

信用评级公告

联合〔2021〕2002号

联合资信评估股份有限公司通过对泸州市兴泸投资集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的 2021 年公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，泸州市兴泸投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年四月九日

泸州市兴泸投资集团有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 6.50 亿元（含）

本期债券期限：分为两个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期

偿还方式：按年计息，到期一次还本

募集资金用途：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

评级时间：2021 年 4 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示 评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营 风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务 风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“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，近年来持续得到泸州市政府的有力支持。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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司面临一定的资金支出压力、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可能对其信用水平带来的不利影响。

本期债券对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

随着泸州市城市化建设的不断推进以及公司公用事业板块的发展，公司的经营规模有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司外部发展环境良好。近年来，泸州市经济及财政实力稳步增长。2020 年，泸州市实现地区生产总值 2157.22 亿元，同比增长 4.2%；完成一般公共预算收入 170.10 亿元，自然增长 6.5%，考虑减税降费因素后同口径增长 12.9%。
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. 公司获得了有力的外部支持。近年来，公司持续获得泸州市政府在股权和资产划拨、资金注入、政府补助及税收优惠等方面的有力支持。
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。

分析师：

李 坤（登记编号：R0150220120020）

韩晓昱（登记编号：R0150221010018）

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. **公司面临一定的资金支出压力。**公司在建的基础设施和自建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。
2. **经营活动净现金流有所波动。**受经营项目支出及往来款流出规模增长影响，公司 2019 年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，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	117.28	116.34	89.32	97.05
资产总额（亿元）	715.62	798.85	887.73	919.30
所有者权益（亿元）	347.34	437.23	453.60	475.12
短期债务（亿元）	41.43	37.74	46.83	33.28
长期债务（亿元）	259.14	240.36	292.85	318.25
全部债务（亿元）	300.57	278.10	339.68	351.53
营业收入（亿元）	28.85	40.38	53.78	39.88
利润总额（亿元）	12.97	16.82	21.32	14.34
EBITDA（亿元）	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	6.20	8.88	-1.89	5.99
营业利润率（%）	21.97	19.84	17.28	24.41
净资产收益率（%）	3.50	3.60	4.47	--
资产负债率（%）	51.46	45.27	48.90	48.32
全部债务资本化比率（%）	46.39	38.88	42.82	42.52
流动比率（%）	296.19	291.06	339.90	412.52
经营现金流流动负债比（%）	8.75	11.96	-2.20	--
现金短期债务比（倍）	2.83	3.08	1.91	2.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.71	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.22	9.09	9.72	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	455.24	474.82	481.58	488.98
所有者权益（亿元）	303.09	352.50	360.20	369.14
全部债务（亿元）	108.18	86.35	75.11	85.76
营业收入（亿元）	0.10	0.09	0.22	0.14
利润总额（亿元）	6.65	12.05	15.16	9.49
资产负债率（%）	33.42	25.76	25.21	24.51
全部债务资本化比率（%）	26.30	19.68	17.25	18.85
流动比率（%）	136.20	209.63	171.49	340.80
经营现金流流动负债比（%）	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. 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数；3. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；4. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2021/01/05	张蔚 黄静轩	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/05/20	竺文彬 李小建	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
AA	稳定	2012/10/24	刘献荣 张丽	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2009/08/07	丁继平 张华	《资信评级原理》企业主体评级方法 (2009)	阅读全文
A ⁺	稳定	2007/12/03	丁继平	债券资信评级方法 (2003)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

五、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。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

分析师：

李坤



联合资信评估股份有限公司

泸州市兴泸投资集团有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

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 年底，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% 的股权。根据《财政厅 人力资源社会保障厅 省国资委关于划转市县国有企业部分国有资本充实社保基金（第二批）的通知》（川财资〔2020〕114 号）及《关于划转部分国有资本充实社保基金（第二批）的通知》（泸市财建二科〔2020〕139 号），泸州市国资委将公司 10% 股权无偿划转给四川省财政厅，由四川省财政厅代社保基金持有，上述股权划转于 2021 年 1 月 4 日完成工商变更，同时公司性质由有限责任公司（国有独资）改制为有限责任公司（国有控股）。截至报告出具日，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 90% 的股权，四川省财政厅代社保基金持有公司 10% 的股权，公司实际控制人为泸州市国资委。

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。

截至 2020 年 9 月底，公司本部内设财务部、投资部、融资部、审计部、工程部、法务部和办公室等职能部门；拥有纳入合并范围的一级子公司共 24 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 887.73 亿元，所有者权益 453.60 亿元（含少数股东权益

70.50 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 53.78 亿元，利润总额 21.32 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 919.30 亿元，所有者权益 475.12 亿元（含少数股东权益 74.38 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 39.88 亿元，利润总额 14.34 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：代志伟。

二、本期债券概况

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。其中，首期债券“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）（品种一）”已于 2020 年 9 月 7 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称为“20 兴泸 01”，债券代码为“175081.SH”，发行规模为 6.50 亿元，期限为 5（3+2）年；第二期债券“泸州市兴泸投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”已于 2021 年 1 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称为“21 兴泸 01”，债券代码为“175635.SH”，发行规模为 7.00 亿元，期限为 5（3+2）年。

本期债券名称为“泸州市兴泸投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”，发行规模为不超过 6.50 亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年期。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，协商一致后决定是否行使品

种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对应增加相同金额的另一品种的发行规模，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券采用单利按年计息，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、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，

同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要

支撑。外贸方面,2020年货物进出口总额32.16万亿元,同比增长1.90%,外贸规模创历史新高。其中,出口额17.93万亿元,同比增长4.00%;进口额14.22万亿元,同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元,较上年(2.91万亿元)大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元,分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%,东盟成为我国最大贸易伙伴,对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升,服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%,在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%,较上年(-3.30%)转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善,其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长16.90%),主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%,较上年同期增幅(9.40%)明显回落,服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%,其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大,对GDP累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降16.20个百分点,主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落,生产者价格指数同比降幅扩大。2020年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨2.50%,涨幅较上年(2.90%)有所回落,其中食品价格上涨10.60%,涨幅比上年回升1.40个百分点;非食品价格上涨0.40%,涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI(不包括食品和能源)温和上涨0.80%,涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.80%,工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.30%,降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显

著扩大。

社会融资规模增量逐季下降,M2增速显著上升。截至2020年底,社会融资规模存量284.83万亿元,同比增长13.30%,增速较上年末(10.69%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,2020年新增社会融资规模34.86万亿元,比上年多增9.29万亿元。分季看,各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至2020年底,M2余额218.68万亿元,同比增长10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期M1余额62.56万亿元,同比增长8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年,全国一般公共预算收入18.29万亿元,同比下降3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元,同比下降2.30%;非税收入2.86万亿元,同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元,同比增长2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元,同比增长10.90%;卫生健康支出1.92万亿元,同比增长15.20%;债务付息0.98万亿元,同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元,上年缺口为4.85万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元,同比增长10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出11.80万亿元,同比增长28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。2020年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,

中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。

在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大大因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（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、加强区域交流与合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，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、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年末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2 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/会议名称	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	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：联合资信整理

（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，未来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。2021 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. 区域环境分析

近年来，泸州市经济稳步发展，财政实力持续增强，公司发展的外部环境良好。

泸州市是长江上游重要的区域性综合交通枢纽，为四川第三大航空港，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。2019 年底，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%。

根据《泸州市国民经济和社会发展统计公报》及政府公布的统计月报，2018—2020 年，泸州市地区生产总值不断增长，分别为 1895.55 亿元、2081.26 亿元和 2157.22 亿元，按可比价格计算，2020 年较上年增长 4.2%。2020 年，泸州市第一产业增加值 256.5 亿元，同比增长 5.6%；第二产业增加值 1038.1 亿元，同比增长 3.3%；第三产业增加值 862.7 亿元，同比增长 5.2%。三次产业结构由 2019 年的 10.4:49.1:40.5 调整为 11.9:48.1:40.0。2020 年，泸州市规模以上工业增加值比上年增长 5.0%，比全省平均水平高 0.5 个百分点。

从主要行业看，2020 年，泸州市五大现代产业增加值比上年增长 5.8%，拉动全市工业增长 4.7 个百分点。其中，电子信息产业比上年增长 15.5%，装备制造产业增长 4.2%，食品饮料产业增长 4.8%，先进材料产业增长 6.0%，能源化工产业增长 8.5%，工业产业转型升级加快推

进。

2018—2020 年，泸州市固定资产投资保持增长。2020 年，泸州市全社会固定资产投资较上年增长 10.8%，从投资结构看，基础设施投资比上年增长 26.8%，产业投资增长 15.7%，房地产开发投资增长 11.7%，其他投资增长 7.1%。

近年来，泸州市财政实力快速提升。根据泸州市财政局公布的财政决算和财政预算执行情况的报告，2018—2020 年，泸州市一般公共预算收入持续增长，分别为 150.09 亿元、159.64 亿元和 170.10 亿元，2020 年自然增长 6.5%，考虑减税降费因素后同口径增长 12.9%。其中，税收收入占比分别为 66.99%、64.79%和 63.79%，一般公共预算收入的质量尚可。地方一般公共预算支出分别为 412.15 亿元、443.09 亿元和 450.10 亿元，财政自给率分别为 36.42%、36.03%和 37.79%，财政自给程度一般。2018—2020 年，泸州市政府性基金收入呈下降趋势，分别为 286.82 亿元、209.58 亿元和 195.00 亿元。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至报告出具日，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 90% 的股权，四川省财政厅代社保基金持有公司 10% 的股权。公司的实际控制人为泸州市国资委。

2. 企业规模和竞争力

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还有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，泸州城投负责泸州市城市基础设施投融资建设，公司持有其 25.50% 的股权；泸州工投主要从事泸州市工业等产业的投资。

表 3 泸州市主要的国有资本投资运营公司情况
(单位: 亿元、%)

项目	资产总额	所有者权益	资产负债率
公司	887.73	453.60	48.90
泸州市城市建设投资集团有限公司	172.93	55.76	67.76
泸州市工业投资集团有限公司	366.46	119.21	67.47

注：财务数据时间节点为 2019 年底
资料来源：公司提供和公开资料

3. 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。

截至报告出具日，公司高级管理人员共 6 人。

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，中共泸州市纳溪区常委、常务副区长，中共泸州市纳溪区委副书记等职，公司总经理；现任公司党委书记、董事长。

李亮先生，1971 年出生，研究生学历，中共党员；历任泸州市政府办公室秘书一科科长，中共泸县嘉明镇党委书记、人大主席，中共泸县县委常委、县委办主任、纪委书记、副县长，泸州市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）党委书记、董事长等职；现任公司党委副书记、总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司合并口径拥有在职员工 2824 人。文化素质方面，本科及以上学历员工占 37.78%、大专及以下学历员工占 62.22%；年龄构成方面，30 岁及以下员工占

24.33%、30~50 岁员工占 61.47%、51 岁及以上员工占 14.20%。

4. 外部支持

近年来，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其所持的泸州老窖 5000 万股和 3400 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”。

2020 年 1—9 月，公司子公司交投集团收到川南城际铁路项目资本金 6.04 亿元，计入“资本公积”。

(3) 政府补助

2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，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合计分别为 10.09 亿元、8.15 亿元、9.74 亿元和 4.05 亿元，计入当年的“营业外收入”“其他收益”科目，或冲减相关成本费用。

(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%。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(中征码:5110010000145343),截至 2021 年 2 月 20 日,公司本部存在 2 笔关注类担保,余额合计 4.29 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;根据上述说明,纳叙铁路公司虽出现暂时性亏损,但能按时偿还银行利息;公司未接到相关代偿要求。

六、管理分析

公司建立了较为完善的法人治理结构,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。

1. 法人治理结构

公司根据《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。

公司设股东会,股东会由公司全体股东组

成,为公司的最高权力机构,负责决定公司的经营方针和投资计划等事项。

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。

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。

截至报告出具日,公司董事、监事全部到位。

2. 管理水平

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。

七、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；2017—2019 年，

公司主营业务收入规模不断增长，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。公司公交运输收入保持稳定增长。贸易收入持续大幅增长，主要系贸易规模持续扩大所致。

表 4 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			2020 年 1—9 月		
	金额	占比	毛利率	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	3.79	9.69	38.54
自来水销售	2.11	7.67	22.47	2.49	6.44	26.36	3.26	6.49	27.87	2.42	6.19	28.46
安装工程	4.32	15.71	68.15	5.54	14.34	60.16	6.04	12.03	67.42	4.71	12.06	69.08
污水处理	2.00	7.28	47.93	2.55	6.58	42.16	3.29	6.55	33.88	2.85	7.29	36.08
房地产销售	3.19	11.61	-58.35	2.99	7.73	-25.34	4.17	8.31	-41.47	1.68	4.30	30.68
公交运输	3.05	11.11	1.22	3.18	8.23	-8.50	3.21	6.40	-19.95	1.79	4.58	-30.00
贸易	3.75	13.64	0.01	11.14	28.83	1.38	16.76	33.38	2.07	11.10	28.39	2.09
其他	5.32	19.38	46.35	6.49	16.79	37.78	8.41	16.73	32.94	10.74	27.49	29.85
合计	27.48	100.00	23.08	38.66	100.00	20.60	50.22	100.00	16.87	39.08	100.00	25.20

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：审计报告和公司提供，联合资信整理

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 年较上年减少 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 年较上年减少 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，但对应收收入缺口部分，政府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 年毛利率较上年减少 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—9 月，公司实现主营业务收入 39.08 亿元，相当于 2019 年全年的 77.82%。2020 年 1—9 月，公司主营业务综合毛利率为 25.20%，较 2019 年上升 8.33 个百分点；其中房地产销售业务毛利率为 30.68%，较 2019 年大幅上升，主要系公司将沙茜片区定向限价房项目剩余房产按市场价对外销售所致。

2. 基础设施建设业务

(1) 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务不确认收入，完工项目回款情况一般；公司在建的基础设施项目资金需求较大，存在一定的资金支出压力。

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 2020 年 9 月底，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 161.51 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 2020 年 9 月底收到回款 26.21 亿元，为平衡项目支出，江投公司计划将安置完剩余的住宅和车位面向市场销售。

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建的基础设施项目总投资 100.83 亿元，已投资 64.89 亿元，尚需投资 35.94 亿元，公司基础设施项目存在一定资金支出压力。

表 5 截至 2020 年 9 月底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	37.91	否
泸州市棚户区改造项目（三期）	48.89	23.25	否
泸州市棚户区改造项目（四期）	13.11	3.73	否
合计	100.83	64.89	--

资料来源：公司提供

此外，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。

(2) 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 年和 2020 年 1—9 月民用气占比均超过 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 2020 年 9 月底，公司拥有城市中高压天然气输气干管 1580.93 公里，输配气站 4 座，高压储配站 2 座，CNG（压缩天然气）汽车加气站 2 座（其中日供气量 12000 立方米的 1 座，

日供气量 20000 立方米的 1 座），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 6 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	2020 年 1—9 月
管道天然气生产量	18401	20522	22162	15769
管道天然气销售量	17857	19719	21745	16329
管道天然气累计用户数	39.97	45.21	47.02	51.68
高中压天然气输气干管长度	1114.06	1243.42	1426.78	1580.93

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，由政府对价格进行审批，近年来价格有所波动。

表 7 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
居民用气	第一阶梯	≤420	1.93	≤480	1.93	≤480	2.15
	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	≤30000	3.24	≤30000	3.74	≤30000	3.72
	第二阶梯	>30000	2.57	>30000	3.17	>30000	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

（3）自来水销售业务

公司初步建立了覆盖泸州市全市的供水体系，自来水销售业务区位优势明显，近年来销售收入逐年上升。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，2019 年底，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 96% 以上。

表 8 公司自来水业务主要指标情况
(单位: 万立方米、公里、户、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
供水量	11095.86	13422.25	15545.72	12202.61
售水量	9495.71	11124.30	13290.00	10214.62
管网长度	1324.90	1673.18	1940.00	2081.00
终端用户户数	334151	495302	581953	673424
漏损率	14.30	10.82	10.67	9.12

表 9 2019 年底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

(4) 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。2017—2019 年, 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 2020 年 9 月底, 公司下设 9 个污水处理厂, 污水处理能力近期合计为 39.10 万立方米/日, 远期合计 58.35 万立方米/日。2017—2019

水费回收率	97.60	97.00	97.29	96.13
-------	-------	-------	-------	-------

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 年和 2020 年 1—9 月生活用水销售量占售水总量的比重分别为 69.62%、69.69%、68.20%和 68.10%, 占比较高。

销售价格方面, 公司自来水销售实行政府指导价。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。

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 10 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	2020 年 1—9 月
污水处理能力	26.10	30.10	30.10	39.10
污水处理量	5897.73	8730.00	10452.00	8559.00
结算量	7910.00	10240.00	12627.00	9979.00

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。

(5) 安装工程业务

2017-2019年，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。2020年1-9月，公司实现安装工程收入4.71亿元，毛利率为69.08%。

表 11 公司安装工程业务户数情况（单位：户）

类型	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
水务安装 户数	51763	71151	81651	60974
燃气安装 户数	39815	38600	45905	25479
合计	91578	109751	127556	86453

资料来源：公司提供

(6) 房地产业务

受定向限价房业务模式影响，公司房地产业务毛利率持续为负，亏损部分已由政府补贴。目前公司房地产业务无在建和拟建项目，业务持续性较弱。

公司房地产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”。2020年1-9月，公司实现房地产销售收入1.68亿元，毛利率为30.68%，毛利率较2019年大幅上升主要系公司将沙茜片区定向限价房项目剩余房产按市场价对外销售所致。

截至2020年9月底，公司已完工在售的定向限价房项目共7个，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14.26亿元，收到政府补助12.32亿元。

公司定向限价房项目销售方式为现房销售，从销售情况看，定向安置部分基本销售完毕，除沙茜片区定向限价房之外的尚未销售部分主要为商铺等商业部分，受市场环境销售进度较缓慢。随着江投公司将沙茜片区定向限价房和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。

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 12 截至 2020 年 9 月底公司已完工在售的定向限价房情况（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	0.34
望江苑	2.53	2.53	9.53	9.40	5.44	0.90	2.11
玉带花园	10.94	10.94	39.25	38.95	31.03	6.43	4.01
祥瑞苑	3.12	3.12	12.51	12.39	9.05	0.89	2.81
月亮湾	6.50	4.70	15.75	15.52	8.46	1.60	1.85
玉带河畔	7.32	3.30	16.81	16.64	7.81	1.16	0.20
沙茜片区定向限价房	8.20	9.23	29.58	29.35	12.75	3.03	1.00
合计	39.09	34.30	125.59	124.39	76.29	14.26	12.32

注：上表中收入为含税收入

资料来源：公司提供

（7）贸易业务

近年来，公司贸易业务对营业收入形成重要补充，但利润空间有限。

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、深圳钲达贸易有限公司、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隆威能源有限公司。

2017-2019 年和 2020 年 1-9 月，公司贸易收入分别为 3.75 亿元、11.14 亿元、16.76 亿元和 11.10 亿元，对收入形成重要补充；毛利率分别为 0.01%、1.38%、2.07%和 2.09%，持续增长但仍处于较低水平。

（8）自建项目

公司自建项目投资规模较大，后续存在一定资金支出压力，项目建成后的收入实现情况有待观察。

截至 2020 年 9 月底，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下表所示，总投资额为 68.19 亿元，尚需投资 52.51 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 2900 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，其余资金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 13 截至 2020 年 9 月底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	8.09
叙永污水处理厂（二期）	0.73	0.69
二道溪污水处理厂三期工程	4.70	4.64
北郊二水厂（一期）工程	4.57	1.28
城东污水处理厂二期工程	9.30	0.01
纳溪污水处理厂三期工程	1.90	0.04
殡仪场所扩建(180 亩墓园扩建)	3.03	0.93
城南污水处理厂二期工程	1.40	--
泸州市垃圾焚烧发电厂三期工程	14.50	--
合计	68.19	15.68

资料来源：公司提供

（9）股权投资

公司是泸州老窖的第二大股东，近年来泸州老窖为公司贡献了稳定的投资收益。

截至 2020 年 9 月底，公司是泸州老窖的第二大股东，持有泸州老窖股票 3.66 亿股，占泸州老窖总股本的 24.99%，其中质押股数 1.02 亿股，占公司持股比例的 27.87%。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 年和 2020 年 1—9 月，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、11.55 亿元和 9.76 亿元，收到现金分红 3.49 亿元、4.55 亿元、5.64 亿元和 5.79 亿元，泸州老窖为公司贡献了稳定的投资收益。

3. 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、金融服务、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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年合并及母公司财务报表，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—9 月财务数据未经审计。

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一级子公司。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。2020 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 9 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 24 家。

2018 年和 2019 年公司合并报表范围内子公司数量变动较大，其中 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。本报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，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，公司资产总额持续增长，年均复合增长 11.38%。2019 年底，公司合并资产总额 887.73 亿元，较年初增长 11.13%，主要系主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 32.86%，非流动资产占 67.14%。公司资产以非流动资产为主。

表 14 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 9 月底	
	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	299.20	32.55
货币资金	117.28	16.39	116.30	14.56	89.28	10.06	96.95	10.55
其他应收款	35.05	4.90	32.19	4.03	33.67	3.79	31.74	3.45

存货	17.57	2.46	20.14	2.52	122.33	13.78	122.34	13.31
非流动资产	505.54	70.64	582.77	72.95	596.05	67.14	620.11	67.45
可供出售金融资产	76.50	10.69	80.49	10.08	83.89	9.45	88.74	9.65
长期应收款	44.68	6.24	62.68	7.85	119.22	13.43	123.41	13.42
长期股权投资	223.34	31.21	259.36	32.47	210.94	23.76	213.95	23.27
固定资产	42.00	5.87	48.07	6.02	54.02	6.09	59.00	6.42
在建工程	67.33	9.41	47.18	5.91	56.49	6.36	60.76	6.61
其他非流动资产	2.36	0.33	37.36	4.68	40.02	4.51	40.58	4.41
资产总额	715.62	100.00	798.85	100.00	887.73	100.00	919.30	100.00

数据来源：公司财务报告和财务报表，联合资信整理

(1) 流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 17.83%。2019 年底，流动资产 291.68 亿元，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，年均复合下降 12.75%。2019 年底，公司货币资金 89.28 亿元，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，公司其他应收款有所波动。2019 年底，公司其他应收款 33.67 亿元，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 15 截至 2019 年底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

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。

			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，公司存货持续增长，年均复合增长 163.87%。2019 年底，公司存货 122.33 亿元，较年初增加 102.19 亿元，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，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 8.58%。2019 年底，公司非流动资产 596.05 亿元，较上年底增长 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，年均复合增长 4.72%。2019 年底，公司可供出售金融资产 83.89 亿元，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增长，年均复合增长 63.35%。2019 年底，公司长期应收款 119.22 亿元，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。长期应收款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。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 2.82%。2018 年底，公司长期股权投资 259.36 亿元，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；2019 年底，公司长期股权投资 210.94 亿元，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。2019 年底，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，年均复合增长 13.41%。2019 年底，公司固定资产 54.02 亿元，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，公司在建工程有所波动。2019 年底，公司在建工程 56.49 亿元，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增长，年均复合增长 311.48%。2019 年底，公司其他非流动资产 40.02 亿元，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。

2020 年 9 月底，公司资产总额 919.30 亿元，较上年底增长 3.56%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，2020 年 9 月底，公司受限资产合计 164.54 亿元，占资产总额的比重为 17.90%，受限比例较高。

表 16 截至 2020 年 9 月底公司资产受限情况
(单位：亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	7.60	存出保证金
存货	98.67	部分权证正在办理中；部分为借款提供抵押担保
可供出售金融资产	8.02	主要为借款提供抵押担保
长期股权投资	39.49	部分股权为借款提供质押担保；部分股权尚未完成工商变更手续
投资性房地产	2.96	未办妥产权证书的房地产；部分房产为借款提供抵押

固定资产	6.44	未办妥产权证书的房地产；部分房产为借款提供抵押
无形资产	0.52	部分土地未办妥产权证书；部分土地使用权为借款提供质押担保
应收账款	0.22	为借款提供质押担保
长期应收款	0.29	为借款提供质押担保
其他非流动资产	0.34	列为待拆迁区
合计	164.54	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

近年来，受政府注资和利润累积影响，公司所有者权益持续增长。

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.28%。2019 年底，公司所有者权益 453.60 亿元，较年初增长 3.75%，其中归属于母公司所有者权益 383.10 亿元（占 84.46%）。公司所有者权益主要由实收资本（占 10.88%）、其他权益工具（占 6.59%）、资本公积（占 55.47%）和未分配利润（占 7.26%）构成。

2017—2019 年，公司实收资本均为 49.34 亿元。

2017—2019 年，公司其他权益工具持续增长，年均复合增长 73.30%。2018 年底，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；2019 年底，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%。2018 年底，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；2019 年底，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%。2018 年底，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；2019 年底，公司少数股东权益 70.50 亿元，较年初增长 6.48%。

2020 年 9 月底，公司所有者权益 475.12 亿元，较上年底增长 4.74%，主要来自政府注资和利润累积；权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

近年来，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，年均复合增长 8.57%。2019 年底，公司负债总额 434.12 亿元，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 17 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 9 月底	
	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	72.53	16.33
其他应付款	18.74	5.09	17.46	4.83	15.52	3.58	16.61	3.74
一年内到期的非流动负债	26.70	7.25	26.97	7.46	35.92	8.27	22.33	5.03
非流动负债	297.35	80.74	287.38	79.47	348.31	80.23	371.65	83.67
长期借款	81.21	22.05	63.59	17.58	104.34	24.04	120.38	27.10
应付债券	65.30	17.73	83.10	22.98	98.55	22.70	110.05	24.78
长期应付款	143.83	39.06	131.65	36.41	133.86	30.83	131.56	29.62
负债总额	368.28	100.00	361.62	100.00	434.12	100.00	444.18	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 9.99%。2019 年底，公司流动负债 85.81 亿元，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，年均复合下降 8.99%。2019 年底，公司其他应付款 15.52 亿元，较年初下降 11.07%，主要系与政府机构的重大款项下降所致。公司其他应付款应付方主要为泸州市政府机构和国有企业。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 15.99%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 35.92 亿元，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，年均复合增长 8.23%。2019 年底，公司非流动负债 348.31 亿元，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，年均复合增长 13.35%。2019 年底，公司长期借款 104.34 亿元，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，年均复合增长 22.85%。2019 年底，公司应付债券 98.55 亿元，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，年均复合下降 3.53%。2018 年底，公司长期应付款 131.65 亿元，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；2019 年底，公司长期应付款 133.86 亿元，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。

2020 年 9 月底，公司负债总额 444.18 亿元，较上年底增长 2.32%；债务结构仍以非流动负债为主。其中，公司一年内到期的非流动负债 22.33 亿元，较上年底下降 37.83%；公司长期借款 120.38 亿元，较上年底增长 15.37%；公司应付债券 110.05 亿元，较上年底增加 11.50 亿元，主要系发行 5.00 亿元的“20 兴泸 PPN001”和 6.50 亿元的“20 兴泸 01”所致。

有息债务方面，2017—2019 年，公司债务规模波动增长，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 年底，短期债务占 13.79%。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 年底分别为 48.90%、42.82%和 39.23%，较年初分别增加 3.64 个百分点、3.94 个百分点和 3.76 个百分点。

2020 年 9 月底，公司全部债务 351.53 亿元，较上年底增长 3.49%，短期债务占比下降至 9.47%。从债务指标来看，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分别为 48.32%、42.52%和 40.11%，较上年底分别下降 0.59 个百分点、下降 0.29 个百分点和提高 0.88 个百分点。截至 2020 年 9 月底，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务，公司全部债务增至 381.44 亿元，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为 51.57%、46.14%和 43.88%。

表 18 公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期债务	41.43	37.74	46.83	33.28
长期债务	259.14	240.36	292.85	318.25
全部债务	300.57	278.10	339.68	351.53

资产负债率	51.46	45.27	48.90	48.32
全部债务资本化比率	46.39	38.88	42.82	42.52
长期债务资本化比率	42.73	35.47	39.23	40.11

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司有息债务将于 2021 年和 2022 年到期的规模分别约为 74.65 亿元和 67.21 亿元。

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，为公司带来稳定的投资收益；其他收益和投资收益对公司利润的贡献大。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 36.53%；2019 年，公司实现营业收入 53.78 亿元，同比增长 33.18%。2017—2019 年，公司营业成本呈同趋势变动，但增幅略大于营业收入，年均复合增长 41.07%；2019 年，公司营业成本 43.90 亿元，同比增长 38.09%。

表 19 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	28.85	40.38	53.78	39.88
营业成本	22.06	31.79	43.90	29.63
费用总额	11.46	14.22	14.17	9.64
其中：管理费用	3.99	4.26	4.30	2.46
财务费用	6.28	8.67	8.21	5.86
其他收益	5.99	8.11	9.73	2.81
投资收益	12.21	14.95	17.02	11.31
利润总额	12.97	16.82	21.32	14.34
营业利润率	21.97	19.84	17.28	24.41
总资本收益率	3.52	3.65	3.77	--
净资产收益率	3.50	3.60	4.47	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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，年均复合增长 11.22%。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（期间费用/营业收入*100%）持续下降，分别为 39.72%、35.23%和 26.36%。

2017—2019 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长 28.22%，2019 年，公司实现利润总额 21.32 亿元，同比增长 26.79%。

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。

从盈利能力指标看，2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续增长，营业利润率持续下降，2019 年分别为 3.77%、4.47%和 17.28%。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 39.88 亿元，同比增长 4.01%；实现利润总额 14.34 亿元，同比增长 8.86%。

5. 现金流分析

2017—2019 年，公司的收入实现质量较好，但受经营项目支出及往来款流出规模增长影响，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。考虑到公司项目建设的持续推进和债务到期，公司面临一定融资压力。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	48.45	67.86	82.65	77.54
经营活动现金流出小计	42.25	58.97	84.53	71.55
经营活动现金流量净额	6.20	8.88	-1.89	5.99
投资活动现金流量净额	-75.66	-5.83	-3.00	-5.33
筹资活动前现金流量净额	-69.45	3.05	-4.88	0.66
筹资活动现金流量净额	84.39	-7.35	-25.95	7.01
现金收入比	98.51	102.86	94.23	103.60

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 30.61%，主要来自于经营业务现金流入、补助收入及往来款流入，2019 年为 82.65 亿元，同比增长 21.80%。

同期，经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 41.45%，主要为经营业务现金流出及往来款流出，2019 年为 84.53 亿元，同比增长 43.34%。2017—2019 年，公司经营活动现金净额波动下降，分别为 6.20 亿元、8.88 亿元和-1.89 亿元。

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，2019 年，公司现金收入比为 94.23%，同比下降 8.63 个百分点。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.70%，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，2019 年，公司投资活动现金流入 61.80 亿元，同比下降 1.47%。同期，投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 26.37%，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；2019 年，投资活动现金流出 64.80 亿元，同比下降 5.47%。2017—2019 年，公司投资活动现金流净额持续为负，净流出规模分别为 75.66 亿元、5.83 亿元和 3.00 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入持续下降，年均复合下降 42.72%，2019 年，公司筹资活动现金流入 54.81 亿元，同比下降 21.45%，公司筹资活动现金流入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；筹资活动现金流出有所波动，2019 年为 80.76 亿元，同比增长 4.70%，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。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 84.39 亿元、-7.35 亿元和-25.95 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金净流入 5.99 亿元，公司现金收入比为 103.60%；公司投资活动现金净流出 5.33 亿元；公司筹资活动现金净流入 7.01 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标很强，长期偿债能力指标较强，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，公司整体偿债能力很强。

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，2019 年底分别为 339.90%和 197.35%。2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 412.52%和 243.85%。2019 年底和 2020 年 9 月底，公司现金短期债务比分别为 1.91 倍和 2.92 倍。公司短期偿债能力指标很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 1.99 倍、1.71 倍和 2.27 倍；全部债务/EBITDA 分别为 11.22 倍、9.09 倍和 9.72 倍。公司长期偿债能力指标较强。

表 21 公司偿债能力指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	296.19	291.06	339.90	412.52
速动比率(%)	271.42	263.93	197.35	243.85
现金短期债务比(倍)	2.83	3.08	1.91	2.92
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	1.71	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.22	9.09	9.72	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年 9 月底，公司对外担保余额合计 128.40 亿元，担保比率为 27.02%。其中，担保业务形成的对外担保 59.20 亿元，其他担保 69.20 亿元（见附件 1-4）。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 年底，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；除担保业务

形成的对外担保外,被担保企业均为国企,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。

截至 2020 年 9 月底,公司合并口径共获银行授信额度 310.64 亿元,尚未使用额度为 177.01 亿元,公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司,母公司对于公司管控力度较强。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,收入主要来源于子公司。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 年底,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 年底,母公司所有者权益为 360.20 亿元,较年初增长 2.18%。母公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润构成,占比分别为 13.70%、8.30%、67.55%和占 5.21%。

截至 2019 年底,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 年底,母公司资产负债率为 25.21%,较年初下降 0.56 个百分点;全部债务 75.11 亿元,以长期债务为主,全部债务资本化比率 17.25%,债务负担较轻。

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 4.63%和 4.21%。

2020 年 9 月底,母公司资产总额 488.98 亿元,所有者权益为 369.14 亿元;债务规模 85.76 亿元,全部债务资本化比率 18.85%。2020 年 1—9 月,母公司实现营业收入 0.14 亿元,利润总额 9.49 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券对公司现有债务规模影响较小。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额上限为 6.50 亿元,按照 6.50 亿元计算,相当于 2020 年 9 月底公司全部债务和长期债务的 1.84%和 2.04%,对公司现有债务规模影响较小。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础,本期债券按金额上限发行后,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 48.32%、42.52%和 40.11% 上升至 48.68%、42.97%和 40.60%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本期债券部分募集资金将用于偿还公司有息债务,公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年,公司 EBITDA 分别为 26.79 亿元、30.59 亿元和 34.94 亿元,分别为本期债券发行金额上限的 4.12 倍、4.71 倍和 5.38 倍;公司经营活动现金流入量分别为本期债券发行金额上限的 7.45 倍、10.44 倍和 12.72 倍;2017—2018 年,公司经营活动现金流量净额分别为本期债券发行金额上限的 0.95 倍和 1.37 倍,2019 年公司经营活动现金流净额为负,对本期债券无保障能力。整体看,经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券保障能力较强。

十、结论

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,近年来持续得到泸州市政府的大力支持。

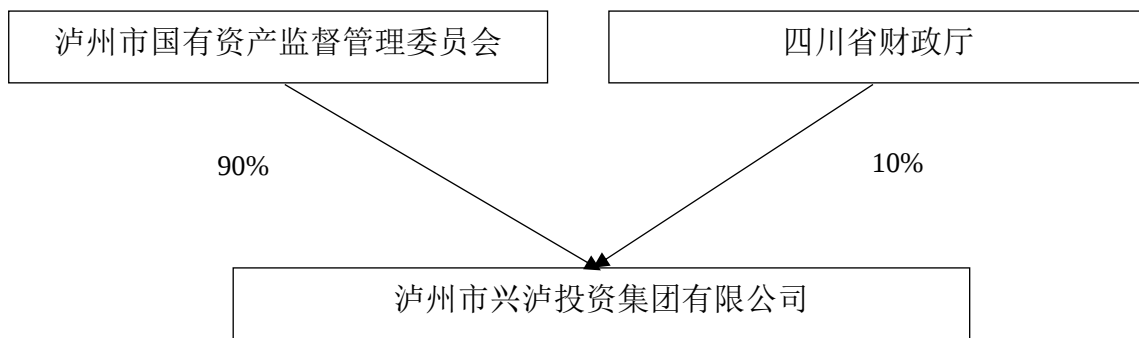
公司完工基础设施项目回款情况一般,在建基础设施项目资金需求较大,存在一定的资金支出压力。公司天然气业务在泸州市覆盖区域较广,自来水销售和污水处理业务区位优势明显。公司持有较大规模的优质股权,应收类款项、存货及其他非流动资产规模较大,整体资产质量较好。公司债务规模波动增长,期限以长期为主,整体债务负担尚可。公司参股的泸州老窖经营情况较好,为公司带来稳定的投资收益;其他收益和投资收益对公司利润的贡献大。

本期债券的发行对公司现有债务规模影响较小;公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

随着泸州市城市化建设的不断推进以及公司公用事业板块的发展,公司的经营规模有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

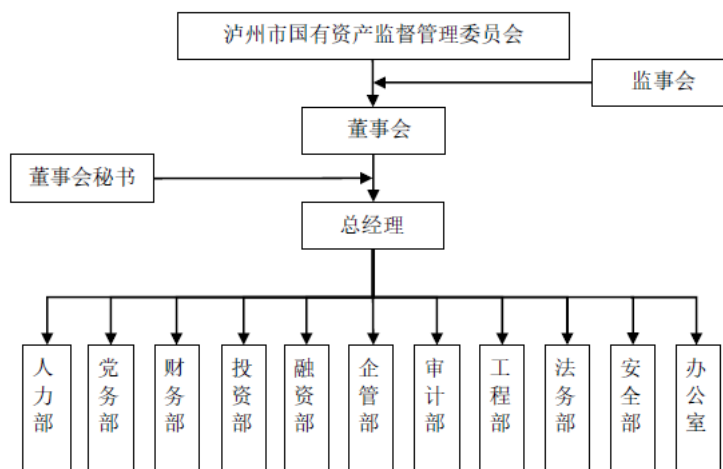
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体主体长期信用风险很低,本期债券到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

附件 1-1 截至报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司纳入合并范围的一级子公司情况

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	387378.61	87.38	100.00
2	泸州兴泸居泰房地产有限公司	房地产	5454.85	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	122240.38	37.26	37.26
5	泸州市城南建设投资有限公司	投资	85000.00	58.82	100.00
6	泸州市兴泸资产管理有限公司	商业	3150.00	100.00	100.00
7	泸州华润兴泸燃气有限公司	公用	11793.95	42.11	42.11
8	泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司	公用	85971.00	66.81	66.81
9	泸州市兴泸环境集团有限公司	环保	30000.00	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	80000.00	69.26	69.26
11	泸州市兴泸沱江两岸综合开发有限公司	公用	3000.00	100.00	100.00
12	泸州市农村开发投资建设有限公司	投资	8000.00	80.00	80.00
13	泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司	基金	10000.00	99.00	99.00
14	泸州市乐养旅游开发有限公司	旅游开发	30000.00	90.00	90.00
15	泸州市南寿山实业发展有限责任公司	公用	5000.00	100.00	100.00
16	泸州市兴泸远大建筑科技有限公司	建筑	11480.00	55.00	55.00
17	泸州市叙兴建筑工业有限公司	工程	8410.00	70.00	70.00
18	泸州市兴泸融资租赁有限公司	金融	17000.00	100.00	100.00
19	泸州市兴泸商业保理有限公司	保理	5000.00	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	1500000.00	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	125700.00	100.00	100.00
22	泸州市民卡科技有限公司	信息技术	17000.00	60.59	60.59
23	泸州市江南新区建设投资有限责任公司	投资	239317.08	84.87	100.00
24	泸州市毅诚实业有限公司	房屋建筑	10000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2020 年 9 月底公司对外担保（不含担保业务）情况

序号	被担保单位名称	担保余额 (万元)	担保起始日	担保到期日
1	川铁（泸州）铁路有限责任公司	5632.48	2008/3/21	2028/3/30
2	川铁（泸州）铁路有限责任公司	6580.00	2006/12/29	2026/12/28
3	四川叙大铁路有限责任公司	25256.51	2011/1/10	2030/12/20
4	泸州长江生态湿地新城投资有限公司	129074.00	2020/11/14	2022/11/13
5	泸州临港投资集团有限公司	11250.00	2026/1/1	2028/1/1
6	四川天毛科技有限公司	15000.00	2018/11/20	2021/11/20
7	江苏天华富邦科技有限公司	15000.00	2018/11/20	2021/11/20
8	泸州市高新投资集团有限公司	125000.00	2030/9/10	2032/9/9
9	泸州市高新投资集团有限公司	95438.38	2019/9/6	2025/5/24
10	泸州云龙机场空港发展有限责任公司	2000.00	2019/7/31	2024/7/31
11	泸州云龙机场空港发展有限责任公司	18000.00	2019/8/1	2024/8/1
12	泸州云龙机场空港发展有限责任公司	1000.00	2020/6/19	2023/3/19
13	泸州云龙机场空港发展有限责任公司	29000.00	2020/6/19	2028/6/19
14	泸州机场（集团）有限责任公司	30000.00	2020/9/11	2028/9/11
15	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	24453.22	2017/9/1	2040/8/31
16	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	2500.50	2017/9/7	2040/8/31
17	四川泸州港务有限责任公司	1682.66	2010/3/3	2028/10/25
18	四川泸州港务有限责任公司	7620.00	2013/4/19	2035/4/18
19	泸州临港投资集团有限公司	15000.00	2020/6/29	2025/6/29
20	泸州临港投资集团有限公司	3333.33	2018/6/25	2021/6/24
21	泸州临港投资集团有限公司	19900.00	2017/12/29	2020/12/29
22	泸州临港投资集团有限公司	49150.00	2019/9/20	2021/9/19
23	川南城际铁路有限责任公司	60166.00	2019/10/31	2049/10/30
合计		692037.08	--	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	117.28	116.34	89.32	97.05
资产总额（亿元）	715.62	798.85	887.73	919.30
所有者权益（亿元）	347.34	437.23	453.60	475.12
短期债务（亿元）	41.43	37.74	46.83	33.28
长期债务（亿元）	259.14	240.36	292.85	318.25
全部债务（亿元）	300.57	278.10	339.68	351.53
营业收入（亿元）	28.85	40.38	53.78	39.88
利润总额（亿元）	12.97	16.82	21.32	14.34
EBITDA（亿元）	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流（亿元）	6.20	8.88	-1.89	5.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.46	4.18	3.84	--
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（%）	98.51	102.86	94.23	103.60
营业利润率（%）	21.97	19.84	17.28	24.41
总资本收益率（%）	3.52	3.65	3.77	--
净资产收益率（%）	3.50	3.60	4.47	--
长期债务资本化比率（%）	42.73	35.47	39.23	40.11
全部债务资本化比率（%）	46.39	38.88	42.82	42.52
资产负债率（%）	51.46	45.27	48.90	48.32
流动比率（%）	296.19	291.06	339.90	412.52
速动比率（%）	271.42	263.93	197.35	243.85
经营现金流动负债比（%）	8.75	11.96	-2.20	--
现金短期债务比（倍）	2.83	3.08	1.91	2.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.71	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.22	9.09	9.72	--

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. 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数；3. 本报告将公司长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；4. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.30	13.18	7.54	20.71
资产总额（亿元）	455.24	474.82	481.58	488.98
所有者权益（亿元）	303.09	352.50	360.20	369.14
短期债务（亿元）	34.83	18.55	13.99	9.66
长期债务（亿元）	73.35	67.81	61.12	76.10
全部债务（亿元）	108.18	86.35	75.11	85.76
营业收入（亿元）	0.10	0.09	0.22	0.14
利润总额（亿元）	6.65	12.05	15.16	9.49
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.10	3.88	-1.45	-1.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	72.01	108.62	104.71	95.06
营业利润率（%）	-29.28	-66.30	31.65	10.11
总资本收益率（%）	3.33	3.95	4.63	--
净资产收益率（%）	2.17	3.42	4.21	--
长期债务资本化比率（%）	19.49	16.13	14.51	17.09
全部债务资本化比率（%）	26.30	19.68	17.25	18.85
资产负债率（%）	33.42	25.76	25.21	24.51
流动比率（%）	136.20	209.63	171.49	340.80
速动比率（%）	136.20	209.63	143.28	290.22
经营现金流动负债比（%）	1.88	11.67	-4.09	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.71	0.54	2.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

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. 公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计；3. “/”代表相关数据未获得；4. 公司部分科目余额为零，相关指标无法计算，以*表示

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 4-1 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 4-2 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。

附件 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 泸州市兴泸投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的 跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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进行一次定期跟踪评级，且不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资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。泸州市兴泸投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对泸州市兴泸投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现泸州市兴泸投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对泸州市兴泸投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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泸州市兴泸投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。