

信用等级公告

联合[2007] 723 号

联合资信评估有限公司通过对泸州市兴泸投资集团有限公司
2007 年 7 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

泸州市兴泸投资集团有限公司
2007 年 7 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年十二月三日



泸州市兴泸投资集团有限公司

2007 年 7 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: A⁺

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

评级时间:

2007 年 12 月 3 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 上半年
资产总额(万元)	380158.47	467613.38	483329.60	423408.87
所有者权益(万元)	195227.46	257310.83	225943.69	230260.86
主营业务收入 (万元)	32794.42	37590.12	93161.67	35909.74
利润总额(万元)	9866.92	9147.82	14884.59	12414.93
资产负债比率(%)	47.85	44.21	52.50	44.76%
全部债务资本化比 率(%)	38.58	30.30	35.88	31.32%
净资产收益率(%)	4.88	3.40	6.51	---
流动比率(%)	220.09	193.35	184.00	195.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.42	4.20	6.06	---
债务保护倍数(倍)	0.10	0.11	0.16	---

注: 2007 年上半年财务数据未经审计

分析员

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjiping@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679688

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: <http://www.lianheratings.com.cn>

评级观点

基础设施建设是国民经济的重要基础性支柱产业,也是政府投资的重点,随着我国城市化进程的加快,该行业前景良好。

泸州市兴泸投资集团有限公司(以下简称“兴泸集团”或“公司”)是泸州市政府国有资产监督管理委员会授权经营的大型国有独资公司,其下属企业多为区域内行业龙头企业,具有一定的经营垄断性,经营风险小。目前公司债务负担基本合理,盈利水平正常,经营活动获得现金的能力较强,偿债能力正常,同时考虑到公司在城市基础设施建设领域能够得到政府在资金和政策层面的大力支持,公司整体信用风险较小。

本期债券由中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)和泸州市商业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。建设银行和泸州市商业银行的担保能力可进一步提升本期债券的信用水平。同时泸州市人大常委会批准政府用财政收入来偿还本期债券的本息。综合分析,本期债券到期不能还本付息的风险小。

优势

1. 公司为泸州市国有独资公司,有良好的政府背景,能获得地方政府的有力支持。
2. 公司在区域内经营规模大,部分业务属特许经营,具有一定的经营垄断性。
3. 地方政府大规模的资本金注入保证了项目建设的顺利进行。
4. 公司间接融资渠道比较畅通。

关注

1. 土地收储中心的划出,对公司收入和利润产生一定影响。
2. 基础设施建设项目中公益类项目较

多，建设周期长，资金需求量大，市场化程度低，盈利能力弱。

3. 作为地方性投资企业，公司投资与经营主要取决于地方政府决策，对地方政府依赖程度较高。政府对公司资产的划拨，可能对公司经营稳定性产生影响。

4. 公司未来城建类投资项目较多，除地方财政支持外，对外部资金有一定需求，资金压力较大。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泸州市兴泸投资集团有限公司（兴泸集团）构成委托关系外，联合资信、评估人员与兴泸集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合资信与评估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。

本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因兴泸集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由兴泸集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

兴泸集团 2007 年 7 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”或“兴泸集团”）系于2003年1月28日经泸州市人民政府泸市府发（2002）133号文批准，由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。根据泸市府发（2006）37号文，公司出资人变更为泸州市政府国有资产监督管理委员会。公司主要为泸州市政府实施经营城市战略，在城市基础设施、市政公用事业建设以及能源、交通、高新技术产业、支柱产业等方面进行投融资活动，是泸州市政府投资、融资和管理的平台。

截至2007年6月底，公司下设董事办、党委办、总经办、人力资源部、财务部、投资部、资产管理部、审计部等部门，拥有8家一级子公司（见附件5）。

截至2006年底，公司（合并）资产总额483329.60万元，所有者权益225943.69万元，少数股东权益3660.77万元；2006年公司实现主营业务收入93161.67万元，利润总额14884.59万元。

公司注册地址：泸州市江阳区童家路1号；法定代表人：黄毅。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602号”文批准，公司计划于2007年发行人民币债券7亿元。

发行期限：10年；付息方式：前后5年均均为固定利率，后5年利率高于前5年利率，每年付息一次，期初支付当年利息；还本方式：第5年末投资者有权将全部或部分债券回售给发行人，如投资者第5年末将债券回售给发行人，发行人一次性兑付全部回售债券的本金；如投资者不行使回售权，债券到期时一次性兑付全部本金。

本期债券由中国建设银行股份有限公司

（以下简称“建设银行”）授权其泸州分行和泸州市商业银行共同提供无条件不可撤销连带责任保证担保。同时泸州市人大批准政府用财政收入来偿还本期债券的本息。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金7亿元人民币，将全部用于隆叙铁路泸州至纳溪段、隆叙铁路纳溪至叙永段、泸州市政北二环道路和西南出海通道泸州段公路的建设。

（一）隆叙铁路泸州至纳溪段

隆叙铁路泸州至纳溪段项目已列入了国家中长期路网规划，是四川省重点建设项目，是西部大开发重点建设项目。项目已经四川省计划委员会川计交邮[1999]1322号文批准立项、川计交邮[1999]1805号批准开工建设。项目总投资为6亿元，截至2007年6月，业主四川省地方铁路局出资1.85亿元，泸州市兴泸投资集团有限公司出资1.85亿元，铁道部中铁投资中心出资0.6亿已全部到位。

该项目公司为四川泸州铁路有限责任公司，现股东有三家，分别是：四川省地方铁路局（48.5%）、泸州市兴泸投资集团有限公司（38.73%），铁道部中铁投资中心（12.77%）。泸纳段铁路全长27.6公里，铁路设计标准为地方铁路一级。

该项目建成后，按保守计算，客运0.15元/吨·公里，货运0.25元/吨·公里测算，经济内部收益率为12.86%，投资回收期13.68年。

（二）隆叙铁路纳溪至叙永段项目

隆叙铁路纳溪至叙永段已列入了国家中长期路网规划，是西南地区的主要资源干线，是四川省重点工程，项目经国家发展和改革委员会发改交运[2003]2370号文批准立项，公司占项目法人四川纳叙铁路有限责任公司35%股份，相对控股。该项目位于泸州市纳溪区和叙永县境内，全长79.221公里，总投资14.50亿元（含动态投资），截至2007年6月，公司1.45亿元资本金全部到位。铁路等级为地方铁路一级，设计行车速度为80km/h。本段铁路为隆叙

地方铁路的最后一段，项目建成后，北接成渝铁路，远期可自叙永站向西联通内昆铁路，向东联通川黔铁路，向南联通贵昆铁路。该项目主要为古叙矿区、兴文矿区等矿区的煤炭、硫铁矿和天然气等矿产资源的运输服务，同时承担自叙永前往泸州和成渝两地的旅客运输，对于促进沿线资源开发，缓解公路运输压力，发展运输网络有着重要作用。本项目按客运 0.15 元/吨·公里，货运 0.25 元/吨·公里测算，经济内部收益率为 21.28%，大于铁路行业基准收益率，投资回收期 14.42 年，小于铁路行业基准回收期，抗风险能力强。项目拟于 2008 年 6 月建成。

（三）泸州市政北二环道路项目

泸州市政北二环道路项目经四川省发展计划委员会川计固投交[1999]1315号文批准立项，项目法人泸州市基础建设投资有限公司是公司的全资子公司。该项目由西南段、龙马大道、沱江三桥、进港公路组成，是一条联系沱江北岸各组团和城市西部组团的交通走廊，建成后能极大地缓解车辆横跨沱江天堑的压力，打破交通瓶颈限制。道路全长21.24公里（含沱江三桥），总投资为9.1亿元。道路级别为Ⅱ级城市主干道，设计行车速度50公里/小时。道路建成后将使泸州城市规模从29平方公里扩大为40平方公里，把中心半岛与南高新区、小市片区、泸州经济技术开发区、高坝工业区有机结合起来，并与城市各主要对外交通干道紧密联系，可发挥交通联络的重要功能。该项目总投资为9.1亿元，泸州市政府以《泸市府函（2002）95号》、《泸市府函（2002）125号》文件将二环

线两侧9000亩土地的出让和转让收益划归公司子公司泸州市基础建设投资有限公司，作为其经营收入，用于北二环道路建设。截至2007年6月底，该项目已完成龙马大道、鱼关公路、进港公路、江阳西路西南段1.25km60米干道工程及路网的建设和沱江三桥的建设，累计完成投资8亿元，预计2008年6月建成通车。该项目经济内部收益率为14.42%。

（四）西南出海通道泸州绕城路项目

西南出海通道泸州绕城路经四川省发展计划委员会川计交[2001]220号文批准立项，项目法人泸州市顺通路桥开发有限公司是公司的全资子公司。该项目是国家交通部“十一五”规划建设项目，作为西南地区出海通道的重要组成部分，主要解决西部大通道包头至北海公路和多条国、省道及长江港口在泸州交汇形成的交通瓶颈问题。该项目由泸州胡市镇经泰安长江大桥止于纳溪，并依托已建成的隆纳高速路形成绕城环线，新建主线一级路 47.4 公里（包括一座长江特大桥），杨桥连接线 1.4 公里，总投资额为 8.24 亿元。道路按一级公路标准建设，路基宽 22.5 米，行车道宽 2×7.0 米，设计行车速度为 60 公里/小时。该项目建成后将成为泸州市的重要过境公路，有利于保障川西北、成都的物资出海，降低综合运输费用，以适应西部大开发的要求。本项目道路按 0.25 元/吨·公里收费计算，每五年调整一次，每次增长 0.05 元/吨·公里；长江特大桥按 6 元/吨·次收费计算，每五年调整一次，每次增长 2 元/吨·次。该项目经济内部收益率为 12.47%，投资回收期 22.49 年。

表 1 公司债券项目情况表

项目	泸州市西南出海大通道泸州绕城公路（含泰安长江大桥）	泸州市北二环城市道路（含沱江龙西大桥）	纳叙铁路	泸纳铁路
总投资（亿元）	8.24	9.1	14.5	6
截至 2007 年 6 月底资金筹集情况	资本金到位 3.3 亿元，银行贷款到位 1.9 亿元	资本金到位 5.07 亿元，银行贷款到位 3.8 亿元	资本金到位 4.1 亿元，银行贷款到位 7 亿元	资本金到位 4.3 亿元，其余部分通过银行贷款和公司债筹集。
计划竣工日期	2008 年 9 月	2008 年 6 月	2008 年 6 月	完成初验

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司是泸州市政府国有资产监督管理委员会授权经营的大型国有独资公司，根据泸国资委发[2006]232号文，公司经营范围：从事能源、交通、基础设施、支柱产业及高新技术产业的投资；对公用企业、经营性项目进行参股；对授权的国有资产进行经营、管理，并通过资本运营，开展投资、融资业务；开发建设、投资理财的信息咨询及委托代理业务。

截至 2006 年底，公司资产规模达 483329.60 万元，所有者权益 225943.69 万元，公司资产规模列泸州市前三名，是泸州市从事基础设施和公用事业的大型国有独资公司。截至 2007 年 6 月底，公司直接及间接持股比例为 100% 的一级子公司有 7 家，分别是：泸州市水务（集团）有限公司（以下简称“水务公司”）、泸州市兴泸信用担保公司（以下简称“担保公司”）、泸州市基础建设投资有限公司（以下简称“基础公司”）、泸州市兴泸物业有限公司、泸州市居泰房地产开发公司、泸州市城南建设投资有限公司（以下简称“城南公司”）和泸州蓝田机场等；控股公司为：泸州天然气有限责任公司（以下简称“天然气公司”）（持股比例为 54.24%）；参股公司有：四川泸州铁路有限公司、四川纳叙铁路有限公司、四川天华富邦化工有限公司、四川长通港口开发公司、四川南方高速公路股份有限公司和泸州市商业银行等。公司基本建立了以产权为纽带的多元化经营组织形式。

2. 人员素质

公司现有总经理 1 名，副总经理 2 名。公司董事长兼总经理黄毅先生，49 岁，研究生学历，历任泸州市国资局副局长，泸州市财政局监督科科长，泸州市纳溪区人民政府副区长，中共泸县县委常委、常务副县长，曾获“2006 年度泸州市十大财经风云人物”。公司高层管

理人员大多具有政府和国有企业工作背景，具有较强的与政府部门沟通的能力和企业管理能力，并且熟悉当地的经济环境。

截至 2006 年底，公司共有员工 1070 人。按学历划分，具有大专及以上学历的占 35.33%，具有高中中专学历的占 35.23%，初中及以下学历的占 29.44%；按职称划分，具有高级职称的占总人数的 0.93%；具有中级职称的占 9.35%；具有初级职称的占 14.21%；按年龄划分，50 岁以上的占 11.77%，30~50 岁的占 70.19%，30 岁以下的占 18.04%。公司本部共有员工 26 人，其中大专及以上学历的占 88.46%，具有中、高级职称的占 53.85%，年龄在 30~50 岁的占 80.77%。

总体看，公司高层从业经验丰富，管理能力较强。公司本部人员素质高，年龄构成合理，能够较好的承担集团管理中心和投资中心的职责；公司员工年龄构成比较合理，但文化素质不高，与所从事的行业相关，人员素质基本能够满足公司日常经营活动需要。

3. 区域经济发展

泸州市拥有 460 多万人口，幅员 12247 平方公里，是川、滇、黔、渝四省市结合部的交通枢纽，依托长江黄金水道和西南出海大通道，水陆空铁立体交通体系完备，是国家交通部确定的二级枢纽站和长江主枢纽港。近年泸州市抓住中央实施西部大开发的历史机遇，立足自身实际加快发展，发挥比较优势，推进“煤电化路港”综合开发，实施工业强市战略，各方面保持了较快的增长。2006 年泸州市生产总值（GDP）完成 331.1 亿元，增长 13.6%；全社会固定资产投资完成 121.4 亿元，增长 23.7%，其中基本建设投资 59.16 亿元，增长 25.4%；更新改造投资 24.27 亿元，增长 85.9%；地方财政一般预算收入完成 14 亿元，增长 26.4%。2006 泸州市可支配财政收入 45.32 亿元（含省补助收入等）。

2003 年~2006 年,泸州市累计完成固定资产投资 384.9 亿元,是前五年的 1.4 倍,初步形成了基础设施投资和工业投资互促共进的良好局面。四年来,泸州市实施重点建设项目 150 个,累计完成投资 122.4 亿元,占全社会固定资产投资累计完成数的 31.8%。

2007 年泸州市将实施“立足四川、依托重庆、融入成渝、拓展滇黔”的区域发展战略,推进“煤电化路港”综合开发,加快发展化工、酿酒、机械、能源四大产业和四个工业集中发展区(即川渝经济合作泸州临港示范区、泸州酒业集中发展区、龙马潭临港工业集中发展区和纳溪化工集中发展区),并尽快完成川黔、泸渝高速公路的项目核准手续,争取 2007 年内全面动工,加快建设隆黄铁路川境段、叙大铁路;确保长江航道整治工程年底竣工,加快密溪沟码头二期、方山煤码头的建设步伐,完善集装箱码头一期工程,开工建设二期工程,完成进港铁线的立项审批;着手开展合江佛荫至贵州赤水高速公路的前期工作;抓紧开展沱江一桥复线桥和茜草长江大桥的前期工作,确保 2007 年枯水期开工建设。

公司作为泸州市承担城市基础设施建设的主体,泸州市经济的快速发展、城市建设规模扩大以及未来对城市建设发展的需求,为公司未来发展提供了良好的经营环境。

4. 政策支持

作为泸州市从事基础设施和公用事业的大型国有独资公司,公司获得政府的较大支持,为了做大做强公司以及支持公司所承担的项目建设,泸州市政府在资本金投入方面给了公司极大的支持。根据泸国资发〔2007〕100 号文,2007 年 5 月,泸州市国资委将减持“泸州老窖”股票套现的 5 亿元货币资金划拨给公司,作为市国资委对公司的国有资本金投入;2007 年 6 月,根据泸国资委发〔2007〕128 号文,泸州市国资委安排 1 亿元的担保基金,增加市国资委对公司的国有资本金投入;根据《泸州市人

民政府关于兴泸投资集团公司同国家开发银行合作建立融资担保体系有关问题的批复》(泸市府函〔2006〕120 号),泸州市政府从 2007 年起每年从市工业发展资金中安排 600 万元,累计安排 3000 万元,增加担保公司的担保基金。

2007 年 1 到 2 月,“泸州老窖”(股票代码:000568)第一大股东泸州市国有资产管理局累计售出 42069983 股限售股,占总股本的 4.83%,套现近 10 亿元,主要用于支持公司从事的泸州市基础设施建设。截至 2007 年 6 月底,泸州市国有资产管理局持有“泸州老窖”46637.52 万股,占总股本 53.53%,2007 年 10 月 15 日,“泸州老窖”收盘价 70 元/股。

2003 年 6 月公司下属子公司基础公司为泸州市城建打捆项目向国家开发银行贷款 6 亿元,贷款资金于 2007 年已全部到位。依据泸市府函〔2002〕95 号和泸市府函〔2002〕125 号文件,泸州市政府明确把市北二环路沿线 9000 亩土地出让和转让收益(按 2003 年国家开发银行对该土地的评估其出让收益可达到 23 亿元)划归基础公司,作为其经营收入,统管统配,作为向国家开发银行 6 亿元借款的质押担保;2002 年 7 月泸州市人大常委会以〔2002〕10 号文件批准将国家开发银行偿贷资金列入市财政预算,同意在借款人项目收入不足以归还借款本息的情况下,由市政府将偿贷资金列入年度财政预算,以保证借款的本息偿还;根据泸市府办发〔2004〕19 号文印发的《泸州市打捆建设项目国家开发银行贷款资金及建设项目的管理(试行)办法》,对贷款资金的偿还作出了明确的规定:道路建设期内,其偿贷资金在其它道路收费收入专户中支付;项目建成收费后,收费收入用于贷款本金及利息的偿还;由泸州市财政局从国土收益专户中安排资金,根据还款计划,划拨基础公司,以确保贷款本息的及时偿还。

税收优惠方面,根据《关于泸州市水务(集团)有限公司等企业享受西部大开发企业所得税优惠政策的批复》(四川省地方税务局川地

税函〔2005〕95号)的规定,水务公司享受西部开发优惠政策,企业所得税减按15%的税率征收;根据《关于泸州天然气有限责任公司享受西部大开发企业所得税优惠政策的批复》(四川省地方税务局川地税函〔2006〕214号)的规定,天然气公司享受西部开发优惠政策,企业所得税减按15%的税率征收;根据川经贸产业函〔2003〕411号文批复,四川省经贸委确认基础公司为国家鼓励类产业项目,享受相关西部开发税收优惠政策。

四、管理分析

公司是由泸州市国有资产监督管理委员会履行出资人职责的市属国有独资公司。公司设立了董事会和监事会。公司董事会代表市国资委行使国有资产监督管理权,负责公司的战略管理、投资决策、对外合作,决定公司年度经营战略。公司董事会由7名董事组成,其中董事长1名,董事长是公司法定代表人,由市国资委任免。监事会由5人组成,其中有2名职工代表。公司实行董事会领导下的总经理负责制,统一负责公司的日常经营和管理,总经理由董事会任免,目前公司设总经理1名,副总经理2名。公司目前制定了《党委议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》等制度,基本形成了董事会、监事会、经理层各负其责、协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。

公司下设总经办、董事办、人力资源部、党委办、财务部、投资部、资产管理部、审计部等部门,机构的设置基本满足了公司经营管理的实际需要。

公司本部是管理中心、投资中心和效益中心,承担了对基础设施、高新技术、路桥建设、开发区建设的管理和投资,对旗下企业经营管理中的重大事项进行决策。公司建立了以资产为纽带的母子公司管理体制,对下属子公司行使国有资产出资人职能,行使重大决策权、投

资收益权和经营管理者选择权,承担国有资产的保值增值责任。公司本部通过向下属子公司委派主要管理人员并对主要管理人员进行年度考核和任期考核,对下属子公司实行重大事项一事一报制度和重大投资项目决策管理,实现对下属子公司的宏观管理,公司本部不对下属子公司的具体经营活动进行干涉,赋予了下属子公司较大的经营自主权和发展空间,另外一方面,下属子公司由于大多早于公司成立,以前均直接属于泸州市国资委管理,该部分公司划归公司管理后,公司很大程度上代行泸州市国资委的职能,由于这些子公司分属不同的行业,且行业间的关联度不高,公司整体优势发挥不明显。

2006年,公司先后出台了《合同管理办法》、《自有投资管理办法》、《法律事务管理办法》、《内部审计管理办法》等一系列规章制度,拟定了《兴泸投资集团中长期发展规划(草案)》,完善了《绩效目标管理考核办法》,进一步形成了用制度管人、用制度办事的工作机制,为公司科学化、规范化、制度化建设打下了坚实的基础。

内部审计方面,公司通过对下属国有独资、控股公司的财务收支、财务预算、财务决算、资产质量、经营绩效等进行监督和评价;对下属国有独资、控股公司负责人进行任期或定期的经济责任审计;对下属国有独资、控股公司重大财务异常情况进行专项经济责任审计;对下属国有独资、控股公司的大宗物资(劳务)和设备采购,基建工程和重大技术改造的立项、工程招(投)标、概(预)算、决算和竣工交付使用,对外投资等重大的经济活动进行审计监督,来完善公司内部控制制度,保障公司生产经营活动正常进行,实现国有资产的保值增值,并强化对下属公司的管理。

人力资源管理方面,公司基本建立了比较完善的绩效目标考核体系,目前已经实现对公司本部各部室和员工的绩效目标考核,2007年公司拟将考核范围扩大至公司所有下属企业

及其经营班子，并进一步细化考核指标，规范考核流程、提升考核水平，形成“责任明确、考核落实、奖惩都硬”的绩效评价工作机制，并建立起“管理人员能上能下，员工能进能出、工资能高能低”的与市场接轨的新型劳动用工分配制度，把企业、部室、员工的工作业绩与经济利益挂钩，强化员工执行力、激发和调动员工劳动积极性和创造性。另外，公司还对主要管理人员实现年薪制，并根据经营目标实现情况进行考核，起到了较好的激励作用。

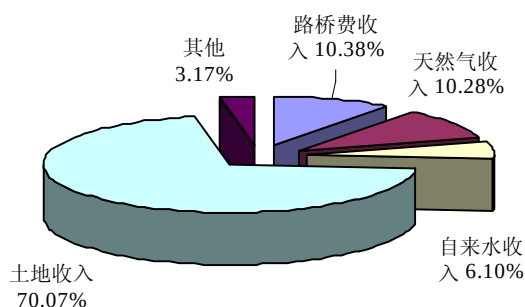
总体看，公司法人治理结构比较完善，管理水平能较好的适应公司发展需要，但公司对下属子公司的管理有待于进一步加强。

五、经营分析

1. 业务情况

公司是泸州市政府实施经营城市战略，加强基础设施、市政公用事业建设以及发展基础产业、高新产业、支柱产业的投融资平台，目前公司业务主要集中在土地开发、路桥、天然气、自来水等方面。2006 年公司实现主营业务收入 93161.67 万元，其中土地收入占 70.07%，路桥费收入占 10.38%，天然气收入占 10.28%，自来水收入占 6.10%（见图 1）。

图 1 2006 年公司主营业务收入构成情况



城市基础设施建设

（1）行业背景

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。由于城市基础设施建设

具有投资规模大、公益性强的经济外部性特征，过去相当长的时间内，政府一直是我国城市建设的唯一投资者。近几年，国家在继续保持财政资金对基础设施建设大力扶持的基础上，相继出台了一系列优惠和引导政策，改革投融资体制、引入竞争机制，有效促进了城市建设的快速发展。全国各地区城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高。我国政府已将实施“城镇化战略”作为 21 世纪中国迈向现代化第三步战略目标重大措施之一，城市人口将处在加速增长时期，对城市建设的需求非常强烈。

城市基础设施项目建设资金需求量大、回收期长，具有自然垄断性，通过垄断经营，可以为经营者带来巨大的经济利益。但是这种垄断特性也可能带来一定的问题与风险。首先，垄断可能导致资金使用效率的低下和服务水平的停滞不前。其次，从经营成本看，路产折旧和维护费用等刚性成本在总成本中占了很大的比重，不断提高的折旧和维护费用有可能导致公司盈利能力下降。此外，由于城市基础设施建设资金主要来源于政府资金，地方政府或有负债的不断增加，构成了潜在的政策性风险。因此，基础设施类公司经营业绩受地方政府的补贴政策、通行费收费政策和税收优惠政策影响很大。

（2）公司经营

公司从事城市基础设施建设的主要是基础公司，基础公司是泸州市政府授权经营国有资产的专业投资机构，是市政府在市属基础设施建设的投资主体，主要职能是：按政府的要求对市政、环保、交通、能源等基础设施产业的建设项目直接投资、参股；管好用好各项重点建设资金，对其直接投资、参股、控股的企业行使所有者权利，并负责国有资产的保值、增值，使其滚动发展；通过资本运营，盘活存量资产，发挥泸州市政府投、融资平台作用，增强融资能力。

基础公司“以基础建设为中心，以能源交通环保项目为重点，以投融资为基础职能，以资本市场为桥梁和纽带，以资本运营为主要手段”，朝着管理手段现代化、资产多元化的方向发展。目前基础公司正在进行的项目有泸州市绕城公路、泰安长江大桥引桥工程、叙威路改造工程等项目，并且争取到国家开发银行 6 亿元城建打捆项目贷款，截至 2006 年底，已获得贷款资金 4.8 亿元，保证了项目建设的顺利进行。

公司基础设施建设的主要收入来源是路桥收入，从表 2 可以看出，公司收费的路桥主要是大纳路、泸合路、泸隆路、沱二桥，近三年公司路桥收费保持了稳定的增长，年均增长 6.34%，2006 年为 9232.00 万元。随着车流量的进一步增加以及新的路桥建成投入使用，公司路桥方面的收入有望进一步增长。

表 2 近三年公司主要路桥收入情况（单位：万元）

项目	2004 年	2005 年	2006 年	增长率 (%)
大纳路	5341	5546	5304	-0.35
泸合路	692	813	858	11.35
泸隆路	1349	1416	1771	14.58
沱二桥	782	1058	1299	28.88
合计	8164	8833	9232	6.34

2007 年 6 月，公司成立城南公司，从事茜草长江大桥和沱江复线桥建设，泸州市国资委划拨 5 亿元作为城南公司的资本金，并且泸州市政府有可能授权城南公司从事沙茜片区开发项目（具体项目情况见表 8），公司未来在基础设施建设方面还有一定的发展空间。

天然气

（1）行业背景

燃气行业的活动主要包括利用煤炭、油、燃气等能源生产燃气，或外购液化石油气、天然气等进行输配、销售，及相关的维修和管理活动。

作为资源型产品，随着社会经济的发展和供求关系的变化，燃气价格已经呈现较大幅度的上涨。2006 年 12 月国家发改委起草的

资源性产品价格改革的方案——《关于深化价格改革促进资源节约和环境保护的意见》已获得发改委主任办公会议的原则通过。据此预计燃气价格在未来仍将持续上升，燃气业经营利润会有较大的提高。与此同时，外资大量进入城市燃气市场，燃气行业由垄断逐渐转向激烈的竞争格局，燃气行业的服务绩效也在不断提升。

根据《2006 年城市建设统计公报》，2005 年我国人工煤气供应总量 296.5 亿立方米，天然气供应总量 244.7 亿立方米，液化气供应总量 1263.5 万吨，用气人口 2.94 亿人，燃气普及率 76.1%。随着我国城市化进程的加速，“西气东输”等工程的建设和投入运营，我国对天然气的需求增长将保持每年 15% 以上。

总体来看，燃气业市场化进程正在加快，天然气资源的开发、建设和利用，使城市燃气的发展进入一个新的发展时期。

（2）公司经营

公司从事天然气业务的主要是天然气公司。天然气公司成立于 2003 年 12 月 6 日，是由原具有 41 年经营历史的泸州市天然气公司改制而来。目前天然气公司拥有城市高中压天然气输气干管 280km，输配气站 7 座，高压储配站一座，CNG（压缩天然气）汽车加气站两座（其中日供气量 12000m³ 一座，日供气量 20000m³ 一座），CNG/LPG（液化石油气体）钢瓶检测站一座，用户数达 12 万户，用气人口近 32 万。

泸州市地处川南气田中心，有丰富的天然气资源作保证，一些不具备并入省内大输气管线的中低压气可供城市使用，同时泸州市贫油，液化石油气价格偏高，考虑到资源因素和价格因素，天然气在城镇家庭用户、公建及商业用户中具有相当的竞争力，这保证了公司天然气业务将保持稳定的增长。从表 3 可以看出，近三年公司天然气生产量、销售量、用户数以及输气管道都保持了稳定的增长，年均增长分别为 6.29%、8.49%、8.71% 和 12.82%。

公司主要负责泸州市中心半岛、城西新区、小市、城北新区、鱼塘和高坝城东新区、沙湾和茜草片区、安富河东、河西新老城区的天然气供应，但由于泸州市市区分片供气，各个气源独立，导致中心城区及新区天然气气源不足，从而将制约公司天然气业务的发展。同时由于天然气特许经营的特性，公司向区域外发展天然气业务的空间受到限制。

表3 2004~2006年天然气公司主要经营指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	增长率 (%)
管道燃气生产量 (万立方米)	6060	6638	6846	6.29
管道燃气销售量 (万立方米)	5623	6326	6618	8.49
管道燃气累计 用户数 (万户)	11	12	13	8.71
高中压天然气输气 主干长度 (公里)	220	250	280	12.82

表 4 是近年公司天然气销售价格，近年由于天然气出厂价格上涨，公司天然气销售价格相应进行了调整，由于公司对天然气出厂价格无法控制，但天然气价格上涨必须经过政府批准，而政府调整天然气销售价格要考虑购气成本上涨、各方承受能力和听证代表意见，因此公司天然气销售价格上涨的幅度和时间一般落后于天然气出厂价格的上涨，对公司天然气经营的利润空间产生实质性影响。

表 4 近年公司天然气销售价格 (单位: 元/m³)

用气类型	2004 年 5 月 1 日前	2004 年 5 月 1 日	2006 年 3 月 1 日
民用气	1.08	1.23	1.40
工业用气	0.80	0.93	1.13
公用气	1.23	1.40	1.60
商业用气	1.58	1.75	1.95
火锅用气	1.83	2.00	2.20

注：民用天然气价格 1.40 元/m³，从 2006 年 6 月 1 日执行

2006 年公司销售天然气 6618 万 m³，新安装天然气约 1 万户；改造中压天然气输气主干 19.45km，完成沱三桥过江天然气管线工程、城西 CNG 加气站和城西储配站；争取到城南新区南片区的供气权。2006 年公司天然气业务实现

主营业务收入 9579.24 万元，较 2005 年增长 26.76%。

根据“十一五”规划，天然气公司将完善城区天然气高压管网和输配系统，形成高压走廊，使各组团间联系更加紧密，建设川南干线和城区输配系统相连的输气通道，以保证整个管网系统的平稳供气，满足整个城市的供气需要，同时也可以改变公司天然气业务发展受制约的不利局面，保持业务的稳定发展。具体措施是：到 2010 年底，天然气公司将新安 40km 主干管，60km 支线管，使得整个新开发区全部覆盖配气干管；改造主干线 20km，支线管 40km，并分批改造完已达到使用年限的天然气管道；在城西新区新建一座 20 万立方米储配站和一座 CNG 站，在沙湾新建一座门站，在城北、高坝各新建一座配气站；合并和拆除鱼塘站、一号站、广凤站，公司预计上述投资达 11496 万元。

水 务 业

(1) 行业背景

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。由于水务项目投资规模大、回收期长，行业具有典型的自然垄断属性和规模经济效应。但受供排水管网分布的地域限制，水务企业服务范围大多具有一定的区域局限性。

“水资源短缺、水污染严重”一直是制约我国社会发展的突出矛盾之一。近年来，随着对资源及环保问题重视程度的提高，政府相继出台了鼓励水务发展的城市供水价格改革措施及污水处理等政策措施，例如在水务领域积极推动多元化投资政策，向民间资本开放水务运营市场，民营资本、国外资本开始相继进入我国水务市场，水务投资主体开始多元化。此外，国家还采取了逐步推行水价的市场化定价机制，提高污水处理费等措施。但目前，我国水价仍由地方政府控制，且价格管制政策在相当长的一段时间内仍然存在；与成熟水务市场相比，我国水价中所包含的水资源费和污水处理

费占比偏低，水价构成仍然不尽合理，现行水价政策对水务企业经营业绩起到决定性的影响。

2007年2月国家发改委、水利部、建设部发布了我国第一个节水型社会建设规划《节水型社会建设“十一五”规划》，根据规划，“十一五”期间，我国将扩大水务领域投资，逐步提高水资源使用价格，全面建设节水型社会。预计这期间水务行业总投资预计将达到一万亿元，其中供水领域7000亿，污水处理领域3000亿元。从供水行业看，随着城市化进程的加快，人口的增加和人均拥有水资源的下降，未来水价将存在较大的上升空间，预计供水行业年产值从“十一五”初的600-700亿元提高至“十一五”末的1500-2000亿元，年增长率将保持在15%左右。从污水处理行业看，由于国家及各级政府对城市污水处理及其产业化发展都十分重视，污水处理、再生水等行业也将面临广阔的发展空间，行业发展潜力巨大。

（2）公司经营

公司从下属水务公司于2002年7月由原泸州市自来水公司改制而来，主营自来水生产与销售、管道安装、市政工程设计，目前拥有供水人口53.6万，供水面积52平方公里，DN100以上输水主管361公里。

近年水务公司通过接收、购买纳溪区、合江县等区、县的11家供水企业，初步建立了泸州统一的供水体系，规模经营优势显现。2005年水务公司获得泸州市城市供水30年特许经营权，水务公司的长远发展得到保障。

从近三年水务公司经营指标看，水务公司经营比较稳定。2006年，水务公司新安装直径100mm以上供水干管17公里，完成泸州市自来水管网GIS信息系统数据测试和北郊水厂二期工程土建、设备采购与安装项目，解决了泸州城西新区和合江县城的供水问题。

表5 2004~2006年水务公司主要经营指标

项 目	2004年	2005年	2006年	增长率 (%)
平均日制水量 (万立方米)	11.5	11	11.7	0.87
供水量(万立方米)	3946	3942	3945.7	0
售水量(万立方米)	3107	3177	3391	4.47
自来水用户数 (户)	178600	183175	185437	1.90
管网水质综合合格率	99.95	99.75	99.65	-0.15
电耗平均值 (千瓦时/立方米)	0.582	0.588	0.583	0.09

数据来源：公司提供

表6是公司自来水价格情况，由于受制水主要原辅材料、动力价格上涨等因素的影响，公司自来水成本增大，公司目前着手进行要求上调水价的准备工作。

近三年公司自来水实现收入分别为4800.84万元、4879.66万元和5685.64万元，年均增长8.83%。

表6 公司自来水价格情况(单位：元/吨)

用水类别	2003年9月9日前	2003年9月10日后
生活用水	1.3	1.68
行政事业用水	1.3	1.9
工业用水	1.4	1.8
经营服务用水	1.65	2.4
临时用水	1.75	2.7
特种行业用水	2.3	3.8

污水处理方面，公司从事污水处理的主要是泸州市江阳污水处理有限公司，其是四川省3个城市污水处理运行最好的公司之一，排水水质稳定，目前已达到《城镇污水厂污染物排放标准》一级标准的要求。从表7看，公司目前污水处理量还小，但是增长很快，近三年公司污水处理量年均增长33.24%，2006年为1012.67万立方米；污水处理率也得到提高，2006年为77.07%。

近三年实现污水处理收入分别为 304.22 万元、446.98 万元和 434.26 万元，年均增长 19.48%。

表 7 2004~2006 年公司污水处理情况

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
污水排放量 (万立方)	1223.77	1265.42	1314	3.62
污水处理量 (万立方)	570.4	804.96	1012.67	33.24
污水处理率 平均值 (%)	46.61	63.61	77.07	28.59

其他

土地开发方面，2003 年 6 月，泸州市土地收购和开发中心划归公司，给公司带来了较大的收入和利润，2006 年公司土地收入 65281.66 万元，在公司主营业务收入中的占比为 70.07%；毛利润 28271.52 万元，占公司毛利润的 78.60%。2007 年 3 月，泸州市土地收购和开发中心从公司划出，其划出对公司收入和利润产生较大一定影响，预计公司总收入和利润在短期内将会有较大幅度的下降。但土地收储中心从公司资产中划出并不影响公司对贷款的偿还和政府土地收益补助对公司的划拨，公司在不拥有土地资产（主要是泸州市二环路沿线 9000 亩土地）的同时，仍享有其收益权。

担保方面，担保公司积极搭建政府、担保机构及企业联动的新型担保体系，一方面通过转变业务重点，由过去只针对市属企业及项目扩展到主要支持县区中小企业发展，扩大业务规模。2006 年担保将合作的县区由上年的 3 个扩大为 5 个；另一方面公司通过要求县区财政部门推荐并为需要贷款的中小企业提供反担保，使得担保公司在规模扩大的同时，降低了经营风险。

2006 年担保公司注册资本由 2000 万元增加到 5000 万元，新增贷款担保授信额度 1.5 亿元，极大地增强了担保公司的资金实力、贷款担保的规模和能力。在此基础上，泸州市还将获得国家开发银行四川省分行授信 2 亿元的中

小企业打捆贷款，由担保公司委托银行直接贷款给泸州市中小企业。2006 年底，担保公司担保贷款余额 1.27 亿元，较上年增加 7617 万元，累计担保贷款超过 2 亿元。成为泸州市担保业务最大的担保机构。2006 年担保公司实现收入 184.92 万元，较 2005 年增长 61.02%。目前担保公司收入较少，但增长幅度快，预计未来仍将会有较大幅度增长。

股权投资方面，2006 年 11 月，公司以每股 12.22 元购买泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）（证券代码 000568）定向增发股票 1589.6 万股，成为该上市公司第二大股东。该部份股票即将在 2007 年 12 月解除限制上市交易；2007 年 8 月 16 日，泸州市政府国有资产监督管理委员会以泸国资委发[2007]189 号“关于同意将国泰君安股权无偿划转泸州市兴泸投资集团有限公司的通知”文，将泸州鸿阳国有资产投资经营集团有限公司持有的国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）股份 3970.8305 万股（占国泰君安总股本的 0.84%）和国泰君安投资管理股份有限公司股权 403.3398 万股无偿划转给公司；截至 2007 年 9 月底，公司已收购泸州市商业银行法人股近 1000 万股；按照泸州市政府对泸州市商业银行增资扩股方案，在 2007 年年底，公司将增持泸州市商业银行法人股到 3000 万股。

公司持有泸州老窖股票以 2007 年 10 月 15 日 70 元/股的收盘价计，如公司全部套现，可以实现收入 11.11 亿元；另外，2007 年上半年，泸州老窖每股收益 0.29 元，如全部分红，公司可实现分红收益 460.98 万元，同时考虑到泸州老窖的经营情况，公司长期持有其股票每年可获得近千万元的投资收益；2007 年上半年国泰君安每股收益 0.834 元，如全部分红，公司可实现分红收益 3311.67 万元；另外，国泰君安目前正在上市准备工作，如国泰君安成功上市，公司全部套现，可获取较大的即期收益。

总体而言，从目前公司持股情况以及公司经营情况看，如公司长期持有，可以给公

司带来一定的投资收益，如公司减持或全部套现，可以为带来规模较大的即期收益。

2. 经营效率

近三年，随着资产的划拨以及公司投资规模加大，公司资产规模保持了较快的增长，年均增长 12.76%；主营业务收入和营业利润分别以 68.55% 和 20.76% 的速度增长；所有者权益增长 7.58%；截至 2006 年底，公司资产总额 483329.60 万元，所有者权益 225943.69 万元，主营业务收入 93161.67 万元，营业利润 14874.10 万元。2007 年 3 月泸州市土地收购和开发中心划出对公司资产规模以及收入规模产生一定不利影响。

从经营效率指标看（见附件 4），近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所上升，2006 年分别为 2.80 次、0.76 次和 0.20 次，公司经营效率基本正常。

3. 未来发展

公司中长期战略目标是：发展成为具有明显现代企业特征的产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的，旗下拥有一家或多家境内外

上市公司的，具备雄厚的资本营运、技术创新、市场开拓等方面实力和优势的大型企业集团。具体措施是：公司将紧密结合国家的西部大开发战略，经过近期（3 年内）资产整合或资产重组，在中期（3—5 年）培育出一家上市公司，大力开展资本运营，使公司逐渐步入良性循环发展轨道，远期（5—10 年）除保留原定基本投资方向，并且在突出主业、增强竞争优势的前提下充分利用自身的经济实力、技术优势、融资渠道、人才积累，以集团公司为母体、以资本为纽带、以市场为目标、以利润为动力，开展多方位经营、跨地域经营。结合市场热点，适时进军高技术、生物工程等前沿领域。

除了公司债券项目，公司未来主要投资项目是：新建地方铁路叙永至大村铁路项目、加大对四川天华富邦化工有限责任公司的投资、“西部化工城”纳溪工业园区项目和沙茜片区开发项目。上述项目投资规模大，公司资金主要来自政府的支持，因此政府对公司的支持力度大小将会影响项目的顺利进行以及公司能否在未来从项目中获取较大的收益。如若上述项目能获得政府支持，公司未来资产规模、收入和盈利水平将会大幅提高。

表 8 公司未来主要投资项目情况（不含公司债券项目）

项目	叙永至大村线建设项目	加大对四川天华富邦化工有限责任公司的投资	“西部化工城”纳溪工业园区项目	沙茜片区开发项目	茜草长江大桥和沱江复线桥
总投资、规模	29.7 亿元	---	---	总投资 50 亿元，总规划面积 19 平方公里	55850.74 万元
资金来源	地方出资约 9 亿元，占项目资本金 60%；公司利用政府支持出资约 6 亿元，占项目资本金 40%；其余通过银行贷款	---	土地入股	项目启动资本金 30 亿元，由公司出资 15 亿元（政府注资），银行贷款 15 亿元解决，后期建设资金公司将通过滚动开发片区内土地解决。	泸州市国资委划拨 5 亿元作为资本金
项目情况	建设期 3 年，已经四川省发改委批准立项，项目建设主要为四川省急待开发的国家型煤炭基地——古叙矿区服务。	前期 1，4—丁二醇及其下游产品项目总投资 58500 万元，已于 2006 年 5 月建成投产，生产能力为 2.5 万吨，并实现当年投产当年见效。	政府拟将园区内市值达 3 亿元的土地划拨公司，公司以土地入股方式与泸天化集团等泸州市化工龙头企业共同建设。	通过对现有建设用地的置换和改造，将形成以高档商务办公、文化娱乐、渡假休闲等职能为主的专业型城市功能组团	茜草长江大桥总长 1462 米，其中主桥 560 米，东西岸引桥、引道各长 582 米、320 米，按双向六车道建设。
备注	---	获得投资收益	土地划拨取决于政府，具有一定不确定性。	政府对公司的注资、开发模式以及公司在项目开发中的地位尚具有一定不确定性。	成立泸州市城南投资开发有限公司

六、财务分析

1. 财务概况

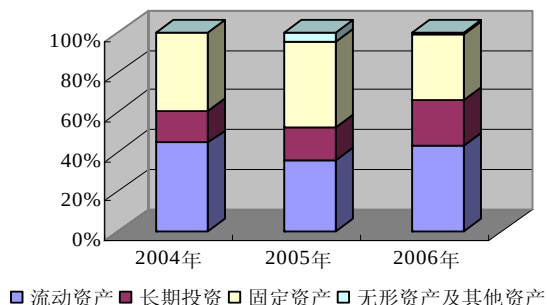
公司提供的 2004 年~2006 年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。近三年公司合并报表范围变化不大。

截至 2006 年底，公司（合并）资产总额 483329.60 万元，所有者权益 225943.69 万元，少数股东权益 3660.77 万元；2006 年公司实现主营业务收入 93161.67 万元，利润总额 14884.59 万元。

2. 资产质量

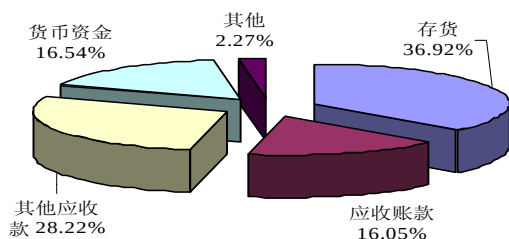
近三年公司资产构成有所变化（见图 2），其中长期投资占比上升，流动资产和固定资产占比有所波动，整体有所下降。截至 2006 年底，公司资产总额 483329.60 万元，其中流动资产占 42.90%，固定资产占 33.77%，长期投资占 22.79%，无形资产及其他资产占 0.54%。

图 2 近三年公司资产构成情况



从流动资产构成情况看（见图 3），截至 2006 年底，公司流动资产总额 207369.47 万元，其中存货占 36.92%，其他应收款占 28.22%，货币资金占 16.54%，应收账款占 16.05%，其他占 2.27%。

图 3 2006 年底公司流动资产构成



近三年公司应收账款增长较快，年均增长 27.78%，主要是土地收购储备中心出让土地款大幅增加。截至 2006 年底，公司应收账款余额 37660.16 万元，其中账龄在 1 年以内的占 44.69%，1~2 年的占 40.64%，3 年以上的占 14.67%，账龄偏长；从集中度看，公司前五名债务人欠款金额 25518.18 万元，占应收账款余额的 67.76%，集中度高；公司按余额百分比法和个别认定法提取坏账准备，2006 年公司坏账准备余额 4368.92 万元，占应收账款余额的 11.60%。

近三年其他应收款年均增长 15.04%，主要是泸州市财政局代收土地出让金和为泸州市财政局代付国家开发银行利息所致。截至 2006 年底，公司其他应收账款余额 63883.53 万元，其中一年以内的占 78.46%，以一年以内的为主。从集中度看，公司前五名债务人欠款金额 53255.09 万元，占其他应收款余额的 83.36%，主要是泸州市财政局、交通局所欠公司款项，发生坏账损失的可能性小。

近三年存货年均增长 6.84%，截至 2006 年底，存货余额 76561.98 万元，主要是开发产品和开发成本，其占比分别为 76.96%和 14.47%，主要是土地收购储备中心进行土地购买、开发所形成，其发生跌价损失的可能性小，变现能力强。

截至 2006 年底，公司固定资产原值 151133.19 万元，其中公路桥梁占 64.27%，房屋及建筑物占 22.97%，专用设备占 11.23%，较 2005 年底减少 16.67%，主要原因是：2006 年 12 月 30 日，根据泸州市国资委泸国资委发（2006）233 号文，原属公司的泸州市市属行政、事业单位经营性资产无偿划拨出去减少固定资产原值 35897.67 万元。公司在建工程 28908.95 万元，主要是公路、桥梁以及北郊水厂二期工程等项目。

近三年公司长期股权投资年均增长 20.83%，2006 年底为 78240.33 万元；长期债权投资年均增长 116.51%，2006 年底为 31914.79

万元。近年公司长期投资规模增大，体现公司以参股方式获取投资收益的经营战略。2006 年实现投资收益 146.14 万元，收益较低，主要是所投资四川纳叙铁路有限公司还在建设中，效益将在未来几年显现，2006 年 11 月公司认购的泸州老窖股份有限公司的新股尚未变现。

近三年无形资产变化大，2006 年底为 2508.93 万元，较 2005 年底减少 87.43%，主要原因是：2006 年 12 月 30 日，根据泸州市国资委泸国资委发（2006）234 号文，将原泸州市园艺科学研究所及泸州市农作物原种繁殖场土地产权收回划出土地使用权 17753.23 万元。

截至 2007 年 6 月底，公司合并资产总额 423408.87 万元，较 2006 年底减少 12.40%，主要是土地收储中心划出所致。资产中固定资产占 41.20%，流动资产占 31.64%，长期投资占 26.52%，无形资产及其他资产占 0.64%，流动资产占比较 2006 年底降低，固定资产占比上升，主要是土地收储中心划出导致流动资产中存货与应收账款大幅减少。

总体看，公司资产质量较好，存货变现能力强，应收款项坏账准备计提较充分，质量较好。土地收储中心划出对公司资产总量及构成影响较大。

3. 负债和所有者权益结构

截至 2006 年底，公司所有者权益 225943.69 万元，其中实收资本 84.85%，未分配利润 12.98%，盈余公积 2.17%，公司所有者权益以实收资本为主，近年公司资产划入划出、政府注资比较频繁，公司实收资本波动较大。2007 年 6 月底，公司所有者权益 230260.86 万元，与 2006 年底相比，变化不大。

截至 2006 年底，公司负债总额 253725.13 万元，其中流动负债占 44.42%，长期负债占 55.58%，考虑到公司业务性质以及长期项目多的特点，公司债务结构合理。流动负债中，其他应付款占 51.08%，短期借款占 32.06%，应付账款占 7.28%，其中其他应付款主要是土地款

和工程补助款。长期债务中，长期借款占 64.62%，长期应付款占 23.19%，专项应付款占 12.19%，其中长期应付款主要是转贷国债资金和公共管网建设基金等。

近三年公司资产负债率有所波动，整体处于上升水平，2006 年底为 52.50%，仍处于正常水平；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动中下降，2006 年底分别为 35.88%和 28.41%，公司债务负担基本合理。

2007 年 6 月底，公司负债总额 189518.71 万元，较 2006 年底减少 25.31%，资产负债率 44.76%，较 2006 年底有较大幅度下降；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 31.32%和 26.37%，公司债务负担进一步减轻。

以 2006 年底公司财务数据为基准，不考虑其他因素，本期 7 亿元公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率模拟值分别为 58.50%和 46.36%，公司债务负担有较大幅度上升，本期公司债券的发行对公司整体债务水平影响大。

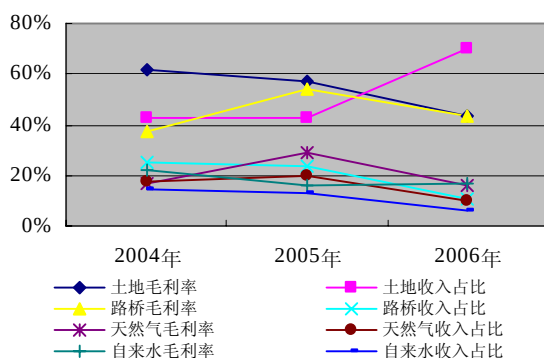
4. 盈利能力

近三年由于土地收储中心出售土地较多，公司主营业务收入保持了年均 68.55%的高速增长速度，2006 年为 93161.67 万元。

从图 4 可以看出，近三年土地收入在公司总收入中的占比逐年提高，2006 年为 70.07%，占主导地位，毛利率受土地成本上升影响，逐年下降，2006 年为 43.31%，仍处于较高的水平，土地是公司主要的收入和利润来源；路桥收入在公司收入中的占比下降较快，2006 年为 10.38%，其毛利率有所波动，2006 年较 2005 年下降较多，为 43.53%，主要是路桥折旧按新的车流量测算导致成本增加较多所致；天然气收入在公司收入中的占比整体下降，2006 年为 10.28%，其毛利率有所波动，2006 年为 16.21%，主要是天然气出厂价格增长幅度高于天然气出售价格的增长幅度；自来水收入在公司收入的占比下降较快，2006 年为 16.39%，毛利率也整

体下降，2006 年为 16.39%。

图 4 公司主要业务收入占比及毛利率情况



近三年，公司主营业务利润率在成本上升的影响下，整体呈下降趋势，分别为 41.79%，45.35%和 38.45%，但仍处于较高的水平，公司主营业务盈利能力较强。

近三年公司总资本收益率分别为 4.09%、3.41%和 5.22% 净资产收益率分别为 4.88%、3.40%和 6.51%。作为主要从事基础设施类建设的公司，公司盈利水平正常。

但 2007 年 3 月，土地收储中心从公司划出，预计对公司收入和利润将产生较大影响，未来公司能否保持较高的收益水平在很大程度上取决于地方政府对公司的支持力度、划入资产以及所从事项目的经营情况、在资本市场的投资收益等因素。

2007 年上半年，公司实现主营业务收入 35909.74 万元，利润总额 12414.93 万元。

5. 现金流量

经营活动方面，近三年随着收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持了较快的增长速度，年均增长 53.22%，2006 年为 85326.31 万元；由于公司收到投资款、补助款等其他与经营活动有关的现金增加较多，公司经营活动产生的现金流量净额持续好转，近三年分别为-413.99 万元、5299.39 万元和 27076.01 万元。近三年公司现金收入比率分别为 110.83%、107.97%和 91.59%，收入实现质量下降，主要是公司土地出让方面应收款项增加所

致。

投资活动方面，近三年公司在长期投资方面保持了较大的规模，并且增长速度快，同时公司在公路、桥梁等基础设施方面保持了较大的投资规模，公司投资方面的支出大，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-19518.00 万元、-35653.81 万元和-36673.60 万元。由于投资规模大，公司经营活动产生的现金流量净额不能满足公司投资活动对资金的需求，近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-19932.00 万元、-30354.42 万元和-9597.59 万元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 4629.86 万元、19298.43 万元和 18826.21 万元。公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和吸收投资，流出主要是偿还银行借款和分配利润或偿还利息。

综合以上，近年公司经营活动获现能力持续加强，但由于投资支出大，公司需要不断增加银行借款以满足投资需求，公司对外部融资具有依赖性。土地收储中心划出后短期对公司经营活动获现能力产生不利影响。但公司持有的“泸州老窖”限售流通股将于 2007 年 12 月上市流通，这有利于提高公司的投资活动获现能力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006 年底公司流动比率和速动比率分别为 184.00%和 116.07%，指标正常。近三年公司筹资活动前现金流量净额为负。2006 年公司经营现金流动负债比率为 24.03%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力一般。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 利息保护倍数分别为 4.42 倍、4.20 倍和 6.06 倍，EBITDA 对利息的保护能力一般。2006 年底公司债务保护倍数为 0.16 倍，公司对全部债务的保护能力一般。

表 9 是 2006 年底公司长、短期借款偿还期

限分布，公司长、短期借款分布比较均匀，有利于公司债务偿付安排。

表 9 2006 年底公司长、短期借款偿还期限分布

偿还时间	偿还金额（万元）
2007 年	37825.00
2008 年	26490.00
2009 年	12400.00
2010 年	13000.00
2011 年	11700.00
2012 年	11900.00
2013 年	7000.00
2014 年	4848.00
2015 年及以后	2105.17

截至 2006 年底，公司下属泸州市水务（集团）有限公司控股子公司——合江水业有限公司向泸州市工商银行合江县支行短期抵押贷款 316.00 万元和长期抵押贷款 1020.00 万元，目前已逾期，该笔贷款系泸州市水务（集团）有限公司收购合江水业有限公司以前的债务，在收购前已逾期。2005 年泸州市工商银行合江县支行实施不良资产剥离，该债权转给中国长城资产管理公司成都办事处。目前合江县政府已出面与中国长城资产管理公司成都办事处协商打折回购该债务，已达成口头协议，将于 2007 年年底以前清偿该笔贷款。

截至 2006 年底，公司对外担保余额 18624.00 万元，其中四川纳叙铁路有限责任公司 18424.00 万元。四川纳叙铁路有限责任公司主要从事隆叙铁路纳溪至叙永段项目建设，公司占其 35%股份，相对控股。

截至 2007 年 5 月底，公司中行、建行、工行、农行、开行、泸州市商行共获得银行授信 156070.00 万元，其中未使用 62500.00 万元，公司间接融资渠道畅通。

七、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权其泸州分行和泸

州市商业银行共同提供无条件不可撤销连带责任保证担保。建设银行担保范围包括：本期债券本金柒亿元及前五年利息（累计不超过壹亿柒仟伍佰万元），以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；泸州市商业银行保证范围包括：除建设银行担保柒亿元债券本金及壹亿柒仟伍佰万元利息以外的债券利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

另外，根据泸州市人大泸人发（2007）15 号文件，在债券存续期间 10 年内，泸州市财政每年安排给兴泸集团公用事业补贴收入 3645 万元（含债券利息和相关费用，具体金额据实核定），专项用于本期债券利息的支付；从债券存续第 7 年起，泸州市财政第一年再安排 1 亿元，后三年每年再安排 2 亿元，共计 7 亿元的公用事业财政补助收入给公司，专项存入还债保证金账户内，以保证债券到期时，及时兑付债券本金。

担保方式：连带责任保证。

2. 担保人担保能力分析

建设银行

建设银行前身是 1954 年成立的中国人民建设银行，后者在 1996 年更名为中国建设银行，是中国四大国有控股商业银行之一。经中国银监会批准，原中国建设银行于 2004 年 9 月成立中国建设银行股份有限公司，承继了原中国建设银行的商业银行业务和相关的资产和负债。建设银行在 2005 年先后引入美国银行、新加坡淡马锡控股私人公司等国际战略投资者之后，于同年 10 月在香港上市，成为中国四大商业银行首家在海外上市的银行。

截至 2006 年底，建设银行共发行股份 22468908.4 万股，公众持股量约占 25.92%。建设银行的主要股东持股比例为：中央汇金投资有限责任公司持股 61.48%、中国建银投资有限公司持股 9.21%、美国银行持股 8.52%、淡马锡间接持股 6.04%（包括亚洲金融控股持股的

5.88%)、上海宝钢集团公司持股 1.34%、国家电网公司持股 1.34%、中国长江电力股份有限公司持股 0.71%。

截至 2006 年 12 月 31 日，建设银行在中国内地设有 13629 个分支机构，并在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京及首尔设有分行，在伦敦、纽约设有代表处，拥有员工 297506 万人。

2006 年底，建设银行资产总额 54485.11 亿元，负债总额 51183.07 亿元，所有者权益为 3301.09 亿元(不包括少数股东权益)。2006 年度，建设银行全年实现经营收入 1515.93 亿元，税前利润 657.17 亿元，净利润 463.19 亿元。

行业分析

银行业在我国金融业中处于主体地位。2006 年底，银行业金融机构境内本外币资产总额达到 43.95 万亿元，约占全部金融资产的 73.25%。截至 2007 年 3 月底，我国共有各类银行业金融机构 3 万多家。

在全部银行业金融机构资产中，国有商业银行资产总额占比为 51.3%，呈逐步下降趋势，但仍处于行业领导地位，对银行业的发展和稳定起着举足轻重的作用。股份制商业银行持续快速发展，资产总额占比达到 16.2%，已成为银行业中一支不可忽视的重要力量；城市商业银行作为区域性的银行业金融机构，竞争力受到地域限制，但增长速度较快，已经成为银行业中一个生力军。随着市场主体的增多，银行业竞争也越来越激烈。

从 2003 年开始，我国经济增长一直在 10% 左右平台上运行，2006 年 GDP 总量 20.94 万亿元，增长率为 10.7%。这个时期，信贷增速过快是金融运行的一个突出特点。政府适时出台了一系列宏观调控政策措施，有效地避免了经济运行由偏快转向过热，以保持经济平稳增长。2007 年有利于我国经济发展的积极因素仍将占主导地位，预计国民经济仍将保持平稳发展。

国民经济持续快速发展，消费需求的逐步增长，企业效益的明显改善，城乡居民收入的

不断提高等，均为银行业的持续良性发展提供了坚实的基础。

新的《企业所得税法》实施后，对提升银行的盈利能力、改善银行业绩有着积极的作用。

在此背景下，再加上国家对银行业的大力支持，监管力度的加大、监管水平的提高，以及银行业自身的努力，我国银行业资产质量持续提升，资本充足率不断提高。截至 2006 年底，国内主要商业银行（指 4 家国有商业银行和 12 家股份制商业银行）按贷款五级分类的不良贷款余额为 11701.8 亿元，比年初减少 494.6 亿元；不良贷款率为 7.51%，比年初下降 1.38 个百分点。商业银行不仅总体上保持不良贷款余额和比例“双下降”的趋势，而且实现了各类商业银行不良贷款的全面“双降”。资本充足率达标银行达到 100 家，比 2006 年增加 47 家，达标率为 66.7%，资本充足率达标银行资产占商业银行总资产的 77.4%，比 2005 年末提高 2.3 个百分点。

总体看，目前我国经济运行良好，银行业稳定发展，国家对银行业给予了大力支持，商业银行的整体行业经营风险较低。

在对中国银行业积极评价的同时，我们也看到存在的一些问题。如部分商业银行和信用社依然处于改制阶段，不可预期因素依然很多。通过政府注资获得盈利能力的银行如何把这种能力内生，股份制银行如何克服发展中的瓶颈，使自身的发展具有可持续性，是这些银行需要继续面对的挑战。一些银行的改制初始于本轮经济周期上升阶段，还没有接受一个完整经济周期的考验。银行业的创新方兴未艾，未来的几年对银行的发展至关重要。

建设银行是我国主要商业银行之一，在银行业中具有重要的地位。建设银行的股改得到了中央政府大力支持，并得到了大额注入资金。中央汇金投资公司代表中央政府持有建设银行 61.48% 的股份，为最大股东，并处于绝对控股地位。我们认为建设银行可获得中央政府的强力支持。

公司治理及战略分析

建设银行通过股改，引入国内外战略投资者，形成了多元化的股权结构，有力地推动了公司治理结构的完善，使股东大会、董事会、监事会和高管层权责更加明确并有效地相互制衡。2005 年 10 月，建设银行在香港成功上市，表明建设银行治理结构和内控机制建设取得良好进展。建设银行通过与境外战略投资者开展经验共享和培训等合作方式，汲取先进的经验，有利于提升公司治理水平。

在外资银行和国内同业竞争更加激烈的背景下，建设银行制定了长远的战略措施：加快业务结构调整，不断加强产品和服务创新；重点发展沿海主要城市，将资源向沿海地区集中，加快发展中国内陆各省会城市；积极稳妥地开展海外扩张，2006 年收购了美国银行（亚洲）有限公司，加快了海外业务发展。建设银行根据经营环境变化所制定并实施的战略举措有利于建设银行巩固自身优势，提高市场竞争力。

业务发展

2004-2006 年，建设银行贷款及垫款净额年均复合增长率为 13.42%；存款年均复合增长率 16.29%。截至 2006 年底，贷款及垫款净额 27959.76 亿元，比 2005 年底增加 4006.63 亿元，增幅为 16.73%；存款余额 47212.56 亿元，较 2005 年增加 7152.10 亿元，增幅为 17.85%。

在存款方面，2006 年建设银行国内活期存款增幅为 19.51%，在国内客户存款中的占比为 55.83%，定期存款增幅为 14.17%。大量沉淀的活期存款以及快速增长定期存款为建设银行提供了稳定的资金来源。

在贷款方面，建设银行实施行业发展战略，加大对能源、交通运输和石油化工等行业的支持力度，同时控制向钢铁、电解铝、水泥等产能过剩行业的信贷投放，逐步从产能严重过剩的行业中退出。通过对信贷投放结构的调整，建设银行不良贷款率从 2004 年的 3.92% 下降到 2005 年的 3.84%。2006 年，建设银行不良贷款额和不良贷款率保持双下降，不良贷款额比

2005 年减少了 0.70 亿元，不良贷款率下降至 3.29%。

总体看，建设银行近年来存贷款业务稳步增长，不良贷款率逐年下降。

资产质量

2004-2006 年，建设银行资产总额年均复合增长率为 18.05%。截至 2006 年 12 月 31 日，建设银行资产总额 54485.11 亿元，其中客户贷款及垫款净额占比 51.32%，投资占比 35.04%。

2004-2006 年，建设银行投资总额持续增长，年均复合增长率为 31.29%。2006 年底，建设银行投资余额为 19093.92 亿元，比 2005 年增长 35.05%。

2006 年底，贷款及垫款总额为 28736.09 亿元。其中，正常类贷款占比 87.46%；关注类贷款得到了进一步压缩，其占比由 2004 年的 16.70% 下降至 9.25%；不良贷款额为 943.99 亿元，占比 3.29%。2006 年建设银行贷款减值准备金率由 2004 年底的 61.64% 提高到 82.24%。

总体看，建设银行资产规模稳步扩大，不良贷款率较低，贷款减值准备金率逐年提高。

盈利能力

2004-2006 年，建设银行经营收入年均复合增长率 15.33%。建设银行成本控制成效明显，成本收入比逐年下降。

表 10 建设银行经营指标

指标	2004 年	2005 年	2006 年
经营收入(亿元)	1139.76	1287.14	1515.93
净利润(亿元)	490.40	470.96	463.19
成本收入比	46.87%	45.13%	43.97%
调整后平均资产回报率	0.90%	0.92%	0.92%
调整后平均股东权益回报率	17.99%	17.70%	15.00%

注：成本收入比 = 一般及行政费用 ÷ 经营收入

调整后平均资产回报率及平均股东权益回报率是按调整后净利润计算所得，调整后净利润是指扣除中国政府给予建设银行作为重组一部分的所得税税收优惠，相关调整后指标按此计算所得。该部分税收优惠政策已于 2005 年 6 月 30 日期满。

数据来源：建设银行 2006 年年报

2006 年实现收入 1515.93 亿元，比 2005 年增长 17.78%。其中净利息收入 1403.68 亿元，较 2005 年增长 20.43%，占经营收入的 92.59%；净手续费及佣金收入增幅达到 60.51%，占经营

收入的 8.95%。

2006 年建设银行实现净利润 463.19 亿元，剔除与重组相关的税收优惠政策影响后，比 2005 年增长 18.02%。

总体而言，建设银行盈利能力强且稳定。

资本充足性及偿债能力

建设银行资产流动性充裕，短期支付能力强。截至 2006 年底，建设银行人民币资产流动性比例为 39.05%，外币资产流动性比例为 200.36%。

建设银行经营活动产生的现金能力逐年提高，经营性现金流充裕。2006 年建设银行经营活动产生的现金流入净额为 4127.59 亿元，较 2005 年增长 36.02%。

建设银行通过股改上市，发行次级债券，资本金得到充实。2005 年底建设银行资本充足率为 13.59%，核心资本充足率为 11.08%。由于业务的快速发展，2006 年建设银行资本充足率比 2005 年有所下降，截至 2006 年 12 月 31，资本充足率为 12.11%，核心资本充足率为 9.92%。

综合评价

通过股改、上市，建设银行由国有独资银行成为一家公众持股的银行。虽然股权结构发生了变化，但政府仍是绝对控股的股东，并没有影响建设银行在我国银行业中重要地位。

股改后，建设银行不断地完善和健全法人治理结构和内部控制制度，在公司治理建设方面取得了良好进展。

在良好的公司治理机制下，建设银行以先进经营理念为指导，各项业务稳健发展，经营效益稳步提高，资产规模、营业收入及利润稳步增长，资产质量和资本充足率持续提高。

总体看，建设银行偿债能力很强。

经联合资信评估有限公司公开评级，建设银行 2007 年主体长期信用级别为 AAA_{pi}。

泸州市商业银行

泸州市商业银行成立于1997年9月26日，注册资本为人民币10076万元。2006年底该行前5

大股东为泸州市财政局、泸州老窖股份有限公司、泸州市纳溪区农村信用社、四川泸天化股份有限公司及四川省长江木业总公司泸州经销公司，地方财政为其最大股东，详见表11。

表 11 泸州银行主要股东持股情况 单位 万元 %

股东名称	出资额	持股比例
泸州市财政局	3000	29.77
泸州老窖股份有限公司	1000	9.92
泸州市纳溪区农村信用社	650	6.45
四川泸天化股份有限公司	600	5.96
四川省长江木业总公司泸州经销公司	600	5.96
其他法人股东 93 户	2339	23.21
个人股东 2931 户	1887	18.73
合 计	10076	100

截至2007年6月底，泸州市商业银行资产总额26.98亿元，负债25.84亿元，所有者权益1.14亿元，目前下辖4个一级支行，21个营业网点，员工300多名。

法人治理结构较为完善

泸州市商业银行股东会、董事会、监事会均按照现代企业制度要求设立，实行组织架构“扁平化”改革，强化一级法人体制，加强公司治理，建立了以股东大会、董事会、监事会和经营管理层为核心的“三会一层”法人治理结构。泸州银行在董事会下设薪酬委员会、关联委员会、风险管理委员会及内审委员会，在经营管理层下设信贷审批委员会和财务审批委员会，各专门委员会在薪酬、提名、审计及风险控制等方面发挥作用，有利于制定总体的风险控制结构、市场定位及内部控制机制，公司治理结构较为完善。

市场定位清晰

泸州市商业银行自成立起，就以市场为导向、以务实的态度明确了“服务地方经济、服务中小企业、服务城市居民”的市场定位，通过把泸州银行定位为泸州市的社区银行，建立了与泸州市政府、市民及企业的共赢关系，赢得了政府、企业、市民的信任，拓宽了生存和发展的空间，同时也塑造了良好的品牌形象。

满足城市居民金融需求

泸州市商业银行自成立之日起，突出地方特色，积极支持地方经济发展，努力打造“市民银行”。泸州市商业银行紧贴“市民银行”的市场定位，积极创新和拓展贴近城市居民生活的个人金融服务产品，开办了与市民生活联系密切的代收、代付业务。目前，泸州市商业银行已开通天然气、自来水、移动电话代理收费等业务，市民可以根据自身理财的需要到各营业网点选择适合的理财产品。同时，泸州市商业银行还开办了个体经营贷款、下岗再就业担保贷款、汽车消费贷款、个人住房按揭贷款及“酒城卡”小额自助贷款等业务。2004~2006年，泸州市商业银行个人业务复合增长率为19.08%，个人业务呈逐年上升的趋势，体现“市民银行”的特色。

大力发展中小企业信贷业务

支持中小企业的融资需求、努力打造“中小企业伙伴银行”一直是泸州市商业银行信贷业务的重点，泸州市商业银行从资产、负债、中间及表外授信业务等不同方面推出了高效、灵活的金融产品，加大对中小工业企业的信贷投入，真正解决小企业的金融需求。截至2006年底，泸州银行中小企业贷款余额8.39亿元，同比增长11.06%，占贷款总额的67.01%。

规模较小，市场份额低

截至2006年底，泸州市商业银行存款总额236863万元，同比增长37.63%；贷款总额125158万元，同比增长10.86%。2006年底，泸州当地银行类金融机构共有7家，其存款、贷款总额分别为3709025万元和1636253万元，同比增长分别为20.96%和11.03%，泸州市商业银行存款增速明显高于泸州地区银行类金融机构存款总额的增速。泸州市商业银行存款、贷款规模在泸州地区的市场占有率分别为6.39%和7.65%，市场份额低。

风险管理水平一般，资产质量不高

2004~2006年，泸州市商业银行的不良贷款余额和不良贷款率一直呈现双降的态势。2007

年6月底，泸州市商业银行的不良贷款率为3.80%，较上年底下降1.59个百分点。但近三年，泸州市商业银行关注类贷款占贷款总额比例皆在30%以上，在同业中处于很高水平，详见表12。由于不良贷款的形成具有滞后性，关注类贷款中相当一部分有可能会转化为不良贷款。因此，关注类贷款占贷款总额比例高是泸州市商业银行面临的潜在风险之一。

在贷款计提准备上，2006年底，泸州市商业银行提取贷款损失专项准备金1167万元，占应提取总额的60.26%，准备金提取明显不充足，从而影响其抵御未来风险的能力。

在投资方面，近三年，泸州市商业银行主要以国债和金融债为主，风险较低。

泸州市商业银行全部贷款业务集中于泸州地区，地域集中度高。2006年底，泸州市商业银行贷款余额超过资本净额10%的贷款户共计13户，贷款金额达5.28亿元，占贷款总额的49.45%；向主要股东发放贷款金额1.81亿元，远超出资本净额，占贷款总额的16.98%；单一最大客户贷款比例达190.59%，前十大客户贷款比例达548.52%。总体看，泸州市商业银行集中风险高。

表12 泸州银行贷款五级分类情况 单位：万元 %

分类	2006 年		2005 年		2004 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
正常	61725	67.83	61292	54.29	42592	43.54
关注	39252	36.78	38990	34.54	42334	43.28
次级	5756	5.39	6899	6.11	6988	7.14
可疑	0	0	5314	4.71	5774	5.90
损失	0	0	401	0.36	135	0.14
不良贷款合计	5756	5.39	12614	11.17	12897	13.18

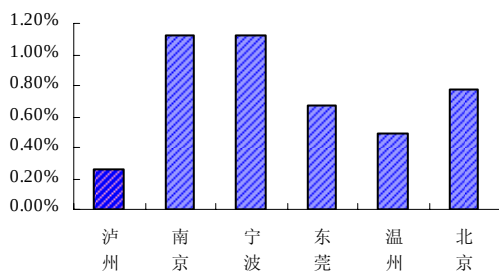
盈利能力低

2006年底，泸州市商业银行营业收入8818万元，同比增长21.96%。目前，泸州市商业银行营业收入主要集中于贷款利息收入，占比75%以上，中间业务收入较低。2007年6月底，

泸州市商业银行利息回收率为90.21%，较2006年底和2005年底有明显的下降，说明其收入质量低，信贷资产管理水平不高，同时也反映了其信贷资产质量低。

近三年，泸州市商业银行成本收入比呈逐步下降的趋势，2007年6月底下降到39.42%。2006年底，泸州市商业银行净资产利润率为25.42%，提取损失准备前的盈利能力较好。但资产质量低使泸州市商业银行计提了大量的资产损失准备，2005年、2006年提取的资产损失准备分别占利润总额的76.70%和79.07%，致使2006年底泸州市商业银行总资产回报率为0.26%，净资产收益率为5.27%，处于同业低下水平，详见图5。

图5 2006年各城市商业银行总资产回报率比较



数据来源：各城市商业银行2006年年报

偿债能力较弱，资本充足率较低

2006年底，泸州市商业银行备付金比例为17.46%，较2004年、2005年有明显的增加。但2007年6月底，泸州市商业银行备付金比例下降到2.23%，说明了泸州银行流动性风险高。

2007年6月底，泸州市商业银行的流动性比例(人民币)为16.04%，未达到监管指标的25%，这表明泸州银行短期偿债能力较弱。2007年6月底，泸州市商业银行存贷款比例为59.17%，较上年底增长6.33个百分点，但与2004、2005年底相比有明显的降低。

2007年6月底，泸州市商业银行资本充足率与核心资本充足率分别为6.38%和6.41%，较上年底分别上升0.32和0.31个百分点，详见表13。近三年，泸州市商业银行资本充足率有所上升，但未达到监管指标8%的要求；其核心资本充足

率呈稳步上升趋势，皆超过监管指标。与同业相比，资本充足率较低。

2007年7月27日，泸州市商业银行三届八次董事会和临时股东大会通过增资扩股2亿元的方案。此外，2007年10月26日泸州市商业银行三届董事会第十次会议通过再增加增资扩股2亿元以上的方案，将大幅提高其资本充足率及自身的抗风险能力。

表 13 偿债能力指标 单位：%

主要监管指标	2007年 6月	2006年	2005年	2004年
备付金比例	2.23	17.46	7.04	15.24
存贷款比例	59.17	52.84	65.6	64
流动性比例	16.04	30.72	15.99	84.7
资本充足率	6.38	6.06	4.87	4.8
核心资本充足率	6.41	6.1	4.11	4.15

综合评价

泸州市商业银行市场定位清晰，资产规模稳步增长，但目前资本规模小是影响其发展的主要因素，市场份额低，业务有一定的创新能力，成本控制能力良好。

近年来，泸州市商业银行不良贷款率逐年下降，但关注类贷款占比很高，贷款损失准备计提不充足，资产质量不高；资产流动性弱，资本充足率低。但泸州市商业银行增资扩股后，随着资本充足率的提高，其抗风险能力将有较大增强。总体看，泸州银行偿债能力较弱。

八、综合评价

基础设施建设是国民经济的重要基础性支柱产业，也是政府投资的重点，随着我国城市化进程的加快，该行业前景良好。

公司是泸州市政府国有资产监督管理委员会授权经营的大型国有独资公司，其下属企业多为区域内行业龙头企业，具有一定的经营垄断性，经营风险小。目前公司债务负担基本合理，盈利水平正常，经营活动获得现金的能力较强，偿债能力正常，同时考虑到公司在城市基础设施建设领域能够得到政府在资金和政策

层面的大力支持，公司整体信用风险较小。

本期债券由建设银行和泸州市商业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。建设银行和泸州市商业银行的担保能力可进一步提升本期债券的信用水平。同时泸州市人大常委会批准政府用财政收入来偿还本期债券的本息。综合分析，本期债券到期不能还本付息的风险小。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
流动资产					
货币资金	36132.41	25076.42	34305.04	-2.56	83096.46
短期投资			682.63	---	6632.63
减：短期投资跌价准备					
短期投资净额			682.63	---	6632.63
应收票据					
应收股利	1.54			---	34.95
应收利息					
应收账款	20389.53	21738.29	33291.24	27.78	896.73
其他应收款	44222.85	40701.23	58528.72	15.04	33081.54
减：坏账准备					
应收款项净额	64612.38	62439.53	91819.96	19.21	33978.27
预付账款	1356.84	3657.89	3999.64	71.69	4017.30
应收补贴款					
存货	67070.74	74112.98	76561.98	6.84	6208.87
减：存货跌价准备					
存货净额	67070.74	74112.98	76561.98	6.84	6208.87
待摊费用			0.22	---	0.20
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
流动资产合计	169173.91	165286.81	207369.47	10.71	133968.68
长期投资					
长期股权投资	53589.28	58077.15	78240.33	20.83	78409.39
长期债权投资	6808.27	20004.07	31914.79	116.51	33883.03
长期投资合计	60397.55	78081.22	110155.12	35.05	112292.42
减：长期投资减值准备					
合并差价					
其他长期投资					
长期投资净额	60397.55	78081.22	110155.12	35.05	112292.42
固定资产					
固定资产原值	120410.3	181377.79	151133.19	12.03	151322.63
减：累计折旧	7275.71	11770.6	16832.08	52.1	18873.33
固定资产净值	113134.59	169607.19	134301.11	8.95	132449.30
减：固定资产减值准备			3.9	---	
固定资产净额	113134.59	169607.19	134297.21	8.95	132449.30
工程物资					3274.78
在建工程	37053.67	34678.57	28908.95	-11.67	38721.69
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
其他固定资产					
固定资产合计	150188.27	204285.76	163206.16	4.24	174445.77
无形资产及其他资产					
无形资产	398.74	19959.59	2508.93	150.84	2623.33
开办费					
长期待摊费用			89.91	---	78.67
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	398.74	19959.59	2598.84	155.3	2702.00
资产总计	380158.47	467613.38	483329.6	12.76	423408.87

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
流动负债					
短期借款	30939.65	25620	36131	8.06	22561.00
应付票据					
应付账款	2824.5	4857.62	8209.92	70.49	3423.14
预收账款	603.92	1684.08	1949.32	79.66	2375.71
代销商品款					
应付工资	36.98	18.59	12.49	-41.89	173.63
应付福利费	248.33	339.31	342.01	17.36	359.66
应付股利	13.37	8.1	40.18	73.34	2.13
应交税金	380.58	310.47	5254.24	271.56	68.83
其他应付款	15.61	5.12	3.57	-52.17	2.38
其他应付款	40939.39	50472.27	57561.34	18.58	36799.95
预提费用	32.16	51.77	47.5	21.53	85.47
一年内到期的长期负债	215	800	1200	136.25	350.00
其他流动负债	617.22	1319.92	1946.27	77.58	2210.71
流动负债合计	76866.71	85487.25	112697.86	21.08	68412.61
长期负债					
长期借款	93405.21	86985.42	91137.17	-1.22	83756.44
应付债券					
长期应付款	877.5	23153.39	32696.4	510.42	32976.53
专项应付款	10748.2	11115.82	17193.71	26.48	4370.65
住房周转金					
其他长期负债					2.48
长期负债合计	105030.91	121254.63	141027.28	15.88	121106.10
递延税项					
递延税项贷项					
负债合计	181897.62	206741.88	253725.13	18.1	189518.71
少数股东权益	3033.39	3560.66	3660.77	9.86	3629.30
股东权益					
实收资本（或股本）	184441.39	237784.72	191717.85	1.95	183801.82
资本公积	5.3	5.3	5.3	0	10.01
盈余公积	1078.08	1952.08	4892.03	113.02	7337.73
其中：公益金					
未分配利润	9702.7	17568.73	29328.51	73.86	39111.31
其他					
外币报表折算差额					
股东权益合计	195227.46	257310.83	225943.69	7.58	230260.86
负债及股东权益合计	380158.47	467613.38	483329.6	12.76	423408.87

附件 2 利润及利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
一、主营业务收入	32794.42	37590.12	93161.67	68.55	35909.74
减: 折扣与折让;					
主营业务收入净额	32794.42	37590.12	93161.67	68.55	35909.74
减: 主营业务成本	19043.69	20481.86	57194.1	73.3	19272.46
主营业务税金及附加	44.98	60.54	144.58	79.28	54.68
其它					10.49
二、主营业务利润	13705.75	17047.72	35822.99	61.67	16572.10
加: 其他业务利润	3649.87	2978.9	111.48	-82.52	80.56
减: 存货跌价损失					
营业费用	1405.12	2553.26	2069.21	21.35	916.92
管理费用	2721.46	5333.67	15284.25	136.99	1836.98
财务费用	3029.27	3161.84	3706.92	10.62	1537.60
其它					
三、营业利润	10199.77	8977.86	14874.1	20.76	12361.16
加: 投资收益	79.68	153.52	146.14	35.43	33.46
补贴收入			11.32	---	
营业外收入	66.37	75.65	55.78	-8.33	22.93
以前年度调整					
其它					
减: 营业外支出	478.91	59.22	202.75	-34.93	2.61
其他支出					
四、利润总额	9866.92	9147.82	14884.59	22.82	12414.93
减: 所得税	304.74	222.44	160.4	-27.45	161.77
少数股东损益	34.67	185.34	24.46	-15.99	24.67
加: 未确认的投资损失					
五、净利润	9527.51	8740.04	14699.73	24.21	12228.49
加: 年初未分配利润	1127.94	9702.7	17568.73	294.66	
盈余公积转入数					
减: 合资企业提取奖福基金					
六、可供分配的利润	10655.45	18442.73	32268.46	74.02	
减: 提取法定盈余公积	952.75	874	1469.97	24.21	
提取法定公益金					
七、可供股东分配的利润	9702.7	17568.73	30798.48	78.16	
减: 应付优先股股利					
提取任意盈余公积			1469.97	---	
应付普通股股利					
转作股本的普通股股利					
八、未分配利润	9702.7	17568.73	29328.51	73.86	

附件 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	36345.62	40584.64	85326.31	53.22
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	14700.44	19980.75	39036.84	62.96
经营活动现金流入小计	51046.06	60565.39	124363.15	56.09
购买商品、接受劳务支付的现金	26413.17	21708.02	60510.77	51.36
支付给职工以及为职工支付的现金	2237.43	3003.53	3482.62	24.76
支付的各项税费	897.73	1185.47	3301.95	91.78
支付的其他与经营活动有关的现金	21911.72	29368.98	29991.8	16.99
经营活动现金流出小计	51460.05	55266	97287.14	37.5
经营活动产生的现金流量净额	-413.99	5299.39	27076.01	---
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金			3222	---
取得投资收益收到的现金	48.34	201.98	170.99	88.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	18.56	67.36	29.08	25.18
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到的其他与投资活动有关的现金		230.3		---
投资活动现金流入小计	66.91	499.64	3422.08	615.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	17735.07	15489.45	7945.7	-33.07
投资支付的现金	1800	9150	32149.98	322.62
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付的其他与投资活动有关的现金	49.5	11514		---
投资活动现金流出小计	19584.57	36153.45	40095.68	43.08
投资活动产生的现金流量净额	-19517.66	-35653.81	-36673.6	37.08
	-19931.65	-30354.42	-9597.59	---
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	1188.67	893.39	7573.39	152.41
取得借款收到的现金	12260	44222.5	33132.66	64.39
收到的其他与筹资活动有关的现金	1101.14	344.24	136.85	-64.75
筹资活动现金流入小计	14549.81	45460.13	40842.9	67.54
偿还债务所支付的现金	8011.55	23676.4		---
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1908.34	2485.27	18069.9	207.72
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.06	0.04	3946.8	25336.51
筹资活动现金流出小计	9919.95	26161.7	22016.7	48.98
筹资活动产生的现金流量净额	4629.86	19298.43	18826.21	48.98
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-15301.79	-11056	9228.62	---

附件 3-2 现金流量表补充资料

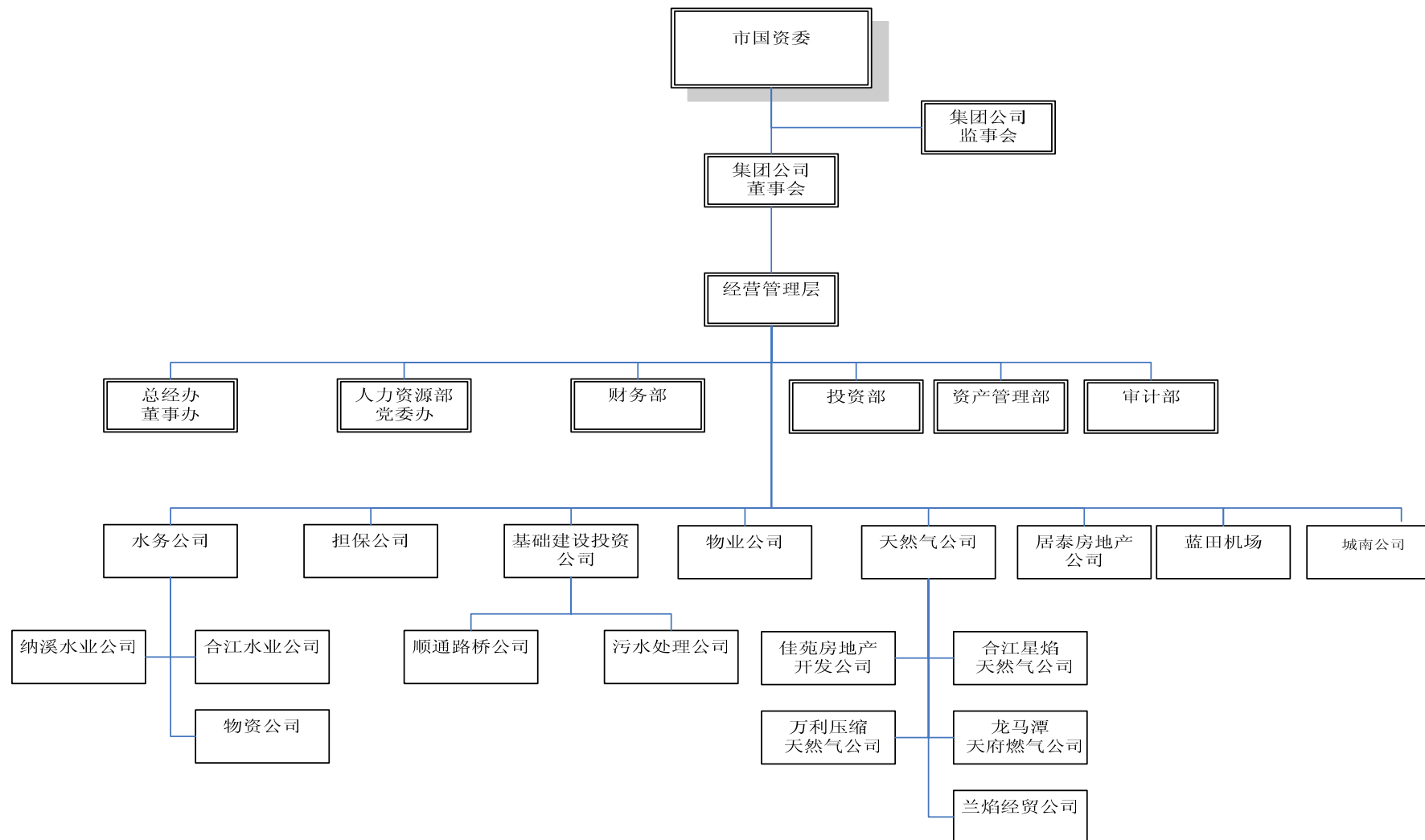
(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	9527.51	8740.04	14699.73	24.21
加: 少数股东损益	34.67	185.34	24.46	-15.99
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	2636.22	3163.23	5131.21	39.51
无形资产摊销		15.97	23.13	---
长期待摊费用摊销			71.47	---
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	428.63	-0.67	139.3	-42.99
待摊费用减少(减:增加)			-0.22	---
预提费用增加(减:减少)	25.78	19.6	-4.26	---
固定资产报废损失		-0.16	1.16	---
财务费用	3029.27	3161.84	3706.92	10.62
投资损失(减:收益)	-79.68	-153.52	-146.14	35.43
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-14916.3	-6927.4	-2449	-59.48
经营性应收项目的减少(减:增加)	-8880.91	-4260.41	-29722.19	82.94
经营性应付项目的增加(减:减少)	7597.12	-862.19	37167.84	121.19
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	-413.99	5299.39	27076.01	---
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	36132.41	25076.42	34305.04	-2.56
减: 货币资金的期初余额	51434.21	36132.41	25076.42	-30.18
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-15301.79	-11056	9228.62	---

附件4 主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.61	1.73	2.8	2.24
存货周转次数(次)	0.32	0.29	0.76	0.53
总资产周转次数(次)	0.09	0.09	0.2	0.14
盈利能力				
主营业务利润率(%)	41.79	45.35	38.45	41.19
总资本收益率(%)	4.09	3.41	5.22	4.45
净资产收益率(%)	4.88	3.4	6.51	5.25
现金收入比率(%)	110.83	107.97	91.59	100.35
现金利润比率(%)	-4.2	57.93	181.91	107.49
财务构成				
资产负债率(%)	47.85	44.21	52.5	49.08
全部债务资本化比率(%)	38.58	30.3	35.88	34.75
长期债务资本化比率(%)	32.02	25.01	28.41	28.11
偿债能力				
流动比率(%)	220.09	193.35	184	194.02
速动比率(%)	132.83	106.65	116.07	116.6
经营现金流动负债比率(%)	-0.54	6.2	24.03	13.76
EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	4.2	6.06	5.17
债务保护倍数(倍)	0.1	0.11	0.16	0.13
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.27	-0.07	-0.15
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.45	-7.89	-2.41	-4.66

附件 5 公司组织结构图（截至 2007 年 6 月底）



附件 6 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

企业主体长期信用等级的含义同长期债。

附件 7 有关指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 全部债务=长期债务+短期债务
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

联合资信评估有限公司

关于泸州市兴泸投资集团有限公司

2007 年 7 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在本期债券发行后第 12 个月及每年公司年报公布后的一个月进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

泸州市兴泸投资集团有限公司（兴泸集团）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。兴泸集团如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注兴泸集团的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现兴泸集团出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如兴泸集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至兴泸集团提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司

二零零七年十二月三日

联合资信评估有限公司 关于泸州市兴泸投资集团有限公司 2007 年 7 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月及每年公司年报公布后的一个月进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

泸州市兴泸投资集团有限公司(兴泸集团)应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。兴泸集团如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注兴泸集团的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现兴泸集团出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如兴泸集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至兴泸集团提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司
二零零七年十二月三日

