

# 信用等级公告

联合〔2020〕1817号

联合资信评估有限公司通过对泸州市兴泸投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泸州市兴泸投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年六月二十三日



# 泸州市兴泸投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

## 评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
17 兴泸 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
18 兴泸 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
18 兴泸 MTN002	AA <sup>+</sup>	稳定	AA	稳定

## 跟踪评级债券概况:

债券简称 <sup>1</sup>	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 兴泸 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/05/24
18 兴泸 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/08/07
18 兴泸 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/10/10

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间:2020年6月23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”)是四川省泸州市最大的城市基础设施建设及国有资产经营管理主体。跟踪期内,公司继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,持续为公司带来稳定的投资收益。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,公司营业收入有望保持增长。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“17兴泸MTN001”“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定。

## 优势

1. 泸州市经济稳步增长,产业结构进一步优化,公司发展面临良好的外部环境。2019年,泸州市实现地区生产总值2081.26亿元,同比增长8.0%;一般公共预算收入159.6亿元,同比增长13.2%。
2. 公司是泸州市最大的城市基础设施建设及国有资产经营管理主体,跟踪期内继续得到当地政府在股权划拨、资金投入、政府补助及税收优惠等方面的有力支持。
3. 跟踪期内,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

1. 公司在建的基础设施项目和自建项目投资规模较大,存在一定资金支出压力。
2. 2019年,受购买土地及往来款流出规模有所增长影响,公司经营活动现金流由净流入转为净流出。
3. 公司对外担保规模较大,担保业务代偿率较高,存在一定的或有负债风险。

<sup>1</sup>三支债券均为永续中票,“17兴泸MTN001”期限为5+N年,“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”期限均为3+N年,上述债券到期兑付日为首个赎回日。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa <sup>+</sup>	评级结果		AA <sup>+</sup>
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

分析师: 张建飞 李坤

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	123.27	124.07	96.57	96.20
资产总额(亿元)	715.62	798.85	887.73	899.96
所有者权益(亿元)	347.34	437.23	453.60	460.64
短期债务(亿元)	41.43	37.74	46.83	43.02
长期债务(亿元)	259.14	240.36	292.85	308.04
全部债务(亿元)	300.57	278.10	339.68	351.05
营业收入(亿元)	28.85	40.38	53.78	12.61
利润总额(亿元)	12.97	16.82	21.32	3.68
EBITDA(亿元)	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流(亿元)	6.20	8.88	-1.89	-3.56
现金收入比(%)	98.51	102.86	94.23	78.84
营业利润率(%)	21.97	19.84	17.28	20.95
净资产收益率(%)	3.80	4.01	4.55	--
资产负债率(%)	51.46	45.27	48.90	48.82
全部债务资本化比率(%)	46.39	38.88	42.82	43.25
流动比率(%)	296.19	291.06	339.90	381.68
速动比率(%)	271.42	263.93	197.35	225.30
经营现金流动负债比(%)	8.75	11.96	-2.20	--
现金短期债务比(倍)	2.98	3.29	2.06	2.24
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				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	455.24	474.82	481.58	488.13
所有者权益(亿元)	303.09	352.50	360.20	366.84
全部债务(亿元)	108.18	86.35	75.11	84.11
营业收入(亿元)	0.10	0.09	0.22	0.05
利润总额(亿元)	6.65	12.05	15.16	3.11
资产负债率(%)	33.42	25.76	25.21	24.85
全部债务资本化比率(%)	26.30	19.68	17.25	18.65
流动比率(%)	136.20	209.63	171.49	255.51
经营现金流动负债比(%)	1.88	11.67	-4.09	--

注: 1. 尾差系四舍五入造成; 2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算; 3. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计; 4. 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

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 兴泸 MTN001、18 兴泸 MTN001、18 兴泸 MTN002 (跟踪)	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019.6.24	张建飞 李坤	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 兴泸 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2018.8.7	何光美 崔俊凯	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年)</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 兴泸 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2018.5.25	何光美 崔俊凯	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年)</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
17 兴泸 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2016.7.25	竺文彬 李小建	<a href="#">基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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



## 泸州市兴泸投资集团有限公司2020年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司经营范围和股权结构未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为49.34亿元，泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）持有公司100%的股份，为公司的实际控制人。

截至2019年底，公司资产总额887.73亿元，所有者权益453.60亿元（其中少数股东权益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3月底，公司资产总额899.96亿元，所有者权益合计460.64亿元（其中少数股东权益71.11亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入12.61亿元，利润总额3.68亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区酒城大道三段17号；法定代表人：袁斗泉。

### 三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17兴泸MTN001”“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”，债券余额合计30.00亿元。上述债券均为可续期中期票据，

且具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延等特点。跟踪期内，公司已按时足额支付上述债券当期利息。

表1 跟踪评级债券基本信息(单位:亿元、年、%)

债券名称	债券余额	起息日	期限	票面利率
17兴泸MTN001	10.00	2017/05/24	5+N	6.77
18兴泸MTN001	10.00	2018/08/07	3+N	5.82
18兴泸MTN002	10.00	2018/10/10	3+N	6.42
合计	30.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“17兴泸MTN001”“18兴泸MTN001”和“18兴泸MTN002”募集资金均用于偿还公司有息债务，截至跟踪评级日，募集资金均已按计划使用完毕。

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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，GDP 为不变价规模；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。

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增

速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入



190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

## 3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依

然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略

性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析及区域经济

### 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、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务

增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业监管与政策

**2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施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年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

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

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3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

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

资料来源：联合资信整理

### (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，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

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

## 2. 区域经济环境

**跟踪期内，泸州市经济稳步增长，产业结构进一步优化，公司发展面临良好的外部环境。**

泸州市是长江上游重要的区域性综合交通枢纽，为四川省第一大港口，成渝经济圈重要的商贸物流中心，世界级白酒产业基地，拥有泸州老窖和郎酒两大国家级名酒。截至 2019 年底，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%，较上年提高 1.54 个百分点。

根据《泸州市 2019 年国民经济和社会发展

统计公报》，2019 年，泸州市全年实现地区生产总值（GDP）2081.26 亿元，首次突破 2000 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 216.98 亿元，较上年增长 2.6%；第二产业增加值 1021.86 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 842.42 亿元，增长 9.5%。人均地区生产总值（人均 GDP）48105 元，增长 7.9%。三次产业结构由上年的 10.4:49.5:40.1 调整为 10.4:49.1:40.5，产业结构进一步优化。

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

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

根据《关于泸州市 2019 年预算执行情况 和 2020 年预算草案的报告》，2019 年，泸州市完成地方一般公共预算收入 159.6 亿元，同口径增长 13.2%。其中税收收入 103.4 亿元，同口径增长 7.6%，占一般公共预算收入的 64.79%，一般公共预算收入质量尚可。地方一般公共预算支出 443.4 亿元，较上年增长 7.6%；财政自给率为 35.99%，财政自给程度较低。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司继续得到当地政府在股权划拨、资金注入、政府补助及税收优惠等方面的大力支持。**

股权划拨方面，2019 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”)部分股权划转至公司,相应增加资本公积 2.00 亿元。

资金注入方面,2019 年,公司收到泸州市政府划拨的专项资金 7.00 亿元,计入“资本公积”。

政府补助方面,2019 年,公司收到政府对发行债券的费用和利息补贴、贷款利息补贴、项目补助等各项补贴收入合计 9.74 亿元,计入“营业外收入”及“其他收益”。

税收优惠方面,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。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和泸州市兴泸农业融资担保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”)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%。

根据中国人民银行企业信用报告(中征码:5110010000145343),截至 2020 年 6 月 9 日,公司本部存在关注类担保余额合计 4.64 亿元,均为公司对四川纳叙铁路有限责任公司(以下简称“纳叙铁路公司”)提供的担保。根据中国建设银行股份有限公司泸州分行出具的说明,由于纳叙铁路公司的纳溪至叙永铁路段煤炭运量提升较慢,运费收入不理想使得其财务数据连年亏损,外部审计机构将纳叙铁路公司的级次调为关注;根据说明,纳叙铁路公司虽财务数据出现暂时性亏损,但能按时偿还银行利息;

公司未接到相关代偿要求。

## 七、管理分析

跟踪期内,公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

## 八、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;2019 年公司收入规模有所增长,主营业务综合毛利率小幅下降。**

2019 年,随着公司业务规模扩张,公司主营业务收入同比增长 29.90% 至 50.22 亿元。从收入构成看,2019 年,受益于管网长度和用户数的增加,公司实现天然气销售收入 5.08 亿元,较上年增长 18.93%。自来水销售收入 3.26 亿元,较上年增长 30.79%,主要系售水量增加、售水结构变化及增加江阳区全域供水水费补贴收入所致。随着安装工程业务量的增加,安装工程收入较上年增长 8.97% 至 6.04 亿元。由于公司新增合江临港工业园区委托运营及临时应急项目<sup>2</sup>,同时鸭儿沟污水处理厂提标扩容项目稳定运营后处理水量提升,公司污水处理收入较上年增长 29.26% 至 3.29 亿元。房地产销售收入 4.17 亿元,较上年增长 39.52%,主要由于玉带河畔及月亮湾项目达到交房安置条件,当期确认收入规模增加。公交运输收入较上年增长 1.01%,同比变化不大。贸易收入 16.76 亿元,较上年增长 51.07%,主要系贸易规模持续扩大所致。

毛利率方面,2019 年,天然气销售、自来水销售及安装工程业务毛利率均有所增长。受污水处理量增加致人工及电费运营成本增

<sup>2</sup> 临时应急项目指因二道溪污水处理厂处理能力有限,于玉带河段及二道溪污水处理厂外段新增的临时应急处理污水项目。其中,玉带河段运营时间为 2018 年 6 月至二道溪污水处理厂三期建成投运,厂外段运营时间为 2019 年 2 月至二道溪污水处理厂一二期技改完成及三期建成投运。

加、环保要求提高致污泥处置费用增加、鸭儿沟污水处理厂提标扩容后折旧成本等增加致污水处理成本大幅上升影响，污水处理业务毛利率较上年下降8.28个百分点至33.88%。由于玉带河畔及月亮湾项目价格较前期限价房低且成本逐步上升，房地产销售业务毛利率较上年下降16.13个百分点至-41.47%。公交运输业务毛利率-19.95%，较上年下降11.45个百分点，主要系

运营成本大幅增长所致。贸易业务毛利率虽小幅增长但仍处于较低水平。受上述因素的综合影响，2019年，公司主营业务综合毛利率16.87%，较上年小幅下降。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入12.47亿元，相当于2019年全年的24.83%；主营业务综合毛利率21.61%，较上年上升4.74个百分点。

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1—3月		
	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	1.25	10.06	29.06
自来水销售	2.49	6.44	26.36	3.26	6.49	27.87	0.68	5.49	20.30
安装工程	5.54	14.34	60.16	6.04	12.03	67.42	1.73	13.89	70.61
污水处理	2.55	6.58	42.16	3.29	6.55	33.88	0.83	6.64	34.31
房地产销售	2.99	7.73	-25.34	4.17	8.31	-41.47	0.55	4.37	35.10
公交运输	3.18	8.23	-8.50	3.21	6.40	-19.95	0.42	3.37	-73.68
贸易	11.14	28.83	1.38	16.76	33.38	2.07	3.05	24.49	2.15
其他	6.49	16.79	37.78	8.41	16.73	32.94	3.95	31.69	18.64
合计	38.66	100.00	20.60	50.22	100.00	16.87	12.47	100.00	21.61

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；尾差系四舍五入所致

资料来源：审计报告和公司提供

## 2. 业务经营分析

### （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，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。跟踪期内，基础设施建设业务的账务处理无变化，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”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”和“长期应收款”；

完工并办理移交手续后，“在建工程”和“长期应收款”与“专项应付款”冲抵。在项目完工后根据工程竣工财务决算后确定的投资额确认投资收益。

截至2019年底，公司已完工的代建项目累计投资155.80亿元，累计收到回款80.79亿元，考虑到公司完工的基础设施项目多数完工时间较早，回款情况一般。公司已完工的代建项目中，江南新区茜草片棚户区改造（拆迁）项目系江投公司于2019年纳入合并范围而增加的项目，总投资额89.00亿元，项目投资规模较大，截至2019年底收到回款26.21亿元，为平衡项目支出，江投公司将安置完剩余的住宅和车位面向市场销售。

截至2019年底，公司主要在建的基础设施项目总投资100.83亿元，已投资63.62亿元，尚需投资37.21亿元，公司基础设施项目存在一定

的资金支出压力。

表 5 截至 2019 年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	37.52	否
泸州市棚户区改造项目 (三期)	48.89	22.45	否
泸州市棚户区改造项目 (四期)	13.11	3.65	否
合计	100.83	63.62	--

资料来源: 公司提供

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, 跟踪期内, 受益于输气管道长度和用户数的增加, 公司天然气销售收入稳定增长。**

公司天然气业务仍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。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, 2019 年民用气占比为 55.39%, 占比仍较高。公司天然气销售业务与上下游的结算模式均无变化。

截至 2019 年底, 公司拥有城市中高压天然气输气干管 1426.78 公里, 输配气站 4 座, 高压储配站 1 座, CNG (压缩天然气) 汽车加气站 2 座 (其中日供气量 12000 立方米 1 座, 日供气量 20000 立方米 1 座), 拥有居民用户 47 万余户, 工业、商业用户 1 万余户, 年供气量超过 2 亿立方米。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较上年有所增长。

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	2018 年	2019 年
管道天然气生产量	20522	22162
管道天然气销售量	19719	21745
管道天然气累计用户数	45.21	47.02
高中压天然气输气干管长度	1243.42	1426.78

资料来源: 公司提供

公司天然气的销售价格根据采购成本制定, 由政府价格进行审批, 2019 年价格有所

变化。

表7 泸州市售气价格(单位:立方米、元/立方米)

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

资料来源:公司提供

### (3) 自来水销售业务

跟踪期内,随着城市供水区域扩大及收购水厂,公司售水量有所增长,虽因水厂关停导致供水能力微幅下降,但随着在建水厂建设完毕,供水能力将有所提升。

公司自来水销售业务由下属子公司兴泸水务经营,截至2019年底,公司供水区域覆盖泸州市江阳区、龙马潭区、纳溪区、泸县和合江县县城区以及部分乡镇区域,供水业务占泸州市城市自来水市场份额约85.50%。未来随着乡镇及农村供水的逐步完善,公司供水区域有望进一步扩大。

供水能力方面,截至2019年底,公司共拥有10个水厂,较上年底增加收购的叙永南坛水厂;总供水能力为49.15万立方米/日,较上年底减少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。随着公司在建水厂于2020年及2021年投资建设完毕,供水能力将有所提升。

供水指标方面,公司供水量、售水量、管网长度及终端用户户数均较上年有所增长,其中售水量较上年增长19.5%,主要系城市供水区域扩大及2018年10月收购了威远清溪水务有限

公司(现更名为兴泸水务(集团)威远清溪水务有限公司,为内江市威远县唯一的供水公司)所致。2019年公司供水业务漏损率较上年下降0.15个百分点,情况有所改善。水费收取方面,2019年公司水费回收情况仍较好。

表8 2018—2019年公司自来水业务主要指标情况  
(万立方米、公里、户、%)

项目	2018年	2019年
供水量	13422.25	15545.72
售水量	11124.30	13290.00
管网长度	1673.18	1940.00
终端用户户数	495302	581953
漏损率	10.82	10.67
水费回收率	97.00	97.29

资料来源:公司提供

公司售水结构较为稳定,2019年主要售水品种仍为生活用水(占68.20%)和非居民用水(占26.01%),工业用水规模仍较小(占0.50%)。

销售价格方面,公司自来水销售实行政府指导价,2019年1月,各阶梯分档用水量由上年的180吨和300吨调整为240吨和300吨。

表9 截至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	3.09
		第二阶梯	240<用水量≤300	2.77	0.09	0.95	4.01
		第三阶梯	>300	5.55	0.09	0.95	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

资料来源：公司提供

#### （4）污水处理业务

跟踪期内，公司污水处理区域拓展至泸州市外。随着结算量的增长，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，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。跟踪期内，公司将污水处理业务拓展至乐山市市中区、成都市青白江区及凉山州德昌县，但相关项目尚未投产。

截至2019年底，公司下设9个污水处理厂，污水处理能力近期合计为30.10万吨/日，远期合计55.10万吨/日，较上年底均未有变化。

污水处理服务业务指标方面，2019年，公司新增合江临港工业园区委托运营及临时应急项目，同时鸭儿沟污水处理厂提标扩容项目稳定运营后处理水量提升，公司污水处理量较上年增长19.73%，结算量较上年增长23.31%。

表10 2018—2019年公司污水处理业务经营情况  
(单位：万立方米)

项目	2018年	2019年
污水处理量	8730.00	10452.00
结算量	10240.00	12627.00

资料来源：公司提供

#### （5）安装工程业务

跟踪期内，公司安装工程业务规模和收入规模继续扩大，盈利能力仍较强。

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、自来水管线的配套市政工程安装。2019年，公司安装工程

业务户数持续增长；同期，公司安装工程业务收入6.04亿元，较上年增长8.97%，毛利率为67.42%，毛利率仍处于较高水平。

表11 2018—2019年公司安装工程业务户数情况  
(单位：户)

类型	2018年	2019年
水务安装户数	71151	81651
燃气安装户数	38600	45905
合计	109751	127556

资料来源：公司提供

#### （6）房地产销售业务

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

公司房地产销售业务运营主体除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”）外，2019年新增江投公司，其中兴泸居泰房地产具有房地产一级开发资质，江投公司具有房地产二级开发资质。房地产销售业务主要以建设定向限价商品房为主，主要销售对象为被征地农户，销售价格由市国土部门确定，销售方式为定向安置。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。

2019年，公司房地产销售业务继续亏损，



亏损部分由财政局进行补足，计入公司“营业外收入”和“其他收益”。

公司定向限价房建设项目共 7 个，均已完工，截至 2019 年底已投资 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 13.13 亿元，收到政府补助 11.55 亿元。

公司定向限价房建设项目销售方式为现房销售，从销售情况看，定向安置部分基本已销售完毕，尚未销售部分主要为商铺等商业部分，

受市场环境因素影响销售进度较缓慢。随着江投公司将江南新区茜草片棚户区改造（拆迁）项目和沙茜片区定向限价房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房地产销售收入形成一定支撑。

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

表 12 截至 2019 年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	1.75	0.25	0.32
望江苑	2.53	2.53	9.53	9.40	5.41	0.89	2.04
玉带花园	10.94	10.94	39.25	38.95	30.83	6.24	3.68
祥瑞苑	3.12	3.12	12.51	12.39	9.00	0.89	2.46
月亮湾	6.50	4.70	15.75	15.52	8.22	1.58	1.85
玉带河畔	7.32	3.30	16.81	16.64	7.64	1.13	0.20
沙茜片区定向限价房	8.20	9.23	29.58	29.35	8.69	2.15	1.00
合计	39.09	34.30	125.59	124.39	71.54	13.13	11.55

注：上表中收入为含税收入  
资料来源：公司提供

#### （7）贸易业务

跟踪期内，贸易收入对公司的收入规模形成重要补充，毛利率虽小幅增长但仍处于较低水平。

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

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

2019 年，公司贸易收入为 16.76 亿元，对收入形成重要补充；毛利率为 2.07%，较上年

小幅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，需持续关注项目建成后收入实现情况。

截至 2019 年底，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总投资额为 61.69 亿元，尚需投资 34.08 亿元，后续存在一定资金支出压力。

城市停车场项目总用地面积约 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，但需持续关注项目

建成后收入实现情况。

表 13 截至 2019 年底公司主要在建及拟建自建项目情况 (单位: 万元)

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

注: 上表中已投资额为工程投资口径, 部分项目尚未完成资金支付

资料来源: 公司提供

### (9) 股权投资

**跟踪期内, 公司参股的泸州老窖继续为公司贡献稳定的投资收益。**

截至 2019 年底, 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%, 其中质押 1.66 亿股, 占公司持股比例的 45.35%。泸州老窖主营“国窖 1573”“泸州老窖”等系列白酒的研发、生产和销售, 主要综合指标位于白酒行业前列。2019 年, 泸州老窖实现营业收入 158.17 亿元, 较上年增长 21.15%, 实现归属于上市公司股东净利润 46.42 亿元, 较上年增长 33.17%。2019 年, 公司因持有泸州老窖股票而获取的投资收益为 11.55 亿元, 泸州老窖继续为公司贡献稳定的投资收益。

### 3. 未来发展

未来, 公司将加快实现由融资职能向产业

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, 努力将自身打造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, 培育更多的利润增长点, 打造多元化的投资产业体系。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表, 四川华信(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底, 公司有纳入合并范围的一级子公司 24 家。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 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—3 月底, 公司纳入合并范围的一级子公司未发生变化。2019 年公司合并报表范围子公司数量变动较大, 其中江投公司规模较大, 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。

截至 2019 年底, 公司资产总额 887.73 亿元, 所有者权益 453.60 亿元(其中少数股东权益 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 3 月底，公司资产总额 899.96 亿元，所有者权益合计 460.64 亿元（其中少数股东权益 71.11 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.61 亿元，利润总额 3.68 亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，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。

截至 2019 年底，公司资产总额 887.73 亿元，较上年底增长 11.13%，主要源于流动资产的增长，资产结构仍以非流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>216.07</b>	<b>27.05</b>	<b>291.68</b>	<b>32.86</b>	<b>293.70</b>	<b>32.63</b>
货币资金	116.30	14.56	89.28	10.06	89.05	9.89
其他应收款	32.19	4.03	33.67	3.79	35.06	3.90
存货	20.14	2.52	122.33	13.78	120.33	13.37
<b>非流动资产</b>	<b>582.77</b>	<b>72.95</b>	<b>596.05</b>	<b>67.14</b>	<b>606.26</b>	<b>67.37</b>
可供出售金融资产	80.49	10.08	83.89	9.45	83.46	9.27
长期应收款	62.68	7.85	119.22	13.43	122.53	13.61
长期股权投资	259.36	32.47	210.94	23.76	214.27	23.81
固定资产	48.07	6.02	54.02	6.09	54.29	6.03
在建工程	47.18	5.91	56.49	6.36	60.31	6.70
其他非流动资产	37.36	4.68	40.02	4.51	40.09	4.45
<b>资产总额</b>	<b>798.85</b>	<b>100.00</b>	<b>887.73</b>	<b>100.00</b>	<b>899.96</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

### 流动资产

2019 年底，公司流动资产 291.68 亿元，较上年底增长 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。

2019 年底，公司货币资金 89.28 亿元，较上年底下降 23.24%，主要由于项目投入和偿还债务；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。

2019 年底，公司其他应收款 33.67 亿元，较上年底增长 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<sup>3</sup>，

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的财政暂借款和泸州市交通局的项目工程款合计占 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。

2019 年底，公司存货 122.33 亿元，较上年底增加 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

<sup>3</sup> 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。

草片棚改房项目。公司对存货累计计提跌价准备 0.31 万元。

### 非流动资产

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。

2019 年底，公司可供出售金融资产 83.89 亿元，较上年底增长 4.23%，累计计提减值准备 0.10 亿元。其中，按公允价值计量的账面余额 5.62 亿元，为对上市公司泸州老窖、中国太平洋保险（集团）股份有限公司和泸州银行股份有限公司的投资；按成本计量的账面价值 26.25 亿元，主要为公司本部及二级子公司泸州市交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）对酒类企业和铁路、高速公路、港口等交通基础设施建设企业的投资；此外，泸州浦发扶贫发展基金（以下简称“浦发基金”）通过上海国际信托有限公司的对外投资 52.13 亿元，因浦发基金由公司的子公司泸州市兴泸股权投资基金管理有限公司（以下简称“兴泸基金”）作为 GP 负责整个基金的运作管理，故浦发基金全部计入兴泸基金名下，该基金主要用于购买信托计划投资泸州市叙永、古蔺和合江三县的扶贫项目。公司可供出售的金融资产中有 197.11 万股、公允价值为 1.71 亿元的泸州老窖股票系公司从二级市场购入，未与长期股权投资中股东投入的泸州老窖股票合并核算。

2019 年底，公司长期应收款 119.22 亿元，较上年底大幅增长 90.22%，主要由于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。对于长期应收账款中的基础设施项目，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。

2019 年底，公司长期股权投资 210.94 亿元，较上年底下降 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）、泸州市城市建设投资集团有限公司（账面价值 13.64 亿元）和泸州航空发展投资集团有限公司（账面价值 22.91 亿元）的投资，以权益法核算，2019 年确认的投资收益为 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，公司固定资产 54.02 亿元，较上年底增长 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。

2019 年底，公司在建工程 56.49 亿元，较上年底增长 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。

2019 年底，公司其他非流动资产 40.02 亿元，较上年底增长 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 3 月底，公司资产总额较上年底增长 1.38%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 32.63%，非流动资产占 67.37%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

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

表 15 截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况

(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	13.38	保证金
应收账款	0.68	为借款提供质押担保
存货	97.53	为借款提供抵押担保和未办妥土



		地权证
可供出售金融资产	8.02	为借款提供股权质押担保
长期股权投资	62.95	为借款提供股权质押担保和部分股权尚未完成工商变更手续
投资性房地产	2.95	为借款提供抵押及未办妥产权证书
固定资产	6.44	为借款提供抵押和未办妥产权证书
无形资产	0.52	为借款提供质押和未办妥产权证书
其他非流动资产	0.34	待征收投资性房地产
<b>合计</b>	<b>192.81</b>	--

资料来源：公司提供

### 3. 负债及所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，实收资本和资本公积占比高；公司债务规模有所增长，以长期债务为主，整体债务负担尚可。**

#### 所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 453.60 亿元，较上年底增长 3.75%。归属于母公司所有者权益 383.10 亿元（占 84.46%），主要由实收资本（占 12.88%）、其他权益工具（占 7.81%）、资本公积（占 65.68%）和未分配利润（占 8.59%）构成。2019 年底，公司资本公积 251.62 亿元，较上年底增加 4.32 亿元。其中，公司收到项目资金以及江投公司股权增加资本公积 9 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，公司增加资本公积 10.32 亿元；划出泸州兴泸中睿移动能源产业股权投资中心（有限合伙）股权减少资本公积 15 亿元。

2020 年 3 月底，公司所有者权益为 460.64 亿元，较上年底增长 1.55%。归属于母公司所有者权益 389.52 亿元（占 84.56%），主要由实收资本（占 12.67%）、其他权益工具（永续债，占 7.68%）、资本公积（占 65.59%）和未分配利润（占 9.19%）构成，结构较上年底变化不大。

#### 负债

2019 年底，公司负债总额 434.12 亿元，较上年底增长 20.05%，主要来自非流动负债的增长，负债结构以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 85.81 亿元，较上年底增长 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。2019 年底，公司其他应付款 15.52 亿元，较上年底下降 11.07%，主要由于与政府机构的重大款项下降。公司其他应付款由与政府机构的重大款项（占 29.16%）、担保准备金（占 8.35%）、代收代付款（占 13.92%）和其他（占 48.57%）构成。公司一年内到期的非流动负债 35.92 亿元，较上年底增长 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。

2019 年底，公司非流动负债 348.31 亿元，较上年底增长 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。2019 年底，公司长期借款 104.34 亿元，较上年底增长 64.10%，主要由于江投公司纳入合并范围；包含一年内到期的长期借款在内，信用借款占 4.23%、抵质押借款占 76.74%、保证借款占 19.03%。公司应付债券 98.55 亿元，较上年底增长 18.59%，主要系发行 6.50 亿元“19 兴泸 PPN001”、6.00 亿元“19 泸交 01”、5.00 亿元“19 泸水 01”和 2.00 亿“19 泸水 02”所致。公司长期应付款 133.86 亿元，较上年底增长 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，专项应付款主要为公司承接的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债务纳入长期债务核算。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务



为 339.68 亿元，较上年底增长 22.14%。其中，公司短期债务 46.83 亿元（占 13.79%），较上年底增长 24.07%；长期债务 292.85 亿元（占 86.21%），较上年底增长 21.84%，公司债务结构较为合理。截至 2019 年底，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分别为 48.90%、42.82%和 39.23%，较上年底分别提高 3.64 个百分点、3.94 个百分点和 3.76 个百分点。

表 16 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	37.74	46.83	43.02
长期债务	240.36	292.85	308.04
全部债务	278.10	339.68	351.05
长期债务资本化比率	35.47	39.23	40.07
全部债务资本化比率	38.88	42.82	43.25
资产负债率	45.27	48.90	48.82

资料来源：审计报告和公司提供

2020年3月底，公司负债规模439.33亿元，较上年底增长1.20%，债务结构仍以非流动负债为主，非流动负债占比较上年底进一步上升。公司应付债券 103.55 亿元，较上年底增长 5.08%，主要系发行 5.00 亿元“20 兴泸 PPN001”所致。2020 年 3 月底，公司全部债务为 351.05 亿元，较上年底增长 3.35%，短期债务占比进一步下降，债务结构持续优化。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司发行的永续债总额 29.91 亿元，若将永续债券考虑在内，上述指标将高于测算值。公司有息债务 2020 年、2021 年和 2022 年到期规模分别约为 47 亿元、53 亿元和 54 亿元，有息债务期限分布较为均衡。

#### 4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入继续增长，参股企业经营情况较好，为公司带来较好的投资收益，其他收益和投资收益对公司利润的贡献大。

2019 年，公司营业收入及营业成本较上年

均有所增长，分别为 53.78 亿元和 43.90 亿元，营业成本增幅大于营业收入增幅。同期，公司利润总额同比增长 26.79% 至 21.32 亿元。

表 17 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	40.38	53.78
营业成本	31.79	43.90
费用总额	14.22	14.17
其中：管理费用	4.26	4.30
财务费用	8.67	8.21
其他收益	8.11	9.73
投资收益	14.95	17.02
利润总额	16.82	21.32
营业利润率	19.84	17.28
总资本收益率	3.83	3.96
净资产收益率	4.01	4.55

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额 14.17 亿元，较上年变化不大，其中财务费用较上年下降 5.26%，主要系费用化利息支出下降所致。2019 年，公司期间费用占营业收入比重为 26.36%，较上年下降 8.87 个百分点。

2019 年，公司其他收益 9.73 亿元，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 17.02 亿元，仍主要来自持有泸州老窖股票获得的投资收益。其他收益和投资收益对公司利润的贡献大。

从盈利能力指标看，2019 年，公司营业利润率较上年有所下降，总资本收益率及净资产收益率有所增长，分别为 17.28%、3.96% 和 4.55%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.61 亿元，较上年同期下降 1.99%，利润总额 3.68 亿元。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量较好，但受购买土地及往来款流出规模有所增长影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，投资活动现金流呈持续净流出状态。公司建设项目

投资规模和到期债务规模较大，存在一定的融资需求。

2019年，公司经营活动现金流入量为82.65亿元，较上年增长21.80%，主要来自于经营业务现金流入、补助收入及往来款流入。同期，公司经营活动现金流出量为84.53亿元，较上年增长43.34%，主要为经营业务现金流出及往来款流出。2019年，受购买土地及往来款流出规模有所增长影响，公司经营活动现金流由净流入转为小幅净流出，为-1.89亿元。

从收入实现质量看，2019年，公司现金收入比94.23%，较上年有所下降但收入实现质量仍较好。

表18 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	67.86	82.65
经营活动现金流出量	58.97	84.53
经营活动现金净流量	8.88	-1.89
现金收入比	102.86	94.23
投资活动现金净流量	-5.83	-3.00
筹资活动现金净流量	-7.35	-25.95

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司投资活动现金流入量为61.80亿元，较上年下降1.47%，主要为收到政府支付的项目专项资金、收回项目资金、赎回理财本金及收益、收回债权投资资金、持有泸州老窖获得的投资收益收到的现金等。同期，公司投资活动现金流出量为64.80亿元，较上年下降5.47%，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。2019年，公司投资性现金净流出规模有所下降，净额为-3.00亿元。

2019年，公司筹资活动现金流入量为54.81亿元，较上年下降21.45%，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；筹资活动现金流出量为80.76亿元，较上年增长4.70%，为公司偿还债务及利息、

归还拆借款等形成的现金流出。2019年，公司筹资活动现金流净流出规模大幅增加，为-25.95亿元。

2020年1—3月，公司经营活动和投资活动现金净流量均为净流出，筹资活动现金流量转为净流入，分别为-3.56亿元、-6.87亿元和10.30亿元。

## 6. 偿债能力

**公司短期偿债能力很强，长期偿债能力指标表现一般，考虑到公司间接融资渠道畅通，持有较优质的股权资产，且能持续得到泸州市政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为339.90%和197.35%，2020年3月底上升至381.68%和225.30%。2020年3月底，公司现金短期债务比为2.24倍，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019年，受益于利润总额的增长，公司EBITDA较上年增长14.24%至34.94亿元。2019年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.27倍和9.72倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至2020年3月底，公司对外担保余额合计120.91亿元，担保比率为26.25%。其中，担保业务形成的对外担保60.17亿元，其他担保60.74亿元。

公司担保业务在保企业主要为酒类、机械、商贸等地方支柱产业的中小企业以及农业种植、养殖业等中小企业。公司大额对外担保业务采取的反担保措施主要是客户提供不动产抵押、动产抵押及质押、信用反担保，区县国资公司或担保公司提供信用反担保。截至2019年底，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。除担保业务外，公司对外担保企业均为国企，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，存在一定的或有负债风险。

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

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

资料来源：公司提供

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

#### 7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司，母公司对子公司管控力度较强。公司资产和债务分布于母公司和各子公司，母公司所有者权益稳定性较强，债务负担较轻。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由各子公司运营。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。

2019 年底，母公司资产总额为 481.58 亿元，较上年底变化不大。其中，非流动资产占

87.35%，以非流动资产为主。从构成看，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，母公司货币资金为 7.54 亿元，占合并报表货币资金的比重为 8.45%。

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

2019 年底，母公司负债总额 121.38 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 29.26%，非流动负债占 70.74%。从构成看，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。2019 年底，母公司全部债务 75.11 亿元，其中，短期债务 13.99 亿元（占 18.63%），长期债务 61.12 亿元（占 81.37%），以长期债务为主。2019 年底，母公司资产负债率为 25.21%，较上年底下降 0.56 个百分点。

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

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

#### 十、存续债券债能力分析

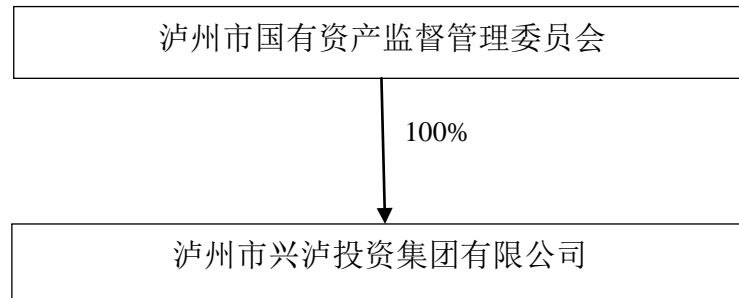
截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”，债券余额合计 30.00 亿元。2019 年公司经营活动产生的现金流入量为 82.65 亿元，为上述存续期债券合计本金的 2.76 倍；经营活动产生的现金流量净额为负，为上述存续期债券无保障能力。2019

年公司 EBITDA 为 34.94 亿元，为上述存续期债券合计本金的 1.16 倍。总体看，公司 2019 年经营活动现金流入量对存续债券本金的保障能力较强。

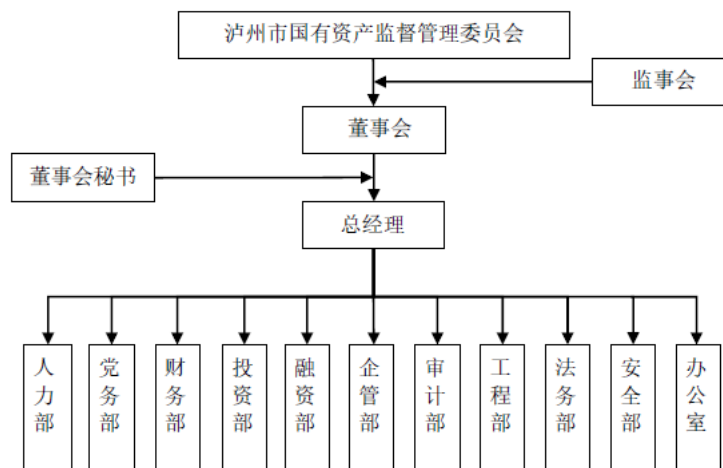
#### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 兴泸 MTN001”“18 兴泸 MTN001”和“18 兴泸 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图





### 附件 1-3 截至 2020 年 3 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	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

注：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已实际控制，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	123.27	124.07	96.57	96.20
资产总额(亿元)	715.62	798.85	887.73	899.96
所有者权益(亿元)	347.34	437.23	453.60	460.64
短期债务(亿元)	41.43	37.74	46.83	43.02
长期债务(亿元)	259.14	240.36	292.85	308.04
全部债务(亿元)	300.57	278.10	339.68	351.05
营业收入(亿元)	28.85	40.38	53.78	12.61
利润总额(亿元)	12.97	16.82	21.32	3.68
EBITDA(亿元)	26.79	30.59	34.94	--
经营性净现金流(亿元)	6.20	8.88	-1.89	-3.56
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	4.32	4.07	3.73	--
存货周转次数(次)	1.25	1.69	0.62	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	98.51	102.86	94.23	78.84
营业利润率(%)	21.97	19.84	17.28	20.95
总资本收益率(%)	3.94	3.83	3.96	--
净资产收益率(%)	3.80	4.01	4.55	--
长期债务资本化比率(%)	42.73	35.47	39.23	40.07
全部债务资本化比率(%)	46.39	38.88	42.82	43.25
资产负债率(%)	51.46	45.27	48.90	48.82
流动比率(%)	296.19	291.06	339.90	381.68
速动比率(%)	271.42	263.93	197.35	225.30
经营现金流动负债比(%)	8.75	11.96	-2.20	--
现金短期债务比(倍)	2.98	3.29	2.06	2.24
全部债务/EBITDA(倍)	11.22	9.09	9.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	1.71	2.27	--

注：1. 尾差系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；3. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；4. 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

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	15.30	13.18	7.54	14.73
资产总额(亿元)	455.24	474.82	481.58	488.13
所有者权益(亿元)	303.09	352.50	360.20	366.84
短期债务(亿元)	34.83	18.55	13.99	14.49
长期债务(亿元)	73.35	67.81	61.12	69.62
全部债务(亿元)	108.18	86.35	75.11	84.11
营业收入(亿元)	0.10	0.09	0.22	0.05
利润总额(亿元)	6.65	12.05	15.16	3.11
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	3.88	-1.45	-0.31
<b>财务指标</b>				
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)	0.0002	0.0002	0.0005	--
现金收入比(%)	72.01	108.62	104.71	90.38
营业利润率(%)	-29.28	-66.30	31.65	26.78
总资本收益率(%)	3.41	4.08	4.62	--
净资产收益率(%)	2.31	3.67	4.25	--
长期债务资本化比率(%)	19.49	16.13	14.51	15.95
全部债务资本化比率(%)	26.30	19.68	17.25	18.65
资产负债率(%)	33.42	25.76	25.21	24.85
流动比率(%)	136.20	209.63	171.49	255.51
速动比率(%)	136.20	209.63	143.28	218.17
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	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：1. 尾差系四舍五入造成；2. 母公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；3. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；4. 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

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出



### 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	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	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