资预审字〔2014〕48 号）、《铜仁市城乡规划局关于〈铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间〉规划选址的审查意见》、《项目水资源报告书批复》、《项目水土保持方案复函》、《建设项目工程抗震设防要求的批复》、《厂区内无军事设施影响的请示复函》、《建设项目未压覆重要矿产资源证明》以及《厂址内无文物保护单位认定的请示复函》。

项目开工建设进度：该项目已于 2015 年下半年进行项目场地平整维护等基础工作，并于 2016 年 9 月 20 日完成 EPC 总承包的招投标，于 2016 年 11 月 10 日举行项目开工仪式，

预计一期工程将于 2018 年底完工并进入试运营。截至目前，公司已投入资金 5.225 亿元，剩余资金将根据项目开工建设进度及融资情况于 2018 年前逐步投入。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析及区域经济环境

1. 行业概况

有色金属指铁、铬、锰三种金属以外的所有金属。中国于 1958 年将铁、铬、锰列入黑色金属，并将铁、铬、锰以外的 64 种金属列入有色金属。有色金属采选业主要系通过地下或地表采掘作业获得矿石，并通过物理、化学等方式对矿石所含金属进行富集获得符合工业生产需求的精矿。

资源禀赋

中国矿产资源总量丰富，矿种较齐全，但人均资源少，有色金属整体表现为“大宗不足，稀有不缺”，即工业用量大的支柱性大宗矿产，如铜、铝、钾等相对短缺，大型矿少，小型多，品位较低且多伴生和难选冶；新兴能源、电子

和材料等产业需要的钨、钼、钽、稀土、镓等稀有金属矿产储量相对丰富。

表 1 中国有色金属储量情况（单位：万吨、吨）

金属种类	铜	铝土矿	铅	锌	镍
基础储量	2734.41	90589.97	1454.65	3490.74	260.88
全球储量占比(%)	4.35	--	15.73	17.20	4.05
金属种类	锡	钨	钼	稀土	黄金
基础储量	117.51	233.78	651.37	5500.00	1900.00
全球储量占比(%)	31.91	54.29	39.09	39.29	3.52

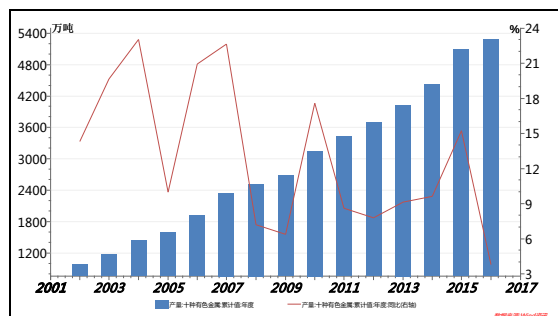
资料来源：Wind 资讯

总体看，中国主要常用有色金属（如铜、铝、镍等）资源禀赋较差，一定程度制约了供给增长，另一方面其对相关采选行业形成一定支撑。

下游需求

有色金属采选业下游主要为冶炼行业。近年有色金属产量保持增长趋势，2002 年中国十种有色金属产量为 1012 万吨，到 2013 年增长至 4029 万吨，其中金融危机爆发前，中国有色金属产量保持快速增长，2008-2009 年，受金融危机影响，有色金属产量增速快速下降，其中 2008 年同比增长 7.21%，2009 年增速降至 6.37%；2010 年受中国投资拉动影响产量增速恢复至金融危机之前水平，为 17.60%；2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，但仍保持增加，2013 年为 9.15%，2014 年增速为 9.64%，2015 年增速为 15.24%。

图 1 中国近年十种有色金属产量情况

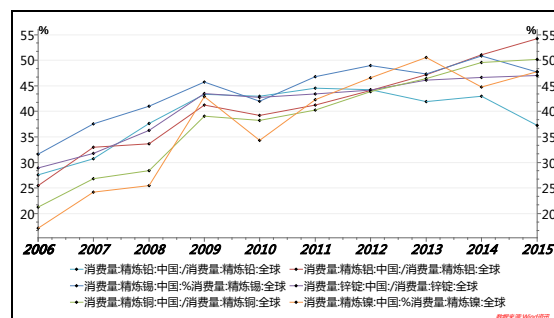


资料来源：Wind 资讯

注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞

从有色金属消费量在全球比重来看，近年伴随中国经济快速增长，中国有色金属消费量快速增长，其在全球消费比重快速上升。2015 年，精炼铜、精炼铝、锌锭、精炼铅、精炼镍、精炼锡消费比重分别增长至 50.19%、54.21%、47.03%、37.26%、47.77%和 47.69%。中国已经成为全球有色金属重要的消费市场。未来伴随中国工业化进程的持续推进以及城镇化水平的持续提高，中国仍将保持全球有色金属重要消费市场地位。

图 2 中国主要常用有色金属消费占全球比重(%)



资料来源：Wind 资讯

总体看，受中国资源禀赋影响，以及中国较大的消费规模，中国主要常用有色金属矿石消费格局仍将保持一定缺口，中国有色金属采选业发展空间良好。

有色金属价格

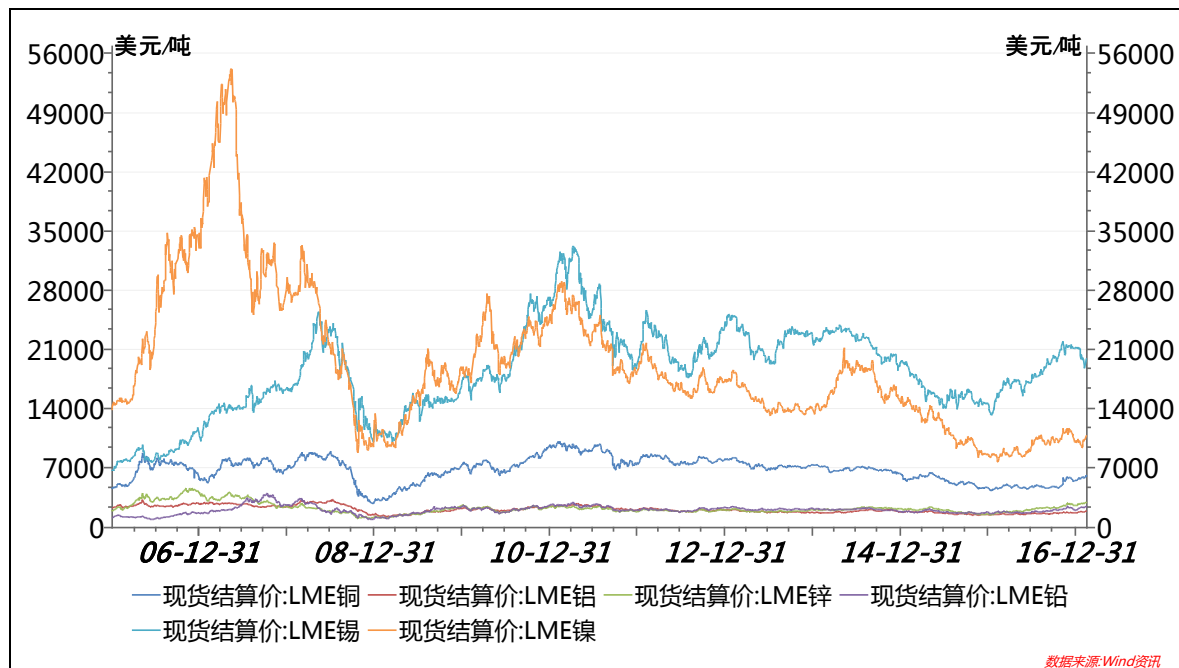
2004 年以来，有色金属价格快速增长到金融危机前达到高点，伴随金融危机爆发，2008 年有色金属价格快速下跌，并在 2009 年初跌至谷底，随即伴随世界重要经济体推出一系列救市计划，有色金属价格快速反弹，并在 2011 年上半年反弹至金融危机后高点，随即受到全球经济复苏乏力及中国经济增速逐步放缓影响，有色金属价格发生反转震荡下行，进入 2014 年受印尼金属矿石出口政策变化影响及部分金属供需格局有所变化影响，有色金属价格走势出现分化。2014 年以来，锌价出现反弹，到 2014 年 8 月份反弹至 2013 年以来高点，达到 2400 美元/吨，随后锌价虽出现反转下跌，但自 2015 年 3 月底快速反弹至 2400 美元/吨水平，自 3 月份后，锌价又开始下跌，2016 年 1 月达到底价 1500

美元/吨，随后锌价一路上涨，目前最高价格 2713 美元/吨；铝、镍虽然在 2014 年一度出现反弹，但随即维持震荡下行走势；铜、铅则表现为震荡下行走势；2014 年上半年金属锡价格在 23000 美元/吨水平震荡，但进入下半年金属锡价格快速下跌，到 2016 年 1 月份金属锡跌至 13800 美元/吨左右，随后，价格

回升至 20000 美元/吨左右。

总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

图 3 主要有色金属价格情况（美元/吨，美元/盎司）



资料来源：Wind 资讯

2. 行业政策

改革开放以来，伴随中国经济的快速发展，为适应社会、经济环境的快速变化及市

场发展需要，中国先后出台了一系列政策，从法律、税收、行业管理等方面不断完善政策法规，促进中国有色金属行业的健康发展。

表 2 行业部分政策情况

名称	颁布机关	发布时间	主要内容
中华人民共和国矿产资源法	全国人大常委会	1996 年 3 月	中国的矿产资源归国家所有，国家对矿产资源的勘察、开采实行许可证制度
中华人民共和国矿产资源法实施细则	国务院	1996 年 8 月	
矿产资源勘察区块登记管理办法	国务院	1998 年 12 月	勘查许可证有效期最长 3 年
矿产资源开采登记管理办法	国务院	1998 年 12 月	采矿许可证有效期，按照矿山建设规模确定：大型以上，采矿许可证有效期最长为 30 年；中型，采矿许可证有效期最长为 20 年；小型，采矿许可证有效期最长为 10 年
中华人民共和国资源税暂行条例	国务院	2011 年 9 月	在中国境内开采矿产品的单位和个人应缴纳资源税以及缴税执行标准
中华人民共和国资源税暂行条例实施细则	财政部、国家税务总局	2011 年 11 月	
有色金属产业调整和振兴规划	国务院	2009 年 5 月	加快淘汰落后产能、加强技术改造、促进企业重组、调整产业布局等
关于促进稀土行业健康发展的若干意见	国务院	2011 年 5 月	用 1-2 年时间，建立规范有序的稀土资源开发、冶炼分离和市场流通秩序；基本形成以大型企业为主导的稀土行业格局，南方离子型稀土行业

			排名前三位企业集团产业集中度达到 80%以上
国土资源部关于严格控制和规范矿业权协议出让管理有关问题的通知	国土资源部	2015 年 8 月 24 日	协议出让探矿权、采矿权,应当符合矿产资源规划及国家相关产业政策。符合协议出让条件的,按照探矿权、采矿权审批登记权限,由登记管理机构审批登记颁发勘查许可证、采矿许可证,不再单独进行协议出让申请审批。
有色金属工业发展规划(2016—2020 年)	工信部	2016 年 9 月	提出严控铜、电解铝、铅、锌、镁等冶炼产能扩张,尤其是电解铝要严格落实等量或减量置换方案。同时,大力发展高端材料,着力发展高性能轻合金材料、有色金属电子材料、有色金属新能源材料、稀有金属深加工材料等。

资料来源:联合资信整理

另一方面,为了进一步促进资源的高效集约利用,缓解资源自给率不足的压力,发展节能环保产业,科技部、发改委、工信部、环保部、住建部、商务部、中科院于 2012 年 4 月联合发布《废物资源化科技工程“十二五”专项规划》(以下简称“规划”)。根据“规划”,2010 年中国铜、铝、铅等主要金属再生利用量占到有色金属产量的 24.8%,相当于降低矿产资源对外依存度 20-30%,发达国家主要金属再生产量已占到总消费量的 50%以上;根据预测,2015 年中国主要金属再生产量将突破 1200 万吨,届时中国金属再生产量在消费中比重将进一步上升,但与发达国家仍有一定差距。根据 2009 年国务院颁布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》,到 2020 年节能环保产业成为支柱性产业之一。从中国产业政策及集约化发展方向来看,未来再生金属将成为中国主要有色金属消费的重要来源。

3. 行业关注

资源税改革

目前中国有色金属领域资源税仍执行从量征收标准,征收标准从 0.4-30 元/吨不等。为了进一步合理体现资源稀缺性特点,中国正在酝酿资源税由从量征收向从价征收的转变,2010 年 6 月,新疆正式启动从价征收资源税改革,主要涉及原油和天然气两大资源,税率均为 5%,2011 年 11 月石油、天然气资源税改革扩展至全国,税率为 5%-10%,第一步征收 5%。有色金属资源税改革目前尚无时间表,但其改革方向已经大势所趋,通过从价征收资源税,将更加合理、真实的反映不可再生资源的价值,同时也有利于规避国际贸易摩擦。短期看,有色金属资源税改革可能对市场影响较小(如改革遵循等额折算原则),长期来看,在有色金属价格上涨阶段,资源税额将会提高,进而调节市场。

环保压力不断加大

重金属所造成的污染问题日益突出,并被中国政府高度重视。2011 年初国务院正式批复《重金属污染综合防治“十二五”规划》,规划遵循源头预防、过程阻断、清洁生产、末端治理的全过程综合防控理念,明确了重金属污染防治的目标:到 2015 年,从改善民生出发,“建立三大体系、解决一批问题”,即建立起比较完善的重金属污染防治体系、事故应急体系和环境与健康风险评估体系,解决一批损害群众健康和生态环境的突出问题。

2014 年 4 月 24 日,全国人大常委会第八次会议修订通过了新《环境保护法》(以下简称“新《环保法》”),定于 2015 年 1 月 1 日起正式实施。同时国家环境保护部自 2014 年 12 月 19 日陆续发布《环境保护主管部门实施按日连续处罚办法》(环境保护部令第 28 号)、《环境保护主管部门实施查封、扣押办法》(环境保护部令第 29 号)、《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治办法》(环境保护部令第 30 号)、《企业事业单位环境信息公开办法》(环境保护部令第 31 号)和《行政主管部门移送适用行政拘留环境违法案件暂行办法》,且以上 5 个配套办法于 2015 年 1 月 1 日一并实施。新《环保法》在监管力度、监管手段、处罚措施等方面均有较大突破。新《环保法》的执行必将对前期环保投入不足的冶炼及采选企业形成较大压力,部分企业可能面临关停风险。

伴随国家对重金属污染的相关政策法规的完善,执行力度提升,有色金属采选业将面临较大监管压力,未来将在法律、政府监督下驱动其环保投入力度加大,提升运营成本。

资源整合风险

资源整合面临多方面的潜在风险:收购风险,矿山整合过程可能面临资源风险,即矿山资源与实际资源不符的风险,同时,矿山经营企业可能面临行业波动导致的收购成本偏高风险;运营风险,伴随中国企业逐步走出去寻求资源整合机会,其可能面临较大运营风险,如澳洲、加拿大等资源较丰富的发达国家,其矿山运营成本较高,在行业出现波动的环境下,矿山企业可能面临较大运营成本压力,另外矿山经营企业可能面临当地法律法规风险;国家风险,部分企业在欠发达国家整合资源可能面临一定国家风险,如政治、社会稳定性、国家政策波动等方面的风险。

总体看,有色金属系工业、建筑等领域重要原料,在中国继续推进工业化、城镇化发展进程中,有色金属消费仍将保持较好的增长势头,受有色金属资源储量刚性的支持,有色金属采选业长期具有良好的发展空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有控股企业,各出资人出资比例为:贵州省国资委占46.51%、贵州省地矿局占45.76%、贵州省有色地勘局占4.15%、盘江发展公司占1.91%、贵州产投公司占1.19%、贵州省煤田地质局占0.48%。贵州省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是贵州省全省矿产资源投融资的重要平台,矿产资源探、采、选、冶及精深加工的龙头企业,矿产资源整合的重要主体,在矿产资源、政府支持等方面具有显著优势。目前公司累计持有矿权总数为156个(其中有5个正

在申办采矿权),主要矿种覆盖磷矿、铝土矿、煤矿、锰矿、重晶石、金矿、铅锌矿、地热、玉石矿。公司成立3年多来,在地质勘查方面,8个已完成勘探,15个已完成详查、开展普查工作100余个,现已探明磷矿11亿吨、铝土矿4.5亿吨、煤矿3.8亿吨、锰矿5000万吨、重晶石2500万吨、金金属量5吨、锌金属量30万吨、地热成井3口等一批优质矿产资源,发现超大型矿床2个、大型矿床5个、中型矿床4个以上,公司矿产资源丰富。

子公司方面,目前公司下辖共有12家子公司,其中全资有2家,绝对控股有10家(不含全资),参股有1家,除了西南能矿建筑工程有限公司、西南能矿建设工程有限公司、贵州省地质矿产资源开发股份有限公司、贵州锦麟化工有限责任公司四家公司外,其余均为2014年9月以后新成立的公司,各项业务尚处于发展初期。

表3 截至2015年底公司下属子公司基本情况

(单位:万元,%)

名称	注册资本	持股比例
西南能矿建筑工程有限公司	8240.36	72.00
西南能矿建设工程有限公司	2622.60	100.00
贵州能矿地热投资有限公司	13239.10	97.50
贵州省地质矿产资源开发股份有限公司	12000.00	94.50
贵州能矿织金磷化工有限公司	10000.00	90.00
贵州盛世玉业股份有限公司	10000.00	80.00
贵州天然气能源投资股份有限公司	29168.00	40.00
贵州能矿锰业集团有限公司	30000.00	60.00
贵州锦麟化工有限责任公司	48139.84	54.74
贵州贵安能矿产品电子商务股份有限公司	1500.00	60.00
遵义能矿投资股份有限公司	30000.00	51.00
贵阳矿业开发投资股份有限公司	100000.00	36.00

资料来源:公司提供

3. 人员素质

公司共有高级管理人员5人,其中总经理1人,副总经理2人、总会计师1人、纪委书记

记 1 人。

公司董事长兼法人代表李在文先生，1958 年生，中共党员，研究生学历，高级工程师。历任贵州省第一测绘大队工作员、助理工程师、副大队长、党委副书记、测绘产品质量监督检查站副站长；贵州省测绘局副局长、直属机关党委书记兼局工会主席；贵州省国土厅(测绘局)副厅长(副局长)；贵州省国土资源厅副厅长；贵州省地矿局局长、党委书记；现任公司董事长兼法人代表。

公司总经理赵震海先生，1968 年生，中共党员，工学博士，高级工程师。历任贵州省地质矿产厅开发管理处科员、副主任科员、主任科员、副处长、处长；贵州省国土资源厅党组成员、总工程师、副厅长；现任公司副董事长兼总经理。

公司总会计师雷治昌先生，1967 年生，中共党员，本科学历，高级会计师。历任国家电力公司贵阳勘测设计院财务处副处长、养老保险办公室副主任、物资设备招标办主任、住房制度改革与分配办公室主任；贵州新联爆破工程有限责任公司总会计师；贵州久联企业民爆器材发展股份公司财务总监、党委委员、总会计师；现任公司总会计师。

截至2016年9月底，公司在职人员1256人，其中生产人员占47.77%，管理人员占40.47%，财务人员占7.09%，销售人员占2.60%，研发人员占2.07%。按文化程度分，研究生及以上学历占7.41%，本科学历占31%，大专及以下学历占61.59%。公司员工构成合理、员工素质较好，能够满足经营需要。

4. 政府支持

公司是贵州省全省矿产资源投融资的重要平台，矿产资源探、采、选、冶及精深加工的龙头企业，矿产资源整合的重要主体，得到了贵州省政府的大力支持。

政策支持

依据贵州省人民政府签发的《省人民政府

关于西南能矿集团股份有限公司组建方案的批复》（黔府函【2012】196号），原则同意《西南能矿集团股份有限公司的组建方案》（以下简称“《组建方案》”）。《组建方案》中明确了公司在土地、税收、融资等方面享受的优惠政策：公司涉及的国有土地出让金省及省以下部分全额返还公司，转增省级资本金；公司在经营期五年上交的所得税地方留成部分返还公司，转增省级资本金；在开发优势资源项目需要融资时，由省财政给予贴息支持；由省国资委协调省属国有优势企业为公司项目融资提供担保；由省政府金融办将公司纳入贵州省上市后备企业库予以扶持。

在《省人民政府关于进一步促进省级国有投资公司规范管理健康发展的意见》（黔府发【2013】18号）中，省政府拟将大力支持公司业务发展。政府主要领导均对《关于做实做强省级矿产资源投融资平台工作的情况报告》中批复，将优化资源配置、组织相关部门支持西南能矿集团做实做强。

资产划拨

依据《组建方案》，公司获得首期注册资本 40.00 亿元，其中实收资本 8.00 亿元，其余注册资本已由出资人在两年内缴足。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本已增加到 41.85 亿元。

根据《省人民政府关于西南能矿集团股份有限公司组建方案的批复》（黔府函（2012）196号）中关于向公司配置矿业权的意见，“省政府拟配置给西南能矿公司矿业权 224 个，其中，未占用和未完全占用的较大规模国家矿产地 161 个，正在实施的除煤矿以外的整装勘查项目 33 个和省地勘基金项目 30 个。”此 224 个矿业权将近 3 年内完成投放，届时公司名下矿业权可增加至 324 个（含省政府配置矿权），目前集团已有矿业权证 156 个。同时，省国土厅就落实省政府《组建方案》进行了专题研究，形成了《关于研究西南能矿集团矿业权配置问题专题会议纪要》（黔国土资专议〔2013〕23号），纪要中提出要在自 2013 年开始的近 3 年内完成

对西能公司申报的“33个整装勘查区和30处省级地勘基金项目区块内矿业权”的投放。目前，该部分矿业权已以矿业权增资入股的形式配置到位，33个非煤类整装勘查区中，已到位矿业权28个。

技术支持

在矿产资源整装勘查、探、选、采方面，公司依托于股东省地矿局、有色局的专业技术支持，对公司的勘探工作提供了坚实的技术支撑。同时，公司绝大部分工作人员均在贵州省地矿局、贵州省煤田地质局等地勘单位工作多年，从事矿产资源勘查开发多年，具有丰富的资源勘探选冶知识和经验，专业技术人员中高级工程师所占比例达公司总人数的29%，为公司实施与矿产资源开发相关经营活动提供了较强的业务能力。

联合资信认为，贵州省政府对公司持续稳定的支持有望为公司未来业务发展提供有力的支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由贵州省人民政府批准设立的国有控股企业，贵州省国资委为公司实际控制人。根据《公司法》和其他相关规定，公司建立了现代化的法人治理结构。

公司设立股东大会制度，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，履行决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准公司的年度财务预算决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或变更公司形式作出决议；审议批准公司重大资产收购出售方案；对超过董事会授权范围的重大事项进行讨论和表决；修改公司章程等职能。

公司设立董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，由11人组成，其中，6家股东各提名推荐1名董事人选，另5名董事由省国资委按规定提名人选，由股东大会按有关规定选举和任命；职工代表董事1名由职工代表大会或其他形式民主选举产生。董事会设董事长一名和副董事长一名。董事长和副董事长由省国资委推荐的董事出任。董事长为公司法定代表人。董事会设董事会秘书1人，由董事长提名，董事会聘任或解聘。董事每届任期三年，可以连选连任。董事在任期届满前，股东大会不得无故解除其职务。董事会履行召集股东大会并向大会报告工作，执行股东大会决议；制订公司发展战略规划、决定公司经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算、决算方案；制订公司利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本的方案；制订公司重大投融资、资本性支出、发行债券和对外担保方案等职能。

公司设立监事会，由六至七名监事组成。其中省国资委代表省政府委派监事四至五名；职工代表大会民主选举监事二名，报省国资委批准。监事会设主席一名，由省国资委委派。监事会履行检查企业贯彻执行有关法律、行政法规和规章制度的情况；检查企业财务，查阅企业的财务会计资料及企业经营管理活动有关的其他资料，验证企业财务会计报告的真实性、合法性；检查企业的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况；检查企业负责人的经营行为，并对其经营管理业绩进行评价，提出奖惩、任免建议等职能。

公司设总经理一名，总经理任期三年，经考核合格可续聘。总经理对董事会负责，履行主持公司日常生产经营管理工作；主持召开总经理办公会议，向董事会报告公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；组织实施公司重大投融资、资本性支出、发行公司债券和对外担保的方案；主持公司经营班子会议，集体决定

单一项目不超过上年度经审计的公司净资产1%的资产收购或出让、重大投资等项目；制定公司具体规章等职能。

2. 管理水平

公司本部设有董事会秘书处、工程技术研究中心、规划投资部、矿权管理部、产业运营部、融资财务部、党群监察部、人力资源部、风险管理部和办公室等十个部门，职能部门设置合理，部门职责清晰。

此外，为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度。

从内部管理制度看，公司建立了董事会会议制度、总经理办公会议制度，并完善了包括人事管理和激励制度、内部审计制度、财务管理制度、投融资管理制度在内的各项内部管理制度。

财务管理方面，公司制定了《财务会计制度》、《财务预算管理办法》、《利润分配管理办法》等一套管理制度，对公司各项财务工作进行监管。公司下设融资财务部，根据公司发展战略要求，制定财务战略规划，推动财务目标的实现；建立合理有效的资源配置体系，提供优质、低成本的财务资源，促进业务运营效率及企业价值的提升；为业务决策提供有价值的专业建议，有效支持经营决策，并对公司董事会负责。

人事管理方面，公司制定了《业绩考核办法》、《薪酬管理指导意见》、《高层次人才建设实施方案》等，形成对员工有效的约束和激励。根据公司发展战略要求，建设人力资源管理体系，完善组织机构管理、干部管理、岗位管理工作，提升公司薪酬绩效管理水平和强化培训管理工作，提供专业化的人力资源服务，为公司业务运营构建人力资本优势，促进业务的有效运营。

投资管理制度方面，为规范公司投资管理，提高投资决策科学性，控制投资风险，确保国有资产的保值增值，制定了《西南能矿集团股

份有限公司投资管理制度（试行）》，该制度对投资的范畴、原则以及投资管理的权限和审批和投后评价都做了详细规定。按照公司章程，上年度经审计的公司净资产1%（含）以内投资额度的投资由总经理办公会决策；净资产1%-7%（含）范围内投资额度的投资由董事会决策；净资产7%以上投资额度的投资由股东大会决策；需上报省国资委审批的情况按照相关规定执行。

融资管理制度方面，依据国家法律法规、公司章程和公司财务会计制度规定，特制定《西南能矿集团股份有限公司融资管理办法》。核心内容具体如下：（1）融资财务部根据公司拟定的次年资本投资计划、固定资产投资计划、无形资产投资计划、管理费用开支计划、利润分配计划、财务费用开支计划等开支计划，结合公司上年资金结余，预计可以收回的利润分红等情况拟定公司融资计划，并纳入年度财务预算方案中，经总经理办公会讨论确定后提交公司董事会、股东会审议。（2）公司所属控股子公司必须就拟融资方案中需要公司解决的问题如担保等问题通过文件上报公司，以便公司拟定相关议案提交董事会或股东会审议。（3）融资事项要接受监事会、审计部门等机构对融资过程的问询和对资金使用情况的检查、指导，对查出的问题认真进行整改。

综合看，公司法人治理结构及内部组织结构能够满足经营需要，管理制度健全。

七、经营分析

作为贵州省全省矿产资源投融资的重要平台，公司业务范围主要集中于矿产资源探、采、选、冶及精深加工。受限于成立时间较短及主要矿产品受宏观经济下行价格较低影响，公司2012年成立以来主要依靠贸易业务实现收入。2014年，由于2013年年中成立的从事贸易业务的子公司治理、业务模式等基本完成，贸易业务进入正轨，公司贸易板块收入同比大幅增

长,致使公司营业收入同比快速上升 36.10%,为 22.49 亿元。2015 年,公司进一步发展贸易板块业务,贸易板块收入较 2014 年进一步上升 86.83%,带动收入增长至 31.46 亿元。同期,公司冶炼加工主要以黄金进料加工复出口为主,由于 2015 年下半年受市场波动及客户对相关产品出口降价要求影响,公司调整经营策略,减少该板块业务规模,导致该板块收入大幅减少。

从毛利率看,得益于公司施工板块进一步拓展毛利率较高的地质灾害治理工程,2014 年公司工程施工板块毛利率较 2013 年上升 4.28

个百分点;受黄金及电解锰价格下跌影响,公司冶炼及黄金加工毛利率 2014 年由正转负,为 -2.78%,且 2015 年进一步下降至 -9.08%。由于公司营业收入主要来源于贸易板块,受贸易板块毛利率低位波动且收入规模不断扩大影响,公司整体毛利水平有所波动,2015 年为 2.54%,较 2014 年上升 0.49 个百分点。公司其他业务主要是本部矿权压覆矿补偿收入、委贷利息收入、权属公司矿权维护收入及天然气能投技术服务收入等,由于非经常性废渣及矿权监管维护等成本低,该板块毛利率高,但由于收入规模较小,对公司利润贡献不大。

表 4 公司 2013~2016 年 9 月营业收入构成情况(单位:万元,%)

业务	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	36296.05	21.97	10.71	25570.14	11.37	14.99	31208.33	9.92	13.49	34262.51	13.87	10.34
贸易	63050.48	38.16	1.11	140322.47	62.40	1.07	262167.14	83.34	1.29	194208.66	78.63	0.95
冶炼加工	65868.72	39.87	1.79	57883.65	25.74	-2.78	18570.13	5.90	-9.08	17494.65	7.08	-2.92
其他	8.50	0.01	100.00	1097.64	0.49	81.06	2617.15	0.84	79.50	1030.07	0.42	97.75
合计	165223.75	100.00	3.49	224873.90	100.00	2.05	314562.75	100.00	2.54	246995.89	100.00	2.38

资料来源:公司提供

2016 年 1~9 月,主要受贸易板块业务量下降的影响,公司实现营业收入 24.70 亿元,占 2015 年全年的 78.51%,较 2014 年同期下降 4.78%。其中贸易收入 19.42 亿元,冶炼及黄金加工收入 1.75 亿元,工程施工收入 3.43 亿元。同期,公司整体毛利率为 2.38%,较 2015 年下降了 0.16 个百分点。

1. 工程施工业务

公司工程施工板块主要依赖于下辖西南能矿建筑工程有限公司(以下简称“西能建筑”)、西南能矿建设工程有限公司(以下简称“西能建设”)和贵州新能源开发投资股份有限公司(以下简称“新能源”),主营业务方向为矿产资源行业伴生的工程施工业务,承担了集团内矿产资源、地质行业工程施工板块的主要业务。工程施工板块主要分为两大类业务:建筑施工类和新能源施工类。

2013 年~2015 年,公司工程施工收入规模有所下降,分别为 3.63 亿元、2.56 亿元和 3.12 亿元,得益于公司施工板块进一步拓展毛利率较高的地质灾害治理工程,2014 年工程施工板块毛利率有所增加,为 14.99%,2015 年公司将之前计入委贷及其他板块的新能源收入计入工程施工板块,使得该板块收入增长至 3.12 亿元,毛利率小幅下降至 13.49%。2016 年 1~9 月,公司工程施工板块实现收入 3.43 亿元,毛利率 10.34%。

具体施工项目及合同方面,2013 年,公司签订合同 172 个,项目合同金额 2.04 亿元;2014 年度,公司签订合同 217 个,项目合同金额 5.17 亿元;2015 年,公司新签合同 259 个,合同金额合计 7.39 亿元;2016 年 1~9 月,公司新签合同 298 个,合同金额 7.15 亿元。整体来看,得益于新能源板块发展较快,公司工程施工业务新增合同数量及金额快速增加。

表 5 公司承接项目合同情况（单位：个，亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
合同数量	172	217	259	298
西能建筑	14	7	8	4
西能建设	158	194	186	280
新能源	0	16	65	14
合同金额	2.04	5.17	7.39	7.15
西能建筑	0.62	1.81	2.75	4.15
西能建设	1.42	3.08	3.32	2.67
新能源	0	0.29	1.32	0.33

资料来源：公司提供

（1）建筑施工类

西能建筑和西能建设两家子公司具有土石方工程专业承包一级（可承担各类土石方工程的施工）、地基与基础工程专业承包二级（可承担工程造价 1000 万元及以下各类地基与基础工程施工）、建筑装饰装修工程专业承包三级（可承担单位工程造价 60 万元及以下建筑室内、室外装饰装修工程施工）、市政公用工程施工总承包贰级、矿山工程施工总承包贰级、地基与基础工程专业承包贰级、隧道工程专业承包贰级、土石方工程专业承包叁级、地质灾害防治工程勘察、设计、施工、评估等四个甲级，地质钻探、固体矿产勘查两个甲级，环境污染治理（生活垃圾及工业固体废物）甲级，环境污染治理设计（生活垃圾及工业固体废物）乙级，土地复垦方案、土地整治，地质技术咨询服务，水利水电工程施工总承包叁级，测绘丙级等。整体看，公司建筑工程施工方面的资质较为齐备。

公司承接项目主要通过市场正规招投标，项目一般按月进度报量结算，结算付款比例一般在 80% 左右，完工后结算付款总额一般在工程总造价的 85% 左右，质保金一般为 5~10% 左右（合同具体约定），质保金期限一般 1~2 年，公司应收账款回款保障情况按合同回收期及时催收。

目前公司工程施工业务主要在贵州省内开展，主要上下游企业如下表列示。

表 6 工程施工板块上下游前五大客户

	2014 年	2015 年
上游前五大客户	仁怀市城市建设投资经营有限责任公司	贵州紫金矿业股份有限公司
	六盘水市宏达房地产开发有限公司威宁分公司	紫云自治县城市开发有限公司
	贵阳市白云区南湖开发建设有限责任公司	贵开磷集团矿肥有限责任公司
	万山矿山国家地质公园管理局	兴仁县住房和城乡建设局
	贵开磷集团矿肥有限责任公司	普定县普信城市建设投资有限公司
下游前五大客户	遵义益汉源商贸有限公司	普定县合兴标砖厂
	贵州塑力线缆有限公司	贵州雅喻装饰有限公司
	贵阳贵和工程机械有限公司	贵阳祥鹏贸易有限公司
	贵阳兰花水泥有限公司	贵阳好元新新型建材有限公司
	贵州永蓝防水节能建材有限公司	贵州杨氏达防水工程有限公司

资料来源：公司提供

（2）新能源施工板块

新能源板块方面，2015 年开始，根据业务性质，公司将此板块收入计入工程施工板块，由贵阳矿业开发投资股份有限公司的控股子公司贵州新能源公司承接。目前在工业节能与建筑节能两个方向寻求发展，分别形成了采用合同能源管理方式（EPC）和 BOT 的经营模式。

EPC 模式方面，公司在矸石电厂锅炉改造领域进行投资，贵州新能源公司目前是国内唯一一家实现煤矸石、煤泥在 75t/h 锅炉 100% 代烧技术顺利实施的企业，目前主要工程有水矿集团汪家寨洗煤厂矸石电厂两台（12MW）锅炉改造和贵州盘江精煤股份有限公司火铺 45MW 电厂两台 75t/h 的循环流化床锅炉改造，其中，水矿集团汪家寨洗煤厂矸石电厂两台（12MW）锅炉改造，项目投资 3818 万元，效益分享期 7 年，目前该项目已基本收回投资，预计于 2017 年中旬进入分红期；贵州盘江精煤股份有限公司火铺 45MW 电厂两台 75t/h 的循

环流化床锅炉改造，项目投资 1.20 亿元，投资回收及后续分红期为 12 年。

上述业务享受国家增值税全额减免政策，所得税业务发生前三年所得税全免，后三年所得税减半征收。目前在结算上全部采用按月结算的方式，由双方确认收益。

BOT 模式方面，公司通过对地源能、空气能、太阳能技术的创新与整合，在区域服务范围内提供热水、热冷空气一体化服务。该模式前期垫付资金全部由公司承担。目前在此领域已投资 13 个项目，投资金额 2835.27 万元，全部投资于学校如贵州大学、观山湖一中等，投资分享期在 10 年到 20 年之间，投资回收期控制在 4 年内。公司与学校达成相关投资协议，学校许可公司在学校学生公寓进行区域能源站建设，提供暖、冷气和热水服务，并直接向学生收费。本项目全为现金结算，无应收账款。

新能源两个业务板块的项目在建时是通过在建工程进行归集的，由于公司投资项目的回收时间按市场的要求来确定，与集团要求统一的固定资产折旧期不一致，故竣工结算后转入无形资产。成本分无形资产的摊销和日常成本开支，都按月进行核算。

2014 年，公司新能源业务实现收入 827 万元，毛利率 89.07%；2015 年，公司工业节能业务收入为 1440 万元，毛利率为 67%。

2. 贸易业务

公司的贸易业务主要由贵州省地质矿产资源开发股份有限公司（以下简称“地矿股份”）负责经营。地矿股份是以投资黄金矿业权为核心业务的矿业投资公司，主要业务是投资国内黄金为主导的矿产资源勘查和开发，黄金和银加工，黄金和银产品、饰品的批零兼营；投资国际矿产资源勘查和开发；国内和国际贸易。地矿股份的商业模式主要为矿业权投资业务商业模式和贸易业务商业模式。地矿股份本部自 2015 年起未开展贸易板块，目前公司从事贸易板块的子公司主要是贵州省能矿进出口有限公司（以下简称“能矿进出口公司”）和贵州西

南紫金黄金开发有限公司（以下简称“西南紫金公司”）。

贸易业务流程如下：下游客户发出采购订单，子公司内部审批，与上游供货商签订采购合同，下游客户验货，供货商安排物流，验收合格之后向供货商付款，产品入库，下游客户向公司付款。

公司贸易的经营产品为合质金销售、原料金销售、矿产品销售等，均属于大宗商品。

合质金方面，公司采用下游订单模式开展，其中合质金和原料金主要由西南紫金公司负责经营。主要合作方式为先预付货款给上游客户中国黄金集团采购合质金，冶炼提纯后再按协商议价销售给贵州紫金矿业开发有限公司，其验收后将款项支付给公司。

原料金方面，公司采用上游采购、下游销售的货币资金交易模式经营，业务流程是根据下游客户需求和收到的预付货款通过紫金矿业集团股份有限公司向上游客户上海黄金交易所采购标准金，在协商定价后对外销售。主要客户是贵州紫金矿业股份有限公司、宜春市鸿腾龙鼎商贸有限公司、宜春市财顺福商贸有限公司、宜春市中盛裕昌商贸有限公司、南京康慧南金属材料有限公司、镇江建国商贸有限公司等。

贵金属方面，公司业务体量较小，主要经营模式是根据市场需求向深圳部分珠宝商采购各种金制品，通过门店零售和银行渠道销售。

锰矿产品属于大宗商品交易，公司采用现货交易方式经营，于 2014 年度正式开展锰产品出口业务，具有进出口经营权。具体业务流程是公司接到下游客户订单之后，以国内外市场价为依据，买入客户或冶炼矿产成品后，销售给下游客户，下游客户与公司定期完成结算。主要上游合作客户有：湖南科源科技化工有限公司、贵州玉屏大龙锰业有限责任公司、湘潭电化科技股份有限公司、湖南汇通科技有限责任公司；下游合作客户有：LONG SOURCE (H.K) INDUSTRY & COMMERCE CO.,

LIMITED、湖南科源科技实业有限公司等。

近三年，公司贸易业务采购金额呈现快速增长趋势，三年分别为 6.24 亿元、13.88 亿元和 25.88 亿元；2015 年以来，原料金和锰类、铝土矿、煤炭及其他的采购量增长较为明显。同期，公司贸易业务销售金额快速增长，三年分别为 6.31 亿元、14.03 亿元和 26.22 亿元。

表 7 公司贸易采购情况（单位：万元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
合质金	--	104791.60	97735.27	66025.65
贵金属及珠宝	--	1476.10	243.32	339.01
原料金	--	--	62433.13	--
阴极铜	--	---	--	22759.40
锰类、铝土矿、 煤炭及其他	62353.22	32549.85	98361.77	103242.62
合计	62353.22	138817.55	258773.49	192366.68

资料来源：公司提供

表 8 公司贸易销售情况（单位：万元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
合质金	--	104815.59	97755.96	66038.52
贵金属及珠宝	--	1542.88	290.47	402.07
原料金	--	--	62664.31	--
阴极铜	--	--	--	22765.28
锰类、铝土矿、 煤炭及其他	63050.47	33964.00	101456.40	105002.79
合计	63050.47	140322.47	262167.14	194208.66

资料来源：公司提供

3. 冶炼及黄金加工业务

公司冶炼加工业务的收入来源主要来自公司下属的贵州能矿锰业集团有限公司（以下简称“能矿锰业”）和地矿股份。

(1) 电解金属锰

能矿锰业主要从事的是锰金属的冶炼加工，生产经营主体是其全资子公司——贵州建强锰业有限公司（以下简称“建强锰业”），建强锰业以自主经营为主、地方政府根据产量给予一定补贴的盈利方式组织生产，生产产品主

要是电解锰。电解金属锰生产主要包含焙烧、化合、硫化除杂、压滤、电解等工序，它是采用硫酸溶液浸取锰矿形成溶液，经净化后电解而成。目前公司电解锰年生产能力 3 万吨/年，生产工艺采用湿法冶金工艺流程。因 2015 年 8 月至 2016 年 3 月期间，能矿锰业主要对磨粉系统及还原焙烧系统进行大规模技术改造，故 2015 年实际生产 7 个月，2015 年 1~7 月份，公司电解锰产量 17200 吨（8~12 月处于停产检修阶段）。

表 9 公司电解锰生产情况（单位：吨/年）

	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
产能	--	30000	30000	30000
产量	--	26979	17200	14852.8
产能利用率	--	89.93	57.33	49.50

资料来源：公司提供

注：公司 2013 年底与建强锰业签订并购协议，2014 年初完成并购。

矿产资源方面，目前公司无资源储备，国内矿石主要从湖南湘潭电化科技股份有限公司及本地的铜仁市万山区盆架山锰业有限公司采购；进口矿主要是加纳矿，通过地矿股份的贵州省能矿进出口有限公司采购。市场价格方面，进口矿 27 美元/吨，国内矿根据品位价格在 230-300 元/吨区间。

除矿石外，电解锰上游主要是硫酸、液氨、SDD（氟化镁）、二氧化硒及其他辅助原料，上游原材料采购主要以外购方式，以现款（承兑汇票）进行结算，年均上游客户供应量 24947.49 万元，占产品销售收入的比重为 75%左右，价格制定机制根据市场价格，主要以上海华诚金属网网价定价，以合同约定方式达成协议，加工成品仅针对供应商销售，主要销往贵州省内和湖南省等地，采用先款后货的销售政策，主要的交割方式为买方自行上门提货。

表 10 公司原材料采购明细表（单位：元/吨、吨）

材料名称	2014 年		2015 年	
	单价	数量	单价	数量
加纳碳酸锰	850.30	1845.87	829.35	29479.30

矿石				
碳酸锰矿（外加工高品位）	595.85	25160.17	553.48	18665.02
碳酸锰矿（自加工高品位）	549.83	59979.99	598.37	17188.52
碳酸锰粉	316.39	55034.92	316.23	6394.77
硫酸	413.14	68873.41	433.29	40241.89
液氨	2617.90	3321.66	2607.42	1735.61
福美钠	5068.70	373.60	5395.10	194.25
二氧化硒	230092.00	50.01	168546.40	34.01
双氧水	1264.02	1556.51	1237.40	499.96
硫化铵	2846.30	76.40	2639.43	59.00
硅藻土	2753.93	657.15	2735.04	407.24
烟煤	739.95	1561.90	736.71	940.98
高锰酸钾	11868.13	17.35	0.00	0.00

资料来源：公司提供

表 11 公司锰产品销售情况（单位：吨，元/吨）

产品名称	2014 年		2015 年	
	销量	均价	销量	均价
电解锰	25910.10	10688.15	16347.00	9568.35
落地锰	768.00	7871.82	423.00	6995.01
锰粒子	301.00	6164.64	466.30	4024.47
合计	26979.10	10557.51	17236.20	9355.23

资料来源：公司提供

（2）黄金进料加工复出口

能矿进出口公司 2014 年以来开展高纯度黄金的来料加工业务，所需黄金全部从外部采购，2014 年采购量为 339.33 公斤，采购均价为 25.33 万元/kg。2015 年采购量为 1700 公斤，采购均价与上年基本一致。2014 黄金进料加工复出口 339.33 公斤，收入 8500 万元；2015 年黄金进料加工复出口销售 1697.31 公斤，收入

42542.21 万元。2016 年 1~9 月，黄金进料加工复出口业务，采购量 149.85 公斤，采购均价 24.19 万元/kg，销量 149.85 公斤，实现收入 3675.32 万元。

公司根据下游客户需求向上海黄金交易所采购原料金，再销售给下游客户。公司黄金进料加工复出口采用内销和外销并存，其余销售均属国内销售。黄金加工的主要工艺有熔金、倒模、压延、切片、压模、抛光等。由于黄金属于标准资产，在国内国际市场上都有交易所在交易，因此其定价主要参照标准的市场价格。

4. 矿权投资业务

公司矿权投资业务目前主要通过子公司地矿股份来运作，该业务（包括探矿权和采矿权）是指通过申请、控股股东注入、并购等方式获取矿权后，在矿产资源勘查和开采规定的范围和期限内，对矿产资源地质勘查和开采活动进行投资，通过矿权项目经营，包括引入资本合作探矿、引入资本合作开采、转让部分或全部矿权等方式获取收益。

矿权投资业务为地矿股份的核心业务。矿权投资可以通过三种模式获取收益：一是在矿权勘查取得一定成果后在勘查的各个阶段即可转让部分或全部探矿权；二是投资取得勘查成果后申请采矿权，向第三方转让采矿权；三是取得采矿权后，与具有开采能力的大型企业合作，成立矿产开采公司，通过开采公司利润分配的方式获益，如贵州紫金和烂泥沟公司。目前，来自贵州紫金和烂泥沟公司的投资收益构成了地矿股份稳定的利润来源之一。

表12 公司矿权项目经营获益模式

步骤	选择点	可能结果	备注
1	是否申请探矿权	暂时不申请	存在申请但未能取得探矿权的情形
		申请并取得探矿权（包括通过行政审批和通过“招、拍、挂”方式取得探矿权），进入步骤 2	
2	是否转让探矿权	不转让，进入步骤 3	探矿权人有权优先取得勘查作业区内矿产资源的采矿权。因此，转让探矿权实际也是转让优先采矿权。
		进行最低程度的勘查后转让	

		进行适当程度的勘查后转让	权
		进行全部的勘查任务后转让	
3	是否申请采矿权	申请并取得采矿权, 进入步骤 4	存在申请但未能取得采矿权的情况; 勘查许可证有效期过, 优先取得采矿权的权利自然丧失
		不申请采矿权	
4	是否转让采矿权	资产出售 (不进行矿产资源开采)	按照《探矿权采矿权转让管理办法》对转让采矿权规定, 转让采矿权并不意味着企业不参与矿产资源的开采
		作价出资、合作开采或不转让采矿权, 进入步骤5	
5	是否进行矿产开采	进行矿山建设, 开采矿产资源, 进入步骤6	采矿许可证的有效期限过, 采矿权自然丧失
		留存, 不进行矿产资源开采	
6	是否进行矿产选取	出售原矿石	两种结果可以并存
		对矿石进行选取	

资料来源: 公司提供

(1) 矿业权权益转让

2013 年 5 月 12 日地矿股份第一届董事会第四次会议、2013 年第二次临时股东大会通过《关于贵州省岑巩县注溪钒矿详查探矿权转让及合作的议案》。2013 年 5 月 29 日, 地矿股份和上饶市康强贸易有限公司签订《贵州省岑巩县注溪钒矿详查探矿权转让合作合同》, 约定地矿股份转让注溪钒矿部分区域的探矿权, 合作方预付人民币 1000.00 万元, 经省国土资源主管部门出具同意转让批复后, 经地矿股份通知的十五天内, 支付人民币 1000.00 万元后, 办理探矿权变更事宜。国土资源主管部门于 2013 年 8 月 28 日出具同意转让的批复, 对方违约未按合同规定时间支付转让款。后经双方协商, 于 2013 年 10 月 25 日签订《贵州省岑巩县注溪钒矿详查探矿权转让合作补充协议》, 规定对方增加支付预付款 1000.00 万元, 对方于 2013 年 10 月 25 日增付预付款 400 万元。

由于对方资金周转困难, 未能按时付清余款, 该探矿权证未能办理最终变更。2015 年公司之前收到的 1400 万元预付款确认为营业外收入。

2013 年 10 月 25 日, 公司与金碧矿产签订《贵州省威宁县玉龙铜多金属矿探矿权转让合同》, 公司将玉龙铜多金属矿普查探矿权 51% 的权利转让给金碧矿产, 转让价款为 255 万元整, 金碧矿产预付 178.50 万元。合同正式签订,

并递交矿权转让的审核资料, 经国土资源主管部门出具符合转让的批复意见后, 经公司通知或收到批复的十五日内, 支付余款。目前, 上述探矿权转让尚未取得贵州省国土资源厅同意转让的批复文件, 未达到收入确认的条件。

(2) 投资矿业公司股权或经营项目分红收益

公司参股投资的贵州省烂泥沟金矿有限责任公司的贞丰烂泥沟金矿和贵州紫金矿业股份有限公司的贞丰水银洞金矿现已探明金属量较大, 可为公司提供丰厚的投资收益。公司投资 106 地质大队的法地煤矿经营项目, 实现净收益 1.55 亿元, 为公司取得了较好的经济效益。

(3) 公司主要矿权

公司通过地矿股份持有的矿权主要涉及铜矿、金矿及铁矿等矿种; 公司通过参股其他矿业公司, 间接持有的矿权主要涉及金矿、钒矿及煤矿等矿种。截至 2016 年 9 月底, 公司已探明矿权合计 156 项。

目前, 公司尚未完全开展矿权投资业务模式, 主要由地矿股份与其他公司合作的方式获取一定的投资收益, 2014 年, 公司该业务模式确定投资收益 0.99 亿元; 2015 年, 公司累计完成矿权转让收入约 1.40 亿元 (地矿股份转让法地煤矿的收入), 实现投资收益 0.44 亿元。目前, 公司开展矿权投资业务主要为地矿股份投资烂泥沟金矿和贵州紫金矿业, 分别投入 20 万元和

3600万元，累计获得投资收益分别为8200万元和32900万元。

(4) 板块未来发展

资源掌控目标

至2017年，累计获得探矿权200个以上，新增探明资源量：磷矿资源5亿吨，金矿资源量10吨，锰矿资源7000万吨，铝土矿资源量3.5亿吨，重晶石资源量2000万吨，铅锌金属量30万吨，地热成井3口。通过申请办理或市场并购获得2~3个采矿权。初步形成矿产资源的运作能力。

产量（产能）目标

2016~2017年，黄金并购形成产量1.5吨，罗甸玉原石产量1.5吨，加工玉石山料3吨，玉（石头）工艺品7万件，饰面石材1万平方米，电解金属锰产量5.4万吨，铝土矿石产量3万吨，磷矿石产量30万吨，煤层气产气1.35亿立方米，LNG/CNG年产能50万立方米，LNG加气站年产能100万立方米等。

“十三五”期间，根据公司提供，营业收入结构预测如下：整体看，公司未来将逐步减少低盈利能力贸易业务，不断加大矿权经营及资源开发板块业务，使其成为公司营业收入及利润的主要来源。考虑到公司在省内地位、股东支持力度及矿权资源获取及整合能力，公司未来发展前景较好。

5. 经营效率

2013年~2015年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数整体呈下降趋势，2015年分别为10.39次、8.49次和0.34次。总体看，公司整体经营效率正常。

6. 未来发展

“中国一流的能矿资源产业投资运营集

团”是公司的发展愿景。在规模方面，公司力争在2020年实现营业收入100亿元以上，进入国内矿业行业前三十名。在更长远的未来，力争进入国内矿业行业前列。

公司计划到“十三五”末，基本形成“一体、两翼、三型”的能矿产业公司，其中：“一体”指建设中国一流的能矿资源产业投资运营公司。“两翼”指引领优势矿产资源和清洁能源产业持续健康发展。“三型”指打造生态环保型绿色能矿、科技创新型智慧能矿、资本运营型金融能矿，并最终形成五大产业板块：一是矿权经营板块，包括矿业权获取、矿业权勘查维护、矿业权交易等业务；矿权经营板块是公司资本产业和实体产业发展的基础，是公司资源资产化、资产资本化、资本证券化的实施主体。二是资源开发板块，包括黄金、罗甸玉石、磷资源、锰资源、地热、铝资源、铅锌资源、重晶石开发以及国际矿业开发等业务；资源开发板块是公司的实体产业板块，是公司打造矿产资源采、选、冶及精深加工龙头企业的重要载体，是公司非煤固体矿产资源之翼。三是矿业服务板块，包括矿建工程、地灾治理、工业及建筑节能服务等业务；矿业服务板块是提供矿业开发相关技术服务的主力板块。四是能矿金融板块，包括能矿电商平台、能矿产业基金、金融租赁、担保理财、金融咨询服务、参股金融机构等业务；能矿金融板块是公司打造省内矿产资源投融资平台的重要支撑，是公司产业发展的重要协同板块，是公司产业融资的重要资金渠道。五是清洁能源开发板块，包括煤层气开发、LNG/CNG工厂、LNG加气站、天然气管网建设、页岩气开发等业务；清洁能源开发板块是“一体两翼”战略构想的重要载体，是全省清洁能源开发的重要投融资平台。

表 13 截至 2016 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	建设规模	计划总投资	已投金额	拟投金额		
				2016 年 10~12 月	2017 年	2018 年
黄果树地热旅游综合开发项目	总建筑面积 6.84 万平方米	5.50	1.34	0.28	2.91	0.97

贵州省六盘水市六枝 100×10 ⁴ m ³ /d 天然气液化工厂	产能为: 100×10 ⁴ m ³ /d	5.26	0.20	0.01	--	--
盘江精煤火铺项目	改造 3 台 15MW 的发电机组 和配 75t/h 循环流化床锅炉 4 台	1.06	0.99	0.04	0.25	--
织金精细磷化工项目-矿山系统 500 万吨/年采选工程	500 万吨/年磷矿采、选厂	33.56	5.32	0.03	0.56	13.75
铜仁大龙煤电锰一体化循环经济 工业园热电联产动力车间项目	修建 2 座 300 兆瓦抽凝机组、 1 座 15 兆瓦背压机组	30.03	3.00	0.06	5.96	12.00
合计	--	75.41	10.85	0.42	9.68	26.72

资料来源: 公司提供

截至2016年9月底, 公司主要在建工程共5项, 总投资为75.41亿元, 已完成投资10.85亿元, 计划2016年剩余投资0.42亿元, 2017年~2018年投资分别为9.68亿元和26.72亿元。投资主要集中于2018年。

其中“织金精细磷化工项目-矿山系统500万吨/年采选工程”和“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间项目”两个项目是公司未来几年重点发展的项目。

“织金精细磷化工项目-矿山系统500万吨/年采选工程”项目由公司子公司贵州锦麟化工有限责任公司负责开发, 建设规模为500万吨/年磷矿采、选矿厂。项目建成后每年可产出32%磷精矿295万吨。项目总投资33.56亿元, 其中资本金10.11亿元, 自筹资金23.59亿元。项目已到位资本金53197万元, 剩余资本金预计2020年12月31日完全到位。目前处于建设阶段。根据项目可研报告, 预计建成投产后可实现预期年均销售收入约126580万元、含税总利润28900.47万元, 该项目的税后收益率约为12.25%。

“铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园热电联产动力车间项目”是贵州省铜仁市大龙经济开发区煤电锰循环经济工业园配套核心子项目之一, 为工业园区规划建设的电解锰等其它企业提供电源及热源, 建设规模为新建2座300兆瓦抽凝机组、1座15兆瓦背压机组。项目总投资为300256万元, 资本金比例为20%, 目前已投入资本金68784万元, 剩余资本金计划于2018年底前全部到位, 除资本金外的资金缺口拟用本期中期票据募集资金及银行贷款等融资方式解决。该项目预期年化收益为43086.74万

元、总投资收益为40474.51万元。目前该项目已经开工并完成EPC总承包招标, 正开展初步设计和地勘、场平施工、监理招标等工作, 预计2017完成动力、硫酸锰、电解二氧化锰车间和焙烧制粉车间土建、安装工程施工, 工程技术中心建成并投入使用, 2018年一期工程完工进入试运营。预计2018年一起工程完工进入试运营。

整体看, 公司未来几年存在一定投资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的2013年~2015年财务报表经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计(均出具了标准无保留意见的审计报告)。公司提供的2016年三季度报财务数据未经审计。

公司2015年合并报表内纳入合并范围的子公司共计12家, 与2014年相比, 减少了贵州页岩气股份有限公司, 增加了贵安能矿产品电子商务股份有限公司, 两家公司规模相对较小, 对公司财务报表可比性影响较小。

截至2015年底, 公司合并资产总额为102.09亿元, 所有者权益合计为55.64亿元(其中少数股东权益13.34亿元)。2015年, 公司实现营业收入31.46亿元, 利润总额0.37亿元。

截至2016年9月底, 公司合并资产总额为109.96亿元, 所有者权益合计为57.96亿元(其中少数股东权益15.75亿元)。2016年1~9月, 公司实现营业收入24.70亿元, 利润总额-149.02万元。

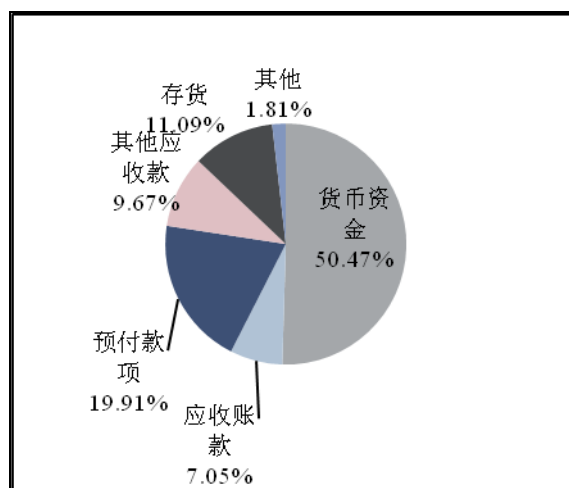
2. 资产质量

2013 年~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 75.51%。截至 2015 年底，公司资产总额 102.09 亿元，其中流动资产合计占 37.33%，非流动资产合计占 62.67%。

流动资产

2013 年~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率 41.36%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 38.11 亿元，同比大幅增长 51.91%，主要是货币资金、其他应收款和存货的大幅度增长所致，其中由货币资金（占 50.47%）、应收账款（占 7.05%）、预付款项（占 19.91%）、其他应收款（占 9.67%）和存货（占 11.09%）构成。

图4 2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合变化率 62.56%。截至 2015 年底，公司货币资金合计 19.24 亿元，同比上升 206.25%；其中银行存款占比 94.48%；货币资金中因抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的款项合计 2.78 亿元。

2013 年~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合变动率 24.68%。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 2.98 亿元，计提坏账准备 0.29 亿元，计提比例偏低。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款合计 2.98 亿元，其中，1 年内的占比 32.18%，1~2 年的占比 52.46%，2~3

年的占比 8.35%，3 年以上的占比 7.02%。公司应收账款账龄偏长。

2013 年~2015 年，公司预付款项波动中有所增长，年均增长 9.24%，2015 年底为 7.59 亿元，主要系整装勘查预付款、土地款和贷款。公司预付款项中 1 年以内的占比 63.09%，1~2 年以上的占比 10.28%，2~3 年的占比 26.37%，3 年以上的占比 0.26%，公司未计提坏账准备。

2013 年~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均上升 80.77%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 3.81 亿元，共计提 0.13 亿元坏账准备。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计 0.90 亿元，其中，1 年内的占比 78.91%，1~2 年的占比 15.49%，2~3 年的占比 3.43%，3 年以上的占比 2.17%。

2013 年~2015 年，公司存货年均增长 352.92%。截至 2015 年底，公司存货账面价值合计 4.23 亿元，同比上升 41.00%，主要是由于工程施工（已完工未结算）增加所致。公司存货中原材料占 11.00%，自制半成品及在产品占 1.43%，库存商品占 61.46%，工程施工占 16.58%，其他（包括尚未开发的土地储备）占 9.54%。公司库存商品有一定跌价风险。

2013 年~2015 年，公司其他流动资产波动增长。截至 2014 年底，公司其他流动资产 4.07 亿元，较 2013 年底增加 3.90 亿元，主要系新增委托贷款 2.00 亿元以及短期理财产品 1.82 亿元。委托贷款中 1.00 亿元贷款通过招商银行股份有限公司贵阳分行贷给安顺市黄果树景区建设投资有限公司；1.00 亿元通过中国工商银行股份有限公司贵阳中华路支行贷给贵州大龙汇源开发投资有限公司。截至 2015 年底，公司其他流动资产 0.59 亿元，同比减少 85.50%，一方面由于公司收回 2.00 元委托贷款；另一方面由于公司缩减短期理财产品规模至 0.16 亿元。

非流动资产

2013 年~2015 年，公司非流动资产年均增长 113.26%，主要由于长期股权投资和无形资

产大幅增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 63.98 亿元，同比增长 14.81%，主要由长期股权投资（占比 17.51%）、固定资产（占比 6.67%）、在建工程（占比 9.17%）和无形资产（占比 59.07%）构成。

2013 年~2015 年，公司长期股权投资规模年均增长 137.10%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 11.03 亿元，同比增长 453.41%，主要系新增对联营企业贵州紫金矿业股份有限公司投资 9.16 亿元所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资 11.20 亿元，较 2014 年底变化不大。

2013 年~2015 年，公司固定资产年均增长 44.49%，截至 2015 年底，公司固定资产原值 4.98 亿元，主要以房屋建筑物（占比 59.44%）和机器设备（占比 27.36%）为主，公司累计折旧 0.72 亿元，公司未计提减值准备，固定资产账面价值合计 4.27 亿元。

2013 年~2015 年，公司在建工程快速增长，年均增长 53.84%。截至 2015 年底，公司在建工程合计 5.87 亿元，同比上升 34.12%，主要由于增加了化工工程项目、页岩气项目和煤层气项目的建设投资。

2013 年~2015 年，公司无形资产规模增长速度较快，年均增长 270.01%，主要因为公司逐步获得省政府配置的矿权。截至 2015 年底，公司无形资产净值 37.79 亿元，同比增长 1118.30%，一方面，由于公司矿业权规模快速增长；另一方面，由于公司统一矿权核算政策，将 2014 年末计入其他非流动资产科目下的涉及矿业权的部分全部调整至无形资产科目。矿权是根据评估入账，目前经济处于下行期，矿产行业的前景并不明朗，因此矿权存在减值的风险。

2013 年~2015 年，公司其他非流动资产规模波动下降。截至 2014 年底，公司其他非流动资产合计 31.21 亿元，同比上升 585.79%，主要因为新增探矿权 25.73 亿元以及新增注溪项目 0.83 亿元等。截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 2.04 亿元，同比下降 93.47%，

主要由于核算政策调整，将矿业权全部调整至无形资产科目。

截至 2016 年 9 月底，公司资产合计 109.96 亿元，较 2015 年底增长 7.70%，主要由于其他流动资产、在建工程和无形资产的增长。从资产结构看，流动资产占比 37.88%；非流动资产占比 62.11%，较 2015 年底变化不大。

总体看，公司资产规模快速增长，非流动资产占比较高，流动资产中货币资金、存货、和预付款项占比较高；公司增加对合营和联营企业的投资使长期股权投资快速增长，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013 年~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均增长 94.28%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 49.35 亿元（包含少数股东权益 6.94 亿元），同比增长 234.79%，主要是实收资本增加所致，其中：贵州省国资委新增 17.22 亿元、贵州省地质矿产勘查开发局新增 14.69 亿元、贵州盘江投资控股（集团）有限公司新增 0.40 亿元、贵州省煤田地质局投新增 1.54 亿元；其中，现金出资 1 亿元，股权出资 13.19 亿元，矿权出资 19.65 亿元。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 55.64 亿元（包含少数股东权益 13.34 亿元）同比增长 12.75%，主要由于少数股东权益的增长。截至 2015 年底，公司所有者权益中归属于母公司权益合计 42.30 亿元，其中，实收资本占 98.94%，资本公积占 0.08%，未分配利润占 0.98%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 57.96 亿元，其中，归属于母公司权益合计 42.21 亿元，少数股东权益合计 15.75 亿元。受少数股东权益增长影响，公司所有者权益较 2015 年底增长 4.18%。

整体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

2013 年~2015 年，公司负债总额快速增长，

年均复合增长58.89%，截至2015年底，公司负债合计46.45亿元，同比增长47.63%，其中，流动负债占80.83%，非流动负债占19.17%。

2013年~2015年，公司流动负债年均复合增长56.79%。截至2015年底，公司流动负债合计37.55亿元，同比上升36.90%，主要来自于短期借款、应付票据和应收账款的增加。

2013年~2015年，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长68.77%。截至2015年底，公司短期借款合计26.49亿元，同比上升52.90%，主要由于信用借款增长。公司短期借款中，信用借款占比93.52%。

2013年~2015年，公司应付票据快速增长，截至2015年底为4.01亿元，较2013年增长2.94亿元，主要由于2014年公司贸易量增大后，公司开始大量使用票据进行贸易业务结算，导致公司新增商业承兑汇票2.91亿元。

2013年~2015年，公司应付账款年均复合增长161.60%，截至2015年底，公司应付账款合计2.86亿元，同比增长78.76%，其中账龄在1年内的占89.10%；1~2年以上的占9.27%；2年以上的占1.64%；1年以上的应付账款主要为结算中的工程成本款。

2013年~2015年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长68.80%。截至2015年底，公司非流动负债合计8.90亿元，同比增长120.57%，主要由长期借款（占比99.33%）构成。

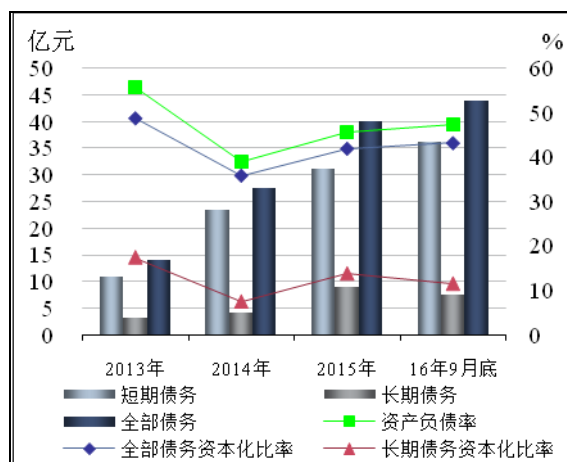
2013年~2015年，公司长期借款年均复合变化69.22%。截至2015年底，公司长期借款8.85亿元，同比增长121.13%，由信用借款（占比57.89%）和保证借款（占比42.11%）构成。

有息债务方面，2013年~2015年，公司通过长短期借款满足投资支出，债务规模快速上升。截至2015年底，公司有息债务合计39.85亿元，同比增长45.68%。其中长短期债务占比分别为22.20%和77.80%，公司短期债务规模占比大，具有较大的短期支付压力。

从债务指标看，2015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45.50%、41.73%和13.72%，均较2014年底有所增长；公司债务负担较2014年底大幅上升。

图5 公司调整后债务指标情况



资料来源：公司财务报告

注：2013年将公司其他流动负债中有息债务1.40亿元调整至短期债务。

截至2016年9月底，公司负债总额51.99亿元，较2015年底增长11.92%，主要是短期借款和应付票据的增长。其中流动负债占85.42%，占比较2015年底有所提升。同期，公司有息债务规模43.71亿元，短期债务占全部债务比重为82.80%，短期支付压力进一步加大；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47.28%、42.99%和11.49%。

整体看，主要由于长短期借款的大幅增长，公司负债规模增长快；全部债务中短期债务占比高，公司具有较大的短期支付压力，债务结构有待改善。公司未来仍将维持一定规模的投资支出，对债务融资将保持一定依赖。

4. 盈利能力

2013年~2015年，公司营业收入年均复合增长37.98%。2015年，公司实现营业收入31.46亿元，同比增长39.88%。同期，公司营业成本同比增长39.18%，增幅略低于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比小幅上涨至2.07%。

期间费用（包括销售费用、管理费用和财

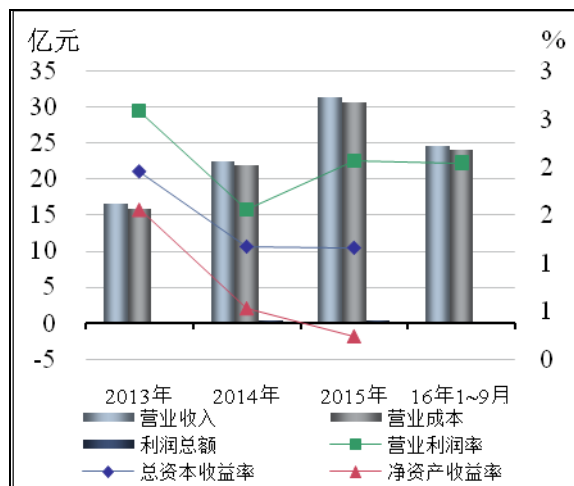
务费用)方面,2013年~2015年,公司期间费用合计快速增长,2015年为2.20亿元,同比增长26.30%。其中,管理费用占比57.28%;财务费用占比31.95%;销售费用占比10.76%。同期,公司期间费用占营业收入的6.99%,同比下降0.75个百分点。总体来看,公司期间费用快速上升,期间费用占营业收入比维持在适宜的水平,公司费用控制能力较好。

非经常性损益方面,公司投资收益波动下降,2014年为1.31亿元,同比增长62.15%,主要为沙子岭煤矿、旧院煤矿探矿权转让,公司子公司地矿股份确认投资收益0.99亿元。2015年公司获得投资收益0.44亿元,主要为处置金融资产获得投资收益0.15亿元和购买理财产品取得收益0.15亿元。2013年~2015年,公司营业外收入快速增长,2015年为1.62亿元,主要为政府补贴1.47亿元。整体看,公司投资收益及营业外收入对公司利润水平贡献较大。

2013年~2015年,公司利润总额呈稳定上涨趋势,年均增长22.39%;公司净利润受所得税费用增加影响而波动下降,年均减少24.01%。2015年公司实现利润总额0.37亿元,净利润0.13亿元。

盈利指标方面,2013年~2015年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率均呈现下降趋势,三年均值分别为2.02%、1.31%和0.59%;2015年分别为2.07%、1.16%和0.24%。

图6 公司盈利指标情况



资料来源:公司财务报告

2016年1~9月,公司实现营业收入24.70亿元,占2015年的78.51%;同期,由于营业成本有所增长,公司营业利润率小幅下降至2.04%。2016年1~9月,公司投资收益及营业外收入规模均有所减小,导致公司利润总额-149.02万元,公司整体盈利能力有所减弱。

总体看,近年来公司营业收入虽不断上升,但盈利能力保持在低位,公司利润总额受非经常损益影响较大。

5. 现金流

经营活动方面,2013年~2015年,公司经营活动现金流入量快速增长,年复变化率51.49%。2015年为38.66亿元,同比增长50.90%,其中销售商品、提供劳务收到的现金为34.71亿元,2015年公司现金收入比为110.33%,较2014年上升12.39个百分点,公司收入质量较好。同期,公司购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金的快速增加,同比增幅分别为49.79%和63.51%。由于经营活动现金流出增幅小于经营活动现金流入增幅,2013年~2015年,公司经营活动现金净流量稳步增长,分别为-3.64亿元、-0.11亿元和0.62亿元。

投资活动方面,近三年公司投资规模有所下降。2013年~2015年,公司投资活动现金流入量波动下降,主要以收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金构成。2013年,公司收到其他与投资活动有关的现金11.43亿元,同比大幅上升1142.22%,主要是公司内部上拨下划资金发生额形成的现金流。近三年,公司投资活动现金流出年均变化率-41.58%,2015年为7.83亿元,主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。同期,公司投资活动现金净流出量波动下降,分别为-10.15亿元、-11.34亿元和-3.39亿元。

从筹资活动来看,公司筹资规模快速增长,近三年筹资活动现金流入年均增长45.50%,2015年公司筹资活动现金流入37.26亿元,同比增长59.35%,其中取得借款收到的现金占

85.61%。2013年~2015年，公司筹资活动现金流出快速增长，2015年为23.83亿元，同比增长88/16%，其中偿还债务支付的现金占85.24%。2013年~2015年公司筹资活动现金净流入分别为16.74亿元、10.72亿元和13.43亿元。

2016年1~9月，公司经营性现金流入量和净流量分别为28.54亿元和3.74亿元；随着公司在建项目的继续推进，公司投资活动现金流出33.70亿元，投资活动产生的现金流量净额为-12.90亿元；筹资活动产生的现金流量净额为5.50亿元。

总体看，受近年来行业景气度不佳影响，公司投资活动现金流量规模有所下降；同期，公司经营活动收现质量较好，但经营活动净现金流规模较小，公司在建项目仍具有较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2013年~2015年公司流动比率和速动比率呈波动下降趋势，三年均值分别为103.17%和93.99%，2015年底上述指标分别为101.50%和90.25%。2015年，公司经营现金流动负债比为1.64%，较2014年有所好转。截至2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为93.79%和81.39%，较2015年底变化不大。总体看，公司短期偿债能力有所减弱，同时由于短期债务占比大，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013年~2015年公司EBITDA快速增长，2015年为1.66亿元，同比上升36.71%，低于全部债务规模增速。2013年~2015年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数均有所下降，2015年分别为23.99倍和1.70倍。总体看，公司整体偿债能力较弱。

截至2016年9月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币74.71亿元，其中尚未使用38.05亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1052010301096580M），截至2017年2月4日，公司无已结清和未结清不良信贷信息记录，公司债务履约情况良好。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2016年9月底，公司长期债务和全部债务分别为7.53亿元和43.71亿元，本期中期票据额度分别占公司长期债务和全部债务的53.12%和9.15%，对公司现有债务规模影响较大。截至2016年9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47.28%、42.99%和11.49%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后上述三项指标分别上升至49.13%、45.15%和16.59%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，上述债务指标将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013年~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为16.84亿元、25.62亿元和38.66亿元，分别为本期中期票据发行额度的4.21倍、6.41倍和9.67倍；公司经营活动净现金流分别为-3.64亿元、-0.11亿元和0.62亿元，分别为本期中期票据发行额度的-0.91倍、-0.03倍和0.16倍。同期，公司EBITDA分别为0.64亿元、1.22亿元和1.66亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.16倍、0.31倍和0.42倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度好。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据偿还能力强。

十、结论

贵州省矿产资源较为丰富，公司作为贵州

省国资委下属资本运作平台及从事矿产勘查、矿山开发、矿产品销售业务的企业，在政府支持、资源获取、矿权储备及发展前景等方面具备的综合优势。

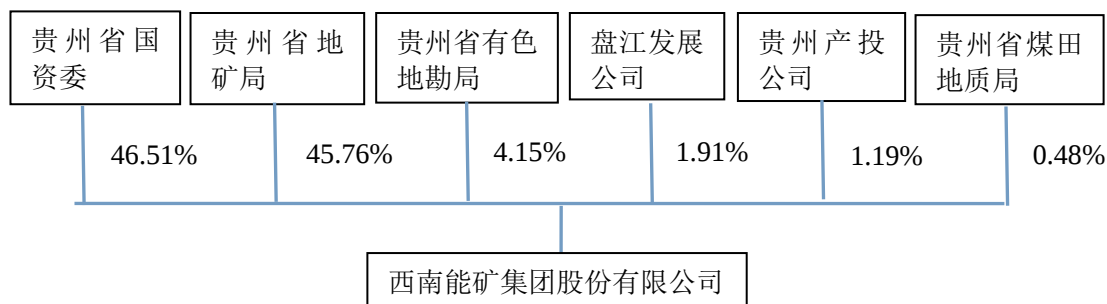
公司主要股东之一的贵州省地矿局在地质勘查领域的人才、技术、装备等多方面给与公司支持。公司作为贵州省最主要的矿产运作平台，后备资源丰富。

公司目前以贸易业务获取收入，盈利水平较低。公司债务负担较轻，整体资产质量尚可。

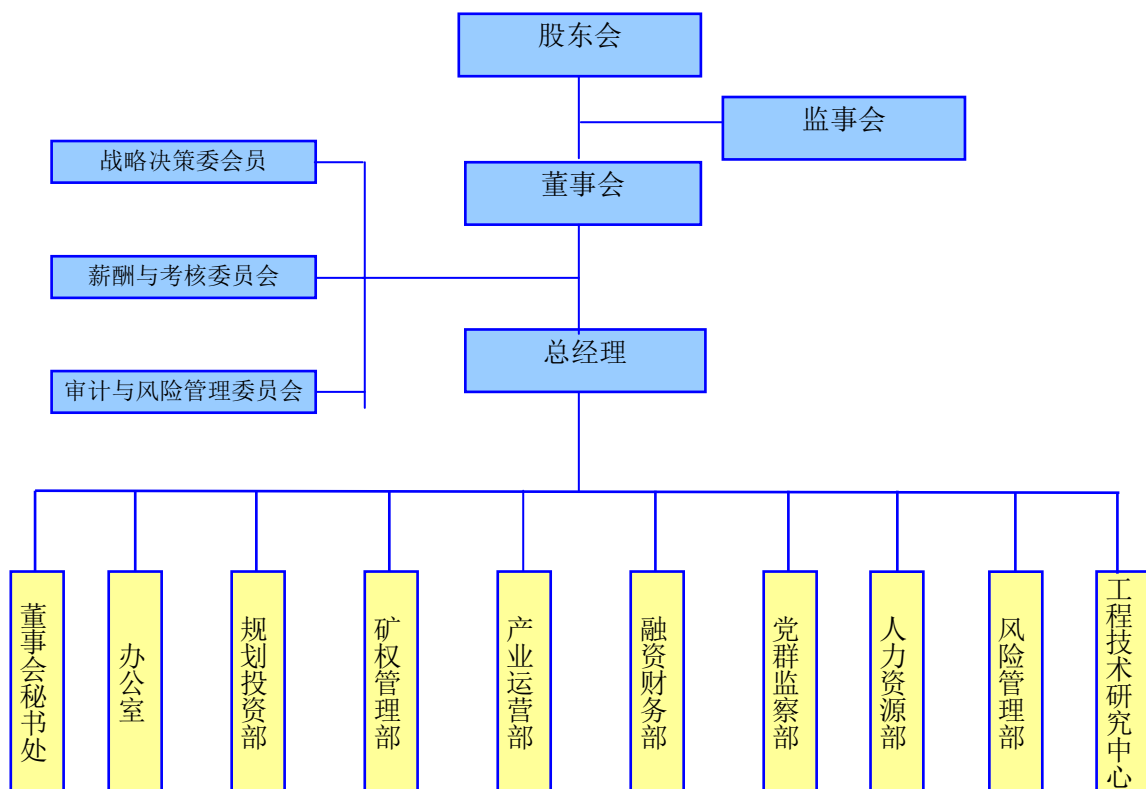
综合考虑公司在省内地位、股东支持以及未来发展等方面的优势，本期中期票据到期不能偿付的风险低，安全性高。

附件 1 公司组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.33	6.94	19.32	15.68
资产总额(亿元)	33.14	80.81	102.09	109.96
所有者权益(亿元)	14.74	49.35	55.64	57.96
短期债务(亿元)	10.84	23.35	31.00	36.19
长期债务(亿元)	3.09	4.00	8.85	7.53
全部债务(亿元)	13.93	27.35	39.85	43.71
营业收入(亿元)	16.52	22.49	31.46	24.70
利润总额(亿元)	0.25	0.34	0.37	-0.01
EBITDA(亿元)	0.64	1.22	1.66	--
经营性净现金流(亿元)	-3.64	-0.11	0.62	3.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.51	8.88	10.39	--
存货周转次数(次)	62.88	13.75	8.49	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.39	0.34	--
现金收入比(%)	101.39	97.94	110.33	99.35
营业利润率(%)	2.58	1.56	2.07	2.04
总资本收益率(%)	1.86	1.17	1.16	--
净资产收益率(%)	1.56	0.53	0.24	--
长期债务资本化比率(%)	17.33	7.50	13.72	11.49
全部债务资本化比率(%)	50.98	35.66	41.73	42.99
资产负债率(%)	55.52	38.94	45.50	47.28
流动比率(%)	124.87	91.47	101.50	93.79
速动比率(%)	123.52	80.54	90.25	81.39
经营现金流动负债比(%)	-23.80	-0.41	1.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	1.90	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.00	22.51	23.99	--

注：2016 年三季度报财务数据未经审计；由于部分科目调整，对 2013 年底数据进行了追溯调整。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 西南能矿集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

西南能矿集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。西南能矿集团股份有限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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注西南能矿集团股份有限公司的经营管理状况和其他的相关信息，如发现西南能矿集团股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如西南能矿集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送西南能矿集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

