# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1570 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泸州市兴泸投资集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12兴泸集MTN1”和“13兴泸MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十九日

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

# 泸州市兴泸投资集团有限公司中期票据跟踪评级报告

**主体长期信用**

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

**债项信用**

| 名称 | 额度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 12 兴泸集 MTN1 | 15 亿元 | 2012/12/24-2017/12/24 | AA | AA |
| 13 兴泸 MTN001 | 10 亿元 | 2013/11/11-2018/7/22 | AA | AA |

**跟踪评级时间：**2015 年 7 月 29 日

**财务数据**

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 30.42 | 26.76 | 63.78 | 45.88 |
| 资产总额(亿元) | 196.11 | 249.88 | 340.98 | 345.62 |
| 所有者权益合计(亿元) | 117.95 | 144.15 | 161.62 | 164.36 |
| 短期债务(亿元) | 6.70 | 11.21 | 9.89 | 9.89 |
| 全部债务(亿元) | 56.15 | 77.79 | 147.76 | 150.76 |
| 营业收入(亿元) | 7.92 | 8.42 | 10.31 | 2.60 |
| 利润总额(亿元) | 10.02 | 8.77 | 5.03 | 1.46 |
| EBITDA(亿元) | 13.13 | 12.83 | 10.29 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.68 | -2.12 | 1.49 | -0.63 |
| 营业利润率(%) | 37.82 | 45.09 | 48.02 | 41.62 |
| 净资产收益率(%) | 8.30 | 5.74 | 2.75 | -- |
| 资产负债率(%) | 39.85 | 42.31 | 52.60 | 52.45 |
| 全部债务资本化比率(%) | 32.25 | 35.05 | 47.76 | 47.84 |
| 流动比率(%) | 267.17 | 278.09 | 430.30 | 394.99 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.28 | 6.06 | 14.36 | -- |
| 经营现金流动负债比(%) | 23.26 | -7.40 | 5.11 | -- |

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务。

**分析师**

竺文彬　杜蜀萍
lianhe@lhratings.com

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

**评级观点**

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”或“兴泸集团”）是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的运营主体。跟踪期内，泸州市财力增长良好，在资产资金划拨和补贴等方面对公司支持力度持续较大，公司燃气、水务等业务收入稳步增长，资产大幅增加，公司整体经营情况良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模上升，整体盈利能力易受参股企业影响，利润规模有所下降等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

随着城市化进程的加快，泸州市经济稳步发展，财政实力增强。泸州市政府在资本金、财政补贴、债务偿还以及政策优惠等方面对公司进行的持续、稳定支持有望继续支撑公司的信用基本面。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 兴泸集 MTN1”和“13 兴泸 MTN001”AA 的信用等级。

**优势**

1. 跟踪期内，泸州市区域经济持续发展，财政收入上升，为公司发展提供良好的外部环境.
2. 跟踪期内，公司继续得到泸州市政府在资产划拨资本金、财政补贴等方面持续支持。
3. 跟踪期内，公司燃气、水务等业务稳步增长，资产总额大幅增加，整体经营情况良好。

**关注**

1. 公司主营业务收入及利润规模较低，利润总额主要来源于泸州老窖的投资收益；受泸州老窖经营业绩影响，跟踪期内公司利润总额持续下降。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模大幅上升。
3. 跟踪期内，公司持有至到期投资（主要为委

托贷款）及长期应收款持续快速增长，其他应收款规模大，对公司资金形成了一定占用。

4. 公司在建项目资金需求大，存在较大的投资压力。

# 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泸州市兴泸投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泸州市兴泸投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因泸州市兴泸投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泸州市兴泸投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用及存续期内“12 兴泸集 MTN1”和“13 兴泸 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、 企业基本情况

泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”或“兴泸集团”）是 2003 年 1 月 28 日经泸州市人民政府批准（泸市府发〔2002〕133 号），由泸州市财政局投资组建的国有独资公司。2006 年，公司出资人变更为泸州市国有资产监督管理委员会（泸市府发〔2006〕37 号）。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 49.34 亿元，泸州市国有资产监督管理委员会持有公司 100%的股份，是公司的实际控股人。

公司是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的运营主体。公司经营范围包括：从事能源、交通、基础设施、支柱产业及高新技术产业的投资；对公用企业、经营性项目进行参股、控股；对授权的国有资产进行经营、管理，并通过资本营运，开展投资、融资业务；开发建设、投资理财的信息咨询及委托代理业务；景区、公园、停车场的管理、服务。

截至 2014 年底公司拥有 22 家一级子公司，17 家二级子公司，其中有 5 家一级子公司未纳入合并范围：泸州市森泰垃圾处理有限公司、泸州临港产业投资发展有限公司、泸州市高新投资有限公司、泸州沱江新城建设投资有限公司、泸州长江生态湿地新城投资有限公司。公司本部设立了投资部、资产管理部、工程部和安全生产管理部等 9 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 340.98 亿元，所有者权益合计为 161.62 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，利润总额 5.03 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 345.62 亿元，所有者权益合计为 164.36 亿元（其中少数股东权益 8.82 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，利润总额 1.46 亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区童家路 1 号；法定代表人：袁斗泉。

## 三、 宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292

亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

## 四、 行业及区域经济环境

### 1. 行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以

下简称“《43号文》”)。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351号，以下简称“《351号文》”)，《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

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

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

2. 区域经济环境

（1）经济概况

泸州市是中国著名的“酒城”，是川、滇、黔、渝四省市结合部的交通枢纽，依托长江黄金水道和西南出海大通道，水陆空铁立体交通体系完备，是国家交通部确定的二级枢纽站和长江主枢纽港。近年来，泸州市抓住国家实施西部大开发的历史机遇，推进“煤电化路港”综合开发，实施工业强市战略，各方面保持了较快的增长。

2014 年泸州市经济保持快速增长，根据《2014 泸州市过国民经济和社会发展公报》数据显示，2014 年泸州市国民生产总值 1259.73 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 162.27 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 759.23 亿元，增长 12.2%；第三产业增加值 338.23 亿元，增长 10.9%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 4.5%、69.3%和 26.2%。人均地区生产总值 29655 元，增长 11.0%。三次产业结构由上年的 13.6：60.0：26.4 调整为 12.9：60.3：26.8。

2014 年，泸州市固定资产投资资总量继续扩大，全年全社会固定资产投资 1180.99 亿元，比上年增长 36.3%，其中计划投资 500 万元及以上的建设项目和房地产投资（不含农户）1176.99 亿元，增长 36.3%。投资结构方面，第一产业完成投资 20.13 亿元，比上年增长 96.1%；第二产业完成投资 519.68 亿元，增长

17.5%，其中工业投资 517.95 亿元，增长 18.0%；第三产业完成投资 641.18 亿元，增长 54.9%。基础设施投资 283.53 亿元，增长 37.1%。民生及社会事业投资 163.64 亿元，增长 70.7%。

表 1　泸州市 2012~2014 年经济发展情况

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|---|---|---|---|
| 全市生产总值（亿元） | 1030.45 | 1140.48 | 1259.73 |
| 第一产业增加值（亿元） | 143.60 | 155.60 | 162.27 |
| 第二产业增加值（亿元） | 624.03 | 684.37 | 759.23 |
| 第三产业增加值（亿元） | 262.82 | 300.51 | 338.23 |
| 固定资产投资（亿元） | 671.15 | 866.36 | 1180.99 |
| 社会消费品零售总额(亿元） | 358.38 | 411.94 | 468.33 |

资料来源：泸州市国民经济和社会发展统计公报

（2）财政实力

伴随着泸州市经济的快速发展，其财政实力也逐步增强。2012~2014 年地方综合财力分别为 261.57 亿元、319.49 亿元和 352.76 亿元。2014 年，泸州市一般预算收入 115.92 亿元，较 2014 年增长 5.77%。财政收入的较快增长提高了地方政府的财政实力，为公司未来业务的发展和债券偿还提供了重要保证。从收入来源看，2012~2014 年税收收入占比分别为 71.87%、62.53%和 53.36%。未来，随着泸州市经济的持续发展，一般预算收入也将随之增长。

上级政府补助收入是泸州市地方综合财力的重要构成部分。2012~2014 年，上级补助收入分别为 126.05 亿元、136.99 亿元和 155.09 亿元，补助力度逐年增强，在一定程度上增强了泸州市的地方综合财力。

基金收入方面，2012~2014年泸州市政府性预算收入分别为49.89亿元、70.25亿元和78.87亿元，主要为土地出让金收入。不断增长的土地出让金收入有力的增强了地方政府的财政调节能力，但土地市场的波动给政府性基金收入带来了一定的不确定性。

表2　泸州市2012~2014年财政收支状况（单位：万元）

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|---|---|---|---|
| （一）一般预算收入 | 827882 | 1096014 | 1159216 |
| 1、税收收入 | 594980 | 685306 | 618512 |
| 2、非税收入 | 232902 | 410708 | 540704 |
| （二）上级补助收入 | 1260546 | 1369894 | 1550947 |
| 1、一般性转移支付收入 | 614205 | 683028 | 772993 |
| 2、专项转移支付收入 | 570628 | 612596 | 696433 |
| 3、返还性收入 | 75713 | 74270 | 81521 |
| （三）政府性基金收入 | 498924 | 702522 | 788688 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 422928 | 622519 | 701968 |
| （四）预算外财政专户收入 | 28323 | 26441 | 28720 |
| **地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）** | **2615675** | **3194871** | **3527571** |

资料来源：泸州市财政局

总体看，泸州市经济稳步发展，财政实力稳定增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

## 五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，泸州市国有资产监督管理委员会为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的100%。

2. 政府支持

公司是泸州市政府从事城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理等方面的

运营主体。跟踪期内，泸州市政府通过财政补贴、资产划拨及增资等形式，不断给予公司支持。

**资产划拨**

跟踪期内，泸州政府对公司划拨资产累计17.07亿元，主要包括高新投资有限公司、临港产业投资发展有限公司和森泰垃圾处理有限公司的股权以及公园等经营性资产。

表4　2014年地方政府资产划拨情况（单位：万元）

| 序号 | 划拨资产名称 | 资产价值 | 政策文件名称 | 资产性质 | 会计处理 | 备注（如是土地请标注面积） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 泸州市高新投资有限公司 80%的股权 | 65670 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕33 号 | 股权 | 资本公积 | |
| 2 | 泸州临港产业投资发展有限公司 64%的股权 | 64003 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕33 号 | 股权 | 资本公积 | |
| 3 | 泸州市森泰垃圾处理有限公司股权 | 8191 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕9 号 | 股权 | 资本公积 | |
| 4 | 泸州市忠山公园经营性资产 | 1071 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕65 号 | 土地、房产 | 资本公积 | 房屋建筑面积 1427.94 ㎡，土地使用权面积 829.22 ㎡ |
| 5 | 泸州市江阳公园经营性资产 | 9060 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕45 号 | 土地、房产 | 资本公积 | 经营性房屋建筑面积共 16472.59 ㎡，划拨土地使用权面积 9750.85 ㎡ |
| 6 | 泸州市张坝景区公园资产 | 22671 | 泸市府函〔2014〕177 号、泸国资产权〔2014〕45 号 | 土地、房产 | 资本公积 | 房屋建筑面积共 47658.25 ㎡，划拨土地使用权面积 118308 ㎡ |
| 7 | 泸州市同成物业管理有限公司全部股权 | 49.93 | 泸市府阅〔2013〕77 号 泸市国土资〔2013〕438 号 | 股权 | 资本公积 | |
| | **合计** | **170715.93** | | | | |

资料来源：公司提供

**资金划拨**

在资金拨付方面，跟踪期内，政府累计拨付9.88亿元，实现对兴泸水务（集团）有限公司、长江生态湿地新城投资有限公司、沱江新城建设投资有限公司等公司的注资。

表5　2014年政府对公司资金拨付情况（单位：万元）

| 序号 | 注入公司名称 | 主要内容 | 资产价值 | 政策文件名称 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 川南成际铁路有限责任公司 | 公司项目资本金 | 8000 | |
| 2 | 泸州市基础建设投资有限公司 | 绕城路、二环路市政道路项目建设资本金注入 | 26600 | 《关于增加泸州市兴泸投资集团有限公司资本金的通知》 |
| 3 | | 土地出让金及市本级税金 | 4138 | 泸投集团司[2014]161 号 |
| 4 | 沱江新城建设投资有限公司 | 注册资本注入 | 1000 | 泸市财综[2014]229 号 |
| 5 | 泸州市交通投资集团有限责任公司 | 注册资本注入 | 10000 | 《泸州市交通投资集团有限责任公司运行方案》 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 6 | 泸州市城南建设投资有限公司 | 项目资本金投入 | 49100 | 泸市财[2014]9 号 |
| | **合计** | | **98838** | |

资料来源：公司提供

**政府补贴**

2014年公司获得政府补助2.53亿元，主要为各期债券的发行费用和利息补贴、机场航线补助和搬迁补偿等。上述补助资金均计入“营业外收入”。

整体看，跟踪期内泸州市政府继续通过资产划拨、政府补助等方式予以公司持续支持，有利于公司业务的正常开展。

## 六、 管理分析

2015年3月，袁斗泉任泸州市兴泸投资集团有限公司董事会董事、董事长（泸国资委发[2015]29号），黄毅不再担任泸州市兴泸投资集团有限公司董事、董事长、总经理职务。袁斗泉出生于1962年10月，大学本科学历，中共党员，助理会计师。历任泸州市江阳区财政局局长、党组书记，中共合江县委常委、副县长，泸州市财政局副局长，中共泸州市江阳区委副书记，市委农工办主任，市住房和城乡规划建设局局长、党组书记，市住房和城乡建设局局长、党组书记等职。现兼任川铁泸州铁路有限责任公司副董事长等职。

2015年4月，代志伟担任泸州市兴泸投资集团有限公司总经理、党委副书记（泸国资委发[2015]45号），代志伟出生于1969年1月，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。

跟踪期内，公司无管理制度和其他管理人员等方面无重大变化。

## 七、 经营分析

1.经营现状

公司主营业务是城市基础设施投融资、建设管理以及国有资产经营管理。其中公司本部主要负责政府基础设施投融资及其建设管理业务，天然气、水务等城市公用事业板块由下属子公司负责。

跟踪期内，公司营业收入继续保持增长，2014年为10.31亿元，同比增长22.66%。从公司营业收入构成看，天然气、安装工程和水务业务（自来水和污水处理）为公司主要收入来源，占营业收入的比重分别为36.29%、17.26%和26.87%。伴随小贷业务扩张，跟踪期内公司小额贷款业务收入大幅增长，同比增长140.73%，为0.75亿元，对收入形成良好的补充。

毛利率方面，跟踪期内，公司天然气业务、自来水销售业务、安装工程、机场服务收入和污水处理业务毛利率基本维持稳定；在污水处理业务毛利率增长，以及小额贷款业务高盈利能力带动下，跟踪期内公司主营业务毛利率增长至51.10%，较2013年增长近5.68个百分点。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.60亿元，营业利润率42.84%，营业毛利率为43.30%。

表 6　公司主营业务结构与毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 销售天然气收入 | 29722.46 | 39.72 | 36.09 | 31910.20 | 40.56 | 37.12 | 35019.65 | 36.29 | 36.60 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售自来水收入 | 11993.47 | 16.03 | 25.93 | 13425.29 | 17.07 | 24.33 | 14955.29 | 15.50 | 22.45 |
| 安装工程收入 | 12319.55 | 16.46 | 56.56 | 13147.09 | 16.71 | 64.19 | 16652.30 | 17.26 | 69.55 |
| 污水处理费收入 | 4237.60 | 5.66 | 14.36 | 8975.61 | 11.41 | 53.78 | 10969.61 | 11.37 | 56.41 |
| 担保费收入 | 3078.73 | 4.11 | 99.71 | 5380.40 | 6.84 | 100.00 | 7444.87 | 7.72 | 100.00 |
| 路桥收费收入 | 11646.38 | 15.56 | 27.23 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 机场服务收入 | 1618.11 | 2.16 | -5.23 | 1888.44 | 2.40 | -16.51 | 2757.79 | 2.86 | 2.39 |
| 出租车运输服务收入 | 211.11 | 0.28 | 25.30 | 815.82 | 1.04 | 27.92 | 1166.73 | 1.21 | 27.48 |
| 小额贷款业务收入 | -- | | -- | 3126.87 | 3.97 | 100.00 | 7527.20 | 7.80 | 100.00 |
| **合计** | **74827.40** | **100.00** | **36.91** | **78669.72** | **100.00** | **46.78** | **96493.45** | **100.00** | **51.10** |

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司主要业务板块均保持较好的增长态势。

2. 公司经营

**基础设施建设业务**

公司是泸州市政府授权经营国有资产的专业投资机构，是市政府在市属基础设施建设的投资主体。公司基础设施运营模式是政府委托代建：公司代政府作为项目业主负责投资政府指定的相关基础设施项目，项目所需资金均由公司自筹和外部融资，融资本金和利息由政府拨付至公司进行偿还或由公司偿还、政府以其他方式（如增加资本金、股权划入等）进行补偿，公司委托市建委进行招标建设，项目记入公司在建工程，公司无代建收益，泸州市政府每年给予少部分财政补贴，记入营业外收入中。

公司前期建设的兴泸集团综合楼项目未完工，目前正在建设，原计划投资0.98亿元，修改立项批复后的总投资额为1.75亿元，截至2015年3月底，累计投资1.20亿元，目前在“在建工程”科目体现。目前，公司主要在建项目中心城区危旧房和棚户区改造项目一期、沙茜片区市政基础设施项目和云龙机场工程等，暂时没有拟建项目，上述投资项目计划投资总额138.26亿元，截至2015年3月底已完成投资51.44亿元，未来公司尚需投资86.82亿元，资金需求量较大。

表7　截至2015年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目 | 预计总投资 | 截至 2015 年 3 月底已完成投资 | 项目周期 |
|---|---|---|---|
| .泸州市中心城区危旧房和棚户区改造项目一期 | 381200 | 50560 | 2014-2015 |
| 泸州市云龙机场迁建工程项目 | 273605 | 122000 | 2015-2017 |
| 教科城项目 | 233900 | 46842 | 2013-2015 |
| 沙茜片区城市基础设施建设项目 | 153900 | 107908 | 2012-2015 |
| 沱四桥及连接线工程 | 140774 | 5239 | 2014-2016 |
| 酒博会场馆及道路体系项目 | 30000 | 19231 | 2014-2015 |
| 城东污水处理厂项目一期 | 24600 | 3543 | 2014-2015 |
| 城南污水处理厂项目一期 | 26300 | 8837 | 2014-2015 |
| 南郊二水厂 | 17802 | 5552 | 2014-2015 |
| 茜草二水厂 | 28595 | 760 | 2014-2015 |
| 泸州市定向限价房建设项目 | 163400 | 94285 | 2013-2016 |
| 泸州市城市生活垃圾焚烧发电厂项目 | 82000 | 26522 | 2014-2015 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 城市排水管网 | 7127 | 1105 | 2014-2015 |
| 城区截污干管 | 93000 | 22000 | 2014-2016 |
| **合计** | **1382598** | **514384** | |

资料来源：公司提供

**天然气业务**

公司天然气业务由子公司泸州华润兴泸燃气有限公司（以下简称“天然气公司”）承担，业务主要集中在天然气居民入户使用和工业、商业用天然气直供等方面。

截至 2015 年 3 月底，燃气公司拥有城市高中压天然气输气干管 788km、输配气站 2 座、高压储配站 1 座、CNG（压缩天然气）汽车加气站 3 座（其中日供气量 12000m3 一座、日供气量 20000m3 两座），累计用户数达 30.92 万户，工业、商业用户 7649 余户，年供气量超过 1.5 亿 m3。2014 年，公司燃气销售量较 2013 年有所下降，累计用户数也有所减少，但受益于燃气销售量中工业用气、商业用气消费结构的变化，2014 年公司实现售气收入 35019.65 万元，同比增长 9.74%。

表8　公司主要燃气经营数据

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 |
|---|---|---|
| 管道燃气生产量（万立方米） | 14979 | 14459 |
| 管道燃气销售量（万立方米） | 14289 | 13962 |
| 管道燃气累计用户数（万户） | 28 | 26.87 |
| 售气价格：民用气（元/立方米） | 1.93 | 1.93 |
| 工业用气（元/立方米） | >2.95≤3.7 | >2.95≤3.7 |
| 商业用气（元/立方米） | >2.95≤3.7 | >2.95≤3.7 |
| CNG（元/立方米） | 4 | 4 |

资料来源：公司提供

**水务业务**

公司水务业务涵盖自来水供应和污水处理业务，由子公司泸州市兴泸水务(集团）有限公司（以下简称“水务公司”）经营。

截至2015年3月底，水务公司日供水能力约22.85万立方米，供水面积100平方公里，供水区域包括泸州市中心城区以及纳溪、泸县、合江等周边区县、乡镇，供水人口100万左右。跟踪期内，随着城市用水需求上升，公司供水量和售水量进一步上升，2014年公司实现自来水供水收入14955.29万元，同比增长11.39%。

表9　自来水业务主要经营数据

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|---|---|---|---|
| 平均日制水量（万立方米） | 22.85 | 21.44 | 21.17 |
| 供水量（万立方米） | 7081 | 7827 | 8482.83 |
| 售水量（万立方米） | 5689 | 6325 | 6917.96 |
| 销售均价：（元/吨） | 2.11 | 2.20 | 2.33 |

资料来源: 公司提供

污水处理方面，目前污水处理公司下辖9个污水处理厂。根据泸市财综[2013]171号文，目前公司污水处理收费标准为2.88元/吨，由于系2014年公司增加泸县污水处理厂、合江污水处理厂和古蔺污水处理厂，公司污水处理能力提升。2014年全年实现污水处理收入10969.61万元，较2013年增长22.22%。2014年鸭儿凼、二道溪污水处理厂的污水处理已开始按市场化结算，公司污水处理毛利率大幅提升，为56.41%。

随着日供水需求的增长，公司将加大自来水和污水处理投资，包括城东污水处理厂项目一期和城南污水处理厂项目一期，预计总投资分别为2.46亿元和2.63亿元，截至2015年3月底分别已完成投资0.21亿元和0.84亿元，公司将从目前日处理污水能力16.10万吨增加到2016年26.10万吨，增长幅度达62.10%，公司供水业务收入在未来会有大幅增长。

表10　公司主要污水处理厂概况

| 污水处理厂 | 工艺 | 设计处理能力 |
|---|---|---|
| 鸭儿凼污水处理厂 | $A^2/O$ | 5 万 $m^3$/日 |
| 二道溪污水处理厂 | CASS+过滤工艺 | 4 万 $m^3$/日 |
| 叙永污水处理厂 | CASS+过滤工艺 | 2 万 $m^3$/日 |

| | | |
|---|---|---|
| 纳溪污水处理厂 | CAST | 2.75 万 $m^3$/日 |
| 泸县污水处理厂 | CAST生化处理工艺 | 0.6 万 $m^3$/日 |
| 合江污水处理厂 | CAST+紫外消毒 | 1 万 $m^3$/日 |
| 古蔺污水处理厂 | 厌氧+卡鲁塞尔化沟DE型滤池工艺 | 0.75 万 $m^3$/日 |
| 城东污水处理厂 | $A^2$/O+D型纤维滤池 | 近期 5 万 $m^3$/日（远期为 20 万 $m^3$/日） |
| 城南污水处理厂 | $A^2$/O+D型纤维滤池 | 近期 5 万 $m^3$/日（远期为 15 万 |

资料来源：公司提供

**安装工程**

工程安装工程业务具体包括中压管网新建及改造，管网探漏，燃气中压改造、自来水光网安装等，为公司燃气、自来水业务的配套工程。2014年公司实现的安装工程收入达到1.67亿元，较2013年增长26.67%。

**路桥收费**

公司2013年和2014年无路桥收费收入，主要系2012年12月25日，四川省政府新闻办召开了四川省取消政府还贷二级公路收费新闻发布会，四川省从2013年1月1日零时起一次性整体取消收费。公司所属二级收费还贷公路为在本次取消收费的范围内。取消二级公路收费后，未来10年内中央政府将对确认的锁债额度的60%给予补偿。截至2014年底，公司路桥资产锁定债务余额85443万元，目前，泸州市交通局尚未出台取消二级公路收费后的补助明细方案。

**其他业务**

公司还有担保、机场运营、出租车和小额贷款业务。

公司小额信贷业务由控股子公司泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”）运营。随着担保业务扩展，公司担保业务收入快速增长。2014年小贷公司实现营业收入7527.20万元。担保方面，目前公司拥有泸州市兴泸融资担保有限公司和兴泸农业融资担保有限公司两家担保公司。截至2015年3月底，公司担保业务在保企业256户，在保责任余额375143.50万元。小额贷款业务收入和担保费收入均为金融服务类收入，主要的成本费用在营业费用和管理费用中核算，导致此类业务的毛利率为100%。

机场运营方面，2014年，公司经营泸州蓝田机场新增2条航线，目前拥有13条航线，2014年累计接待旅客71.05万人，较2013年增加62.65%，货物运输量2916.20吨，实现营业收入2757.79万元，较上年增长46.04%。为进一步支持泸州经济发展，根据国务院批复的《西部大开发“十二五”规划》，泸州蓝田机场迁建被列入西南机场群的建设规划中。经市政府批准，公司设立了泸州云龙机场空港发展有限责任公司，负责新机场的迁建，规划总投资27.36亿元，截至2015年3月该项目已投资12.20亿元。

出租车业务由子公司泸州市兴泸出租车有限公司运营，公司持股比例为70%。公司现有30辆出租汽车经营权，其中20辆为一汽大众宝来中档出租汽车车型，10辆为标致508高端出租汽车车型，均已投入运行。公司现有8名管理人员，68名驾驶员。2014年出租车运输业务实现营业收入1166.73万元，较2013年增长43.01%。

股权投资方面，公司拥有泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）（证券代码000568）23.67%股权，为该上市公司第二大股东。2014年公司取得投资收益3.96亿元，较上年下降4.08亿元。其中泸州老窖贡献的投资收益为2.07亿元，对公司利润形成重要支撑。2014年，泸州老窖全年利润总额为28.58亿元，较2013年下降49.73%，泸州老窖的股权投资收益较2013年下降4.80亿元。

总体看，天然气、自来水和污水处理等公用事业和工程安装构成公司主要收入来源，由于此种业务具有一定的垄断性，经营较稳定，跟踪期内上述板块收入均有不同程度的增长；跟踪期内，公司小贷业务快速发展，收入大幅增长；此外，跟踪期内泸州老窖股权收益仍是公司利润的重要支撑，受泸州老窖经营业绩下滑影响，公司投资收益有所下降。

## 八、募集资金使用情况

公司于2012年12月发行15亿元中期票据“12兴泸集MTN1”，其中，7亿元用于偿还贷款，调整债务结构；8亿元用于泸州市茜草长江大桥东岸互通式立交桥工程等6个项目建设。截至2015年3月底，募集资金已使用14.80亿元，募投项目已完工，目前处于财务决算阶段。

公司与2013年11月发行10亿元中期票据“13兴泸MTN001”，8.50亿元用于偿还贷款，1.50亿元用于项目建设。截至2015年3月底，募投项目已经使用1.44亿元；8.5亿元已全部用于偿还贷款。

## 九、财务分析

公司 2014 年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊合作伙伴）审计并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。2014 年公司合并范围新增 4 家公司，分别为泸州市兴泸资产管理有限公司、泸州交投集团广告有限公司、泸州交投集团汽车站点建设有限公司和泸州市同成物业管理有限公司，总体看，新纳入合并范围子公司资产规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 340.98 亿元，所有者权益合计为 161.62 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，利润总额 5.03 亿元；截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 345.62 亿元，所有者权益合计为 164.36 亿元（其中少数股东权益 8.82 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.60 亿元，利润总额 1.46 亿元。

### 1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入继续增长态势，经营状况较好，全年实现营业收入103146.29万元，同比增长22.48%；营业利润率增长至48.02%，较2013年增长2.93个百分点。

费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2014年公司期间费用营业收入比为62.96%，较2013年上升34.30个百分点。由于报告期内增加2014年发行的30亿元非公开定向债务融资工具，公司财务费用较2013年上升40.65%。2014年一季度，公司期间费用率为123.41%，主要是因为“08兴泸债”及“11兴泸债”均在一季度付息，财务费用支出不均衡所致。整体看，公司期间费用占比过高，对于公司盈利能力影响较大。

2014年公司营业外收入2.89亿元，其中政府补助收入2.53亿元。政府补助收入主要为财政拨付的“08兴泸债”和“11兴泸债”的贴息9161.29万元；财政拨付的“13兴泸MTN1”和“13兴泸MTN2”贴息9486.20万元；子公司泸州蓝田机场有限公司收到的补助1495.68万元；以及交投集团工程项目补助1779.01万元。

投资收益依然是公司最主要的利润来源，2014年公司实现投资收益3.96亿元，较上年下降53.02%，主要是泸州老窖股权投资收益（2.07亿元）。2014年，泸州老窖利润总额为28.58亿元，较2013年下降49.73%。此外，公司持有的包括泸州市商业银行、泸州老窖股份有限公司在内的部分优质长期投资每年能产生较稳定的现金分红，投资收益对公司利润形成了有力补充。整体看，投资收益占公司利润总额的比重达78.57%，且易受泸州老窖经营业绩影响。

2014年，公司实现利润总额5.03亿元，同比下降42.62%，主要是投资收益下降所致；盈利指标方面，2014年公司营业利润率从2013年的45.09%上升至48.02%；总资本收益率和净资产收益率分别从2013年的5.11%和5.74%下降至2.72%和2.75%。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.60亿元，为上年全年水平的25.24%；营业外收入和投资收益分别为2.26亿元和1.42亿元，分别为上年全年水平的78.32%和36.00%；实现利润总额1.46亿元，为上年全年水平的29.09%。

总体看，跟踪期内公司收入规模持续增长，主营业务盈利能力偏弱，利润总额主要来源于投资收益和财政补贴，受泸州老窖经营业绩下滑影响公司利润总额大幅下降。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014年，公司销售商品、提供劳务收到现金12.12亿元。公司现金收入比基本维持稳定，2014年为117.50%，较2013年上升1.39个百分点，业务收入的现金实现情况较好。2014年，公司小贷业务拆入资金为11.20亿元，较上年大幅增长226.44%；公司收到与其他经营获得有关的现金6.93亿元，主要为财政补贴收入和往来款。同期，经营活动现金流出同比大幅上升，主要是受购买商品、接受劳务支付的现金增加以及公司小贷业务拆出资金影响。跟踪期内公司经营活动现金流体现为净流入1.49亿元。

投资活动现金流方面，2014年公司投资活动现金流入12.80亿元，主要来源于收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。公司收到的其他与投资活动有关的现金0.87亿元主要为收回企业之间的往来款和滨江路排污口、二道溪二期项目资金。同期，公司投资活动现金流出为45.46亿元，较上年增长80.34%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金10.85亿元；投资支付的现金2.22亿元，主要体现为：投资四川叙大铁路公司9495万元、川南城际铁路公司8000万元、向家坝灌区建设公司2627万元、沱江新城建设投资有限公司1000万元、泸州市新能源出租公司700万元、泸州市商业银行300万元。2014年公司支付其他与投资活动有关的现金32.39亿元，主要体现为：支付泸州市财政局项目款13.80亿元；企业之间的往来款11.28亿元；支付项目建设资金及利息7.31亿元。2014年公司投资活动现金净额为-32.66亿元。

筹资活动现金流方面，2014年公司筹资活动现金流入86.94亿元，其中，2014年公司发行两期30亿元非公开定向债务融资工具，吸收投资收到的现金13.73亿元主要为云龙机场吸收少数股东投资65000万元、收市财政局棚户区项目投入资金49140万元、川南城际铁路公司资本金8000万元、收市财政局划入交投集团的资本金10000万元、沱江新城资本金1000万元、划入水务集团资本金4138万元。收到其他与筹资活动有关的现金11.66亿元，主要为泸州市财政款4.16亿元。同期，公司筹资活动现金流出18.63亿元，主要偿还债券支付的现金和分配股利、利润和偿付利息支付的现金。支付其他与筹资活动有关的现金0.13亿元，为支付发债费用1077.11万元。2014年公司筹资活动产生的现金流量净额68.30亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为-0.63亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金2.31亿元，收到的其他与经营活动有关的现金5.86亿元，主要包括往来款项4.64亿元和母公司和蓝田机场收到政府补助0.99亿元；支付其他与经营活动有关的现金5.10亿元，主要为往来款项4.63亿元和期间费用0.47亿元；投资活动产生的现金流净额为-19.06亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金4.16亿元；投资所支付资金13.18亿元，主要为兴泸集团投资支出12.80亿元，子公司基础建设投资公司投资支出0.11亿元，子公司城南建设投资公司投资支出0.27亿元，其中，兴泸集团投资支出主要为土储中心、江阳区国资公司及临港投资公司投资9.50亿元、工业投资集团1亿元、沱江新城公司1.00亿元、长湿新城公司1.10亿元、中外运公司2000万元；支付其他与投资活动有关的现金3.99亿元，主要用于支付教科城项目1.8亿元，支付委托贷款1亿元，支付截污干管项目1亿元；同期，筹资活动产生的现金流净额为1.79亿元，其中吸收投资收到的现金0.45亿元，为少数股东权益投资。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量较好，然而公司投资活动资金需求大，对外融资的依赖性较大。

3. 资本及债务结构

**资本**

截至2014年底，公司资产合计340.98亿元，同比增长36.46%。其中，流动资产占36.65%，非流动资产占63.35%。

截至2014年底，公司流动资产合计124.99亿元，主要以货币资金（占51.03%）、其他应收账款（占31.30%）、预付款项（占4.57%）和存货（占8.05%）为主。

截至2014年底，公司货币资金为63.78亿元，较2013年底增长139.37%，较为充裕，主要为公司兴泸集团银行借款和2014年成功发行30亿元的非公开定向债务融资工具，公司无限制使用的货币资金。

截至2014年底，短期贷款为4.11亿元，主要为泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款有限公司业务，公司已计提贷款损失准备588.52万元；截至2014年底，公司应收账款1.20亿元，同比增长30.14%，主要为自来水板块、燃气板块以及融资担保业务增加所致。公司预付账款，主要为预付土地整理款和工程款，截至2014年底为5.71亿元，较2013年底下降4.84%，其中预付泸州市土地收储和开发中心土地整理款4.50亿元；截至2014年底，公司其他应收款39.12亿元，较2013年底增长16.45%，主要系本期支付泸州市财政局款项增加所致，主要包括付老窖公司暂借款4亿元和财政暂借款等。该部分款项回收风险小，但由于规模大，部分款项账龄较长，对公司营运资金占用较多。截至2014年底，公司存货10.06亿元，同比增长105.80%，主要系燃气公司商住楼盘管线安装工程、水务集团自来水管线安装工程和户表改造工程和居泰公司商住楼盘工程施工增加所致。

跟踪期内，公司非流动资产快速增长。截至2014年底，公司非流动资产216.00亿元，同比增长27.02%，主要以长期股权投资（占49.80%）、在建工程（占17.90%）、固定资产（占10.18%）、持有至到期投资（占9.72%）和可供出售金融资产（占3.39%）为主。

截至2014年底，公司持有至到期投资20.99亿元，同比增长37.46%，主要系本期公司新增对古蔺县国有资产经营有限责任公司、高新投资有限公司委托贷款等所致；

截至2014年底，公司长期股权投资107.58亿元，主要系公司对泸州老窖的股权投资，截至2014年底对泸州老窖持股比例为23.67%，股权账面余额为87.74亿元，泸州老窖近年为公司贡献了较好的投资收益，资产质量较好。

公司的在建工程主要为公司承接的泸州市的各种市政工程，截至2014年底为38.67亿元，较上年底上升35.73%，主要系建设工程的投入增加，主要包括对云龙机场迁建工程建设项目、沱一桥复线桥、兴泸集团综合楼项目的投资增加。

截至2014年底，公司固定资产21.98亿元，较上年底上升37.39%，主要为房屋建筑物、专业设备等。

截至2014年底，公司可供出售金融资产7.31亿元，较2013年底上升6.92亿元，主要系根据会计准则要求调整长期股权投资至可供出售金融资产4.81亿元，同时，公司新增可供出售金融资产主要包括对川南城际铁路投资0.80亿元，增加对四川叙大铁路有限公司投资0.95亿元以及子公司水务本部增加对四川省向家坝灌区建设开发有限责任公司投资0.26亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额345.62亿元，较2014年底增长1.36%。资产构成中流动资产和非流动资产分别占32.01%和67.99%，与2014年底相比基本保持稳定。

截至2015年3月底，公司持有至到期投资为31.50亿元，较2014年底上升50.11%，主要系增加土储中心、江阳国资公司、临港产业、工投集团借款10.5亿元。

**所有者权益**

截至2014年底，公司所有者权益为161.62亿元，较2013年底为底增长12.11%，主要系资

本公积增长所致。其中，截至2014年底，公司资本公积为83.26亿元，较2013年底增长27.01亿元，主要为泸州市国有资产监督管委会划入公司的资产17.07亿元和划拨的资本金10.88亿元。

截至2014年底，归属于母公司所有者权益占154.24亿元，少数股东权益占7.38亿元，公司所有者权益中股本占30.53%、资本公积占51.52%、专项储备占0.02%盈余公积占4.92%、未分配利润占8.31%；整体看稳定性较好。

截至2015年3月底，公司所有者权益为164.36亿元，较2014年底增长1.70%，其中，其中归属于母公司所有者权益占155.54亿元，少数股东权益占8.82亿元。公司所有者权益基本保持稳定。截至2015年3月底，公司所有者权益中股本占31.72%、资本公积占53.59%、专项储备占盈余公积占5.12%、未分配利润占9.38%。整体看，公司所有者权益稳定性好。

**负债**

截至2014年底，公司负债总额179.36亿元，同比增长69.65%，主要系应付债券和长期借款的增长。公司负债以非流动负债为主，占比为83.81%，公司债务构成较上年变化不大。

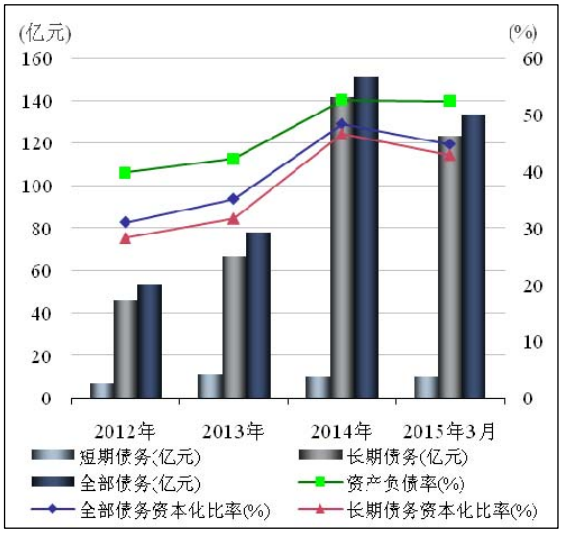
截至2014年底，公司流动负债29.05亿元，同比增长1.19%。公司流动负债主要由其他应付款（占44.05%）、短期借款（占21.66%）、预收账款（占12.59%）和应付账款（占4.73%）。截至2014年底，公司其他应付款12.79亿元，同比增长5.90%，从欠款性质看主要是应付交通局、经济开发区管委会和财政局的往来款；从帐龄看，1年以内的占37.84%，1至2年的占26.97%，2-3年的占8.63%，其余为3年以上。截至2014年底，公司短期借款6.29亿元，同比减少43.87%，主要为抵质押借款减少。截至2014年底，公司预收账款3.66亿元，主要是收到的天然气和自来水安装工程款。截至2014年底，公司应付账款1.37亿元，主要为四川路桥建设股份有限公司等单位的工程款及保证金。

截至2014年底，公司非流动负债150.32亿元，同比增长95.17%，主要是应付债券的增长。公司非流动负债主要由应付债券（占47.90%）、长期借款（占32.25%）、长期应付款（占13.35%）和专项应付款（占2.83%）构成。截至2014年底，公司应付债券72.00亿元，较2013年底增长71.43%，为公司2014年发行的中长期债券。截至2014年底，公司长期借款48.47亿元，同比增长125.61%，主要系信用借款和担保借款大量增加所致。截至2014年底，公司专项应付款4.25亿元，同比减少29.94，主要是泸州市财政局拨付给公司的项目款，当代建项目贷款到期时冲减长期借款。截至2014年底，公司长期应付款20.07亿元，较上年底增长15.95亿元，其中有息债务包括财政局拨付公司转贷国债资金3.40亿元、四川发展有限责任公司贷款融资转入棚改贷款资金7.50亿元以及银华财富资本管理有限公司协议注资扩股云龙机场空港发展有限公司6.50亿元为主，其中转贷国债资金3.4亿元由公司按季向泸州市财政局支付利息，为有息债务；银华财富资本管理有限公司融资的6.50亿元，由我司按季向银华公司支付股权溢价款。

有息债务方面，截至2014年底，公司债务总额147.76亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为6.54%和93.46%，公司长期债务占比提高。从债务指标看，近三年，公司债务负担呈上升趋势。截至2014年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率较2013年均有所增长，分别为47.76%、46.04%和52.60%，公司债务指标较上年有明显提升。

截至2015年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为52.45%和47.84%，较2014年底变化不大。

图1　近年公司债务指标




资料来源：根据公司审计报告绘制

总体看，跟踪期内，公司资产规模进一步增长，资产中货币资金较为充裕，主要资产长期股权投资近年为公司带来了较好收益，同时，联合资信也注意到，公司其他应收款余额较大，对公司营运资金占用较多，影响了公司营运资金的使用效率，公司资产整体质量一般。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，截至 2014 年底分别为 430.30%和 395.66%； 2014 年底公司现金类资产为 63.78 亿元，较 2013 年增长 239.32%，为公司短期债务的 6.45 倍，对公司短期债务的保障程度较好。总体看，公司短期债务规模较小，公司现有较为充裕的现金类资产以及较大规模现金流，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，跟踪期内，公司 EBITDA 有所下降，2014 年 EBITDA 为 10.29 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 倍数指标上升至 14.36 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保护程度一般，整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司（合并口径）获得的银行授信额度为 132.32 亿元，尚未使用的授信额度为 52.15 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额 10.90 亿元，担保比率为 6.63%，担保比率较低。

表 11 截至 2015 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

| 担保对象 | 担保期限 | 担保金额 |
|---|---|---|
| 四川纳叙铁路有限公司 | 2006.12~2026.12 | 10528 |
| 四川纳叙铁路有限公司 | 2008.03~2028.03 | 7896 |
| 四川叙大铁路有限公司 | 2011.01~2014.01 | 15540.94 |
| 四川长通港口有限公司 | 2013.04~2035.04 | 1840 |
| 泸州鸿阳国有资产投资经营集团有限公司 | 2013.10~2018.10 | 7200 |
| 泸州临港产业投资发展有限公司 | 2014.12~2016.12 | 40000 |
| 古蔺县人民政府 | 2015.03~2017.03 | 26000 |
| **合计** | | **109004.94** |

资料来源：公司提供

公司为四川纳叙铁路有限公司股东之一，持股比例为 29.59%，主要承担隆叙铁路纳溪至叙永段的建设和经营，2011 年 3 月已正式验收，经营正常，公司形成代偿的风险低。总体看，公司或有负债风险较小。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1051050200022170J），截至 2015 年 6 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力强。

## 十、债券偿债能力分析

截至2015年3月底，公司存续期内中期票据“12 兴泸集 MTN1”15 亿元和“13 兴泸 MTN001”10亿元，合计25亿元。公司按照发债时规定，分别于2014年12月31日和2014年11月

29日支付“12兴泸集MTN1”2014年利息9465.00万元，支付“13兴泸MTN001”利息7300.00万元。

2014年，公司EBITDA为10.29亿元，分别为“12兴泸集MTN1”15亿元和“13兴泸MTN001”10亿元，待偿还额度的0.68倍和1.02倍；同期公司经营活动现金流入量31.00亿元，分别为存续期内中期票据的2.06倍和3.10倍。

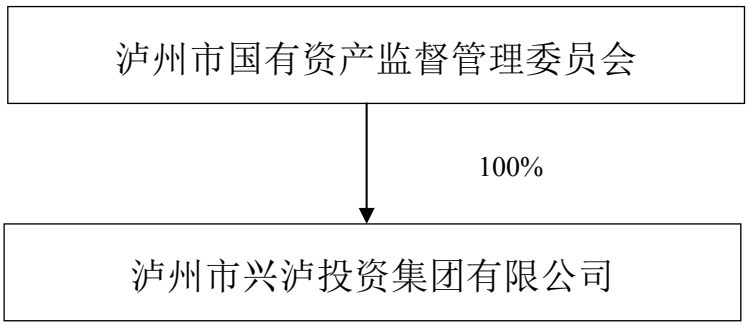
公司“08兴泸债”和“13兴泸MTN001”均于2018年兑付，合计本金17亿元，以最大偿付额17亿元测算，2014年EBITDA为17亿元待偿还本金的0.61倍；2014年公司经营活动现金流入量为17亿元待偿还本金的1.82倍，存在一定集中偿付压力。

整体看，公司经营活动现金流入量对公司存续期内待偿还中长期债券的保障程度尚可。考虑到泸州市政府对公司在资产资金注入以及财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能力适宜。

## 十一、 结论

综合考虑，联合资信维持泸州市兴泸集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12兴泸集MTN1”和“13兴泸MTN001”AA的信用等级。

# 附件 1 公司股权结构图及组织结构图



# 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目 | 2011 年 | 2012 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 30.42 | 26.76 | 63.78 | 45.88 |
| 资产总额(亿元) | 196.11 | 249.88 | 340.98 | 345.62 |
| 所有者权益(亿元) | 117.95 | 144.15 | 161.62 | 164.36 |
| 短期债务(亿元) | 6.70 | 11.21 | 9.89 | 9.89 |
| 长期债务(亿元) | 49.45 | 66.58 | 137.87 | 140.86 |
| 全部债务(亿元) | 56.15 | 77.79 | 147.76 | 150.76 |
| 营业收入(亿元) | 7.92 | 8.42 | 10.31 | 2.60 |
| 利润总额(亿元) | 10.02 | 8.77 | 5.03 | 1.46 |
| EBITDA(亿元) | 13.13 | 12.83 | 10.29 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.68 | -2.12 | 1.49 | -0.63 |
| | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 17.98 | 12.41 | 9.72 | -- |
| 存货周转次数(次) | 4.66 | 1.45 | 0.69 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.04 | 0.04 | 0.03 | -- |
| 现金收入比(%) | 121.52 | 116.11 | 117.50 | 88.72 |
| 营业利润率(%) | 37.82 | 45.09 | 48.02 | 41.62 |
| 总资本收益率(%) | 6.92 | 5.12 | 2.72 | -- |
| 净资产收益率(%) | 8.30 | 5.74 | 2.75 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 29.54 | 31.60 | 46.04 | 46.15 |
| 全部债务资本化比率(%) | 32.25 | 35.05 | 47.76 | 47.84 |
| 资产负债率(%) | 39.85 | 42.31 | 52.60 | 52.45 |
| 流动比率(%) | 267.17 | 278.09 | 430.30 | 394.99 |
| 速动比率(%) | 260.90 | 261.06 | 395.66 | 355.55 |
| 经营现金流动负债比(%) | 23.26 | -7.40 | 5.11 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.28 | 6.06 | 14.36 | -- |

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分计入长期债务。

# 附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注：
现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。