

信用评级公告

联合〔2022〕1107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 2022 年公司债券（第一期）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 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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：



二〇二二年二月二十二日

泸州市兴泸投资集团有限公司

2022 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

评级结果:

公司主体长期信用等级: 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 9.00 亿元

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 7 年期, 附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司债务

评级时间: 2022 年 2 月 22 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

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,持续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,公司在建项目投资规模较大、存在或有负债风险等可能给其信用水平带来的不利影响。

随着泸州市城市建设投资的推进以及公司公用事业板块的不断发展,公司业务有望稳步开展。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券信用状况的综合评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺,本期债券信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

- 公司外部发展环境良好。**近年来,泸州市经济稳步发展,一般公共预算收入持续增长。2021 年,泸州市实现地区生产总值 2406.1 亿元,同比增长 8.5%;完成一般公共预算收入 190.00 亿元,同比增长 11.7%。
- 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。
- 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。
- 泸州老窖持续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,持续为公司贡献稳定的投资收益。

关注

- 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。
- 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。

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	1	
财务风险	F1	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	1	
			现金流量	1	
		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

分析师：

李 坤（登记编号：R0150220120020）

胡元杰（登记编号：R0150221070011）

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	116.34	89.32	82.34	89.16
资产总额（亿元）	798.66	887.73	930.37	970.83
所有者权益（亿元）	437.04	453.60	477.81	489.83
短期债务（亿元）	37.74	46.83	46.99	25.34
长期债务（亿元）	240.36	292.85	315.74	365.73
全部债务（亿元）	278.10	339.68	362.73	391.07
营业收入（亿元）	40.38	53.78	57.83	46.26
利润总额（亿元）	16.48	21.32	24.31	14.61
EBITDA（亿元）	30.25	34.94	38.74	--
经营性净现金流（亿元）	8.88	-1.89	5.68	-8.10
营业利润率（%）	19.84	17.28	23.06	22.01
净资产收益率（%）	3.52	4.47	4.76	--
资产负债率（%）	45.28	48.90	48.64	49.55
全部债务资本化比率（%）	38.89	42.82	43.15	44.39
流动比率（%）	291.06	339.90	322.84	454.89
经营现金流动负债比（%）	11.96	-2.20	6.36	--
现金短期债务比（倍）	3.08	1.91	1.75	3.52
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	2.27	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.19	9.72	9.36	--

公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	474.63	481.58	502.87	534.57
所有者权益（亿元）	352.31	360.20	369.49	368.45
全部债务（亿元）	86.35	75.11	94.85	122.44
营业收入（亿元）	0.09	0.22	0.20	0.12
利润总额（亿元）	11.71	15.16	17.44	10.07
资产负债率（%）	25.77	25.21	26.52	31.08
全部债务资本化比率（%）	19.68	17.25	20.43	24.94
流动比率（%）	209.63	171.49	253.56	473.44
经营现金流动负债比（%）	11.67	-4.09	2.71	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.54	1.02	13.05

注：1. 尾差系四舍五入造成；2. 本报告将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；3. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计；4. 未调整母公司有息债务

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	2021/11/22	李坤 胡元杰	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 李新建	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）	阅读原文
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、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。

七、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

李坤

胡志

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

2022 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

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 2021 年 9 月底,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 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 2021 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和科室;拥有纳入合并范围的一级子公司共 24 家。

截至 2020 年底,公司资产总额 930.37 亿元,所有者权益 477.81 亿元(含少数股东权益

81.55 亿元);2020 年,公司实现营业收入 57.83 亿元,利润总额 24.31 亿元。

截至 2021 年 9 月底,公司资产总额 970.83 亿元,所有者权益 489.83 亿元(含少数股东权益 85.14 亿元);2021 年 1—9 月,公司实现营业收入 46.26 亿元,利润总额 14.61 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

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,“20 兴泸 01”于 2020 年 8 月 27 日发行,发行规模为 6.50 亿元,期限为 5(3+2)年;“21 兴泸 01”于 2021 年 1 月 11 日发行,发行规模为 7.00 亿元,期限为 5(3+2)年;“21 兴泸 02”和“21 兴泸 03”均于 2021 年 4 月 15 日发行,发行规模分别为 2.50 亿元和 4.00 亿元,期限分别为 5(3+2)年和 5 年;“21 兴泸 05”于 2021 年 11 月 30 日发行,发行规模 6.00 亿元,期限为 7(5+2)年。

公司计划面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券(第一期),发行规模不超过 9.00 亿元(含)。本期债券分为两个品种,品种一期限为 5 年,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 7 年,附第 5 年末公司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,协商一致后决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券采用单利按年付息,到期一次还本。

本期债券募集资金扣除发行费用后,拟用于偿还公司债务。

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

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社融规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为

18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017—2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，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

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投

资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外供需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。

2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金

预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域环境分析

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。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约束地方政府及其融资平台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

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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年及2019年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省

专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调,有助于保障地方重大项目资本金来源,缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作,强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月,中央经济工作会议再度

提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月,财政部提出保持高压监管态势,将严禁新增隐性债务作为红线、高压线,坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月,国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》,再次强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。同时,重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	会议/文件名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,真正发挥稳定经济的关键作用,加大传统基建和新型基建的投资力度,发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力,推进以县城为重要载体的新型城镇化建设,促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域,提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标,建立改造资金机制,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等;明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动,不作为一级预算,其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度,实施城市更新行动,推进城镇老旧小区改造,建设现代物流体系,高度重视保障性租赁住房建设等;抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能,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,非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间,我国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,我国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一

重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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，财政实力在四川省排名靠前，一般公共预算收入持续增长，但政府性基金收入持续下降。

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。2020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），户籍总人口507.95万人，其中乡村人口305.71万人，城镇人口202.24万人，户籍人口城镇化率39.8%。

根据《泸州市国民经济和社会发展统计公报》和《2021年泸州市经济运行统计新闻发布稿》，2019—2021年，泸州市地区生产总值不断增长，分别为2081.26亿元、2157.2亿元和2406.1亿元，2021年同比增长8.5%。2021年，泸州市第一产业增加值265.1亿元，比上年增长6.7%，两年平均增长6.1%；第二产业增加值1185.6亿元，增长8.1%，两年平均增长5.7%；第三产业增加值955.4亿元，增长9.5%，两年平均增长7.3%。

2021年，泸州市规模以上工业增加值比上年增长10.3%，两年平均增长7.6%。从主要行业看，泸州市传统四大产业增加值比上年增长10.7%。其中，酒的制造业比上年增长11.1%，化工产业增长2.5%，机械产业增长9.4%，能源产业增长22.0%。五大现代产业增加值比上年增长10.1%。高技术产业增加值比上年增长

17.8%。

2019—2021年，泸州市固定资产投资保持增长。2021年，泸州市全社会固定资产投资比上年增长11.2%，两年平均增长11.0%。从投资结构看，基础设施投资比上年增长16.5%，产业投资增长19.7%，民生及社会事业投资增长21.6%，其他投资增长11.6%。

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，2019—2021年，泸州市一般公共预算收入持续增长，分别为159.64亿元、170.10亿元和190.00亿元，2021年同比增长11.7%。2021年，泸州市一般公共预算收入中税收收入113.72亿元，占一般公共预算收入的59.85%；非税收入主要是国有资本经营收入（19.17亿元）、国有资源（资产）有偿使用收入（24.57亿元）和专项收入（9.08亿元）。2019—2021年，泸州市地方一般公共预算支出分别为443.09亿元、450.10亿元和443.00亿元，财政自给率分别为36.03%、37.79%和42.89%，财政自给程度较低。2019—2021年，泸州市政府性基金收入持续下降，分别为209.58亿元、195.00亿元和162.99亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年9月底，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。

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，2021年9月底公司持有泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”，证券代码：000568.SZ）24.99%股份，为泸州老窖的第二大股东，泸州老窖持续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”）和泸州产业发展投资集团有限公司（以下简称“泸州产投”）。其中，泸州城投负责泸州市城市基础设施建设，公司持有其25.50%的股权；泸州产投主要从事泸州市工业等产业类投资。

表3 泸州市2020年底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	全部债务	全部债务资本化比率
公司	930.37	477.81	362.73	43.15
泸州城投	185.87	56.04	116.52	67.53
泸州产投	481.53	164.25	229.16	58.25

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2021年9月底，公司共有7名董事，5名监事和6名高级管理人员。

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，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2021年9月底，公司合并口径拥有在职员工2551人。文化素质方面，本科及以上学历员工占38.14%、大专及以下学历员工占61.86%；年龄构成方面，30岁及以下员工占21.56%、30~50岁员工占64.05%、51岁及以上员工占14.39%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：5110010000145343），截至2022年2月8日，公司本部无不良和关注类信贷信息记录；公司存在2笔关注类担保，余额合计3.34亿元，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

1. 法人治理结构

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。

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，由职工大会选举产生。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。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，由职工大会选举产生。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。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，高管任期 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. 管理水平

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》《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

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。投资管理办法对本部投资的决策和实施、投后管理、投资风险管理以及子公司的投资监管都做了详细的规定。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自于水务、燃气、公共交通、房地产销售和贸易销售等业务；2018—2020 年，公司主营业务收入规模不断增长，综合毛利率水平波动上升。

2018—2020 年，随着业务规模扩张，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 19.67%，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，2018—2020 年，由于天然气售气量有所波动，公司天然气销售收入波动增长。自来水销售收入快速增长，其中 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。由于居民用户安装项目增加，安装工程收入快速增长。公司污水处理收入持续增长，2020 年同比增长 15.51%，主要由于二道溪三期及叙永二期项目建成并投入运营。由于限价房定向安置部分确认收入规模变动，房地产销售收入有所波动。公司公共交通收入波动下降，其中 2020 年较上年下降 22.56%，主要受新冠疫情影响。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	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	4.27	11.04	30.94	5.08	10.11	32.23	4.94	8.96	35.20	4.22	9.34	36.98
自来水销售	2.49	6.44	26.36	3.26	6.49	27.87	3.50	6.35	28.36	2.73	6.05	23.46
安装工程	5.54	14.34	60.16	6.04	12.03	67.42	7.16	12.99	64.86	5.06	11.19	68.43
污水处理	2.55	6.58	42.16	3.29	6.55	33.88	3.80	6.90	33.84	3.05	6.75	36.88
房地产销售	2.99	7.73	-25.34	4.17	8.31	-41.47	2.72	4.94	26.77	1.91	4.23	38.21
公共交通	3.18	8.23	-8.50	3.21	6.40	-19.95	2.49	4.51	-26.48	2.00	4.42	-35.58
贸易	11.14	28.83	1.38	16.76	33.38	2.07	19.77	35.91	1.72	15.70	34.74	1.46

其他	6.49	16.79	37.78	8.41	16.73	32.94	10.70	19.43	40.62	10.52	23.27	30.06
合计	38.66	100.00	20.60	50.22	100.00	16.87	55.07	100.00	24.36	45.18	100.00	22.57

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

毛利率方面，2018—2020 年，公司天然气销售业务毛利率持续上升，主要系成本控制所致。自来水销售业务毛利率持续上升，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，呈波动上升趋势。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呈下降趋势。2018 年和 2019 年，公司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，亏损部分政府以财政补贴进行补偿；由于沙茜片区定向限价房安置剩余部分市场化销售，2020 年房地产销售业务毛利率较上年大幅上升。交通运输业务具有准公益特性，处于亏损或微利状态，其中 2020 年毛利率较上年下降 6.53 个百分点，主要系收入减少但运营成本刚性支出较多所致。公司贸易业务毛利率处于较低水平。受上述因素影响，2018—2020 年，公司主营业务综合毛利率波动上升。

2021 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 45.18 亿元，相当于 2020 年全年的 82.04%；主营业务综合毛利率 22.57%，较 2020 年下降 1.79 个百分点。

2. 业务分析

(1) 基础设施建设

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；在建的基础设施项目资金需求较大，公司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，仅将获取的投资回报计入收益中核算。根据代建项目业主是否属于公司，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”或“其他非流动资产”科目；若代建项目业主不是公司，公司只负责融资职能，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”“其他非流动资产”和“长期应收款”；完工并办理移交手续后，“在建工程”“其他非流动资产”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 2021 年 6 月底，公司已完工的代建项目累计投资 161.51 亿元，累计收到回款 87.90 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，投入成本计入“长期应收款”，部分达到可销售状态的棚改安置房成本计入“存货”，截至 2021 年 6 月底收到回款 33.33 亿元，为平衡项目支出，泸州市江南新区建设投资有限公司（以下简称“江投公司”）将安置完剩余的住宅和车位面向市场销售。

截至 2021 年 6 月底，公司主要在建的基础设施项目总投资 100.79 亿元，已投资 69.93 亿元，尚需投资 30.86 亿元，公司基础设施项目存在一定的资金支出压力。

表 5 截至 2021 年 6 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	37.99	否

泸州市棚户区改造项目（三期）	48.89	25.08	否
泸州市棚户区改造项目（四期）	13.07	6.86	否
合计	100.79	69.93	--

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

公司天然气业务在泸州市覆盖区域较广，2018—2020 年天然气销售量波动增长，输气管道长度和用户数持续增加。

公司天然气业务由下属子公司泸州华润兴泸燃气有限公司（以下简称“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，2018—2020 年居民用气占比均超过 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 年底，公司拥有城市中高压天然气输气干管 1600 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 3 座（其中日供气量 12000 立方米 1 座，日供气量 20000 立方米 2 座），拥有居民用户 46.43 万余户，工业、商业用户 1.08 万余户，年供气量超过 2 亿立方米。2018—2020 年，公司天然气生产量、销售量波动增长，累计用户数以及输气管道长度均持续增加。

表 6 公司天然气主要经营数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年
管道天然气生产量（万立方米）	20522	22162	21646
管道天然气销售量（万立方米）	19719	21745	21256
管道天然气累计用户数（万户）	45.21	47.02	47.51
高中压天然气输气干管长度（公里）	1243.42	1426.78	1599.90

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，2019 年以来，居民天

然气销售价格未发生变动，非居民用气和 CNG 价格于 2021 年有所下调。

表 7 泸州市售气价格（单位：立方米、元/立方米）

用气类别		2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
		用气量	价格	用气量	价格	用气量	价格	用气量	价格
居民用气	第一阶梯	≤480	1.93	≤480	2.15	≤480	2.15	≤480	2.15
	第二阶梯	480<用气量≤660	2.32	480<用气量≤660	2.58	480<用气量≤660	2.58	480<用气量≤660	2.58
	第三阶梯	>660	2.90	>660	3.23	>660	3.23	>660	3.23
非居民用气	第一阶梯	≤30000	3.74	≤30000	3.72	≤30000	3.72	≤30000	3.47
	第二阶梯	>30000	3.17	>30000	3.15	>30000	3.15	>30000	2.90
CNG			2.90		3.20		3.20		2.90

注：2019 年 12 月 11 日，CNG 销售价格调整为 3.20 元/立方米

资料来源：公司提供

(3) 自来水销售

公司初步建立了覆盖泸州全市的供水体系，自来水销售业务区位优势明显，近年来销售收入快速增长。随着泸州市城镇化的不断推进，公司自来水销售收入有望保持增长。

公司自来水销售业务由下属子公司泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“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全市的供水体系。截至 2021 年 9 月底，公司供水区域覆盖泸州市江阳区、龙马潭区、纳溪区、泸县、合江县、叙永县等区县城区和部分乡

镇区域，以及内江市威远县、凉山州雷波县城区；公司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，2021 年 9 月底，公司共拥有 12 个自来水厂，总供水能力为 79.4 万立方米/日，较上年底增加 6 万立方米/日，主要由于北郊二水厂（9.5 万立方米/日）建成投运，同时原合江老水厂（3.5 万立方米/日）停运。

供水指标方面，2018—2020 年，公司供水量、售水量、管网长度和终端用户数均持续增长。同期，公司自来水漏损率持续下降，漏损情况逐步改善；公司水费回收率较高。

表 8 公司自来水业务主要指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
供水量（万立方米）	13422.25	15545.72	16395.46
售水量（万立方米）	11124.30	13290.00	13802.35
管网长度（公里）	1673.18	1940.00	2055.00
终端用户数（户）	495302	581953	676829
漏损率（%）	10.82	10.67	9.28
水费回收率（%）	97.00	97.29	96.47

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—2020 年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 66.50%，生活用水占比较高。

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。

表 9 2021 年 9 月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

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。2018-2020 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泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“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 and 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 2021 年 9 月底，成都市青白江区及凉山州德昌县项目已投产，乐山市市中区项目因政府原因暂停。

截至 2021 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，与上年底一致，远期合计 58.35 万立方米/日；污水处理厂平均负荷率 85.54%。2018-2020 年，公司污水处理量和结算量逐年上升，2019 年处理量和结算量上升系新增合江临港园区委托运营及临时应急项目所致，2020 年上升由于二道溪三期和叙永二期 A 组污水厂投入运营。

表 10 公司污水处理业务经营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
污水处理能力 (万立方米/日)	30.10	30.10	39.10
污水处理量 (万立方米/日)	87.30	104.52	139.50
结算量 (百万立方米)	102.40	126.27	142.10

资料来源：公司提供

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

2018-2020 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。

2018-2020 年，公司安装工程业务户数逐年增长，安装工程收入快速增长，毛利率处于较高水平。

表 11 公司安装工程业务户数情况（单位：户）

类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
水务安装 户数	71151	81651	96929	100577
燃气安装 户数	38600	45905	45351	33375
合计	109751	127556	142280	133952

资料来源：公司提供

（6）房地产开发

公司定向限价房销售毛利率为负，亏损部分由政府补贴。2020 年，由于沙茜片区定向限价房安置剩余部分市场化销售，房地产销售业务毛利率较上年大幅上升。公司房地产项目均已完工，无拟建项目，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。

2018-2019 年，公司房地产销售毛利率均为负，亏损部分由泸州市财政局进行补足，计入公司“营业外收入”和“其他收益”。2020

年，公司房地产销售业务毛利率较 2019 年大幅上升，主要由于公司将沙茜片区定向限价房安置剩余部分市场化销售。

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，受市场环境因素影响销售进度较缓慢。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，将带来一定销售收入，但销售情况是否及预期有待关注。

公司定向限价房建设项目共 7 个，均已完工，截至 2021 年 6 月底已投资 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 14.72 亿元，收到政府补助 14.27 亿元。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 2021 年 6 月底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	1.78	0.3	0.32
望江苑	2.53	2.53	9.53	9.40	5.44	0.91	2.04
玉带花园	10.94	10.94	39.25	38.95	31.17	6.48	3.95
祥瑞苑	3.12	3.12	12.51	12.39	9.09	0.91	2.71
月亮湾	6.50	4.70	15.75	15.52	8.64	1.61	2.06
玉带河畔	7.32	3.30	16.81	16.64	7.95	1.17	0.37
沙茜片区定向限价房	8.20	9.23	31.22	30.99	13.65	3.34	2.82
合计	39.09	34.30	127.23	126.03	77.72	14.72	14.27

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，公司贸易业务规模持续扩大，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。2020 年，公司贸易业务主要客户为汉源四环锌锗科技有限公司、四川四环锌锗科技有限公司、四川中孚石油股份有限公司、厦门建发物产有限公司和厦门芴江进出口有

限公司，来自以上客户的销售收入占贸易业务收入的 73.47%。

2018-2020 年和 2021 年 1-9 月，公司贸易收入分别为 11.14 亿元、16.76 亿元、19.77 亿元和 15.70 亿元，对收入形成重要补充；毛利率分别为 1.38%、2.07%、1.72%和 1.46%，处于较低水平。

(8) 自营项目

公司自营项目投资规模较大，后续存在一定资金支出压力，需持续关注项目建成后收入实现情况。

截至 2021 年 6 月底，公司已完工的自营项目包括泸州市垃圾焚烧发电厂二期项目和纳溪水厂（一期）工程等，主要在建自营项目总投资额为 43.81 亿元，已投资 12.34 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，其余投资来自公司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。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投入，但需持续关注项目建成后收入实现情况。

表 13 截至 2021 年 6 月底公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资
城市停车场项目	28.06	9.04
泸州市城东污水处理厂二期工程	9.43	0.50
泸州市餐厨及厨余垃圾协同处理示范工程 (原名：泸州市城市有机废物协同处理示范工程)	2.64	1.74
泸州市城南污水处理厂二期工程	1.79	0.10
泸州市纳溪污水处理厂三期工程	1.90	0.96
合计	43.81	12.34

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 2021 年 9 月底，公司持有泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”，证券代码：000568.SZ）股票 3.66 亿股，占泸州老窖总股本的 24.99%，均未质押。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。2020 年，泸州老窖实现营业收入 166.53 亿元，较上年增长 5.29%，实现净利润 59.59 亿元，较上年增长 28.35%。2018—2020 年，公司因持有泸州老窖股票而获取的投资收益分别为 8.66 亿元、11.55 亿元和 14.96 亿元，收到现金分红 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，公司将深耕泸州、辐射西部，以“实业经营+资本运作”为两大动力引擎，变革创新发展方式，着力以资本运作推动主业提质增效，将自身打造为具有较高知名度、较强竞争力和更具创新活力的西部一流城市综合运营商。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报表，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 2021 年 1—9 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围新增一级子公司 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子公司 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，公司合并范围内新增 1 家一级子公司泸州市文化旅游发展投资集团有限公司（以下简称“文旅集团”），系无偿划入。2021 年 1—9 月，公司

纳入合并范围的一级子公司减少 1 家，系转变为三级子公司。截至 2021 年 9 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 24 家。

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。

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，降低了资产的流动性。整体看，公司资产质量较好。

2018—2020 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.93%。2020 年底，公司资产总额较上年底增长 4.80%，资产构成以非流动资产为主。

表 14 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	216.07	27.05	291.68	32.86	288.04	30.96	298.17	30.71
货币资金	116.30	14.56	89.28	10.06	82.17	8.83	89.08	9.18
其他应收款	32.01	4.01	33.46	3.77	30.33	3.26	29.66	3.06
存货	20.14	2.52	122.33	13.78	125.79	13.52	125.12	12.89
非流动资产	582.59	72.95	596.05	67.14	642.33	69.04	672.66	69.29
可供出售金融资产	80.49	10.08	83.89	9.45	97.89	10.52	0.00	0.00
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	52.52	5.41
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	64.10	6.60
长期应收款	62.68	7.85	119.22	13.43	124.23	13.35	127.34	13.12
长期股权投资	259.17	32.45	210.94	23.76	215.65	23.18	219.49	22.61
固定资产	48.07	6.02	54.02	6.09	63.80	6.86	60.60	6.24
在建工程	81.14	10.16	56.49	6.36	53.23	5.72	59.59	6.14
其他非流动资产	3.40	0.43	40.02	4.51	49.01	5.27	50.91	5.24
资产总额	798.66	100.00	887.73	100.00	930.37	100.00	970.83	100.00

注：2021 年 9 月底，其他应收款包括其他应收款、应收股利和应收利息，2018—2020 年包括其他应收款

资料来源：公司财务报告和财务报表

（1）流动资产

2018—2020 年，公司流动资产有所波动，2020 年底较上年底下降 1.25%；流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货构成。

2018—2020 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 15.94%。2020 年底，公司货币资金较上年底下降 7.96%，主要系项目投入和偿还债务所致。公司货币资金中 11.98 亿元使用权受限，主要为用于担保的定期存款或通知存款。

2018—2020 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 2.66%。2020 年底，公司其他应

收款较上年底下降 9.34%，主要为应收政府机构及关联方的往来款项（23.69 亿元）。其他应收款累计计提坏账准备 0.25 亿元，计提比例为 0.80%，计提比例低。公司其他应收款回收风险较小，但回收时间存在不确定性，对公司资金形成一定占用。

2018—2020 年，公司存货持续增长，年均复合增长 149.92%。2019 年底，公司存货较上年底大幅增加，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。2020 年底，公司存货较上年底增长

2.83%。公司存货主要由开发成本（75.77 亿元）和开发产品（43.40 亿元）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户区改造项目投资。公司对存货累计计提跌价准备 25.81 万元。

（2）非流动资产

2018—2020 年，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 5.00%。2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 7.77%，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、其他非流动资产构成。

2018—2020 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 10.28%。2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 16.69%，主要系增加对川南城际铁路有限责任公司、四川渝昆铁路有限公司的投资所致。其中，按公允价值计量的账面余额 8.65 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 41.38 亿元，主要为公司本部及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 47.96 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 4.46 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。

2018—2020 年，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 40.79%。2020 年底，公司长期应收款较上年底增长 4.20%，主要为公司不作为业主的基础设施项目投资、泸州市易地扶贫

项目投资及江南新区茜草片棚户区改造项目投资等。

2018—2020 年，公司长期股权投资有所波动，2020 年底较上年底增长 2.23%。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 127.14 亿元）、泸州临港投资集团有限公司（账面价值 48.92 亿元）、泸州城投（账面价值 13.60 亿元）和泸州航空发展投资集团有限公司（以下简称“泸州航发”，账面价值 21.12 亿元）的投资，以权益法核算，2020 年确认的投资收益为 15.01 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。

2018—2020 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 15.20%。2020 年底，公司固定资产较上年底增长 18.09%，主要系房屋建筑物及专用设备由在建工程转入所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 46.99%）、专用设备（占 34.86%）和公路桥梁（占 14.33%）构成，累计计提折旧 22.07 亿元。

2018—2020 年，公司在建工程持续下降，年均复合下降 19.00%。2020 年底，公司在建工程较上年底下降 5.77%，主要系转入固定资产所致。在建工程主要为业主方为公司的基础设施项目、泸州市城市停车场建设项目、水厂项目成本等。

2018—2020 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 279.58%。2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 22.46%，主要系待结算工程款增加所致。其他非流动资产主要由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”）中长期“贷款及垫款”2.74 亿元及待结算工程款 45.24 亿元构成。

2021 年 9 月底，公司资产总额较上年底变化不大，资产结构仍以非流动资产为主。其中，可供出售金融资产大幅减少，主要由于拆分为债权投资和其他权益工具投资科目。

受限资产方面，截至 2021 年 9 月底，公司受限资产合计 118.61 亿元，占总资产的比重

为 12.22%，受限资产规模较大。

表 15 截至 2021 年 9 月底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	受限金额	受限原因
货币资金	8.27	存出保证金
存货	72.74	部分权证正在办理中; 部分为借款提供抵押担保
其他权益工具投资	20.48	主要为借款提供抵押担保
长期股权投资	1.90	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	7.50	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	7.06	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	0.51	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
其他非流动资产	0.15	为借款提供质押担保
合计	118.61	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

近年来, 公司所有者权益稳定增长, 实收资本和资本公积占比高, 所有者权益稳定性较强。

2018—2020 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 4.56%。2020 年底, 公司所有者权益 477.81 亿元, 较上年底增长 5.34%, 主要系利润累积和少数股东权益增加所致。其中, 实收资本、资本公积、其他权益工具(永续债)和未分配利润分别占 10.33%、52.51%、6.26%

和 8.59%。

2018—2020 年, 公司实收资本和其他权益工具未发生变化, 分别为 49.34 亿元和 29.91 亿元。2020 年底, 公司其他权益工具均为永续中票, 由“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”构成, 上述债券发行规模均为 10 亿元。

2018—2020 年, 公司资本公积有所波动。2020 年底, 公司资本公积 250.89 亿元, 较上年底略有下降。其中, 公司收到项目资金以及文旅集团股权增加资本公积 2.06 亿元, 受长期股权投资权益法核算下被投资单位其他权益变动、合并范围变动等因素的影响, 公司减少资本公积 2.79 亿元。

2018—2020 年, 公司少数股东权益持续增长, 年均复合增长 10.97%; 2020 年底为 81.55 亿元, 较上年底增加 11.04 亿元。

2021 年 9 月底, 公司所有者权益 489.83 亿元, 较上年底增长 2.51%, 主要源于政府资金注入和利润累积。

(2) 负债

近年来, 公司债务规模持续增长, 以长期债务为主, 整体债务负担一般。

2018—2020 年, 公司负债规模持续增长, 年均复合增长 11.87 %。2020 年底, 公司负债总额较上年底增长 4.25%; 负债构成以非流动负债为主。

表 16 公司负债主要构成(单位: 亿元、%)

科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	74.24	20.53	85.81	19.77	89.22	19.71	65.55	13.63
短期借款	9.44	2.61	9.32	2.15	9.86	2.18	10.01	2.08
一年内到期的非流动负债	26.97	7.46	35.92	8.27	35.50	7.84	8.79	1.83
非流动负债	287.38	79.47	348.31	80.23	363.34	80.29	415.45	86.37
长期借款	63.59	17.58	104.34	24.04	118.26	26.13	132.40	27.53
应付债券	83.10	22.98	98.55	22.70	106.51	23.53	143.51	29.84
长期应付款(合计)	131.65	36.41	133.86	30.83	130.16	28.76	131.70	27.38
负债总额	361.62	100.00	434.12	100.00	452.55	100.00	481.00	100.00

资料来源: 公司审计报告和财务报表

2018—2020 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 9.63%。2020 年底，公司流动负债较上年底增长 3.97%。

2018—2020 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 2.20%。2020 年底，公司短期借款较上年底增长 5.84%，包括信用借款 2.91 亿元、保证借款 6.95 亿元。

2018—2020 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 14.72%。2020 年底，一年内到期的非流动负债较上年底下降 1.16%，由一年内到期的长期借款 16.95 亿元、一年内到期的应付债券 15.30 亿元和一年内到期的长期应付款 3.25 亿元构成。

2018—2020 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 12.44%。2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 4.31%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

2018—2020 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 36.38%。2020 年底，公司长期借款较上年底增长 13.34%；包含一年内到期的长期借款在内，信用借款 12.93 亿元、抵押借款 89.07 亿元、保证借款 33.22 亿元。

2018—2020 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 13.21%。2020 年底，公司应付债券较上年底增长 8.08%，主要系发行“20 兴泸 PPN001”“20 兴泸 01”“20 川兴泸投资 ZR001”“20 川兴泸投资 ZR002”“20 川兴泸投资 ZR003”和“20 川兴泸投资 ZR004”所致。

2018—2020 年，公司长期应付款（合计）波动下降，年均复合下降 0.57%。2020 年底，公司长期应付款（合计）较上年底下降 2.76%，其中含专项应付款 28.45 亿元。长期应付款主要为公司及交投集团与其他金融机构合作设立的基金、泸州市中心城区危旧房和棚户区改造项目资金、政府专项债券资金，专项应付款主要为公司承接基础设施建设项目所收到的资金。本报告将公司长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2021 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 6.29%；负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，2018—2021 年 9 月底，公司债务规模持续增长，结构以长期债务为主。从债务指标来看，2018—2021 年 9 月底，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呈上升趋势，公司整体债务负担一般。截至 2021 年 9 月底，公司发行的永续债券总额 19.91 亿元，若将永续债券考虑在内，上述指标将高于测算值。

表 17 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 9 月底
短期债务	37.74	46.83	46.99	25.34
长期债务	240.36	292.85	315.74	365.73
全部债务	278.10	339.68	362.73	391.07
资产负债率	45.28	48.90	48.64	49.55
全部债务资本化比率	38.89	42.82	43.15	44.39
长期债务资本化比率	35.48	39.23	39.79	42.75

资料来源：审计报告和公司提供

有息债务期限结构方面，2022 年—2024 年公司到期债务规模分别约为 44.27 亿元、41.82 亿元和 33.24 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，参股企业经营情况较好，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。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 19.67%；营业成本年均复合增长 17.22%，增幅略低于营业收入。

表 18 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	40.38	53.78	57.83	46.26
营业成本	31.79	43.90	43.68	35.57
费用总额	14.22	14.17	14.71	10.92
其他收益	8.11	9.73	7.55	1.64
投资收益	14.61	17.02	18.98	13.52
利润总额	16.48	21.32	24.31	14.61
营业利润率（%）	19.84	17.28	23.06	22.01

总资本收益率 (%)	3.61	3.77	3.87	--
净资产收益率 (%)	3.52	4.47	4.76	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从期间费用看，2018—2020 年，公司期间费用变化不大。2020 年，公司费用总额同比增长 3.78%，以管理费用（占 29.93%）和财务费用（占 56.99%）为主。2020 年，公司期间费用率为 25.44%，同比下降 0.92 个百分点。

2018—2020 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长 21.45%。

2018—2020 年，公司其他收益分别相当于利润总额的 49.21%、45.64%和 31.06%，主要是项目补助、限价房补助和公交业务补助等。同期，公司投资收益分别相当于利润总额的 88.65%、79.83%和 78.07%，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，2018—2020 年，公司营业利润率波动上升，总资本收益率和净资产收益率持续增长。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 46.26 亿元，相当于 2020 年全年 80.00%，实现利润总额 14.61 亿元。

5. 现金流分析

2018—2020 年，公司的收入实现质量较好，经营活动净现金流有所波动，投资活动现金流呈持续净流出状态。随着公司项目建设推进和债务到期，公司存在一定的融资需求。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 10.99%，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，经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 14.94%，主要为经营业务现金流出及往来款流出。2018—2020 年，公司经营活动净现金流有所波动。

从收入实现质量看，2018—2020 年，公司现金收入比有所波动，收入实现质量好。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	67.86	82.65	83.59	81.15
经营活动现金流出小计	58.97	84.53	77.92	89.25
经营活动现金流量净额	8.88	-1.89	5.68	-8.10
投资活动现金流入小计	62.72	61.80	69.37	35.95
投资活动现金流出小计	68.55	64.80	71.42	38.10
投资活动现金流量净额	-5.83	-3.00	-2.05	-2.14
筹资活动现金流入小计	69.78	54.81	87.59	85.00
筹资活动现金流出小计	77.13	80.76	96.71	72.68
筹资活动现金流量净额	-7.35	-25.95	-9.11	12.32
现金收入比	102.86	94.23	111.74	96.62

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 5.17%，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，投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 2.07%，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。2018—2020 年，公司投资活动现金流净额持续为负，净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 12.04%。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；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 11.97%，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。2018—2020 年，公司筹资活动现金净流出规模波动较大。

2021 年 1—9 月，公司经营活动和投资活动现金流均为净流出，筹资活动现金流转为净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标很强，长期偿债能力指标较强，间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率波动增长，速动比率持续下降，2021 年 9 月底上述指标较 2020 年底均有所上升。2021 年 9 月底，公司现金短期债务比为 3.52 倍。公司短期偿债能力很强。

表 20 公司偿债能力指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率（%）	291.06	339.90	322.84	454.89
速动比率（%）	263.93	197.35	181.85	264.00
现金短期债务比（倍）	3.08	1.91	1.75	3.52
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	30.25	34.94	38.38	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	2.27	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.19	9.72	9.36	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均波动上升。公司长期偿债能力较强。

截至 2021 年 9 月底，公司对外担保余额合计 126.04 亿元，担保比率为 34.21%。其中，担保业务形成的对外担保余额 54.04 亿元，其他担保余额 71.99 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、养殖业等产业的中小企业。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 2021 年 9 月底，公司担保业务累计担保代偿率为 3.54%，担保代偿率处于较高水平。除担保业务外，公司对外担保企业均为国有全资或控股单位，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，存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2021 年 9 月底公司对外担保（不含担保业务）情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保余额	担保起始日	担保到期日
川铁（泸州）铁路有限责任公司	0.50	2008/3/21	2028/3/30
川铁（泸州）铁路有限责任公司	0.57	2006/12/19	2026/12/18
四川叙大铁路有限责任公司	2.36	2011/1/10	2030/12/20
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	1.15	2019/8/1	2024/8/1
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	2.11	2020/6/19	2028/6/18
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	1.12	2021/6/29	2029/6/17
泸州云龙机场空港发展有限责任公司	0.03	2021/6/24	2024/3/20
泸州机场（集团）有限责任公司	7.99	2020/9/11	2028/9/11
泸州两江新城建设投资有限公司	11.68	2015/11/17	2032/11/13
泸州临港投资集团有限公司	0.96	2016/12/31	2028/1/1
泸州临港投资集团有限公司	1.50	2020/6/29	2025/6/29
泸州临港投资集团有限公司	4.38	2019/9/20	2021/12/12
四川发展融资担保股份有限公司	6.00	2021/7/30	2026/7/29
泸州市高新投资集团有限公司	11.25	2015/9/10	2032/9/9
泸州市高新投资集团有限公司	6.92	2019/9/6	2025/5/24
四川天毛科技有限公司	0.00	2018/11/20	2021/11/20
江苏天华富邦科技有限公司	0.00	2018/11/20	2021/11/20
广西川桂国际投资发展有限公司	0.16	2021/8/12	2031/11/11
四川泸渝高速公路开发有限责任公司	3.10	2017/9/1	2040/8/31
四川泸州港务有限责任公司	0.76	2010/3/3	2028/10/25
四川泸州港务有限责任公司	0.17	2013/4/19	2023/4/18
川南城际铁路有限责任公司	9.16	2019/10/30	2049/10/30
泸州发展融资担保有限公司	0.05	2021/6/18	2022/6/17
泸州发展融资担保有限公司	0.10	2021/6/18	2022/6/17
合计	71.99	--	--

注：公司对四川发展融资担保股份有限公司的担保系为泸州临港投资集团有限公司提供的反担保，对泸州发展融资担保有限公司的担保系为泸州文旅天骄教育投资有限责任公司提供的反担保

资料来源：公司提供

截至 2021 年 6 月底，公司合并口径共获银行授信额度 390.47 亿元，尚未使用额度为 195.91 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，母公司负债水平较低，短期偿债能力强。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由各子公司运营。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。

2020 年底，母公司资产总额 502.87 亿元，较上年底增长 4.42%。其中，流动资产 75.50 亿元，非流动资产 427.37 亿元。

2020 年底，母公司所有者权益为 369.49 亿元，较上年底增长 2.58%。2020 年底，母公司负债总额 133.37 亿元，较上年底增长 9.88%。其中，流动负债 29.78 亿元，非流动负债 103.60 亿元。2020 年底，母公司资产负债率为 26.52%，较 2019 年底提高 1.32 个百分点，负债水平较低。2020 年底，母公司现金短期债务比为 1.02 倍，短期偿债能力强。

2020 年，母公司营业收入为 0.20 亿元，利润总额为 17.44 亿元，主要来自投资收益。

2021 年 9 月底，母公司资产总额 534.57 亿元，所有者权益为 368.45 亿元；母公司资产负债率 31.08%；全部债务 122.44 亿元，全部债务资本化比率 24.94%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 0.12 亿元，利润总额 10.07 亿元，投资收益 12.40 亿元。

九、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持续得到有力的外部支持。

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。

2020 年，泸州市国资委将文旅集团 51% 股权无偿划转至公司，相应增加资本公积 1.41 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，公司收到泸州市财政局划拨的资金 0.15 亿元、泸州市交通局划入的隆黄铁路项目资金 0.50 亿元，计入“资本公积”。

2021 年，公司子公司交投集团收到泸州市下辖区政府拨付的川南城际铁路泸州段、渝昆铁路等项目资金，增加公司资本公积 7.17 亿元。

3. 政府补助

2017—2020 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合计分别为 10.09 亿元、8.15 亿元、9.74 亿元和 7.55 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

公司子公司兴泸燃气和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。根据四川省地方税务局相关通知文件，公司子公司泸州市兴泸融资担保集团有限公司企业所得税减按 15% 税率征收。根据相关《税务事项通知书》等文件，公司子公司兴泸污水和兴泸小贷企业所得税减按 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%。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额不超过9.00亿元，按发行金额上限9亿元测算，相当于2021年9月底公司全部债务和长期债务的2.30%和2.46%，其发行对公司现有债务规模影响较小。

以2021年9月底财务数据为基础，考虑到公司发行的6亿元“21兴泸05”，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，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上升至50.31%、45.33%和43.73%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还公司债务，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以2021年9月底债务数据为基础，考虑到公司发行的6亿元“21兴泸05”，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司长期债务380.73亿元，经营活动现金流入对发行后长期债务的覆盖能力较弱，EBITDA对发行后长期债务的覆盖能力一般。考虑到本期债券全部用于偿还有息债务，经营活动现金流入和EBITDA对长期债务的覆盖能力或将高于测算值。

表 22 本期债券偿还能力测算

项目	2021年9月底
发行后长期债务*（亿元）	380.73
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.22
经营性净现金流/发行后长期债务（倍）	0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	9.83

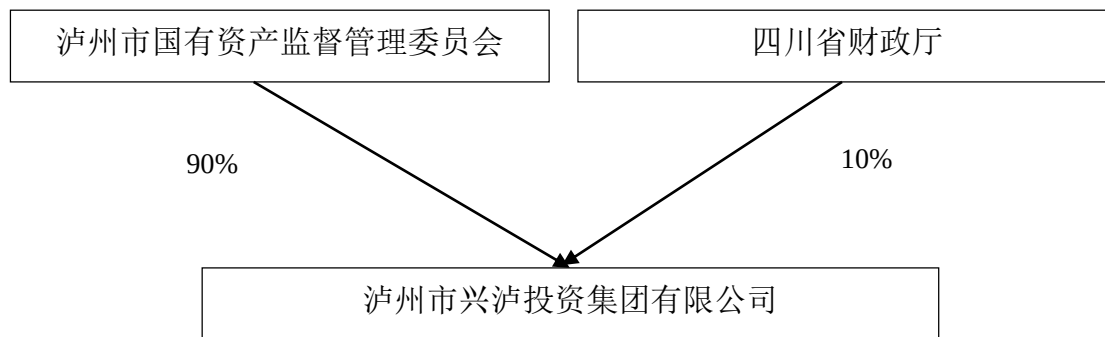
注：发行后长期债务为将本期债券和“21兴泸05”计入后测算的长期债务总额；经营性现金流和EBITDA采用2020年数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

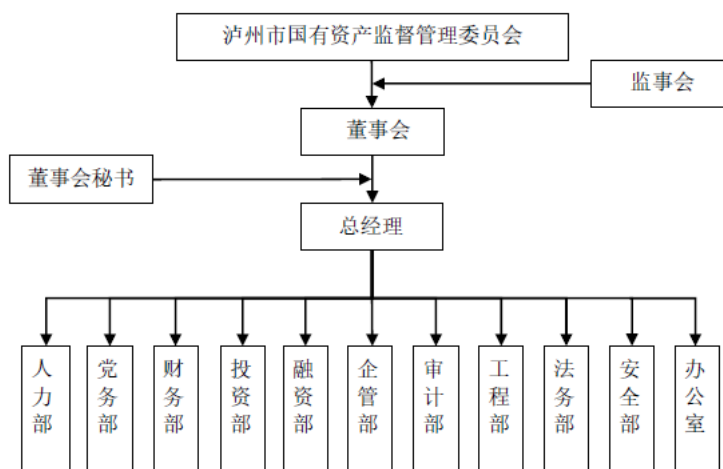
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 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 2021 年 9 月底纳入公司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	100.00	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	47.01	47.01
5	泸州市城南建设投资有限公司	投资	85000.00	100.00	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	86900.00	69.26	69.26
11	泸州市农村开发投资建设有限公司	投资	8000.00	80.00	80.00
12	泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司	基金	10000.00	100.00	100.00
13	泸州市乐养旅游开发有限公司	旅游开发	30000.00	90.00	90.00
14	泸州市南寿山实业发展有限责任公司	公用	5000.00	100.00	100.00
15	泸州市兴泸远大建筑科技有限公司	建筑	12480.00	55.00	55.00
16	泸州市叙兴建筑工业有限公司	工程	8410.00	70.00	70.00
17	泸州市兴泸融资租赁有限公司	金融	17000.00	100.00	100.00
18	泸州市兴泸商业保理有限公司	保理	5000.00	100.00	100.00
19	泸州浦发扶贫投资发展基金合伙企业（有限合伙）	投资	1500000.00	80.04	80.04
20	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
21	泸州市民卡科技有限公司	信息技术	17000.00	60.59	60.59
22	泸州市江南新区建设投资有限责任公司	投资	239317.08	100.00	100.00
23	泸州市毅诚实业有限公司	房屋建筑	10000.00	100.00	100.00
24	泸州市文化旅游发展投资集团有限公司	旅游	100000.00	91.00	91.00

注：公司对部分子公司的持股比例与工商登记不一致，主要原因包括公司计算持股比例时包括了国开基金的持股权比例、以实缴资本为准计算持股比例以及对子公司减资事项尚未进行工商登记等；公司因对泸州市兴泸融资担保集团有限公司和泸州华润兴泸燃气有限公司形成实际控制，故将其纳入公司合并范围

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	116.34	89.32	82.34	89.16
资产总额（亿元）	798.66	887.73	930.37	970.83
所有者权益（亿元）	437.04	453.60	477.81	489.83
短期债务（亿元）	37.74	46.83	46.99	25.34
长期债务（亿元）	240.36	292.85	315.74	365.73
全部债务（亿元）	278.10	339.68	362.73	391.07
营业收入（亿元）	40.38	53.78	57.83	46.26
利润总额（亿元）	16.48	21.32	24.31	14.61
EBITDA（亿元）	30.25	34.94	38.74	--
经营性净现金流（亿元）	8.88	-1.89	5.68	-8.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.18	3.84	3.50	--
存货周转次数（次）	1.69	0.62	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	102.86	94.23	111.74	96.62
营业利润率（%）	19.84	17.28	23.06	22.01
总资本收益率（%）	3.61	3.77	3.87	--
净资产收益率（%）	3.52	4.47	4.76	--
长期债务资本化比率（%）	35.48	39.23	39.79	42.75
全部债务资本化比率（%）	38.89	42.82	43.15	44.39
资产负债率（%）	45.28	48.90	48.64	49.55
流动比率（%）	291.06	339.90	322.84	454.89
速动比率（%）	263.93	197.35	181.85	264.00
经营现金流动负债比（%）	11.96	-2.20	6.36	--
现金短期债务比（倍）	3.08	1.91	1.75	3.52
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	2.27	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.19	9.72	9.36	--

注：1. 尾差系四舍五入造成；2. 本报告将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；3. 2021 年 1—9 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.18	7.54	15.36	34.10
资产总额（亿元）	474.63	481.58	502.87	534.57
所有者权益（亿元）	352.31	360.20	369.49	368.45
短期债务（亿元）	18.55	13.99	15.02	2.61
长期债务（亿元）	67.81	61.12	79.83	119.83
全部债务（亿元）	86.35	75.11	94.85	122.44
营业收入（亿元）	0.09	0.22	0.20	0.12
利润总额（亿元）	11.71	15.16	17.44	10.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.88	-1.45	0.81	3.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	0.02	0.01	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	108.62	104.71	140.90	84.64
营业利润率（%）	-66.30	31.65	5.41	-7.84
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.32	4.21	4.71	--
长期债务资本化比率（%）	16.14	14.51	17.77	24.54
全部债务资本化比率（%）	19.68	17.25	20.43	24.94
资产负债率（%）	25.77	25.21	26.52	31.08
流动比率（%）	209.63	171.49	253.56	473.44
速动比率（%）	209.63	143.28	218.66	422.63
经营现金流动负债比（%）	11.67	-4.09	2.71	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.54	1.02	13.05
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 尾差系四舍五入造成；2. 母公司 2021 年 1-9 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和利息支出，EBITDA 及相关指标无法计算；5. 未调整母公司有息债务

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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 2022 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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。