

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1382 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持泸州市兴泸投资集团有限公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“08兴泸债”AA⁺的信用等级,以及“12兴泸集MTN1”和“13兴泸MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十五日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

泸州市兴泸投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 兴泸债	7 亿元	2008/2/26-2018/2/26	AA ⁺	AA ⁺
12 兴泸集 MTN1	15 亿元	2012/12/24-2017/12/24	AA	AA
13 兴泸 MTN001	10 亿元	2013/11/11-2018/7/22	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.28	30.42	26.76	28.04
资产总额(亿元)	164.96	196.11	249.88	262.01
所有者权益合计(亿元)	110.68	117.95	144.15	146.56
短期债务(亿元)	0.12	6.70	11.21	11.21
全部债务(亿元)	36.81	56.15	77.79	87.79
营业收入(亿元)	6.85	7.92	8.42	2.35
利润总额(亿元)	6.89	10.02	8.77	1.06
EBITDA(亿元)	8.32	13.13	12.83	--
经营性净现金流(亿元)	2.01	4.68	-2.12	-1.16
营业利润率(%)	38.81	37.82	45.09	42.84
净资产收益率(%)	6.04	8.30	5.74	--
资产负债率(%)	32.90	39.85	42.31	44.06
全部债务资本化比率(%)	24.96	32.25	35.05	37.46
流动比率(%)	358.22	267.17	278.09	300.35
全部债务/EBITDA(倍)	4.42	4.28	6.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.33	5.80	4.17	--
经营现金流/总负债(%)	18.44	23.26	-7.40	--

注: 公司 2014 年 1 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。

分析师

田业钧 田梦楚
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 泸州市兴泸投资集团有限公司(以下简称“公司”或“兴泸集团”) 燃气、水务等业务收入稳步增长, 资产大幅增加, 公司整体经营情况良好。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 也关注到公司主营业务盈利能力偏弱, 债务增加较快, 利润总额对泸州老窖的投资收益依赖较大, 其他应收款及持有至到期投资(主要为委托贷款) 增长快且规模大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

随着城市化进程的加快, 泸州市经济稳步发展, 财政实力增强。泸州市政府在资本金、财政补贴、债务偿还以及政策优惠等方面对公司进行的持续、稳定支持有望继续支撑公司的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“08 兴泸债”由中国建设银行股份有限公司授权其泸州分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(本金共同担保; 建设银行担保前五年利息, 泸州市商业银行担保后五年利息), 有效提升了“08 兴泸债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“08 兴泸债” AA⁺ 的信用等级, 以及“12 兴泸集 MTN1”和“13 兴泸 MTN001” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 泸州市区域经济持续发展, 财政收入上升, 为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司燃气、水务等业务稳步增长, 资产总额大幅增加, 整体经营情况良好。
3. 跟踪期内, 公司得到泸州市政府在资本金、财政补贴等方面持续支持。
4. 泸州市商业银行和中国建设银行股份有限公司授权其泸州分行为“08 兴泸债”提供无条件不可撤销连带责任保证担保(本金共同担

保；建设银行担保前五年利息，泸州市商业银行担保后五年利息），可有效提升“08 兴泸债”本息偿还的安全性。

关注

1. 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。
2. 公司主营业务收入及利润规模较低，利润总额主要来源于泸州老窖的投资收益；受泸州老窖经营业绩影响，跟踪期内公司利润总额有所下降。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模上升。
4. 2013 年以来，公司其他应收款及持有至到期投资（主要为委托贷款）增速快，且规模大，对公司资金形成了一定占用。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因泸州市兴泸投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泸州市兴泸投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关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

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”或“兴泸集团”）是 2003 年 1 月 28 日经泸州市人民政府批准（泸市府发〔2002〕133 号），由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。2006 年，公司出资人变更为泸州市国有资产监督管理委员会（泸市府发〔2006〕37 号）。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 49.34 亿元。

公司是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的运营主体。公司经营范围包括：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、控股；对授权的国有资产进行经营、管理，并通过资本营运，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 2013 年底，公司（合并）资产总额 249.88 亿元，所有者权益 144.15 亿元（其中少数股东权益 6.56 亿元）；2013 年实现营业收入 8.42 亿元，利润总额 8.77 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 262.01 亿元，所有者权益 146.56 亿元（其中少数股东权益 6.77 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.35 亿元，利润总额 1.06 亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区童家路 1 号；法定代表人：黄毅。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中

全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一

线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产

业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成43.65万亿元，比上年名义增长19.60%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长16.2%。截至2013

年底，中国城镇化率为53.70%，较上年提高1.1个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

(1) 经济概况

泸州市是中国著名的“酒城”，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。近年来，泸州市抓住国家实施西部大开发的历史机遇，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。

2013年泸州市经济保持快速增长，根据《2013泸州市国民经济和社会发展公报》数据显示，2013年泸州市国民生产总值1140.48亿元，按可比价格计算，比上年增长11.2%。其中，第一产业增加值155.60亿元，增长4.3%；第二产业增加值684.37亿元，增长12.3%；第三产业增加值300.51亿元，增长12.0%。三次产业对经济增长的贡献率分别为4.8%、67.3%和27.9%。人均地区生产总值26848元，增长10.9%。三次产业结构由上年的13.9: 60.6: 25.5调整为13.6: 60.0: 26.4。

2013 年，泸州市固定资产投资总量继续扩大，全年全社会固定资产投资 866.36 亿元，比上年增长 29.1%，其中计划投资 500 万元及以上的建设项目和房地产投资（不含农户）853.06 亿元，增长 27.9%。投资结构方面，第一产业完成投资 10.27 亿元，增长 169.9%；第二产业完成投资 442.18 亿元，增长 28.7%，其中工业投资 438.77 亿元，比上年增长 27.8%；第三产业完成投资 413.91 亿元，增长 27.8%；基础设施投资 206.83 亿元，增长 10.6%；民生及社会事业投资 95.85 亿元，增长 15.3%。

表 1 泸州市 2011~2013 年经济发展情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
全市生产总值（亿元）	900.87	1030.45	1140.48
第一产业增加值（亿元）	130.83	143.60	155.60
第二产业增加值（亿元）	538.16	624.03	684.37
第三产业增加值（亿元）	231.88	262.82	300.51
固定资产投资（亿元）	525.28	671.15	866.36
社会消费品零售总额（亿元）	--	358.38	411.94

资料来源：泸州市国民经济和社会发展统计公报

（2）财政实力

表 2 泸州市 2011~2013 年财政收支状况（万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
（一）一般预算收入	654047	827882	1096014
1、税收收入	481884	594980	685306
2、非税收入	172163	232902	410708
（二）上级补助收入	1024336	1260546	1369894
1、一般性转移支付收入	514742	614205	683028
2、专项转移支付收入	438028	570628	612596
3、返还性收入	71566	75713	74270
（三）政府性基金收入	627777	498924	702522
其中：国有土地使用权出让收入	549967	422928	622519
（四）预算外财政专户收入	26987	28323	26441
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2333147	2615675	3194871

资料来源：泸州市财政局

伴随着泸州市经济的快速发展，其财政实力也逐步增强。2011~2013 年地方综合财力分别为 233.31 亿元、261.57 亿元和 319.49 亿元，呈快速增长趋势。2013 年，泸州市一般预算收入 109.60 亿元，较 2012 年增长 32.39%。财政收入的较快增长提高了地方政府的财政实力，为公司未来业务的发展和债券偿还提供了重要保证。从收入来源看，2011~2013 年占比分别为 73.68%、71.87%和 62.53%。未来，随着泸州市经济的持续发展，一般预算收入也将随之增长。

上级政府补助收入是泸州市地方综合财力的重要构成部分。2011~2013 年，上级补助收入分别为 102.43 亿元、126.05 亿元和 136.99 亿元，补助力度逐年增强，在一定程度上增强了泸州市的地方综合财力。

基金收入方面，2011~2013 年泸州市政府性预算收入分别为 62.78 亿元、49.89 亿元和 70.25 亿元，主要为土地出让金收入。受土地出让面积和土地出让价波的影响，泸州市基金收入波动较大。土地出让金收入有力的增强了地方政府的财政调节能力，但土地市场的波的给政府性基金收入带来了一定的不确定性。

总体看，泸州市经济稳步发展，较为雄厚

的财政实力为公司发展提供了有力的保障。

(3) 地方政府债务
泸州市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至2014年3月底，泸州市政府全部债务余额158.46亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为50.49%，总体债务水平适宜。

表3 泸州市地方政府债务负担情况（单位：万元）

地方财力（2013年度）	金额	地方债务（截止2014年3月底）	金额
（一）地方一般预算收入	1096014	（一）直接债务余额	1546715
1、税收收入	685306	1、国债转贷资金	27318
2、非税收入	410708	2、解决地方金融风险专项借款	2258
（二）转移支付和税收返还收入	1369894	3、国内金融机构借款	411442
1、一般性转移支付收入	683028	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	100947
2、专项转移支付收入	612596	4、债券融资	488610
3、税收返还收入	74270	（1）中央代发地方政府债券	186960
（三）国有土地使用权出让收入	654943	5、其他（村级及其他单位借款）	617087
1、国有土地使用权出让金	622519	（二）担保债务余额	75763
2、国有土地收益基金	22230	1、政府担保的国内金额机构借款	70323
3、农业土地开发资金	1194	2、政府担保的融资平台载入融资	
4、新增建设用地的有偿使用费			
（四）预算外财政专户收入	26441		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	3138292	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1584596.5
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		50.49%	

资料来源：泸州市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，泸州市国有资产监督管理委员会为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的100%。

2. 政府支持

公司是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的运营主体。近几年，泸州市政府通过财政补贴、资产划拨及增资等形式，不断给予公司支持。

公司2013年增加注册资本2.9亿元。根据《关于申请划拨泸州军民合用机场迁建工程项目资本金的请示》（泸投集团【2013】125号）、泸州市国有资产管理委员会对《关于申请划拨泸州军民合用机场迁建工程项目资本金的请示》的意见、泸州市人民政府请示（报告）处

理笺，泸州市国有资产监督管理委员会同意财政划入机场迁建项目投资款3.20亿元作为增加注册资本划入公司。增资分两次进行，第一次以货币方式将泸州市财政划拨到公司的2.9亿元资金作为注册资本进行增资，第二次以债权转增注册资本形式将泸州市财政划拨到公司的3000万元资金作为注册资本进行增资，截至到2013年底，泸州市财政已将2.9亿元划拨到公司。

资本公积方面，2013年资本溢价增加134347.22万元，主要包括：（1）兴泸投资集团收到泸州市财政司划入公司沱江小市梯级航运工程项目公司注册资本金3000万元；（2）根据泸州市农业担保贷款管理领导小组办公室《关于对泸州市兴泸融资担保有限公司关于以奖代补资金处理办法的请示》的批复（泸市农单办[2012]4号文件的规定，将原农业担保收到的

补助转作兴泸对农业担保的投资80万元；（3）泸州市国有资产监督管理委员会本年无偿划入本公司5000万股老窖股票和百子图广场及城北广场资产分别作价104150万元和23617.22万元；（4）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）及泸投集团司[2013]84号文，泸州市财政局划入担保贷款资本金500万元；（5）根据泸投集团司【2013】121、124号文件及泸州市政府和泸州市财政局批复，泸州市财政局拨入云龙机场迁建征地款3000万元。

2013年公司获得政府补助1.91亿元，主要为各期债券的发行费用和利息补贴、机场航线补助和搬迁补偿等。上述补助资金均计入“营业外收入”。

整体看，跟踪期内泸州市政府继续通过增加注册资本、政府补助等方式予以公司持续支持，有利于公司业务的正常开展。

六、 管理分析

跟踪期内，公司在管理制度和管理人员等方面无重大变化。

七、 经营分析

1. 经营现状

公司主营业务是城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理。其中公司本部主要负责政府基础设施投融资及其建设管理业

务，天然气、水务等城市公用事业板块由下属子公司负责。

跟踪期内，公司营业收入继续保持增长，2013年为7.87亿元，同比增长5.13%。从公司营业收入构成看，天然气、水务业务（自来水和污水处理）和安装工程为公司主要收入来源，占营业收入的比重分别为40.56%、28.47%和16.71%。2013年1月，四川省政府决定于2013年1月1日零时起取消四川省行政区域内所有政府还贷二级公路（含桥梁、隧道）收费，公司经营收费路桥停止收费，故跟踪期内公司无路桥收费收入。同时，跟踪期内公司新增小额贷款业务收入0.31亿元，对公司收入形成有利补充。

毛利率方面，跟踪期内，公司天然气业务、自来水销售业务和安装工程业务毛利率基本维持稳定；公司污水处理业务毛利率因为2012年公司新收购的县区污水处理厂，污水处理量较小，单位固定成本较高，以及2012年公司鸭儿凼、二道溪污水处理厂的污水处理未按市场化结算导致公司2012年污水处理业务毛利率较低。2013年，鸭儿凼、二道溪污水处理厂的污水处理已开始按市场化结算，公司污水处理毛利率大幅提升。在污水处理业务毛利率增长，以及小额贷款业务高盈利能力带动下，跟踪期内公司主营业务毛利率增长至46.78%，较2012年增长近10个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入2.35亿元，营业利润率42.84%。

表4 公司主营业务结构与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
销售天然气收入	25525.50	32.43	29722.46	36.09	31910.20	37.12
销售自来水收入	10537.92	24.11	11993.47	25.93	13425.29	24.33
安装工程收入	12183.12	63.04	12319.55	56.56	13147.09	64.19
污水处理费收入	1548.31	31.48	4237.60	14.36	8975.61	53.78
担保费收入	2003.53	99.52	3078.73	99.71	5380.40	100.00
路桥收费收入	12482.00	36.29	11646.38	27.23	--	--

机场服务收入	1329.61	-35.85	1618.11	-5.23	1888.44	-16.51
出租车运输服务收入	--	--	211.11	25.30	815.82	27.92
小额贷款业务收入	--	--	--	--	3126.87	100.00
合计	65610.00	38.84	74827.40	36.91	78669.72	46.78

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司主要业务板块均保持较好的增长态势，有效的弥补了取消路桥收费对公司盈利能力的不良影响。

2. 公司经营

基础设施建设业务

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。公司基础设施运营模式是政府委托代建：公司代政府作为项目业主负责投资政府指定的相关基础设施项目，项目所需资金均由公司自筹和外部融资，融资本金和利息由政府拨付至公司进行偿还或由公司偿还、政府以其他方式（如增加资本金、股权划入等）进行补偿，公司委托市建委进行招标建设，项目记入公司在建工程，公司无代建收益，泸州市政府每年给予少部分财政补贴，记入营业外收入中。

公司前期建设的泸州市茜草长江大桥东岸互通式立交工程、茜草长江大桥已完工，目前正在进入财务决算阶段，上述项目8.53亿元投资支出目前在在建工程科目体现。目前，公司主要在建项目沙茜片区市政基础设施项目、北二环绕城高速公路和云龙机场工程等，拟建项目为泸州市中心城区棚户区改造项目和沱江四桥，上述投资项目计划投资总额137.54亿元，截至2013年底已完成投资17.44亿元，未来公司尚需投资120.10亿元，资金需求量较大。

表5 公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	截至2014年3月底已完成投资
在建项目		
沙茜片区市政基础设施项目	220400.00	16600.84

兴泸集团综合楼项目	9800.00	5196.37
北二环绕城高速公路	91000.00	46349.02
云龙机场工程建设	305922.60	53222.25
城市生活垃圾焚烧发电一期工程	44929.96	5926.70
泸州市定向限价商品房项目	145747.00	47149.00
拟建项目		
泸州市中心城区棚户区改造项目	418400	--
沱江四桥	139200	--
合计	1375399.56	174444.18

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“天然气公司”）承担，业务主要集中在天然气居民入户使用和工业、商业用天然气直供等方面。

截至2014年3月底，燃气公司拥有城市高中压天然气输气主干710km、输配气站7座、高压储配站1座、CNG（压缩天然气）汽车加气站3座（其中日供气量12000m³一座、日供气量20000m³两座），累计用户数达28万户。受益于售气量和工业用气、商业用气销售价格的提升，2013年公司实现售气收入31910.2万元，同比增长7.36%。

表6 公司主要燃气经营数据

项目	2012年	2013年
管道燃气生产量（万立方米）	14426	14979
管道燃气销售量（万立方米）	13784	14289
管道燃气累计用户数（万户）	26	28
售气价格：民用气（元/立方米）	1.93	1.93
工业用气（元/立方米）	>2.80≤3.27	>2.95≤3.7
商业用气（元/立方米）	>2.80≤3.27	>2.95≤3.7
CNG（元/立方米）	4	4

资料来源：公司提供

水务业务

公司水务业务涵盖自来水供应和污水处理业务，由子公司泸州市兴泸水务(集团)有限公司（以下简称“水务公司”）经营。

截至2014年3月底，水务公司日供水能力约25.55万立方米，供水面积100平方公里，供水区域包括泸州市中心城区以及纳溪、泸县、合江等周边区县、乡镇，供水人口90万左右。跟踪期内，随着城市用水需求上升，公司供水量和售水量进一步上升，2013年公司实现自来水供水收入13425.49万元，同比增长11.94%。

表7 自来水业务主要经营数据

项目	2011年	2012年	2013年
平均日制水量（万立方米）	16.8	22.85	21.44
供水量（万立方米）	6486	7081	7827
售水量（万立方米）	5278	5689	6325
销售均价：（元/吨）	2.00	2.11	2.20

资料来源：公司提供

污水处理方面，目前污水处理公司下辖4个污水处理厂。由于2012年公司新接收并运营纳溪污水处理厂和叙永污水处理厂，2013年全年实现污水处理收入8975.61万元，较2012年增长111.81%；跟踪期内，公司污水处理业务毛利率水平大幅上升，其主要原因为2012年公司主要系收购的县区污水处理厂，处于项目投产初期，污水处理量较小，单位固定成本较高，以及2012年公司鸭儿凼、二道溪污水处理厂的污水处理未按市场化结算（即按成本进行结算），导致公司2012年污水处理业务毛利率较低。2013年，鸭儿凼、二道溪污水处理厂的污水处理已开始按市场化结算，公司污水处理毛利率大幅提升。

表8 公司主要污水处理厂概况

污水处理厂	工艺	设计处理能力
鸭儿凼污水处理厂	A ² /O	5万m ³ /日
二道溪污水处理厂	CASS+过滤工艺	2万m ³ /日
叙永污水处理厂	CASS+过滤工艺	2万m ³ /日
纳溪污水处理厂	CAST	0.75万m ³ /日

资料来源：公司提供

安装工程

工程安装工程业务具体包括中压管网新建及改造，管网探漏，燃气中压改造、自来水光网安装等，为公司燃气、自来水业务的配套工程。2013年公司实现的安装工程收入达到13147.09万元，较2012年增长6.72%。

路桥收费

公司2013年无路桥收费收入，主要系2012年12月25日，四川省政府新闻办召开了四川省取消政府还贷二级公路收费新闻发布会，四川省从2013年1月1日零时起一次性整体取消收费。公司所属二级收费还贷公路为在本次取消收费的范围内。取消二级公路收费后，未来10年内中央政府将对确认的锁债额度的60%给予补偿。截至2013年底，公司路桥资产锁定债务余额85443万元，目前，泸州市交通局尚未出台取消二级公路收费后的补助明细方案。

其他业务

公司还有担保、机场运营、出租车和小额贷款业务。

公司小额信贷业务由控股子公司泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”）运营。2013年4月，兴泸集团与泸州国有资产经营有限公司等共计14家公司共同出资设立小贷公司，小贷公司注册资金35000万元，兴泸集团出资13500万元，持股比例38.57%，为第一大股东。2013年小贷公司实现营业收入3126.87万元。担保方面，目前公司拥有泸州市兴泸融资担保有限公司和兴泸农业融资担保有限公司两家担保公司。截至2014年3月底，公司担保业务在保企业190户，在保责任余额294112.50万元。小额贷款业务收入和担保费收入均为金融服务类收入，主要的成本费用在营业费用和管理费用中核算，导致此类业务的毛利率水平高。

机场运营方面，公司经营泸州蓝田机场，目前拥有11条航线，2013年累计接待旅客43.96万人，货物运输量5217.40吨，实现营业收入188.44万元。为进一步支持泸州经济发展，根

据国务院批复的《西部大开发“十二五”规划》，泸州蓝田机场迁建被列入西南机场群的建设规划中。经市政府批准，公司设立了泸州云龙机场空港发展有限责任公司，负责新机场的迁建，规划总投资30.59亿元，截至2014年3月该项目已投资5.32亿元。

出租车业务由子公司泸州市兴泸出租车有限公司运营，公司持股比例为70%。公司现有30辆出租汽车经营权，其中20辆为一汽大众宝来中档出租汽车车型，已投入运行。公司现有8名管理人员，68名驾驶员。2013年出租车运输业务实现营业收入815.82万元。

股权投资方面，公司拥有泸州老窖（证券代码000568）23.67%股权，为该上市公司第二大股东。2013年公司取得投资收益6.87亿元，对公司利润形成重要支撑。

总体看，天然气、自来水和污水处理等公用事业和工程安装构成公司主要收入来源，由于此种业务具有一定的垄断性，经营较稳定，跟踪期内上述板块收入均有不同程度的增长；跟踪期内，公司新增小贷收入以及四川省政府取消路桥收费财政补贴有效弥补了路桥收费取消后对公司业绩的不利影响；此外，跟踪期内泸州市国有资产监督管理委员会无偿划入5000万股泸州老窖股权，公司泸州老窖持股比例上升至23.67%，泸州老窖股权收益是公司利润的重要支撑，但易受泸州老窖经营业绩影响。

八、募集资金使用情况

公司于2008年发行7亿元“08兴泸债”，已全部用于募投项目。其中，隆叙铁路纳溪至叙永段0.7亿元及延伸段1.3亿元、隆叙铁路泸州至纳溪段0.7亿元、西南出海通道泸州绕城路1.50亿元、泸州市政北二环道路工程的建设2.80亿元，截至2014年3月底募集资金已全部使用，募投项目已全部完工。

公司于2012年12月发行15亿元中期票据“12兴泸集MTN1”，其中，7亿元用于偿还贷

款，调整债务结构；8亿元用于泸州市茜草长江大桥东岸互通式立交桥工程等6个项目建设。截至2014年3月底，募集资金已使用14.75亿元，募投项目已完工70%。

公司与2013年发行10元中期票据“13兴泸MTN001”，8.50亿元用于偿还贷款，1.50亿元用于项目建设。截至2014年3月底，募投项目已投资0.49亿元，尚未使用募集资金；8.5亿元已全部用于偿还贷款。

九、财务分析

公司2013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。公司2014年一季度财务报表未经审计。

截至2013年底，公司（合并）资产总额249.88亿元，所有者权益144.15亿元（其中少数股东权益6.56亿元）；2013年实现营业收入8.42亿元，利润总额8.77亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额262.01亿元，所有者权益146.56亿元（其中少数股东权益6.77亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入2.35亿元，利润总额1.06亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长态势，经营状况较好，全年实现营业收入84215.84万元，同比增长6.38%；营业利润率增长至45.09%，较2012年增长7.27个百分点。

费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2013年公司期间费用营业收入比为58.12%，较2012年上升8.09个百分点。由于报告期内贷款增加以及2011年发行的10亿元企业债券，公司财务费用较2012年上升15.01个百分点。2014年一季度，公司期间费用率为97.04%，主要是因为“08兴泸债”及“11兴泸债”均在一季度付息，财务费用支出不均衡所致。整体看，公司期间费用占比过高，对于公司盈利能力影响较大。

2013年公司营业外收入1.97亿元，其中政府补助收入1.91亿元。政府补助收入主要为，财政拨付的“08兴泸债”和“11兴泸债”的贴息8873.45万元；财政拨付的“13兴泸MTN1”贴息3533.60万元；子公司泸州蓝田机场有限公司收到的补助1487.21万元；搬迁补偿款2672.18万元。

投资收益依然是公司最主要的利润来源，2013年公司实现投资收益8.42亿元，主要是泸州老窖股份有限公司股权投资收益（6.87亿元）。此外，公司持有的包括泸州市商业银行、泸州老窖股份有限公司在内的部分优质长期投资每年能产生较稳定的现金分红，投资收益对公司利润形成了有力补充。整体看，投资收益占公司利润总额的比重达95.99%，且易受泸州老窖经营业绩影响。

2013年，公司实现利润总额8.77亿元，同比下降12.50%，主要是投资收益下降所致；盈利指标方面，2013年公司营业利润率从2012年的37.82%上升至45.09%；总资本收益率和净资产收益率分别从2012年的7.05%和8.30%下降至5.19%和5.74%。

2014年1~3月，公司实现营业收入2.35亿元，为上年全年水平的27.87%；实现利润总额1.06亿元，为上年全年水平的12.11%。

总体看，跟踪期内公司收入规模持续增长，主页盈利能力偏弱，利润总额主要来源于投资收益和财政补贴，受泸州老窖经营业绩影响公司利润总额有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013年，公司销售商品、提供劳务收到现金9.78亿元。公司现金收入比基本维持稳定，2013年为116.11%，业务收入的现金实现情况较好。2013年，公司收到与其他经营获得有关的现金4.81亿元，主要为财政补贴收入和往来款。同期，经营活动现金流出同比大幅上升，主要是受购买商品、接受劳务支付的现金增加以及公司小贷业务拆入资

金影响。跟踪期内公司经营活动现金流体现为净流出2.12亿元。

投资活动现金流方面，2013年公司投资活动现金流入9.00亿元，主要来源于收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。公司收到的其他与投资活动有关的现金1.00亿元主要为理财收益。同期，公司投资活动现金流出为25.21亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金9.53亿元；投资支付的现金5.70亿元，主要体现为：区县财政局借款2亿元；建行委托贷款1亿元；长通港口投资1.20亿元。2013年公司支付其他与投资活动有关的现金9.92亿元，主要体现为：理财产品投资0.66亿元；机场路以及科教处职校投资5亿元。2013年公司投资活动现金净额为-16.21亿元。

筹资活动现金流方面，2013年公司筹资活动现金流入38.97亿元，其中，2013年公司发行10亿元中期票据，吸收投资收到的现金5.80亿元为云龙机场拆迁项目财政局投资3.20亿元以及吸收少数股东投资2.15亿元。收到其他与筹资活动有关的现金3.26亿元，主要为泸州市财政款2.01亿元。同期，公司筹资活动现金流出24.13亿元，主要偿还债券支付的现金和分配股利、利润和偿付利息支付的现金。支付其他与筹资活动有关的现金7.26亿元，为支付泸州市财政局7.19亿元。2013年公司筹资活动产生的现金流量净额14.84亿元。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为-1.16亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金2.08亿元；投资活动产生的现金流净额为-4.31亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金1.53亿元。支付其他与投资活动有关的现金8.13亿元，主要为泸州老窖集团拆借款4.00亿元和科教城等项目投资4.00亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为6.78亿元，其中吸收投资收到的现金1.50亿元为少数股东权益投资。

总体看，跟踪期内，公司营收质量较好，然而公司投资活动资金需求大，对外融资的依

赖性较大。

3. 资本及债务结构

资本

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 249.88 亿元，同比增长 27.42%，其中流动资产和非流动资产分别占比 31.94%和 68.06%，流动资产占比有所提升。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 79.82 亿元，主要以货币资金（占 33.38%）、其他应收账款（占 42.09%）、预付款项（占 7.52%）和存货（占 6.13%）为主。

截至 2013 年底，公司货币资金余额达 26.64 亿元，较为充裕，主要为公司 2013 年 11 月份成功发行 10 亿元的中期票据，公司无限制使用的货币资金；截至 2013 年底，短期贷款 3.66 亿元为本年增加合并泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款有限公司业务所致，公司已计提贷款损失准备 572.85 万元；截至 2013 年底，公司应收账款 0.92 亿元，同比增长 77.90%，主要为自来水板块、燃气板块以及融资担保业务增加所致。公司预付账款，主要为预付土地整理款和工程款，截至 2013 年底为 6.00 亿元，其中预付泸州市土地收储和开发中心土地整理款 4.80 亿元；截至 2013 年底，公司其他应收款 33.60 亿元，较 2012 年底增加 21.08 亿元，增长幅度 168.74%，主要系本期支付泸州市财政局款项增加所致，主要包括转付市财政局代管云龙机场建设资金 6.06 亿元、预缴国有资本收益 5.00 亿元、住建和城管部门城市建设项目、两江四岸整治项目用款、产城及港城大道建设项目用款项目本息等 3.87 亿元、沙茜片区开发前期统筹款 3.90 亿元和基础路等项目资金 3.00 亿元等。该部分款项回收风险小，但由于规模大，部分款项账龄较长，对公司营运资金占用较多；截至 2013 年底，公司应收股利 3.99 亿元，主要为应收泸州老窖股份有限公司股利 3.96 亿元。截至 2013 年底，公司存货 4.89 亿元，同比增长 270.68%，主要系燃气公司商住

楼盘管线安装工程和居泰公司商住楼盘工程施工增加所致。

跟踪期内，公司非流动资产快速增长。截至 2013 年底，公司非流动资产 170.06 亿元，同比增长 19.51%，主要以长期股权投资（占 60.18%）、在建工程（占 16.75%）、固定资产（占 9.41%）和持有至到期投资（占 8.98%）为主。

截至 2013 年底，公司持有至到期投资 15.27 亿元，同比增长 26.48%，主要系本期公司新增对泸州市土地收购储备和开发中心、古蔺县国有资产经营有限责任公司、泸州市龙马潭区国有资产经营有限公司、泸州市纳溪区国有资产经营有限公司委托贷款等所致；截至 2013 年底，公司长期股权投资 102.34 亿元，主要系公司对泸州老窖的股权投资，截至 2013 年底对泸州老窖持股比例为 23.67%，股权账面余额为 89.77 亿元，泸州老窖近年为公司贡献了较好的投资收益，资产质量较好。2013 年公司增加了对中外运泸州港保税物流有限公司、川南交通投资开发有限公司和四川叙大铁路有限责任公司等的股权投资以及泸州市国有资产管理委员会泸州老窖 5000 万股股权划拨，使长期股权投资期末余额较 2012 年增长 15.59%。公司的在建工程主要为公司承接的泸州市的各种市政工程，截至 2013 年底为 28.49 亿元。截至 2013 年底，公司固定资产 16.00 亿元，主要为房屋建筑物、专业设备等。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 262.01 亿元，较 2013 年底增长 4.85%。资产构成中流动资产和非流动资产分别占 32.10%和 67.90%，与 2013 年底相比基本保持稳定。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 144.15 亿元，归属母公司的所有者权益合计 137.59 亿元。其中，实收资本占 35.86%，资本公积占 41.04%，盈余公积占 5.57%，未分配利润占 17.51%，少数股东权益 3.54%，专项储备 0.02%，整体看稳定性较好。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计

146.56亿元，归属母公司的所有者权益合计139.79亿元。其中，实收资本占35.30%，资本公积占41.44%，盈余公积占5.48%，未分配利润占0.02%，专项储备0.02%。

整体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至2013年底，公司负债总额105.72亿元，同比增长35.27%。公司负债以非流动负债为主，占比为72.85%，公司债务构成较上年变化不大。

截至2013年底，公司流动负债28.70亿元，同比增长42.52%，增长主要来自短期借款和其他应付款。公司流动负债主要由其他应付款（占42.09%）、短期借款（占39.05%）、预收账款（占11.31%）和应付账款（占4.12%）。截至2013年底，公司其他应付款12.08亿元，同比增长51.14%，主要是收到泸州市财政局和泸州市交通局等政府单位暂借款增加所致。从欠款性质看主要是应付泸州市财政局、交通局等的往来款；从账龄看1年以内的占48.67%，1至2年的占11.18%，2-3年的占13.41%，其余为3年以上。截至2013年底，公司短期借款11.21亿元，同比增加4.69亿元，主要为新增担保借款。截至2013年底，公司预收账款3.25亿元，主要是收到的天然气和自来水安装工程款。截至2013年底，公司应付账款1.18亿元，主要为四川路桥建设股份有限公司等单位的工程款及保证金。

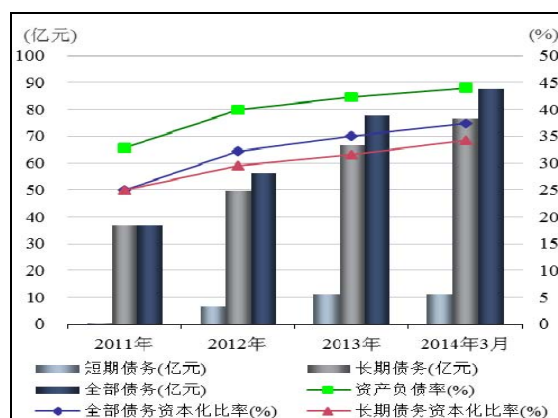
截至2013年底，公司非流动负债77.02亿元，同比增长32.76%，主要是应付债券的增长。公司非流动负债主要由应付债券（占54.53%）、长期借款（占27.89%）、专项应付款（占7.88%）和长期应付款（占5.35%）构成。截至2013年底，公司应付债券42亿元，为公司发行的中长期债券。截至2013年底，公司长期借款21.48亿元，同比增长49.71%，主要系信用借款和担保借款大量增加所致。截至2013年底，公司专项应付款6.07亿元，同比增长12.70%，主要是泸州市财政局拨付给公司的项目款，当代建项目贷款到期时冲减长期借款。截至2013年底，公司长期应付款4.12亿元，以泸州市财政局拨付给公

司的转贷国债资金（3.10亿元）为主，该部分资金由公司按季向泸州市财政局支付利息，为有息债务。

有息债务方面，截至2013年底，公司债务总额77.79亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为14.41%和85.59%，公司债务以长期债务为主。从债务指标看，近三年，公司债务负担呈上升趋势。截至2013年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为35.05%、31.60%和42.31%，公司债务指标在行业中处于相对较低水平，整体债务负担仍较轻。

截至2014年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.06%和37.46%，较2013年底变化不大。

图1 公司债务指标



资料来源：根据公司审计报告绘制

总体看，跟踪期内，公司资产规模进一步增长，资产中货币资金较为充裕，主要资产长期股权投资近年为公司带来了较好收益，资产整体质量较好。同时，联合资信也注意到，公司其他应收款余额较大，对公司营运资金占用较多，影响了公司营运资金的使用效率。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，2013年底分别为278.09%和261.06%；2013年，公司现金类资产为公司短期债务的2.39倍，对公司短期债务的保障程度较好。总体看，公司短期债务规模较

小，公司现有较为充裕的现金类资产以及较大规模现金流，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，跟踪期内，公司 EBITDA 有所下降，2013 年 EBITDA 为 12.83 亿元。受有息债务规模上升的影响，公司 2013 年利息支出同比大幅增加，EBITDA 利息保护倍数下降，2013 年为 4.17 倍。同期，公司全部债务/EBITDA 倍数指标上升至 6.06 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保护程度较好，整体偿债能力适宜。

截至 2013 年底，公司对外担保金额 3.22 亿元，担保比率为 2.23%，担保比率低。被担保单位分别为四川纳叙铁路有限公司（2.32 亿元）、泸州鸿阳国有资产投资经营集团有限公司（0.72 亿元）和四川长通港口有限公司（0.18 亿元）。公司为四川纳叙铁路有限公司股东之一，持股比例为 29.59%，主要承担隆叙铁路纳溪至叙永段的建设和经营，2011 年 3 月已正式验收，经营正常，公司形成代偿的风险低。总体看，公司或有负债风险较小。

5. 过往债务履约情况

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），截至 2014 年 5 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

十、 债券偿债能力分析

截至2014年3月底，公司存续期内债券包括“08兴泸债”7亿元、“12兴泸集MTN1”15亿元和“13兴泸MTN001”10亿元，合计32亿元。

2013年，公司EBITDA为12.83亿元，分别为上述中长期债券待偿还额度的1.83倍、0.86倍和1.28倍；同期公司经营活动现金流入量

18.33亿元，分别为上述中长期债券待偿还额度的2.62倍、1.22倍和1.83倍。

公司“08兴泸债”和“13兴泸MTN001”均于2018年兑付，合计本金17亿元，存在一定集中偿付压力。以最大偿付额17亿元测算，2013年公司EBITDA为17亿元待偿还本金的0.75亿元；2013年公司经营活动现金流入量为17亿元待偿还本金的1.08倍。

整体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对公司存续期内代偿还中长期债券的保障程度一般。考虑到泸州市政府对公司在财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能力适宜。

十一、 担保分析

“08兴泸债”由中国建设银行股份有限公司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。

经联合资信公开评级，建设银行主体长期信用等级为AAApi，具备稳定的信用水平与很强的担保实力，对“08兴泸债”的信用水平具有显著的提升作用。

泸州市商业银行于1997年经中国人民银行批准筹建（银复(1997)233号文），由原忠山城市信用社等八个城市信用社、两个农村信用社整体改制而设立，属于股份制性质的地方金融机构。法定经营范围包括：吸收公众存款，发放贷款；办理国内结算；办理票据贴现；发行金融债券；代理发行；兑付、承销政府债券；买卖政府债券；从事同业拆借；提供担保；代理收付款项和代理保险业务；提供保管箱业务；

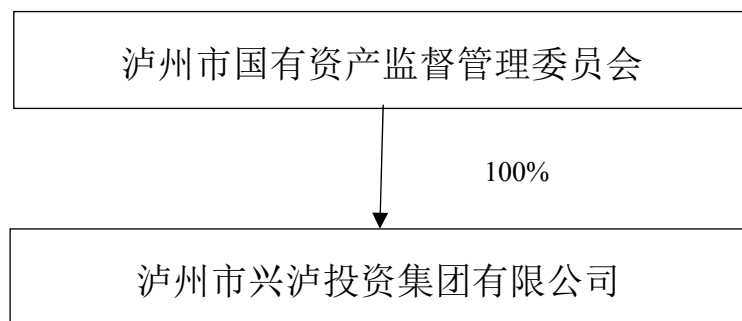
办理地方财政周转信用资金的委托贷款业务等。目前，泸州市商业银行总部内设14个部室，下设五个一级支行，共有16个营业网点；截至2013年底，泸州市商业银行注册资本4.53亿元，资本充足率14.07%，总资产150.59亿元，不良资产率0.26%，贷款62.37亿元，不良贷款率0.11%，存款120.71亿元，全年实现经营利润3.72亿元。

中国建设银行泸州分行和泸州市商业银行提供的连带责任担保可显著提升“08兴泸债”的信用等级；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，有助于增强“08兴泸债”本息偿还的安全性。

十二、 结论

综合考虑，联合资信维持泸州市兴泸集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持其“08兴泸债”AA⁺的信用等级，以及“12兴泸集MTN1”和“13兴泸MTN001”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.28	30.42	26.76	28.04
资产总额(亿元)	164.96	196.11	249.88	262.01
所有者权益(亿元)	110.68	117.95	144.15	146.56
短期债务(亿元)	0.12	6.70	11.21	11.21
长期债务(亿元)	36.69	49.45	66.58	76.58
全部债务(亿元)	36.81	56.15	77.79	87.79
营业收入(亿元)	6.85	7.92	8.42	2.35
利润总额(亿元)	6.89	10.02	8.77	1.06
EBITDA(亿元)	8.32	13.13	12.83	--
经营性净现金流(亿元)	2.01	4.68	-2.12	-1.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.75	17.98	12.41	--
存货周转次数(次)	10.22	4.66	1.45	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	120.59	121.52	116.11	88.50
营业利润率(%)	38.81	37.82	45.09	42.84
总资本收益率(%)	5.08	6.92	5.12	--
净资产收益率(%)	6.04	8.30	5.74	--
长期债务资本化比率(%)	24.89	29.54	31.60	34.32
全部债务资本化比率(%)	24.96	32.25	35.05	37.46
资产负债率(%)	32.90	39.85	42.31	44.06
流动比率(%)	358.22	267.17	278.09	300.35
速动比率(%)	350.85	260.90	261.06	278.58
经营现金流动负债比(%)	18.44	23.26	-7.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.33	5.80	4.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.42	4.28	6.06	--

注：公司 2014 年 1 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。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

注： 银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。