信用等级公告

联合〔2020〕1611 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，并维持“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

二〇二〇年六月十九日

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2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
西南能矿集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
17 西南能矿MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 西南能矿MTN001	4.0亿	4.0亿	2020/10/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月19日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”）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，公司营业收入保持稳定增长，矿权交易板块稳定发展，股东通过货币注资的方式保持对公司的支持。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、公司盈利能力弱、短期债务占比高、偿债压力较大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度强。

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。

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，并维持“17西南能矿MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **作为贵州省矿产资源投融资及整合平台，公司能够获得政府及其他股东支持。**2019年，公司获得政府2亿元货币注资。
2. **公司拥有磷矿、金矿等众多优势矿权，具有区域垄断优势。**跟踪期内，公司矿权经营收入保持稳定。随着矿业权整合力度的加强和矿产资源的运作能力的提高，公司矿权交易收入有望进一步提高。
3. **公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度强。**公司经营活动现金流入量为存续期债券的12.36倍。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a-	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
随着公司在建项目的投产，冶炼板块产能和收入上升				1
省国资委为控股股东，通过矿产注入对公司提供支持				2
2019 年，公司控股股东注资 2 亿元				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为 2016－2018 年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. **公司盈利能力下降。**2019 年，公司扩大了贸易业务规模，营业利润率下滑至 3.34%。公司整体盈利能力弱。
2. **公司短期债务占比高，债务结构有待改善，债务负担较重。**截至 2020 年 3 月底，公司全部债务中，短期债务占比 87.24%，公司流动比率和速动比率分别为 55.49%和 44.30%；全部债务资本化比率上升到 58.10%。
3. **公司在建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。**截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程共 3 项，总投资为 69.09 亿元，已完成投资 15.63 亿元。
4. **公司划转持有贵州天然气能源投资股份有限公司股权，公司所有者权益有所下降。**

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	20.29	19.74	19.55	16.79
资产总额（亿元）	120.19	129.75	136.06	135.18
所有者权益（亿元）	59.87	59.47	51.76	51.74
短期债务（亿元）	40.77	45.95	63.37	62.59
长期债务（亿元）	12.02	11.72	8.89	9.16
全部债务（亿元）	52.79	57.67	72.25	71.75
营业收入（亿元）	41.44	41.50	45.86	9.91
利润总额（亿元）	0.42	0.47	0.30	0.03
EBITDA（亿元）	2.44	2.26	2.57	--
经营性净现金流（亿元）	2.01	2.70	3.44	0.32
营业利润率（%）	5.10	5.86	3.34	2.25
净资产收益率（%）	0.41	0.31	0.49	--
资产负债率（%）	50.19	54.17	61.96	61.72
全部债务资本化比率（%）	46.86	49.23	58.26	58.10
流动比率（%）	84.58	70.37	57.39	55.49
经营现金流动负债比（%）	4.18	4.63	4.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.64	25.53	28.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	1.12	0.70	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	79.33	84.00	91.96	93.62
所有者权益（亿元）	38.98	39.61	42.26	42.29
全部债务（亿元）	39.85	30.33	46.06	47.51
营业收入（亿元）	1.04	1.46	1.30	0.01
利润总额（亿元）	-0.41	0.62	0.66	0.03
资产负债率（%）	50.85	52.85	54.04	54.83
全部债务资本化比率（%）	50.55	43.37	52.15	52.91
流动比率（%）	33.11	33.32	36.30	33.89
经营现金流动负债比（%）	1.84	2.34	2.44	--

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；已将其他非流动负债中有息部分调整至长期债务；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 西南能矿 MTN001	AA	AA	稳定	2019/7/19	黄露 张超	有色金属企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
17 西南能矿 MTN001	AA	AA	稳定	2017/4/18	黄露 张超	有色金属企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

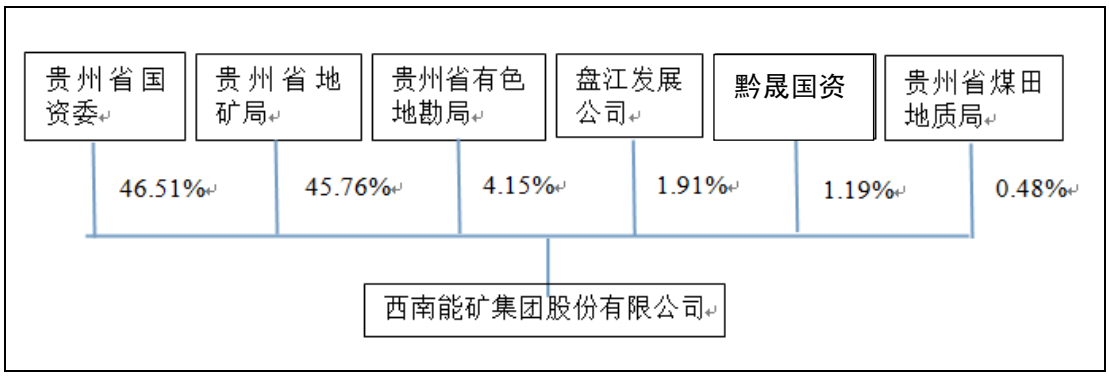
根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于西南能矿集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

西南能矿集团股份有限公司（以下简称“公司”或者“西南能矿”）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 2020 年 3 月底，公司注册资本 43.85 亿元，股东及持股比例分别为：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%、贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“黔晟国资”）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。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

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、探、采、选、冶及精深加工，矿产资源勘查开发的技术研发。

截至 2020 年 3 月底，公司下辖 12 家子公司，其中全资子公司有 2 家，控股子公司 8 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 10 个职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额

136.06 亿元，所有者权益 51.76 亿元（含少数股东权益 8.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 45.86 亿元，利润总额 0.30 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 135.18 亿元，所有者权益 51.74 亿元（含少数股东权益 8.28 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，利润总额 0.03 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、存续债券概况及募集资金使用情况

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，已使用 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 日到期贷款；1 亿元用于偿还建设银行 2018 年 1 月到期贷款。跟踪期内，公司按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	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

四、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑

1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”

目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 行业概况

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

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

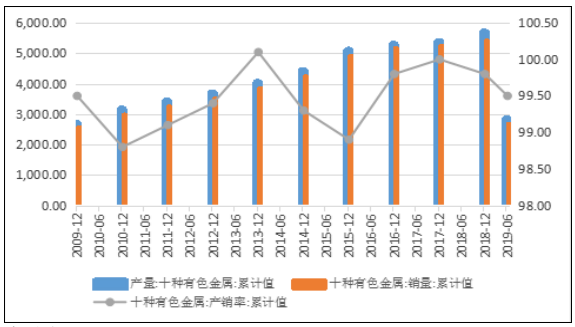
有色金属矿产属于不可再生资源，在世界各国的国民经济发展中都具有十分重要的地位，属于我国产业政策扶持的战略性行业之一。根据自然资源部 2019 年 10 月 22 日发布的《矿产资源报告（2019）》，截至 2018 年底，中国铜矿、铅矿、锌矿、铝土矿和镍矿分别为 1.14 亿吨、0.92 亿吨、1.86 亿吨、51.70 亿吨和 0.12 亿吨，分别较 2017 年增加 7.9%、2.8%、1.4%、1.6%和 6.2%。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。具体来看，中国锡矿、钼矿、锑矿、钨矿、菱镁矿最为丰富，铜矿、铅锌矿较为丰富，铝土矿处于中等水平，镍矿较为较为贫乏。

2. 行业运行情况

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

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

图 2　中国十种有色金属产销量（单位：万吨、%）

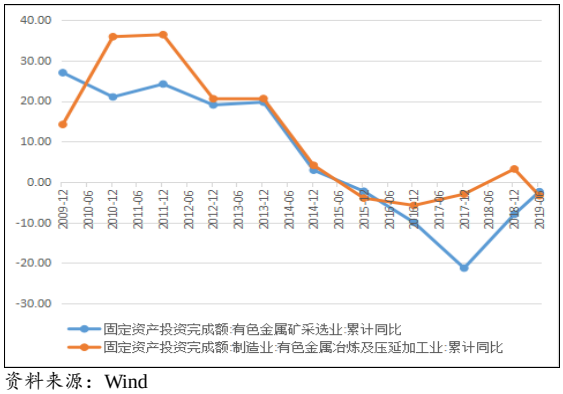


资料来源：Wind

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

图 3 近年有色金属行业固定资产投资完成额增速

（单位：%）



资料来源：Wind

价格方面，2014 年中至 2015 年底，主要有色金属价格出现了大幅下跌并触底，随后在 2016 年出现大幅反弹。2018 年及 2019 年上半年，主要有色金属价格走势相对较为平稳。

图 4 主要有色金属价格



资料来源：Wind

4. 行业政策

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

环境保护方面，政策主要从下列两个重点领域进行规范：（1）污染防治。近年来，中国政府陆续修订了《中华人民共和国大气污染防治

法》、《中华人民共和国水污染防治法》，制定了《中华人民共和国土壤污染防治法》、《中华人民共和国环境保护税法》及实施条例，为其他后续政策的制定和修订提供了整体方向。生态环境部与卫生健康委于 2019 年 1 月联合发布《有毒有害大气污染物名录（2018 年）》，包括甲醛、二氯甲烷、三氯乙烯、铅及其化合物在内的 11 种污染物作为第一批大气污染物纳入名录。环境保护部于 2017 年 12 月印发《排污许可证申请与核发技术规范有色金属工业》包括汞冶炼、镁冶炼、镍冶炼、钛冶炼、锡冶炼、钴冶炼和锑冶炼 7 个分项。环境保护部于 2017 年 9 月下发《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》。（2）废料进口。生态环境部等多部委于 2018 年 12 月将其他铜废碎料和其他铝废碎料自 2019 年 7 月 1 日起自《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。生态环境部等多部委于 2018 年 4 月将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将钨废碎料、镁废碎料、钛废碎料、木废碎料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。

产能限制方面，发改委及工信部于 2018 年 12 月发布的《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》（发改办〔2018〕1655 号）鼓励企业瞄准氧化铝综合回收率达到 80%以上、吨氧化铝综合能耗低于 380 千克标准煤、吨氧化铝新水消耗低于 3 吨等先进指标；国土资源部于 2017 年 12 月印发《关于镁等矿产“三率”最低指标要求（试行）的公告》，对开采回采率、选矿回收率和尾矿综合利用率进行了最低限制，既提高的矿产资源的综合利用水平也限制了不能满足该要求的现有产能及潜在产能。

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

5. 行业展望

有色金属行业将整体呈稳定态势，但部分资金紧张、环保无法达标、业务管控能力薄弱的企业将进一步退出市场，行业集中度将进一步提高。

有色金属行业属于周期性行业，与宏观经济联系较为紧密。2019 年中国 GDP 增速为 6.1%，较 2018 年增速小幅回落。根据国务院总理的政府工作报告，2020 年中国预期 GDP 增速不做预测。行业政策上，国家一方面严控了产能过剩领域的新增产能，对行业内现有企业形成一定利好，但另一方面对环保、安全生产提出了严格要求，又对行业内现有企业形成一定资本投入压力和业务管控压力。

六、公司基础素质

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本43.85亿元，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，系矿产资源探、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。

2019 年底，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，10 个矿权已完成勘探，46 个矿权已完成详查、开展普查工作矿权 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；由省政府金融办将公司控股子公司贵州新能源开发投资股份有限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2019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

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

作为贵州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。2019 年，虽然受锰产品价格下降的影响，公司冶炼板块收入下降，但公司通过增加贸易收入，实现营业收入同比增长 10.64%。受各板块毛利率下降和贸易占比上升的影响，公司 2019 年综合毛利率大幅下降。

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。2019 年，公司实现营业收入 45.87 亿元，同比增长 10.64%，其中冶炼加工板块实现收入 2.73 亿元，同比下降 20.64%，占营业收入比重下降至 5.96%，主要由于电解锰价格下降且公司部分停产检修，致使该板块业务规模下降。工程施工作为矿产资源的伴生业务，2019 年该板块实现收入 6.33 亿元，同比下降 7.59%；2019 年，公司完成 10

个矿权转让，确认矿权交易收入 1.54 亿元。同期，贸易板块实现收入 34.36 亿元，同比上升 16.08%，收入规模有所上升。

毛利率方面，2019 年公司工程施工板块毛利率同比下降 3.04 个百分点至 9.79%，主要系新能源业务亏损所致；受电解锰产品价格下降和停产检修的影响，公司冶炼加工板块毛利率大幅下降，2019 年毛利率为 1.47%；公司贸易业务规模大，但整体盈利能力较低；同期，公司矿权交易板块毛利率为 50.65%，较 2018 年大幅下降，主要交易的矿权的获取成本较上年有所增加所致；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、非经常性废渣及矿权监管维护等，该板块的毛利率波动幅度较大，但由于收入规模较小，对公司利润贡献不大。受贸易板块收入占比增加，冶炼加工板块和矿权交易板块毛利率下降的影响，2019 年，公司整体毛利率同比下降 2.57 个百分点至 3.60%。

表3　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	6.48	15.63	16.48	6.85	16.52	12.83	6.33	13.80	9.79	1.25	11.51	15.14
贸易	31.99	77.21	0.62	29.60	71.40	0.51	34.36	74.92	0.41	8.48	86.98	0.24
冶炼加工	1.75	4.23	1.49	3.44	8.30	6.67	2.73	5.96	1.47	0.00	0.00	0.00
矿权交易	1.11	2.68	77.39	1.56	3.76	82.64	1.54	3.35	50.65	0.02	0.01	46.55
其他	0.10	0.25	56.75	0.01	0.02	99.50	0.91	1.97	7.69	0.06	0.77	13.33
合计	**41.44**	**100.00**	**5.26**	**41.46**	**100.00**	**6.17**	**45.87**	**100.00**	**3.60**	**9.91**	**100.00**	**2.42**

注：小数误差系四舍五入造成
资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现收入 9.91 亿元，同比增长 9.87%，主要贸易收入增长所致。其中，工程施工实现收入 1.25 亿元，同比下降 46.81%；贸易板块实现收入 8.48 亿元，同比增长 38.11%；冶炼加工板块无，主要受新冠疫情影响，公司持续停产所致；同期，公司矿权交易确认收入 0.02 亿元，同比下降 60.00%。公司整体毛利率大幅下降至 2.42%。

1.　工程施工业务

2019 年，公司工程施工业务合同数量有所下降，但结算金额保持稳定。受新能源业务亏损所致，公司工程施工业务毛利率有所下降。

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“贵州新能源”），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，2019 年，公司签订合同 400 单，同比下降 9.09%；项目合同金额 4.78 亿元，同比下降 51.32%，主要系 2018 年有合同金额较大所致。同期，虽然签约金额下降较多，但受之前年份签订的合同 2019 年完成和结算工程量较多以及公司 2019 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 6.33 亿元，同比下降 7.59%，下降幅度小于签约金额下降幅度。2020 年一季度，公司签订合同 383 单，合计 0.67 亿元，公司完工确认收入 1.25 亿元。整体来看，跟踪期内，公司工程施工业务新增合同数量及金额快速下降。

表 4　公司承接项目合同情况（单位：单、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
合同数量	**279**	**440**	**400**	**383**
西能建筑	7	8	5	——
西能建设	252	432	387	380
贵州新能源	20	--	8	3
合同金额	**6.28**	**9.82**	**4.78**	**0.67**
西能建筑	3.03	6.83	0.66	——
西能建设	3.14	2.99	4.03	0.66
贵州新能源	0.11	--	0.09	0.01

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 5.0~10%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。2019 年，建筑施工类业务实现收入 5.39 亿元，毛利率为 11.50%。

目前公司工程施工业务主要在贵州省内开展，2019 年，公司前五大客户分别为贵州铜仁恒大碧湾置业有限公司、云南金鼎锌业有限公司、贵州水投水务集团安顺关岭有限公司、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，占总合同金额比重为 40.56%。截至 2020 年 3 月底，公司主要施工项目 7 个，预计总投资 10.15 亿元，已完成投资 4.03 亿元，回款 3.42 亿元，未来仍有一定资金需求压力。

表 5 截至 2020 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
贵州华锦铝业有限公司赤泥堆场 3#初期坝子坝、2#与 3#堆存区间的子坝堆筑工程	贵州华锦铝业有限公司	建筑服务业	4200.00	1500.00	1139.37
铜仁恒大山湖郡项目首期土石方工程施工合同	贵州铜仁恒大碧湾置业有限公司	建筑服务业	13186.75	8350.00	9658.23
贵州省安龙县普坪—海子采煤沉陷区综合治理工程（一期）（EPC）	安龙县宏源国有资产经营有限责任	建筑服务业	3600.00	1350.00	984.89
遵义市强制隔离戒毒所建设项目、遵义市女子强制隔离戒毒所建设项目	遵义市新区开发投资有限责任公司	建筑服务业	47952.00	11380.00	8859.47
贵阳恒大文化旅游城贵安地铁 18#、19#、20#组团主体及配套建设工程孔桩工程施工专业分包合同	中铁五局集团建筑工程有限责任公司	建筑服务业	2151.27	1800.00	1540.00
贵州脱贫攻坚城乡供水巩固提升工程关岭县项目施工 C1 标段	贵州水投水务集团安顺关岭有限公司	建筑服务业	9361.27	6100.00	5250.00
云南金鼎锌业有限公司 2019－2020 年度矿山剥离工程（一标）	云南金鼎锌业有限公司	建筑服务业	21000.00	9780.00	7916.26
合计			**101451.29**	**40260.00**	**34208.85**

资料来源：公司提供

新能源板块方面，运营主体为控股子公司贵州新能源。目前贵州新能源主要从事循环经济、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。2019 年贵州新能源被授予为高新技术企业，目前拥有 36 项专利，其中 26 项为绿色矸电技术，9 项清洁能源运用技术，1 项固

体垃圾粉碎技术。

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。贵州新能源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，当前主要投资项目为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 兆瓦锅炉改造和贵州盘江精煤股份有限公司火铺 45 兆瓦电厂两台 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。2019 年，上述两个项目收入 0.11 亿元，毛利率-2.54%。2019 年，该项目由于原料结构调整，导致成本上升；且部分效益也存在争议，无法确认收入，最终导致毛利率为负值。

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 25 个项目，投资金额 7501 万元，投资学校有中国地质大学、贵州大学、贵州财经大学、云南理工大学、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、淇县生物质发电项目及重庆富侨清洁能源项目。贵州新能源也在积极与河北、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收益权科目。成本分无形资产的摊销和日常成本开支，按月进行核算。

2018 年，公司新能源业务收入为 9980.70 万元，毛利率为 17.41%。2019 年，公司新能源业务实现收入 9541.40 万元，毛利率 1.34%；2019 年，公司新能源板块毛利率大幅下降，主要系矸电项目亏损所致。

2. 贸易业务

2019 年，公司主动扩大贸易业务的规模，贸易收入占比有所上升。公司贸易业客户集中度较高。

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。

2019 年，受冶炼板块收入下降的影响，公司主动扩大了贸易业务规模。2019 年，公司采购商品 34.22 亿元，采购金额前五大供应商合计采购金额 28.83 亿元，占比 84.25%，集中度较高。同期，公司前五大客户合计销售金额 19.93 亿元，占比 57.99%，集中度较高。

表 6　公司贸易采销情况（单位：千克、万元/千克、万元、吨、万元/吨、）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
合质金	采购量	3391.38	2765.93	4197.95	835
	采购金额	87701.09	75592.87	129186	29336
	采购均价	25.86	27.33	30.77	35.13
	销售均价	25.87	27.38	31.03	35.16
贵金属及珠宝	采购量	17.79	11.70	38.06	11.78
	采购金额	385.69	223.24	1033.71	396.06
	采购均价	21.68	19.08	27.16	33.62
	销售均价	25.97	26.20	28.49	34.51
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	423959.67	391188.94	12651.48	11810.29
	采购金额	186542.25	234713.36	58829.37	53015.93
	采购均价	0.44	0.60	4.69	4.69
	销售均价	0.53	0.61	4.71	4.61

注：阴极铜方面，由于受政策变动影响，地矿股份 2019 年未下达销售任务，故 2019 年基本无阴极铜销售资料来源：公司提供

3. 冶炼加工业务

冶炼加工业务是公司重要的利润来源，但是 2019 年受锰产品价格下降的影响，该板块收入和利润均有所下滑。2020 年一季度，由于新冠疫情的影响，公司冶炼加工企业延后复工，目前还处于停产状态。

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”）。

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。二氧化锰和硫酸锰生产线部分 2019 年投产，并达到交付使用状态。2019 年，公司电解锰产量 18027.44 吨，受锰产品价格下降和产能增加的影响，公司电解锰产能利用率较 2018 年有所下降。硫酸锰和二氧化锰受投产时间较晚和市场景气度较差的影响，产能利用率较低。2020 年一季度，受疫情的影响，公司延后了复工的时间，电解锰生产线依然停产，预计 2020 年下半年复工生产。

表 7 公司锰产品生产情况（单位：吨/年、吨、%）

产品名称		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
电解锰	产能	10625	25500	30000	30000
	产量	10458.00	17322.55	18027.44	0
	产能利用率	98.43	67.93	60.09	0
硫酸锰	产能	0	0	30000	30000
	产量	0	0	1232.68	933.96
	产能利用率	0	0	4.10	3.11
二氧化锰	产能	0	0	50000	30000
	产量	0	0	6325.28	9855.32
	产能利用率	0	0	12.65	32.85

资料来源：公司提供

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鑫鹏矿业有限公司采购；进口矿主要是加纳矿和澳矿，通过地矿股份采购。2019 年，公司采购矿石 16.60 万吨，合计金额 1.43 亿元，较 2018 年大幅增长，主要系二氧化锰和硫酸锰生产线投产所致；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，2019 年合计采购金额 0.70 亿元，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。2020 年 1—3 月，公司锰产品原料采购量较上年同期大幅下降，主要系新冠疫情影响所致。

表 8 公司原材料采购明细表（单位：元/吨、吨）

材料名称	2018 年		2019 年		2020 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	--	--	25635.52	980.00	--	--
碳酸锰矿（自加工高品位）	118133.89	574.47	81169.98	510.00	--	--
碳酸锰矿石（自加工低品位）	8308.54	328.04	25635.52	468.82	--	--
碳酸锰粉	5565.04	439.65	36421.29	440.00	--	--
硫酸	42634.25	466.84	49778.16	447.58	--	--
液氨	1844.38	3315.20	1851.78	3052.87	--	--
福美钠	216.94	6887.34	--	--	--	--
二氧化硒	36.00	127014.77	35.00	71545.40	--	--
双氧水	87.54	1678.34	--	--	--	--
硫化铵	80.00	2813.93			--	--
澳粉锰矿	--	--	22785.03	1552.13	5094.00	1554.07
硫酸锰	--	--	1280.00	2991.38	6.25	3101.98
烟煤	--	--	25635.52	980.00	--	--

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。2019 年，公司锰产品销量 1.85 万吨，同比增长 7.01%，主要系二氧化锰生产线投产所致。同期，各类产品销售均价有所下降。2020 年 1—3 月，公司锰产品销量 819.00 吨，同比下降 46.30%，主要系新冠疫情影响，公司停产所致；二氧化锰产品价格较 2019 年进一步下降。

表 9　公司锰产品销售情况（单位：吨、元/吨）

材料名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
电解锰	10057.63	12894.01	16603.00	12252.02	16932.00	10341.51	0.00	0.00
落地锰	180.00	8640.00	246.00	8863.30	555.00	7120.83	0.00	0.00
锰粒子	220.00	5440.00	410.00	6126.01	68.00	5796.70	0.00	0.00
电解二氧化锰	--	--	--	--	913.62	8926.33	819.00	6641.52
合计	**10457.63**	--	**17259.00**	--	**18468.62**	--	**819.00**	--

注：公司二氧化锰生产线由于未能转固，不再营业收入中体现
资料来源：公司提供

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。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，目前公司矿权投资业务开发进度慢，2019年，公司矿权交易规模有所增加，有10个矿权进行了转让。

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”）。

（1）矿业权权益转让

截至 2020 年 3 月底，公司累计已完成探矿权转让 20 个，共计收入 3.33 亿元，此外，实现 4 个压覆矿补偿收入 669.10 万元。

表 10　公司探矿权转让情况（单位：万元）

探矿权名称	转让金额	转让时间
修文石龙坡铝土矿	311.32	2017 年
铜仁白竹山锰（矾）矿	468.66	2017 年
麻江将军石高岭土矿	2358.49	2017 年
镇远老文溪重晶石矿	1415.09	2017 年
天柱美郎-亚进重晶石矿	1226.42	2017 年
瓮安县五龙沟铝土矿	754.72	2018 年
清镇五老山铝土矿	3962.26	2019 年
黄平县王家寨铝土矿	735.00	2019 年
开阳县大连土铝土矿	105.00	2019 年
织金新华磷矿区果化矿段甘家丫口磷矿	4716.98	2017 年
遵义县新站矿区等 7 个探矿权	15000.00	2019 年
开阳何家湾矿区 1 号、2 号 2 个铝土矿	1000.00	2019 年
凯里大中地热矿	1264.15	2017 年
合计	**33318.09**	

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟进行 83 个矿业权转让，其中公司名下探矿权 56 个，权属地矿股份名下探矿权 27 个。

（2）投资矿业公司股权或经营项目分红收益

2019 年，受新冠疫情的影响，烂泥沟公司股东大会未召开，具体分红还未确定。烂泥沟公司分红款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。地矿股份对贵州紫金投资采用权益法核算，2019 年，按占股比例列支投资收益 990.22 万元。

5. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数整体呈波动下降趋势，三年均值为14.10次，2019年为13.82次；同期，存货周转次数整体呈下降趋势，三年均值为5.21次，2019年为5.00次；总资产周转次数呈波动趋势，三年均值为0.34次，2019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

公司未来发展规划合理，公司项目投资金额较大，项目推进较慢，且未来存在一定投资压力。

公司计划到“十三五”末，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是公司产业融资的重要资金渠道。

表 11 截至 2020 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
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 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	3.02	0.68	--	--	项目主体工程已基本完成，即将进行项目设备铺设
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	--	1.00	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	7.26	1.44	2.45	0.93	一期一步已全面完工，原计划 2019 年 6 月启动一期二步工程，目前还未启动。
合计	---	**69.09**	**15.63**	**2.12**	**4.15**	**4.93**	

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程共 3 项，总投资为 69.09 亿元，已完成投资 15.63 亿元，计划 2020 年 4—12 月投资 2.12 亿元，2021 年计划投资 3.45 亿元，2022 年计划投资 4.93 亿元。

黄果树地热旅游综合开发项目预计 2020 年下半年试运营，后期公司将减少货币资金的投入。

“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，已经于 2018 年 8 月试生产。目前已完成投资 7.26 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。

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。2017—2019 年，公司在矿业权上投资分别为 1.98 亿元、3.22 亿元和 3.69 亿元，2020 年预计在矿业权上投资 5.15 亿元左右。

九、重要事项

公司划转持有贵州天然气能源投资股份有限公司股权，并以股权出资的形式成为乌江能源集团的股东。公司所有者权益有所下降。

根据贵州省国资委呈报省政府的《贵州乌江能源集团有限责任公司组建方案》及《省人民政府关于同意贵州乌江能源集团有限责任公司组建方案的批复》（黔府函〔2018〕61 号）文件要求，公司为响应贵州省省委省政府要求，履行出资人责任，于近日以其所持有的贵州天然气能源投资股份有限公司（以下简称“天然气能投”）43.18%股份（账面价值 5.87 亿元）进行股权出资组建贵州乌江能源集团有限责任公司（以下简称“乌江能源集团”）。股权出资完成以后，公司将成为乌江能源集团的股东。本次资产划转经公司 2018 年第五次临时股东大会会议审议通过，且于 2019 年 7 月 3 日获得西南能矿集团股份有限公司 2017 年第一期中期票据（扶贫专项债）四分之三以上持有人同意。截至 2019 年 6 月底，天然气能投不再纳入公司合并报表范围，合并财报层面实现公司相关债权债务、少数股东权益共计减少近 9.8 亿元，占公司 2018 年度净资产的 16.48%。受天然气能投划转的影响，截至 2019 年底，公司所有者权益合计 51.76 亿元（包含少数股东权益 8.32 亿元），较上年底下降 12.96%。联合资信将持续与西南能矿保持沟通，并持续关注本次股权划转对公司主体及其上述债券信用水平可能带来的影响。

十、财务分析

公司提供的 2019 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具了标准无保留意见的审计报告）。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

公司 2019 年合并报表内纳入合并范围的子公司共计 11 家，与 2018 年相比，合并范围内子公司减少 1 家，为贵州天然气能源投资股份有限公司（以下简称“天然气能投”）。公司 2020 年 1－3 月合并报表合并范围较 2019 年底新增子公司 1 家，变化不大。

截至 2019 年底，公司资产总额 136.06 亿元，所有者权益 51.76 亿元（含少数股东权益 8.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 45.86 亿元，利润总额 0.30 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 135.18 亿元，所有者权益 51.74 亿元（含少数股东权益 8.28 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，利润总额 0.03 亿元。

1. 资产质量

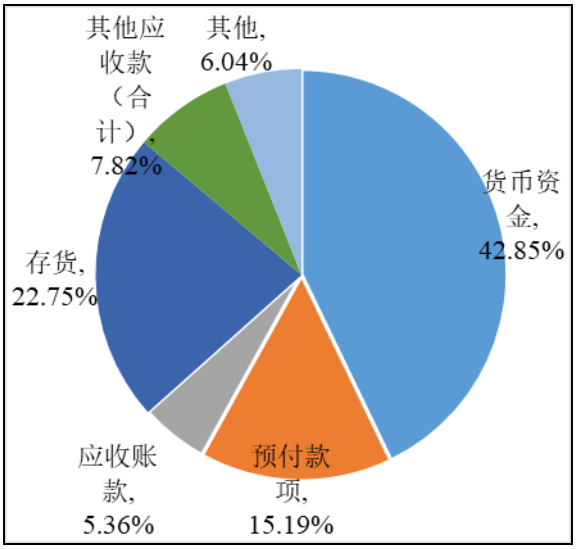
跟踪期内，随着公司矿产勘探的推进，公司资产规模有所增加，以非流动资产为主，流动资产中货币资金、存货和预付款项占比较高，货币资金中受限资金占比很高；公司长期股权投资集中度较高。整体看，公司资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长率 6.40%。截至 2019 年底，公司资产总额 136.06 亿元，较上年底增长 4.86%，主要源自非流动资产的增长；公司流动资产占比 31.71%，非流动资产占比 68.29%，资产结构

以非流动资产为主。

2017—2019 年，公司流动资产保持相对稳定，年均复合增长率 3.00%。截至 2019 年底，公司流动资产 43.15 亿元，较上年底增长 5.10%。流动资产主要由货币资金（占 42.85%）、应收账款（占 5.36%）、预付款项（占 15.19%）、其他应收款（合计）（占 7.82%）和存货（占 22.75%）构成。

图 5　2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金为 18.49 亿元，较上年底下降 0.71%。其中银行存款占比 28.47%；货币资金中因抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外的款项合计 13.00 亿元，占比 70.33%。受限资产占比很高。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 2.31 亿元，较上年底增长 7.76%。公司应收账款计提坏账准备 0.22 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 2.43 亿元，其中，1 年内的占比 65.80%，1~2 年的占比 24.06%，2~3 年的占比 2.71%，3 年以上的占比 7.43%。公司应收账款账龄较 2018 年有所缩短。

截至 2019 年底，公司预付款项为 6.55 亿元，较上年底增长 5.79%，主要因为公司以先款后货方式开展贸易业务，年末因未结算且未收到相关业务发票，部分业务未能确认存货；另外，贵州新能源、能矿锰业公司也因业务的需要，未能于年底办理完相应业务结算及票据收付。公司预付款项中 1 年以内的占比 68.42%，1~2 年以上的占比 16.94%，2~3 年的占比 8.36%，3 年以上的占比 6.29%，公司未计提坏账准备。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 3.31 亿元，较上年底下降 11.07%，共计提 0.30 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 2.15 亿元，其中，1 年内的占比 45.01%，1~2 年的占比 42.20%，2~3 年的占比 2.58%，3 年以上的占比 10.21%，款账龄较 2018 年有所延长。

表 12　2019 年底其他应收款中按欠款方归集的期末余额前五名的情况（单位：万元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应收款合计的比例
六盘水能源开发投资有限公司	垫付款	5000.00	13.87
贵阳市工业矿业物资总公司	货款	4264.64	10.65
遵义市新区开发投资有限责任公司	工程保证金	1918.08	4.79
遵义县芶江镇财政所	征地拆迁款	1829.99	4.57
贵阳国家高新技术产业开发区经济贸易有限公司	贷款	1128.75	3.13
合计		**14026.84**	**38.90**

资料来源：公司财务报告

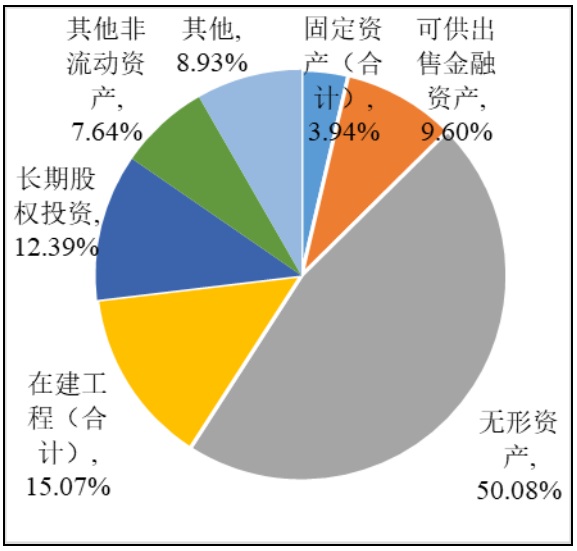
截至 2019 年底，公司存货账面价值合计 9.82 亿元，较上年底增长 24.48%，主要是由于工程施工（已完工未结算）增加所致。公司存货中原材料占 6.23%，自制半成品及在产品占 51.15%，库存商品（主要是锰矿、铝土矿、玉石矿、合质金等矿产品）占 38.05%，其他（包括尚未开发的土地储备）占 4.57%。公司库存商品有一定跌价风险。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 1.54 亿元，较上年底增长 15.48%，主要系公司短期理财产品规模和增值税留抵扣额增长所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产 92.92 亿元，较上年底增长 4.75%，增加主要系可供出

售金融资产增加所致。主要由可供出售金融资产（占 9.60%）、长期股权投资（占 12.39%）、固定资产（合计）（占 3.94%）、在建工程（合计）（占 15.07%）、无形资产（占 50.08%）和其他非流动资产（占 7.64%）构成。

图 6　2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 8.92 亿元，较 2018 年底增长 133.16%，主要为公司以天然气能投的股份进行股权出资对贵州乌江能源集团有限责任公司进行投资所致。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 11.51 亿元，较 2018 年底变化不大，主要为对联营企业贵州紫金投资 10.35 亿元。2019 年，公司权益法下确认的投资收益为 0.12 亿元，其中，贵州紫金确认收益 0.10 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产原值 5.33 亿元，主要以房屋建筑物（占比 62.69%）和机器设备（占比 27.17%）为主，公司累计折旧 1.67 亿元，公司未计提减值准备，固定资产账面价值合计 3.66 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程合计 14.00 亿元，较上年底下降 20.03%，主要系随着天然气能投划转，部分在建项目也随之划转所致。

截至 2019 年底，公司无形资产净值 46.53 亿元，较上年底增长 6.05%，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 91.69%）和土地使用权（占 4.85%）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 2019 年底，公司其他非流动资产合计 7.10 亿元，较 2018 年底增长 6.50%，主要由于公司勘察开发成本（占 64.38%）和未来收益权（占 32.91%）为主。未来收益权主要是公司新能源项目投资在收益期内的摊销。

受限资产方面，公司除货币资金有 13.00 亿元受限以外，无其他受限资产。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 135.18 亿元，较 2019 年底变化不大，其中在建工程有所增加。公司流动资产占比 31.71%，非流动资产占比 68.29%。

2.　负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，受天然气能投划转的影响，公司所有者权益有所下降，但是稳定性较好。

2017—2019 年，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 7.02%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 51.76 亿元（包含少数股东权益 8.32 亿元），较上年底下降 12.96%，下降主要来自天然气能投划转导致的少数股东权益减少。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 100.92%，未分配利润占-0.92%。截至 2019 年底，公司实收资本 43.85 亿元，较上年底增加了 2.00 亿元，是政府货币注资所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 51.74 亿元，较 2019 年底变化不大。

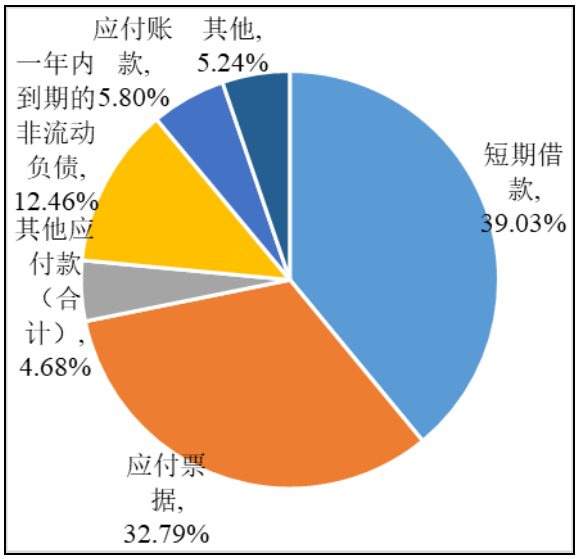
负债

跟踪期内，公司短期借款和应付票据大幅增长，公司负债规模有所增长；全部债务中短期债务占比高，短期支付压力大。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 18.22%。截至 2019 年底，公司负债合计 84.30 亿元，较上年底增长 19.94%，其中流动负债占比 89.19%，非流动负债占比 10.81%。

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.04%。截至 2019 年底，公司流动负债合计 75.18 亿元，较上年底增长 28.87%，主要来自于应付票据和一年内到期的非流动负债的增加。流动负债主要由短期借款（占 39.03%）、应付票据（占 32.79%）、应付账款（占 5.80%）、其他应付款（合计）（占 4.68%）和一年内到期的非流动负债（占 12.46%）构成。

图 7　2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司短期借款合计 29.34 亿元，较上年底增长 16.64%。公司短期借款中，信用借款占比 91.48%。

截至 2019 年底，公司应付票据 24.65 亿元，较上年底增长 42.85%，主要系公司部分在建项目由票据支付，年底未结算所致。公司应付票据中，银行承兑汇票占比 96.02%。

截至 2019 年底，公司应付账款 4.36 亿元，较上年底增长 3.47%，主要是应付工程工程款、质保金、设备尾款。

截至 2019 年底，公司预收款项 3.59 亿元，较上年底下降 6.36%，主要系公司将 2018 年收到的二期土地转让款转收入所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 3.52 亿元，较上年底下降 3.83%，主要系工程结算后应付往来单位的款项下降所致。

表 13　2019 年底其他应付款中余额前五名的情况

（单位：万元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应付款合计的比例
贵州省工业及省属国有企业绿色发展基金有限公司（能矿锰业）	基金融资款	6000.00	18.31
长沙有色冶金设计研究院有限公司（能矿锰业）	保证金	2060.75	6.29
贵州金州能矿股份有限公司（本部）	借款	1907.84	5.82
贵阳万宜投资有限公司	投资款	1115.84	3.40
贵州中地大热能科技有限公司	借款	1000.00	3.05
合计		**12738.73**	**36.88**

资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司非流动负债规模持续下降，年均复合下降 13.68%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 9.12 亿元，较上年底下降 23.69%，主要由应付债券下降所致。

截至 2019 年底，公司长期借款 3.60 亿元，较上年底增长 137.50%，主要系保证借款增加了 1.67 亿元所致。

截至 2019 年底，公司应付债券 2.00 亿元，主要为公司 2018 年 7 月发行的 3+2 年期的公司债 2.00 亿元。公司 2017 年 10 月发行的 3 年期中期票据 4.00 亿元和 2018 年 12 月发行的 15 个月的可转换债券 0.50 亿元已经转入一年内到期的非流动负债科目。

截至 2019 年底，公司长期应付款 3.29 亿

元，较 2018 年底下降了 11.20%，主要系公司减少了设备融资租赁所致。

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 2019 年底，公司全部债务为 72.25 亿元，较上年底增长 25.28%，其中短期债务占比 87.70%，长期债务占比 12.30%。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 61.96%、58.26%和 14.65%，较上年底分别上升 7.79 个百分点、9.03 个百分点和下降 1.81 个百分点。

表 14　公司债务负担情况（单位：亿元）

债务指标	2017年底	2018年底	2019年底	2020年3月底
短期债务	40.77	45.95	63.37	62.59
长期债务	12.02	11.72	8.89	9.16
全部债务	52.79	57.67	72.25	71.75
资产负债率	50.19	54.17	61.96	61.72
全部债务资本化比率	46.86	49.23	58.26	58.10
长期债务资本化比率	16.72	16.46	14.65	15.04

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计为 83.43 亿元，较 2019 年底下降 1.03%。同期，公司全部债务为 71.75 亿元，其中短期债务占比 87.24%，长期债务占比 12.76%；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 61.72%、58.10%和 15.04%。公司本期债务负担较 2019 年底变化不大。公司有息债务到期期限以短期为主，公司有一定的集中偿付压力。

表 15　截至 2020 年 3 月底，公司债务到期期限分布（单位：亿元、%）

到期年份	到期规模	占比
1年以内	62.59	87.24
1-2年	4.81	6.70
2-3年	2.38	3.32
3年以上	1.97	2.74
合计	71.75	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 盈利能力

跟踪期内，公司经营较为稳定，收入构成以贸易为主，盈利能力有所下降，依然偏弱，公司利润总额受非经常损益影响大。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 5.21%。2019 年公司实现营业收入 45.86 亿元，同比增长 10.53%；与此同时，公司营业成本为 44.22 亿元，同比增长 13.59%，公司营业利润率同比小幅下降至 3.34%。

期间费用（包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用）方面，2019 年公司期间费用为 3.01 亿元，同比增长 4.34%，主要是公司债务规模增长，财务费用提高所致。期间费用中，销售费用占比 3.14%；财务费用占比 55.62%；管理费用占比 40.88%。2019 年，公司期间费用占营业收入比重为 6.56%，较上年减少 0.39 个百分点。跟踪期内，公司期间费用率有所下降。

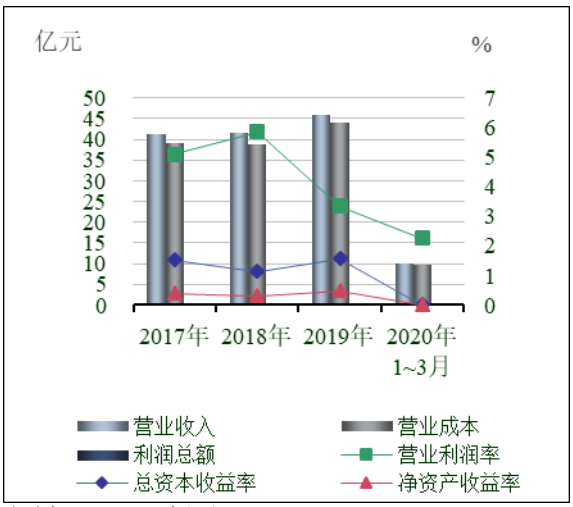
非经常性损益方面，2019 年公司获得投资收益 1.79 亿元，主要为处置天然气能投获得投资收益 1.55 亿元。2019 年公司营业外收入为 0.01 亿元。整体看，跟踪期内，公司投资收益对公司利润水平贡献大。

跟踪期内，受公司主营业务盈利能力和营业外收入的下降，公司的利润总额下降；2019 年公司实现利润总额 0.30 亿元，同比下降 35.05%，净利润 0.25 亿元，同比增长 37.74%。公司归属于母公司的净利润由负值转为正值。

盈利指标方面，2019 年公司营业利润率下降至 3.34%，总资本收益率下降至 1.57%，净资

产收益率上升至 0.49%。

图 8　公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，占 2019 年全年的 21.61%；同期，受新冠疫情的影响，公司营业利润率下降至 2.25%，公司利润总额 318.04 万元，公司整体盈利能力指标有所下降，盈利能力弱。

4.　现金流及保障

跟踪期内，受天然气能投划转的影响，公司投资活动现金流出量规模大幅上升；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。

经营活动方面，公司经营活动现金流入量有所上升，2019 年为 49.45 亿元，同比增长 25.11%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 48.17 亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金有所增长，同比增幅为 27.60%。由于经营活动现金流入增幅大于经营活动现金流出增幅，2019 年，公司经营活动现金净流量有所增加，为 3.44 亿元。2019 年公司现金收入比为 105.03%，较 2018 年增长 13.09 个百分点，公司收入质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入量大幅下降，2019 年为 1.19 亿元，同比下降 58.50%，主要以收回投资收到的现金为主。2019 年，公司收回投资收到的现金 0.85 亿元，主要是公司收回鑫源富盈 1 号 FOF 私募股权投资基金投资款 5000 万元和贵州省地质矿产资源开发股份有限公司子公司贵州省能矿进出口有限公司清算注销，退回投资款 3000 万元的投资。跟踪期内，公司在矿权勘查方面持续投入，各权属公司加紧项目建设，2019 年投资活动现金流出为 6.24 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金；公司支付其他与投资活动有关的现金 7.30 亿元，同比大幅增加，主要系天然气能投划转所致。同期，公司投资活动现金净流出量大幅增长，为-12.39 亿元。跟踪期内，公司对外投资活动大幅上升。

2019 年，筹资活动前现金流量净额为-8.95 亿元，经营活动现金流无法满足投资需求，公司有一定的对外筹资压力。

从筹资活动来看，公司筹资规模有所上升，2019 年公司筹资活动现金流入 50.07 亿元，同比增长 12.28%，其中取得借款收到的现金占 90.05%。2019 年，公司筹资活动现金流出有所增长，2019 年为 48.75 亿元，同比增长 10.64%，其中偿还债务支付的现金占 79.10%。2019 年公司筹资活动现金净流入 1.32 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营性现金流入量和净流量分别为 9.95 亿元和 0.32 亿元；公司投资活动现金流出 2.75 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.16 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 0.69 亿元。

5.　偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债指标均有所弱化，公司整体偿债能力弱。

从短期偿债能力方面，2017—2019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66.72%和53.12%，2019年底上述指标分别为57.39%和44.33%。2019年，公司经营现金流动负债比为4.58%，较2018年有所下降。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为55.49%和44.30%，较2019年底小幅下降；同期，公司现金类资产为短期债务的0.27倍。总

体看，跟踪期内，公司短期偿债指标有所下降，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，年均复合增长2.57%，2019年EBITDA为2.57元，同比增长13.64%。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数波动下降，三年平均值为0.90倍，2019年为0.70倍，同期全部债务/EBITDA持续增长，三年平均值为26.06倍，2019年为28.15倍。跟踪期内，公司长期偿债指标有所下降，整体偿债能力弱。

截至2020年3月底，公司不存在对公司经营产生重大影响的未决诉讼。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 76.43 亿元，尚未使用的授信额度为 16.49 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

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2020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很强。

8. 母公司财务分析

母公司资产以非流动资产为主，主要为无形资产和长期股权投资，债务负担较重，收入规模小，盈利能力弱。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 91.96 亿元，较年初增长 9.47%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占 18.83%，非流动资产占 81.17%，其中无形资产和长期股权投资占比较大，2019 年底分别为 29.88 亿元和 38.18 亿元，长期股权投资主要系对子公司的投资。截至 2020 年 3 月底，母公司资产 93.62 亿元，较 2019 年底增长 1.81%，主要由于长期股权投资增长所致。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 42.26 亿元，较年初增长 6.71%，主要系股东货币资金增资导致实收资本增长所致；母公司所有者权益主要由股本（103.75%）和未分配利润（占-4.58%）构成。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益合计 42.29 亿元，较 2019 年底增长 0.06%，主要系未分配利润增加所致。

截至 2019 年底，母公司负债规模 49.70 亿元，较年初增长 11.94%。母公司负债中流动负债占 95.98%，非流动负债占 4.02%，流动负债占比很高。流动负债主要以短期借款（26.14 亿元）和应付票据（9.92 亿元）构成，非流动负债以应付债券 2.00 亿元为主。截至 2019 年底，母公司全部债务 46.06 亿元，资产负债率为 54.04%，全部债务资本比率为 52.15%。截至 2020 年 3 月底，母公司负债规模 51.33 亿元，较 2019 年底增长 3.29%，主要系应付票据增长所致，母公司负债中流动负债占比进一步增长至 96.10%，母公司全部债务上升至 47.51 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 54.83%和 52.91%。整体看，母公司财务杠杆一般，债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入为 1.30 亿元，主要为矿权交易收入。同期，母公司营业成本为 0.70 亿元；母公司财务费用为 1.23 亿元；母公司投资收益为 1.64 亿元，主要来自长期股权投资收益。较大规模的财务费用挤压母公司盈利空间，母公司实现净利润为 0.66 亿元，母公司盈利能力弱。2020 年 1—3 月，母公司营业收入为 0.01 亿元，为 2019 年全年营业收入的 0.77%；母公司财务费用为 0.19 亿元；母公司投资收益 0.29 亿元。母公司实现净利润 0.03 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流净额为 1.16 亿元，保持经营活动现金流净流入。2019

年，母公司投资活动现金流净额为-2.34 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付现金为2.55 亿元。2019 年，母公司筹资活动现金流净额为 3.02 亿元，母公司仍存在一定的筹资压力。2020 年 1－3 月，母公司经营性现金流入量和净流量分别为 0.07 亿元和-0.03 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.53 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度强，但剔除受限的现金类资产、EBITDA和经营性现金流净额保障倍数低。

截至目前，公司待偿还债券为4.00亿元“17西南能矿MTN001”和2.00亿元“18西南01”，分别于2020年和2023年到期。因此，一年内到期的债券余额和公司待偿付债券余额峰值均为4.00亿元。

截至2019年底，公司剔除受限的现金类资产3.79亿元，为一年内待偿还债券余额的0.95倍；2019年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为一年内待偿还债券余额的12.36倍和0.86倍。

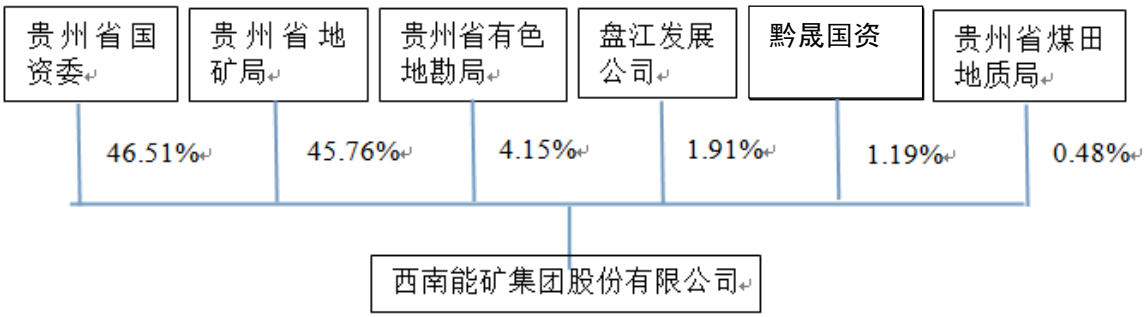
2019年，公司EBITDA为2.57亿元，为待偿还债券峰值规模的0.64倍。

公司存在一定的债券兑付压力。

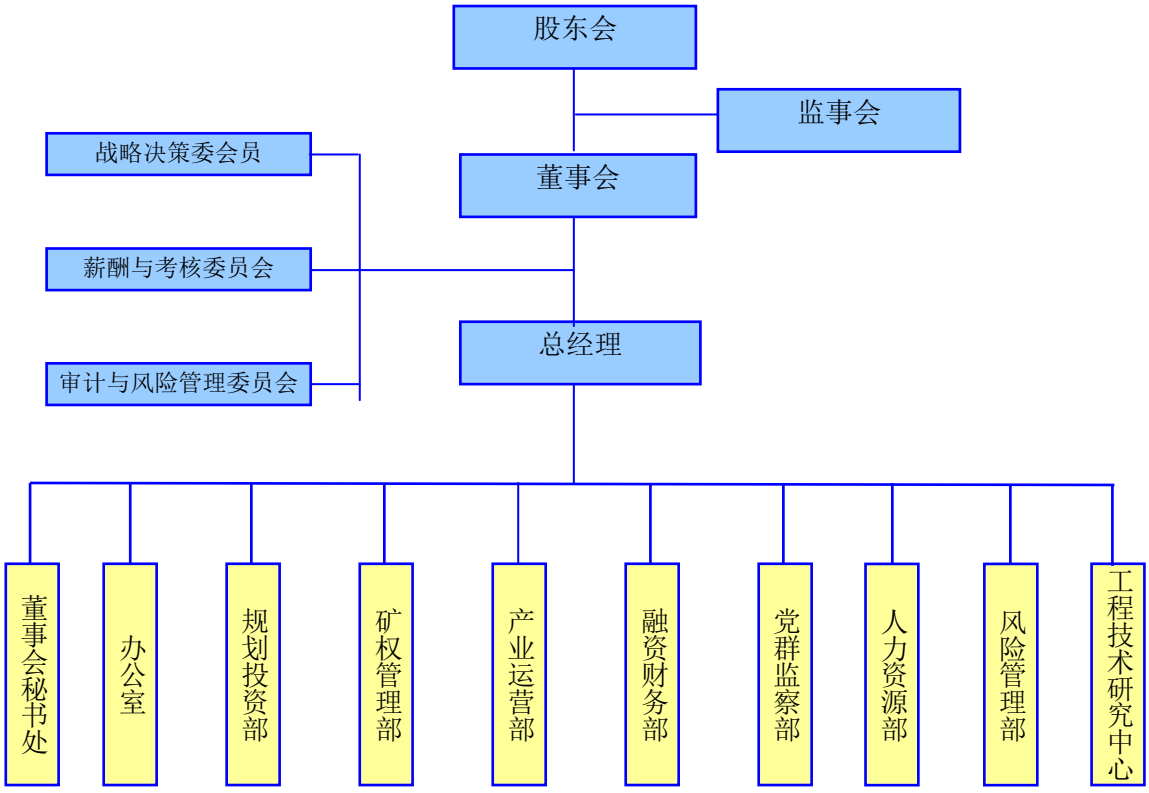
十二、 结论

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

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底，公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底，公司组织架构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底，公司合并报表范围内的子公司

序号	企业名称	级次	实收资本（元）	持股比例（%）	享有的表决权（%）	投资额（元）	取得方式
1	贵州锦麟化工有限责任公司	二	481398430.00	54.74	54.74	267756808.00	非同一控制下合并
2	贵州省地质矿产资源开发股份有限公司	二	132000000.00	97.00	97.00	1547539800.00	非同一控制下合并
3	西南能矿建设工程有限公司	二	331627981.65	100.00	100.00	361057569.74	非同一控制下合并
4	贵阳矿业开发投资股份有限公司	二	200000000.00	36.00	36.00	72000000.00	投资设立
5	贵州盛世玉业股份有限公司	二	100000000.00	80.00	80.00	80006026.07	投资设立
6	遵义能矿投资股份有限公司	二	209404200.00	64.64	64.64	135364200.00	投资设立
7	贵州能矿地热投资有限公司	二	146620067.07	100.00	100.00	151729565.29	投资设立
8	贵州能矿锰业集团有限公司	二	300000000.00	98.00	98.00	180000000.00	投资设立
9	贵州能矿织金磷化工有限公司	二	100000000.00	90.00	90.00	90000000.00	投资设立
10	贵安能矿产品电子商务股份有限公司	二	38600000.00	55.281	55.281	20000000.00	投资设立
11	贵州新能源开发投资股份有限公司	二	95662102.00	60.93	60.93	45531466.98	投资设立
12	西南能矿供应链管理有限公司	二	50,000,000.00	100	100	50,000,000.00	投资设立

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.29	19.74	19.55	16.79
资产总额（亿元）	120.19	129.75	136.06	135.18
所有者权益合计（亿元）	59.87	59.47	51.76	51.74
短期债务（亿元）	40.77	45.95	63.37	62.59
长期债务（亿元）	12.02	11.72	8.89	9.16
全部债务（亿元）	52.79	57.67	72.25	71.75
营业收入（亿元）	41.44	41.50	45.86	9.91
利润总额（亿元）	0.42	0.47	0.30	0.03
EBITDA（亿元）	2.44	2.26	2.57	--
经营性净现金流（亿元）	2.01	2.70	3.44	0.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.63	13.55	13.82	--
存货周转次数（次）	5.86	5.14	5.00	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.33	0.35	--
现金收入比（%）	109.60	91.94	105.03	99.38
营业利润率（%）	5.10	5.86	3.34	2.25
总资本收益率（%）	1.52	1.14	1.57	--
净资产收益率（%）	0.41	0.31	0.49	--
长期债务资本化比率（%）	16.72	16.46	14.65	15.04
全部债务资本化比率（%）	46.86	49.23	58.26	58.10
资产负债率（%）	50.19	54.17	61.96	61.72
流动比率（%）	84.58	70.37	57.39	55.49
速动比率（%）	69.48	56.86	44.33	44.30
经营现金流动负债比（%）	4.18	4.63	4.58	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	1.12	0.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.64	25.53	28.15	--

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；已将其他非流动负债中有息部分调整至长期债务

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.32	5.97	7.83	7.56
资产总额（亿元）	79.33	84.00	91.96	93.62
所有者权益合计（亿元）	38.98	39.61	42.26	42.29
短期债务（亿元）	33.35	23.83	44.06	45.51
长期债务（亿元）	6.50	6.50	2.00	2.00
全部债务（亿元）	39.85	30.33	46.06	47.51
营业收入（亿元）	1.04	1.46	1.30	0.01
利润总额（亿元）	-0.41	0.62	0.66	0.03
EBITDA（亿元）	0.60	1.88	1.93	--
经营性净现金流（亿元）	0.62	0.89	1.16	-0.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	7.10	5.79	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	109.46	100.03	167.07	739.64
营业利润率（%）	75.30	82.69	45.84	52.74
总资本收益率（%）	0.70	2.63	2.14	--
净资产收益率（%）	-1.04	1.57	1.55	--
长期债务资本化比率（%）	14.29	14.10	4.52	4.52
全部债务资本化比率（%）	50.55	43.37	52.15	52.91
资产负债率（%）	50.85	52.85	54.04	54.83
流动比率（%）	33.11	33.32	36.30	33.89
速动比率（%）	33.11	33.32	36.30	33.89
经营现金流动负债比（%）	1.84	2.34	2.44	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	1.55	1.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	66.46	16.10	23.83	--

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　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 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

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

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