

信用等级公告

联合[2016] 739 号

联合资信评估有限公司通过对 2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券
的信用等级为
AA⁺

特此公告。



2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券信用评级报告

评级结果：

本期债券信用等级：AA⁺

评级时间：2016 年 5 月 31 日

项目收益债概要

项目收益债名称	2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券
募集资金规模	20 亿元
发行期限	5+5 年
还本付息方式	每年付息一次，同时设置本金分期偿付条款，在本期债券存续期第三年末至第六年末，每年分别偿付本期债券发行总额的 10%，在本期债券存续期第七年末至第十年末，每年分别偿付本期债券发行总额的 15%。同时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，在本期债券存续期的第五年末，发行人可选择上调或下调债券存续期后五年债券票面年利率 0 至 300 个基点（含本数），调整后债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上上调基点或减去下调基点，在债券存续期后五年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。
信用增进	本期债券设置差额补偿机制，差额补偿责任包括债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息前 20 个工作日（T-20 日）不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人应在还本付息日前 16 个工作日（T-16 日）补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分；本期债券由担保方提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。
项目实施主体	泸州市农村开发投资建设有限公司

分析师

闫蓉 竺文彬

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券”（以下简称“本期债券”）的评级反映了泸州市易地扶贫搬迁项目（以下简称“募投项目”）建设对推进泸州市新型城镇化建设进程的意义以及项目收益流入流出监管严格、信息披露要求严格对本期债券操作风险的有效防范。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期筹划阶段，预期收益可能会受到项目建设或期间土地指标出让情况影响；且在项目建设前期，项目实施主体自身尚未产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度高。

本期债券为国内首支用于扶贫搬迁项目的项目收益债券，用途具有创新性；偿债来源为土地指标出让收入及政府专项补助，根据预测，本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还覆盖程度尚可。同时，本期债券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；同时兴泸集团对本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。差额补偿人兼担保方为项目实施主体的控股股东，差额补偿义务执行力度较强。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，对本期债券保障力度进一步加强。以上措施可有效提升本期债券到期偿还的安全性。

优势

1. 近年来泸州市区域经济实力 and 财政实力不断增强，为项目实施主体营造了良好的外部发展环境。同时，募投项目建设具有良好的社会效益。
2. 项目实施主体的控股股东兴泸集团为本期

债券差额补偿人兼担保方，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。本期债券分期偿还本金设置可降低项目实施主体集中偿付压力。

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，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 募投项目建设资金来源中22亿元国家开发银行贷款还款期限与本息偿还条款未定，可能会影响本期债券未来的本息偿还。
2. 在项目建设前两年，项目实施主体自身尚未产生收入，利息偿还对外部支持依赖程度高。
3. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的土地指标收入，指标出让情况变动带来的营业收入变化等风险，将影响本期债券募投项目经营阶段现金流水平，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

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、评估人员与泸州市农村开发投资建设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。

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，未因泸州市农村开发投资建设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、本评级报告引用的相关的资料主要由泸州市农村开发投资建设有限公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、2016年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券信用等级自本债券成立之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化

一、本期债券概况

1. 基本概况

泸州市农村开发投资建设有限公司（以下简称“项目实施主体”或“泸州农建”）负责泸州市易地扶贫搬迁项目投资、建设。2016年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券（以下简称“本期债券”）注册金额共20亿元，分四期发行，每期发行规模为5亿元。其中，2016年发行两期共10亿元，2017年发行两期共10亿元。本次发行作为第一期，募集资金5亿元。本期债券发行期限5+5年，募集资金全部用于泸州市易地扶贫搬迁项目（以下简称“募投项目”或“本项目”）建设投资。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本。本期债券附本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第3年末至第6年末，每年分别偿付本期债券发行总额的10%，在本期债券存续期的第7年末至第10年末，每年分别偿付本期债券发行总额的15%。每年的应付利息随本金一起支付。同时本期债券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，即在本期债券存续期的第五年末，发行人可选择上调或下调债券存续期后五年债券票面年利率0至300个基点（含本数），调整后债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上上调基点或减去下调基点，在债券存续期后五年固定不变。投资者有权在本期债券存续期的第五年末选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给发行人。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

本期债券设置了差额补偿机制，在差额补偿协议正常履行的情况下差额补偿责任包括债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人应于差额补偿划款日（T-16日）将该年度偿债资金缺口部分划入专项偿债账户。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表1 本期债券基本要素

	名 称	内 容
1	项目收益债名称	2016年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券
2	项目实施主体	泸州市农村开发投资建设有限公司
3	募投项目	泸州市易地扶贫搬迁项目
4	募集规模	20亿元
5	期限	5+5年
6	还本付息方式	每年付息一次，同时设置本金分期偿付条款，在本期债券存续期第三年末至第六年末，每年分别偿付本期债券发行总额的10%，在本期债券存续期第七年末至第十年末，每年分别偿付本期债券发行总额的15%。同时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，在本期债券存续期的第五年末，发行人可选择上调或下调债券存续期后五年债券票面年利率0至300个基点（含本数），调整后债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上上调基点或减去下调基点，在债券存续期后五年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。
7	信用增级	泸州市兴泸投资集团有限公司作为本期债券的差额补偿人，同时对本期债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保。
8	主承销商/债权代理人	国开证券有限责任公司、华西证券股份有限公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司
10	监管人	国家开发银行股份有限公司四川省分行、中国建设银行股份有限公司泸州分行
11	项目可行性研究 报告编制单位	中国华西工程设计建设有限公司
12	法律顾问	北京大成（成都）律师事务所
13	信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

（1）募集资金现金流

本期债券面向机构投资者非公开发行。本期债券的募集资金将划入泸州农建设立的募集资金使用专户，该账户由国家开发银行股份有限公司四川省分行（以下简称“国开行四川分行”）监管，募集资金用于泸州市易地扶贫搬迁项目投资建设。

（2）偿债资金现金流

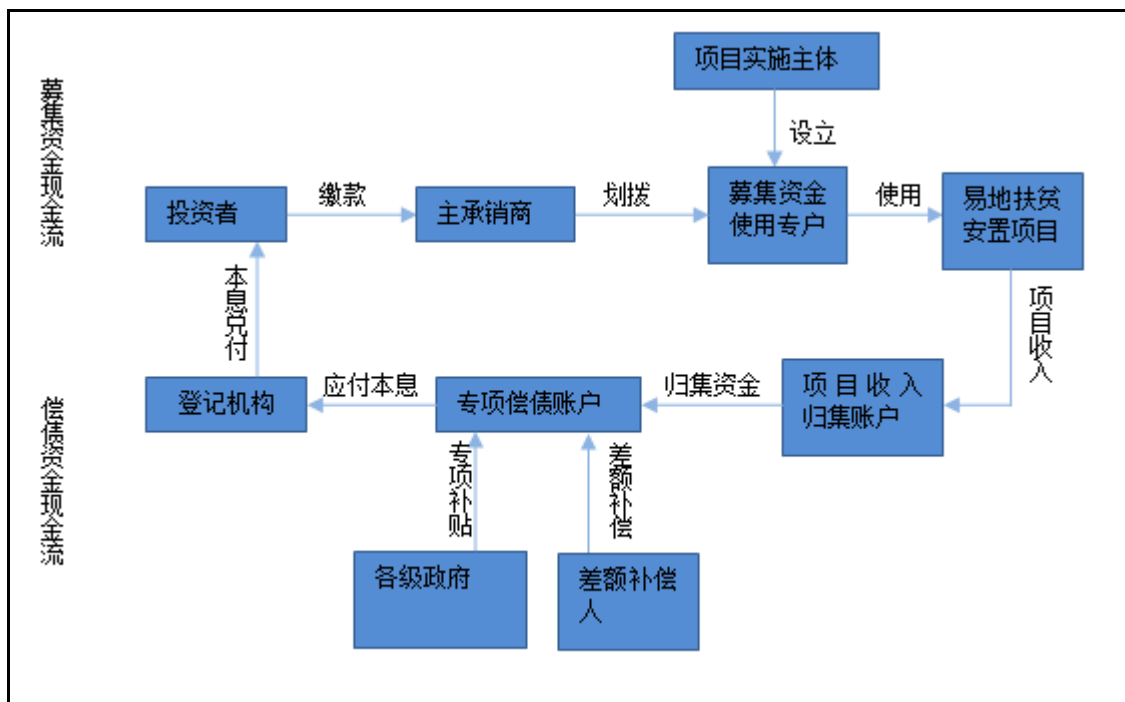
本期债券还本付息的首要资金来源是项目城乡建设用地增减挂钩指标流转收益。本期债券募投项目运营期间所有收入将全部划入唯一的项目收入归集专户，该账户由中国建设银行

股份有限公司泸州分行监管（以下简称“建行泸州分行”）。按照约定，泸州农建不可撤销的授权监管银行在每个自然月第10个工作日将收入归集账户内的全部收入划入偿债专户，不得在收入归集专户上设定任何权利限制。

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）是本期债券的差额补偿人兼担保方。在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），国开行四川分行应检查偿债资金专户内的资金，并通知泸州农建补足当期偿债资金，泸州农建应在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日）之前将偿债资金划入偿债资金专户；在本期债券付息日或兑付日

前第20个工作日（T-20日），国开行四川分行应检查偿债资金专户内的资金，若专项偿债账户内资金未达到当年还本付息金额，则泸州农建通知兴泸集团履行差额补偿义务。兴泸集团应于差额补偿划款日（T-16日）将该年度偿债资金缺口部分划入专项偿债账户。国开行四川分行有义务代理债券持有人要求兴泸集团履行差额补偿义务。当偿债资金账户内的余额无法足额还本付息、差额补偿人也无法按时补足差额时，担保人应于担保支付划款日（T-10日）将该年度偿债资金缺口部分划入专项偿债账户。担保人承担保证的方式为连带责任保证担保。

图1 本期债券交易结构图



资料来源：公司提供

二、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融

资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违

规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号

文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

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。

2015 年泸州市经济保持平稳增长，根据《2015 泸州市国民经济和社会发展公报》数据显示，2015 年泸州市国民生产总值 1353.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 167.84 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 806.74 亿元，增长 12.5%；第三产业增加值 378.84 亿元，增长 10.5%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.7%、71.1%和 25.2%。人均地区生产总值 31714 元，增长 10.5%。三次产业结构由上年 12.7: 60.2: 27.1 调整为 12.4:59.6:28.0。

2015 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 1463.71 亿元，比上年增长 23.9%，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）1438.71 亿元，同比增长 22.2%。投资结构方面，第一产业完成投资 57.97 亿元，比上年增长 188.0%；第二产业完成投资 515.42 亿元，增长 5.0%，其中工业投资 533.23 亿元，增长 2.9%；第三产业完成投资 860.31 亿元，增长 34.2%。基础设施投资 368.38 亿元，增长 29.9%。民生及社会事业投资 283.48 亿元，增长 73.2%。全年民间投资（含农户投资）980.60 亿元，比上年增长 12.1%。

表 2 泸州市 2013~2015 年经济发展情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
全市生产总值（亿元）	1140.48	1259.73	1353.41
第一产业增加值（亿元）	155.60	162.27	167.84
第二产业增加值（亿元）	684.37	759.23	806.74
第三产业增加值（亿元）	300.51	338.23	378.84
固定资产投资（亿元）	866.36	1180.99	1463.71
社会消费品零售总额（亿元）	411.94	468.33	559.66

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

伴随着泸州市经济的快速发展，其财政实力也逐步增强。2013~2015 年泸州市地方综合财力分别为 319.49 亿元、352.76 亿元和 406.39 亿元。2015 年，泸州市一般预算收入 128.27 亿元，较 2015 年增长 10.65%。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，2013~2015 年税收收入占一般预算收入比分别为 62.53%、53.36%和 49.50%，税收收入占一半预算收入比例逐年下降，稳定性较弱。

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。2013~2015 年，上级补助收入分别为 136.99 亿元、155.09 亿元和 160.37 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，2013~2015 年泸州市政府性基金收入分别为 70.25 亿元、78.87 亿元和 114.82 亿元，主要为土地出让金收入。不断增长的土地出让金收入有力的增强了地方政府的财政调节能力，但土地市场的波动给政府性基金收入带来了一定的不确定性。

表 3 泸州市 2013~2015 年财政收支状况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
（一）一般预算收入	1096014	1159216	1282653
1、税收收入	685306	618512	634921

2、非税收入	410708	540704	647732
(二) 上级补助收入	1369894	1550947	1603709
1、一般性转移支付收入	683028	772993	852318
2、专项转移支付收入	612596	696433	669075
3、返还性收入	74270	81521	82316
(三) 政府性基金收入	702522	788688	1148183
其中：国有土地使用权出让收入	622519	701968	1074881
(四) 预算外财政专户收入	26441	28720	29325
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	3194871	3527571	4063870

资料来源：泸州市财政局

表4 截至2016年3月底泸州市地方政府债务余额及综合财力情况

(单位：万元)

地方财力(2015年度)	金额	地方债务(截至2016年3月底)	金额
(一) 地方一般预算收入	1282653	(一) 直接债务余额	2923681
1、税收收入	634921	1、国债转贷资金	20318
2、非税收入	647732	2、解决地方金融风险专项借款	5641
(二) 转移支付和税收返还收入	1603709	3、国内金融机构借款	765917
1、一般性转移支付收入	852318	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	
2、专项转移支付收入	669075	4、债券融资	1140920
3、返还收入	82316	(1) 中央代发地方政府债券	911230
(三) 国有土地使用权出让收入	1148183	5、其他(村级及其他单位借款)	
1、国有土地使用权出让金	1074881	(二) 担保债务余额	
2、国有土地收益基金	29837	1、政府担保的国内金额机构借款	
3、农业土地开发资金	1053	2、政府担保的融资平台载入融资	
4、新增建设用地有偿使用费			
(四) 预算外财政专户收入	29325		
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	4063870	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	2923681
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		71.94%	

资料来源：泸州市财政局

政府债务负担方面，截至2016年3月底，泸州市地方政府债务中，全部为直接债务(292.37亿元)；债务率((地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%)为71.94%，债务负担较重。

总体看，泸州市经济稳步发展，财政实力稳定增强，为公司发展提供了良好的外部环境，但泸州市地方政府债务负担较重。

三、本期债券项目情况

1. 项目实施主体

本期债券的项目实施主体泸州农建系由泸州市兴泸投资集团有限公司(以下简称“兴泸集团”)、古蔺县国有资产经营有限责任公司(以下简称“古蔺国资”)与叙永县金恒土地综合整治有限责任公司(以下简称“叙永金恒”)共同出资设立的有限责任公司，并于2015年11月11日取得泸州市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》，公司统一社会信用代码为91510500MA6220UG20，注册资本为8000.00万元人民币，其中，兴泸集团认缴出资6400.00万

元，占公司注册资本的80.00%；古蔺国资与叙永金恒各认缴出资800.00万元，各占泸州农建注册资本的10.00%；如表5所示。所有注册资本应于2015年12月31日之前缴足。兴泸集团实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会，因此，泸州农建实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会。

表5 泸州农建股权构成

股东名称	认缴出资额	出资比例	出资方式
泸州市兴泸投资集团有限公司	6400 万元	80%	货币
古蔺县国有资产经营有限责任公司	800 万元	10%	货币
叙永县金恒土地综合整治有限责任公司	800 万元	10%	货币

资料来源：泸州农建提供

泸州农建经营范围包括：泸州市叙永、古蔺片区农业项目的开发，保障房和市政基础设施建设，叙永、古蔺片区易地扶贫搬迁项目相关投融资等。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

由于泸州农建成立时间短，其自身资产规模小，尚未产生营业收入。截至2015年12月底，泸州农建资产总计982.45万元，全部来自公司实收资本。

泸州农建注册地址：泸州市江阳区童家路1号2层；法定代表人：陈兵。

2. 项目概况

本期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、古蔺县大寨乡等2个县35个镇215个村；搬迁户数28623户（其中贫困户16647户），搬迁人口112101人（其中贫困人口65413人），拆迁房屋面积7357595.68平方米；集中安置26009户101527人，分散安置2614户10574人。集中安置居住区规划用地面积6141.25亩，规划安置26009户，安置101527人，新建住宅面积3248864平方米；配套建设标准化卫生室、综合服务社、农家书屋以及配套建设学校76所等公共服务设施建筑面积147407平方

米；配套改扩建联网农村道路299条597.3公里，新建联网农村道路7条24.2公里，给水管道332.465公里，排水管道143.019公里，集中供水320处，塘库124口，耕作道555.6公里。复垦原居住地宅基地耕地面积33137.93亩。同时规划建设集中居住区内道路、绿化、亮化等附属设施。项目建设工期为2016年至2020年，共5年；总投资605379.98万元，其中通过发行债券筹资200000.00万元，其余靠企业自筹。

3. 项目建设风险

项目合理性

在泸州市的民生工程中，扶贫解困是其中重要一项。按照安排，2015年泸州市将扶持76255名农村扶贫对象改善生产生活条件。

泸州市针对被纳入乌蒙山连片扶贫区域的南部山区的古蔺、叙永、合江“三县”县情特点，通过乌蒙山连片扶贫开发项目的实施加快贫困地区群众脱贫致富步伐，在努力培育新的经济增长点同时加强交通基础设施建设，着力解决困难群众的水、电、房等问题。

政策背景：党的十八大以来，党中央、国务院，四川省内各级人民政府更加重视扶贫工作。泸州市易地扶贫搬迁项目符合国务院扶贫办、国家发展改革委关于《乌蒙山片区区域发展与扶贫攻坚规划的通知》（国开办发〔2012〕16号）、《中共四川省委关于集中力量打赢扶贫攻坚战确保同步全面建成小康社会的决定》（川委发〔2015〕10号）精神，《乌蒙山片区区域发展与扶贫攻坚规划》（2011-2020年），符合《乌蒙山片区（叙永县）扶贫攻坚与区域发展“十二五”实施规划》、《泸州市易地扶贫搬迁项目规划（2016-2020）》。拟建项目符合国家发展和改革委员会发布的《产业结构调整指导目录（2011年本）（2013修正）》第一类鼓励类：第二十四条“公路及道路运输”第12款“农村公路建设”，第三十六条“教育、文化、卫生、体育服务业”第1款“学前教育”、第14款“社区书屋、农家书屋、阅报栏等基本

新闻出版服务设施建设”以及第三十七条“其他服务业”第1款“保障性住房建设与管理”。属于国家鼓励类项目。

规划背景：乌蒙山集中连片特殊困难地区（以下简称“乌蒙山片区”）跨四川、贵州、云南三省，是国家新一轮扶贫开发攻坚战主战场之一。《乌蒙山片区区域发展与扶贫攻坚规划（2011-2020年）》指出：坚持开发式扶贫方针，按照“区域发展带动扶贫开发，扶贫开发促进区域发展”基本思路，深化改革、扩大开放，着力加强基础设施建设，改善区域发展条件。规划到2020年，稳定实现扶贫对象不愁吃、不愁穿，保障其义务教育、基本医疗和住房。

乌蒙山片区属国家14大扶贫攻坚片区之一，包括四川省的13个县、贵州省的10个县和云南省的15个县。本项目易地扶贫搬迁对象所在叙永、古蔺两县被纳入其中。

各级党委、政府高度重视乌蒙山片区扶贫攻坚，将解决通路、饮水安全、住房、产业培育问题作为重点，集中人力物力财力实现重点突破。但是，乌蒙山区地处四川盆地边缘，自然条件差，基础设施落后，贫困面大、贫困程度深，贫困现象复杂、贫困类型综合，扶贫攻坚任务依然艰巨、繁重。因此，泸州易地扶贫搬迁项目对完善项目所在地基础设施、改善搬迁农村居民居住条件、消除贫困等方面具有重要意义。

首先，募投项目的实施是从根本上消除贫困，减少贫困人口的需要。其次，本次募投项目的实施是完善基础设施，提高农业生产条件的需要。再次，募投项目的实施是改善搬迁农村居民居住条件的需要。最后，募投项目的实施是促进基础设施投资、刺激经济增长的需要。

由此可见，加快建设本项目，加大项目区基础设施投资力度，将起到以投资促消费、以投资促增长的显著效果，尤其是在当期经济下滑形势严峻，稳增长任务加重的情况下，该项目的建设对于促进经济增长具有更为积极的作

用和意义。募投项目总投资体量大，建设周期长，将持续刺激区域经济增长。

项目合规性

本期债券募投项目已获得相关部门批复，其中包括：泸州市发展和改革委员会出具的《关于泸州市易地扶贫搬迁项目可行性研究报告的批复》（泸市发改行审【2015】91号）与《关于泸州市易地扶贫搬迁项目节能审查的批复》（泸市发改资环【2015】660号）、泸州市国土资源局出具的《关于泸州市易地扶贫搬迁建设项目用地的审查意见》、泸州市城乡规划管理局出具的《关于泸州市易地扶贫搬迁项目集中安置点规划选址意见的复函》（泸规管函【2015】465号）、泸州市环境保护局出具的《关于泸州市易地扶贫搬迁建设项目环境影响报告表的批复》（泸市环建函【2015】119号）、中共泸州市委维护社会稳定领导小组办公室出具的《关于对泸州市易地扶贫搬迁建设项目（一期）社会稳定风险评估报告备案的复函》（泸稳办函【2015】9号）。

工程建设中的其他风险

募投项目建设过程中的施工单位诚信风险、合同风险、项目资金及质量与进度风险、项目运营风险和财务风险等因素对项目如期完工影响较大，中国华西工程设计建设有限公司出具的募投项目《可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”）对项目建设过程中可能存在的风险进行了揭示，并提出了相关防范化解措施。

项目建设参与单位诚信风险对策：（1）面对设计单位。先进行建筑方案的策划，提出可行的设计条件，作为合同的附加条件；施工图完成后，交给审图中心进行全面审核，提升设计质量；施工招标之前，由业主方（泸州农建）、监理方及相关使用单位先进行一次图纸会审，会审结果形成书面文件；施工单位进场后，参建单位再进行一次图纸会审。（2）选择监理单位时，对该公司的管理水平与公司业绩作为重点考察。（3）对于公开招标的项目要加强招标

之前的资格预审，注重单位实体与业绩考察；在预付款拨付时，要求承包商提供履约保函，防止转包或失信。（4）面对材料设备供应商，应注重考察关键设备在工厂的监制；货到付款；供货商参与设备就位及调试，并与设备款的支付挂钩。

合同风险对策：业主方在起草合同条款时，应精心起草，从源头上开始研究可能发生的风险，避免风险产生。（1）首先要编制好招标文件，在施工招标前，可先确定监理单位，然后业主方、监理方及设计方一起研究招标文件的细节。（2）规范付款程序。项目的每一笔预付款先由承包方提出申请，附上完成的工程量报表，经监理审核，业主方代表把关，然后由业主方的项目负责人审批。（3）业主方加强投资动态控制。实现项目预控，要随时检查投资变化，随时检查承包方的施工进度和质量情况，并注重监理方的行为变化，提高合同的执行质量。

泸州市易地扶贫搬迁项目在实施阶段，业主方要预防资金、质量、进度三大风险，防范对策分别为：（1）首先是加强项目管理，按计划完工；二是加强财务管理，保持合理的资产负债比例，并提高资金使用效率；三是准确把握国家宏观经济形势、国家产业政策和银行信贷政策变化，及时调整策略。四是开辟新的融资渠道。（2）建设单位与各参建单位严格按照合同约定办事，完善项目建设组织与管理，质量监督体系；对项目分部分项工程验收时，业主方及监理方、工程质量监督站、施工企业质检部门等同时现场确认。（3）建设单位及监理单位对施工单位的进度计划进行仔细审核，落实进度管理部门人员及职责分工；分析影响进度目标实现的干扰和风险因素等；通过经济奖惩方法对进度管理进行约束等。

针对搬迁范围、搬迁补偿资金、搬迁补偿标准、搬迁补偿程序和方案、拆除过程等搬迁安置风险对策包括：充分发挥农村基层在易地扶贫搬迁工作中的基础作用，让群众拥有主动

权、知情权、参与权。搬迁安置过程严格实行“阳光”操作，接收法律监督、群众监督和舆论监督，确保公开、公平、公正。安置居住区房屋建设用地纳入土地供应计划优先安排。严格执行叙府发（2015）23号，古府发（2015）123号，充分尊重安置补偿方式自主选择权，政府对搬迁户给予补助，并对生活困难的特殊群体给予特殊优惠政策。本项目的搬迁安置风险是可以避免的。项目可以顺利实施。

4. 项目运营风险

募投项目运营期间主要风险表现在三个方面：1、自然灾害风险；2、财务风险；3、应急事件风险。

针对工程所在地客观存在的意外情况，如恶劣天气、地震等。应对措施包括政府、建设单位联合起来商讨防灾救灾对策，在预测风险发生损失的基础上制定一些相应的预防和紧急应对措施等。

项目财务活动中由于各种不确定因素的影响，使财务收益与预期收益发生偏离，从而产生蒙受损失的机会和可能。项目财务风险主要体现在：（1）收入不确定的风险。目前建设业主在本项目的还款资金来源主要为两个渠道：一是易地扶贫搬迁实施后，原宅基地、院坝、周边零星竹木地等通过土地复垦整理，形成新增耕地，经相关部门验收后获得新增耕地指标，新增耕地指标跨市交易，获得新增耕地指标交易收益；二是易地扶贫搬迁项目获得国家现有的各种专项资金补助收益。指标出让情况以及专项资金补助到位情况将给募投项目收入带来一定的不确定性。（2）资金周转风险。项目工程投入资金大，建设周期长，建设资金部分要通过发行债券、银行贷款等方式解决，如在建设过程中遭遇意外的困难而使项目建设延期的局面，则建设单位可能出现资金周转困难。（3）投资估算的风险。《可研报告》对该建设项目的投资进行的估算将会受到今后政策、法律、市场等因素的变化影响，最终可能影响投资人

建设资金投入和项目收益的实现。(4) 利率风险。项目的建设与市场利率水平关系较大。

财务风险防范对策包括：(1) 充分考虑项目的特点，分期分批投入，保证项目的实施和如期完成。与银行保持良好的合作关系，拓展筹资渠道，增强建设单位抗风险能力。(2) 在进行投资估算时，适当考虑计入一定比例的不可预见费。在实施过程中，定期（一般按半年）对估算投资进行审核验证，如发现对估算投资产生重大影响的变化，及时对估算投资进行调整，并调整融资策略。(3) 建立较完善的内部会计控制制度，主要包括财务组织管理制度、会计基础工作制度、资金管理制度、财务审批制度、资产管理制度、工程项目控制制度、对外投资制度、财务分析制度等。(4) 培养高素质的财务管理人员。(5) 确定预警指标与最佳值，加强对财务风险的监控。对于每一个具体的预警指标，应根据实际情况确定相应的临界值，以判断项目的财务状况是否正常，是否存在潜在的财务风险。

此外，项目应急事件风险主要体现在：突发安全事故等方面。最为应对方案，建设单位成立应急处置机构，制定相应的应急处置预案，一旦出现公众群体性事件，及时响应、配合政府部门进行妥善处理，提出处理意见，防止事态扩大。并对公众做好宣传解释工作，消除疑惑，及时化解矛盾。

但是，同时考虑到本期债券募投项目符合国家政策支持导向、政府支持力度较大，主要风险因素可控。

四、本期债券收益预测

1. 项目收益预测

本项目收益债收益预测依据信永中和会计

师事务所（特殊普通合伙）编制的《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》(XYZH/2015CDA60126)(以下简称“《专项意见》”)。

本项目工程建设期5年（2016~2020年），项目总投资605379.98万元，其中：自筹资金405379.98万元（其中22亿元来自银行贷款，银行已下发《国家开发银行股份有限公司四川省分行关于承诺泸州市易地扶贫搬迁项目贷款的函》，其余由项目公司股东筹集），占建设投资的66.96%；拟发行债券200000.00万元，占总投资资金的33.04%。本项目的财务预测基于以下条件：财务计算期10年，其中建设期5年（2016年-2020年）。债券年利率6%，债券发行期限10年（2016年1月-2025年12月）。

成本费用构成

项目主营业务成本包括项目工程费用、货币安置补偿费、为被拆迁户缴纳的社保费用、医保费用、原居住地宅基地复垦费以及建设期利息等。

项目主要涉及的税种有：营业税3%，城市维护建设税7%，教育费附加3%，地方教育费附加2%。

根据《专项意见》，项目期间费用包括财务费用；募投项目管理费用很少，在建设期已列入建设管理费，建设期满后利用泸州农建公司现有管理人员进行管理，管理费用在公司管理费用中列支。因此，管理费用按营业收入的0%计算；募投项目无销售费用。

泸州易地扶贫项目收益债分四期发行，本次发行第一期，金额为50000万元，利息率为6%。根据泸州农建拟定的还款计划，各年还款安排如表6所示：建设期第三年开始偿还本金，十年累计还本付息270800.00万元。

表6 运营总成本费用构成表（单位：万元）

序号	项目	合计	计算期									
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	建设投资摊销	605379.98	--	--	49531.09	49531.09	77048.36	77048.36	77048.36	77048.36	103189.77	94934.59

2	营业税金及附加	27553.06	--	--	2925.55	2925.55	4941.55	4941.55	4941.55	4941.95	1008.00	927.36
2.1	营业税(3%)	24600.96	--	--	2612.10	2612.10	4412.10	4412.10	4412.10	4412.46	900.00	828.00
2.2	城建税(注册地7%)	1722.08	--	--	182.85	182.85	308.85	308.85	308.85	308.87	63.00	57.96
2.3	教育费附加(3%)	738.01	--	--	78.36	78.36	132.36	132.36	132.36	132.37	27.00	24.84
2.4	地方教育费附加(2%)	492.01	--	--	52.24	52.24	88.24	88.24	88.24	88.25	18.00	16.56
3	营业费用(0%)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
4	管理费用(0%)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	财务费用	26400.00	--	--	--	--	--	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
6=1+2+3+4+5	总成本费用	659333.04	--	--	52456.64	52456.64	81989.91	90389.91	89189.91	87390.31	107797.77	97661.95

资料来源:《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》

注:建设期财务费用被资本化。

表7 还本付息计划表 (单位:万元)

序号	项目	合计	建设期					经营期				
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	年初债券本金累计	--	--	100000.00	200000.00	180000.00	160000.00	140000.00	120000.00	90000.00	60000.00	30000.00
2	本年新增债券	200000.00	100000.00	100000.00	--	--	--	--	--	--	--	--
3	应计利息	70800.00	3000.00	9000.00	12000.00	10800.00	9600.00	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
3.1	计入建设期利息	44400.00	3000.00	9000.00	12000.00	10800.00	9600.00	--	--	--	--	--
3.2	计入经营期利息	26400.00	--	--	--	--	--	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
4	本年还本付息	270800.00	3000.00	9000.00	32000.00	30800.00	29600.00	28400.00	37200.00	35400.00	33600.00	31800.00
4.1	还本	200000.00	--	--	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
4.2	付息	70800.00	3000.00	9000.00	12000.00	10800.00	9600.00	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
5	年末债券本金累计	--	100000.00	200000.00	180000.00	160000.00	140000.00	120000.00	90000.00	60000.00	30000.00	--

资料来源:《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》

注:应计利息=年初债券本金*6%+本年新增债券*6%/2;由于后期债券发行时间未定,该预测中本金偿还金额基于本期债券于2016年全部发行完毕的假设计算;同时上表假设债券存续期第五年末投资者未行使回售权且票面利率保持不变。

营业收入构成

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》,泸州农建主要承担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,故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。

土地指标流转收入:依据泸州市人民政府关于同意叙永县、古蔺县续用2011-2015年土地整治规划实施城乡建设用地增减挂钩项目的批复(泸市府地发【2015】194号、泸市府地发【2015】193号),两个县城乡建设用地增减挂钩土地面积共2085.64公顷(31284.6亩),五年平均每年新增耕地面积6256.92亩。根据泸州市叙永县人民政府、古蔺县人民政府与成都市双

流县人民政府签订的《成都市双流县人民政府泸州市古蔺县人民政府泸州市叙永县人民政府广元市苍溪县人民政府共同设置城乡建设用地增减挂钩项目区协议书》：叙永县、古蔺县布置在双流县的挂钩周转指标每年不超过2000亩，按照省国土资源厅批准的方案实施，持续时间不少于5年；在符合省国土资源厅城乡建设用地增减挂钩城镇建新区指标流转相关要求的前提下，按照人民币60万元/每亩预测乡建设用地增减挂钩指标流转收益。

按挂钩周转土地指标每年2000亩、每亩60万元测算城乡建设用地增减挂钩指标流转收益，采用“边搬迁、边整理、边挂钩、边流转”的方式进行，开工建设的第三年开始土地挂钩指标流转，建设用地增减挂钩指标流转五年共600000.00万元。

此外，根据《泸州市人民政府泸州市古蔺县人民政府、泸州市叙永县人民政府共同设置

城乡建设用地增减挂钩项目区协议书》约定：叙永县、古蔺县布置在泸州市的挂钩周转指标从2018年度开始至2025年实施城乡建设用地增减挂钩城镇建新区指标流转相关要求的前提下，按照人民币8万元/每亩，预计12000亩计算，共产生收入96000.00万元。

财政专项补助收益：目前国家和四川省针对易地扶贫搬迁的财政主要专项补助具体包括以工代赈易地扶贫搬迁补助、农村危房改造补助、地质灾害避险搬迁补助、农村公路建设资金补助、农村薄弱学校改造补助、农村医疗卫生室补助以及农村文化建设专项补助等。

财政专项补助依据购买服务协议，经同级财政校核后，按规定程序报同级人民政府同意，由同级财政分别从相应的专项补助科目中核拨到泸州农建公司。补助总金额是按照中央、各地方政府补助标准乘以相应数量计算得出，平均于2018~2023年逐年确认。

表8 计算期内各年营业收入预测表（单位：万元）

序号	项目营业 负荷（%）	合计	计算期									
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
			--	--	50.00	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00	25.90	22.30
1	计税收入	820031.85	--	--	87070.00	87070.00	147070.00	147070.00	147070.00	147081.85	30000.00	27600.00
1.1	指标流转 收益	696000.00	--	--	66400.00	66400.00	126400.00	126400.00	126400.00	126400.00	30000.00	27600.00
1.2	财政专项 补助收益	124031.85	--	--	20670.00	20670.00	20670.00	20670.00	20670.00	20681.85	--	--

资料来源：《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》

现金流预测

除营业收入外，该项目还有来自地方政府的项目财政补贴（计入营业外收入），财政补贴收入是根据各年度运行净收入不足偿还债券本息的差额，由政府给予补助，本项目预测获得的财政补助收入占项目总收入的比重为5.58%（2018~2025年每年6000万元，叙永县、古蔺县各3000万元）。其中，①叙永县政府拟提供的政府补助24000.00万元，经过泸州市叙永县人大常委会《关于批准<关于提请审议将泸州市叙永县易地扶贫搬迁项目补贴资金纳入财政预算的议案>的决议》和泸州市叙永县财政局

《关于进一步落实易地扶贫搬迁工程项目财政补贴事项的通知》予以确认；②古蔺县政府拟提供的政府补助24000.00万元，经过泸州市古蔺县人大常委会关于同意《关于提请审议将泸州市古蔺县易地扶贫搬迁项目补贴资金纳入财政预算的议案》的决议和泸州市古蔺县财政局《关于进一步落实易地扶贫搬迁工程项目财政补贴事项的通知》予以确认。

表9 本期债券募投项目经营现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	计算期									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	820031.85	--	--	87070.00	87070.00	147070.00	147070.00	147070.00	147081.85	30000.00	27600.00
收到其他与经营活动有关的现金	48000.00	--	--	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
经营活动现金流入小计	868031.85	--	--	93070.00	93070.00	153070.00	153070.00	153070.00	153081.85	36000.00	33600.00
购买商品、接受劳务支付的现金	605379.98	150000.00	100000.00	120000.00	118800.00	116579.98	--	--	--	--	--
支付的各项税费	113692.69	--	--	13078.89	13078.89	22711.57	20611.57	20911.57	21364.84	1008.00	927.36
支付其他与经营活动有关的现金	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
经营活动现金流出小计	719072.67	150000.00	100000.00	133078.89	131878.89	139291.55	20611.57	20911.57	21364.84	1008.00	927.36
经营活动产生的现金流量净额	148959.18	-150000.00	-100000.00	-40008.89	-38808.89	13778.45	132458.43	132158.43	131,717.01	34992.00	32672.64
二、投资活动产生的现金流量：	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
收到其他与投资活动有关的现金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
投资活动现金流入小计	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
支付其他与投资活动有关的现金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
投资活动现金流出小计	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
投资活动产生的现金流量净额	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
三、筹资活动产生的现金流量：	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
吸收投资收到的现金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
发行债券收到的现金	200000.00	100000.00	100000.00	--	--	--	--	--	--	--	--
收到其他与筹资活动有关的现金（自筹）	405379.98	50000.00	--	120000.00	118800.00	116579.98	--	--	--	--	--
筹资活动现金流入小计	605379.98	150000.00	100000.00	120000.00	118800.00	116579.98	--	--	--	--	--
偿还债务支付的现金	200000.00	--	--	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26400.00	--	--	--	--	--	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
支付其他与筹资活动有关的现金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
筹资活动现金流出小计	226400.00	--	--	20000.00	20000.00	20000.00	28400.00	37200.00	35400.00	33600.00	31800.00
筹资活动产生的现金流量净额	378979.98	150000.00	100000.00	100000.00	98800.00	96579.98	-28400.00	-37200.00	-35400.00	-33600.00	-31800.00

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	527939.16	--	--	59991.11	59991.11	110358.43	104058.43	94958.43	96317.01	1392.00	872.64
加：期初现金及现金等价物余额	--	--	--	--	59991.11	119982.22	230340.65	334399.08	429357.51	525674.52	527066.52
六、期末现金及现金等价物余额	527939.16	--	--	59991.11	119982.22	230340.65	334399.08	429357.51	525674.52	527066.52	527939.16

资料来源：《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》

注：由于后期债券发行时间未定，该预测中本金偿还金额基于本期债券于2016年全部发行完毕的假设计算；同时上表假设债券存续期第五年末投资者未行使回售权且票面利率保持不变。

总体来看，募投项目收入主要来源为土地流转指标及政府专项补助，此外，地方政府项目财政补贴成为收入的有效补充；同时联合资信关注到，指标出让情况以及专项资金补助到位情况将影响本期债券募投项目经营阶段现金流能否达到预期水平。

2. 项目收益对本期债券偿还能力

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》，项目建设第三年开始，即2018年，募投项目开始产生收入，届时能够为泸州农建带来稳定的现金流。

泸州市易地扶贫搬迁建设项目收益债，共计 20.00 亿元分四期发行（2016 年与 2017 年各发 10.00 亿元），本期债券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。假设债券存续期第五年末投资者未行使回购权，以票面利率 6%来测算，本期债券需偿还的本息合计为 27.08 亿元。

（1）存续期内现金流总额保障分析

根据《专项意见》，本期债券存续期间（2016 年至 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，对本期债券存续期本息合计偿还倍数分别是 3.21 倍和 0.55 倍。本期债券存续期内除建设期前两年募投项目不能产生经营收益无法覆盖当年利息、需依赖外部融资之外，运营期累计经营现金流入能覆盖本期债券在项目运营期间待偿还的本息金额。

（2）债券存续期内现金流分期保障分析

项目建设期前两年，项目实施主体自身并

不产生收益，利息偿还对差额补偿依赖程度高。2016~2017 年本期债券募投项目尚在建设期且未产生收入，两年需分别偿付利息 0.30 亿元与 0.90 亿元，根据《2015 年泸州市易地扶贫搬迁项目项目收益债券差额补偿协议》的约定，当偿债资金专户内的余额无法足额还本付息时本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由本期债券差额补偿人兴泸集团承担差额补足义务。2015 年兴泸集团营业收入和经营活动产生的现金流入量分别为 13.40 亿元和 27.73 亿元，分别是 2017 年需偿付利息的 11.89 倍和 30.81 倍。兴泸集团作为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，持续获得泸州市政府的有力支持。未来，伴随着泸州市经济的发展和城市基础设施的不断完善，以及公司在建项目回购资金回流，公司经营前景良好，对 2016~2017 年应付利息的偿还能力较强。

2018 年本期债券募投项目开始产生现金流入。本期债券发行后第三年开始分期偿还本金，根据本期债券募投项目现金流覆盖债权还本付息预测，2018 年至 2025 年间，募投项目产生现金及现金等价物净增加额对各年须偿付的本息覆盖程度最低为 1.03 倍（如表 8）。如果投资者选择回售权，2020 年公司将需要偿还本息共计 16.96 亿元，届时项目累计剩余可用于偿本付息的资金共计 16.75 亿元，可基本覆盖本息，同时，考虑到差额补偿人对本息偿还的补足以及本期债券设置项目收入归集专户，募投项目经营现金流入将优先用于本期债券的偿还，本期债券本息不能按时偿还的可能性很低。

表10 项目现金流覆盖债权还本付息资金预测表（单位：万元）

序号	项目	合计	计算期									
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	一、债权还本付息资金	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	债权还本付息金额（3+4）	270800.00	3000.00	9000.00	32000.00	30800.00	29600.00	28400.00	37200.00	35400.00	33600.00	31800.00
3	其中：本期还本金额	200000.00	--	--	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
4	本期付息金额	70800.00	3000.00	9000.00	12000.00	10800.00	9600.00	8400.00	7200.00	5400.00	3600.00	1800.00
5	累计债权还本付息资金额（5行=Σ（第2行第1年：第2行第N年））	--	3000.00	12000.00	44000.00	74800.00	104400.00	132800.00	170000.00	205400.00	239000.00	270800.00
6	二、现金流覆盖债权还本付息资金情况											
7	本期现金及现金等价物净增加额	527939.16	--	--	59991.11	59991.11	110358.43	104058.43	94958.43	96317.01	1392.00	872.64
8	期末现金及现金等价物余额（8行=Σ（第7行第1年：第7行第N年））	--	--	--	59991.11	119982.22	230340.65	334399.08	429357.51	525674.52	527066.52	527939.16
9	本期债券还本付息	270800.00	3000.00	9000.00	32000.00	30800.00	29600.00	28400.00	37200.00	35400.00	33600.00	31800.00
10	本期可用于还本付息的现金及现金等价物	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
10.1	本期可用于还本付息的现金及现金等价物增加额（10.1行=7行+9行）	798739.16	3000.00	9000.00	91991.11	90791.11	39958.43	132458.43	132158.43	131717.01	34992.00	32672.64
10.2	本期利息备付率（10.2行=10.1行÷4行）	11.28	--	--	7.67	8.41	14.58	15.77	18.36	24.39	9.72	18.15
10.3	本期偿债备付率（10.3行=10.1行÷2行）	2.95	--	--	2.87	2.95	4.73	4.66	3.55	3.72	1.04	1.03
11	累计可用于还本付息的现金及现金等价物	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
11.1	累计可用于还本付息的现金及现金等价物余额（11.1行=8行+9行）	--	3000.00	9000.00	91991.11	150782.22	259940.65	362799.08	466557.51	561074.52	560666.52	559739.16
11.2	累计利息备付率（11.2行=11.1行÷4行）	--	1.00	1.00	7.67	13.96	27.08	43.19	64.80	103.90	155.74	310.97
11.3	累计偿债备付率（11.3行=11.1行÷2行）	--	1.00	1.00	2.87	4.90	8.78	12.77	12.54	15.85	16.69	17.60

资料来源：《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》

注：由于后期债券发行时间未定，该预测中本金偿还金额基于本期债券于2016年全部发行完毕的假设计算；同时上表假设债券存续期第五年末投资者未行使回售权且票面利率保持不变。

考虑到项目运营期现金流入的不确定性且兴泸集团的差额补偿责任，经测算，2015年兴泸集团营业收入和经营活动产生的现金流入量对募投项目运营期内应偿还债务本息的最低覆盖倍数分别为3.60倍和7.45倍（回售权未行使）；若投资者行使回售权，上述覆盖倍数分别为0.79倍和1.64倍。总体看，差额补偿人对运营期内应付本息的偿还能力一般。

另外，在差额补偿协议履行的情况下，兴泸集团对本期债券偿还承担连带责任。本期债券设置了项目收入归集专户和偿债资金专户，明确了本期债券募投项目所产生的收益将优先用于本期债券的还本付息，同时，本期债券设置了资监管账户，以上措施能有助于保障本期债券的本息偿还。

总体看，募投项目未来现金流入量对本期债券本息偿还保障能力尚可。土地流转指标及专项补助到位情况对项目收入影响大；项目建设前两年，项目实施主体自身尚未产生收入，利息偿还对外部支持依赖程度高，联合资信将对项目实际运营情况持续关注。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，兴泸集团同意作为本期债券的差额补偿人，同时为本期债券到期本金和利息的偿还提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

1. 差额补偿

根据《中华人民共和国合同法》等法律、法规和规章制度的规定泸州农建与差额补偿人（兼为担保人）以及国开行四川分行共同签署了《2015年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券差额补偿协议》（以下简称“协议”），约定了泸州农建的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的生效及变更等相关事项。

协议中明确约定差额补偿人的补偿责任：

如果在每期付息/兑付日前20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时，国开行四川分行应立即通知差额补偿人，差额补偿人应在付息/兑付日前16个工作日（T-16日）补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。

对于违约责任方面，若因兴泸集团、泸州农建、国开行四川分行中任一方违反协议任何规定和保证，或因一方违反与协议相关的任何法律、行政法规、部门规章、规范性文件的规定，从而导致另一方遭受损失、责任和费用，受损失一方有权依据法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本协议之规定追究违约方的违约责任。

2. 担保

根据相关制度、法律和法规兴泸集团为泸州农建出具了担保函，其中约定由兴泸集团对本期债券提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。在每年偿债日（T日）之前的第15个工作日（T-15日，担保支付通知日），国开行四川分行对专项偿债账户进行核算并通知发行人，若专项偿债账户内资金未到达当年还本付息金额，则融资主体泸州农建通知担保人兴泸集团履行担保义务。担保人应于担保支付划款人（T-10日）将该年度偿债资金缺口部分划入专项偿债账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

3. 差额补偿人及担保方

（1）兴泸集团概况

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，兴泸集团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2016年3月底，兴泸集团注册资本49.34亿元，泸

州市国有资产监督管理委员会持有公司 100% 的股份，为其实际控制人。

兴泸集团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。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；景区、公园、停车场的管理、服务。

截至 2016 年 3 月底，兴泸集团拥有 19 家一级子公司，17 家二级子公司，其中有 5 家一级子公司未纳入合并范围：泸州市森泰垃圾处理有限公司、泸州临港产业投资发展有限公司、泸州市高新投资有限公司、泸州沱江新城建设投资有限公司、泸州长江生态湿地新城投资有限公司。公司本部设立了党务部、人力部、办公室、财务部、投资部、融资部、企业管理部、工程部、审计部、法务部和安全生产管理部等 11 个职能部门。

截至 2015 年底，兴泸集团合并资产总额为 491.96 亿元，所有者权益合计为 250.70 亿元（其中少数股东权益 8.53 亿元）。2015 年，兴泸集团实现营业收入 13.40 亿元，利润总额 8.47 亿元。

截至 2016 年 3 月底，兴泸集团合并资产总额为 506.19 亿元，所有者权益合计为 252.81 亿元（其中少数股东权益 8.76 亿元）。2016 年 1~3 月，实现营业收入 3.55 亿元，利润总额 2.25 亿元。

兴泸集团注册地址：泸州市江阳区童家路 1 号；法定代表人：袁斗泉。

（2）政府支持

兴泸集团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。近年来，泸州市政府通过财政补贴、资产划拨及增资等形式，不断给予兴泸集团支持。

资产划拨

2015 年，泸州政府对兴泸集团划拨资产累计 31.17 亿元，主要包括江南新区公司 80% 股权和泸州老窖股份有限公司 34000000 股份等经营性资产。

根据泸州市国有资产监督管理委员会《关于向泸州市兴泸投资集团有限公司注入股权的通知》（泸国资产权[2014]33 号），泸州市国有资产监督管理委员会将泸州市江南新区建设投资有限公司 80% 的股权作为资本金投入公司，以 2014 年 12 月 31 日经审计的净资产（川承信会审[2015]1011 号）计算投资成本为 22.05 亿元。《章程》规定：泸州市国有资产监督管理委员会行使 60% 的股东表决权，兴泸集团行使 40% 的股东表决权。本次股权变更已于 2015 年 6 月 30 日在泸州市工商行政管理局办理变更登记手续。

根据泸州市人民政府办《关于将泸州市国有资产监督管理委员会所持泸州老窖股份有限公司部分国有股无偿划转给泸州老窖集团有限责任公司和泸州市兴泸投资集团有限公司的通知》（泸市府函[2015]321 号），将泸州市国有资产监督管理委员会所持泸州老窖股份有限公司 34000000 股无偿划转给兴泸集团，以 2015 年 11 月 3 日为评估基准日经四川华信资产评估事务所评估并出具川华信评报字[2015]第 21 号评估报告，评估值为 7.41 亿元。

表 11 2015 年地方政府资产划拨情况

（单位：万元）

序号	划拨资产名称	资产价值	政策文件名称	资产性质	会计处理
1	泸州市南寿山墓园管理处	6178	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
2	泸州兴绿园林绿化有限责任公司	3809	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
3	泸州白酒产业园区发展投资有限公司	1892	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积

4	泸州国际会展有限责任公司	24	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
5	泸州粮油企业集团公司	0	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
6	四川泸州粮油批发市场	347	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
7	泸州酒城新报社出版有限公司	245	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
8	泸州市城市建设投资有限责任公司	952	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
9	泸州日报社印刷厂	3108	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
10	四川省泸州市粮食局军粮供应站	612	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
11	泸州开元粮食有限责任公司	0	泸州市政府对泸市府函[2015]320 号的批示	股权	资本公积
12	江南新区公司 80%股权	220495	泸国资产权[2014]33 号	股权	资本公积
13	泸州老窖股份有限公司 34000000 股	74052	泸市府函[2015]321 号	股权	资本公积
	合计	311714			

资料来源：兴泸集团提供

注：根据泸州粮油企业集团公司、泸州粮油企业集团的审计报告，其净资产为负，按会计准则核算要求，资产价值以0入账。

资金注入 (集团)有限公司、长江生态湿地新城投资有限公司、沱江新城建设投资有限公司等公司的
 在资金拨付方面，2015年，政府对兴泸集团累计拨付35.71亿元，为对子公司兴泸水务注资。

表12 2015年政府对兴泸集团资金拨付情况

(单位：万元)

序号	注入公司名称	主要内容	资产价值	政策文件名称
1	泸州市兴泸投资集团有限公司	居泰公司土地注资资金及相关税费资金返还	56765	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
2	泸州市兴泸投资集团有限公司	沱投公司土地注资资金及相关税费资金返还	40821	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
3	泸州市兴泸投资集团有限公司	长湿新城公司土地注资资金及相关税费资金返还	16019	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
4	泸州市兴泸投资集团有限公司	临港投资公司土地注资资金及相关税费资金返还	80783	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
5	泸州市兴泸投资集团有限公司	江南新区公司土地注资资金及相关税费资金返还	103117	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
6	泸州市兴泸投资集团有限公司	子公司土地注资相关税费返还	144	(泸市府函[2015]320 号、泸国资委发[2015]138 号
7	泸州市兴泸投资集团有限公司	长湿新城公司注资款	1000	泸州市政府对泸市长新管委[2015]4 号)的批示
8	泸州市兴泸投资集团有限公司	四川省信用再担保公司注资款	2000	泸市财外笺[2015]016 号
9	泸州市兴泸投资集团有限公司	川南城际铁路项目资本金	32000	泸市发改铁建[2014]206 号
10	泸州市兴泸投资集团有限公司	水务股改项目资金以资本金注入	3450	泸市预[2015]022 号
11	泸州市兴泸投资集团有限公司	担保公司应急转贷资金以资本金注入	16000	(泸市府办发[2015]16 号
12	泸州市兴泸投资集团有限公司	城南公司棚改项目资本金	5000	泸州市政府对泸市财[2014]9 号的批示
	合计		357099	

资料来源：兴泸集团提供

政府补贴

2015年兴泸集团获得政府补助6.78亿元，主要为各期债券的发行费用和利息补贴、售房补贴、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，2015年泸州市政府继续通过资产划拨、政府补助等方式予以兴泸集团持续支持，有利于兴泸集团业务的正常开展。

(3) 经营分析

经营现状

兴泸集团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。其中兴泸集团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。

2015年，兴泸集团主营业务收入继续保持增长，2015年实现12.70亿元，同比增长31.59%。从营业收入构成看，天然气、安装工程、水务业务（自来水和污水处理）和居泰房地产销售为主要收入来源，占主营业务收入的比重分别为28.44%、17.77%、22.93%和14.78%。2015年，兴泸集团安装工程收入较上年大幅增长；同时，兴泸集团2015年开始实现限价房销售收入和代建收益，新增居泰房地产销售业务收入；物业管理收入由其他业务收入调整至主营业务收入。

毛利率方面，2015年，受居泰房地产销售毛利率为负的影响，兴泸集团主营业务毛利率降为38.02%，较2014年下降13.08个百分点。居泰房地产销售毛利率为负主要系因限价房的性质，房屋售价低于修建成本，毛利率为负，差额由财政补贴；机场服务业务毛利率大幅下降主要系为达到行业要求新进大量职工导致人工成本上升及为安全生产设施设备改造增加成本；同期，兴泸集团其他业务毛利率小幅增长，主要系新增的出租车运输服务和物业管理业务的毛利率水平较高。

2016年1~3月，兴泸集团实现营业收入3.55亿元，主营业务收入3.47亿元，为2015年主营业务的27.32%。由于2015年泸州市南寿山墓园管理处和泸州市交通投资集团有限公司的划入以及泸州交投集团纳溪机动车驾考服务有限公司、泸州交投集团资产经营管理有限公司的吸收合并，兴泸集团新增墓园服务和驾考、汽车租赁收入，计入其他收入。2016年1~3月，主营业务利润率34.77%。自来水销售业务毛利率为18.07%，较上年下降6.48个百分点，主要系受自来水销售低峰期和户表安装工程减少的影响，2016年1~3月，自来水毛利率较去年下降；其他业务毛利率为50.95%，较上年增长16.72个百分点，主要系新增的墓园服务毛利率较高所致；其他业务毛利率较上年变化不大。

表 13 兴泸集团主营业务结构与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售天然气收入	31910.20	40.56	37.12	35019.65	36.29	36.60	36106.58	28.44	36.06	9565.99	27.57	33.24
销售自来水收入	13425.29	17.07	24.33	14955.29	15.50	22.45	16488.02	12.99	24.55	3934.87	11.34	18.07
安装工程收入	13147.09	16.71	64.19	16652.30	17.26	69.55	22562.13	17.77	68.32	7254.33	20.91	63.53
污水处理费收入	8975.61	11.41	53.78	10969.61	11.37	56.41	12622.17	9.94	52.71	2779.66	8.01	50.83
担保费收入	5380.40	6.84	100.00	7444.87	7.72	100.00	7703.45	6.07	100.00	1262.79	3.64	100.00
机场服务收入	1888.44	2.40	-16.51	2757.79	2.86	2.39	3071.08	2.42	-10.57	761.86	2.20	-7.81
小额贷款业务收入	3126.87	3.97	100.00	7527.20	7.80	100.00	6829.79	5.38	100.00	1786.93	5.15	100.00

居泰房地 产销售							18769.55	14.78	-32.17	5506.54	15.87	-32.26
其他	815.82	1.04	27.92	1166.73	1.21	27.48	2818.32	2.22	34.23	1839.70	5.30	50.95
合计	78669.72	100.00	46.78	96493.45	100.00	51.10	126971.10	100.00	38.02	34692.68	100.00	34.77

资料来源：审计报告及兴泸集团提供

注：2013、2014年其他收入为出租车运输服务，2015年其他收入包括出租车运输服务和物业管理，2016年1~3月，其他收入包括出租车运输服务、物业管理、墓园服务和驾考、汽车租赁。

总体看，2015年，兴泸集团增加居泰房地产销售业务，为公司带来新的收入增长点；其他主要业务板块均保持较好的增长态势。

基础设施建设业务

兴泸集团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。兴泸集团基础设施运营模式是政府委托代建：兴泸集团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，项目所需资金均由兴泸集团自筹和外部融资，融资本金和利息由政府拨付至兴泸集团进行偿还或由兴泸集团偿还、政府以其他方式（如增加资本金、股权划入等）进行补偿，兴泸集团委托市建委进行招标建设，项目记入在建工程，兴泸集团无代建收益，泸州市政府每年给予少部分财政补贴，记入营业外收入中。

截至2016年3月底，兴泸集团主要在建项目有教科城项目、城市停车场项目、泸州市中心城区棚户区改造项目（一期）和泸州军民合用机场迁建工程等，其中城市停车场项目和泸州军民合用机场迁建工程是跟踪期主要新增的基础设施项目。除沙茜片区城市基础设施建设项目、教科城项目、沱四桥及连接线工程三个在建基础设施项目建成后政府回购，其他基础设施项目为经营类资产，建成后转固定资产。截至2016年3月底，兴泸集团主要的拟建项目有泸州市易地扶贫搬迁项目、泸州市城市污泥综合处理厂项目和合江黄溪水厂（一期）工程，上述在建和拟建项目计划投资总额209.68亿元，截至2016年3月底，兴泸集团已完成投资64.26亿元，尚需投资145.42亿元，未来资金需求量较大。

表14 截至2016年3月底兴泸集团主要基础设施在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	截至2016年3 月底投资额	项目周期	计划投资额			会计科目
				2016.4~2016.12	2017	2018	
沙茜片区城市基础设施建设项目	86480.00	36614	2012.8~2016.12	17786	0	0	在建工程
沱四桥及连接线工程	140775.00	42300	2013.10~2017.12	20200	78275	0	在建工程
教科城项目	216500.00	155411	2014.1.-2016.12.	30089	0	0	在建工程
城市停车场项目	280600.00	45000	2015.9.-2017.12	35100	200500	0	在建工程
泸州市中心城区棚户区改造项目（一期）	388300.00	217200	2014.6.-2016.12.	66300	0	0	其他应收款
泸州军民合用机场迁建工程（云龙机场工程建设项目）	273600.00	142250	2015.1.-2017.12.	108750	22600	0	在建工程
机场快速路给水管安装工程	3300.00	3860	2015.1.-2016.6.	0	0	0	在建工程
合计	1389555	642635	--	278225	301375	--	--

资料来源：兴泸集团提供

表15 截至2016年3月底兴泸集团主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期	2016年计划投资	2017年计划投资	2018年计划投资	资金安排
泸州市易地扶贫搬迁项目	60.45	2016.1-2020.12	10.00	10.00	10.00	发行项目收益债券20亿元、银行融资20亿元、泸州市农村开发投资建设有限公司筹集20亿元
泸州市城市污泥综合处理厂项目	3.00	2016.1-2018.12	0.05	暂未制定投资计划	暂未制定投资计划	正在开展前期工作，未明确资金来源
叙永污水处理厂（二期）	0.40	2016.1-2018.12	0.01	0.19	0.20	正在可研编制阶段，未明确资金来源
鸭儿凼污水处理厂提标扩容改造项目	1.00	2016.1-2017.12	0.02	0.78 亿	0.20	正在可研编制阶段，未明确资金来源
金鸡湾储配站	0.60	2016.1-2018.12	0.07（0.15土地费在15年已支付）	0.33	0.05	自有资金
合江黄溪水厂（一期）工程	3.50	2016.1-2018.12	0.32	1.00	2.18	自有资金、融资资金
泸县县城供水复线管工程	1.20	2016.1-2017.12	0.72	0.48	0	自有资金
泸州至合江输水管道安装工程	0.57	2016.1-2017.12	0.23	0.34	0	融资资金
合计	70.72	--	11.42	13.12	12.63	--

资料来源：兴泸集团提供

天然气业务

兴泸集团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”）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。

随着在建主干管、合江调压站建设项目推进，管网总长增长较快，供气用户快速增长，截至2016年3月底，燃气公司现有员工590余人，专业技术职称人员90余人，拥有城市高中压天然气输气干管905KM，输配气站2座，高压储配站1座，CNG汽车加气站3座，担负着江阳区、龙马潭区、纳溪区、合江县城区的供气任务，拥有居民用户33.64万多户，工业、商业用户8000余户，年供气量超过1.6亿立方米。2015年，受益于管网扩建，用户数增长，燃气销售量为15975万立方米，较2014年增长14.42%，根据《四川省发展和改革委员会关于降低我省非居民用天然气价格的通知》（川发改价格[2015]840号），调整非居民用气价格，其中CNG由4元/立方米下调为3元/立方米。2015年公司实现售气收入36106.58万元，同比增长3.10%。2016年1~3月，兴泸集团实现售气收入9565.99万元，为2015年全年水平的26.49%，毛利率水平较2015年变化

不大。

表16 兴泸集团主要燃气经营数据

项目	2014年	2015年
管道燃气生产量(万立方米)	14459	16623
管道燃气销售量(万立方米)	13962	15975
管道燃气累计用户数(万户)	26.87	33.64
售气价格：民用气(元/立方米)	1.93	1.93
工业用气(元/立方米)	月用气量>3万方，价格2.95；月用气量≤3万方，价格3.7	月用气量>3万方，价格2.69；月用气量≤3万方，价格3.36
商业用气(元/立方米)	月用气量>3万方，价格2.95；月用气量≤3万方，价格3.70	月用气量>3万方，价格2.69；月用气量≤3万方，价格3.36
CNG(元/立方米)	4.00	3.00

资料来源：兴泸集团提供

水务业务

兴泸集团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)股份有限公司（以下简称“水务公司”）经营。

截至2016年3月底，水务公司日供水能力约24.44万立方米，供水面积167余平方公里，DN100以上管道近900余公里，肩负着泸州市中心城区以及纳溪、泸县、合江等周边区县、乡镇的供水重担，供水人口过100万。2015年，

随着泸州市城市规模迅速扩大，城市用水需求上升，水务公司供水量和售水量进一步上升，2015年水务公司实现自来水供水收入16488.02万元，同比增长10.25%。2016年1~3月，水务公司实现自来水销售收入3934.87万元，为2015年全年水平的23.87%，2016年，受自来水销售低峰期和户表安装工程减少的影响，2016年1~3月，自来水毛利率同比有所下降。

表17 自来水业务主要经营数据

项目	2013年	2014年	2015年
平均日制水量（万立方米）	21.44	21.17	22.28
供水量（万立方米）	7827.00	8482.83	8895.58
售水量（万立方米）	6325.00	6917.96	7618.03
销售均价：（元/吨）	2.20	2.33	2.29

资料来源：兴泸集团提供

兴泸集团的污水处理业务由泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”，水务公司子公司）经营。目前污水处理公司下辖9个污水处理厂。根据泸市财综[2013]171号文，目前公司污水处理收费标准为2.88元/吨，由于2014年增加泸县污水处理厂、合江污水处理厂和古蔺污水处理厂，污水处理公司污水处理能力提升，2015年全年实现污水处理收入12622.17万元，较2014年增长15.06%，污水处理毛利率为52.71%，较上年变化不大。2016年1~3月，污水处理收入2779.66万元，为2015年全年的22.02%，毛利率基本不变。

随着日供水需求的增长，兴泸集团将加大自来水和污水处理投资，包括纳溪新水厂、茜草二水厂（二期）及合江黄溪水厂建设、城东污水处理厂项目一期和城南污水处理厂项目一期，项目总投资10.38亿元，截至2016年3月底已完成投资7.09亿元，污水处理公司将从目前日处理污水能力16.10万吨增加到2016年底的26.10万吨，增长幅度达62.10%，水务业务收入在未来会有大幅增长。

表18 公司主要污水处理厂概况

污水处理厂	工艺	设计处理能力
鸭儿沟污水处理厂	A ² O	5万m ³ /日
二道溪污水处理厂	CASS+过滤工艺	4万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	2.75万m ³ /日
泸县污水处理厂	CAST生化处理工艺	0.6万m ³ /日
合江污水处理厂	CAST+紫外消毒	1万m ³ /日
古蔺污水处理厂	厌氧+卡鲁塞尔化沟DE型滤池工艺+DE	0.75万m ³ /日
城东污水处理厂	A ² O+D型纤维滤池	近期5万m ³ /日 (远期为20万m ³ /日)
城南污水处理厂	A ² O+D型纤维滤池	近期5万m ³ /日 (远期为15万m ³ /日)

资料来源：兴泸集团提供

表19 截至2016年3月底兴泸集团主要在建水务项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资额	项目周期	2016.4~12月计划投资额
城东污水处理厂（一期）	24963.00	20400.00	2013.8.-2016.6.	2800.00
城南污水处理厂（一期）	30447.00	26149.00	2013.8.-2016.6.	1851.00
南郊二水厂（一期）	17802.00	16600.00	2014.7.-2016.6.	1700.00
茜草二水厂（一期）	30569.90	7756.00	2015.1.-2016.12	8544.00
小计	103781.90	70905.00	--	14895.00

资料来源：兴泸集团提供

安装工程

兴泸集团安装工程业务由燃气公司和水务公司承建，完成对物业小区以及园区等燃气、自来水业务的配套市政工程施工，包括燃气中压管网新建、燃气管网探漏、燃气管网中压改造、自来水管网安装等。兴泸集团拥有市政工程施工总承包三级资质。

水务公司经营对外承揽的楼盘供水工程安装，水务工程承接方式为委派、项目操作流程包括集团公司下达工程实施确认书计划书、安装公司下达派工到项目办施工、按计划施工、施工完成后试压验收收方、主要业绩包括酒城一号、空港路、阳光英伦城邦三期。燃气

公司经营对外承揽楼盘燃气供应工程安装，承接方式为外包、项目操作流程包括年初招标确定外包单位、施工、竣工验收；主要业绩包括兴泸居泰玉带花园、灏景泊岸森林、阳光英伦城邦三期。

2015年兴泸集团实现的安装工程收入为22562.13万元，较2014年增长35.49%。主要是燃气公司2015年结转用户数增加6510户，供气管网安装收入增加0.55亿元，水务集团小区供水管道安装增加，供水管网安装收入增加0.03亿元。2016年1~3月，兴泸集团实现安装工程收入7254.33万元，为2015年全年的32.15%，毛利率有所下降。

表20 2014~2016年3月安装工程业务情况

(单位：公里)

	天然气管道 (新增中压)	自来水管网(新增 DN75 以上)	其他(燃气 中压改造)
2014 年	73.91	111.11	41.16
2015 年	97.15	217.89	50.77
2016 年 1~3 月	27.21	1.83	5.12

资料来源：兴泸集团提供

路桥收费

兴泸集团2013年和2014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负债额度的60%给予补偿。截至2015年底，兴泸集团路桥资产锁定债务余额85443万元，2015年无新增补助。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。

房地产销售业务

房地产销售业务由子公司泸州兴泸居泰房地产有限公司（以下简称“兴泸居泰房地产”）经营，兴泸集团持有100%股份。目前主要以修建定向限价商品房为主，主要销售对象

为被征地农户，销售价格由市国土部门确定，销售方式为安置，建设规模按征地项目所涉及到的购房需求进行设计。根据泸州市财政局和泸州市国土资源局出具的《泸州市定向限价房建设项目结算管理办法》（泸市财资[2013]32号）文件，定向限价房建设项目的总支出由项目建设成本、开发利润和销售税费组成，兴泸居泰房地产项目融资成本计入建设成本，开发利润按建设成本的3%计提。定向限价房建设项目的总收入为售房收入。根据《泸州市财政局路走势国土资源局 泸州市定向限价房建设项目结算管理办法（试行）》（泸市财资[2013]32号），定向限价房建设项目总支出高于总收入，差额部分及发生的相关税费由财政局支付给兴泸居泰房地产，若总收入高于总支出，剩余资金划转市财政局。2015年，兴泸集团实现房地产销售收入1.88亿元，由于限价房属性，该业务的毛利率为-32.17%，差额部分由政府补足，计入营业外收入，2016年1~3月，房地产销售额5506.54万元，毛利率基本保持不变。

兴泸集团限价房项目为“泸州市定向限价房项目”，包含4个子项目佳和园、望江苑、玉带花园和祥瑞苑。截至2016年3月底，兴泸集团已完工在售的房地产项目有佳和园、望江苑、玉带花园一期的项目，通过市国土局牵头，项目所在区、街道组织完成了5次分房工作（佳和园2次，望江苑2次，玉带花园1次），2015年实现销售收入18769.55万元（玉带花园售房收入8820.57万元，佳和园2467.42万元，望江7481.56万元）。以上项目的产权办理公司将按照商品房的模式进行办理。随着玉带花园等限价房项目的销售工作推进，未来房地产销售业务有望给公司带来稳定的收入增长。

截至2016年3月底，兴泸集团在在建定向限价房项目为玉带花园新增工程（2—7、2—8、2—9、社区综合楼、4--15），总投资额为10.71亿元，已完成投资6.27亿元，2016年4~12月计划投资3115万元。

表21 截至2016年3月底兴泸集团已完工房地产项目情况

项目	项目类别	总建筑面积 (万平方米)	可销售面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	住宅用房数 量(套)	截至2016年3 月累积销售 总额(万元)	销售进度 (%)
泸州市定向限价房 项目——佳和园	限价商品房	2.16	2.14	1.67	236	2330.35	78%
泸州市定向限价房 项目——望江苑	限价商品房	9.8	7.36	4.85	928	6937.31	65.9%
泸州市定向限价房 项目——玉带花园 一期、二期	限价商品房	39.47	21.16	5.10	3393	8820.57	24.1%
泸州市定向限价房 项目——祥瑞苑	限价商品房	12.47	9.78	0	1032	0	0(本项目自 2016年4月开 始销售)
总计	--	63.9	40.44	11.62	5589	18088.23	--

资料来源：兴泸集团提供

表22 截至2016年3月底房地产在建项目情况

(单位：万元)

项目名称	总投资	项目周期	截至2016年3月已完成投资	2016.4~12计划投资
泸州市定向限价房项目 ——玉带花园新增工程 (2—7、2—8、2—9、社 区综合楼、4--15)	107084.60	2013.5-2017	62722.00	3115.00

资料来源：兴泸集团提供

截至2016年3月底，兴泸集团房地产拟建项目包括安置房项目“玉带河畔”和定向限价房“学士山”，总投资额分别为60550万元和56000万元，建设周期均为30个月，目前处于前期规划阶段。

其他业务

兴泸集团还有小额贷款、担保、机场运营、出租车及少量其他业务。

兴泸集团的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。2015年，受经济环境影响，企业客户经营融资需求不大，以及银行基准利率处于下行周期，贷款利率下降，2015年小贷公司实现营业收入6829.79万元，较上年下降9.27%。

担保业务方面，目前兴泸集团拥有泸州市兴泸融资担保有限公司（以下简称“兴泸融资”）和兴泸农业融资担保有限公司两家担保公司（以下简称“兴泸农业融资”），兴泸集团分别持股61.18%和73.11%的股权。2015年，担

保业务实现收入7703.45万元，同比增长3.47%。

截至2016年3月底，担保业务在保企业211户（兴泸融资：175户；兴泸农业融资：75户；部分客户为兴泸融资和兴泸农业融资共有），在保责任余额376553.83万元（兴泸融资：333498.83万元，兴泸农业融资：43055万元），2015年全年公司发生担保代偿20笔，金额15783万元，其中年末已收回8667万元（未回收部分计入应收款项）。2016年1~3月，兴泸集团小额贷款业务和担保费收入分别为1786.93万元和1262.79万元，分别为2015年全年水平的26.16%和16.39%，担保业务一季度收入较少，主要系经济下行影响表现突出，客户有效需求不足，区县政府通过发行债券等形式已转化部分地方债务，平台融资担保项目明显减少，导致担保规模下降，以及部分金融机构减少合作授信额度。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为100%。

机场运营业务由子公司泸州蓝田机场经营，兴泸集团100%持股。2015年，泸州蓝田机场新增3条航线，目前拥有16条航线，航线的增加带动客运量和业务收入的增长，年累计接待旅客84.46万人，较2014年增加18.87%；货物运输量小幅下降，为2868.10吨；2015年，机场服务实现收入3071.08万元，较上年增长11.36%。2016年1~3月，兴泸集团机场服务实现收入761.86万元，为2015年全年水平的24.81%，毛利率为-7.81%，较上年上升2.76个百分点。

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，兴泸集团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27.36亿元，预计2017年底完工，截至2016年3月该项目已投资14.23亿元。

表23 2014~2016年3月公司机场服务业务情况

项目	2014年	2015年	2016年1~3月
航线（条）	13	16	16
接待旅客（万人次）	71.05	84.46	21.70
货物运输（吨）	2916.20	2868.10	640
业务收入（万元）	2757.79	3071.08	761.86

资料来源：兴泸集团提供

出租车业务由子公司泸州市兴泸出租车有限公司（以下简称“出租车公司”）运营，兴泸集团持股比例为100%。出租车公司现有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，10辆为标致508高端出租汽车车型，已于2013年12月投入运行。出租车公司现有4名管理人员，68名驾驶员。2015年，招聘出租车驾驶人员困难，存在出租车停运现象严重，公司营业收入减少，出租车运输业务实现营业收入901.61万元，较2014年下降22.72%，主要系为达到行业要求，新进大量职工导致人工成本增加，安全生产设施设备改造及出租车维修成本偏高所致。

股权投资方面，兴泸集团拥有泸州老窖股

份有限公司（以下简称“泸州老窖”）（证券代码 000568）23.67%股权，为该上市公司第二大股东。2015年公司取得投资收益7.64亿元，较上年增长3.68亿元。其中泸州老窖贡献的投资收益为3.47亿元，对兴泸集团利润形成重要支撑。2015年，泸州老窖利润总额为50.18亿元，较2014年增长175.58%，泸州老窖的股权投资收益较2014年增长1.40亿元。

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，随着泸州市城市建设的快速发展，2015年，上述板块收入均有不同程度的增长；由于新增居泰房地产销售业务和出租车服务及物业管理等业务，兴泸集团收入规模增幅较大，此外，2015年，泸州老窖股权收益大幅增长，为公司利润做出较大贡献。

（4）财务分析

兴泸集团2015年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊合作伙伴）审计并出具标准无保留意见的审计结论。兴泸集团2016年一季度财务报表未经审计。2015年兴泸集团合并范围新增5家，分别为泸州交投集团资产经营管理有限公司、泸州市南寿山墓园管理处、交投集团新设立全资子公司泸州交投集团纳溪机动车驾考服务有限公司、泸州交投集团资产经营管理有限公司新设立全资子公司泸州交投集团汽车服务有限公司以及公司、古蔺县国有资产经营有限责任公司、叙永县金恒土地综合整治有限责任公司等三家单位共同出资设立泸州农建，减少1家公司，为泸州市佳苑房地产开发有限公司。2016年1~3月，兴泸集团合并范围新增1家单位，为泸州市基础建设投资有限公司新设公司泸州市停车场基础建设投资有限公司。总体看，新纳入合并范围子公司资产规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，兴泸集团合并资产总额为491.96亿元，所有者权益合计为250.70亿

元（其中少数股东权益 8.53 亿元）。2015 年，兴泸集团实现营业收入 13.40 亿元，利润总额 8.47 亿元。

截至 2016 年 3 月底，兴泸集团合并资产总额为 506.19 亿元，所有者权益合计为 252.81 亿元（其中少数股东权益 8.76 亿元）。2016 年 1~3 月，兴泸集团实现营业收入 3.55 亿元，利润总额 2.25 亿元。

盈利能力

2015 年，兴泸集团营业收入继续增长态势，经营状况较好，全年实现营业收入 133992.02 万元，同比增长 29.90%；营业利润率下降至 35.71%，较 2014 年下降 12.31 个百分点。

费用方面，以财务费用和管理费用为主，2015 年期间费用营业收入比为 79.88%，较 2014 年上升 16.92 个百分点。由于报告期内增加 2014 年 2 月 25 日发行的 30 亿元非公开定向债务融资工具的利息支出，公司财务费用较 2014 年上升 96.78%。2016 年 1~3 月，兴泸集团期间费用率为 97.59%，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，兴泸集团期间费用占比高，对于其盈利能力影响大。

2015 年兴泸集团营业外收入 6.96 亿元，其中政府补助收入 6.78 亿元。政府补助收入主要为财政拨款的“08 兴泸债”、“11 兴泸债”和“非公开定向债务融资工具”的贴息 2.59 亿元；财政拨款的“12 兴泸集 MTN1”和“13 兴泸 MTN001”贴息 9625.84 万元；兴泸集团本部获得机场迁建项目贷款利息补贴 6556.33 万元；子公司泸州蓝田机场有限公司收到的补助 1761.51 万元；交投集团工程项目补助 3364.82 万元，以及居泰公司获得售房补贴 8677.63 万元。

投资收益依然是兴泸集团最主要的利润来源，2015 年兴泸集团实现投资收益 7.64 亿元，较上年增长 93.26%，主要是泸州老窖股权投资收益（3.47 亿元）。2015 年，泸州老窖利润总额为 50.18 亿元，较 2014 年增长 175.58%。此外，

兴泸集团获得委贷等投资收益（1.63 亿元）、泸州市土地收购储备和开发中心投资收益（1.17 亿元）和沙茜基础设施项目建设投资收益（0.89 亿元），对兴泸集团利润形成了有力补充。整体看，投资收益占利润总额的比重达 90.29%，泸州老窖经营业绩对兴泸集团利润影响大。

2015 年，兴泸集团实现利润总额 8.47 亿元，同比增长 68.20%，主要是投资收益增长所致；盈利指标方面，2015 年兴泸集团财务费用大幅增长，公司营业利润率从 2014 年的 48.02% 下降至 35.71%；总资本收益率和净资产收益率分别从 2014 年的 2.72% 和 2.75% 上升至 3.23% 和 3.05%。

2016 年 1~3 月，兴泸集团实现营业收入 3.55 亿元，为上年全年水平的 26.46%；营业外收入和投资收益分别为 2.51 亿元和 2.08 亿元，分别为上年全年水平的 27.23% 和 36.11%；实现利润总额 2.25 亿元，为上年全年水平的 26.53%。

总体看，2015 年，兴泸集团收入规模持续增长，盈利能力仍偏弱，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增长和营业外收入增长的影响兴泸集团利润总额大幅增长。

现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年，兴泸集团销售商品、提供劳务收到现金 15.39 亿元。兴泸集团现金收入比基本维持稳定，2015 年为 114.86%，较 2014 年下降 2.65 个百分点，业务收入的现金实现情况较好。2015 年，兴泸集团收到其他与经营活动有关的现金 11.66 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有所下降，主要是受购买商品、接受劳务支付的现金减少影响，兴泸集团支付其他与经营活动有关的现金为 13.62 亿元，主要包括期间费用 1.14 亿，其他往来资金 12.47 亿元。2015 年，兴泸集团经营活动现金流体现为净流入 1.25 亿元。

投资活动现金流方面，2015 年兴泸集团投资活动现金流入 33.81 亿元，主要来源于收到的

其他与投资活动有关的现金和取得投资收益收到的现金。兴泸集团收到的其他与投资活动有关的现金22.93亿元主要为财政划入利息、理财本金收益和收回企业之间的往来款。同期，兴泸集团投资活动现金流出为86.73亿元，较上年增长90.79%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金23.80亿元，较上年大幅增长；投资支付的现金42.04亿元，主要体现在兴泸母公司对非合并范围内的联营企业及子公司的投资41.60亿元，融资担保公司增资商业银行1278.87万元，交投集团对新能源出租等公司增资1400.00万元，水务集团对向家坝灌区建设开发公司增资1593.68万元。2015年公司支付其他与投资活动有关的现金20.89亿元，主要体现在：支付项目相关资金及利息等16.20亿元（其中项目资金主要是城南公司棚改项目及基础公司代建项目，在“其他应收款”中体现）；交投集团购理财产品3.29亿元。2015年兴泸集团投资活动现金净额为-52.92亿元。

筹资活动现金流方面，2015年兴泸集团筹资活动现金流入95.68亿元，其中，2015年兴泸集团发行债券收到的现金为17.00亿元，吸收借款收到的现金为28.42亿元，吸收投资收到的现金41.04亿元主要为收到市财政划来的项目资本金和注资款。收到其他与筹资活动有关的现金9.23亿元，主要为收市财政等政府机构款2.31亿元，向国开发展基金有限公司融资0.50亿元，收棚户区改造项目贷款资金6.20亿元，农业担保公司暂收龙马潭区、纳溪区、叙永县国资公司入股金0.22亿元。同期，兴泸集团筹资活动现金流出21.49亿元，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2.43亿元，为支付市财政局等政府机构款2.08亿元，支付发债费用0.35亿元。2015年筹资活动产生的现金流量净额74.19亿元，较好补足投资活动现金的净流出。

2016年1~3月，兴泸集团经营活动产生的现金流净额为-4.62亿元，其中销售商品、提供

劳务收到的现金2.06亿元，收到的其他与经营活动有关的现金4.70亿元，主要包括兴泸母公司、基础公司和蓝田机场收到政府补助政府补助2.30亿元，小贷公司收回贷款1.39亿元，往来款项0.9亿元，利息收入0.07亿元，管网建设及户表费0.05亿元；支付其他与经营活动有关的现金5.17亿元，主要为母公司支付摩尔征收改造资金1.33亿元，往来款项3.13亿元和期间费用0.7亿元；投资活动产生的现金流净额为-10.01亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金5.70亿元；投资所支付资金1.15亿元，主要为基础公司收购停车场公司100%股权支付0.98亿元，交投集团对四川泸渝高速公路开发有限责任公司投资0.17亿元；支付其他与投资活动有关的现金12.75亿元，主要用于往来款项5.04亿元，居泰公司购商行股权2.2亿元，城南公司棚改项目投资2.54亿元，交投集团投资理财产品2.96亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为10.55亿元，其中吸收投资收到的现金1.30亿元，为云龙空港收到国开发展基金投资款1亿元，基础收到国开基金0.30亿元，在财务报表的“长期应付款”中体现，收到其他与筹资活动有关的现金为6.09亿元，主要为城南公司收到国开行棚改项目贷款资金6亿元（在财务报表的“长期应付款”中体现），财政及往来款0.09亿元。

总体看，2015年，兴泸集团收入实现质量较好，但投资活动资金需求大，对外融资的依赖性较强。

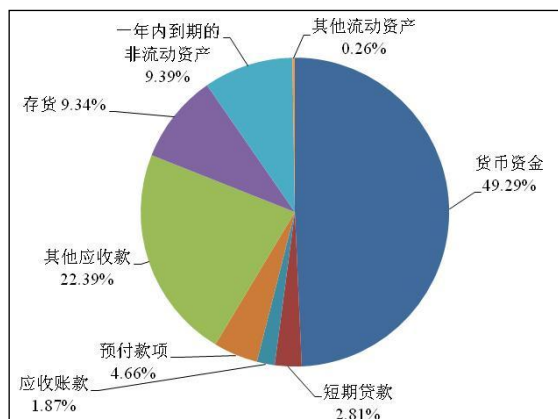
资本及债务结构

资本

截至2015年底，兴泸集团资产总额为491.96亿元，较2014年底增长44.28%。其中，流动资产占35.59%，非流动资产占64.41%。

截至2015年底，兴泸集团流动资产为175.09亿元，较2014年底增长40.09%，主要以货币资金（占49.29%）、其他应收账款（占22.39%）、一年内到期的非流动资产（占9.39%）和存货（占9.34%）为主。

图 2 截至 2015 年底兴泸集团流动资产构成



资料来源：兴泸集团审计报告

截至 2015 年底，兴泸集团货币资金为 86.30 亿元，较 2014 年底增长 35.31%，主要为发行的 2015 年公司债券 10 亿元，基础公司发行泸州市城市停车场建设项目收益专项债券 7.00 亿元，其中，货币资金中其他货币资金 6.90 亿元为存出保证金，为限制使用的货币资金。兴泸集团货币资金较为充裕。

截至 2015 年底，兴泸集团短期贷款为 4.92 亿元，较 2014 年底增长 19.92%，主要为保证贷款增加所致。截至 2015 年底，公司短期贷款包括抵押借款 1.69 亿元（占比 33.67%）、质押贷款 0.35 亿元（占比 6.98%）和保证贷款 2.98 亿元（占比 59.35%），其中关注类贷款和可疑贷款合计占比为 9.35%，共计提 931.07 万元的损失准备。

截至 2015 年底，兴泸集团应收账款为 3.27 亿元，较 2014 年底增长 172.11%，主要系应收泸州市政府、政府机关部门款项增加所致。从账龄看，主要为一年以内的应收账款，占比为 93.02%，综合账龄较短。兴泸集团应收政府机构款项占比较高，2015 年底为 68.51%，该类应收款项公司不计提坏账准备，其他类计提坏账准备 549.27 万元。

截至 2015 年底，兴泸集团其他应收款为 39.20 亿元，较 2014 年底增长 0.20%。主要为应收政府机构的往来款项 33.23 亿元和涉及政府补助的应收款项 1.16 亿元。从账龄来看，1

年以内的占比为 82.91%，1~2 年的占比为 7.5%，2~3 年的占比为 6.89%，其他的占比为 2.70%，其他应收款账龄较短，计提坏账准备 0.17 亿元，占比为 0.43%，其中对应收泸州市政府、政府机关部门的应收款项不计提坏账准备。

截至 2015 年底，兴泸集团存货为 16.35 亿元，较 2014 年底增长 62.44%，主要为房地产企业的开发成本 14.06 亿元，较 2014 年底开发成本增长 8.90 亿元，主要为对祥瑞苑、玉带花园的投资以及新增 12 宗未开发土地。

截至 2015 年底，兴泸集团一年内到期的非流动资产为 16.44 亿元，较 2014 年底增长 15.44 亿元。主要为将一年内到期的持有至到期投资划分为一年内到期的非流动资产，较年初增长 15.44 亿元，其中：泸州市高新投资有限公司 5 亿元，泸州市土地收购储备和开发中心 3.75 亿元，泸州市政府投资建设工程管理中心 3 亿元，古蔺县国有资产经营有限责任公司 1 亿元，叙永县财政局 0.7 亿元，沱江新城建设投资有限公司 0.5 亿元，机械工业集中发展区管理委员会 0.5 亿元，工业投资集团 0.4 亿元，纳溪区黄桷坝水利工程开发公司 0.3 亿元，国土资源局纳溪区分局综合服务中心 0.3 亿元，上述款项为什么款项为贷款。

截至 2015 年底，兴泸集团非流动资产为 316.88 亿元，较 2014 年底增长 46.70%，主要以长期股权投资（占 54.71%）、在建工程（占 17.79%）、固定资产（占 7.64%）、可供出售金融资产（占 7.40%）和长期应收款（占 5.97%）为主。

截至 2015 年底，兴泸集团可供出售金融资产为 23.46 亿元，较 2014 年底增长 220.74%。主要是增加对四川发展纯粮原酒股权投资基金合伙企业（3.90 亿元）、泸州沱江新城建设投资有限公司（6.08 亿元）、泸州长江生态湿地新城投资有限公司和泸州市城市建设投资有限公司的投资。

截至 2015 年底，兴泸集团长期应收款为

18.90 亿元,同比增长 100.00%,主要为泸州市职业技术学校新校区投资建设项目应收款和泸州市中心城区棚户区改造项目(一期)应收住房和城乡规划建设局及国有土地房屋征收与补偿中心的款项的增加。

截至 2015 年底,兴泸集团长期股权投资为 173.35 亿元,较 2014 年底增长 61.15%,主要系泸州老窖股份有限公司(持股比例 23.67%)投资成本大幅增加,以及新增对泸州市江南新区建设投资有限责任公司(持股比例 90.15%)和泸州临港产业投资发展有限公司(持股比例 80.09%)的投资。

截至 2015 年底,兴泸集团在建工程为 56.37 亿元,较 2014 年底增长 45.78%。主要为基础设施项目的投资增加,投资额较大的项目主要有酒业园区会展中心、教科城基础设施项目、北二环绕城高速公路和云龙机场工程建设项目。

截至 2015 年底,兴泸集团固定资产为 24.20 亿元,较 2014 年底增长 10.10%。公司固定资产主要包括房屋建筑物(占比 26.48%)、专用设备(占比 23.57%)和公路桥梁(占比 47.12%),2015 年新增的固定资产主要为房屋建筑物。

截至2016年3月底,兴泸集团资产总额为 506.19 亿元,较2015年底增长2.89%,主要为长期股权投资、长期应收款和在建工程的增长所致。资产构成中流动资产和非流动资产分别占35.03%和64.97%,与2015年底相比基本保持稳定。

截至2016年3月底,兴泸集团长期股权投资为177.10 亿元,较2014年底增长2.16%。主要为居泰公司购买商行股权投资2.2亿元,1季度兴泸本部按权益法核算确认的投资收益增加股权成本1.38亿元(其中3.64亿股泸州老窖投资收益1.54亿元),交投集团对四川泸渝高速公路开发有限责任公司投资0.17亿元。

截至2016年3月底,兴泸集团长期应收款为22.43亿元,较2014年底增长18.64%,主要为

应收市财政的城南公司棚改项目资金及利息较年初增加2.54亿元以及基础公司的泸职院、泸职校新校区项目投资增加0.88亿元。

截至2016年3月底,兴泸集团在建工程为 63.49 亿元,较2014年底增长12.63%,主要为对停车场公司在建工程增加投资2.98亿元;水务集团茜草二水厂、南郊二水厂、北郊技改工程、污水工程等投资较年初数增加1.25亿元;环保公司垃圾焚烧发电厂、餐厨垃圾综合处理项目投资较年初增加0.78亿元;兴泸本部支付沙茜基础设施及沱四桥工程款、综合楼等项目工程款,比年初增加0.88亿元;基础本部教科城基础设施项目增加投资比年初增加0.71亿元;云龙空港机场迁建工程支付龙马潭区政府征地资金等0.41亿元。

所有者权益

截至2015年底,兴泸集团所有者权益为 250.70 亿元,较2014年底增长55.12%,主要系资本公积增长所致。其中,截至2015年底,兴泸集团资本公积为160.57亿元,较2014年底增长92.86%,主要为泸州市国有资产监督管理委员会划入公司的资产30.17亿元、泸州市财政局划入的资本金35.71亿元以及泸州市江南新区建设投资有限责任公司、泸州老窖股份有限公司、川铁(泸州)铁路有限责任公司等公司资本公积变化而增加的其他资本公积。

截至2015年底,兴泸集团所有者权益中股本占19.68%、资本公积占64.05%、专项储备占0.01%、盈余公积占3.56%、未分配利润占6.11%;其中归属于母公司所有者权益占96.60%,少数股东权益占3.40%。

截至2016年3月底,兴泸集团所有者权益为252.81 亿元,较2015年底增长0.84%。公司所有者权益基本保持稳定。截至2016年3月底,兴泸集团所有者权益中股本占20.22%、资本公积占65.79%、盈余公积占3.65%、未分配利润占7.06%;其中归属于母公司所有者权益占96.53%,少数股东权益占3.47%。整体看,兴泸集团所有者权益稳定性好。

负债

截至2015年底，兴泸集团负债总额为241.27亿元，较2014年底增长34.51%，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款的增长。兴泸集团负债以非流动负债为主，占比为76.43%，债务构成较上年变化不大。

截至2015年底，兴泸集团流动负债为56.87亿元，较2014年底增长95.78%。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占48.94%）、其他应付款（占29.63%）、短期借款（占8.05%）、预收账款（占7.45%）和应付账款（占3.58%）构成。

截至2015年底，兴泸集团一年内到期的非流动负债为27.83亿元，同比增长673.06%，主要系一年内到期的长期借款增加24.18亿元。

截至2015年底，兴泸集团其他应付款为16.85亿元，较2014年底增长31.72%，从欠款性质看主要是应付泸州老窖集团有限责任公司、交通局和财政局的往来款；从账龄看，1年以内的占60.52%，1至2年的占6.61%，2~3年的占9.88%，其余为3年以上，综合账龄较短。

截至2015年底，兴泸集团短期借款为4.58亿元，较2014年底下降27.22%，主要为其他担保借款减少。截至2015年底，兴泸集团预收款项为4.24亿元，较2014年底增长15.87%，主要是收到的燃气公司预收用户的工程款3.91亿元，水务集团预收用户的户表安装工程及预收水费0.32亿元。同期，应付账款为2.04亿元，较2014年底增长48.28%，主要为应付施工单位的工程款的增长。

截至2015年底，兴泸集团非流动负债为184.40亿元，较2014年底增长22.67%，主要是应付债券、长期应付款和递延收益的增长。公司非流动负债主要由应付债券（占48.26%）、长期借款（占26.11%）、长期应付款（占16.59%）和递延收益（占5.88%）构成。

截至2015年底，兴泸集团应付债券为89.00亿元，较2014年底增长23.61%。主要为2015年发行的“15泸州停车项目NPB01”7.00亿元和

“15兴泸债”10.00亿元。截至2015年底，公司长期借款为48.15亿元，较2014年底下降0.67%，较2014年底基本保持不变。截至2015年底，兴泸集团长期应付款为30.60亿元，较2014年底增长52.46%，主要系泸州市中心城区棚户区改造项目(一期)应付四川省城乡建设投资有限公司棚改贷款资金13.70亿元以及国开发展基金有限公司对泸州市基础建设投资有限公司和泸州云龙机场空港发展有限责任公司的新增增资款项4.09亿元（年利率为1.20%，20年后偿还）。截至2015年底，兴泸集团递延收益为10.84亿元，全部为2015年新增（2015年年初数由2014年底的0亿元调整为5.04亿元），主要为户表工程费（2.01亿元）和政府补助（8.82亿元），其中2015年新增政府补助包括港城大道项目建设省补助资金等5.51亿元。

截至2016年3月底，兴泸集团负债总额为253.38亿元，较2015年底增长5.02%，主要系长期借款和长期应付款的增长。

截至2016年3月底，兴泸集团长期借款为53.64亿元，较2015年底增长11.42%，主要为兴泸本部新增乐山商业银行贷款4.00亿元，国开行贷款新增1.50亿元。

截至2016年3月底，兴泸集团长期应付款为37.91亿元，较2015年底增长23.89%，主要为城南公司收到川城投棚改贷款资金6.00亿元，云龙空港收到国开发展基金投资款1亿元，基础收到国开基金0.30亿元的增长。

有息债务方面，截至2015年底，兴泸集团债务总额212.74亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为15.23%和84.77%，一年内到期非流动负债大幅增长，兴泸集团长期债务占比大幅下降。截至2015年底，兴泸集团全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率同比均小幅下降，分别为45.90%、41.84%和49.04%，兴泸集团所有者权益大幅增长，债务指标较上年有所下降。

截至2016年3月底，兴泸集团资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率

分别为50.06%、40.42%和44.68%，较2015年底变化不大。

图3 2013~2016年3月兴泸集团债务指标



资料来源：兴泸集团审计报告

总体看，2015年，兴泸集团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其带来了较好收益，同时，联合资信也注意到，兴泸集团其他应收款余额较大，对营运资金占用较多，影响了兴泸集团营运资金的使用效率，资产整体质量一般。

偿债能力

从短期偿债指标看，截至2015年底，兴泸集团流动比率和速动比率分别为307.89%和279.15%，较上年底有所下降，主要系一年内到期非流动负债大幅增长导致流动负债大幅增长所致；2015年兴泸集团经营现金流动负债比为2.20%，较上年下降幅度较大，主要系流动负债大幅增长所致；截至2015年底，兴泸集团现金类资产为79.40亿元，较上年底增长24.49%，为短期债务的2.45倍。总体看，兴泸集团现有较为充裕的现金类资产以及较大规模现金流，兴泸集团短期偿债能力强。截至

2016年3月底，兴泸集团流动比率和速动比率分别为317.35%和286.21%，较上年底变化不大。

从长期偿债指标看，2015年，兴泸集团营业外收入大幅增长，带动EBITDA大幅增长，2015年EBITDA为16.12亿元，较上年增长56.67%。同期，全部债务/EBITDA倍数指标小幅下降至13.20倍。总体看，兴泸集团EBITDA对全部债务的保障程度较弱，考虑到泸州市财政对兴泸集团的大力支持和其持有的泸州老窖长期股权资产产生较好的投资收益，兴泸集团整体偿债能力尚可。

截至2016年3月底，兴泸集团（合并口径）获得的银行授信额度为126.33亿元，尚未使用的授信额度为27.46亿元，兴泸集团间接融资渠道通畅。

截至2016年3月底，若不考虑担保公司对外担保情况，兴泸集团对外担保金额为26.79亿元，担保比率为10.60%，担保比率较低。其中四川纳叙铁路有限公司（公司持股比例为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，兴泸集团形成代偿的风险低；泸州临港产业投资发展有限公司（公司持股比例为80.09%，未纳入合并范围）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，为国有企业，经营正常；泸州长江生态湿地新城投资有限公司（公司持股比例为100.00%，未纳入合并范围）主要负责长江生态湿地新城片区的国有资产经营管理，房地产开发，土地开发、整理，对能源、交通、基础设施、支柱产业及高新技术产业的投资，项目代建管理，投资经营有关咨询服务，物业服务。

表24 截至2016年3月底兴泸集团对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	担保期限	担保方式
川铁(泸州)铁路有限责任公司	7896	2008-03-21~2028-03-30	信用
川铁(泸州)铁路有限责任公司	10528	2006-12-29~2026-12-28	信用

四川叙大铁路有限责任公司	30235.54	2011-01-10~2031-1-10	建设期由股东按出资比例提供保证担保，营运期以项目经营收费权及全部收益提供质押担保
泸州市工业投资集团有限公司	7200	2013-10-31~2018-10-30	信用
泸州临港产业投资发展有限公司	40000	2014-12-17~2016-12-16	信用
泸州临港产业投资发展有限公司	40000	2015-12-23~2019-12-23	信用
泸州市高新投资集团有限公司	36000	2015-9-10~2030-9-9	信用
四川省泸州玉河建筑工程有限公司	3800	2015-9-23~2018-5-19	信用
泸州摩尔商业有限公司	9800	2015-7-16~2018-7-23	信用
泸州乐天酒业销售有限公司	11400	2015-10-27~2019-10-26	信用
泸州长江生态湿地新城投资有限公司	71000	2015-11-17~2020-11-13	信用
合计	267859.54	--	--

资料来源：兴泸集团提供

截至 2016 年 3 月底，子公司兴泸融资和兴泸农业融资在保企业 211 户，在保责任余额 376553.83 万元，代偿余额 14455.79 万元，代偿比率为 3.84%。兴泸集团合计对外担保 644413.37 万元，担保比率为 25.49%。担保业务 2015 年度发生代偿 20 个单位，金额 15783.32 万元，已回收 8667 万元。在保企业包括国企 36 户（占比 18%）和民企 169 户（占比 82%），其中民企中有 97 户（占民企比例的 57%）是由各区县国有平台公司提供反担保，承担连带责任保证，担保业务总体代偿风险可控。总体看，兴泸集团或有负债风险较小。

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 2016 年 5 月 16 日，兴泸集团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。

抗风险能力

基于对兴泸集团自身经营和财务特点，以及未来公司战略的综合判断，兴泸集团整体抗风险能力很强。

综合考虑，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。

（5）兴泸集团对本期债券的偿还能力

2013~2015 年兴泸集团经营活动现金流入量分别为 18.33 亿元、31.00 亿元和 27.73 亿元，

分别是本期债券第一期 5 亿元的 3.67 倍、6.20 倍和 5.55 倍，覆盖能力尚可；2013~2015 年兴泸集团 EBITDA 分别为 12.83 亿元、10.29 亿元和 16.12 亿元，分别是本期债券第一期的 2.57 倍、2.06 倍和 3.22 倍，覆盖程度尚可。考虑到本期债券的分期偿付安排，兴泸集团对两期债券的偿还能力较好。

兴泸集团作为本期债券的差额补偿人兼担保方，在债券存续期内每期付息/兑付日前第 20 个工作日（T-20 日），偿债账户余额仍不足以支付本期债券当期本息时，兴泸集团应补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。若泸州农建无法履行本期债券的偿还责任，泸州农建无法履行本期债券的补偿责任，则兴泸集团应以担保方身份履行担保义务。

综上所述，本期债券采取了差额补偿和担保的增信方式，兴泸集团对本期债券的偿还承担连带责任。差额补偿人（兼担保方）为项目实施主体泸州农建的控股股东。以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金使用合理以及按时偿还本期债券到期本金和利息，泸州农建聘请国

开行四川分行与建行泸州分行作为本期债券资金监管方，与国开行四川分行签署了《泸州市易地扶贫搬迁项目项目收益债券募集资金使用专户监管协议》，与建行泸州分行签署了《2015年泸州市易地扶贫搬迁项目项目收益债券项目收入归集专户和偿债资金专户监管协议》。

募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的存储与使用，不得用作其他用途。募集专户内的闲置资金只能以银行存款或银行协议存款等方式存放。临时闲置的募集资金只能用于银行存款、国债等流动性较好、低风险保本投资，且不得转出募集资金使用专户。

项目收入归集专户，专门用于接收本期债券募投项目所产生的所有收入。项目运营期间所有收入必须全部进入收入归集账户。泸州农建不得设立任何其他账户接收并存储项目收入。泸州农建只能以收入归集专户接收并存储项目收入，且收入归集专户里的项目收入只能以银行存款或银行协议存款的方式存放。泸州农建不可撤销的授权建行泸州分行在每个自然月第10个工作日将收入归集账户内的全部收入划入偿债专户，且不得在收入归集专户上设定任何权利限制。

偿债资金专户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转。偿债资金来源于项目运营收入、财政补贴收入及差额补偿资金（如有）。除偿付本息和中介服务费外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。

2. 监管责任

国开行四川分行与建行泸州分行主要负责确保泸州农建按照募集说明书规定合理使用募集资金，发现违规操作，将及时向四川省发改委和债权代理人（华西证券股份有限公司与国开证券有限责任公司）汇报。

募集资金的使用：泸州农建使用募集专户内的资金时，应向国开行四川分行发出加盖财务印鉴章和财务负责人私章的划款凭证；募集专户内的资金专项用于《募集说明书》约定募投项目或经依法变更后的项目，泸州农建调用募集专户资金时，应向国开行四川分行提供加盖泸州农建公章的最近一期调用募集资金的计划，且该次调用符合计划；泸州农建1个月内从募集专户中支取的金额累计超过募集资金总额10%时，应向国开行四川分行提供募集专户的支出清单；国开行四川分行按季度向发行人出具专项对账单，国开行四川分行应保证专项对账单内容真实、准确、完整。

差额补偿监管：在每年偿债日（T日）之前的第20个工作日（T-20日，差额补偿通知日），国开行四川分行对专项偿债账户进行核算并通知泸州农建，若专项偿债账户内资金未达到当年还本付息金额，国开行四川分行有义务代理债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

偿债专户的监管：在本期债券还本付息日（T日）前5个工作日（即T-5日），建行泸州分行应确认偿债专户内的资金是否足够支付当期债券本息，并于当日向泸州农建报告。偿债资金专户内的余额以本期债券全部代付本息为限，当该余额大于债券全部代付本息后可停止向偿债专户划转项目收入。

项目收入归集账户监管：泸州农建于国家发改委核准本期债券发行之后的一个月之内且在本期债券发行前在建行泸州分行开设唯一的收入归集专户，并按《募集说明书》和本协议的约定项目运营期间所有收入归集于该账户。泸州农建不可撤销的授权建行泸州分行在每个自然月第10个工作日将收入归集账户内的全部收入划入偿债专户。

3. 资金监管人

国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）成立于1994年，是直属中国国

院领导的政策性金融机构。2008年12月改制为国家开发银行股份有限公司。2015年3月，国务院明确国开行定位为开发性金融机构。

国开行注册资本4212.48亿元，股东是中华人民共和国财政部、中央汇金投资有限责任公司、梧桐树投资平台有限公司和全国社会保障基金理事会，持股比例分别为36.54%、34.68%、27.19%、1.59%。

国开行主要通过开展中长期信贷与投资等金融业务，为国民经济重大中长期发展战略服务。截至2015年末，资产规模12.3万亿元人民币，不良贷款率连续43个季度低于1%。穆迪、标准普尔等专业评级机构，连续多年对国开行评级与中国主权评级保持一致。

国开行目前在中国内地设有37家一级分行和3家二级分行，境外设有香港分行和开罗、莫斯科、里约热内卢、加拉加斯、伦敦等5家代表处。全行员工近9000人。旗下拥有国开金融、国开证券、国银租赁和中非基金等子公司。

中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)是由其前身中国建设银行通过分立程序，于2004年9月成立的股份有限公司，是中国国有控股商业银行之一。2005年10月和2007年9月，建设银行先后在香港联合交易所和上海证券交易所上市。

建设银行的主要业务范围包括：公司和个人银行业务、资金业务，并提供资产管理、信托、金融租赁、投资银行、保险及其他金融服务。

截至2015年6月末，建设银行在内地设有分支机构14877家，在香港、澳门、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、大阪、首尔、纽约、胡志明市、悉尼、墨尔本、台北、卢森堡、布里斯班、多伦多设有海外分行，拥有建行亚洲、建银国际、建行伦敦、建行俄罗斯、建行迪拜、建行欧洲、建行新西兰、建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿、建信期货、中德住房储蓄银行等多家子公司。旗下已开业

村镇银行27家，员工人数372321人。

截至2015年6月末，建设银行资产总额182191.86亿元，其中贷款和垫款净额98895.96亿元；负债总额169067.36亿元，其中客户存款余额136969.77亿元；股东权益13124.50亿元；按照新的《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算，资本充足率为14.70%，一级资本充足率及核心一级资本充足率均为12.35%；不良贷款率1.42%，拨备覆盖率185.29%。2015年1-6月，建设银行实现营业收入3110.42亿元，净利润1322.44亿元。

总体上，国家开发银行作为政策性银行资产规模大、专业水平高；建设银行主营业务发展较快，盈利能力强，资产质量良好，近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。两家银行作为资金监管人，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 信息披露机制

本期债券存续期间，泸州农建应严格按照相关法律、法规的规定进行信息披露。

(1) 发行信息披露：本期债券发行前，泸州农建通过主承销商以传真或电子邮件方式将募集说明书等法律文件向投资人进行信息披露，并将该等文件放置于泸州农建和主承销商处所供投资人查阅。

泸州农建在本期债券完成债权债务登记的次一工作日，向投资人披露本期债券实际发行规模、期限、利率等相关信息。

(2) 存续期内定期信息披露：泸州农建和主承销商将在本期债券发行后三个月内通过传真和电子邮件向投资者公报项目实施进展情况，并在此后每半年通报上述情况。在债券存续期内，项目建设、运营情况发生重大变化或泸州农建发生对债券持有人有重大影响的事项，将按照规定的履行程序并及时通报。

总体看，本期债券募投项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防

范本期债券的操作风险。

七、结论

本期债券募投项目符合国家政策导向，财政专项补助及县政府财政补贴在一定程度上对项目未来收益形成支撑。同时本期债券募投项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会受项目建设或运营期风险影响较大；且在项目建设前两年，项目实施主体自身尚未产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度高。此外，本期债券为国内首支用于扶贫搬迁项目的项目收益债券，用途具有创新性，联合资信将持续关注其后续进展。

本期债券偿债资金来源主要为募投项目自身收益，存续期内的项目收益总额对债券本息偿还覆盖程度尚可。同时，本期债券设置了差额补偿和担保机制，项目实施主体及差额补偿人（兼担保方）承担连带责任。差额补偿人（兼担保方）及项目实施主体的控股股东为同一实际控制人关系，差额补偿和担保义务的执行力度较强。以上措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还风险很低。

附件 1 兴泸集团主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.76	63.78	79.40	82.25
资产总额(亿元)	249.88	340.98	491.96	506.19
所有者权益(亿元)	144.15	161.62	250.70	252.81
短期债务(亿元)	11.21	9.89	32.41	32.61
长期债务(亿元)	66.58	141.47	180.33	171.53
全部债务(亿元)	77.79	151.36	212.74	204.14
营业收入(亿元)	8.42	10.31	13.40	3.55
利润总额(亿元)	8.77	5.03	8.47	2.25
EBITDA(亿元)	12.83	10.29	16.12	--
经营性净现金流(亿元)	-2.12	1.49	1.25	-4.62
销售债权周转次数(次)	12.41	9.72	6.00	--
存货周转次数(次)	1.45	0.69	0.63	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	116.11	117.50	114.86	58.22
营业利润率(%)	45.09	48.02	35.71	31.77
总资本收益率(%)	5.12	2.72	3.23	--
净资产收益率(%)	5.74	2.75	3.05	--
长期债务资本化比率(%)	31.60	46.68	41.84	40.42
全部债务资本化比率(%)	35.05	48.36	45.90	44.68
资产负债率(%)	42.31	52.60	49.04	50.06
流动比率(%)	278.09	430.30	307.89	317.35
速动比率(%)	261.06	395.66	279.15	286.21
经营现金流动负债比(%)	-7.40	5.11	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.06	14.71	13.75	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；2013~2015 年长期应付款和其他非流动负债中有息部分计入长期债务。

附件 2 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 / 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%
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 (非流动) 负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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 3 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

联合资信评估有限公司关于 2016 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券的 跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

泸州市兴泸投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含项目实施主体的相关资料）。泸州市兴泸投资集团有限公司、项目实施主体如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，泸州市兴泸投资集团有限公司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泸州市兴泸投资集团有限公司、项目实施主体的经营管理状况及相关信息，如发现泸州市兴泸投资集团有限公司、项目实施主体出现重大变化，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，据以确认或调整信用等级。

如泸州市兴泸投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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泸州市兴泸投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

