

信用等级公告

联合〔2020〕1095号

泸州市兴泸投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

泸州市兴泸投资集团有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

泸州市兴泸投资集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券规模：6.50 亿元

债券期限：品种一为 5（3+2）年，品种二为 7（5+2）年；本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 5 月 29 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
合并口径				
资产总额（亿元）	715.62	798.85	887.73	899.96
所有者权益（亿元）	347.34	437.23	453.60	460.64
长期债务（亿元）	259.14	240.36	292.85	308.04
全部债务（亿元）	300.57	278.10	339.68	351.05
营业收入（亿元）	28.85	40.38	53.78	12.61
净利润（亿元）	12.16	15.72	20.28	3.41
EBITDA（亿元）	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	6.20	8.88	-1.89	-3.56
营业利润率（%）	21.97	19.84	17.28	20.95
净资产收益率（%）	3.80	4.01	4.55	--
资产负债率（%）	51.46	45.27	48.90	48.82
全部债务资本化比率（%）	46.39	38.88	42.82	43.25
流动比率（倍）	2.96	2.91	3.40	3.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.71	2.27	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.12	4.71	5.38	--
公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	455.24	474.82	481.58	488.13
所有者权益（亿元）	303.09	352.50	360.20	366.84
全部债务（亿元）	108.18	86.35	75.11	84.11
营业收入（亿元）	0.10	0.09	0.22	0.05
净利润（亿元）	6.58	12.05	15.16	3.09
资产负债率（%）	33.42	25.76	25.21	24.85
全部债务资本化比率（%）	26.30	19.68	17.25	18.65
流动比率（倍）	1.36	2.10	1.71	2.56

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；4. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，在泸州市城市发展中占据重要地位，外部发展环境良好，可获得有力的外部支持。此外公司参股的泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）经营情况较好，可为公司贡献稳定的投资收益。同时，联合评级也关注到公司面临一定资金支出压力、经营活动净现金流有所波动及存在一定或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着泸州市经济的不断发展，公司将进一步加大在建及拟建项目的投资力度，营业收入有望保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**泸州市经济有所增长，产业结构进一步优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. **公司在泸州市城市发展中占据重要地位。**公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，形成了基础设施建设、水务及燃气等多元化经营格局，在泸州市城市发展中占据重要地位。

3. **可获得有力的外部支持。**公司在股权和资产划拨、资金注入、政府补助及税收优惠等方面获得了有力的外部支持。

4. **泸州老窖可为公司贡献稳定的投资收益。**公司参股的泸州老窖经营情况较好，可为公司贡献稳定的投资收益。

关注

1. **公司面临一定资金支出压力。**公司在建的基础设施项目和自建项目投资规模较大，存在一定资金支出压力。

2. **经营活动净现金流有所波动。**受经营性业务回款规模下降、购买土地及往来款流出规模有所增长影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出。

3. **公司存在一定或有负债风险。**公司对外担保规模较大，担保业务代偿率较高，存在一定或有负债风险。

分析师

张 蔚 登记编号（R0040219020002）

黄静轩 登记编号（R0040220040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）是 2003 年 1 月经泸州市人民政府（以下简称“泸州市政府”）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，初始注册资本 11.00 亿元。2007 年，公司股东由泸州市财政局变更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”）。后历经多次增资，截至 2020 年 3 月末，公司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，为公司的实际控制人。

公司经营范围：投资和资产管理；工程管理服务；自有房地产经营活动；投资咨询服务、财务咨询服务（此项不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）（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）

截至 2020 年 3 月末，公司本部设财务部、投资部、融资部、审计部、工程部、法务部和办公室等 11 个职能部门和科室（见附件 1-1）；合并范围内一级子公司共计 24 家（见附件 1-2），拥有在职员工 2,208 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 887.73 亿元，负债合计 434.12 亿元，所有者权益 453.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 383.10 亿元。2019 年，公司实现营业收入 53.78 亿元，净利润 20.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-30.83 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 899.96 亿元，负债合计 439.33 亿元，所有者权益 460.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益 389.52 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.61 亿元，净利润 3.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.13 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可〔2020〕1422 号”文件予以注册，公司将面向专业投资者公开发行不超过 35 亿元的公司债券。本期债券名称为“泸州市兴泸投资集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 6.50 亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期固定利率品种，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期固定利率，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、

保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表1 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能

			绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 外部环境

泸州市经济有所增长，产业结构进一步优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

泸州市是长江上游重要的区域性综合交通枢纽，为四川省第一大港口，成渝经济圈重要的商贸物流中心，世界级白酒产业基地，拥有泸州老窖和郎酒两大国家级名酒。截至 2019 年末，泸州市下辖 3 区（江阳区、龙马潭区和纳溪区）和 4 县（泸县、合江县、叙永县和古蔺县），常住人口 432.94 万人，城镇常住人口 225.10 万人，常住人口城镇化率 52.00%，较上年提高 1.54 个百分点。

根据《泸州市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，泸州市全年实现地区生产总值（GDP）2,081.26 亿元，首次突破 2,000 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 216.98 亿元，较上年增长 2.6%；第二产业增加值 1,021.86 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 842.42 亿元，增长 9.5%。人均地区生产总值（人均 GDP）48,105 元，增长 7.9%。三次产业结构由上年的 10.4:49.5:40.1 调整为 10.4:49.1:40.5，产业结构进一步优化。

2019 年，泸州市全年工业增加值 678.08 亿元，较上年增长 8.7%，对经济增长的贡献率为 48.3%，拉动经济增长 3.8 个百分点。从重点行业看，泸州市传统四大产业增加值较上年增长 8.6%。其中，酒的制造业较上年增长 10.0%，化工行业增长 5.2%，机械行业增长 9.7%，能源行业增长 2.6%。五大现代产业较上年增长 10.6%，医药行业增长 7.7%，智能终端行业增长 68.4%。

2019 年，泸州市全社会固定资产投资较上年增长 11.9%，其中基础设施投资较上年增长 16.8%。同期，泸州市完成房地产开发投资 399.04 亿元，较上年增长 25.3%。

根据《关于泸州市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，2019 年，泸州市完

成地方一般公共预算收入 159.6 亿元，同口径增长 13.2%。其中税收收入 103.4 亿元，同口径增长 7.6%，占一般公共预算收入的比重为 64.79%，一般公共预算收入的质量尚可。地方一般公共预算支出 443.4 亿元，较上年增长 7.6%。财政自给率为 35.99%，财政自给程度一般。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，形成了基础设施建设、水务及燃气等多元化经营格局，在泸州市城市发展中占据重要地位。

公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，业务范围涉及基础设施建设、水务及燃气等，业务多元化程度较高，且大多数业务具备一定的区位优势。同时，公司参股多家企业，涉及酒业、铁路、公路、机场、港口、金融、化工、煤田开发等领域，其中公司参股泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”，证券代码：000568.SZ），持股比例为 24.99%，为泸州老窖的第二大股东，泸州老窖可为公司贡献稳定的投资收益。

除公司外，泸州市国资委下属的主要国有资本投资运营公司为泸州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泸州城投”）和泸州市工业投资集团有限公司（以下简称“泸州工投”）。其中，泸州城投于 2015 年 6 月成立，负责泸州市城市基础设施投融资建设，截至 2019 年末公司持股 25.50%，截至 2019 年末，泸州城投资产规模 172.93 亿元，所有者权益 55.76 亿元；泸州工投主要从事于泸州市工业等产业的投资，截至 2019 年末，泸州工投资产规模 366.46 亿元，所有者权益 119.21 亿元。

2. 人员素质

公司主要管理人员管理经验丰富，员工素质能够满足公司经营需要。

截至本报告出具日，公司董事、监事及高级管理人员共 15 人。

袁斗泉先生，1962 年生，大学本科学历，中共党员，助理会计师；历任泸州市江阳区财政局局长、党组书记，中共合江县委常委、副县长，泸州市财政局副局长，中共泸州市江阳区副书记，市委农工办主任，市住房和城乡建设局局长、党组书记等职；2015 年 3 月起任公司董事长，兼任泸州市基础建设投资有限公司（以下简称“基础公司”）董事长、川铁（泸州）铁路有限责任公司副董事长、四川省酒业集团有限责任公司董事等职。

代志伟先生，1969 年生，大学本科学历，中共党员；历任泸州市财政局农业科科长，泸州市农发办主任，中共合江县委常委、副县长，中共泸州市纳溪区委常委、常务副区长，中共泸州市纳溪区委副书记等职；2015 年 4 月起任公司总经理，基础公司总经理等职。

截至 2019 年末，公司合并口径拥有在职员工 2,208 人。文化素质方面，本科及以上学历员工占 36.10%、大专及以下学历员工占 63.90%；年龄构成方面，30 岁及以下员工占 25.59%、31~50 岁员工占 61.77%、51 岁及以上员工占 12.64%。

3. 外部支持

公司在股权和资产划拨、资金注入、政府补助及税收优惠等方面获得了有力的外部支持。

（1）股权、资产划拨

2013 年和 2015 年，泸州市国资委分别将所持的泸州老窖 5,000 万股和 3,400 万股无偿划转给公司，评估价值分别为 10.42 亿元和 7.41 亿元。2015 年，泸州市国资委将泸州市江南新区建设投资有

限责任公司（以下简称“江投公司”）80%股权作为资本金投入公司，投资成本为 22.05 亿元；将泸州市南寿山墓园管理处等 11 家单位注入公司，公司享有的注资份额合计 1.72 亿元。上述资产均计入资本公积。

2018 年，泸州市国资委将江阳区瑞景东路 6 号楼、龙马潭区杜家街 65 号和 66 号土地及地上建筑物和泸州航空发展投资集团有限公司（以下简称“泸州航发”）股权划转至公司，合计增加公司资本公积 2.26 亿元。

2019 年，泸州市国资委将江投公司部分股权划转至公司，相应增加资本公积 2.00 亿元。

（2）资金注入

2017—2019 年，公司收到泸州市政府划拨的专项资金分别为 15.63 亿元、3.95 亿元和 7.00 亿元，均计入资本公积。

（3）政府补助

2017—2019 年，公司收到政府对公司发行债券的费用和利息补贴、贷款利息补贴、项目补助等各项补贴收入合计分别为 6.08 亿元、8.15 亿元和 9.74 亿元，分别计入当年的营业外收入及其他收益科目。

（4）税收优惠

公司子公司泸州华润兴泸燃气有限公司（以下简称“兴泸燃气”）和泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“兴泸水务”）享受西部大开发企业所得税优惠政策，企业所得税减按 15% 税率征收。公司子公司泸州市兴泸融资担保集团有限公司和泸州市兴泸农业融资担保有限公司（以下简称“兴泸农业担保”）根据四川省地方税务局相关通知文件，企业所得税减按 15% 税率征收。公司子公司泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“兴泸污水”）和泸州市江阳区兴泸小额贷款股份有限公司（以下简称“兴泸小贷”）根据相关《税务事项通知书》等文件，企业所得税减按 15% 税率征收。公司子公司泸州市江阳区公共交通有限公司、泸州市龙马潭区公共交通有限公司、泸州市纳溪区公共交通有限公司和泸州市天益巴士发展有限公司主要从事业务属于“广告创意、广告策划、广告设计、广告制作”，享受西部大开发政策，企业所得税税率为 15%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，能够满足经营与管理需要，监事会构成与《公司章程》约定情况尚存差异，待后续任命到位。

公司根据《中华人民共和国公司法》《公司登记管理条例》等有关法律、法规的规定，制定了公司章程。公司不设股东会，泸州市国资委作为股东履行对公司的监督管理职责。

公司设董事会，成员 7 名，其中职工董事 1 名，负责公司的管理、投资决策、对外合作，决定公司年度经营战略等事项。除职工董事外，董事会成员由泸州市国资委按有关程序委派，职工代表董事由职工大会选举产生。董事会每届任期 3 年。公司设董事长 1 名，由泸州市国资委从董事会成员中指定。

公司设监事会，成员 5 名，其中职工监事 2 名。监事会成员除职工监事外，由泸州市国资委按有关程序委派，职工监事由职工大会选举产生。监事会设主席 1 名，由泸州市国资委在监事会成员中指定。公司董事、总经理、副总经理、财务负责人不得兼任监事。监事任期每届 3 年。截至本报

告出具日，公司监事会共 4 名监事，存在监事缺位。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司高管人员设置为总经理 1 名，副总经理若干名，总法律顾问 1 名和财务总监 1 名，任期 3 年。总经理由董事会任免，对董事会负责。副总经理、财务总监、总法律顾问由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

2. 管理体制

公司根据经营管理和业务发展的需要设置了相适应的组织架构，管理制度健全。

公司根据业务需要，本部设财务部、投资部、融资部、审计部、工程部、法务部和办公室等 11 个职能部门和科室。各部室各司其职，内部管理及控制体系较为完善。为满足业务发展需要，确保日常经营、重大决策等合法合规，公司制定了一系列管理制度。

子公司的管理方面，公司对下属子公司行使国有资产出资人职能，行使重大决策权、投资收益权和经营管理者选择权，承担国有资产的保值增值责任。公司本部对下属控股子公司进行管理，通过向下属控股子公司委派主要管理人员并对主要管理人员进行年度考核和任期考核、对下属子公司实行重大事项和重大投资项目决策管理，实现对下属子公司的宏观管理。

投融资管理方面，公司制定了《泸州市兴泸投资集团有限公司投资管理办法（试行）》《泸州市兴泸投资集团有限公司融资管理办法（试行）》和《泸州市兴泸投资集团有限公司国有资产管理暂行办法》等一系列条文制度，规范了投资和融资的范围、程序及评价管理手段等。投资管理办法对投资的可行性分析、决策和审批、投资的组织、投后评价及资产管理和投资风险的监控都做了详细的规定，100 万元以上的投资由总经理办公室形成审议结果后提交董事会形成决议，100 万以下的投资由总经理办公室进行决策并将决定上报董事会。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自于贸易、房地产销售、公交运输、水务及燃气等；收入规模不断增长，主营业务综合毛利率水平持续下降。

2017—2019 年，随着公司业务规模扩张，营业收入逐年增长，年均复合增长 36.53%，其中主营业务收入占营业收入的比重均超过 90%，公司主业突出。

从收入构成看，2017—2019 年，除房地产销售收入受项目结转进度影响波动增长外，其余业务板块收入均持续增长。受益于管网长度和用户数的增加，公司天然气销售收入持续增长。公司 2019 年自来水销售收入较上年增长 30.79%，主要系售水量增加、售水结构变化综合售水单价较同期增加 0.10 元/立方米及增加江阳区全域供水水费补贴收入所致。公司污水处理收入持续增长，主要系污水结算量持续上升所致。2017—2019 年，公司公交运输收入保持稳定增长。公司于 2017 年新增贸易业务，2017—2019 年贸易收入持续大幅增长，主要系贸易规模持续扩大所致。

表 2 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然气销售	3.74	13.60	35.37	4.27	11.04	30.94	5.08	10.11	32.23
自来水销售	2.11	7.67	22.47	2.49	6.44	26.36	3.26	6.49	27.87

安装工程	4.32	15.71	68.15	5.54	14.34	60.16	6.04	12.03	67.42
污水处理	2.00	7.28	47.93	2.55	6.58	42.16	3.29	6.55	33.88
房地产销售	3.19	11.61	-58.35	2.99	7.73	-25.34	4.17	8.31	-41.47
公交运输	3.05	11.11	1.22	3.18	8.23	-8.50	3.21	6.40	-19.95
贸易	3.75	13.64	0.01	11.14	28.83	1.38	16.76	33.38	2.07
其他	5.32	19.38	46.35	6.49	16.79	37.78	8.41	16.73	32.94
合计	27.48	100.00	23.08	38.66	100.00	20.60	50.22	100.00	16.87

注：公司其他业务包括担保服务、小额贷款业务、物业管理业务、垃圾焚烧发电业务、路桥建设业务、货物运输及代理业务等
 资料来源：公司年报，联合评级整理

毛利率方面，2017—2019 年，公司天然气销售业务毛利率波动下降，其中 2018 年较上年下降 4.42 个百分点，主要系采购单价较上年提高所致。自来水销售业务毛利率持续增长，主要系售水量增加使得单位摊销固定成本下降及 2019 年增加江阳区全域供水水费补贴收入所致。安装工程业务毛利率较高，但呈波动下降趋势，其中 2018 年较上年下降 7.99 个百分点主要受三供一业和二次供水统建统管工程毛利率较低的影响。受人工、电耗成本增长和环保力度加大、水质排放标准提高的影响，公司污水处理成本有所提升，污水处理业务毛利率持续下降。房地产销售业务毛利率持续为负，主要系公司所售楼盘为定向限价房，销售收入小于销售成本所致，但对应收入缺口部分，以财政补贴进行补偿。公交运输业务具有准公益特性，处于亏损或微利状态，其中 2019 年毛利率较上年下降 11.45 个百分点，主要系运营成本大幅增长所致。公司贸易业务毛利率持续增长但仍处于较低水平。受上述因素影响，2017—2019 年，公司主营业务综合毛利率持续下降。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.61 亿元，较上年同期下降 1.99%；综合毛利率 21.77%，较上年同期增长 6.97 个百分点。

2. 基础设施建设业务

公司项目投资规模较大，但完工项目回款情况一般，在建的基础设施项目资金需求较大，公司存在一定资金支出压力。

公司基础设施建设业务运营模式为政府委托代建。公司受政府（主要为泸州市政府）委托负责投资政府指定的相关基础设施项目，项目所需资金均由公司自筹和外部融资，融资本金和利息由政府根据代建协议拨付至公司进行偿还或由公司先行偿还，政府以其他方式（如增加资本金、股权划入等）进行补偿，政府根据项目决算情况给予公司一定的收益。

公司不对代建的基础设施项目确认收入，仅以获取的投资回报计入投资收益中核算。账务处理方面，公司根据代建项目业主是否属于公司，会计处理方面有所差异。若项目建设业主属于公司，建设项目发生的相关投入记入公司“在建工程”科目；若代建项目业主不是公司，公司只负责融资，建设项目发生的相关投入记入“长期应收款”科目。公司收到项目回购本金时，计入“专项应付款”；公司收到项目融资贴息时，直接冲减“在建工程”和“长期应收款”；完工并办理移交手续后，“在建工程”和“长期应收款”与“专项应付款”冲抵。在项目完工后根据工程竣工财务决算后确定的投资额确认投资收益。

截至 2019 年末，公司已完工的基础设施项目主要有教科城项目、沱四桥及连接线工程、茜草长江大桥项目、西南出海通道绕城路项目、市政北二环项目及江南新区茜草片棚户区改造（拆迁）项目等，公司已完工的代建项目累计投资 155.80 亿元，累计收到回款 80.79 亿元，考虑到公司完工的基础设施项目多数完工时间较早，回款情况一般。公司已完工的代建项目中，江南新区茜草片棚户区改造（拆迁）项目总投资额 89.00 亿元，项目投资规模较大，截至 2019 年末收到回款 26.21 亿元，

为平衡项目支出，江投公司将安置完剩余的住宅和车位面向市场销售，住宅销售均价约为 5,300 元/平方米。

截至 2019 年末，公司主要在建的基础设施项目总投资 100.83 亿元，已投资 63.62 亿元，尚需投资 37.21 亿元，公司基础设施项目存在一定资金支出压力。

表 3 截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	项目业主是否属于公司
泸州市中心城区棚户区改造项目（一期）	38.83	37.52	否
泸州市棚户区改造项目（三期）	48.89	22.45	否
泸州市棚户区改造项目（四期）	13.11	3.65	否
合计	100.83	63.62	--

资料来源：公司提供

3. 天然气销售业务

公司天然气业务在泸州市覆盖区域较广，受益于输气管道长度和用户数的增加，2017—2019 年天然气销售收入稳定增长。

公司天然气业务由下属子公司兴泸燃气负责运营，兴泸燃气承担着泸州市江阳区、龙马潭区、纳溪区和合江县的供气任务。

天然气采购方面，公司主要向中国石油天然气股份有限公司西南管道销售分公司采购天然气，采购价格根据供应商的调整而变动，采购量根据签订合同前几个月的采购平均值来确定，结算方式采取按月预付的方式，月末根据实际采购量进行结算。天然气销售方面，公司主要向生产企业、商业用户和居民供应天然气，2017—2019 年民用气占比均超过 50%，占比较高。公司对下游的结算方式为先用气后收费，对居民用户和小商业用户实行双月抄表一次、自行缴费的方式，对大的商业用户和工业用户每月抄表收费。

截至 2019 年末，公司拥有城市中高压天然气输气干管 1,426.78 公里，输配气站 4 座，高压储配站 1 座，CNG（压缩天然气）汽车加气站 2 座（其中日供气量 12,000 立方米的 1 座，日供气量 20,000 立方米的 1 座），拥有用户 47 万余户，工业、商业用户 1 万余户，年供气量超过 2 亿立方米。2017—2019 年，公司天然气生产量、销售量、累计用户数以及输气管道长度均持续增长。

表 4 2017—2019 年公司天然气主要经营数据（单位：万立方米、万户、公里）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
管道天然气生产量	18,401	20,522	22,162
管道天然气销售量	17,857	19,719	21,745
管道天然气累计用户数	39.97	45.21	47.02
高中压天然气输气干管长度	1,114.06	1,243.42	1,426.78

资料来源：公司提供

公司天然气的销售价格根据采购成本制定，由政府价格进行审批，近年来价格有所波动。

表 5 2017—2019 年泸州市售气价格（单位：立方米、元/立方米）

用气类别		2017 年		2018 年		2019 年	
		用气量	价格	用气量	价格	用气量	价格
居民	第一阶梯	≤420	1.93	≤480	1.93	≤480	2.15

用气	第二阶梯	420<用气量≤660	2.32	480<用气量≤660	2.32	480<用气量≤660	2.58
	第三阶梯	>660	2.90	>660	2.90	>660	3.23
非居民用气	第一阶梯	≤30,000	3.24	≤30,000	3.74	≤30,000	3.72
	第二阶梯	>30,000	2.57	>30,000	3.17	>30,000	3.15
CNG		2.90		2.90		3.20	

注：2019年CNG销售价格调整为3.20元/立方米的执行时间为2019年12月11日至2020年3月15日，后已恢复2.90元/立方米
资料来源：公司提供

4. 自来水销售业务

公司初步建立了覆盖泸州市全市的统一供水体系，自来水销售业务区位优势明显，销售收入逐年上升。未来随着泸州市城镇化的不断推进，公司自来水销售业务发展前景较好。

公司自来水销售业务由下属子公司兴泸水务经营，兴泸水务于2017年3月在港交所上市，股票代码：2281.HK。公司于2005年获得泸州市城市供水特许经营权（合江县县城区供水特许经营权于2003年获得，江阳区乡镇街道及农村供水特许经营权于2018年获得），特许经营期限为30年。近年来，公司通过接收和收购各区县的供水企业，初步建立了覆盖泸州市全市的统一供水体系。公司供水区域覆盖泸州市江阳区、龙马潭区、纳溪区、泸县和合江县县城区以及部分乡镇区域，供水业务占泸州市城市自来水市场份额约85.50%。未来随着乡镇及农村供水的逐步完善，公司供水区域有望进一步扩大。

供水水源方面，泸州市地处长江上游，区域内长江和沱江在此交汇，水资源丰富，可充分满足公司供水生产需求，公司取水主要来自长江。

供水能力方面，截至2019年末，公司共拥有10个水厂，较年初增加收购的叙永南坛水厂；总供水能力为49.15万立方米/日，较年初减少0.70万立方米/日，主要系茜草水厂因设施老旧部分关停所致。

供水指标方面，受益于泸州市城市化进程加快以及公司收购部分水厂，供水范围拓展至泸州市以外。2017—2019年，公司供水量、售水量、管网长度和终端用户户数均持续增长。同期，公司自来水漏损率持续下降，情况逐步改善。公司水费回收情况较好，水费回收率均在97%及以上。

表6 2017—2019年公司自来水业务主要指标情况（万立方米、公里、户、%）

项目	2017年	2018年	2019年
供水量	11,095.86	13,422.25	15,545.72
售水量	9,495.71	11,124.30	13,290.00
管网长度	1,324.90	1,673.18	1,940.00
终端用户户数	334,151	495,302	581,953
漏损率	14.30	10.82	10.67
水费回收率	97.60	97.00	97.29

资料来源：公司提供

售水结构方面，公司主要售水品种为生活用水，2017—2019年生活用水销售量占售水总量的比重分别为69.62%、69.69%和68.20%，占比较高。

销售价格方面，公司自来水销售实行政府指导价格。2016年5月1日起，除泸县、合江县外，泸州市城区对居民用水实行阶梯水价，各阶梯分档用水量为每户每年180立方米和300立方米；2019年1月，各阶梯分档用水量调整为240立方米和300立方米，调整后具体用水价格如表7所示。

表 7 截至 2019 年末泸州市城区自来水价格及构成（单位：立方米、元/立方米）

用水性质			每户每年用水量	基本水价	代收水资源税	代收污水处理费	代收垃圾处理费	到户价
居民用水	一户一表	第一阶梯	≤240	1.85	0.09	0.95	0.20	3.09
		第二阶梯	240<用水量≤300	2.77	0.09	0.95	0.20	4.01
		第三阶梯	>300	5.55	0.09	0.95	0.20	6.79
	合表用户（含执行居民生活用水价格的非居民用户）		--	1.95	0.09	0.95	0.20	3.19
非居民用水			--	2.30	0.09	1.20	0.20	3.79
临时用水			--	3.50	0.09	1.85	0.20	5.64
特种用水			--	4.75	0.09	1.95	0.20	6.99

注：2017 年 12 月 1 日起，泸州市水资源费改为水资源税征收

资料来源：公司提供

5. 污水处理业务

公司为泸州市唯一的城市生活污水处理服务供应商，污水处理业务区位优势明显，污水处理保底量机制有效的保障了公司污水处理收入，随着结算量的持续增长，公司污水处理收入稳步增长。

公司污水处理业务由下属子公司兴泸污水负责运营。兴泸污水作为泸州市唯一的城市生活污水处理服务供应商，与各区县政府均签订了污水处理服务协议（其中江阳区和龙马潭区是与泸州市住建局签订服务协议），负责对泸州市 3 区 4 县城市生活污水进行处理，服务协议中约定服务期限一般为 30 年。2019 年，公司将污水处理区域拓展至乐山市市中区、成都市青白江区及凉山州德昌县。

截至 2019 年末，公司下设 9 个污水处理厂，污水处理能力近期合计为 30.10 万立方米/日，远期合计 55.10 万立方米/日。2017—2019 年，受城市配套管网和污水处理设施逐步完善的影响，公司污水处理量和结算量逐年上升，此外，2019 年处理量和结算量上升还系新增合江临港园区委托运营及临时应急项目所致。

表 8 2017—2019 年公司污水处理业务经营情况（单位：万立方米/日、万立方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
污水处理能力	26.10	30.10	30.10
污水处理量	5,897.73	8,730.00	10,452.00
结算量	7,910.00	10,240.00	12,627.00

资料来源：公司提供

污水处理价格方面，泸州市主城区污水处理价格为 2.88 元/立方米（纳溪区一期为 2.86 元/立方米），各县的污水处理价格则有所差异。

结算方面，为了保证公司合理的利润率，除泸县外，各区县政府部门在与兴泸污水签订服务协议时均约定了污水处理保底量，实际结算时按兴泸污水实际处理量与保底水量孰高进行结算，污水处理保底量设计机制有效的保障了公司污水处理收入。

6. 安装工程业务

公司安装工程业务规模和收入规模逐年扩大，业务盈利能力较强。

公司安装工程业务由下属子公司兴泸水务对外承揽，由兴泸燃气和兴泸水务承建，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，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。公司拥有市政工程施工总承包三级资质，该类安装工

程工期较短，公司一般采取预收款项的方式进行结算。

2017—2019 年，公司安装工程业务户数逐年增长；同期，公司安装工程业务收入分别为 4.32 亿元、5.54 亿元和 6.04 亿元，毛利率分别为 68.15%、60.16%和 67.42%，毛利率处于较高水平。

表 9 2017—2019 年公司安装工程业务户数情况（单位：户）

类型	2017 年	2018 年	2019 年
水务安装户数	51,763	71,151	81,651
燃气安装户数	39,815	38,600	45,905
合计	91,578	109,751	127,556

资料来源：公司提供

7. 房地产销售业务

受定向限价房业务模式影响，公司房地产销售业务毛利率持续为负，亏损部分已由政府补贴。公司房地产销售业务无拟建项目，业务持续性较弱。

公司房地产销售业务主要由下属全资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”）和江投公司负责运营，其中兴泸居泰房地产具有房地产一级开发资质，江投公司具有房地产二级开发资质。房地产销售业务主要以建设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，销售方式为定向安置，建设规模按征地项目配套的购房需求进行设计。根据《泸州市定向限价房建设项目结算管理办法》，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，公司定向限价房建设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；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和江投公司；若总收入高于总支出，剩余资金划转市财政局。2017—2019 年，公司房地产销售收入分别为 3.19 亿元、2.99 亿元及 4.17 亿元，毛利率分别为-58.35%、-25.34%和-41.47%，亏损部分由财政局进行补足，计入公司“营业外收入”和“其他收益”。

公司定向限价房建设项目为 7 个，均已完工，截至 2019 年末已投资 34.30 亿元（较总投资额有所出入系成本控制所致），累计确认收入 13.13 亿元，收到政府补助 11.55 亿元。

公司定向限价房建设项目销售方式为现房销售，从销售情况看，定向安置部分基本已销售完毕，尚未销售部分主要为商铺等商业部分，受市场环境影响销售进度较缓慢。随着江投公司将江南新区茜草片棚户区改造（拆迁）项目安置完剩余的住宅和车位面向市场销售，其销售收入有望对公司收入规模形成重要补充，但销售情况是否及预期有待关注。

拟建项目方面，未来泸州市不再安排定向限价房的建设，公司后续无拟建的定向限价房建设项目。

表 10 截至 2019 年末公司定向限价房建设项目投资及销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积	可销售面积	已售面积	累计确认收入	累计收到政府补助
佳和园	0.48	0.48	2.16	2.14	1.75	0.25	0.32
望江苑	2.53	2.53	9.53	9.40	5.41	0.89	2.04
玉带花园	10.94	10.94	39.25	38.95	30.83	6.24	3.68
祥瑞苑	3.12	3.12	12.51	12.39	9.00	0.89	2.46
月亮湾	6.50	4.70	15.75	15.52	8.22	1.58	1.85
玉带河畔	7.32	3.30	16.81	16.64	7.64	1.13	0.20

沙茜片区定向限价房	8.20	9.23	29.58	29.35	8.69	2.15	1.00
合计	39.09	34.30	125.59	124.39	71.54	13.13	11.55

注：上表中收入为含税收入
资料来源：公司提供

8. 贸易业务

贸易收入对公司的收入规模形成重要补充，毛利率虽持续增长但仍处于较低水平。

公司贸易业务由子公司泸州交投集团物流有限公司负责，主要经营产品包括锌锭、纯生物柴油、锌精矿、轻质循环油和工业混合油等。

公司贸易业务采取“按需购入”模式，公司根据下游客户的采购需求，从供应商处购入货物，货物由客户从供应商处自提，公司不承担运费。公司采购商品资金来源于自有资金，无预收款项。2019年公司主要客户为湖南宏驰有色金属股份有限公司、深圳锌达贸易有限公司、中油国茂（大连）石油化工有限公司、四川港航汇通物流有限责任公司和维欧陆威能源有限公司。

2017-2019年，公司贸易收入分别为3.75亿元、11.14亿元及16.76亿元，对收入形成重要补充；毛利率分别为0.01%、1.38%和2.07%，持续增长但仍处于较低水平。

9. 自建项目

公司自建项目主要为水务业务、有机废物处理及城市停车场项目，投资规模较大，后续存在一定资金支出压力，但其建成将有助于公司营业收入的提升。

截至2019年末，公司已完工的自建项目包括泸州市垃圾焚烧发电厂二期项目和泸州市城市有机废物协同处理示范工程等，主要在建及拟建自建项目如表11所示，总投资额为61.69亿元，尚需投资34.08亿元，后续存在一定资金支出压力。

城市停车场项目总用地面积约2,900亩，总建筑面积约53万平方米，项目总投资估算28.06亿元，其中项目资本金8.06亿元，按实际拨付安排纳入泸州市各年度预算，其余投资通过已发行的三期泸州市城市停车场建设项目收益专项债券合计20.00亿元获得。该项目未来将通过停车位收费收入、充电桩的电费收入及政府补贴平衡项目资金。

表11 截至2019年末公司主要在建及拟建自建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资
城市停车场项目	28.06	9.16
泸州市城东污水处理厂二期工程	8.00	--
纳溪水厂（一期）工程	5.62	5.32
二道溪污水处理厂三期工程	4.70	2.92
合江黄溪水厂（一期）工程	4.11	4.11
茜草至酒业园区供水工程	2.66	2.06
泸州市污泥综合处理厂 （泸州市城市有机废物协同处理示范工程）	2.64	2.64
泸州市城南污水处理厂二期工程	2.50	--
泸州市纳溪污水处理厂三期工程	2.00	--
南郊二水厂（二期）工程	1.40	1.40
合计	61.69	27.61

注：上表中已投资额为工程投资口径，部分项目尚未完成资金支付
资料来源：公司提供

10. 泸州老窖

公司参股的泸州老窖贡献了稳定的投资收益。

截至 2019 年末，公司持有泸州老窖股票 365,971,142 股，占泸州老窖总股本的 24.99%，其中质押股数 165,980,000 股，占公司持股比例的 45.35%。泸州老窖主营“国窖 1573”“泸州老窖”等系列白酒的研发、生产和销售，主要综合指标位于白酒行业前列。2019 年，泸州老窖实现营业收入 158.17 亿元，较上年增长 21.15%，实现归属于上市公司股东净利润 46.42 亿元，较上年增长 33.17%。2017—2019 年，公司因持有泸州老窖股票而获取的投资收益分别为 6.31 亿元、8.66 亿元和 11.55 亿元，为公司贡献了稳定的投资收益。

11. 未来发展

未来，公司将加快实现由融资主体向产业经营实体公司转型，加快实现由以项目建设为主导向以投资经营为目标的控股型集团转变，成为城市综合服务运营商，满足泸州市新型城镇化快速发展需要。

公司将以公用事业为基础，在发挥社会效益的同时，提高经济效益，采取相关行业投资和跨行业投资并举的投资发展模式，加大对其他产业的投资力度，支持相关产业发展，进一步扩大公用事业、金额服务、房地产、交通、环保、化工、能源等领域的业务规模，培育更多的利润增长点，形成多元化的投资产业体系。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年合并财务报表均由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。公司提供的合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围内新增一级子公司 3 家，分别为泸州市民卡科技有限公司、泸州市兴泸融资租赁有限公司和泸州市兴泸商业保理有限公司，全部为投资新设；减少一级子公司 3 家，其中政府收回泸州云龙机场空港发展有限责任公司和公司处置泸州机场（集团）有限责任公司部分股权，兴泸农业担保变更为公司的二级子公司。2019 年，公司合并范围内新增一级子公司 3 家，其中投资新设 2 家，分别为泸州市兴泸环境集团有限公司和泸州市毅诚实业有限公司，收到政府划拨股权并移交日常经营管理权限 1 家，为江投公司；减少一级子公司 1 家，系泸州市兴泸环保发展有限公司变更为公司二级子公司。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 24 家。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司较年初无变化。2018 年和 2019 年公司合并报表范围子公司数量变动较大，其中于 2019 年新增的江投公司（主营业务为棚户区改造）资产规模较大，对公司财务数据的可比性产生一定影响。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主。公司货币资金充裕，并且持有较大规模的优质股权，但公司应收类款项、存货及其他非流动资产中的待结算工程款规模较大，对资金形成较大占用。整体看公司资产质量较好。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长。截至 2019 年末，公司资产总额较年初增长 11.13%，

主要系流动资产增长所致，资产结构以非流动资产为主。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合 增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	210.08	29.36	216.07	27.05	291.68	32.86	17.83	293.70	32.63
货币资金	117.28	16.39	116.30	14.56	89.28	10.06	-12.75	89.05	9.89
其他应收款	35.05	4.90	32.19	4.03	33.67	3.79	-1.98	35.06	3.90
存货	17.57	2.46	20.14	2.52	122.33	13.78	163.87	120.33	13.37
非流动资产	505.54	70.64	582.77	72.95	596.05	67.14	8.58	606.26	67.37
可供出售金融资产	76.50	10.69	80.49	10.08	83.89	9.45	4.72	83.46	9.27
长期应收款	44.68	6.24	62.68	7.85	119.22	13.43	63.35	122.53	13.61
长期股权投资	223.34	31.21	259.36	32.47	210.94	23.76	-2.82	214.27	23.81
固定资产	42.00	5.87	48.07	6.02	54.02	6.09	13.41	54.29	6.03
在建工程	67.33	9.41	47.18	5.91	56.49	6.36	-8.40	60.31	6.70
其他非流动资产	2.36	0.33	37.36	4.68	40.02	4.51	311.48	40.09	4.45
资产总额	715.62	100.00	798.85	100.00	887.73	100.00	11.38	899.96	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产规模持续增长。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 34.99%，主要系存货大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降。截至 2019 年末，公司货币资金较年初下降 23.24%，主要系筹资活动现金净流出较多所致；公司货币资金中 75.38 亿元为银行存款，13.60 亿元使用权受限，受限比例 15.23%，主要为用于担保的定期存款或通知存款，公司货币资金受限比例较低。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 4.61%，主要为应收政府机构及关联方的往来款项（占 91.28%）。从账龄看¹，1 年以内的占 33.44%、1~2 年占 9.92%、2~3 年占 14.35%、5 年以上占 38.37%，账龄偏长。其他应收款累计计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例 0.49%，计提比例低。其他应收账款前五大欠款对象合计欠款占 75.45%，其中应收泸州市财政局和泸州市交通局的款项合计占 52.48%。公司其他应收款规模较大且账龄偏长，对公司资金形成一定占用。

表 13 截至 2019 年末公司前五名其他应收款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面金额	占比	款项性质
泸州市财政局	12.05	36.01	主要为财政暂借款
泸州市交通局	5.51	16.47	项目工程款
泸州兴阳投资集团有限公司	2.97	8.86	暂借款
泸州临港投资集团有限公司	2.70	8.07	暂借款
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	2.02	6.04	暂借款
合计	25.24	75.45	--

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司存货持续快速增长。截至 2019 年末，公司存货较年初增加 102.19 亿元，

¹ 其他应收款账龄和前五大欠款对象情况不包括应收利息及应收股利。

主要系江投公司纳入合并范围使得尚未开发的土地资产大幅增长及新增江南新区定向限价房、江南新区茜草片棚改房等资产所致。公司存货主要由开发成本（占 61.05%）和开发产品（占 33.63%）构成，其中开发成本主要由公司尚未开发的土地构成，开发产品为完工的限价商品房项目及江南新区茜草片棚改房项目。公司对存货累计计提跌价准备 0.31 万元。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模持续增长。截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 2.28%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程及其他非流动资产构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产较年初增长 4.23%，累计计提减值准备 0.10 亿元。其中，按公允价值计量的账面余额 5.62 亿元，为对上市公司泸州老窖、中国太平洋保险（集团）股份有限公司和泸州银行股份有限公司的投资；按成本计量的账面价值 26.25 亿元，主要为公司本部及二级子公司泸州市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）对酒类企业和铁路、高速公路、港口等交通基础设施建设企业的投资；此外，泸州浦发扶贫发展基金（以下简称“浦发基金”）通过上海国际信托有限公司的对外投资 52.13 亿元，因浦发基金由公司的子公司泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司（以下简称“兴泸基金”）作为 GP 负责整个基金的运作管理，故浦发基金全部计入兴泸基金名下，该基金主要用于购买信托计划投资泸州市叙永、古蔺和合江三县的扶贫项目。公司可供出售的金融资产中有 197.11 万股、公允价值为 1.71 亿元的泸州老窖股票系公司从二级市场购入，未与长期股权投资中股东投入的泸州老窖股票合并核算。

2017—2019 年，公司长期应收款持续快速增长。截至 2019 年末，公司长期应收款较年初大幅增长 90.22%，主要系泸州市棚户区改造项目（三期）、泸州市易地扶贫项目投资增加及江投公司纳入合并范围新增江南新区茜草片棚户区改造项目投资所致。长期应收账中的基础设施项目主要系公司不作为项目业主方，只是负责将融资资金转贷给相应的实施主体，公司将其投资计入长期应收款中核算所致。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动下降。截至 2018 年末，公司长期股权投资较年初增长 16.13%，主要系公司追加对泸州航发 8.89 亿元的股权投资所致；截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初下降 18.67%，主要系江投公司纳入合并范围由持股变为控股所致。公司长期股权投资全部为对联营企业的投资，主要为对泸州老窖（账面价值 118.02 亿元）、泸州临港投资集团有限公司（账面价值 49.31 亿元）、泸州城投（账面价值 13.64 亿元）和泸州航发（账面价值 22.91 亿元）的投资，以权益法核算，2017—2019 年确认的投资收益分别为 5.70 亿元、8.91 亿元和 12.25 亿元，主要为持有泸州老窖股票获得的投资收益，公司未对长期股权投资计提减值准备。截至 2019 年末，公司长期股权投资和可供出售金融资产中合计持有泸州老窖 3.66 亿股股票，合计质押 1.02 亿股，质押比例 27.87%，受限账面价值 33.07 亿元，主要用于“11 兴泸债”的质押。

2017—2019 年，公司固定资产持续增长。截至 2019 年末，公司固定资产较年初增长 12.38%，主要系房屋建筑物及专用设备由在建工程转入所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 40.85%）、专用设备（占 37.31%）和公路桥梁（占 17.38%）构成，累计计提折旧 18.55 亿元，计提减值准备 0.30 亿元，成新率为 74.32%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程波动下降。截至 2019 年末，公司在建工程较年初增长 19.73%，主要系泸州市城市停车场建设项目、水厂项目、供水管网及配套设施建设、污水处理厂项目等项目投入增加所致。

2017—2019 年，公司其他非流动资产持续快速增长。截至 2019 年末，公司其他非流动资产较年初增长 7.13%，主要由兴泸小贷中长期“贷款及垫款”3.24 亿元及待结算工程款 35.76 亿元构成。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 1.38%，较年初变化不大。其中，流动资产占 32.63%，非流动资产占 67.37%。公司资产结构仍以非流动资产为主，较年初变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 192.81 亿元，占总资产的比重为 21.42%，受限比例较高。

表 14 截至 2020 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	13.38	保证金
应收账款	0.68	为借款提供质押担保
存货	97.53	为借款提供抵押担保和未办妥土地权证
可供出售金融资产	8.02	为借款提供股权质押担保
长期股权投资	62.95	为借款提供股权质押担保和部分股权尚未完成工商变更手续
投资性房地产	2.95	为借款提供抵押及未办妥产权证书
固定资产	6.44	为借款提供抵押和未办妥产权证书
无形资产	0.52	为借款提供质押和未办妥产权证书
其他非流动资产	0.34	待征收投资性房地产
合计	192.81	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司债务规模波动增长，期限以长期为主，整体债务负担尚可。

2017—2019 年，公司负债规模波动增长。截至 2019 年末，公司负债较年初增长 20.05%，主要系非流动负债增长所致，负债结构以非流动负债为主。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	70.93	19.26	74.24	20.53	85.81	19.77	9.99	76.95	17.52
其他应付款	18.74	5.09	17.46	4.83	15.52	3.58	-8.99	14.84	3.38
一年内到期的非流动负债	26.70	7.25	26.97	7.46	35.92	8.27	15.99	28.58	6.50
非流动负债	297.35	80.74	287.38	79.47	348.31	80.23	8.23	362.38	82.48
长期借款	81.21	22.05	63.59	17.58	104.34	24.04	13.35	113.58	25.85
应付债券	65.30	17.73	83.10	22.98	98.55	22.70	22.85	103.55	23.57
长期应付款	143.83	39.06	131.65	36.41	133.86	30.83	-3.53	133.85	30.47
负债总额	368.28	100.00	361.62	100.00	434.12	100.00	8.57	439.33	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债持续增长。截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 15.60%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019 年，公司其他应付款持续下降。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初下降 11.07%，

主要系与政府机构的重大款项下降所致。公司其他应付款由与政府机构的重大款项（占 29.16%）、担保准备金（占 8.35%）、代收代付款（占 13.92%）和其他（占 48.57%）构成。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 33.15%，由一年内到期的长期借款 30.34 亿元、一年内到期的应付债券 4.00 亿元和一年内到期的长期应付款 1.58 亿元构成。

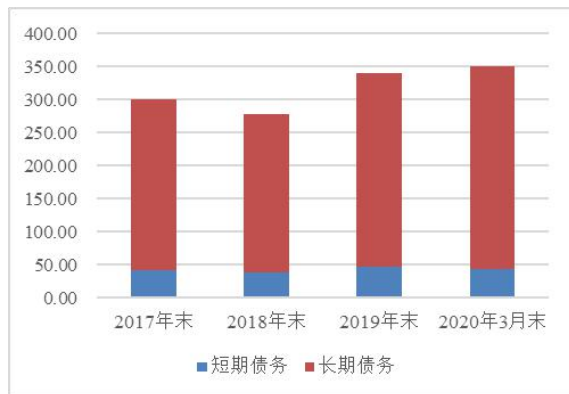
2017—2019 年，公司非流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 21.20%，主要系长期借款及应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长。截至 2019 年末，公司长期借款较年初增长 64.10%，主要系江投公司纳入合并范围所致。包含一年内到期的长期借款在内，公司长期借款中信用借款占 4.23%、抵质押借款占 76.74%、保证借款占 19.03%。

2017—2019 年，公司应付债券持续增长。截至 2019 年末，公司应付债券较年初增长 18.59%，主要系发行 6.50 亿元的“19 兴泸 PPN001”、6.00 亿元的“19 泸交 01”、5.00 亿元的“19 泸水 01”和 2.00 亿元的“19 泸水 02”所致。

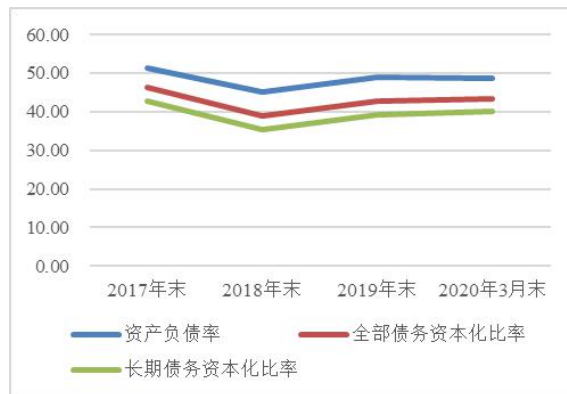
2017—2019 年，公司长期应付款波动下降。截至 2018 年末，公司长期应付款较年初下降 8.47%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致；截至 2019 年末，公司长期应付款较年初增长 1.68%。其中含专项应付款 28.43 亿元。长期应付款中 62.69 亿元为公司及交投集团与其他金融机构合作设立的基金，18.17 亿元为泸州市中心城区危旧房和棚户区改造项目资金，专项应付款主要为政府为公司承接的基础设施建设项目所拨付的资金。本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

图 1 公司长短期债务趋势（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

图 2 公司负债及债务水平（单位：%）



资料来源：公司提供，联合评级整理

2017—2019 年，公司债务规模波动增长，全部债务分别为 300.57 亿元、278.10 亿元和 339.68 亿元。公司短期债务占比较为稳定，截至 2019 年末，短期债务占 13.79%，债务结构较为合理。2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，截至 2019 年末分别为 48.90%、42.82%和 39.23%，较年初分别上升 3.64 个百分点、3.94 个百分点和 3.76 个百分点。截至 2019 年末，公司发行的永续债总额 29.91 亿元，若将永续债券认定为普通债券，上述指标分别为 52.27%、46.59%和 43.24%，较调整前分别上升 3.37 个百分点、3.77 个百分点和 4.01 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债规模较年初增长 1.20%，债务结构仍以非流动负债为主，非流动负债占比较年初进一步上升。公司应付债券较年初增长 5.08%，主要系发行 5.00 亿元的“20 兴泸

PPN001”所致。截至2020年3月末，公司全部债务为351.05亿元，较年初增长3.35%，短期债务占比进一步下降，债务结构持续优化。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初变化不大。截至2020年3月末，公司发行的永续债总额29.91亿元，若将永续债券认定为普通债券，上述指标分别为52.14%、46.93%和43.96%。公司有息债务将于2020年、2021年和2022年到期的规模分别约为46亿元、53亿元和54亿元，有息债务期限分布较为均衡。

(2) 所有者权益

公司所有者权益稳定增长，归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性较强。

2017—2019年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长14.28%。截至2019年末，公司所有者权益453.60亿元，较年初增长3.75%。归属于母公司所有者权益383.10亿元（占84.46%），主要由实收资本（占12.88%）、其他权益工具（占7.81%）、资本公积（占65.68%）和未分配利润（占8.59%）构成。

2017—2019年，公司其他权益工具持续增长，年均复合增长73.30%。截至2018年末，公司其他权益工具29.91亿元，较年初大幅增长200.31%，主要系发行两期合计20.00亿元的永续中票所致；截至2019年末，公司其他权益工具29.91亿元，较年初变化不大，由10.00亿元的“17兴泸MTN001”、10.00亿元的“18兴泸MTN001”和10.00亿元的“18兴泸MTN002”构成。

2017—2019年，公司资本公积持续增长，年均复合增长8.21%。截至2018年末，公司资本公积247.30亿元，较年初增长15.08%，主要系收到政府专项资金和划拨的资产以及长期股权投资权益法核算下被投资单位其他权益变动、子公司股权结构变动及资本公积变动等因素影响所致；截至2019年末，公司资本公积251.62亿元，较年初增长1.75%。

2017—2019年，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长50.53%。截至2018年末，公司少数股东权益66.22亿元，较年初增长112.82%，主要系控股子公司的其他股东注资所致；截至2019年末，公司少数股东权益70.50亿元，较年初增长6.48%。

截至2020年3月末，公司所有者权益为460.64亿元，较年初增长1.55%。归属于母公司所有者权益389.52亿元（占84.56%），主要由实收资本（占12.67%）、其他权益工具（占7.68%）、资本公积（占65.59%）和未分配利润（占9.19%）构成，结构较年初变化不大，公司所有者权益稳定性较强。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入持续增长，参股的企业经营情况较好，为公司带来较好的投资收益。但公司费用控制能力有待提升，利润实现对其他收益和投资收益依赖程度高。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，营业成本呈同趋势变动，但增幅略大于营业收入增幅。同期，公司利润总额持续增长。

表16 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	年均复合增长率	2020年1—3月
营业收入	28.85	40.38	53.78	36.53	12.61
营业成本	22.06	31.79	43.90	41.07	9.87
费用总额	11.46	14.22	14.17	11.22	3.21
其中：管理费用	3.99	4.26	4.30	3.79	0.91
财务费用	6.28	8.67	8.21	14.34	1.89

其他收益	5.99	8.11	9.73	27.43	0.23
投资收益	12.21	14.95	17.02	18.07	3.75
利润总额	12.97	16.82	21.32	28.22	3.68
营业利润率	21.97	19.84	17.28	--	20.95
总资本收益率	3.93	3.83	3.96	--	--
净资产收益率	3.80	4.01	4.55	--	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用波动增长，以管理费用和财务费用为主。2019 年，公司期间费用总额较上年变化不大，其中财务费用较上年下降 5.26%，主要系利息支出下降所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 39.72%、35.23%和 26.36%，持续下降，费用控制能力有所改善但仍较弱。

2017—2019 年，公司其他收益分别占当期营业利润的 46.51%、48.33%和 45.43%，主要是项目补助、限价房补助和公交业务补助等。同期，公司投资收益分别占当期营业利润的 94.75%、89.14%和 79.45%，均主要来自持有泸州老窖股票获得的投资收益。公司利润实现对其他收益和投资收益依赖程度高。

从盈利能力指标看，2017—2019 年，公司营业利润率持续下降。同期，公司总资本收益率波动增长，净资产收益率持续增长。

2020 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期下降 1.99%，净利润较上年同期增长 8.17%。

5. 现金流

公司经营活动的收入实现质量较好，但受经营性业务回款规模下降、购买土地及往来款流出规模有所增长影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，投资活动现金流呈持续净流出状态。由于对外投资规模较大，公司面临一定融资压力。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	28.42	41.53	50.67	33.53	9.94
收到其他与经营活动有关的现金	19.16	25.28	30.33	25.80	8.41
购买商品、接受劳务支付的现金	19.34	31.67	49.92	60.68	10.17
支付其他与经营活动有关的现金	12.74	15.92	21.70	30.52	9.41
收回投资收到的现金	6.85	20.43	25.67	93.63	1.05
取得投资收益收到的现金	8.60	10.56	10.44	10.16	0.90
收到其他与投资活动有关的现金	27.44	31.64	25.62	-3.37	6.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15.56	11.44	14.53	-3.38	4.74
投资支付的现金	83.09	20.09	15.52	-56.79	1.84
支付其他与投资活动有关的现金	20.83	36.18	33.00	25.85	8.27
吸收投资收到的现金	32.51	27.70	11.51	-40.51	3.91
经营活动产生的现金流量净额	6.20	8.88	-1.89	--	-3.56
投资活动产生的现金流量净额	-75.66	-5.83	-3.00	-80.10	-6.87
筹资活动产生的现金流量净额	84.39	-7.35	-25.95	--	10.30
现金收入比	98.51	102.86	94.23	--	78.84

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为 48.45 亿元、67.86 亿元和 82.65 亿元，主要来自于经营业务现金流入、补助收入及往来款流入。同期，公司经营活动现金流出量持续增长，分别为 42.25 亿元、58.97 亿元和 84.53 亿元，主要为经营业务现金流出及往来款流出。2019 年，受经营性业务回款规模下降、购买土地及往来款流出规模有所增长影响，公司经营活动现金流量净额由净流入转为小幅净流出。从收入实现质量看，2017—2019 年，公司现金收入比虽波动下降但收入实现质量仍较好。

2017—2019 年，公司投资活动现金流入量波动增长，分别为 43.86 亿元、62.72 亿元和 61.80 亿元，主要为收到政府支付的项目专项资金、收回项目资金、赎回理财本金及收益、收回债权投资资金、持有泸州老窖获得的投资收益收到的现金等。同期，公司投资活动现金流出额持续下降，分别为 119.52 亿元、68.55 亿元和 64.80 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金、项目投资支付的现金、购买理财产品及债权投资支付的资金等。其中 2017 年投资支付的现金规模较大主要系持有至到期投资支付现金增长及对泸州城投、泸州航发等追加投资所致。2017—2019 年，公司投资性现金流持续为净流出，但净流出规模持续下降。

2017—2019 年，随着筹资活动现金流入量的持续下降，自 2018 年起，公司筹资活动由净流入转为净流出。2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 167.05 亿元、69.78 亿元和 54.81 亿元，主要为子公司吸收少数股东投资、银行借款和发行债券形成的现金流入，筹资活动现金流出为公司偿还债务及利息、分配股利、利润、归还拆借款等形成的现金流出。

2020 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金净流量仍均为净流出，筹资活动现金净流量转为净流入。

6. 偿债能力

从偿债能力指标看，公司短期偿债能力很强，长期偿债能力一般，考虑到公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，持有较优质的股权资产，且可获取有力的外部支持，公司偿债能力很强。

表 18 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	2.96	2.91	3.40	3.82
速动比率	2.71	2.64	1.97	2.25
现金短期债务比	2.83	3.08	1.91	2.07
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	1.99	1.71	2.27	--
EBITDA 全部债务比	0.09	0.11	0.10	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率波动增长，速动比率持续下降，现金短期债务比波动下降。截至 2020 年 3 月末，上述指标均有所上升。公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，受益于利润总额持续增长，公司 EBITDA 持续增长，分别为 26.79 亿元、30.59 亿元和 34.94 亿元。2019 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 27.51%）、利润总额（占 61.03%）和折旧（占 10.42%）构成。公司 EBITDA 对利息的保障程度较高，对全部债务的保障程度较低，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额合计 120.91 亿元，担保比率为 26.25%。其中，担保业务形成的对外担保 60.17 亿元，其他担保 60.74 亿元。公司担保业务在保企业主要为酒类、机械、商贸等地方支柱产业的中小企业以及农业种植、养殖业等中小企业。公司大额对外担保业务采取的反担保措施主要是客户提供不动产抵押、动产抵押及质押、信用反担保，区县国资公司或担保公司提供信用反担保。截至 2019 年末，公司担保业务累计担保代偿率为 2.64%，担保代偿率处于较高水平；被担保企业（不含担保业务）如表 19 所示，均为国企，生产经营正常，主要从事基础设施建设业务，行业及区域集中度较高。公司对外担保规模较大，担保业务代偿率较高，存在一定或有负债风险。

表 19 截至 2020 年 3 月末公司对外担保（不含担保业务）情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
川铁（泸州）铁路有限责任公司	0.56	2028-03-20
川铁（泸州）铁路有限责任公司	0.66	2026-12-18
四川叙大铁路有限责任公司	2.53	2030-12-20
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	1.80	2024-08-01
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	0.20	2024-07-31
泸州两江新城建设投资有限公司	13.52	2020-11-13
泸州临港投资集团有限公司	1.20	2028-01-01
泸州市高新投资集团有限公司	13.12	2032-09-09
泸州市高新投资集团有限公司	9.33	2025-05-24
四川天毛科技有限公司	2.00	2021-11-20
江苏天华富邦科技有限公司	2.00	2021-11-20
四川泸渝高速公路开发有限责任公司	2.44	2040-08-31
四川泸渝高速公路开发有限责任公司	0.25	2040-08-31
四川泸州港务有限责任公司	0.77	2028-10-25
四川泸州港务有限责任公司	0.43	2035-04-18
川南城际铁路有限责任公司	4.44	2049-10-30
泸州临港投资集团有限公司	1.99	2020-12-29
泸州临港投资集团有限公司	3.00	2021-12-12
泸州临港投资集团有限公司	0.50	2021-06-25
合计	60.74	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月末，公司合并口径共获银行授信额度 278.08 亿元，尚未使用额度为 124.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：5110010000145343），截至 2020 年 5 月 20 日，公司本部存在 2 笔关注类担保，余额合计 4.64 亿元，逾期总额 1.84 亿元，均为公司对四川纳叙铁路有限责任公司（以下简称“纳叙铁路公司”）提供的担保。根据中国建设银行股份有限公司泸州分行出具的说明，由于纳叙铁路公司的纳溪至叙永铁路段煤炭运量提升较慢，运费收入不理想使得其财务数据连年亏损，外部审计机构将纳叙铁路公司的级次调为关注；根据说明，纳叙铁路公司虽财务数据出现暂时性亏损，但能按时偿还银行利息；公司未接到相关代偿要求。

7. 母公司财务概况

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。公司资产和债务分布于母公司和

各子公司，母公司所有者权益稳定性较强、债务负担较轻。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由各子公司运营，其中母公司营业收入占合并营业收入的 0.41%。公司对子公司主要履行出资人职责、享有出资人权利和对子公司经营业绩进行考核，管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 481.58 亿元，较年初变化不大。其中，非流动资产占 87.35%，资产结构以非流动资产为主。从构成看，母公司流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资及其他非流动资产构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 7.54 亿元，占合并报表货币资金的比重为 8.45%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 360.20 亿元，较年初增长 2.18%。主要由实收资本（占 13.70%）、其他权益工具（占 8.30%）、资本公积（占 67.55%）和未分配利润（占 5.21%）构成，所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年末，母公司负债总额 121.38 亿元，较年初变化不大。其中，流动负债占 29.26%，非流动负债占 70.74%。从构成看，母公司流动负债主要由其他应付款及一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至 2019 年末，母公司全部债务²75.11 亿元。其中，短期债务 13.99 亿元（占 18.63%），长期债务 61.12 亿元（占 81.37%），以长期债务为主。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 25.21%，较年初下降 0.56 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 0.22 亿元，净利润为 15.16 亿元（其他收益 4.54 亿元，投资收益 14.87 亿元），总资本收益率和净资产收益率分别为 4.62%和 4.25%。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 488.13 亿元，所有者权益 366.84 亿元，短期债务 14.49 亿元，全部债务 84.11 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 509.18 万元，净利润 3.09 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司长期债务、全部债务分别为 308.04 亿元和 351.05 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 6.50 亿元（含），假设发行规模为 6.50 亿元，相对于公司债务规模，本期债券发债额度对公司债务影响较小。

以 2020 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 6.50 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 48.82%、43.25%和 40.07%上升至 49.18%、43.70%和 40.58%，债务负担有所加重。但考虑到公司部分募集资金用于偿还有息债务，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 34.94 亿元，为本期债券发行额度（6.50 亿元）的 5.38 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；公司经营活动产生的现金流入 82.65 亿元，为本期债券发行额度的 12.72 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，能获取有力的外部支持，外部经济环境良好，在泸州市城市发展中占据重要地位，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

² 母公司全部债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

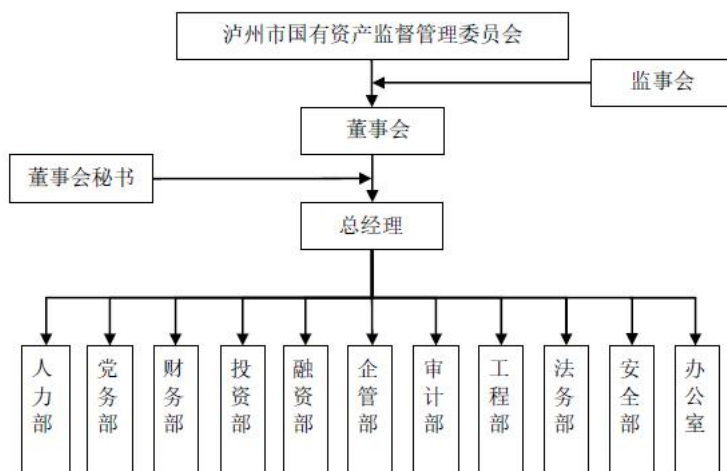
九、综合评价

公司作为泸州市最重要的城市基础设施建设及国有资产管理运营主体，在泸州市城市发展中占据重要地位，外部发展环境良好，可获得有力的外部支持。此外公司参股的泸州老窖经营情况较好，可为公司贡献稳定的投资收益。同时，联合评级也关注到公司面临一定资金支出压力、经营活动净现金流有所波动及存在一定或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着泸州市经济的不断发展，公司将进一步加大在建及拟建项目的投资力度，营业收入有望保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 泸州市兴泸投资集团有限公司
组织架构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 泸州市兴泸投资集团有限公司

合并范围一级子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

序号	公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例(%)	表决权比例(%)
1	泸州市基础建设投资有限公司	投资	387,378.61	87.38	100.00
2	泸州兴泸居泰房地产有限公司	房地产	5,454.85	100.00	100.00
3	泸州兴泸物业管理有限公司	物业	500.00	100.00	100.00
4	泸州市兴泸融资担保集团有限公司	担保	122,240.38	37.26	37.26
5	泸州市城南建设投资有限公司	投资	85,000.00	58.82	100.00
6	泸州市兴泸资产管理有限公司	商业	3,150.00	100.00	100.00
7	泸州华润兴泸燃气有限公司	公用	11,793.95	42.11	42.11
8	泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司	公用	85,971.00	66.81	66.81
9	泸州市兴泸环境集团有限公司	环保	30,000.00	100.00	100.00
10	泸州市江阳区兴泸小额贷款股份有限公司	金融	80,000.00	69.26	69.26
11	泸州市兴泸沱江两岸综合开发有限公司	公用	3,000.00	100.00	100.00
12	泸州市农村开发投资建设有限公司	投资	8,000.00	80.00	80.00
13	泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司	基金	10,000.00	99.00	99.00
14	泸州市乐养旅游开发有限公司	旅游开发	30,000.00	90.00	90.00
15	泸州市南寿山实业发展有限责任公司	公用	5,000.00	100.00	100.00
16	泸州市兴泸远大建筑科技有限公司	建筑	11,480.00	55.00	55.00
17	泸州市叙兴建筑工业有限公司	工程	8,410.00	70.00	70.00
18	泸州市兴泸融资租赁有限公司	金融	17,000.00	100.00	100.00
19	泸州市兴泸商业保理有限公司	保理	5,000.00	100.00	100.00
20	泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业（有限合伙）	投资	1,500,000.00	70.05	70.05
21	泸州市兴泸城市发展投资基金合伙企业（有限合伙）	投资	125,700.00	100.00	100.00
22	泸州市民卡科技有限公司	信息技术	17,000.00	60.59	60.59
23	泸州市江南新区建设投资有限责任公司	投资	239,317.08	84.87	100.00
24	泸州市毅诚实业有限公司	房屋建筑	10,000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 泸州市兴泸投资集团有限公司

主要计算指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	715.62	798.85	887.73	899.96
所有者权益（亿元）	347.34	437.23	453.60	460.64
短期债务（亿元）	41.43	37.74	46.83	43.02
长期债务（亿元）	259.14	240.36	292.85	308.04
全部债务（亿元）	300.57	278.10	339.68	351.05
营业收入（亿元）	28.85	40.38	53.78	12.61
净利润（亿元）	12.16	15.72	20.28	3.41
EBITDA（亿元）	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	6.20	8.88	-1.89	-3.56
应收账款周转次数（次）	4.32	4.07	3.73	--
存货周转次数（次）	1.25	1.69	0.62	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.06	--
现金收入比率（%）	98.51	102.86	94.23	78.84
总资本收益率（%）	3.94	3.83	3.96	--
总资产报酬率（%）	3.70	3.60	3.67	--
净资产收益率（%）	3.80	4.01	4.55	--
营业利润率（%）	21.97	19.84	17.28	20.95
费用收入比（%）	39.72	35.23	26.36	25.43
资产负债率（%）	51.46	45.27	48.90	48.82
全部债务资本化比率（%）	46.39	38.88	42.82	43.25
长期债务资本化比率（%）	42.73	35.47	39.23	40.07
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.71	2.27	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11	0.10	--
流动比率（倍）	2.96	2.91	3.40	3.82
速动比率（倍）	2.71	2.64	1.97	2.25
现金短期债务比（倍）	2.83	3.08	1.91	2.07
经营现金流动负债比率（%）	8.75	11.96	-2.20	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.12	4.71	5.38	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；4. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 2-2 泸州市兴泸投资集团有限公司

主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	455.24	474.82	481.58	488.13
所有者权益（亿元）	303.09	352.50	360.20	366.84
短期债务（亿元）	34.83	18.55	13.99	14.49
长期债务（亿元）	73.35	67.81	61.12	69.62
全部债务（亿元）	108.18	86.35	75.11	84.11
营业收入（亿元）	0.10	0.09	0.22	0.05
净利润（亿元）	6.58	12.05	15.16	3.09
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.10	3.88	-1.45	-0.31
应收账款周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.0002	0.0002	0.0005	--
现金收入比率（%）	72.01	108.62	104.71	90.38
总资本收益率（%）	3.41	4.08	4.62	--
总资产报酬率（%）	3.16	3.73	4.22	--
净资产收益率（%）	2.31	3.67	4.25	--
营业利润率（%）	-29.28	-66.30	31.65	26.78
费用收入比（%）	2,561.57	4,924.87	1,950.90	1,442.57
资产负债率（%）	33.42	25.76	25.21	24.85
全部债务资本化比率（%）	26.30	19.68	17.25	18.65
长期债务资本化比率（%）	19.49	16.13	14.51	15.95
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	1.36	2.10	1.71	2.56
速动比率（倍）	1.36	2.10	1.43	2.18
现金短期债务比（倍）	0.44	0.71	0.54	1.02
经营现金流动负债比率（%）	1.88	11.67	-4.09	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；3. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；因母公司财务报表未披露应收账款坏账准备及存货跌价准备，应收账款周转次数及存货周转次数无法计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 泸州市兴泸投资集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年泸州市兴泸投资集团有限公司年报公告后的两个月内，且 not 晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

联合评级将密切关注泸州市兴泸投资集团有限公司的相关状况，如发现泸州市兴泸投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如泸州市兴泸投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至泸州市兴泸投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送泸州市兴泸投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年五月二十九日