信用等级公告

联合[2018] 993 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西南能矿集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 西南能矿 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

二零一八年七月十八日

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

西南能矿集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 西南能矿 MTN001	4 亿元	2020/10/20	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	19.32	22.45	20.29	13.62
资产总额（亿元）	102.09	113.46	120.19	120.77
所有者权益（亿元）	55.64	59.29	59.87	59.84
短期债务（亿元）	31.00	43.82	40.77	40.61
长期债务（亿元）	8.85	3.13	12.02	12.71
全部债务（亿元）	39.85	46.94	52.79	53.31
营业收入（亿元）	31.46	38.86	41.44	8.91
利润总额（亿元）	0.37	0.41	0.42	0.02
EBITDA（亿元）	1.66	1.88	2.44	--
经营性净现金流（亿元）	0.62	4.63	2.01	0.20
营业利润率（%）	2.07	3.53	5.10	5.54
净资产收益率（%）	0.24	0.19	0.41	--
资产负债率（%）	45.50	47.74	50.19	50.45
全部债务资本化比率（%）	41.73	44.19	46.86	47.12
流动比率（%）	101.50	80.71	84.58	84.50
经营现金流动负债比（%）	1.64	9.12	4.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	23.99	25.01	21.64	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.70	1.01	1.05	--

注：2018 年一季度报财务数据未经审计；公司长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

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。跟踪期内，有色金属的价格的上涨对公司矿产开发和矿权交易提供了良好的支持。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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 西南能矿 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内，随着有色金属价格的逐步回暖，公司矿权转让模式发展前景较好，该板块收入利润有望稳步提升。

关注

1. 跟踪期内，公司矿权转让业务规模小，主要收入来源为盈利能力低的贸易业务，归属母公司所有者的净利润持续为负值，盈

利能力弱。

2. 公司短期债务占比较高，偿债压力大。
3. 公司未来投资金额较大，面临一定资本支出压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由西南能矿集团股份有限公司（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。

西南能矿集团股份有限公司跟踪评级

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关于西南能矿集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

西南能矿集团股份有限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%。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 41.85 亿元，贵州省国资委持有公司 46.51%股权，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 2017 年底，公司下辖 11 家子公司，其中全资子公司有 2 家，控股子公司 7 家，非控股但实际控制子公司 2 家；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职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 120.19 亿元，所有者权益 59.87 亿元（含少数股东权益 18.62 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 41.44 亿元，利润总额 0.42 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 120.77 亿元，所有者权益 59.84 亿元（含少数股东权益 18.57 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元，利润总额 0.02 亿元。

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：赵震海。

三、募集资金使用情况

公司于 2017 年 10 月发行 4 亿元“17 西南能矿 MTN001”，原计划用于偿还银行借款及补充子公司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热电联产动力车间”项目前期配套建设资金，2018 年 2 月，公司公告本次中票用途变更：用于补充子公司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热电联产动力车间”项目前期配套建设资金已经变更为归还借款。截至目前，使用 1 亿元用于归还贵阳银行 2017 年 11 月 22 日到期贷款，1 亿元将用于偿还贵阳银行 2017 年 12 月 22 日到期贷款；1 亿元用于归还贵阳银行 2018 年 3 月 29 日到期的 1 亿元流动资金贷款；1 亿元用于偿还建设银行 2018 年 1 月到期贷款。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 西南能矿 MTN001	4.00	4.00	2017/10/20	2020/10/20

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，

生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

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，小型矿多，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　2017 年中国有色金属储量情况（单位：万吨、吨）

金属种类	铜	银	铅	锌	镍
储量	2700.0	3.90	1700.00	4100.00	290.00
全球储量占比（%）	3.42	7.36	19.32	17.83	3.92
金属种类	**锡**	**钨**	**钼**	**稀土**	**黄金**

储量	110.00	180.00	830.00	4400.00	0.20
全球储量占比（%）	22.92	56.25	48.82	39.67	3.51

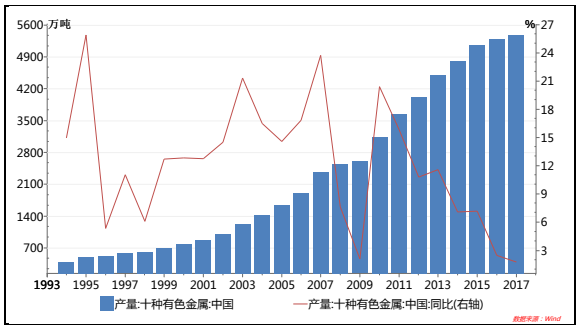
资料来源：Wind 资讯

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 2017 年增长至 5377.81 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，2015 年增速为 7.17%，2016 年增速为 2.46%，2017 年仅有 1.79%。

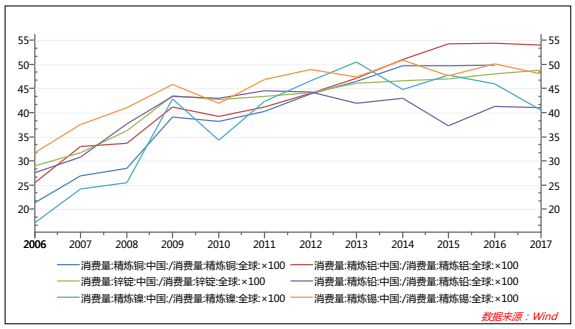
图 1　中国近年十种有色金属产量情况



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。2017 年，精炼铝、锌锭、精炼铅、精炼镍、精炼锡消费比重分别为 53.95%、48.87%、40.99%、40.48%和 48.10%。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。

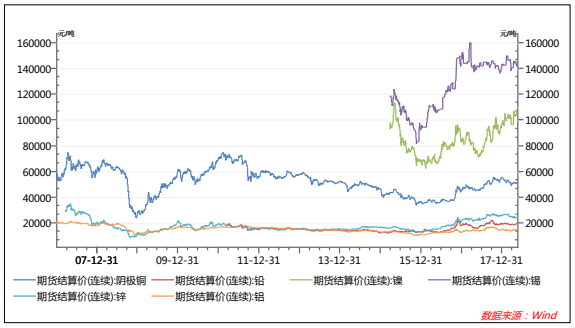
有色金属价格

有色金属价格方面，自 2012 年起，世界有色金属市场开始进入周期性下行通道，铜、铝、锌、镍等主要有色金属价格持续下滑，2015 年出现断崖式下跌。我国为全球最大的有色金属生产国和消费国，随着全球有色金属企业生产经营形势恶化，国内行业利润规模大幅度减少，亏损不断增加，投资明显萎缩，资产严重缩水，行业下行压力加大。

2016 年开始，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等多方面因素影响，有色金属价格持续上涨。2016 年底，上海期货交易所有色金属期货价格指数已升至 2,730.93 点，较年初大幅提高 668.16 点。2016 年 12 月份，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为 45210.00 元/吨、12765.00 元/吨、20755.00 元/吨和 17720.00 元/吨，同比上涨 23.05%、14.79%、55.53%和 34.19%。2017 年以来，有色金属价格继续震荡上涨。2017 年 12 月份，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为 55430.00 元/吨、15020.00 元/

吨、25650.00 元/吨和 19105 元/吨，分别同比上涨 22.61%、17.67%、23.58%和 7.82%。

图 3　主要有色金属价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来由于有色金属下游行业整体发展放缓，使得多数有色金属产品消费量增速放缓，部分金属消费量下降，以致有色金属行业整体需求低迷，进入 2016 年后，受去产能政策利好因素的带动，有色金属价格明显回升，有色金属行业整体景气性明显提升。

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，由登记管理机关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。
矿业权交易规则	国土资源部	2017 年 9 月	落实国务院有关推进建设公共资源交易平台等的要求，落实生态文明建设等工作的要求，将矿业权竞争出让环节纳入公共资源交易平台，并用“矿业权交易平台”的概念替换了“矿业权交易机构”。

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。2016 年 7 月第一批中央环境保护督察组分别进驻内蒙古、江西、河南、广西、云南等 8 省区，反馈问题涉及赣州稀土开采生态恢复治理滞后、河池市 6 家铅锌冶炼企业搬迁入园未如期完成、内蒙古大量有色金属冶炼废渣未得到及时处置等。环保督查导致铅锌锡钨稀土等部分产品的供应受到影响且提高产品的生产成本。

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

2016 年 7 月，国务院办公厅印发《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》，明确改组组建国有资本投资、运营公司，稳妥推进装备制造、建筑工程、电力、钢铁、有色金属、航运、建材、旅游和航空服务等领域企业重组，鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组，鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本41.85亿元，贵州省国资委持有公司46.51%股权，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。2018 年 3 月底，公司累计持有矿业权总数（包含采矿权和探矿权）为 160 个（其中有 8 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。公司成立以来，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 12.40 亿吨、铝土矿 5.26 亿吨、煤矿 4.50 亿吨、锰矿 8626 万吨、重晶石 2480 万吨、金金属量 14.25 吨、锌金属量 22.48 万吨、地热成井 11 口等一批优质矿产资源，发现超大型矿床 4 个、大型矿床 12 个、中型矿床 44 个以上，公司矿产资源丰富。

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。包括在土地、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强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。

此外，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。”上述224个矿业权已经到位214个，其中158个2018年通过挂牌由公司获得（但是矿权证将在未来几年根据公司实际的需要进行办理），目前集团已有矿业权证160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。截至2017年底，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；30个省级地勘基金项目，配置矿业权28个。

公司矿价值的认定分为两种：一是根据专业评估机构对其探矿权进行评估作价后上报国土资源部门审核，国土资源部门核定后记账核算；二是根据历史投入成本核算，经国土资源部门认可后记账。公司已经进行评估的探矿权有76个，即为股东注入的探矿权；购买、合作勘查以及省政府配置取得的探矿权入账价值按照取得时已投入的成本与后期投入的勘查成本加总记账核算，省政府配置的探矿权取得时的初始成本为0，其账面价值为实际投入的勘查成本。

七、管理分析

根据贵州省委《关于李在文同志不再担任职务的通知》（黔干任〔2017〕496号）文件精神，李在文同志不再担任西南能矿集团股份有限公司董事长、董事职务。

2018年5月，任命赵正海先生为公司董事长兼法人代表。

赵震海先生，公司董事长、总经理兼法人代表赵震海先生，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；目前担任西南能矿集团股份有限公司任董事长兼总经理。

跟踪期内，公司高级管理人员和管理制度等方面无重大变化。

八、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。受限于矿产行业开发周期较长而公司成立时间较短的影响，公司 2012 年成立以来主要依靠贸易业务实现收入。伴随各子公司经营模式逐步成熟，2017 年，公司实现营业收入 41.44 亿元，同比增长 6.62%，主要为工程施工和矿权交易增加所致，其中工程施工作为矿产资源的伴生业务，2017 年该板块实现收入 6.48 亿元，同比增长 68.34%，主要系之前年份签订的合同 2017 年完成和结算工程量较多以及公司 2017 年完成较多当年签约当年结算的短合同所致；2017 年，矿产行业整体有所转好，公司完成 8 个矿权转让，确认矿权交易收入 1.11 亿元，同比增长 443.52%。同期，贸易板块实现收入 31.99 亿元，同比增长 2.60%，收入规模较为稳定，但是随着工程施工和矿权交易规模的增加，贸易板块的收入占营业收入的比重有所下降；冶炼加工板块实现收入 1.75 亿元，同比下降 48.77%，占营业收入比重减少至 4.23%，主要由于 2017 年公司调整经营策略，暂停了黄金业务和电解锰生产线停工环保升级，致使该板块业务规模减少。

毛利率方面，2017 年公司工程施工板块毛利率同比下降 8.03 个百分点至 16.48%，主要是由于公司施工项目的毛利率差异导致的毛利率的波动；受电解锰生产线停工环保升级的影响，冶炼加工板块毛利率有所下降，2017 年毛利率为 1.49%；公司贸易业务规模大，经营较为稳定，但整体盈利能力较低；同期，公司矿权交易板块，由于 2017 年交易的矿权前期获得成本较低，致使该板块毛利率大幅提升至 77.47%；公司其他业务主要是委贷利息收入、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。主要受低毛利率的贸易板块业务收入占比下降和矿权交易板块收入大幅上涨的影响，2017 年，公司整体毛利率同比提升 1.49 个百分点至 5.26%。

表4 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
工程施工	31208.33	9.92	13.49	38476.59	9.90	24.51	64773.18	15.63	16.48	18628.8	20.91	9.40
贸易	262167.14	83.34	1.29	311801.67	80.23	0.80	319912.99	77.21	0.62	59877.4	67.21	1.13
冶炼加工	18570.13	5.90	-9.08	34195.94	8.80	7.27	17517.64	4.23	1.49	1956.92	2.20	9.66
矿权交易	--	--	--	2044.13	0.53	40.90	11110.19	2.68	77.39	8390.30	9.42	27.39
其他	2617.15	0.84	79.50	2111.66	0.54	24.51	1045.05	0.25	56.75	233.64	0.26	98.52
合计	**314562.75**	**100.00**	**2.54**	**388630.00**	**100.00**	**3.77**	**414359.06**	**100.00**	**5.26**	**89087.06**	**100.00**	**5.77**

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现收入 8.91 亿元，为 2017 年全年的 21.50%。其中，工程施工实现收入 1.86 亿元，为 2017 年全年的 28.70%；贸易板块实现收入 5.99 亿元，为 2017 年全年的 18.72%；冶炼加工板块实现收入 0.20 亿元，为 2017 年全年的 11.17%；同期，公司矿权交易确认收入 0.84 亿元，为 2017 年全年的 75.68%。受矿权收入占比进一步提升的影响，公司整体毛利率上升至 5.77%。

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。

具体施工项目及合同方面，2017 年，公司签订合同 279 单，同比下降 33.89%；项目合同金额 6.28 亿元，同比下降 17.37%。同期，受之前年份签订的合同 2017 年完成和结算工程量较多以及公司 2017 年完成较多当年签约当年结算的短合同的影响，公司完工确认收入 6.48 亿元，同比增长 68.34%。2018 年前一季度，公司签订合同 69 单，合计 6.72 亿元，公司完工确认收入 1.86 亿元。整体来看，得益于公司全力支持，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：单、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
合同数量	**259**	**462**	**279**	**69**
西能建筑	8	4	7	2
西能建设	186	418	252	56
贵州新能源	65	40	20	11
合同金额	**7.39**	**11.76**	**6.28**	**6.72**
西能建筑	2.75	4.15	3.03	5.91
西能建设	3.32	2.99	3.14	0.76
贵州新能源	1.32	4.62	0.11	0.05

资料来源：公司提供

建筑施工类业务方面，公司承接项目主要通过市场正规招投标，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收回期及时催收。2017 年，建筑施工类业务实现收入 5.45 亿元，毛利率为 13.17%。

目前公司工程施工业务主要在贵州省内开展，2017 年，公司前五大客户分别为贵州路发实业有限公司、贵州省玉屏侗族自治县鑫源城乡建设开发有限公司、贵州开磷集团矿肥有限责任公司、三都水族自治县城镇建设投资有限公司和中铁五局集团建筑工程有限责任公司，占总合同金额比重为 47.41%。截至 2018 年 3

月底，公司主要施工项目 7 个，预计总投资 8.45 亿元，已完成投资 4.22 亿元，回款 3.11 亿元，未来仍有一定资金需求压力。其中，黄果树国际温泉养生谷项目（一期）项目主要由温泉中心、温泉酒店组成，并周围配套小学、宴会中心、24 栋养老公寓等设施；截至 2018 年 3 月底，温泉中心已完成场平工程、主体工程封顶及验收，正进行装修及景观设计；迁建小学已完成建设并投入使用；温泉酒店正在建设中，同时正推进宴会中心、24 栋养老公寓建设。

表 6 截至 2018 年 3 月底工程施工项目情况（单位：万元、%）

项目	业主方	项目类型	合同金额	累计投资金额	回款金额
黄果树国际温泉养生谷项目（一期）	贵州地矿地热投资有限公司	房建施工	33000.00	7350.00	3949.24
三都水书广场项目	三都县水族自治县城镇建设投资有限公司	房建施工	26520.86	15870.00	11242.00
田坪 2016 扶贫搬迁项目	贵州省玉屏侗族自治县鑫源城乡建设开发有限公司	房建施工	20000.00	12190.00	9741.70
开阳明泥湾磷矿井建工程	贵州路发实业有限公司	矿山建井	1848.52	3950.00	3556.00
印江自治县新寨镇大塘至冉司塘地灾治理工程项目	印江土家族苗族自治县国土资源局	地质灾害治理	1498.85	1290.00	1180.30
正安县庙塘镇庙堂滑坡治理（二期）工程	正安县国土资源局	地质灾害治理	906.02	865.00	772.00
桐梓县狮溪镇狮溪村过渡组殷家岩蒋家沟崩塌（1 号危岩带）地灾治理施工	桐梓县国土资源局	地质灾害治理	698.07	705.00	667.00
合计			**84472.32**	**42220.00**	**31108.24**

资料来源：公司提供

新能源板块方面，由贵阳矿业开发投资股份有限公司的控股子公司新能源公司承接。目前新能源公司主要从事循环经济、节能改造服务和清洁可再生能源运用的推广，已形成绿色矸电、绿色校园、清洁供暖三个主营业务板块，并在实施废矿物油回收处置和炼化项目。2017 年新能源公司被授予为高新技术企业，目前拥有 19 项专利，其中 11 项为绿色矸电技术，8 项清洁能源运用技术。

公司绿色矸电业务是通过核心节能技术对矸石电厂提供技术改造服务。主要技术技术核心一是通过超低热值燃烧技术，燃料实现煤矸石煤泥全代用，二是通过余热温差发电技术和储热储能技术实现能量梯级利用。公司目前采用合同能源管理（EPC）方式在矸石电厂锅炉改造领域进行投资。新能源公司是目前国内唯一一家顺利实施煤矸石、煤泥在 75t/h 锅炉 100%代烧技术的企业，现行主要投资项目有：贵州水城矿业股份有限公司汪家寨洗煤厂矸石电厂两台 12 兆瓦锅炉改造；贵州盘江精煤股份有限公司火铺 45 兆瓦电厂进行了两台 75t/h 的循环流化床锅炉改造。根据合同，公司与客户对每年的效益增值进行分成。上述两个项目总投资约 1.44 亿元，贵州水城矿业股份有限公司汪家寨洗煤厂矸石电厂项目效益分享期为 7 年，贵州盘江精煤股份有限公司火铺 45 兆瓦电厂项目效益分享期为 12 年，两个项目客户预计每年产生效益 5600 万元，按合同约定公司前 6 年每年收益不低于 2700 万元，后继每年收益不低于 2200 万元。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。

公司绿色校园业务，目前正与教育部、中国地质大学联合打造绿色高楼示范项目。业务模式一是清洁可再生能源的运用，为学生公寓、教学区域提供供暖、热水、制冷服务，二是为学校共同区域提供节水节电节能的一揽子服务。采用投资-经营模式进行区域能源站投资，采用合同能源管理（EPC）方式在节水节电节能领域进行投资，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。通过公司与学校达成相关投资协议，同意公司在学校学生公寓进行区域能源站建设，向学生提供暖、冷气和热水服务，并直接向学生收

费。目前在此领域已投资 14 个项目，投资金额3712 万元，投资学校有中国地质大学、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。本项目全部为现金结算，无应收账款。

公司清洁供暖业务是以清洁可再生能源替代原煤，实现清洁能源供暖，参与北方雾霾治理。清洁可再生能源的运用业务是以空气能、太阳能、浅层地温、深层地温有生物资等可再生能源使用技术为城镇住宅、商务楼、商场、学校、医院、工业园区提供供热、供冷、供暖、供气一揽子服务。目前通过技术服务和施工的方式参与鹤壁鹤山区 71.8 万平方米清洁能源集中供暖项目建设。新能源公司也在积极与河北、河南等多个城市洽谈获取清洁能源供暖经营权许可的事项。

新能源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。

2016 年，公司新能源业务实现收入 3415.21 万元，毛利率 48.56%；2017 年，公司新能源业务收入为 10322.74 万元，毛利率为 33.88%。2017 年，公司新能源板块毛利率有所下降，主要 2017 年煤矸石经过不断燃烧其燃点较低，在发电过程中需加入一定的煤泥，使得成本上升，收益减少，毛利率因此下降。

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，其商业模式主要为矿业权投资和贸易。目前地矿股份本部未开展贸易业务，贸易业务主要由其子公司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”）负责经营。

公司贸易经营产品主要为合质金销售、原料金销售、矿产品销售等，均属于大宗商品，交易模式为由上游供应商采购已达标产品直接销售给下游客户，或采购半成品加工后再销售给下游客户。

公司经营逐渐步入正规，业务规模逐步扩大，下游订单增加带动采购需求的增长。近年来，合质金价格呈上升趋势，其他主要采购商品采购均价较为稳定或小幅下降。2017 年，公司采购商品 31.79 亿元，采购金额前五大供应商分别为贵州锦丰矿业有限公司、四川铁投广润物流有限公司、Petram Pte. Ltd、中科北方投资发展有限公司和中油易融汇能源（海南）有限公司，合计采购金额 20.13 亿元，占比 63.32%，集中度较高。同期，公司前五大客户分别为前五大客户分别为紫森（厦门）供应链管理有限公司、宜宾天原进出口贸易有限责任公司、四川交投商贸有限公司、南昌市市政公用项目投资建设有限公司、长沙友合金属材料有限公司，合计销售金额 16.80 亿元，占比 52.52%，集中度较高。

表 7 公司贸易采销情况

（单位：千克、万元/千克、万元、吨、万元/吨、）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
合质金	采购量	4163.82	3391.38	2765.93	765.05
	采购金额	97724.86	87701.09	75592.87	20901.17
	采购均价	23.47	25.86	27.33	27.32
	销售均价	23.48	25.87	27.38	27.34
贵金属及珠宝	采购量	11.17	17.79	11.70	2.33
	采购金额	243.28	385.69	223.24	40.29
	采购均价	21.78	21.68	19.08	17.29

	销售均价	26.00	25.97	26.20	26.03
原料金	采购量	3152.00	--	-	-
	采购金额	62441.12	--	-	-
	采购均价	19.81	--	-	-
	销售均价	19.88	--	-	-
阴极铜	采购量	--	10492.12	29.63	-
	采购金额	--	33469.86	92.45	-
	采购均价	--	3.19	3.12	-
	销售均价	--	3.19	3.12	-
锰类、铝土矿、煤炭及其他	采购量	220176.93	423959.67	391188.94	910.18
	采购金额	99079.62	186542.25	234713.36	7490.78
	采购均价	0.45	0.44	0.6	8.23
	销售均价	0.46	0.53	0.61	8.43

资料来源：公司提供

注：1. 原料金方面，由于后期客户未达到公司客户征信筛选条件，为了保障资金安全，2016 年后无原料金销售；2. 阴极铜方面，由于受政策变动影响，地矿股份 2017 年未下达销售任务，故 2017 年基本无阴极铜销售。

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

能矿锰业主要从事锰金属的冶炼加工，以自主经营为主、地方政府根据产量给予一定补贴。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，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、电解二氧化锰 5 万吨/年、硫酸锰 30 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，公司电解锰产量 17580.90 吨（8~12 月处于停产检修阶段）。2016 年实际生产 9 个月，2016 年 4~12 月，公司电解锰产量 22170.50 吨。2017 年 4 月 28 日后，由于公司对能电解锰设备进行环保设备升级改造而停产，实际生产时间 4 个月，2017 年 1~4 月，公司电解锰产量 10458 吨（5~12 月处于停产改造阶段）

表 8 公司电解锰生产情况（单位：吨/年、吨、%）

	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
产能	17500	22500	10625	765
产量	17580.90	22170.50	10458.00	732.60
产能利用率	100.46	98.54	98.43	95.76

资料来源：公司提供

注：2015 年 8 月~2016 年 3 月，公司设备因检修和技术改造而停产 8 个月；2017 年 4 月 28 日~2018 年 2 月底，公司设备升级改造而停产，2017 年和 2018 年产能均相应折减。

电解锰生产原材料主要为矿产，此外还需要硫酸、液氨、SDD（氟化镁）、二氧化硒等辅助原料。目前公司无矿产资源储备，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，通过地矿股份采购；2017 年，公司采购矿石 3.70 万吨，合计金额 0.21 亿元，占比约 58%左右，较 2016 年大幅下降，主要系电解锰生产线停工环保升级所致；价格方面，国内矿根据品位价格在 350~650 元/吨区间。辅助原料方面，2017 年合计采购金额 0.16 亿元，占比 42%左右；采购价格主要根据上海华诚金属网网价定价，现款（承兑汇票）结算。受 2018 年实际生产时间较短，且前期留有库存影响，2018 年 1~3 月，公司锰产品原料采购量同比有所下降。

2017 年，公司合作的上游供应商及下游客

户中均有湘潭电化科技股份有限公司、芷江新源锰业有限公司两家公司。因上述两家公司给予公司支付采购预付款及尾款的时限较短，公司现金流周转速度不能及时覆盖采购款项，故经营双方协商，公司将企业内部加工的电解锰系矿产品以市场价打折的方式销售给上游供应商，抵用矿石采购款。

表 9 公司原材料采购明细表（单位：元/吨、吨）

材料名称	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
加纳碳酸锰矿石	50000	1020	3000	860	0	0
碳酸锰矿（外加工高品位）	50000	520	6000	630	260	520
碳酸锰矿（自加工高品位）	100000	270	20000	600	10000	630
碳酸锰粉	30000	350	8000	375	0	0
硫酸	60000	300	20000	380	4000	530
液氨	3500	2400	1000	2800	200	3850
福美钠	5000	510	800	650	50	950
二氧化硒	45	170000	14	190000	4	205000
双氧水	2000	1370	700	1370	160	2450
硫化铵	1000	2740	200	1700	80	1380
硅藻土	1100	2380	0	0	0	0
烟煤	2500	800	650	950	60	1385
高锰酸钾	20	12820	7	13000	2	9500

资料来源：公司提供

此外，电解锰生产耗电量较高，贵州省政府给予公司 0.12 元/千瓦时的电价优惠及补贴，即公司生产锰产品实际承担 0.34 元/千瓦时的电费成本。

锰产品生产以合同约定方式达成协议，加工成品主要销往贵州省内和湖南省等地。2017 年，公司锰产品销量 1.05 万吨，同比下降 48.92%，主要系落地锰和锰粒子的销量减少所致。同期，各类产品销售均价较小幅上涨。2018 年 1~3 月，公司锰产品销量 0.23 万吨，电解锰和落地锰价格均较 2017 年有所下降。

表 10 公司锰产品销售情况（单位：吨、元/吨）

材料名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
电解锰	16346.98	9568.35	21537.08	9489.65	10057.63	12894.01	2232.00	11744.45
落地锰	423.00	6995.01	209.00	6838.42	180.00	8640.00	36.00	8500.00
锰粒子	466.25	4024.47	272.00	4074.60	220.00	5440.00	30.00	7000.00
合计	**17236.63**	--	**22018.08**	--	**10457.63**	--	**2298.00**	**

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。2017 年，公司未开展该项业务，主要原因是 2015 年下半年开始，国家宏观管控力度加大，涉及到黄金进料加工贸易的海关政策发生明显变化，进出口查验力度加大，对加工厂的检查也更为严格，同时要求每次黄金的进出口货量

只能控制在 20 公斤以内，而且每周只能进行一次交易。该模式极大地增加了公司黄金进料加工贸易的物流和库存成本，导致货物在香港和保税区加工厂的滞留时间增加，相应的人工成本增加，安保风险也有所上升。2016 年，人民银行对境内外利差实施严格控制，利差缩减、甚至出现倒挂，导致业务收益不能有效覆盖成本费用。受此影响，公司于 2017 年暂停了此项业务。

4. 矿权投资业务

公司矿权（探矿权和采矿权）投资业务主要由地矿股份负责经营。矿权投资可以通过三种模式获取收益：一是投资探矿权，在矿权勘查取得一定成果后转让部分或全部探矿权；二是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，如贵州紫金矿业股份有限公司（以下简称“贵州紫金”）和贵州省烂泥沟金矿有限责任公司（以下简称“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。

（1）矿业权权益转让

截至 2017 年底，公司已完成探矿权转让 8 个，分别为麻江将军石高岭土矿、镇远老文溪重晶石矿、天柱美郎-亚进重晶石矿、织金新华磷矿区果化矿段甘家丫口磷矿、黔西南金矿，分别实现矿权交易收入 2358.49 万元、1415.09 万元、1226.42 万元、4716.98 万元、724.10 万元。另外实现 4 个压覆矿补偿收入 669.10 万元。2018 年 1~3 月，完成探矿权转让 2 个，为威宁玉龙铜多金属矿和贵州省务川县大竹园南段铝土矿详查，实现矿权交易收入 240.57 万元和 7954.58 万元；另外，实现 3 个压覆矿补偿款收入 195.15 万元。

截至 2018 年 3 月底，公司拟进行 83 个矿业权转让，其中集团公司名下探矿权 56 个，权属公司名下探矿权 27 个。

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。2018 年 1 月 15 日，经国土厅批复（黔国土审批函【2018】122 号）同意该转让事项，2018 年 3 月 27 日相关交易全部完成，矿权证已完成变更。

（2）投资矿业公司股权或经营项目分红收益

2017 年地矿股份收到烂泥沟公司分红款 904 万元，地矿股份列报投资收益，地矿股份对烂泥沟投资采用成本法核算。2017 年收到贵州紫金 800 万元分红款，该款项属于贵州紫金 2016 年度宣布的分红款，其中：2016 年 12 月收到 100 万元，2017 年收到 800 万元，2017 年地矿股份收到 800 万分红款后冲减了应收股利，地矿股份对贵州紫金投资采用权益法核算。

5. 经营效率

2015～2017年，公司销售债权周转次数整体呈上升趋势，三年均值为14.37次，2017年为15.63次；同期，存货周转次数整体呈下降趋势，三年均值为6.79次，2017年分别5.86次；总资产周转次数呈波动增长趋势，三年均值为0.35次，2017年为0.35次。总体看，公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展及在建工程

“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 11 截至 2018 年 3 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			备注
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 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	2.67	0.22	--	---	预计 2018 年 10 月酒店试运营
贵州省六盘水市六枝 100×10^4m^3/d 天然气液化工厂	产能为: 100×10^4m^3/d	5.26	0.21	---	---	---	项目由于未通过安全评价，正进行整改。
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	5.35	---	2.00	4.00	目前正在办理探矿权转采矿权
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	6.52	2.18	0.30~2.00	--	一期工程将于 2018 年完成并进行试生产
大方煤层气地面集输工程项目	处理能力 4.5×10^{4}Nm^3/d CNG 站及配套工程	5.25	1.85	0.35	0.1~1.82	-	钻井完成 17 口，压裂完成 54 口，形成 1500 万方产能
合计	**---**	**79.60**	**16.60**	**2.75**	**2.40~5.82**	**4.00**	

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建工程共 5 项，总投资为 79.60 亿元，已完成投资 16.60 亿元，计划 2018 年 4~12 月投资 2.75 亿元，2019 年计划投资 2.40~5.82 亿元，2020 年计划投资 4.00 亿元。投资主要集中于 2018~2019 年。

黄果树地热旅游综合开发项目预计 2018 年下半年试运营，后期公司将减少货币资金的投入。贵州省六盘水市六枝 100×10^4m3/d 天然气液化工厂项目目前处于安评阶段，未来投资要根据安评的进展来确定。

“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。目

前，相关矿权处于申办阶段，矿权申办结束后开始进行建设，已完成投资 5.35 亿元，主要为先期土地和测试的费用，后续投资计划待获取探矿权后再进行安排。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 30.03 亿元，资本金比例为 20%。项目预期年化收益为 4.31 亿元。根据计划，目前一期项目正处于建设，一期总投资 10 亿元，预计 2018 年 8 月份试生产。目前已完成投资 6.52 亿元，后续建设项目投资待一期稳定生产以后根据市场环境再进行安排。

大方煤层气地面集输工程项目为新增建设项目，预计先进行勘探试验期建设，待确定气藏情况，积累排采经验后，区块进入规模开采，届时将分两期建设集输站。目前处于勘探试验期，已完成 19 口排采井的井场、道路建设，建成处理能力 4.5×104Nm^3/d 的 CNG 站 1 座及 2465.52m^2 站房一栋，建成大 2 井至羊场镇集镇管道一条，目前已完成投资约 1.85 亿元。

公司投资方面，除了在建工程项目投资外，主要投资于矿业权。2016~2017 年，公司在矿业权上分别为 1.98 亿元和 3.22 亿元，2018 年预计在矿业权上投资 10 亿元左右。

整体看，公司项目投资额度较大，未来存在一定投资压力。

九、财务分析

公司提供的 2015 年~2017 年财务报告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 2018 年一季度报财务数据未经审计。

公司 2017 年合并报表内纳入合并范围的子公司共计 11 家，与 2016 年相比，合并范围内子公司减少 1 家，主要为原发行人二级子公司西南能矿建筑工程有限公司现调整为其三级子公司，纳入西南能矿建设工程有限公司合并范围。公司 2018 年 1~3 月合并报表合并范围较 2017 年底没有变化。

截至 2017 年底，公司资产总额 120.19 亿元，所有者权益 59.87 亿元（含少数股东权益 18.62 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 41.44 亿元，利润总额 0.42 亿元。

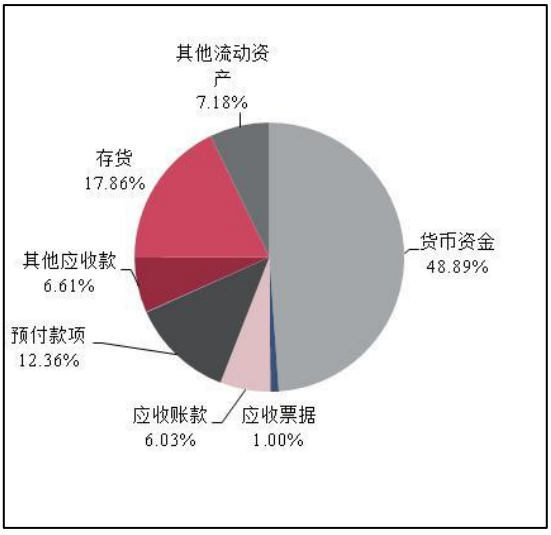
截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 120.77 亿元，所有者权益 59.84 亿元（含少数股东权益 18.57 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元，利润总额 0.02 亿元。

1. 资产质量

2015 年~2017 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长率 8.50%。截至 2017 年底，公司资产总额 120.19 亿元，同比增长 5.93%，主要源自非流动资产的增长；公司流动资产占比 33.84%，非流动资产占比 66.16%，资产结构以非流动资产为主。

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长率 3.30%。截至 2017 年底，公司流动资产 40.67 亿元，同比下降 0.84%，主要来自货币资金的减少。流动资产主要由货币资金（占 48.89%）、应收账款（占 6.03%）、预付款项（占 12.36%）、其他应收款（占 6.61%）、存货（占 17.86%）和其他流动资产（占 7.18%）构成。

图 4　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 19.88 亿元，同比下降 11.11%。其中银行存款占比 79.14%；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 5.91 亿元，占比 20.86%。受限资产占比较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 2.45 亿元，同比增长 3.79%，较 2016 年底变化不大。公司应收账款计提坏账准备 0.31 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 2.71 亿元，其中，1 年内的占比 63.47%，1~2 年的占比 19.11%，2~3 年的占比 7.40%，3 年以上的占比 10.02%。公司应收账款账龄偏长，但账龄较 2016 年有所减少。

截至 2017 年底，公司预付款项为 5.03 亿元，同比增长 20.24%，主要系 2017 年开展的部分项目因进度的原因，尚不需支付工程预付款项。公司预付款项中 1 年以内的占比 71.81%，1~2 年以上的占比 17.01%，2~3 年的占比 10.79%，3 年以上的占比 0.39%，公司未计提坏账准备。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 2.69 亿元，同比增长 1.92%，共计提 0.33 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 0.99 亿元，其中，1 年内的占比 48.65%，1~2 年的占比 22.60%，2~3 年的占比 16.93%，3 年以上的占比 11.82%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值合计 7.26 亿元，同比增长 18.73%，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 5.59%，自制半成品及在产品占 1.47%，库存商品（主要是锰矿、铝土矿、玉石矿、合质金等矿产品）占 52.35%，工程施工占 34.41%，其他（包括尚未开发的土地储备）占 6.17%。公司库存商品有一定跌价风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 2.92 亿元，同比下降 8.13%，一方面公司增加短期理财产品规模至 2.06 亿元；另一方面公司收回 0.80 亿元委托贷款。

2015~2017 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长率 11.49%。截至 2017 年底，公司非流动资产 79.52 亿元，同比增加 9.77%，增加主要系在建工程、无形资产和可供出售金融资产增加所致。主要由长期股权投资（占 14.76%）、固定资产（占 5.56%）、在建工程（占 15.06%）、无形资产（占 51.97%）和其他非流动资产（占 7.11%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 3.72 亿元，较 2016 年底增长 59.26%，主要为对外投资增加所致，其中对贵州赫章农村商业银行股份有限公司投资 0.33 亿元；对贵州鑫源富盈股权投资基金管理有限公司—鑫源富盈 1 号 FOF 私募股权投资基金投资 0.50 亿元；对贵州镇远县农村信用合作联社投资 0.19 亿元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 11.74 亿元，较 2016 年底变化不大，主要为对联营企业贵州紫金矿业股份有限公司投资 10.04 亿元。2017 年，公司权益法下确认的投资收益为 150.70 万元，其中，贵州紫金矿业股份有限公司确认收益 158.87 万元。

截至 2017 年底，公司固定资产原值 5.99 亿元，主要以房屋建筑物（占比 52.81%）和机器设备（占比 26.68%）为主，公司累计折旧 1.57 亿元，公司未计提减值准备，固定资产账面价

值合计 4.42 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程合计 11.97 亿元，同比上升 58.38%，主要原因是一方面 2017 年公司新增四个项目，分别为城市燃气项目、电子采购平台项目、中下游燃气项目、安全环保整改工程；另一方面公司几个大型项目继续扩大投资规模，这些项目包括煤层气项目（增加 2.56 亿元）、贵州黄果树国际温泉项目（增加 0.33 亿元）、煤电锰循环经济项目（增加 1.22 亿元）。

截至 2017 年底，公司无形资产净值 41.33 亿元，同比增长 3.78%，主要是公司探矿权增加所致。公司无形资产主要以探矿权（占 94.05%）和土地使用权（占 3.66%）为主，公司无形资产无计提减值准备，但是矿权是根据评估入账，矿产行业的前景并不明朗，因此矿权存在减值的风险。公司矿价值的认定分为两种：一是根据专业评估机构对其探矿权进行评估作价后上报国土资源部门审核，国土资源部门核定后记账核算；二是根据历史投入成本核算，经国土资源部门认可后记账。公司已经进行评估的探矿权有 76 个，即为股东注入的探矿权；购买、合作勘查以及省政府配置取得的探矿权入账价值按照取得时已投入的成本与后期投入的勘查成本加总记账核算，省政府配置的探矿权取得时的初始成本为 0，其账面价值为实际投入的勘查成本。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产合计 5.66 亿元，较 2016 年底变化不大，主要由于公司勘察开发成本（占 76.72%）和未来收益权（占 19.87%）为主。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 120.77 亿元，较 2017 年底变化不大，其中货币资金、其他流动资产变化较大。其中货币资金为 13.45 亿元，较 2017 年下降 32.35%，主要系公司购买理财产品和归还银行借款所致；其他流动资产 7.42 亿元，较 2017 年底增长 153.86%，主要系公司购买理财所致。公司流动资产占比 33.59%，非流动资产占比 66.41%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模变化不大，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，货币资金中受限资金占比较高；公司无形资产占比较高且存在减值风险，公司资产质量弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015 年~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 3.73%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 59.87 亿元（包含少数股东权益 18.62 亿元），同比增长 0.98%，增长主要来自少数股东权益。归属于母公司所有者权益中实收资本占 101.45%，未分配利润占-1.52%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 59.84 亿元，较 2017 年底变化不大。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015 年~2017 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 13.95%。截至 2017 年底，公司负债合计 60.32 亿元，同比增长 11.36%，其中流动负债占比 79.72%，非流动负债占比 20.28%。

2015 年～2017 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 13.17%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 48.09 亿元，同比下降 5.38%，主要来自于其他应付款和一年内到期的非流动负债的减少。流动负债主要由短期借款（占 61.00%）、应付票据（占 23.79%）、应付账款（占 5.55%）、预收款项（占 5.20%）和其他应付款（占 3.74%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款合计 29.33 亿元，同比上升 3.16%。公司短期借款中，信用借款占比 85.43%。

截至 2017 年底，公司应付票据 11.44 亿元，同比下降 2.89%。公司应付票据中，银行承兑汇票占比 99.23%。

截至 2017 年底，公司应付账款 2.67 亿元，同比上升 70.33%，主要系子公司贵州天然气能源投资股份有限公司项目的应付工程款增加所

致。

截至 2017 年底，公司预收款项 2.50 亿元，同比上升 121.62%，主要系公司业务发展导致预收款项增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 1.80 亿元，同比下降 53.07%，主要系工程结算后应付往来单位的款项减少所致。

2015 年～2017 年，公司非流动负债规模波动增长，年均复合增长 17.21%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 12.23 亿元，同比增长 265.69%，主要由长期借款（占 54.89%）和应付债券（占 32.70%）增长所致。

截至 2017 年底，公司长期借款 6.72 亿元，较 2016 年增加了 3.59 亿元，主要系信用借款增加了 3.50 亿所致。

截至 2017 年底，公司应付债券 4.00 亿元，主要为公司 2017 年 10 月发行的中期票据 4.00 亿元。

截至 2017 年底，公司长期应付款 1.30 亿元，全部为 2017 年新发行的融资租赁款。

有息债务方面，公司长期应付款中的融资租赁款计入有息债务中。截至 2017 年底，公司全部债务为 52.79 亿元，同比增长 12.46%，其中短期债务占比 77.24%，长期债务占比 22.76%。同期，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 50.19%、46.86%和 16.72%，同比分别上升 2.45 个百分点、2.67 个百分点和 11.71 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计为 60.93 亿元，同比增长 1.01%，主要系长期应付款增加所致。同期，公司全部债务为 53.31 亿元，其中短期债务占比 76.17%，长期债务占比 23.83%；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 50.45%、47.12%和 17.52%。公司本期债务负担较 2017 年底有所加重。

总体来看，跟踪期内公司长期借款和应付债券大幅增长，公司负债规模增长快；全部债务中长期债务占比有所升高，但是短期债务占比仍然较高，公司短期支付压力较大，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。

3. 盈利能力

2015 年~2017 年，公司营业收入持续增长，年复合增加 14.77%。2017 年公司实现营业收入 41.44 亿元，同比增长 6.62%；与此同时，公司营业成本为 39.20 亿元，同比增长 5.13%，增幅低于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比小幅上涨至 5.10%。

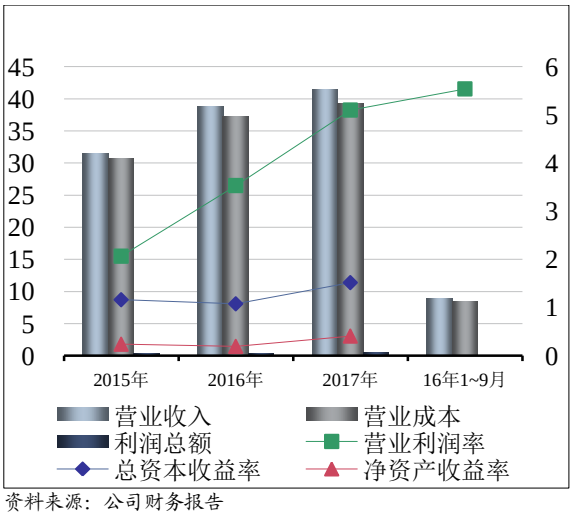
期间费用（包括销售费用、管理费用和财务费用）方面，2017 年公司期间费用为 3.26 亿元，同比增长 42.25%，增长主要系公司债务规模增加导致财务费用的增长和人员增加及停产期间的折旧增加导致的管理费用的增长。期间费用中，销售费用占比 6.91%；财务费用占比 36.41%；管理费用占比 56.69%。2017 年，公司期间费用占营业收入比重为 7.87%，较上年增加 1.97 个百分点。跟踪期内，公司期间费用大幅上升。

非经常性损益方面，2017 年公司获得投资收益 0.25 亿元，主要为持有可供出售金融资产获得分红收益 0.09 亿元和购买理财产品取得收益 0.15 亿元。2017 年公司营业外收入为 1.75 亿元，主要为并购收益 1.54 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大。

跟踪期内，受益于公司营业外收入的增加，公司的利润总额小幅上升；2017 年公司实现利润总额 0.42 亿元，同比增长 3.61%，净利润 0.24 亿元，同比增长 113.58%。但是受贸易业务毛利率较低的影响，公司归属于母公司的净利润持续为负值

盈利指标方面，2017 年公司营业利润率小幅上升至 5.10%，总资本收益率、净资产收益率均呈现上升趋势，分别为 1.52%和 0.41%。

图 5 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.91 亿元；同期，由于营业成本有所下降，公司营业利润率增长至 5.54%，公司利润总额 215.37 万元，公司整体盈利能力有所提高，但是盈利能力仍然有待较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入虽有所上升，但盈利能力弱，公司利润总额受非经常损益影响大。

4. 现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入量有所增长，2017 年为 49.10 亿元，同比增长 12.90%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 45.41 亿元，2017 年公司现金收入比为 109.60%，较 2016 年增加 3.76 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有所增加，同比增幅为 24.04%。由于经营活动现金流出增幅大于经营活动现金流入增幅，2017 年，公司经营活动现金净流量大幅下降，为 2.01 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入量大幅下降，2017 年为 2.14 亿元，同比下降 31.40%，主要以收到其他与投资活动有关的现金为主。2017 年，公司收到其他与投资活动有关的现金 1.62 亿元，同比下降 18.97%，主要是公司赎回购买银行理财产品形成的现金流。跟踪期内，公司在矿权勘查方面的持续投入，在煤层气、页岩气项目的建设投入加大，各权属公司加紧项目建设，公司对农信社等单位的股权投资增加，以及购买理财等投资，从而导致公司投资活动现金流出有所增加，2017 年为 9.71 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。同期，公司投资活动现金净流出量有所下降，为-7.57 亿元。跟踪期内，公司对外投资活动有所增长。

从筹资活动来看，公司筹资规模持续增长，2017 年公司筹资活动现金流入 49.08 亿元，同比增长 12.14%，其中取得借款收到的现金占 83.01%。2017 年，公司筹资活动现金流出有所下降，2017 年为 43.99 亿元，同比下降 1.83%，其中偿还债务支付的现金占 89.25%。2017 年公司筹资活动现金净入 5.10 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营性现金流入量和净流量分别为 8.54 亿元和 0.20 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 5.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -5.78 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -0.65 亿元。

总体看，跟踪期内，公司投资活动现金流量规模有所增长；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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2015年~2017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86.81%和73.39%，2017年底上述指标分别为84.58%和69.48%。2017年，公司经营现金流动负债比为4.18%，较2016年大幅下降。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为84.50%和72.39%，较2017年底变化不大。总体看，跟踪期内，公司短期债务占比大，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015年~2017年公

司EBITDA快速增长，年均增长21.19%，2017年EBITDA为2.44亿元，，同比上升29.99%，高于全部债务规模增速。2015年~2017年，公司EBITDA利息倍数波动下降，三年平均值为1.17倍，2017年为1.05倍，同期公司全部债务/EBITDA波动下降，三年平均值为23.12倍，2017年为21.64倍。公司长期偿债能力弱。

截至2018年3月底，不存在对公司经营产生重大影响的未决诉讼。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为71.85亿元，尚未使用的授信额度为22.88亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司整体偿债能力较弱。

6. 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2018年5月14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。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

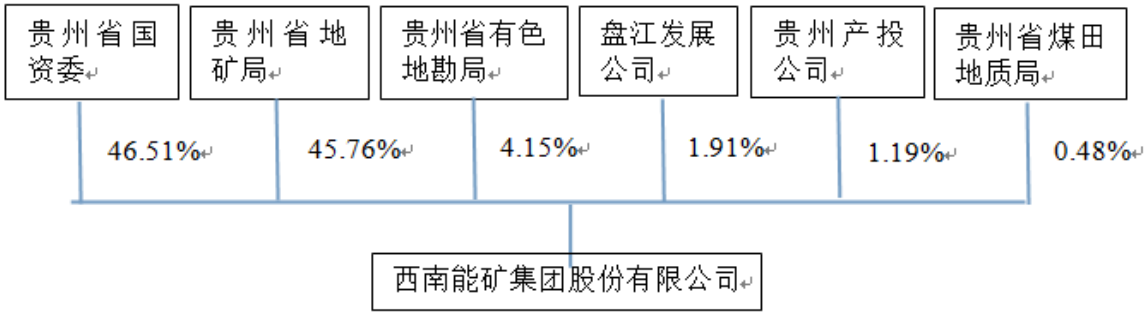
十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司待偿还中期票据为4.00亿元“17西南能矿MTN001”。2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为38.66亿元、43.49亿元和49.10亿元，分别为存续期中期票据的9.66倍、10.87倍和12.27倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为0.62亿元、4.63亿元和2.01亿元，分别为存续期中期票据的0.15倍、1.16倍和0.50倍。2015~2017年，公司EBITDA分别为1.66亿元、1.88亿元和2.44亿元，分别为存续期中期票据的0.42倍、0.47倍和0.61倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障程度强。

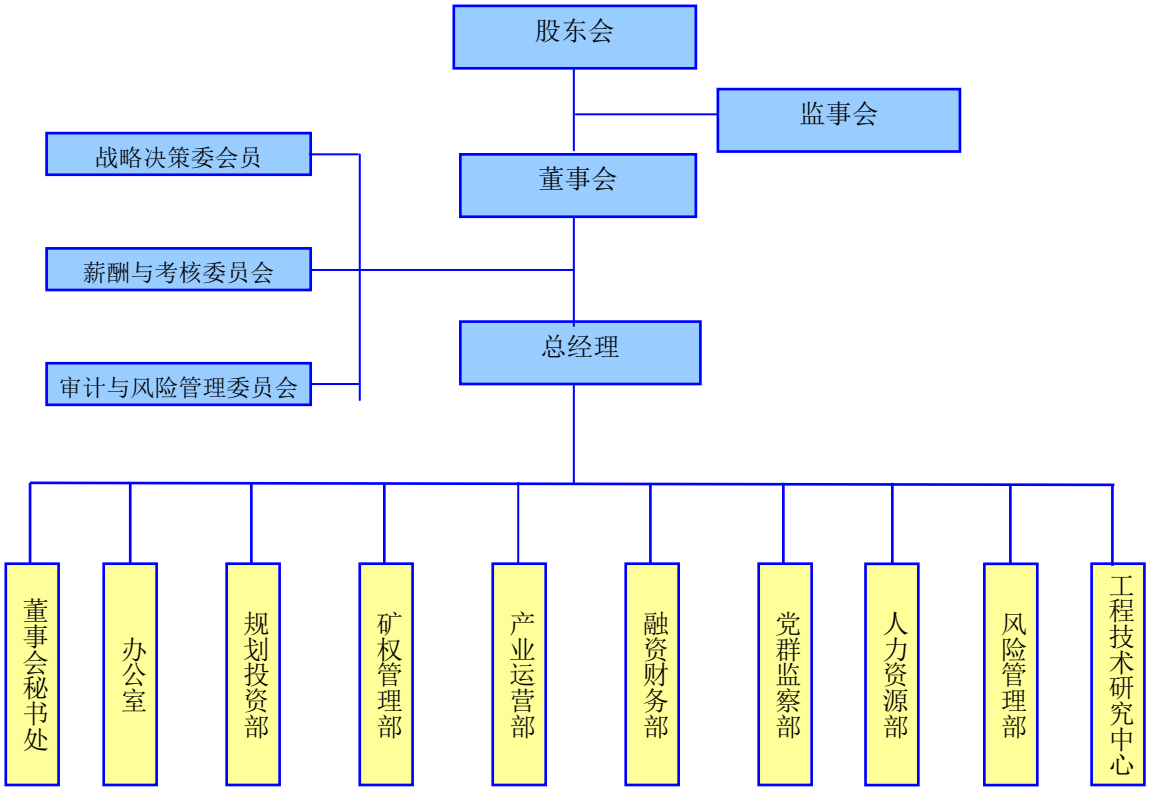
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17西南能矿MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.32	22.45	20.29	13.62
资产总额(亿元)	102.09	113.46	120.19	120.77
所有者权益(亿元)	55.64	59.29	59.87	59.84
短期债务(亿元)	31.00	43.82	40.77	40.61
长期债务(亿元)	8.85	3.13	12.02	12.71
全部债务(亿元)	39.85	46.94	52.79	53.31
营业收入(亿元)	31.46	38.86	41.44	8.91
利润总额(亿元)	0.37	0.41	0.42	0.02
EBITDA(亿元)	1.66	1.88	2.44	--
经营性净现金流(亿元)	0.62	4.63	2.01	0.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.39	14.92	15.63	--
存货周转次数(次)	8.49	7.21	5.86	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.36	0.35	--
现金收入比(%)	110.33	105.84	109.60	93.21
营业利润率(%)	2.07	3.53	5.10	5.54
总资本收益率(%)	1.16	1.08	1.52	--
净资产收益率(%)	0.24	0.19	0.41	--
长期债务资本化比率(%)	13.72	5.01	16.72	17.52
全部债务资本化比率(%)	41.73	44.19	46.86	47.12
资产负债率(%)	45.50	47.74	50.19	50.45
流动比率(%)	101.50	80.71	84.58	84.50
速动比率(%)	90.25	68.68	69.48	72.39
经营现金流动负债比(%)	1.64	9.12	4.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.01	1.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.99	25.01	21.64	--

注：2018 年一季度报财务数据未经审计；公司长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
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。