信用等级公告

联合[2018] 1190 号

联合资信评估有限公司通过对泸州市农村开发投资建设有限公司及其发行的泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“16 泸扶贫项目 NPB01”、“16 泸扶贫项目 NPB02”、“18 泸扶贫项目 NPB01”、“18 泸扶贫项目 NPB02”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次差额补偿人兼担保方长期信用等级：AA^+
上次差额补偿人兼担保方长期信用等级：AA^+

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

差额补偿人兼担保方财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	91.22	106.93	123.27	112.74
资产总额（亿元）	491.96	561.98	713.06	710.35
所有者权益（亿元）	250.70	291.91	347.34	348.67
短期债务（亿元）	32.41	71.23	41.43	34.64
长期债务（亿元）	161.89	147.13	250.53	271.57
全部债务（亿元）	194.30	218.35	291.95	306.22
营业收入（亿元）	13.40	16.66	28.85	6.53
利润总额（亿元）	8.47	9.54	12.97	2.07
EBITDA（亿元）	17.40	17.04	26.79	--
经营性净现金流（亿元）	1.25	1.64	6.20	-0.14
营业利润率（%）	35.71	32.29	21.97	14.21
净资产收益率（%）	3.05	2.95	3.50	--
资产负债率（%）	49.04	48.06	51.29	50.92
全部债务资本化比率（%）	43.66	42.79	45.67	46.76
流动比率（%）	307.89	181.11	304.60	352.48
经营现金流动负债比（%）	2.20	1.64	9.07	--

注：2018 年一季报未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务和全部债务。

分析师

何光美　崔俊凯

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券的跟踪评级反映了募投项目建设基本按照计划进行，债券募集资金如期投入，2018 年募投项目已实现少量补贴收入。同时联合资信也关注到，本期债券募投项目尚处于建设前期，预期收益可能会受到项目建设进度或期间土地指标出让情况影响。

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

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

优势

1. 项目实施主体控股股东兴泸集团为四期债券提供差额补偿和全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了四期债券到期偿还的安全性。四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。
2. 项目实施主体独立运营，募集资金封闭管理，现金流入流出均有严格监管，可有效防范四期债券的操作风险。

[1] 扶贫项目四期债券均附加第五年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. 目前，募投项目仍处于建设阶段，项目实施主体自身仅实现少量补贴收入，利息偿还对差额补偿人依赖程度高。
2. 四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，将影响四期债券募投项目现金流入水平，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泸州市农村开发投资建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泸州市易地扶贫搬迁项目收益债券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于“16 泸扶贫项目 NPB01”、“16 泸扶贫项目 NPB02”、“18 泸扶贫项目 NPB01”、“18 泸扶贫项目 NPB02”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券发行主体情况

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

截至 2017 年底，泸州农建资产总额 108063.33 万元，所有者权益 8037.36 万元。2017 年泸州农建尚未实现收入，利润总额 38.57 万元。

截至 2018 年 3 月底，泸州农建资产总额 211777.41 万元，所有者权益 8079.04 万元。2018 年 1~3 月，泸州农建实现营业收入 340.69 万元，利润总额 55.57 万元。

公司注册地址：泸州市江阳区童家路 1 号 2 层；法定代表人：陈兵。

三、存续债券概况

泸州农建分别于 2016 年 9 月 13 日、2017 年 3 月 20 日、2018 年 3 月 2 日、2018 年 3 月 14 日发行了“16 泸扶贫项目 NPB01”、“16 泸扶贫项目 NPB02”、“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”，四期债券募集资金均为 5.00 亿元，债券期限均为 5+5 年，附设第五年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。四期债券募集资金全部用于募投项目建设。跟踪期内，“16 泸扶贫项目 NPB01”和“16 泸扶贫项目 NPB02”正常付息，截至跟踪日，“18 泸扶贫项目 NPB01”和“18 泸扶贫项目 NPB02”尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 泸扶贫项目 NPB01	5 亿元	2026/9/13	4.30%
16 泸扶贫项目 NPB02	5 亿元	2027/3/20	5.99%
18 泸扶贫项目 NPB01	5 亿元	2028/3/2	7.00%
18 泸扶贫项目 NPB02	5 亿元	2028/3/14	6.92%

资料来源：联合资信整理

上述四期债券设置了差额补偿机制，兴泸集团作为四期债券的差额补偿人及担保方，对四期债券的本息偿还承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，有效的提升了四期债券到期偿付的安全性。

四、募投项目进展情况及保障能力分析

1. 募投项目进展情况

上述四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；项目建设工期为 2016 年至 2020 年，共 5 年；总投资 60.54 亿元，其中债券筹资 20.00 亿元，其余靠叙永、古蔺两县政府自筹。截至 2018 年 3 月底，泸州易地扶贫项目收益债到位资金 20 亿元，国开行和农发行中长期贷款到位资金 26.73 亿元；募投项目累计已投资 29.88 亿元，其中来自易地扶贫项目收益债 9.75 亿元（主要系第一、二期项目收益债募集资金，第三、四期尚未使用）。

募投项目涉及搬迁户数 2.86 万户（其中贫

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

截至 2018 年 3 月底，叙永县搬迁户数 7317 户（其中贫困户 7180 户），搬迁人口 3.12 万人（其中贫困人口 3.07 万人），拆迁房屋面积 77.4 万平方米；已搬迁入住 6002 户 2.58 万人。古蔺县已完成搬迁户数 8790 户（其中贫困户 8790 户），搬迁人口 3.63 万人（其中贫困人口 3.63 万人），拆迁房屋面积 121.5 万平方米，集中安置 4689 户 1.93 万人，分散安置 4101 户 1.70 万人。

2. 募投项目对存续期债券保障能力分析

根据泸州农建与泸州市叙永县人民政府、古蔺县人民政府签订的《政府购买社会服务项目合同》，泸州农建主要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。根据募投项目可行性研究报告，2018 年募投项目开始实现营业收入，预计为 8.71 亿元；2018 年 1~3 月，募投项目仅实现少量补贴收入，第一、二期债券跟踪期内应付利息已由差额补偿人兴泸集团补足。根据募投项目《关于拟实施 2016 年~2025 年泸州市易地扶贫搬迁项目收益和现金流覆盖债券还本付息资金评估的专项意见》（以下简称“专项意见”）的测算，债券存续期间（2016~2025 年）项目累计经营现金流入和净现金流分别为 86.80 亿元和 14.90 亿元，对上述四期债券共计 20.00 亿元本金覆盖倍数分别是 4.34 倍和 0.75 倍。募投项目现金流入对四期债券的覆盖能力较好。

上述四期债券的还本付息主要依靠募投项目的土地指标收入；受项目建设进度或期间土地指标出让情况影响，募投项目未来实现收益情况可能存在一定不确定性。联合资信将持续关注差额补足资金到位情况、募投项目后续投资建设情况、募投项目所产生的土地指标出让情况以及专项资金补助到位情况。

五、差额补偿人兼担保人概况及保障能力分析

兴泸集团作为上述四期债券的差额补偿人兼担保人，为四期债券到期本金和利息的偿还承担了全额无条件不可撤销的连带保证责任。

1. 差额补偿人兼担保人概况

兴泸集团是2003年1月28日由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。2006年兴泸集团出资人变更为泸州市国资委。截至2018年3月底，兴泸集团注册资本和实收资本均为49.34亿元，泸州市国资委持有公司100%的股份，为兴泸集团实际控制人。

兴泸集团是泸州市从事城市基础设施、市政公用事业及其他国有资产经营和管理的主体。截至2018年3月底，兴泸集团纳入合并范围的一级子公司有20家，主要经营业务范围涉及自来水、燃气、城市污水处理、基础设施建设、信用担保、路桥建设、工程建设、房地产开发、物业管理等行业。

截至 2017 年底，兴泸集团资产总额 713.06 亿元，所有者权益合计 347.34 亿元（其中少数股东权益 31.11 亿元）。2017 年兴泸集团实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 12.97 亿元。

截至2018年3月底，兴泸集团资产总额710.35亿元，所有者权益合计348.67亿元（其中少数股东权益31.40亿元）。2018年1~3月，兴泸集团实现营业收入6.53亿元，利润总额2.07亿元。

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

2. 差额补偿人兼担保人对存续期债券的保障能力

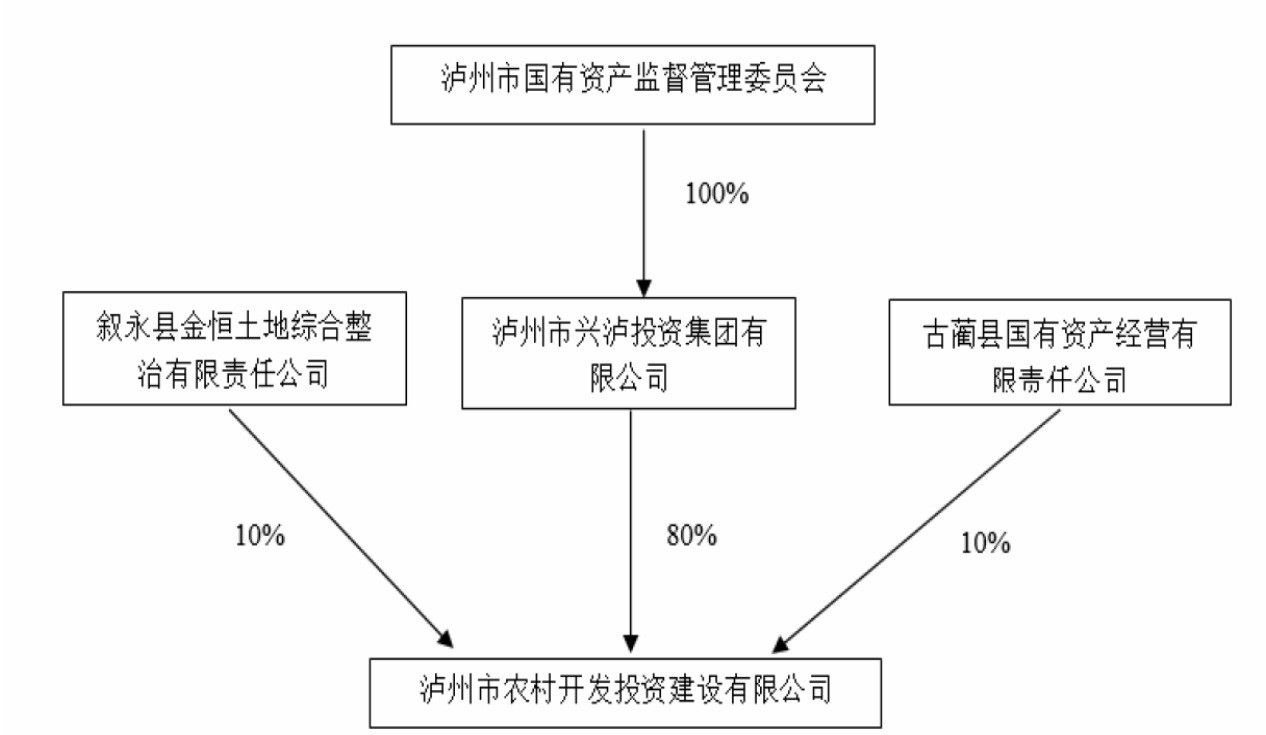
泸州农建存续期债券“16 泸扶贫项目NPB01”、“16 泸扶贫项目 NPB02”、“18 泸扶贫项目 NPB01”、“18 泸扶贫项目 NPB02”的债券余额共计 20.00 亿元，单年最大偿还本金金额为 10.00 亿元。2017 年差额补偿人兼担保方兴泸集团 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量分别为 26.79 亿元和 48.45 亿元，分别为上述存续期债券余额的 1.34 倍和 2.42 倍，分别为单年最大偿还本金金额的 2.68 倍和 4.85 倍。

总体看，差额补偿人兼担保方兴泸集团 2017 年 EBITDA 和经营活动现金流入量对泸州农建存续期债券余额及单年最大偿还本金的保障能力较强。

六、结论

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

附件 1　截至 2018 年 5 月底泸州农建股权结构图



附件 2　差额补偿人兼担保方兴泸集团主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.22	106.93	123.27	112.74
资产总额(亿元)	491.96	561.98	713.06	710.35
所有者权益(亿元)	250.70	291.91	347.34	348.67
短期债务(亿元)	32.41	71.23	41.43	34.64
长期债务(亿元)	161.89	147.13	250.53	271.57
全部债务(亿元)	194.30	218.35	291.95	306.22
营业收入(亿元)	13.40	16.66	28.85	6.53
利润总额(亿元)	8.47	9.54	12.97	2.07
EBITDA(亿元)	17.40	17.04	26.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.25	1.64	6.20	-0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.10	4.07	4.46	--
存货周转次数(次)	0.51	0.64	1.25	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.05	--
现金收入比(%)	114.86	97.69	98.51	112.01
营业利润率(%)	35.71	32.29	21.97	14.21
总资本收益率(%)	3.43	3.14	3.57	--
净资产收益率(%)	3.05	2.95	3.50	--
长期债务资本化比率(%)	39.24	33.51	41.90	43.78
全部债务资本化比率(%)	43.66	42.79	45.67	46.76
资产负债率(%)	49.04	48.06	51.29	50.92
流动比率(%)	307.89	181.11	304.60	352.48
速动比率(%)	279.15	163.26	278.90	322.19
经营现金流动负债比(%)	2.20	1.64	9.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	1.83	1.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.17	12.82	10.90	--

注：1.公司 2018 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入长期债务和全部债务。

附件 3　差额补偿人兼担保方兴泸集团跟踪评级报告

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

泸州市兴泸投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+

上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 兴泸 MTN001	10 亿元	2018/11/11	AA^+	AA^+
17 兴泸 MTN001[1]	10 亿元	2022/5/24	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.22	106.93	123.27	112.74
资产总额(亿元)	491.96	561.98	713.06	710.35
所有者权益(亿元)	250.70	291.91	347.34	348.67
短期债务(亿元)	32.41	71.23	41.43	34.64
长期债务(亿元)	161.89	147.13	250.53	271.57
全部债务(亿元)	194.30	218.35	291.95	306.22
营业收入(亿元)	13.40	16.66	28.85	6.53
利润总额(亿元)	8.47	9.54	12.97	2.07
EBITDA(亿元)	17.40	17.04	26.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.25	1.64	6.20	-0.14
营业利润率(%)	35.71	32.29	21.97	14.21
净资产收益率(%)	3.05	2.95	3.50	--
资产负债率(%)	49.04	48.06	51.29	50.92
全部债务资本化比率(%)	43.66	42.79	45.67	46.76
流动比率(%)	307.89	181.11	304.60	352.48
经营现金流动负债比（%）	2.20	1.64	9.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.17	12.82	10.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	1.83	1.99	--

注：2018 年一季报未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务和全部债务

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”）作为泸州市从事城市基础设施投资、建设管理以及国有资产运营的主体，在资本金注入、资产划拨等方面获得股东和政府的持续支持；受泸州市财政局拨付专项资金等因素影响，公司权益规模大幅增长；受投资收益和其他收益增长影响，公司利润规模涨幅较大；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模大幅上升、应收类款项对营运资金占用明显等因素对其经营及信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，泸州市经济稳步增长，随着城市建设投资以及公用事业板块的收购和并购，公司营业收入有望进一步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持泸州市兴泸投资集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，“13 兴泸 MTN001”和“17 兴泸 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，泸州市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司燃气、水务、房地产销售、公交运输、路桥建设等主要业务板块均保持较好的发展态势，营业收入大幅增长，泸州老窖的投资收益对利润总额贡献较大。
3. 跟踪期内，公司在资产划拨和资本金注入等方面得到多方外部支持，权益规模大幅增长。

[1] 永续中票，期限为 5+N

分析师

何光美　崔俊凯

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务大幅上升且规模较大，财务费用对利润形成一定侵蚀。
2. 公司在建项目投资规模大，面临一定筹资压力。
3. 跟踪期内，公司应收类款项较大，对公司营运资金占用较多，且固定资产和在建工程中包括市政公路桥梁等资产，整体资产质量一般。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泸州市兴泸投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用及“13 兴泸 MTN001”、“17 兴泸 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 49.34 亿元，泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）持有公司 100%的股份，为公司的实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 713.06 亿元，所有者权益合计 347.34 亿元（其中少数股东权益 31.11 亿元）。2017 年公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 12.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 710.35 亿元，所有者权益合计 348.67 亿元（其中少数股东权益 31.40 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.53 亿元，利润总额 2.07 亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区酒城大道三段 17 号；法定代表人：袁斗泉。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券尚需偿还余额总计20.00亿元，存续债券情况见表1。跟踪期内公司已按时还本付息。

公司于2013年发行了10亿元中期票据“13兴泸MTN001”，其中8.5亿元用于偿还贷款，1.5亿元用于项目建设。截至2018年3月底，“13兴泸MTN001”募集资金已按募集用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券名称	债券余额	到期日	票面利率
13 兴泸 MTN001	10 亿元	2018/11/11	7.30%
17 兴泸 MTN001	10 亿元	2022/5/24	6.77%

资料来源：联合资信整理

公司于2017年发行了10亿元中期票据“17兴泸MTN001”，期限为5+N，在第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回。截至2018年3月底，“17兴泸MTN001”募集的10亿元资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出

继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态

势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的

可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2．区域经济环境

根据《2017 年泸州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017 年泸州市实现地区生产总值（GDP）1596.21 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.1%。2017 年泸州市地区生产总值中第一产业增加值 183.19 亿元，第二产业增加值 850.56 亿元，第三产业增加值 562.46 亿元。人均地区生产总值 37020 元，增长 8.7%。三次产业结构为 11.5:53.3:35.2。

投资方面，2017 年泸州市全年全社会固定资产投资 2042.11 亿元，比上年增长 18.0%，其中计划投资 500 万元及以上的建设项目和房地产投资 2005.11 亿元，增长 17.6%。其中，第一产业完成投资 63.49 亿元，比上年下降 20.9%；第二产业完成投资 601.51 亿元，增长 5.4%，其中工业投资 582.47 亿元，增长 3.3%；第三产业完成投资 1377.11 亿元，增长 27.5%。基础设施投资 601.36 亿元，增长 16.7%，占全社会固定资产投资的比重为 29.4%。全年民间投资（含农户投资）1130.50 亿元，比上年增长 7.5%，占全社会固定资产投资的比重为 55.4%。

表 3　泸州市 2016~2017 年经济发展情况

（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
全市生产总值	1481.91	1596.21
第一产业增加值	178.07	183.19
第二产业增加值	875.77	850.56
第三产业增加值	428.08	562.46
固定资产投资	1730.38	2042.11
社会消费品零售总额	637.15	722.07

资料来源：泸州市国民经济和社会发展统计公报

2017 年泸州市地方公共财政一般预算收入 146.04 亿元，同比增长 7.2%。其中税收收入 80.91 亿元，增长 22.2%，占地方一般预算收入的 55.40%，稳定性一般。

总体看，泸州市经济稳步发展为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

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

截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司有20家，并持有泸州老窖（证券代码：000568.SZ）24.99%的股份，为泸州老窖的第二大股东，作为酒类行业重要的上市公司，泸州老窖为公司带来较大的投资收益。

鉴于公司经营业务特殊性，泸州市政府每年拨付公司一定数额的专项资金。2017年公司获得泸州市政府拨付的15.63亿元专项资金，计入“资本公积”。2017年公司将财政拨付的贴息资金4.01亿元直接冲减相关借款费用，将与日常活动相关的政府补助5.99亿元计

入“其他收益”，与日常活动无关的政府补助0.09亿元计入“营业外收入”。2018年1~3月，公司将财政拨付的0.03亿元补贴资金计入“其他收益”，1.15亿元补贴资金计入“营业外收入”。

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2018年5月4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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，房地产销售、公交运输业务收入提升带动营业收入大幅增长。

2017年，公司实现营业收入28.85亿元，同比增73.20%，主要系燃气、水务等公用事业板块收入稳步增长，以及公交运输业务部分车型票价上调以及将公交运输和路桥建设全年业务收入纳入合并范围所致，另外，随着泸州市城市化进程的加快，房地产销售收入亦大幅增长。

毛利率方面，2017年公司主营业务毛利率为27.00%，较上年下降6.44个百分点，主要是受房地产、机场服务成本倒挂影响。

2018年1~3月，公司实现营业收入6.53亿元，主营业务收入6.39亿元，相当于2017年全年主营业务收入的27.27%。2018年1~3月，公司未实现机场服务收入，主要系蓝田机场停运，而新建的云龙机场尚未投入运营所致。毛利率方面，公司主营业务综合毛利率为14.93%，较2017年明显下降，主要系房屋销售业务毛利率大幅下降所致，房屋安置对象不同，房屋售价不同，来自售价较低人群的房屋销售收入占比大，导致房屋销售业务毛利率持续下降。

表4 公司主营业务结构与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售天然气	35017.90	22.59	37.00	37372.24	15.95	35.37	13080.24	20.46	39.41
销售自来水	17013.32	10.98	21.83	21075.84	8.99	22.47	5064.78	7.92	29.32
安装工程	28660.23	18.49	65.21	43172.45	18.42	68.15	6229.69	9.75	63.50
污水处理费	16796.07	10.84	50.08	20014.13	8.54	47.93	4622.19	7.23	33.14
担保费	6781.79	4.38	100.00	5621.00	2.40	98.91	986.83	1.54	100.00
机场服务	3438.31	2.22	-6.19	1569.59	0.67	-85.45	--	--	--
小额贷款业务	7253.81	4.68	100.00	7316.28	3.12	100.00	1925.62	3.01	100.00
房地产销售	19454.61	12.55	-39.10	31891.57	13.61	-58.35	14881.06	23.28	-64.33
公交运输	9221.46	5.95	-19.90	30526.93	13.03	1.22	7838.24	12.26	2.90
交投路桥建设	2803.91	1.81	18.17	19384.31	8.27	42.05	35.54	0.06	87.13
其他	8559.13	5.51	37.08	16371.11	6.99	29.61	9254.56	14.48	41.27
合计	**155000.54**	**100.00**	**33.44**	**234315.43**	**100.00**	**27.00**	**63918.74**	**100.00**	**14.93**

资料来源：审计报告及公司提供

注：2016年、2017年其他收入包括出租车运输服务、物业管理、驾考服务、墓园服务和垃圾处理服务费及焚烧发电等。

2. 业务经营分析

基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施业务模式未发生变化，仍分委托代建及自建两种模式。对于委托代建模式，公司负责投资政府指定的基础设施项目，项目所需资金均由公司自筹，项目完

工后，公司向政府或指定单位移交代建项目，并由泸州市政府按照代建协议拨付公司项目建设成本（投入资金及成本）及一定比例的项目收益。对于自建模式，公司通过自筹及外部融资进行自建项目建设，自建项目建成后为公司经营类资产，转为公司固定资产。公司截至2018年3月底，仅沙茜片区城市基础设施建设项目中部分已竣工验收的项目确认了投资收益，公司已累计收回投资收益2亿元左右；其他已完工代建项目尚未完成竣工决算，仍在“在建工程”中体现。

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

截至2018年3月底，公司主要在建项目累计已投资116.92亿元，2018年4~12月至2020年计划分别投资32.92亿元、15.74亿元和14.88亿元。公司主要拟建项目有泸州市棚户区改造项目四期、泸州航空航天产业孵化中心项目等，2018~2019年计划分别投资11.11亿元和3.28亿元，公司未来资金需求量仍较大。

表5　截至2018年3月底公司主要基础设施在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	总投资金额	累计已投资金额	拟投金额		
				2018年4~12月	2019年	2020年
1	泸州市中心城区棚改项目（一期）	388300.00	362517.02	10439.44	0.00	0.00
2	泸州军民合用机场迁建工程项目	322772.00	338627.00	21692.00	0.00	0.00
3	泸州市棚户区改造项目（三期）	488900.00	127904.71	177703.00	91646.00	91646.00
4	沙茜片区城市基础设施建设项目	104200.00	48553.00	0.00	0.00	0.00
5	沱四桥及连接线工程	140775.00	113800.00	0.00	0.00	0.00
6	城市停车场项目	280600.00	76823.00	2442.00	57167.00	57168.00
7	泸州市城市污泥综合处理厂项目	26400.00	928.00	16901.60	8570.40	0.00
8	泸州市易地扶贫搬迁收益债项目	200000.00	100000.00	100000.00	0.00	0.00
合 计		**1951947.00**	**1169152.73**	**329178.04**	**157383.40**	**148814.00**

资料来源：公司提供

注：1.泸州市中心城区棚改项目（一期）已接近尾声，实际用款金额将小于计划总投资金额；2.泸州军民合用机场迁建工程项目超概，总投资金额调整尚在申报中；3.沙茜片区城市基础设施建设项目由于土地问题，部分子项目暂缓开工；4. 沱四桥及连接线工程项目已完工尚未结算，实际用款小于计划总投资金额。

表6　截至2018年3月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2018年计划投资	2019年计划投资	资金安排
泸州市棚户区改造项目四期	13.06	10.15	2.91	四川省城乡建设投资公司专项资金
城区至酒业园区供水管道安装工程	0.53	0.16	0.37	自筹
泸州航空航天产业孵化中心	0.80	0.80	0.00	自筹
合计	**14.39**	**11.11**	**3.28**	--

资料来源：公司提供

天然气业务

公司天然气业务由子公司泸州华润兴泸燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）负责。跟踪期内，燃气公司拥有城市高中压天然气输气干管长度较上年增加近100千米，输配气站、高压储配站、CNG汽车加气站数量无变化，供气区域无变化，居民用户数量较上年有所增长，工业和商业用户变动不大。

燃气公司上游客户无变化，下游客户数量有所增长；与上下游客户的结算方式未发生变

化。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司天然气业务收入分别为 37372.24 万元和 13080.24 亿元，燃气收入同比上升主要系“煤改气”客户增加所致。

水务业务

公司自来水供应业务仍主要由泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“水务公司”）经营。2017年及2018年1~3月，公司实现自来水供水收入分别为21075.84万元和5064.78万元，同比均有所增长，主要是售水量增加和供水价格上调所致。

公司主要在建水务项目为茜草二水厂（一期）和合江黄溪水厂（一期），计划总投8.11亿元，截至2018年3月底累计已完成投资0.23亿元，尚需投资7.88亿元；拟建水务项目主要有茜草二水厂（二期）工程、南郊二水厂（二期）工程，目前处于项目申请报告的编制和内部评审阶段。

公司污水处理业务由水务公司子公司泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）经营。2017年及2018年1~3月，污水处理公司实现污水处理费收入分别为20014.13万元和4622.19万元，同比均有所增长；同期，污水处理毛利率呈逐年下降趋势，主要系为满足环保要求，电费、药剂费、污泥处置费等成本增加所致。

安装工程

公司安装工程由子公司燃气公司和水务公司承建，项目主要是物业小区以及园区等燃气、自来水业务的配套市政工程安装。2017年及2018年1~3月，公司实现的安装工程收入分别为43172.45万元和6229.69万元，因泸州市建设发展带来的天然气、自来水入户工程增加，安装工程收入也随之增长。

房地产销售业务

公司房地产销售业务由子公司泸州兴泸居泰房地产有限公司经营（以下简称“居泰房地产”）。2017年及2018年1~3月，居泰房地产分别实现房地产销售收入3.19亿元和1.49亿元，2017年房地产销售收入大幅增长，主要是玉带花园一期、二期及祥瑞苑限价房销售收入大幅增长所致；由于限价房属性，该业务成本倒挂，差额部分由政府补足，计入“营业外收入”。

截至2018年3月底，公司在建定向限价房项目为玉带河畔安置房项目和月亮湾定向限价房项目，计划总投资额为13.82亿元，累计已投资5.60亿元，尚需投资8.22亿元。泸州市未来拆迁安置将以货币补偿为主，居泰房地产限价房项目将呈萎缩态势。

小额贷款业务

公司小额贷款业务由控股子公司泸州市江阳区兴泸小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”，公司持股61.43%）运营。2018年3月底，小贷公司贷款余额55929.66万元，以担保贷款为主，贷款期限以6个月（含）以下为主；贷款余额中关注贷款2514.05万元、次级类贷款3155.60万元、可疑贷款180.50万元。

2016~2017年及2018年1~3月，小额贷款业务收入分别为0.73亿元、0.73亿元和0.19亿元，小贷业务比较稳定。

担保业务

公司担保方面由泸州市兴泸融资担保有限公司（以下简称“兴泸担保公司”）和泸州市兴泸农业融资担保有限公司两家担保公司（以下简称“农业担保公司”）负责。2018年3月底，上述两担保公司在保责任余额38.77亿元（兴泸担保公司：35.45亿元，农业担保公司：3.32亿元）。上述两担保公司担保余额中工业企业占比最大，1年内的担保业务占比最大，以保证担保为主。

2017年及2018年1~3月，公司担保费收入分别为5621.00万元和986.83万元，同比均有所下降。

机场运营业务

公司机场运营业务由原子公司（现已划出）泸州蓝田机场经营。由于泸州蓝田机场为支线机场，机场客流量和货运流量较低，而机场固

定的运营成本较高，一直处于亏损状态，2017年泸州蓝田机场停运。公司新建的云龙军民合用机场，规划总投资32.27亿元，截至2018年3月底累计已投资33.86亿元（超概），计划于2018年下半年试运行。

公交客运业务

2016年8月底，基础公司代表泸州市政府通过注资的方式对公交集团进行混合所有制改造，并纳入合并范围。公交集团由泸州市政府授予城市公共交通特许经营权，主营泸州城市公共交通。

2016年9月公司将公交集团纳入合并范围，当年公司合并范围内票款收入为0.92亿元；2017年公交运输收入较2016年大幅增长，主要系将公交集团2017年全年的票款收入纳入合并范围，同时公交票价结构性上涨，车型更新为空调车，票价上涨1~2元。城市公共交通业务具有准公益特性，2017年公司公交运输业务处于微利状态。

路桥建设业务

公司路桥建设业务由子公司交投路桥公司负责。交投路桥公司拥有公路工程施工总承包、桥梁工程专业承包等资质，主要建设内容为路面病害处治、完善安保排水，标志线等大中修。

2016年交投路桥公司成立时间短，路桥建设业务收入少，2017年路桥建设业务量大幅增长，路桥建设收入随之增长。2017年公司路桥建设业务毛利率大幅上涨，主要是成本和收入不匹配所致。

其他业务

公司垃圾焚烧发电服务由子公司泸州市兴泸环保发展有限公司（以下简称“环保公司”）负责。2017 年及 2018 年 1~3 月，环保公司实现垃圾焚烧发电服务收入分别为 6958.64 万元和 2973.45 万元；同期，垃圾焚烧发电业务一直处于亏损状态，主要系尚未形成规模化作业，固定资产折旧较大所致。

股权投资方面，2017 年公司将泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“浦发基金”）纳入合并范围，其中公司作为劣后级有限合伙人，安信证券股份有限公司作优先级有限合伙人，基金募集资金主要投资于泸州市扶贫项目。

2018 年 3 月底，公司拥有泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）24.99%股权，为该上市公司第二大股东。2017 年公司取得投资收益 12.21 亿元，较上年增加 3.97 亿元。其中泸州老窖贡献的投资收益为 6.33 亿元，对公司利润形成重要支撑。

总体看，跟踪期内，公司天然气、水务等公用事业收入稳步增长，公交运输、路桥建设业务对收入贡献亦较大；泸州老窖股权收益大幅增长，为公司利润做出较大贡献。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 20 家，2017 年新增 4 家子公司，合并范围变更涉及的公司资产和收入规模占比均较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 713.06 亿元，所有者权益合计 347.34 亿元（其中少数股东权益 31.11 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 28.85 亿元，利润总额 12.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 710.35 亿元，所有者权益合计 348.67 亿元（其中少数股东权益 31.40 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.53 亿元，利润总额 2.07 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 713.06 亿元，同比增长 26.88%，主要系货币资金、可供出售金

融资产、持有至到期投资、长期股权投资和在建工程增长所致。其中流动资产占 29.20%，非流动资产占 70.80%，公司资产仍以非流动资产为主。公司主要资产构成情况如下表所示。

表 7　2016~2017 年及 2018 年 3 月底公司主要资产结构（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**180.65**	**32.14**	**208.25**	**29.20**	**192.86**	**27.15**
货币资金	102.59	18.26	117.28	16.45	107.77	15.17
其他应收款	39.8	7.08	32.88	4.61	28.97	4.08
非流动资产合计	**381.33**	**67.86**	**504.81**	**70.80**	**517.49**	**72.85**
可供出售金融资产	27.76	4.94	76.5	10.73	76.22	10.73
长期股权投资	199.73	35.54	223.44	31.34	226.24	31.85
在建工程	55.66	9.90	66.9	9.38	71.12	10.01
资产总计	**561.98**	**100.00**	**713.06**	**100.00**	**710.35**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2017 年底，公司流动资产 208.25 亿元，同比增长 15.28%，主要系货币资金和一年内到期的非流动资产增长所致。公司货币资金 117.28 亿元，其中受限货币资金 6.38 亿元，主要系存出担保保证金及应付票据承兑保证金。公司货币资金较为充裕，但大部分指定项目用途。公司其他应收款 32.88 亿元，同比下降 17.38%，主要为应收政府机构的往来款项和涉及政府补助的应收款项。其中 3 年以上的占比为 74.84%，公司其他应收款账龄长。公司存货 17.57 亿元，同比下降 1.35%，主要系燃气公司和水务集团工程施工成本 2.35 亿元及居泰公司开发成本 7.79 亿元（其中尚未开发的土地 5.11 亿元）、开发产品 6.76 亿元。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 504.81 亿元，同比增长 32.28%，主要系可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、长期股权投资和在建工程增长所致。公司可供出售金融资产 76.50 亿元，同比增长 175.52%，主要系浦发基金通过上海国际信托公司对外投资所致。公司持有至到期投资 25.53 亿元，同比增长 222.04%，主要系对泸州高新公司（泸州市国资委下属平台）、四川叙兴实业集团有限公司（叙永县政府平台）和兴泸中睿移动能源产业股权投资中心（合伙企业）（公司到期收回投资额并按固定收益率取得收益）的债权投资。上述企业主要为政府性平台公司，公司投资回收风险较小。公司长期应收款 44.38 亿元，同比增长 40.36%，主要系应收泸州市职业技术学校新校区投资建设项目、泸州市中心城区棚户区改造项目（一期）、泸州市棚户区改造项目（三期）和泸州市易地扶贫项目的投资款。公司长期股权投资 223.44 亿元，同比增长 11.87%，主要系对泸州老窖股份有限公司（持股比例 24.99%）、泸州市江南新区建设投资有限责任公司（持股比例 76.52%，未实际控制）、泸州临港产业投资发展有限公司（持股比例 66.33%，未实际控制）的投资。公司在建工程 66.90 亿元，同比增长 20.19%，主要系对基础设施项目的投资，投资额较大的项目主要有茜草长江大桥项目（已完工尚未结算）、教科城基础设施项目（已完工尚未结算）、北二环绕城高速公路（已完工尚未结算）和云龙机场工程建设项目。

截至2018年3月底，公司资产总额为710.35亿元，较2017年底下降0.38%，主要系用货币资金偿还到期债务所致，其中流动资产和非流动资产分别占27.15%和72.85%。

截至2018年3月底，公司受限资产包括6.34亿元货币资金、0.64亿元应收账款、1.39亿元其他应收款、3.74亿元存货、97.10亿元长期股权

投资、6.86亿元投资性房地产、2.72亿元固定资产及0.04亿元无形资产，受限资产共计118.83亿元，受限比率16.73%。

总体看，跟踪期内公司资产以非流动资产为主，股权投资、基建及棚改项目占比大；应收类款项余额较大，对公司营运资金占用较多；固定资产和在建工程存有大量公路桥梁等公益性资产；资产流动性弱，整体质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益347.34亿元，同比增长18.99%。2017年底资本公积为214.89亿元，同比增加21.99亿元，主要为泸州市财政局拨付的专项资金15.63亿元、长期股权投资权益法核算下被投资单位其他权益变动以及子公司股权结构变动所致。2017年底公司少数股东权益31.11亿元，同比增长116.36%，主要是新纳入合并范围的子公司增加所致。2017年公司发行了10亿元永续中票“17兴泸MTN001”，计入了“其他权益工具”。

截至2018年3月底，公司所有者权益为348.67亿元，较2017年底增长0.38%；所有者权益构成较2017年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 365.72 亿元，同比增长 35.42%，主要系长期借款、长期应付款和专项应付款增长所致。其中流动负债占比为18.69%，非流动负债占比为 81.31%。

2017年底，公司流动负债68.37亿元，同比下降31.46%，主要系偿还一年内到期的非流动负债所致。

2017年底，公司非流动负债297.35 亿元，同比增长74.58%，主要系长期借款、长期应付款和专项应付款的增长所致。公司长期借款81.21亿元，同比增长60.43%，系抵质押借款和保证借款增加所致。公司应付债券65.30亿元，同比增长33.27%，当年新增债券“2017兴泸01”10亿元、“2017兴泸03”7亿元、“17兴泸MTN001”10亿元、2017泸州停车项目收益债13亿元及2017泸扶贫项目收益债5亿元。公司长期应付款125.13亿元，同比增长133.30%，主要系应付优先级有限合伙人安信证券股份有限公司、交银国际信托有限公司、国海证券股份有限公司的款项增加所致。优先级有限合伙人投资期限固定且获得固定投资收益，故公司将上述三家优先级有限合伙人的出资额计入“长期应付款”。公司长期应付款中有息债务部分已纳入长期债务核算。

截至2018年3月底，公司负债总额为361.68亿元，较2017年底下降1.10%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务291.95亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为14.19%和85.81%。2018年3月底，公司全部债务为306.22亿元，较2017年底增长4.88%，构成仍以长期债务为主。从全部债务的偿还期限分布看，公司2018至2020年需偿还有息债务本金分别为34.64亿元、27.89亿元和39.48亿元，债务集中度一般。

表8 公司债务构成情况（单位：亿元，%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	71.23	32.62	41.43	14.19	34.64	11.31
长期债务	147.13	67.38	250.53	85.81	271.57	88.69
全部债务	**218.35**	**100.00**	**291.95**	**100.00**	**306.22**	**100.00**

资料来源：审计报告及财务报表

从债务指标看，2017年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为51.29%、41.90%和45.67%，同比变化情况。2018年3月底，公司资产负债率为50.92%，较2017年底有所下降；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为43.78%和46.76%，均较2017年底有所增长。若将公司2017年发行了10亿元的永续中票考虑在内，以2018年3月底财务数据为基础，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率上升至52.26%、45.54%和48.34%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模大幅增长，债务负担有所加重。

4. 盈利能力分析

2017年公司营业收入28.85亿元，同比增长73.20%，主要系燃气、水务等公用事业板块业务稳步增长以及房地产销售业务、公交运输、交投路桥建设等业务收入增长所致；同期，营业成本为22.06亿元，增速高于营业收入，受此影响公司营业利润率同比下降10.32个百分点，为21.97%。

费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2017年公司期间费用为11.46亿元，同比增长8.27%；期间费用占营业收入的比重为39.72%，较2016年下降23.82个百分点，主要系营业收入大幅增长所致，其次是政府贴息冲减财务费用所致。

非经常损益方面，投资收益是公司最主要的利润来源，2017年公司实现投资收益12.21亿元，主要是泸州老窖股权投资收益以及可供出售金融资产在持有期间的投资收益增长所致；投资收益占公司利润总额的比重达94.12%。2017年公司营业外收入0.14亿元，同比大幅下降，主要系公司将当年财政拨付的贴息资金4.01亿元直接冲减相关借款费用，将与日常活动相关的政府补助5.99亿元计入“其他收益”所致。

表 9　2016~2017 年公司盈利情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	16.66	28.85
营业成本	10.90	22.06
投资收益	8.24	12.21
其他收益	0.00	5.99
营业利润	2.88	12.88
营业外收入	6.75	0.14
利润总额	9.54	12.97
营业利润率（%）	32.29	21.97
总资本收益率（%）	3.14	3.57
净资产收益率（%）	2.95	3.50

资料来源：审计报告

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.57%和 3.50%，同比分别增长 0.43 和 0.55 个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入6.53亿元，相当于上年全年水平的22.62%，主要来自燃气、房地产销售等业务；营业利润率为14.21%，较2017年有所下降；投资收益和营业外收入分别为3.09亿元和1.15亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模大幅增长，利润总额主要来源于投资收益和财政补贴，受投资收益和财政补贴增长影响，公司利润总额大幅增长。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2017年公司经营活动产生的现金流入48.45亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来资金、补助收入、利息收入等）；经营活动现金流出42.25亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金19.34亿元，支付其他与经营活动有关的现金14.84亿元，主要系往来资金和经营性期间费用等。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为6.20亿元，现金收入比为98.51%，现金实现情况整体较好。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	29.82	48.45
经营活动现金流出小计	28.18	42.25
经营活动产生的现金流量净额	1.64	6.20
投资活动产生的现金流量净额	-10.35	-75.94
筹资活动产生的现金流量净额	25.01	84.39
现金收入比（%）	97.69	98.51
经营现金流动负债比率（%）	1.64	9.07

资料来源：审计报告

投资活动现金流方面，2017年公司投资活动现金流入43.58亿元，其中公司收到其他与投资活动有关的现金27.16亿元，主要为项目专项资金、赎回理财本金、收益等；取得投资收益收到的现金8.60亿元，主要来自泸州老窖的投资收益；投资活动现金流出119.52亿元，2017年投资支付的现金大幅增长，主要系浦发基金投资、持有至到期投资及长期股权投资大幅增长所致；投资活动产生的现金流量净额为-75.94亿元，投资活动净流出规模较大。

2017年公司筹资活动前现金流净额为-69.74亿元，投资活动支出规模较大，存在较大的融资需求。

筹资活动现金流方面，2017年公司筹资活动现金流入167.05亿元，主要系取得借款收到的现金；筹资活动现金流出82.67亿元，主要为偿还债务本息所支付的现金。2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为84.39亿元，较好补足公司投资活动现金的净流出。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-0.14亿元；投资活动现金流量净额为-10.00亿元；筹资活动现金流量净额为0.71亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量较好，但经营性净现金流入规模小，投资流出规模较大，经营活动净现金流无法满足投资需求，对外融资的依赖性较高。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 304.60%和 278.90%，2018 年 3 月底，上述指标上升至 352.48%和 322.19%；现金类资产为 112.74 亿元，为短期债务的 3.25 倍。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2017 年 EBITDA 为 26.79 亿元，全部债务/EBITDA 为 10.90 倍，EBITDA 对债务保障能力同比有所提升。考虑到泸州市财政对公司的大力支持和公司持有的可变现泸州老窖优质股权，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得的银行授信额度 283.40 亿元，尚未使用的授信额度为 87.63 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2018 年 3 月底，若不考虑担保公司对外担保情况，公司对外担保余额为 59.11 亿元，担保比率为 16.95%。公司担保对象中担保余额最大的三家企业分别为泸州市江南新区建设投资有限责任公司（以下简称“江南新区”）、泸州临港投资集团有限公司（以下简称“临港集团”）和泸州高新公司，合计担保余额为 45.48 亿元。

江南新区由泸州市国资委实际控制，2017 年底资产总额 165.50 亿元，所有者权益 63.61 亿元，2017 年营业收入 997.17 万元，利润总额 40.65 万元。临港集团系泸州市国资委实际控制企业，主要负责临港产业物流园区范围内的资本运作、产业发展、建设开发和收益管理，目前经营正常。泸州高新公司系泸州市国资委实际控制企业，2017 年底资产总额 94.89 亿元，所有者权益 39.98 亿元，2017 年营业收入 7.16 亿元，利润总额 1.39 亿元，目前经营正常。除对上述国有企业担保外，公司还对泸州乐天酒业销售有限公司、泸州摩尔商业有限公司和四川省泸州玉河建筑工程有限公司三家民营企业进行担保，担保余额合计为 2.44 亿元，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，子公司兴泸担保公司和农业担保公司在保企业 268 户，在保责任

余额 38.77 亿元。2018 年 1~3 月公司担保业务发生代偿 17 户，代偿金额 819.29 万元，已回收 159.00 万元。在保企业包括国企和民企，其中对民企担保多数要求由各区县国有平台公司提供反担保，承担连带责任保证。总体看，公司存在一定或有负债风险。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

担保对象	担保余额	担保期限
泸州市江南新区建设投资有限责任公司	169649.52	2015.7.21~2028.12.26
泸州市高新投资集团有限公司	150000.00	2015.9.10~2030.9.9
泸州两江新城建设投资有限公司	135200.00	2015.11.17~2020.11.13
泸州临港投资集团有限公司	44900.00	2016.12.31~2026.12.31
四川叙大铁路有限责任公司	29677.08	2011.1.10~2030.12.20
川铁（泸州）铁路有限责任公司	14581.28	2006.12.29~2028.3.30
四川泸州港务有限责任公司	12000.00	2010.3.3~2028.10.25
泸州乐天酒业销售有限公司	10800.00	2017.10.26~2020.10.25
泸州摩尔商业有限公司	9800.00	2017.6.29~2018.6.28
四川泸渝高速公路开发有限责任公司	7451.49	2017.9.1~2040.8.31
四川省泸州玉河建筑工程有限公司	3800.00	2017.6.28~2020.6.27
泸州市工业投资集团有限公司	3200.00	2013.10.31~2018.10.30
泸州市兴泸融资担保有限公司（对外担保）	354520.59	--
泸州市兴泸农业融资担保有限公司（对外担保）	33164.50	--
合计	**978744.46**	--

资料来源：公司提供

十、存续期债券偿债能力分析

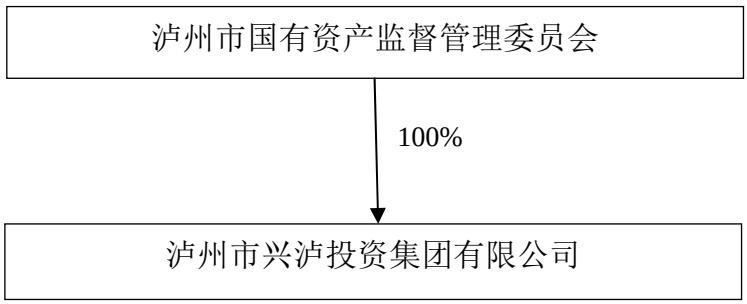
公司存续期债券“13 兴泸 MTN001”、“17 兴泸 MTN001”单年最大偿还本金金额为 10.00 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 48.45 亿元，为上述存续期债券单年最大偿还本金金额的 4.85 倍；经营活动产生的现金流量净额为 6.20 亿元，为上述存续期债券单年最大偿还本金金额的 0.62 倍。2017 年公司 EBITDA 为 26.79 亿元，为上述存续期债券单年最大偿还本金金额的 2.68 倍。总体看，公司 2017 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期债券单年最大偿还本金的保障能力较强。

公司作为泸州市城市基础设施、市政公用事业及其他国有资产经营和管理的主体，外部支持持续性好；此外，公司持有的泸州老窖股票变现能力较强，对存续期债券具有一定的保障作用。

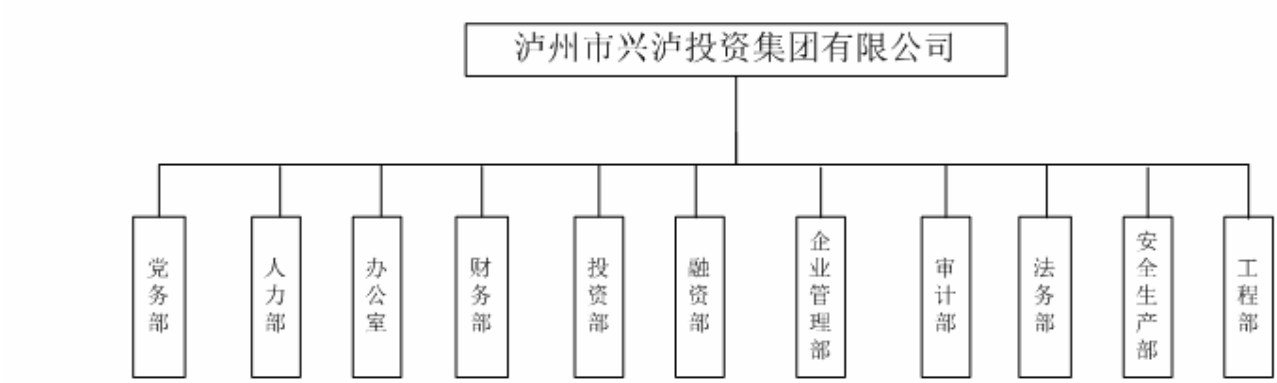
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“13兴泸MTN001”、“17兴泸MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2018 年 3 月底纳入合并范围的子公司情况

序号	企业名称	直接持股比例(%)	注册资本（万元）	业务性质
1	泸州市基础建设投资有限公司	45.50	319121.00	投资
2	泸州兴泸居泰房地产有限公司	100.00	5454.85	房地产
3	泸州兴泸物业管理有限公司	100.00	500.00	物业
4	泸州市兴泸融资担保有限公司	58.64	60231.00	担保
5	泸州市兴泸资产管理有限公司	100.00	3150.00	商业
6	泸州华润兴泸燃气有限公司	42.11	11793.95	公用
7	泸州市兴泸水务(集团)股份有限公司	59.51	85971.00	公用
8	泸州云龙机场空港发展有限责任公司	99.66	109000.00	航空
9	泸州市兴泸农业融资担保有限公司	62.37	12063.99	担保
10	泸州市兴泸环保发展有限公司	98.33	18000.00	环保
11	泸州市江阳区兴泸小额贷款有限公司	61.43	41980.00	金融
12	泸州市兴泸沱江两岸综合开发有限公司	100.00	3000.00	公用
13	泸州市农村开发投资建设有限公司	80.00	8000.00	投资
14	泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司	99.00	10000.00	基金
15	泸州市乐养旅游开发有限公司	90.00	30000.00	旅游开发
16	泸州市南寿山墓园管理处	100.00	4.00	公用
17	泸州市兴泸远大建筑科技有限公司	55.00	8000.00	建筑
18	泸州市兴叙管道工程有限公司	70.00	1000.00	工程
19	泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业（有限合伙）	14.00	1500000.00	投资
20	泸州市兴泸城市发展投资基金合伙企业（有限合伙）	19.65	125700.00	投资

注：公司因对泸州市基础建设投资有限公司、泸州华润兴泸燃气有限公司、泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业（有限合伙）和泸州市兴泸城市发展投资基金合伙企业（有限合伙）已实际控制，故将其纳入公司合并范围。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.22	106.93	123.27	112.74
资产总额(亿元)	491.96	561.98	713.06	710.35
所有者权益(亿元)	250.70	291.91	347.34	348.67
短期债务(亿元)	32.41	71.23	41.43	34.64
长期债务(亿元)	161.89	147.13	250.53	271.57
全部债务(亿元)	194.30	218.35	291.95	306.22
营业收入(亿元)	13.40	16.66	28.85	6.53
利润总额(亿元)	8.47	9.54	12.97	2.07
EBITDA(亿元)	17.40	17.04	26.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.25	1.64	6.20	-0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.10	4.07	4.46	--
存货周转次数(次)	0.51	0.64	1.25	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.05	--
现金收入比(%)	114.86	97.69	98.51	112.01
营业利润率(%)	35.71	32.29	21.97	14.21
总资本收益率(%)	3.43	3.14	3.57	--
净资产收益率(%)	3.05	2.95	3.50	--
长期债务资本化比率(%)	39.24	33.51	41.90	43.78
全部债务资本化比率(%)	43.66	42.79	45.67	46.76
资产负债率(%)	49.04	48.06	51.29	50.92
流动比率(%)	307.89	181.11	304.60	352.48
速动比率(%)	279.15	163.26	278.90	322.19
经营现金流动负债比(%)	2.20	1.64	9.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	1.83	1.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.17	12.82	10.90	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务和全部债务。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。