信用等级公告

联合〔2019〕1697号

联合资信评估有限公司通过对“泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“16泸扶贫项目NPB01”“16泸扶贫项目NPB02”“18泸扶贫项目NPB01”和“18泸扶贫项目NPB02”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十四日

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

泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次差额补偿人兼担保方主体长期信用等级：AA+
上次差额补偿人兼担保方主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 泸扶贫项目 NPB01[1]	5 亿元	2026/9/13	AA+	AA+
16 泸扶贫项目 NPB02	5 亿元	2027/3/20	AA+	AA+
18 泸扶贫项目 NPB01	5 亿元	2028/3/2	AA+	AA+
18 泸扶贫项目 NPB02	5 亿元	2028/3/14	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 24 日

差额补偿人兼担保方财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	106.93	123.27	124.03	98.40
资产总额（亿元）	561.98	713.06	798.66	791.15
所有者权益（亿元）	291.91	347.34	437.04	440.44
短期债务（亿元）	71.23	41.43	37.74	26.60
长期债务（亿元）	147.13	250.53	242.53	244.57
全部债务（亿元）	218.35	291.95	280.28	271.17
营业收入（亿元）	16.66	28.85	40.38	12.87
利润总额（亿元）	9.54	12.97	16.48	3.41
EBITDA（亿元）	17.04	26.79	30.25	--
经营性净现金流（亿元）	1.64	6.20	8.88	-4.75
营业利润率（%）	32.29	21.97	19.84	13.98
净资产收益率（%）	2.95	3.50	3.52	--
资产负债率（%）	48.06	51.29	45.28	44.33
全部债务资本化比率（%）	42.79	45.67	39.07	38.11
流动比率（%）	181.11	304.60	291.06	326.75
经营现金流动负债比（%）	1.64	9.07	11.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.82	10.90	9.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.99	1.69	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务计算

[1] 扶贫项目存续债券均附加第五年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券（包括“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”）的跟踪评级反映了跟踪期内募投项目建设基本按照计划进行，债券募集资金如期投入。同时联合资信也关注到，募投项目尚处于建设期，项目实施主体自身仅实现少量补贴收入，募投项目可行性研究报告的测算与实际情况存在一定差异，预期收益可能会受到项目建设进度或土地指标出让情况影响等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”（以下简称“存续债券”）均设置了差额补偿和担保机制，差额补偿人兼担保方泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定履行差额补偿义务；同时兴泸集团对存续债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定兴泸集团主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，兴泸集团对存续债券偿债保障能力强。兴泸集团的差额补偿和担保可有效提升上述债券到期偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 项目实施主体的控股股东兴泸集团为存续债券提供差额补偿和全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了存续债券到期偿还的安全性。

分析师：张建飞　李　坤

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

2. 存续债券设置了分期偿还本金条款，降低了项目实施主体的集中偿付压力。
3. 项目实施主体独立运营，募集资金封闭管理，现金流入流出均有严格监管，可有效防范存续债券的操作风险。

关注

1. 跟踪期内，募投项目仍处于建设阶段，项目实施主体自身仅实现少量补贴收入，利息偿还对差额补偿人依赖程度高。
2. 募投项目实际收入和现金流入与可行性研究报告的测算不完全一致。
3. 存续债券的还本付息主要依靠募投项目的土地指标收入，跟踪期内，受城乡建设用地增减挂钩项目前期周转时间较长影响，土地指标收入不及预期，指标出让情况变动带来的营业收入变化等风险将影响募投项目现金流入水平，未来收益实现情况可能存在一定不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泸州市农村开发投资建设有限公司（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。

泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于“泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券发行主体情况

泸州市农村开发投资建设有限公司（以下简称“泸州农建”）系为投资建设泸州市易地扶贫搬迁项目（以下简称“募投项目”）而设立的公司，跟踪期内泸州农建经营范围和股权结构未发生变化，截至 2018 年底，泸州农建注册资本和实收资本仍均为 8000.00 万元，其中泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）持股 80%，古蔺县国有资产经营有限责任公司和叙永县金恒土地综合整治有限责任公司各持股 10%。泸州农建控股股东为兴泸集团，兴泸集团实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”），泸州市国资委为泸州农建的实际控制人。

截至 2018 年底，泸州农建资产总额 21.90 亿元，所有者权益 0.83 亿元。2018 年泸州农建尚未实现收入，利润总额 418.02 万元。

2018 年底，泸州农建资产总额 21.90 亿元，同比增加 10.79 亿元，以货币资金（11.77 亿元）和长期应收款（10.14 亿元）为主。其中，长期应收款全部为应收泸州市易地扶贫搬迁项目款项。2018 年底，泸州农建所有者权益 0.83 亿元，同比增长 3.71%，包括实收资本 0.80 亿元、盈余公积 78.46 万元和未分配利润 257.15 万元。2018 年底，泸州农建负债总额 21.07 亿元，同比增加 10.77 亿元，主要源于新增“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”。泸州农建债务结构以非流动负债为主，包括应付债券 19.50 亿元。

2018 年，泸州农建未实现营业收入，仅实现 432.18 万元政府补助，计入“其他收益”。

2018 年，泸州农建经营活动现金流量净额为 278.86 万元，投资活动现金流量净额-0.54 亿元，筹资活动产生的现金流量金额 9.77 亿元。

注册地址：泸州市江阳区童家路 1 号 2 层；法定代表人：陈兵。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，泸州农建由联合资信所评存续债券包括“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”（以下简称“存续债券”），详情见表 1。存续债券募集资金均为 5.00 亿元，债券期限均为 5+5 年，附设第五年末发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权以及分期偿还本金条款。跟踪期内，“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”均按时足额支付跟踪期内利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
16 泸扶贫项目 NPB01	5.00	2016/9/13	10	4.30
16 泸扶贫项目 NPB02	5.00	2017/3/20	10	5.99
18 泸扶贫项目 NPB01	5.00	2018/3/2	10	7.00
18 泸扶贫项目 NPB02	5.00	2018/3/14	10	6.92

资料来源：联合资信整理

存续债券募集资金全部用于募投项目建设，截至 2018 年底，募集资金共使用 9.91 亿元，均为“16 泸扶贫项目 NPB01”和“16 泸扶贫项目 NPB02”募集资金，“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”募集资金尚未使用。

存续债券设置了分期偿还本金条款，在债券存续期的第 3 年末至第 6 年末，每年分别偿付债券发行总额的 10%，在债券存续期的第 7

年末至第10年末，每年分别偿付债券发行总额的15%。存续债券设置了差额补偿机制，兴泸集团作为存续债券的差额补偿人及担保方，对存续债券的本息偿还承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，有效的提升了存续债券到期偿付的安全性。

四、募投项目进展情况及保障能力分析

1. 募投项目进展情况

存续债券的募投项目泸州市易地扶贫搬迁项目涉及泸州市叙永县两河镇、古蔺县大寨乡2个县35个镇215个村；项目建设工期为2016年至2020年，共5年；总投资60.54亿元，其中债券筹资20.00亿元，其余靠叙永、古蔺两县政府自筹。截至2019年3月底，泸州易地扶贫项目收益债到位资金20亿元，国开行和农发行中长期贷款到位资金35.22亿元；募投项目累计已投资38.22亿元，其中来自易地扶贫项目收益债9.91亿元（主要系第一、二期项目收益债募集资金，第三、四期尚未使用）。

募投项目涉及搬迁户数2.86万户（其中贫困户1.66万户），搬迁人口11.21万人（其中贫困人口6.54万人），拆迁房屋面积735.76万平方米；集中安置2.60万户10.15万人，分散安置2614户1.06万人。

截至2019年3月底，叙永县搬迁户数7428户（其中贫困户7291户），搬迁人口3.17万人（其中贫困人口3.13万人），拆迁房屋面积84.4万平方米；已搬迁入住7317户3.12万人。古蔺县已完成搬迁户数9105户（其中贫困户9105户），搬迁人口3.78万人（其中贫困人口3.78万人），拆迁房屋面积121.5万平方米，集中安置4950户2.07万人，分散安置4155户1.71万人。

2. 募投项目对存续期债券保障能力分析

根据泸州农建与泸州市叙永县人民政府、古蔺县人民政府签订的《政府购买社会服务项目合同》，泸州农建主要为泸州市叙永县人民政府、古蔺县人民政府承建易地扶贫搬迁工程提供服务，项目营业收入的主要来源为政府购买服务收入，具体为城乡建设用地增减挂钩指标流转收益以及财政专项补助收入。根据募投项目可行性研究报告，2018年募投项目应实现指标流转收益6.64亿元，当年实际实现1.16亿元，主要由于城乡建设用地增减挂钩项目前期周转时间较长。泸州农建2018年预计实现营业收入8.71亿元，2018年及2019年1—3月均未实现营业收入，2018年仅收到432.18万元政府补贴，存续债券跟踪期内应付利息已由泸州农建自有资金支付。根据《关于拟实施2016年—2025年泸州市易地扶贫搬迁项目收益和现金流覆盖债券还本付息资金评估的专项意见》（以下简称“专项意见”）的测算，债券存续期间（2016—2025年）项目累计经营现金流入和净现金流分别为86.80亿元和14.90亿元，对上述存续债券共计20.00亿元本金覆盖倍数分别是4.34倍和0.75倍。募投项目现金流入对存续债券的覆盖能力较好，但可行性研究报告和专项意见的测算偏于乐观，实际收入实现和现金流入与测算并不完全一致。

上述存续债券的还本付息主要依靠募投项目的土地指标收入；受项目建设进度或期间土地指标出让情况影响，募投项目未来收益实现情况可能存在一定不确定性。联合资信将持续关注募投项目后续投资建设情况、募投项目所产生的土地指标出让情况、专项资金补助到位情况以及差额补足资金到位情况。

五、差额补偿人兼担保人概况及保障能力分析

兴泸集团作为存续债券的差额补偿人兼担保人，为存续债券到期本金和利息的偿还承担了全额无条件不可撤销的连带保证责任。

1. 差额补偿人兼担保人概况

兴泸集团是2003年1月28日由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。2006年兴泸集团出资人变更为泸州市国资委。截至2019年3月

底，兴泸集团注册资本和实收资本均为49.34亿元，泸州市国资委持有其100%的股份，为兴泸集团实际控制人。

兴泸集团是泸州市从事城市基础设施、市政公用事业及其他国有资产经营和管理的主体。截至2019年3月底，兴泸集团纳入合并范围的一级子公司有21家，主要经营业务范围涉及自来水、燃气、城市污水处理、基础设施建设、信用担保、路桥建设、工程建设、房地产开发、物业管理等。

截至 2018 年底，兴泸集团资产总额 798.66 亿元，所有者权益合计 437.04 亿元（其中少数股东权益 66.22 亿元）。2018 年，兴泸集团实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 16.48 亿元。

截至 2019 年 3 月底，兴泸集团资产总额 791.15 亿元，所有者权益合计 440.44 亿元（其中少数股东权益 65.75 亿元）。2019 年 1-3 月，兴泸集团实现营业收入 12.87 亿元，利润总额 3.41 亿元。

经联合资信评定，兴泸集团主体长期信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。兴泸集团的评级报告详见附件3。

2. 差额补偿人兼担保人对存续期债券的保障能力

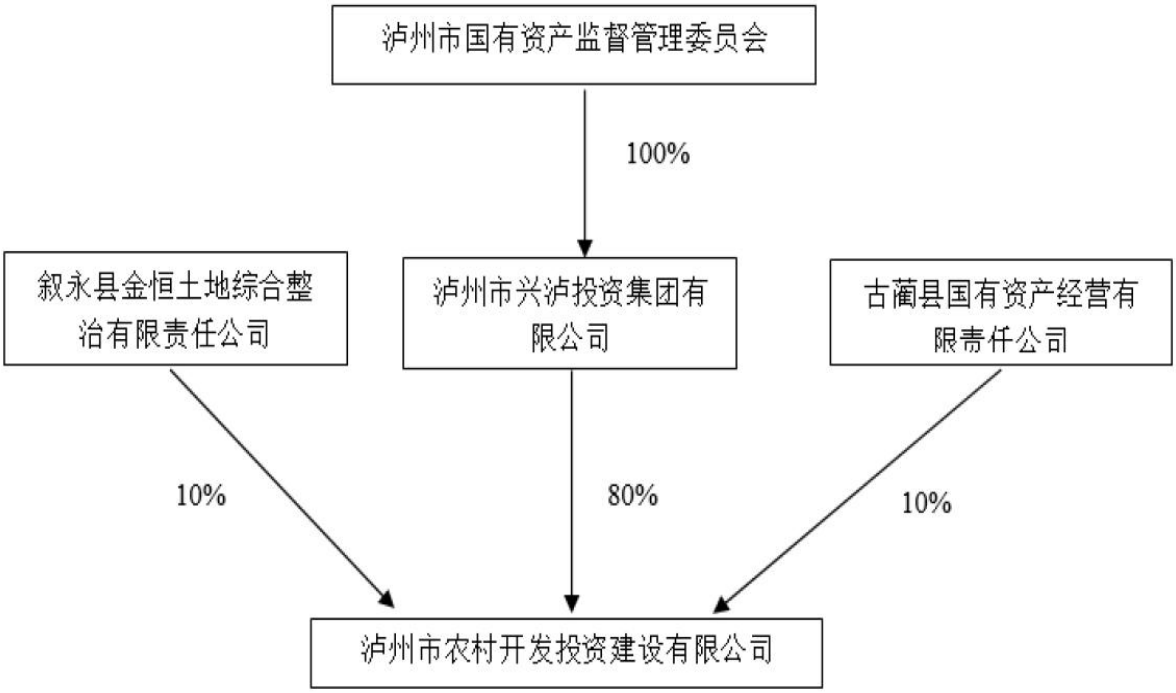
“16 泸扶贫项目 NPB01”“16 泸扶贫项目 NPB02”“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”的债券余额共计 20.00 亿元。2018 年差额补偿人兼担保方兴泸集团 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量分别为 30.25 亿元和 67.86 亿元，分别为上述存续期债券余额的 1.51 倍和 3.39 倍。由于存续债券均设置分期偿还本金条款，兴泸集团经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对单年最高偿付金额保障程度较强。

总体看，差额补偿人兼担保方兴泸集团 2018 年 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期债券余额和单年最高偿付金额的保障能力较强。

六、结论

综合评估，联合资信确定维持“16泸扶贫项目NPB01”“16泸扶贫项目NPB02”“18泸扶贫项目NPB01”和“18泸扶贫项目NPB02”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底泸州农建股权结构图



附件 2　差额补偿人兼担保方兴泸集团主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	106.93	123.27	124.03	98.40
资产总额(亿元)	561.98	713.06	798.66	791.15
所有者权益(亿元)	291.91	347.34	437.04	440.44
短期债务(亿元)	71.23	41.43	37.74	26.60
长期债务(亿元)	147.13	250.53	242.53	244.57
全部债务(亿元)	218.35	291.95	280.28	271.17
营业收入(亿元)	16.66	28.85	40.38	12.87
利润总额(亿元)	9.54	12.97	16.48	3.41
EBITDA(亿元)	17.04	26.79	30.25	--
经营性净现金流(亿元)	1.64	6.20	8.88	-4.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.07	4.46	4.18	--
存货周转次数(次)	0.64	1.25	1.69	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	97.69	98.51	102.86	79.98
营业利润率(%)	32.29	21.97	19.84	13.98
总资本收益率(%)	3.14	3.57	3.60	--
净资产收益率(%)	2.95	3.50	3.52	--
长期债务资本化比率(%)	33.51	41.90	35.69	35.70
全部债务资本化比率(%)	42.79	45.67	39.07	38.11
资产负债率(%)	48.06	51.29	45.28	44.33
流动比率(%)	181.11	304.60	291.06	326.75
速动比率(%)	163.26	278.90	263.93	294.79
经营现金流动负债比(%)	1.64	9.07	11.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.99	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.82	10.90	9.27	--

注：1.兴泸集团 2019 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入长期债务计算

附件 3　差额补偿人兼担保方兴泸集团跟踪评级报告

附件 4　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-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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　评级展望设置及其含义

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

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

泸州市兴泸投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称[1]	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 兴泸 MTN001	10 亿元	2022/05/24	AA+	AA+
18 兴泸 MTN001	10 亿元	2021/08/07	AA+	AA+
18 兴泸 MTN002	10 亿元	2021/10/10	AA+	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	106.93	123.27	124.03	98.40
资产总额(亿元)	561.98	713.06	798.66	791.15
所有者权益(亿元)	291.91	347.34	437.04	440.44
短期债务(亿元)	71.23	41.43	37.74	26.60
长期债务(亿元)	147.13	250.53	242.53	244.57
全部债务(亿元)	218.35	291.95	280.28	271.17
营业收入(亿元)	16.66	28.85	40.38	12.87
利润总额(亿元)	9.54	12.97	16.48	3.41
EBITDA(亿元)	17.04	26.79	30.25	--
经营性净现金流(亿元)	1.64	6.20	8.88	-4.75
营业利润率(%)	32.29	21.97	19.84	13.98
净资产收益率(%)	2.95	3.50	3.52	--
资产负债率(%)	48.06	51.29	45.28	44.33
全部债务资本化比率(%)	42.79	45.67	39.07	38.11
流动比率(%)	181.11	304.60	291.06	326.75
经营现金流动负债比(%)	1.64	9.07	11.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.82	10.90	9.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.99	1.69	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务计算

[1] 三支债券均为永续中票，“17 兴泸 MTN001”期限为 5+N 年，“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”期限均为 3+N 年，上述债务到期兑付日为首个赎回日。

评级观点

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）是泸州市城市基础设施投资、建设管理以及国有资产运营的重要主体。跟踪期内，泸州市经济稳步发展，财政实力不断增强，泸州市政府继续在政府补助和专项资金拨付方面给予公司大力支持；公司所有者权益规模大幅增长，债务负担有所减轻，投资收益对公司利润形成重要补充。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大、面临一定的或有负债风险等因素对其经营及信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，泸州市经济稳步增长，随着城市建设投资的推进以及公司公用事业板块的不断发展，公司营业收入有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持泸州市兴泸投资集团有限公司的主体长期信用等级为 AA+，“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，泸州市经济稳步发展，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，受贸易业务带动，公司营业收入大幅增长，燃气、水务、公交运输和安装工程等主要业务板块均保持较好的发展态势。
3. 作为泸州市城市基础设施投资、建设管理以及国有资产运营的重要主体，跟踪期内，公司在政府补助和专项资金拨付方面得到地方政府的大力支持。

分析师：张建飞　李　坤
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

4. 跟踪期内，公司所有者权益规模大幅增长，债务负担有所下降。
5. 跟踪期内，公司投资收益有所增长，投资收益是公司利润总额的重要补充。

关注

1. 公司在建项目和拟建项目尚需投资规模大，面临一定的筹资压力。
2. 跟踪期内，公司应收类款项规模较大，对公司营运资金形成占用，且固定资产和在建工程中包括大量公路桥梁等公益性资产，资产流动性弱，整体资产质量一般。
3. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泸州市兴泸投资集团有限公司（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。

泸州市兴泸投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 49.34 亿元，泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）持有公司 100%股权，为公司的实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 798.66 亿元，所有者权益合计 437.04 亿元（其中少数股东权益 66.22 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 16.48 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 791.15 亿元，所有者权益合计 440.44 亿元（其中少数股东权益 65.75 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.87 亿元，利润总额 3.41 亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区酒城大道三段 17 号；法定代表人：袁斗泉。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18兴泸MTN002”，债券余额合计 30.00亿元，详情见表1。上述债券均为可续期中期票据，且具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，“18兴泸 MTN001”和“18兴泸MTN002”尚未到付息日，“17兴泸MTN001”已按时足额支付利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券名称	债券余额	起息日	期限	票面利率
17 兴泸 MTN001	10.00	2017/05/24	5+N	6.77
18 兴泸 MTN001	10.00	2018/08/07	3+N	5.82
18 兴泸 MTN002	10.00	2018/10/10	3+N	6.42
合计	**30.00**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“17兴泸MTN001”“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”募集资金均用于偿还公司有息债务，截至本评级报告日，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字

3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续

释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说

	问题的通知》财金〔2018〕23号	明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

根据《2018年泸州市国民经济和社会发展统计公报》，2018年泸州市实现地区生产总值（GDP）1694.97亿元，按可比价格计算，同比增长7.6%。其中，第一产业增加值190.58亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值882.97亿元，同比增长8.7%；第三产业增加值621.42亿元，同比增长7.2%。人均地区生产总值39230元，同比增长7.4%。三次产业结构由上年的11.5:53.3:35.2调整为11.2:52.1:36.7。

投资方面，2018年泸州市全年全社会固定资产投资1654.67亿元，同口径增长5.9%。分产业看，第一产业投资40.51亿元，同比下降22.7%；第二产业投资436.71亿元，同比增长18.0%，其中工业投资429.19亿元，同比增长17.3%，对全社会固定资产投资增长贡献率为68.3%；第三产业投资1177.45亿元，同比增长3.3%。基础设施投资444.10亿元，同比下降1.9%，占全社会固定资产投资的比重为26.8%。

2018年，泸州市一般公共预算收入150.07亿元，同比增长9.0%。其中，税收收入100.52亿元，同口径增长27.2%，占地方一般预算收入的66.92%，一般预算收入质量一般。同期，

泸州市政府性基金收入 286.32 亿元，同比增长 61.95%。2018 年底，泸州市地方政府债务余额 429.51 亿元，包括一般债务 242.19 亿元，专项债务 187.32 亿元。

总体看，跟踪期内，泸州市经济稳步发展，财政实力继续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是由泸州市国资委出资设立的国有独资企业，主要从事城市基础设施投资、建设管理以及国有资产运营业务。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司有21家，并持有泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”，证券代码为000568.SZ）24.99%的股份，为泸州老窖的第二大股东。作为酒类行业重要的上市公司，泸州老窖每年为公司带来较大的投资收益，2018年为8.66亿元。

鉴于公司经营业务特殊性，泸州市政府每年给予公司大力支持。2018年公司获得泸州市政府拨付的3.95亿元专项资金，计入“资本公积”；根据泸国资委发〔2016〕115号、泸国资委发〔2018〕3号和泸国资产权〔2018〕59号文件，泸州市国资委将部分土地、房产和泸州航空发展投资有限责任公司部分股权无偿划拨给公司，合计增加公司资本公积2.27亿元；公司将与日常活动相关的政府补助8.11亿元计入“其他收益”，与日常活动无关的政府补助389.38万元计入“营业外收入”；公司获得8.66亿元基础设施项目建设资金，计入“专项应付款”。2019年1—3月，公司将财政拨付的0.19亿元补贴资金计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1051050200022170J），截止 2019 年 5 月 23 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。公司存在一笔关注类对外担保，根据公司出具的说明，由于摩尔商业公司正在重建商场大楼，期间无营业收入，故银行将此笔贷款列为关注类，截至目前公司并未因承担担保责任而受到负面影响。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制及管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务构成未发生变化，2018 年，公司实现主营业务收入 38.66 亿元，同比增长 40.68%，主要由于贸易业务收入大幅增长。受销气量增长和非居民销气价格上调影响，2018 年公司销售天然气收入 4.27 亿元，同比增长 14.22%。销售自来水收入 2.49 亿元，同比增长 18.19%，主要系主城区发展用水量自然增长和江阳区乡镇全域供水所致。受泸州市建设发展带来的天然气、自来水入户工程增加及新增“三供一业户”表改造影响，公司工程安装收入同比增长 24.88%至 5.54 亿元。由于鸭儿凼提标扩容工程正式运行后实际处理水量增加以及纳溪水厂保底水量增加，公司污水处理费收入同比大幅增加，2018 年为 2.55 亿元。受工程进度放缓且新签合同金额较少影响，公司路桥建设业务收入同比减少 1.02 亿元至 0.92 亿元。公司贸易业务收入 11.14 亿元，同比大幅增加，在主营业务收入中占 28.83%。

毛利率方面，2018年公司主营业务毛利率为20.60%，较上年下降2.48个百分点，主要由于毛利率较低的贸易业务收入占比提升。公司销售天然气业务毛利率为30.94%，同比下降4.43个百分点，主要由于上游调高价格之后，公司售气价格未及时调整。安装工程业务毛利率为60.16%，同比下降7.99个百分点，主要由于“三供一业”户表改造工程毛利率较低。污水处理费业务毛利率为42.16%，同比下降5.77个百分点，主要由于为满足环保要求，电费、

药剂费、污泥处置费等成本增加。受原材料和人工成本增长影响，公司路桥建设业务毛利率大幅下至20.70%。由于城市公共交通业务具有准公益特性，2018年公司公交客运业务毛利率-8.50%。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入12.87亿元，相当于2018年全年的33.29%；当期公司主营业务综合毛利率为14.80%，较2018年明显下降，其中房屋销售业务毛利率大幅下降，系当期房产销售单价较低。

表3 公司主营业务结构与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售天然气	37372.24	13.60	35.37	42684.92	11.04	30.94	15115.24	11.75	35.26
销售自来水	21075.84	7.67	22.47	24909.92	6.44	26.36	6623.47	5.15	26.62
安装工程	43172.45	15.71	68.15	55448.64	14.34	60.16	13540.09	10.52	65.11
污水处理费	20014.13	7.28	47.93	25453.59	6.58	42.16	6717.36	5.22	38.77
担保费	5621.00	2.05	98.91	6306.24	1.63	99.57	1969.68	1.53	99.93
机场服务	1569.59	0.57	-85.45	--	--	--	--	--	--
小额贷款业务	7316.28	2.66	100.00	8397.78	2.17	100.00	2842.63	2.21	100.00
房地产销售	31891.57	11.61	-58.35	29899.79	7.73	-25.34	13428.92	10.44	-51.30
公交运输	30526.93	11.11	1.22	31809.26	8.23	-8.50	8575.53	6.66	-12.26
路桥建设	19384.31	7.05	42.05	9174.23	2.37	20.70	1495.90	1.16	10.29
贸易业务	37472.74	13.64	0.01	111447.33	28.83	1.38	45290.57	35.20	1.91
其他	19356.90	7.04	25.81	41032.80	10.61	19.36	13075.92	10.16	20.23
合计	**274773.95**	**100.00**	**23.08**	**386564.51**	**100.00**	**20.60**	**128675.33**	**100.00**	**14.80**

资料来源：审计报告及公司提供

注：2017年和2018年其他收入包括出租车运输服务、物业管理、驾考服务、墓园服务、垃圾焚烧发电和建材物资销售等

2. 业务经营分析

基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍分为委托代建及自建两种模式，其中委托代建又根据公司是否为项目业主细分为两种。

公司作为项目业主的代建模式之一：公司负责投资政府指定的基础设施项目，项目所需资金均由公司自筹，项目建设投入计入“在建工程”，项目完工后，公司向政府或指定单位移交代建项目，并由泸州市政府按照代建协议拨付公司项目建设成本（投入资金及成本）及一定比例的项目收益，同时冲减“在建工程”。截至2019年3月底，仅沙茜片区城市基础设施建设项目中部分已竣工验收的项目确认了投资收益，公司已累计收到投资收益2亿元左右，其他已完工代建项目尚未完成竣工决算，仍在“在建工程”中体现。

公司作为项目业主的代建模式之二：对于泸州市中心城区棚改项目（一期）、泸州市棚户区改造项目（三期）和泸州市棚户区改造项目（四期），公司虽为项目业主，但在具体实施过程中仅作为投资主体，具体业务由泸州市政府指定的主城三区（包括：江阳区、龙马潭区、纳溪区）有关机构具体实施。公司仅负责将融入的棚改专项建设资金拨付给前述具体实施机构，拨付的建设资金在“长期应收款”核算，待项目竣工完成财务结算审计后由政府支付回购款（本金+投资收益）。

公司非项目业主的代建模式：公司受项目业主委托，作为项目实施主体负责项目的投资建设管理，项目所需资金均由公司自筹，投入计入“长期应收款”科目。项目完工后，公司向项目业主移交代建项目，并由项目业主支付公司项目建设成本（实际投入资金及成本）及一定比例的投资收益。目前公司以该模式在建的项目为泸州职业技术学院项目和泸州职业技术学校项目，公司与泸州市教育局、泸州职业技

术学院、泸州职业技术学校签订投资建设合作协议，泸州职业技术学院、泸州职业技术学校作为项目业主，公司作为项目实施主体，对项目进行投资建设管理。

对于自建模式，公司通过自筹及外部融资进行自建项目建设，自建项目建成后为公司经营类资产，转为公司固定资产。

除上述两种运营模式外，公司子公司泸州市农村开发投资建设有限公司（以下简称“农开公司”）为泸州市易地扶贫搬迁项目融资20亿元，叙永县和古蔺县所属平台公司负责易地扶贫项目具体实施并自筹剩余资金。泸州市易地扶贫搬迁收益债项目的还款来源为政府购买服务收入和财政补贴收入，政府购买服务资金主要来源于土地指标流转收益，项目收益将优先用于支付农开公司易地扶贫项目收益债的本息。

表4　截至2019年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	项目模式	总投资金额	累计已投资金额	尚需投资规模
1	泸州市中心城区棚改项目（一期）	代建	388300.00	375122.00	13178.00
2	泸州市棚户区改造项目（三期）	代建	488900.00	209989.00	278911.00
3	泸州市棚户区改造项目（四期）	代建	131063.00	36749.00	94314.00
4	城市停车场项目	自营	280600.00	79300.00	201300.00
5	泸州市城市污泥综合处理厂项目	自营	26400.00	18918.00	7482.00
合 计		--	**1315263.00**	**720078.00**	**595185.00**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司主要在建项目总投资规模131.53亿元，尚需投资59.52亿元。公司主要拟建项目有叙永安宁铁路货运站项目（一期）、叙永矿山项目和180亩墓园扩建，2019年计划投资1.75亿元，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大。

表5　截至2019年3月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
叙永安宁铁路货运站项目（一期）	0.35	0.35	0
叙永矿山项目	2.00	0.50	暂未确定
180 亩墓园扩建	2.80	0.90	暂未确定
合计	**5.15**	**1.75**	--

资料来源：公司提供

天然气业务

公司天然气业务由子公司泸州华润兴泸燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）负责。2019 年 3 月底，燃气公司拥有城市高中压天然气输气干管 1304.24 千米，较 2017 年底增加 182.24 千米；拥有输配气站 3 座，较 2017 年底增加 1 座。跟踪期内，燃气公司拥有的高压储配站、CNG 汽车加气站数量无变化，供气区域无变化，居民用户数量较上年有所增长，工业和商业用户变动不大。

燃气公司主要是向中国石油天然气股份有限公司天然气销售西南分公司采购天然气，然后通过燃气管道将天然气销售给下游用户。燃气公司采购天然气需按月预付货款，与下游用户结算方式为先用气后收费，对民用户和小商业户实行双月抄表一次、自行缴费方式，对大的商业用户和工业用户每月抄表收费。

2018 年，燃气公司工业用气和商业用气价格均由 2.57—3.24 元/立方上调至 3.17—3.74 元/立方。

2018 年，燃气公司实现管道燃气销售量 1.97 万立方米，同比增长 10.05%。受销气量增

长和非居民销气价格上调影响，2018 年公司天然气业务收入同比上升 14.22%至 4.27 亿元。

水务业务

公司自来水供应业务仍主要由泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“水务公司”）经营。截至2019年3月底，水务公司日供水能力为49.85万立方米。

2018年，水务公司实现售水量1.11万立方米，同比增长16.84%，主要是主城区发展用水量自然增长和江阳区乡镇全域供水所致。2018年及2019年1—3月，公司实现自来水供水收入分别为2.49亿元和0.66亿元，同比均有所增长。

公司主要在建水务项目为合江县黄溪水厂（一期）、纳溪水厂（一期）、南郊二水厂（二期）和茜草二水厂（二期），计划总投资12.56亿元，截至2019年3月底累计已完成投资1.57亿元，尚需投资10.99亿元；拟建水务项目为北郊二水厂（一期）工程，总投资规模4.57亿元，目前处于项目申请报告的编制和内部评审阶段。

公司污水处理业务由水务公司子公司泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）经营。

截至2019年3月底，污水处理公司下辖9个污水处理厂，日处理污水能力合计为30.10万吨。2018年及2019年1—3月，污水处理公司实现污水处理费收入分别为2.55亿元和0.67亿元，同比均有所增长，主要由于鸭儿凼提标扩容工程正式运行后实际处理水量增加以及纳溪水厂保底水量增加；同期，污水处理业务毛利率呈逐年下降趋势，主要由于为满足环保要求，电费、药剂费、污泥处置费等成本增加。

安装工程

公司安装工程业务由子公司燃气公司和水务公司负责，主要是物业小区以及园区内燃气、自来水业务的配套市政工程安装。2018年，公司实现的安装工程收入为5.54亿元，同比增长28.44%，主要源于泸州市建设发展带来的天然气、自来水入户工程增加及及新增“三供一业”户表改造。

房地产销售业务

公司房地产销售业务由子公司泸州兴泸居泰房地产有限公司经营（以下简称“居泰房地产”）。2018年，居泰房地产实现房地产销售收入2.99亿元，同比变化不大，主要来源于玉带花园一期、二期和月亮湾项目。由于限价房属性，该业务收入成本倒挂，差额部分由政府补足，计入“其他收益”，2018年为1.61亿元，能够弥补亏损。

截至2019年3月底，公司已完工在售房地产项目中，可销售面积83.67万平方米，销售进度为73.80%，累计实现销售收入9.87亿元，剩余可售面积21.92万平方米。

截至2019年3月底，公司无在建和拟建限价房项目。

泸州市未来拆迁安置将以货币补偿为主，居泰房地产未来收入实现情况存在不确定性。

小额贷款业务

公司小额贷款业务由控股子公司泸州市江阳区兴泸小额贷款股份有限公司（以下简称“小贷公司”，公司持股61.43%）运营。小贷公司主要为泸州市中小微企业、“三农”和个体工商户等提供金融服务；经营范围：发放贷款及相关业务咨询。

截至2019年3月底，小贷公司贷款余额92195.79万元，以担保贷款为主；贷款期限以6个月（含）以内及6个月以上1年（含）以下为主，分别占24.19%和65.88%；贷款余额中关注类贷款3730.51万元、次级类贷款3127.19万元、可疑类贷款180.5万元。

2018年，小额贷款业务实现收入0.84亿元，同比增长14.78%，公司小贷业务收入呈上升趋势；小额贷款业务毛利率为100%。

担保业务

2018年，泸州市兴泸融资担保集团有限公司（以下简称“兴泸担保”）收购泸州兴阳融资担保有限公司、泸州市金通融资担保有限公司、泸州龙马潭区中小企业融资担保有限公司和泸

县农业和中小企业融资担保有限公司100%股权。公司担保业务主要由子公司兴泸担保和泸州市兴泸农业融资担保有限公司（以下简称“农业担保”）负责。

截至2018年底，公司下属担保公司的担保责任余额为46.60亿元，在保企业1492户。上述担保公司担保余额中工业企业占比最大，担保期限主要为一年以内，以保证担保为主。

2018年及2019年1—3月，公司担保费收入分别为0.63亿元和0.20亿元，受收购四家担保公司影响，担保费收入同比均有所增长。

公交客运业务

公司公交客运业务由控股子公司泸州市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责。公交集团由泸州市政府授予城市公共交通特许经营权（16年），主营泸州市城市公共交通运营。

截至2019年3月底，公交集团共有营运车辆1242辆，公交站台2199个，线路142条，公交线路覆盖江阳区、龙马潭区和纳溪区等区域。

2018年，公交集团完成客运量22065万人次，实现票款收入3.18亿元，同比增长4.20%。由于城市公共交通业务具有准公益特性，2018年公司公交客运业务毛利率-8.50%，公交集团获得政府补助0.66亿元。

路桥建设业务

公司路桥建设业务由子公司泸州交投集团路桥建设有限公司（以下简称“交投路桥公司”）负责。交投路桥公司拥有公路工程施工总承包、桥梁工程专业承包等资质，主要建设内容为路面病害处治、完善安保排水和标志线的大中修。

2018年，公司路桥建设业务收入0.92亿元，同比下降52.67%，主要由于泸永路一标、二标、X089线泸富公路进港段公路大中修工程和泸永路K10整治等进度放缓且新签合同额较少。2018年公司路桥建设业务毛利率大幅下降，主要源于原材料和人工成本上升。

贸易业务

公司贸易业务由泸州交投集团物流有限公司（以下简称“交投物流”）负责，主要经营产品包括锌锭、锌精矿、轻质循环油和工业级混合油等。

公司贸易业务采取“按需购入”模式，公司根据下游客户的采购需求，从供应商处购入货物，货物由客户从供应商处自提，公司不承担运费。公司采购商品资金来源于自有资金，无预收款项。目前主要客户为金澳科技（湖北）化工有限公司、四川长江水运有限责任公司和昆明远福货运有限公司。

公司贸易业务收入采用按照合同金额全额确认的方式。在与下游客户签订相关协议且客户对商品完成验收后，公司确认贸易业务收入。账务处理方面，在下游客户对商品完成验收后公司开具增值税发票，同时借记“银行存款”或“应收账款”，贷记“营业收入”；在收到下游客户付款后借记“银行存款”，贷记“应收账款”。

2018年，公司贸易业务收入11.14亿元，同比增加7.40亿元，毛利率为1.38%。

其他业务

公司其他业务主要包括出租车运输服务、物业管理、驾考服务、墓园服务、垃圾焚烧发电和建材物资销售等，是公司主营业务收入的重要补充。

公司垃圾焚烧发电业务由子公司泸州市兴泸环保发展有限公司（以下简称“环保公司”）负责。2018 年及 2019 年 1—3 月，环保公司分别实现垃圾焚烧发电服务收入 1.03 亿元和 0.24 亿元。同期，垃圾焚烧发电业务毛利率大幅提高，主要系形成规模化作业后收入增长但成本较为固定所致。

股权投资方面，2019 年 3 月底，公司持有泸州老窖 24.99%股权，为该上市公司第二大股东。2018 年公司获得投资收益 14.61 亿元，较上年增加 2.41 亿元，其中泸州老窖贡献的投资收益为 8.66 亿元，对公司利润形成重要支撑。

总体看，跟踪期内，受贸易业务收入增长影响，公司营业收入同比大幅增长；天然气、水务等公用事业收入稳步增长，房地产业务未

来开展存在一定不确定性。

3. 未来发展

泸州市基础设施较为薄弱，公司将加大对基础设施建设的投资力度，开拓创新探索投资转换方式，力争将城市建设、园区开发投资形成公司投资业务新的增长点。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报表，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 21 家，2018 年新增 3 家一级子公司，均为投资设立；减少 2 家一级子公司，系政府收回或处置股权。合并范围变更涉及的公司资产和收入规模均较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 798.66 亿元，所有者权益合计 437.04 亿元（其中少数股东权益 66.22 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 40.38 亿元，利润总额 16.48 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 791.15 亿元，所有者权益合计 440.44 亿元（其中少数股东权益 65.75 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.87 亿元，利润总额 3.41 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 798.66 亿元，同比增长 12.00%。其中，流动资产占 27.05%，非流动资产占 72.95%，公司资产仍以非流动资产为主。公司主要资产构成情况如下表所示。

表 6 2017—2018 年及 2019 年 3 月底公司主要资产结构（单位：亿元、%）

科 目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**208.25**	**29.20**	**216.07**	**27.05**	**190.04**	**24.02**
货币资金	117.28	16.45	116.30	14.56	90.45	11.43
其他应收款	33.21	4.66	32.19	4.03	36.30	4.59
非流动资产	**504.81**	**70.80**	**582.59**	**72.95**	**601.10**	**75.98**
可供出售金融资产	76.5	10.73	80.49	10.08	80.56	10.18
长期应收款	44.38	6.22	62.68	7.85	71.72	9.07
长期股权投资	223.44	31.34	259.17	32.45	261.40	33.04
固定资产	42.00	5.89	48.07	6.02	47.79	6.04
在建工程	66.90	9.38	81.14	10.16	88.73	11.21
资产总计	**713.06**	**100.00**	**798.66**	**100.00**	**791.15**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2018 年底，公司流动资产 216.07 亿元，同比增长 3.76%，主要系应收票据及应收账款和预付款项增长所致。公司货币资金 116.30 亿元，同比变化不大，其中受限货币资金 9.79 亿元，主要系质押的定期存款或通知存款；公司货币资金较为充裕，但大部分指定项目用途。公司应收票据及应收账款 11.29 亿元，同比增长 40.81%，主要源于应收泸州市财政局限价房款和其他经营款项的增加；应收账款原值 11.58 亿元，计提坏账准备 0.33 亿元，账龄主要为 1 年以内（占 66.51%）。公司预付款项 10.91 亿元，同比增长 56.61%，主要源于交投集团预付贸易采购货款的增加。公司其他应收款 32.19 亿元，同比下降 3.08%，主要为应收政府机构和关联方的往来款项。从账龄[2]看，1 年以内的占

[2] 其他应收款账龄和前五名情况不包括应收利息和应收股利。

31.86%，1~2 年的占 24.25%，2~3 年的占 0.36%，3 年以上的占 43.53%，综合账龄较长；从集中度看，公司其他应收款前五名金额合计 17.08 亿元，占其他应收款的 53.36%，集中度一般；考虑到其他应收款多为政府机构和关联方往来款，回收风险较低，但账龄较长，对公司资金形成占用。公司存货 20.14 亿元，同比增长 14.63%，主要为工程施工成本 2.85 亿元、开发成本 11.18 亿元（房地产开发成本，包括尚未开发的土地 4.10 亿元）、开发产品 4.57 亿元。

表7　2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人	金额	占比
泸州市财政局(住建和城管部门城市建设等三个项目资金)	5.80	18.12
泸州市财政局(市民中心建设等三个项目资金)	3.00	9.37
四川三新创业投资有限责任公司	3.00	9.37
泸州兴阳投资集团有限公司	2.99	9.32
泸州市交通局	2.30	7.17
合计	**17.08**	**53.36**

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 582.59 亿元，同比增长 15.41%，主要源于长期应收款、长期股权投资和在建工程增长。公司可供出售金融资产 80.49 亿元，同比增长 5.22%，主要系公司持有的泸州市商业银行股份有限公司（股票代码：HK1983）股权公允价值变动所致。公司可供出售金融资产包括对上市公司（包括泸州老窖、中国太保和泸州银行）和其他企业的投资以及浦发基金通过上海国际信托公司的对外投资。公司持有至到期投资 22.28 亿元，同比下降 12.73%，主要为对泸州市高新投资集团有限公司（泸州市国资委下属平台）、四川叙兴实业集团有限公司（叙永县政府平台）、泸州航空发展投资有限责任公司（泸州市国资委下属平台）和兴泸中睿移动能源产业股权投资中心（合伙企业）（公司到期收回投资额并按固定收益率取得收益）的债权投资；上述企业主要为政府性平台公司，公司投资回收风险较小。公司长期应收款 62.68 亿元，同比增长 41.23%，主要系增加对泸州市棚户区改造项目（一期和三期）和泸州市易地扶贫项目投资所致。公司长期股权投资主要是对泸州老窖股份有限公司（持股 24.99%）、泸州市江南新区建设投资有限责任公司（持股 76.52%，未实际控制）、泸州临港投资集团有限公司（持股 66.33%，未实际控制）和泸州航空发展投资有限责任公司（持股 83.78%，未实际控制）的投资，2018 年底为 259.17 亿元，同比增长 15.99%，主要由于泸州市江南新区建设投资有限责任公司、泸州临港投资集团有限公司权益变动以及对泸州航空发展投资有限责任公司增加投资。公司固定资产[3]原值 64.50 亿元，累计折旧 16.13 亿元，计提减值准备 0.30 亿元，账面价值 48.07 亿元，同比增长 14.54%，主要系房屋建筑物完工后由在建工程转入所致。公司在建工程 81.14 亿元，同比增长 21.27%，主要为对基础设施项目的投资，投资额较大的项目主要有产城大道（已完工尚未结算）、港城大道（已完工尚未结算）、茜草长江大桥项目（已完工尚未结算）、北二环绕城高速公路（已完工尚未结算）和沱四桥及连接线工程（已完工尚未结算）等。

截至2019年3月底，公司资产总额为791.15亿元，较2018年底变化不大，其中流动资产和非流动资产分别占24.02%和75.98%。

截至2019年3月底，公司受限资产共计155.09亿元，受限比率为19.60%。

表8　2019年3月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	9.87	质押的定期存款或通知存款
应收账款	0.64	为借款提供质押担保
存货	3.75	为借款提供抵押担保

[3] 固定资产不包括固定资产清理。

长期股权投资	131.94	部分股权为借款提供质押担保；部分股权尚未完成工商变更手续
投资性房地产	4.11	未办妥产权证书的房地产；部分房产为借款提供抵押
固定资产	4.28	未办妥产权证书的房地产；部分房产为借款提供抵押
无形资产	0.40	部分土地未办妥产权证书；部分土地使用权为借款提供质押担保
其他非流动资产	0.10	工程未办理工程决算
合计	**155.09**	-

资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内公司资产以非流动资产为主；应收类款项余额较大，对公司营运资金形成占用；固定资产和在建工程中的公益性资产规模有所增长；资产流动性弱，整体质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益437.04亿元，同比增长25.82%，主要源于政府注资、长期股权投资中其他权益变动、新增永续中票以及少数股东权益变动。2018年底资本公积为247.30亿元，同比增长15.08%。其中，泸州市财政局拨付专项资金及泸州市国资委资产划拨共增加公司资本公积6.21亿元，长期股权投资中泸州市江南新区建设投资有限责任公司（12.79亿元）和泸州临港投资集团有限公司（11.23亿元）等其他权益变动和其他变动共增加公司资本公积26.98亿元。2018年底公司少数股东权益66.22亿元，同比增加35.10亿元，主要由于控股子公司接受其他股东注资。2018年公司发行了10亿元“18兴泸MTN001”和10亿元“18兴泸MTN002”，均为永续中票，计入“其他权益工具”。

截至2019年3月底，公司所有者权益为440.44亿元，较2018年底变化不大；所有者权益构成较2018年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受政府注资、长期股权投资中其他权益变动、新增永续中票以及少数股东权益变动影响，公司所有者权益快速增长，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额361.62亿元，同比下降1.12%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。其中流动负债占比为20.53%，非流动负债占比为79.47%。

2018年底，公司流动负债74.24亿元，同比增长8.58%，主要源于应付票据及应付账款、预收款项的增长。公司短期借款9.44亿元，同比下降33.05%，其中信用借款、抵质押借款和保证借款的占比分别为27.54%、3.50%和68.96%。公司应付票据及应付账款为10.12亿元（应付票据1.33亿元，应付账款8.79亿元），同比增加6.20亿元，主要系应付工程款及货款增长所致。公司其他应付款[4]14.53亿元，同比下降10.18%，主要源于代收代付款的下降。公司一年内到期的非流动负债为26.97亿元，同比增长1.04%，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为22.87亿元、2.20亿元和1.91亿元。

2018年底，公司非流动负债287.38亿元，同比下降3.35%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款63.59亿元，同比下降21.70%，其中信用借款、抵质押借款和保证借款分别占8.76%、50.59%和40.65%。公司应付债券83.10亿元，同比增长27.26%，当年新增债券为“2018兴泸01”8.60亿元、“2018兴泸02”1.40亿元、“2018泸扶贫项目NPB01”5亿元和“2018泸扶贫项目NPB02”5亿元。公司长期应付款131.65亿元，同比下降8.47%，主要系应付四川省城乡建设投资有限责任公司、银华财富资本管理(北京)有限公司和国开发展基金有限公司的款项下降所致。公司长期应付款中有息部分已纳入长期债务计算。

截至2019年3月底，公司负债总额为350.71亿元，较2018年底下降3.02%，负债结构仍以非流动负债为主。2019年3月底，公司短期借款6.40亿元，较2018年底下降32.21%；其他应付款14.71亿元，较2018年底下降15.74%，主要系

[4] 不包括应付利息和应付股利。

代收代付款下降所致；一年内到期的非流动负债20.20亿元，较2018年底下降25.11%；长期借款68.32亿元，较2018年底增长7.44%。

表 9　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	41.43	37.74	26.60
长期债务	250.53	242.53	244.57
全部债务	291.95	280.28	271.17
资产负债率	51.29	45.28	44.33
长期债务资本化比率	41.90	35.69	35.70
全部债务资本化比率	45.67	39.07	38.11

资料来源：公司审计报告及财务报表

有息债务方面，2018年底，公司全部债务280.28亿元，同比下降4.00%，其中短期债务和长期债务占比分别为13.47%和86.53%。2019年3月底，公司全部债务为271.17亿元，较2018年底下降3.25%，构成仍以长期债务为主。从全部债务的偿还期限分布看，公司2019至2021年需偿还有息债务本金分别为37.74亿元、52.00亿元和56.00亿元。

从债务指标看，2018年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为45.28%、35.69%和39.07%，同比分别下降6.01个、6.21个和6.60个百分点。2019年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.33%和38.11%，较2018年底均有所下降；长期债务资本化比率为35.70%，较2018年底变化不大。考虑到公司发行的30亿元永续中票计入所有者权益，若将该部分债务计算在内，公司的债务负担将重于上述指标值。

总体看，跟踪期内负债规模略有下降，有息债务占比高，整体债务负担有所减轻。

4．盈利能力

2018年公司实现营业收入40.38亿元，同比增长39.97%，主要由于贸易业务收入大幅增长；营业成本为31.79亿元，增速高于营业收入。受此影响，2018年公司营业利润率同比下降2.13个百分点至19.84%。

费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主。2018年公司期间费用为14.22亿元，同比增长24.14%，主要系政府财政贴息减少所致；期间费用占营业收入的比重为35.23%，较2017年下降4.45个百分点，期间费用对利润的侵蚀仍较为严重。

投资收益是公司重要的利润来源，2018年公司实现投资收益14.61亿元，主要是泸州老窖股权投资收益以及可供出售金融资产和持有至到期投资在持有期间的投资收益；投资收益占公司利润总额的比重达88.65%。

2018年，公司取得其他收益8.11亿元，同比增长35.28%，主要是项目补助、限价房补助和公交业务补助等。

表 10　2017—2018 年公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	28.85	40.38
营业成本	22.06	31.79
投资收益	12.21	14.61
其他收益	5.99	8.11
营业利润	12.88	16.43
营业外收入	0.14	0.11
利润总额	12.97	16.48
营业利润率（%）	21.97	19.84
总资本收益率（%）	3.57	3.60
净资产收益率（%）	3.50	3.52

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.60%和 3.52%，同比分别增长 0.03 个和 0.02 个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入12.87亿元，相当于上年全年水平的31.87%；营业利润率为13.98%，较2018年有所下降；投资收益和其他收益分别为3.51亿元和0.19亿元。

总体看，跟踪期内，受贸易业务收入增长影响，公司收入规模大幅增长，期间费用对利润的侵蚀仍较为严重，利润总额对政府补助和投资收益的依赖性强。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018年公司经营活动产生的现金流入67.86亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来资金、补助收入和利息收入等）；经营活动现金流出58.97亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金31.67亿元，支付其他与经营活动有关的现金15.92亿元，主要为往来资金和经营性期间费用等。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为8.88亿元，现金收入比为102.86%，收入实现质量较好。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	48.45	67.86
经营活动现金流出量	42.25	58.97
经营活动产生的现金流量净额	6.20	8.88
投资活动产生的现金流量净额	-75.94	-5.83
筹资活动产生的现金流量净额	84.39	-7.35
现金收入比（%）	98.51	102.86

资料来源：审计报告

投资活动现金流方面，2018年公司投资活动现金流入62.72亿元。其中，公司收回投资收到的现金20.43亿元；取得投资收益收到的现金10.56亿元，主要来自泸州老窖的现金分红；收到其他与投资活动有关的现金31.64亿元，主要系收到的项目资金和收回的债权投资资金等。2018年，公司投资活动现金流出68.55亿元，投资支付的现金较去年同期大幅下降至20.09亿元；支付其他与投资有关的现金36.18亿元，主要为支付的债权投资资金和项目资金。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.83亿元，投资活动净流出规模收窄。

筹资活动现金流方面，2018年公司筹资活动现金流入69.78亿元，主要系吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金。公司吸收投资取得的现金27.70亿元，主要源于子公司吸收少数股东投资。同期，公司偿还债务本息支付的现金较多，2018年筹资活动现金流出为77.13亿元。2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为-7.35亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-4.75亿元；投资活动现金流量净额为-4.28亿元；筹资活动现金流量净额为-8.68亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量较好，经营活动现金流净流入规模扩大，投资活动现金流净流出规模收窄；受偿还债务本息影响，筹资活动现金流表现为净流出，随着未来基础设施建设的投入，公司有较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 291.06%和 263.93%，较上年底分别下降 13.54 个和 14.97 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 11.96%，同比上升 2.89 个百分点。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 326.75%和 294.79%；现金类资产为 98.40 亿元，为短期债务的 3.70 倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 30.25 亿元，全部债务/EBITDA 为 9.27 倍，EBITDA 利息倍数为 1.69 倍。EBITDA 对全部债务和利息有一定的保障能力。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 312.00 亿元，尚未使用的授信额度为 136.00 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2019 年 3 月底，若不考虑担保公司对外担保情况，公司对外担保余额为 62.19 亿元，担保比率为 14.12%。

被担保企业中，泸州市江南新区建设投资有限责任公司（以下简称“江南新区”）由泸州市国资委实际控制，2018 年底资产总额 140.26 亿元，所有者权益 66.40 亿元；2018 年营业收入 0.99 亿元，利润总额-377.15 万元。泸州临港投资集团有限公司系泸州市国资委实际控制企业，主要负责临港产业物流园区范围内的资本运作、产业发展、建设开发和收益管理，2018 年底资产总额 129.07 亿元，所有者权益 65.98

亿元；2018 年营业收入 4.83 亿元，利润总额 0.90 亿元。除对国有企业担保外，公司还对泸州摩尔商业有限公司（民营企业）进行担保，担保余额为 0.98 亿元，存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司下属担保公司在保企业 1452 户，在保责任余额 52.41 亿元。2019 年 1—3 月公司担保业务发生代偿 28 户，代偿金额 2800.35 万元，已回收 611.94 万元。在保企业包括国企和民企，其中对民企担保多数要求由各区县国有平台公司提供反担保，承担连带责任保证。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 12　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

担保对象	担保余额	到期日
川铁(泸州)铁路有限责任公司	6211.52	2028/3/30
	7238.00	2026/12/28
四川叙大铁路有限责任公司	27436.00	2030/12/20
泸州两江新城建设投资有限公司	135200.00	2020/11/13
泸州临港投资集团有限公司	15000.00	2026/12/31
	19900.00	2020/12/29
	10000.00	2020/2/12
	10000.00	2021/6/24
泸州市江南新区建设投资有限责任公司	56000.00	2019/7/20
	49049.52	2028/12/26
	63600.00	2022/1/22
泸州市高新投资集团有限公司	150000.00	2030/9/9
泸州摩尔商业有限公司	9800.00	2021/6/22
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	34900.00	2021/6/30
泸州工投租赁有限公司	4500.00	2019/6/25
四川泸渝高速公路开发有限责任公司	10935.52	2040/8/31
	1500.30	2040/8/31
四川泸州港务有限责任公司	8880.00	2028/10/25
	1777.06	2035/4/18
担保业务	524133.28	--
合计	**1146061.20**	--

资料来源：公司提供

注：担保业务包括兴泸担保和农业担保的担保业务

考虑到公司持有的可变现泸州老窖优质股权和泸州市政府对公司的大力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为474.63亿元，同比增长4.68%。母公司资产占合并口径资产总额的59.43%。其中，流动资产为69.77亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和一年内到期的非流动资产构成。非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为352.31亿元，同比增长16.24%。其中，实收资本和资本公积分别占14.00%和68.82%。母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模122.32亿元，较上年下降18.62%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2018年资产负债率为25.77%，同比有所下降。

2018年，母公司营业收入为0.09亿元，占合并口径营业收入的0.22%。营业成本为0.09亿元。母公司2018年净利润为11.71亿元，占合并口径的76.12%。

母公司资产和负债总额占合并口径的比例一般，对合并口径净利润的贡献较大。

十、存续期债券偿债能力分析

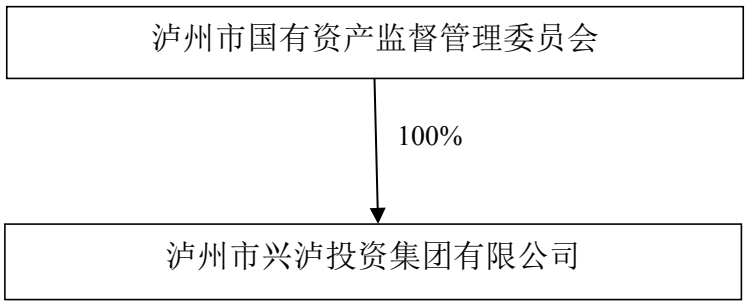
截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”，债券余额合计 30.00 亿元。2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 67.86 亿元，为上述存续期债券合计本金的 2.26 倍；经营活动产生的现金流量净额为 8.88 亿元，为上述存续期债券合计本金的 0.30 倍。2018 年公司 EBITDA 为 30.25 亿元，为上述存续期债券合计本金的 1.01 倍。总体看，公司 2018 年经营活动现金流入量对存续债券本金的保障能力较强。

公司作为泸州市从事城市基础设施投资、建设管理以及国有资产运营的重要主体，外部支持持续性好；此外，公司持有的泸州老窖股票变现能力较强，对存续期债券具有一定的保障作用。

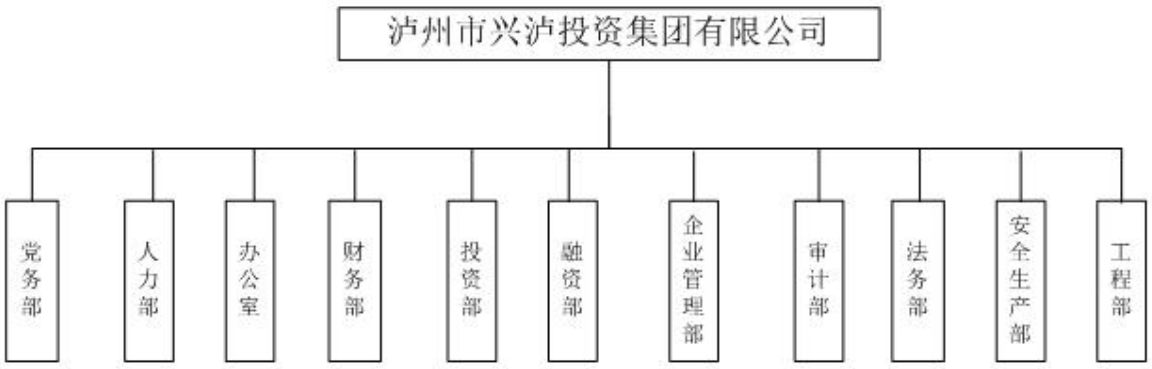
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“17兴泸MTN001”“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围的一级子公司情况

序号	企业名称	直接持股比例(%)	注册资本（万元）
1	泸州市基础建设投资有限公司	58.17	319121.00
2	泸州兴泸居泰房地产有限公司	53.00	5454.85
3	泸州兴泸物业管理有限公司	100.00	500.00
4	泸州市兴泸融资担保集团有限公司	37.26	166645.99
5	泸州市兴泸资产管理有限公司	100.00	3150.00
6	泸州华润兴泸燃气有限公司	42.11	11793.95
7	泸州市兴泸水务(集团)股份有限公司	59.51	85971.00
8	泸州市兴泸环保发展有限公司	98.33	18000.00
9	泸州市江阳区兴泸小额贷款股份有限公司	61.43	41980.00
10	泸州市兴泸沱江两岸综合开发有限公司	100.00	3000.00
11	泸州市农村开发投资建设有限公司	80.00	8000.00
12	泸州市乐养旅游开发有限公司	90.00	30000.00
13	泸州市南寿山实业发展有限责任公司	100.00	5000.00
14	泸州市兴泸远大建筑科技有限公司	55.00	8000.00
15	泸州市叙兴建筑工业有限公司	70.00	7000.00
16	泸州市民卡科技有限公司	57.65	17000.00
17	泸州市兴泸融资租赁有限公司	100.00	17000.00
18	泸州市兴泸商业保理有限公司	100.00	5000.00
19	泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司	99.00	10000.00
20	泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业(有限合伙)	69.90	1500000.00
21	泸州市兴泸城市发展投资基金合伙企业(有限合伙)	96.11	125700.00

注：公司因对泸州市兴泸融资担保集团有限公司和泸州华润兴泸燃气有限公司已实际控制，故将其纳入公司合并范围

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	106.93	123.27	124.03	98.40
资产总额(亿元)	561.98	713.06	798.66	791.15
所有者权益(亿元)	291.91	347.34	437.04	440.44
短期债务(亿元)	71.23	41.43	37.74	26.60
长期债务(亿元)	147.13	250.53	242.53	244.57
全部债务(亿元)	218.35	291.95	280.28	271.17
营业收入(亿元)	16.66	28.85	40.38	12.87
利润总额(亿元)	9.54	12.97	16.48	3.41
EBITDA(亿元)	17.04	26.79	30.25	--
经营性净现金流(亿元)	1.64	6.20	8.88	-4.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.07	4.46	4.18	--
存货周转次数(次)	0.64	1.25	1.69	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	97.69	98.51	102.86	79.98
营业利润率(%)	32.29	21.97	19.84	13.98
总资本收益率(%)	3.14	3.57	3.60	--
净资产收益率(%)	2.95	3.50	3.52	--
长期债务资本化比率(%)	33.51	41.90	35.69	35.70
全部债务资本化比率(%)	42.79	45.67	39.07	38.11
资产负债率(%)	48.06	51.29	45.28	44.33
流动比率(%)	181.11	304.60	291.06	326.75
速动比率(%)	163.26	278.90	263.93	294.79
经营现金流动负债比(%)	1.64	9.07	11.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	1.99	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.82	10.90	9.27	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已计入长期债务计算

附件 4　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-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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　评级展望设置及其含义

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

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