

泸州发展控股集团有限公司

主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7115号

联合资信评估股份有限公司通过对泸州发展控股集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定泸州发展控股集团有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受泸州发展控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信与该公司签署了 ESG 研究报告协议。鉴于联合资信承做 ESG 研究业务的部门在业务、人员、档案管理上与市场部门、信用评级业务部门隔离，因此公司信用评级业务并未受到上述非评级业务的影响。

三、本报告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。

四、该评级结果自 2024 年 7 月 29 日至 2025 年 7 月 28 日有效；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。

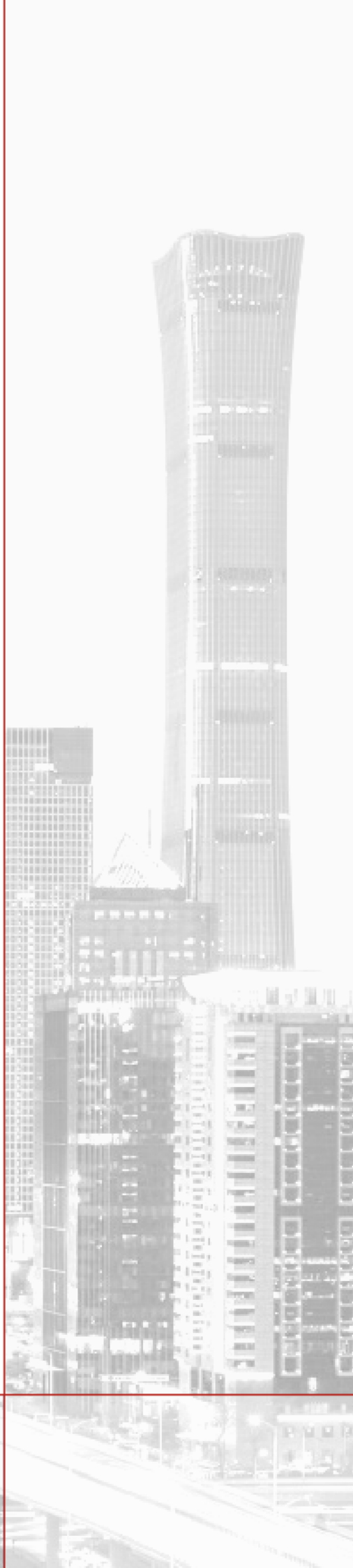
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



泸州发展控股集团有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AA ⁺ /稳定	2024/07/29

主体概况 泸州发展控股集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2023 年 5 月，注册资本 80.00 亿元，控股股东和实际控制人均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”）；以贸易业务、化肥化工业务、酒类销售业务、建筑工程及安装业务等为主营业务，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为一般工商企业。

评级观点 公司是泸州市国资委直属的大型产业投资控股集团，承担泸州市产业投资平台、资本运作平台、资源整合平台（以下简称“三大平台”）职能，法人治理结构规范，内部管理制度较为健全，考虑到成立时间短、业务格局多元，面临较高的管控及整合难度。成立以来，公司获得泸州市国资委的股权及现金形式注资，资本金快速充实，形成了化肥化工、白酒、贸易、医药销售、建筑工程及安装、房地产和类金融等多元经营格局，持有优质股权资产，其中白酒、化肥化工以及基础设施、保障房建设业务具备区域竞争优势或区域专营壁垒；2021—2023 年，化肥化工业务毛利率持续下滑，需关注化工行业盈利呈现周期性波动。公司资产结构较为均衡，所持优质股权可以贡献较为稳定的投资收益，资产质量尚可、流动性偏弱；债务负担偏重，债务期限结构较为均衡；利润依赖于非经常性损益，股权处置类收益不具备可持续性，综合盈利指标表现尚可，短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现一般，融资渠道较为通畅。

个体调整：无

外部支持调整：公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股平台，区域地位显著，产业结构与地方优势产业相符，在区域产业资源整合中承担重要职能，在经营资源获取、资本金注入和财政补助方面均能够获得政府有力支持。

评级展望 未来，随着各项经营持续推进以及投资项目效益逐步释放，公司竞争实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司对于泸州市政府的重要性明显提升，外部支持意愿强化，资本实力显著增强，盈利出现可观增长且具有可持续性，偿债指标显著优化。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- **区域地位较高，外部支持有力。**公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股平台，承担“三大平台”功能定位，同时承担部分泸州市基础设施建设职能，区域地位显著，2024 年 3 月末实收资本为 74.50 亿元，在经营资源获取、资本金注入和财政补助等方面均能够获得政府支持。
- **经营格局维持多元，具备区域经营壁垒。**公司控股业务覆盖化肥化工、贸易、白酒、基础设施建设等多领域，其中白酒和化肥化工业务具备一定区域竞争优势，基础设施建设具备区域专营性，部分基础设施项目建成后可自主运营，形成一定区域经营壁垒。
- **持有优质股权。**公司持有老窖集团、H 股上市公司泸州银行股份有限公司以及 A+H 上市公司国泰君安证券股份有限公司等优质股权资产，老窖集团和泸州银行可为公司贡献一定规模投资收益，2024 年 4 月末，所持国泰君安股票参考市值约合 4.32 亿元且无质押，有助于提升公司资产流动性。

关注

- **化工行业周期性风险和大宗商品价格波动风险。**化工行业受到宏观经济、上游能源成本和下游需求多重因素影响，盈利状况呈现周期性波动，2023 年，受原材料成本降幅低于产品均价降幅影响，公司化肥化工业务收入同比下降 6.76%，毛利率低于上年 5.69 个百分点；大宗商品价格波动较大可能对贸易业务的稳定性带来一定不利影响。
- **主业盈利不佳，利润总额对投资收益等非经常性损益存在依赖，股权处置类收益不具备可持续性。**2023 年，公司期费后毛利润为负且低于上年水平，利润依赖于其他收益、投资收益等非经常性损益，投资收益以股权处置收益为主，该类收益不具备可持续性。
- **有息债务增速较快，债务负担偏重，资产流动性偏弱；基础设施项目持续投入且部分项目回收周期偏长，项目投运后业绩有待关注。**2021—2023 年，公司全部债务（经追溯调整）复合增长率为 19.17%，2023 年末全部债务资本化比率较上年末上升 4.37 个百分点至 56.76%，债务负担偏重，自建项目后续仍需投入，且部分项目投资回收周期偏长，投运后的经营成果是否如预期有待关注；货币资金受限比例较高，保障房及基础设施项目垫资规模大，资产流动性偏弱。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AA ⁺

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

主要财务数据

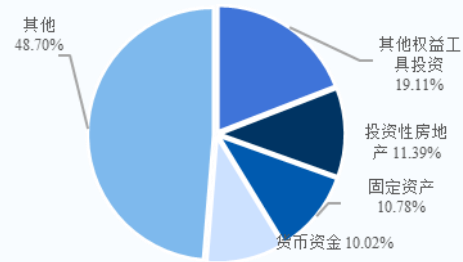
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	72.40	86.50	89.61	92.43
资产总额（亿元）	500.81	529.90	692.14	715.97
所有者权益（亿元）	163.89	169.15	262.37	262.37
短期债务（亿元）	151.48	159.60	185.25	201.86
长期债务（亿元）	91.20	122.88	159.11	167.81
全部债务（亿元）	242.68	282.48	344.37	369.67
营业总收入（亿元）	297.57	315.57	314.85	62.08
利润总额（亿元）	6.15	4.00	5.40	0.93
EBITDA（亿元）	22.32	22.54	27.30	--
经营性净现金流（亿元）	-3.52	-0.86	1.55	-7.30
营业利润率（%）	8.17	8.11	7.27	6.95
净资产收益率（%）	3.13	1.17	0.60	--
资产负债率（%）	67.28	68.08	62.09	63.35
全部债务资本化比率（%）	59.69	62.55	56.76	58.49
流动比率（%）	107.83	118.40	120.46	122.47
经营现金流动负债比（%）	-1.64	-0.40	0.63	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.54	0.48	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	1.62	1.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.87	12.53	12.61	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	--	--	177.81	183.50
所有者权益（亿元）	--	--	160.59	161.08
全部债务（亿元）	--	--	5.98	12.17
营业总收入（亿元）	--	--	0.00	0.00
利润总额（亿元）	--	--	0.84	0.49
资产负债率（%）	--	--	9.69	12.22
全部债务资本化比率（%）	--	--	3.59	7.02
流动比率（%）	--	--	129.11	184.17
经营现金流动负债比（%）	--	--	-2.28	--

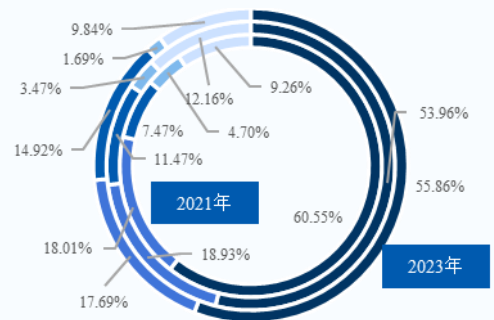
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款和其他流动负债中的计息部分已计入短期债务，长期应付款中的计息部分已计入长期债务；4. 2021—2023 年审计报告（三年连审）中未包含 2021—2022 年本部财务数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年底公司资产构成

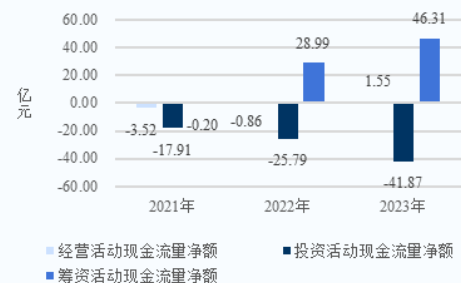


2021—2023 年公司营业总收入构成

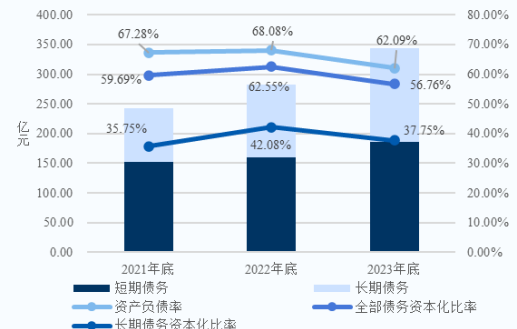


■ 贸易收入 ■ 化肥化工 ■ 酒类销售 ■ 建筑工程及安装 ■ 其他业务

2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营 业利润率	资产负债率	全部债务资本化 比率	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AA ⁺	泸州市 国资委	692.14	262.37	314.85	5.40	-2.24%	62.09%	56.76%	12.61	1.60
景德镇国资	AA ⁺	景德镇市 国资委	1259.74	427.08	218.28	4.94	-11.34%	66.10%	62.13%	21.15	1.37
镇江国投	AA ⁺	镇江产投	567.10	299.09	116.12	6.09	9.98%	47.26%	41.51%	14.09	1.69

注：景德镇国资为景德镇市国资运营投资控股集团有限公司；镇江国投为镇江国有投资控股集团有限公司；镇江产投为镇江产业投资控股集团有限公司；国资委为人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	2024/05/31	郭察理 贺苏凝 李上	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
AA ⁺ /稳定	2023/07/16	郭察理 贺苏凝 李上	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：贺苏凝 hesn@lhratings.com

项目组成员：李 上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

泸州发展控股集团有限公司（以下简称“公司”）于 2023 年 5 月 26 日由泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）组建成立。公司注册资本 80 亿元，其中现金出资 10 亿元（2026 年 5 月末前分批到位，首期不低于 4 亿元），股权出资 70 亿元，由泸州市国资委全资持股并作为公司实际控制人。2024 年 3 月末，现金出资到位 4.5 亿元，股权出资全部到位，包括泸州产业发展投资集团有限公司（以下简称“泸州发展集团”）88.14%股权和泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）10%股权，公司实收资本 74.50 亿元。

公司经营业务涵盖贸易业务、化肥化工业务、酒类销售业务、建筑工程及安装业务、商品房销售业务等，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。2024 年 3 月末，公司合并口径共有员工 7688 人，合并范围内一级子公司包括泸州发展集团和泸州汇鑫聚力商贸有限公司¹（以下简称“汇鑫聚力”，持股 100%）2 家，内设综合管理部、人力资源部、财务管理部、战略发展与资本运营部、审计部等职能部门（组织架构图见附件 1-2）。

2023 年末，公司合并资产总额 692.14 亿元，所有者权益 262.37 亿元（含少数股东权益 100.62 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 314.85 亿元，利润总额 5.40 亿元。

2024 年 3 月末，公司合并资产总额 715.97 亿元，所有者权益 262.37 亿元（含少数股东权益 100.31 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 62.08 亿元，利润总额 0.93 亿元。

公司注册地址：四川省泸州市江阳区龙腾路 10 号；法定代表人：潘建华。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）白酒行业

白酒是中国传统蒸馏酒，大致可分为浓香型、酱香型、清香型以及其他香型等多个品种，浓香型白酒生产周期短、产量大、品牌多，风格特点在白酒消费者中有较高接受度，因而占据了较大的市场规模，保持市场主导地位；酱香、清香及其他香型白酒具有各自的消费群体和市场。白酒生产所需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米和大麦等粮食，若粮食生产受气候等因素的影响出现欠收，或国家调整粮食生产、流通和消费政策，均可能导致原材料供应短缺或价格上涨，从而增加白酒企业采购成本。白酒的产品价格最终取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。

白酒制造行业呈现分化趋势，高端白酒市场集中度高、进入壁垒高，竞争格局稳固；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，中低端白酒市场参与者众多、竞争激烈、业绩承压。未来，具备品牌和渠道优势的企业有望进一步拓展市场，市场集中度将相应提升。

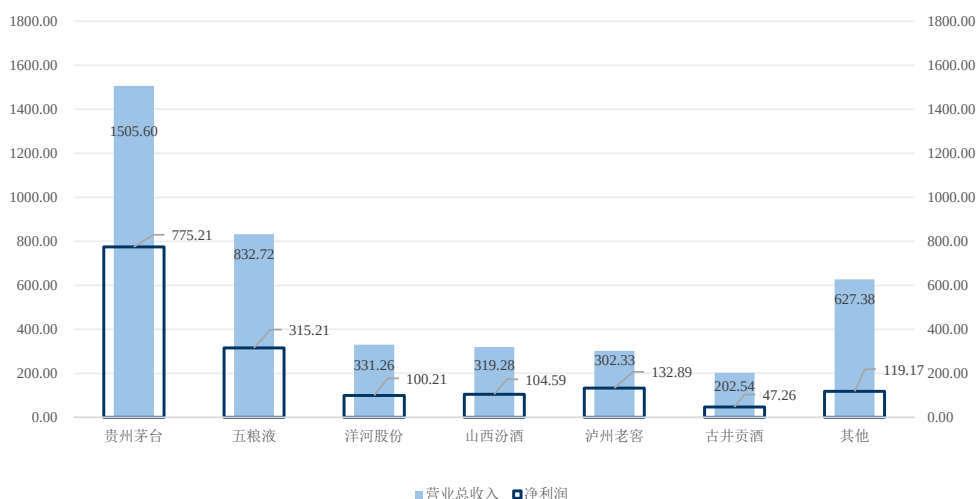
¹ 公司于 2023 年 5 月末以 46789.34 万元对价完成对汇鑫聚力 100%股权的并购。

图表 1 • 白酒上市企业业绩变动情况

2023 年收入规模	证券简称	2021 年		2022 年		2023 年	
		收入同比	净利润同比	收入同比	净利润同比	收入同比	净利润同比
>1000 亿元	贵州茅台	11.71%	12.51%	16.53%	17.33%	18.04%	18.58%
200~1000 亿元	五粮液	15.51%	17.19%	11.72%	14.13%	12.58%	12.69%
	洋河股份	20.14%	0.38%	18.76%	24.98%	10.04%	6.72%
	山西汾酒	23.96%	33.21%	31.26%	51.34%	21.80%	28.22%
	泸州老窖	42.75%	72.98%	21.71%	31.16%	20.34%	27.65%
	古井贡酒	28.93%	28.49%	25.95%	36.96%	21.18%	45.34%
100~200 亿元	顺鑫农业	-4.14%	-75.31%	-21.46%	转为亏损	-9.30%	减亏
	今世缘	25.13%	29.50%	23.09%	23.34%	28.05%	25.30%
20~100 亿元	舍得酒业	83.80%	109.25%	21.86%	33.82%	16.93%	4.22%
	迎驾贡酒	32.58%	44.88%	20.29%	23.21%	22.07%	34.21%
	口子窖	25.37%	35.38%	2.12%	-10.24%	16.10%	11.04%
	老白干酒	11.93%	24.08%	15.54%	82.10%	12.98%	-5.89%
	水井坊	54.10%	63.96%	0.88%	1.40%	6.00%	4.36%
	酒鬼酒	86.97%	81.75%	18.63%	17.38%	-30.14%	-47.77%
	金徽酒	3.34%	-2.01%	12.49%	-14.00%	26.64%	15.54%
	伊力特	7.53%	-5.67%	-16.24%	-47.23%	37.46%	103.81%
<20 亿元	岩石股份	656.81%	800.18%	80.90%	-31.13%	49.30%	73.97%
	金种子酒	16.70%	转为亏损	-2.11%	持续亏损	23.92%	减亏
	天佑德酒	38.00%	147.09%	-7.04%	24.40%	23.50%	26.95%
	皇台酒业	-10.42%	转为亏损	49.77%	扭亏为盈	12.96%	转为亏损

注：以上样本采用中信证券三级行业指数成份类——白酒成份
资料来源：公司根据 Wind 资讯资料整理

图表 2 • 2023 年白酒上市企业营业总收入收入及净利润情况（单位：亿元）



注：以上样本采用中信证券三级行业指数成份类——白酒成份；“其他”为样本中 2023 年营业总收入小于 200 亿元的企业之和
资料来源：联合资信根据 Wind 资讯资料整理

中国白酒行业政策致力于控制白酒总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产，通过税收政策、行业准入等政策调整供需和优化行业秩序，促进行业集中度提升。

图表 3 • 中国规模以上白酒产量（累计值）及销售收入情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
产量（万千升）	715.63	671.24	449.20	125.60
销售收入（亿元）	6033.48	6626.45	7563.00	--

资料来源：国家统计局、中国酒业协会数据

（2）化工行业

2023 年，原油和煤炭价格均波动下降，缓和了化工行业的成本压力，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。具体来看，化肥方面，2023 年，氮肥、磷肥、钾肥产品价格中枢下移，行业景气度高位回落。2024 年，尿素产品新增供给较多，推动尿素产品供给宽松。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，未来扩产难度较大，但钾肥需求缺口较大，进口量或将持续扩大。完整版行业分析详见[《2024 年化工行业分析》](#)。

（3）贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

2 区域环境分析

2023 年，泸州市区域经济持续增长，工业经济对地区经济形成重要贡献；公司核心的白酒及化工业务符合所在区域的产业发展方向。

公司基础设施建设经营区域以泸州市为主，白酒业务主要整合四川省内基酒资源，化肥化工业务以泸州市为基地，面向全国开展业务。作为泸州市国资委间接控股的综合型产业投资平台，公司以泸州市作为下辖产业的重要布局区域。

2023 年，泸州市地区经济保持增长，地区生产总值在四川省 21 市（州）中位列第 6 名。经济总量方面。2023 年，泸州市实现地区生产总值（GDP）2725.90 亿元，（按可比价格计）同比增长 5.6%（上年增长率为 4.1%），第一产业增加值（281.40 亿元）、第二产业增加值（1332.93 亿元）、第三产业增加值（1111.57 亿元）分别增长 3.9%、5.8%和 5.7%（上年分别增长 4.4%、4.2%和 4.0%）。

工业方面。2023 年，泸州市工业增加值（950.56 亿元，较上年增长 3.2%）对经济增长贡献率为 19.6%，拉动经济增长 1.1 个百分点。同期，规模以上工业增加值增长 2.1%（上年增长 6.0%），轻工业和重工业增加值较上年分别增长 2.2%和 2.0%（上年分别增长 7.0%和 2.9%）；从经济类型看，国有控股企业、集体企业、股份制企业、私有企业增加值较上年变动率分别为 11.7%、-1.4%、2.9%和-7.4%（上年变动率分别为 10.5%、-28.6%、6.4%和 2.0%）。

工业经济效益方面。2023 年，泸州市规模以上工业企业实现盈利 782 户；亏损面 7.4%，扩大 0.1 个百分点；亏损企业亏损总额 10.6 亿元，增长 26.2%；资产负债率 51.3%，同比上升 1.9 个百分点；营业收入利润率 20.1%，上升 4.6 个百分点；每百元营业收入中成本 61.7 元，同比减少 7.6 元。

图表 4 • 2023 年泸州市规模以上工业营业收入及利润总额情况（单位：亿元）

指标	营业收入总量	营业收入同比变动	利润总额总量	利润总额同比变动
全市规模以上工业合计	2156.80	-0.10%	434.30	22.90%
其中重点行业：酒的制造	802.50	7.00%	281.60	29.20%
能源	141.50	9.50%	12.60	0.80%
机械	177.70	-2.80%	24.20	36.90%
化工	170.40	-17.40%	11.40	-47.30%
医药	26.30	-9.00%	5.40	1.80%

资料来源：联合资信根据《泸州市 2023 年国民经济和社会发展统计公报》整理

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股平台，经营业务多元，持有优质股权资产；化肥化工和白酒业务具备区域竞争优势，基础设施及保障房建设具备区域专营性，整体看，能够形成区域经营壁垒。

公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股平台，承担产业投资平台、资本运作平台、资源整合平台（以下简称“三大平台”）职能，经营业务呈现多元，控股业务覆盖贸易、化肥化工、白酒、医药销售、建筑工程及安装、房地产、类金融等领域。

图表 5 • 公司主要控股经营行业信用风险评价

一级行业	二级行业	2023 年综合得分
材料	化工	3
工业制造	消费品生产	3
商贸服务	贸易	5

注：1.联合资信将行业信用风险由低到高分六个等级，分别为 1~6，其中 1 为行业信用风险最低，6 为行业信用风险最高；2.白酒业务归属于消费品生产行业，资料来源：联合资信行业信用风险评价结果

四川省酒业集团有限责任公司（以下简称“川酒集团”）成立于 2017 年，旨在为整合四川省中小型白酒企业资源而组建，川酒集团于 2018 年先后完成对四川省川酒集团酱酒有限公司（以下简称“酱酒公司”）、四川省宜宾市叙府酒业股份有限公司（以下简称“叙府酒业”）、四川省川酒集团自然香酒业有限公司（以下简称“自然香”）三家酒企的收购，完成了酒业板块的初步布局和整合，2024 年 3 月末拥有古蔺酱香基地、宜宾浓香基地、泸州浓香基地、邛崃浓香基地四个主要原酒生产基地，拥有酱香、多粮浓香、单粮浓香、清香等多种香型基地；此外，公司通过实施“一城一品”的花生战略²，近年来已恢复、打造了叙府、二峨、赤渡、自然香、雪域雄鹰、云边藏秘、重龙、通川、竿酒等白酒品牌，在区域内具备一定品牌知名度。

公司间接控股的 A 股上市公司——泸天化股份有限公司（以下简称“泸天化股份”，代码 000912.SZ，持股 26.60%²，所持股份的 5.23% 使用受限）主营合成氨、尿素、复合肥、甲醇等化肥化工产品，拥有自建化工园区。泸天化股份是“中国氮肥协会”理事单位、“中国农业生产资料流通协会”常务理事单位以及“中国磷复肥工业协会”理事单位，核心品牌“工农”牌尿素被评为“中国名牌产品”和“中国驰名商标”³，在西南地区具备一定区域竞争优势。

公司承担泸州市部分基础设施及安置房的建设工作，具备区域专营性；部分基础设施项目建成后可自主运营，形成一定区域经营壁垒。

此外，2024 年 3 月末，公司通过直接或间接形式参股老窖集团（直接持股 10%）、H 股上市公司泸州银行股份有限公司⁴（以下简称“泸州银行”，间接持股 10.12%）以及 A+H 上市公司国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”，股票代码 601211.SH 和 2611.HK，通过汇鑫聚力间接持有 3138 万股）等优质股权，老窖集团和泸州银行收益较为稳健，能够为公司贡献一定规模投资收益，2024 年 4 月末，所持国泰君安股票的参考市值约合 4.32 亿元（按收盘价计）且无质押，有助于提升公司资产流动性。

图表 6 • 老窖集团和泸州银行 2022—2023 年财务情况以及 2023 年对公司收益贡献状况（单位：亿元）

企业名称	2023 年末 资产总额	2023 年末 所有者权益	2022 年		2023 年		2023 年	
			营业总收入	净利润	营业总收入	净利润	投资收益	宣告发放现金 股利或利润
老窖集团	2180.88	743.73	830.21	121.24	936.69	142.96	1.28	1.28
泸州银行（代码 1983.HK）	1576.36	109.27	39.02	8.08	47.70	9.94	0.91	0.22

注：1.老窖集团 2023 年投资收益摘自其他权益工具投资确认的股利收入；2023 年现金股利数据为当年收到老窖集团对 2022 年度利润的现金分红；2.泸州银行 2023 年投资收益摘自长期股权投资权益法下确认的投资收益
资料来源：联合资信根据公司资料及公开资料整理

² 2024 年 3 月末，公司直接持有泸天化股份 12.34% 股权（所持股份的 11.27% 使用受限），通过子公司间接持有 14.26% 股权（无质押）。

³ 摘自泸天化股份 2023 年年度报告。

⁴ 股票代码 1983.HK，2023 年末，泸州发展集团直接持有其 0.88 亿股，间接持有其 1.74 亿股。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，本部员工学历情况整体较好，本部员工结构符合公司业务设置。

2024年3月末，公司本部高级管理人员共6人，包括总经理1名副总经理5名。同期末，公司本部在职人员55人；按文化程度划分，学历为大专、本科、研究生及以上的员工分别占9.09%、74.55%和16.36%；按职级划分，高管和中层干部合计占40.00%，一般员工占60.00%；按年龄划分，年龄在30岁以下、30~50岁、50岁以上的员工分别占9.09%、69.09%和21.82%。整体看，公司本部员工学历情况整体较好，员工结构符合公司业务设置。

潘建华先生，1966年生，本科学历，中共党员。历任纳溪区大渡口镇党委党务干部、宣传干事，纳溪区大渡口镇镇长助理、党委副书记、副镇长、镇长，纳溪区社会保险事业管理局局长，纳溪区天仙镇党委书记，纳溪区经济和商务局局长、党委书记、党组书记，纳溪区人民政府副区长，泸州市供销社党组成员、纪检组长，泸州市经济和信息化委党组成员、纪检组长、泸州发展集团总经理，现任公司董事长。

罗火明先生，1975年生，中共党员，工学学士、省委党校研究生。曾任纳溪区经商局副局长，区委办副主任，护国镇副书记、镇长，区经商局局长。历任四川新火炬化工有限责任公司副总经理、市经信委副主任、泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司党委副书记、泸州市兴泸污水处理有限公司党总支书记、董事长、泸州市高新投资集团有限公司董事、总经理。现任公司董事、总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

信用记录方面。根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91510500MACLDXB64），截至2024年6月11日，公司本部无不良信贷记录。

截至2024年7月20日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构规范。

公司系国有独资公司，不设股东会，由股东（泸州市国资委）单独行使相应职权；设立董事会和监事会，董事会成员（合计9人）中包含了5名外部董事和1名职工董事，监事会成员（合计2人）中包含了2名职工监事，整体运行情况良好；公司总经理对董事会负责。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全；考虑到公司成立时间短，基于职能定位和股权资产无偿划入，经营规模大幅提升、经营格局多元，面临较高的管控及整合难度。

为规范公司运营，公司制订了一系列内控管理制度，涉及财务和预算、投资管理、安全环保和工程管理、人力资源管理、违规经营投资责任追究以及风险、合规管理等多环节。整体看，公司内部管理制度较为健全。

财务管理方面。公司实行整体财务管控，建立财务服务中心进行整体考核，财务人员和资金的考核由财务服务中心统筹，资金通过统借统贷、资金上缴方式进行统筹管理。公司本部向子公司派驻财务负责人员，上市公司及金融等板块自主管控，公司本部对下辖其他企业的管控程度较高。公司在资金方面采取“收支两条线”和资金预算管理制度，年度由董事会审批，季度由总经理会议审批。

投融资管理方面。公司根据泸州市市属国有企业投资管理办法，制定内部投资管理清单并履行相关流程，对于超过1亿元的大额投资需经泸州市政府逐级审批。公司的对外投资主要由二级子公司自主决策并操作，投资项目的决策流程包括“前期尽调→内部三会审核→集团决策→国资委决策→市政府常务会、市委常委会审批（如需）”。

现金管理方面。除上市公司对购买理财进行独立决策外，公司合并范围内其余企业不单独购买理财产品；当遇流动性需求，在符合相关规定的情况下，可寻求国泰君安、泸天化股份等上市公司股票类资产的变现（处置或质押等方式变现），但需经上级部门审批（额度超过3亿元需泸州市政府审批，额度低于3亿元由泸州市国资委审批）。

此外，考虑到公司成立时间短，基于职能定位和股权资产无偿划入，新进完成资产整合，经营规模大幅提升、经营格局多元，可能面临较高的管控及整合难度。

六、经营分析

1 经营概况

2021—2023年，公司主营业务收入（经追溯调整）较为稳健，综合毛利率小幅回落，主业盈利指标表现一般；收入主要源于贸易、化肥化工及酒类业务，毛利润来源以化肥化工和酒类业务为主。其中，贸易业务规模稳健，盈利薄；化肥化工业务毛利率持续下滑；资源不断整合使得酒类收入快速攀升，毛利率虽有下滑但仍处于较好水平。

2021—2023年，公司营业总收入⁵较为稳健（年均复合增长率为3.18%），营业总收入超过98%源于主营业务收入。公司主营业务收入主要源于贸易、化肥化工以及酒类业务（2021—2023年对主营业务收入贡献度均在85%以上），建筑工程及安装、医药销售、能源销售、保安及相关服务、油脂产品销售、商品房销售等业务作为补充，主营业务综合毛利率位于9%上下，主业盈利较为稳健；贸易业务为薄利行业，公司主营业务毛利润主要源于化肥化工和酒类业务（2021—2023年贡献度介于73%~77%区间）。

分板块看，2021—2023年，贸易业务作为公司第一大收入板块，经营规模整体稳健（年均复合变动率为-1.20%），受外部超预期因素影响下的物流受阻以及市场需求弱化导致的部分下游产业开工不足等因素影响，收入存在小幅波动，盈利空间很薄，毛利率始终低于1%；化肥化工业务收入小幅波动上升（年均复合增长率为1.95%），2023年毛利润及毛利率均出现一定下滑，主要由于产品价格下降但成本未见明显回落；公司推动对省内白酒资源的整合，酒类销售收入增速较高（年均复合增长率为45.39%），2022年成品酒执行新国标，成品酒毛利率有所下滑，使得当年酒业板块毛利率出现一定下滑，仍处于较好水平；受地产行业景气度持续低位以及代建收入回落的影响，建筑工程及安装收入逐年回落（年均复合变动率为-38.38%），2023年毛利率提升较为明显，主要由于各经营主体项目利润有所差异；受商品房完工结算进度影响，商品房销售收入和毛利率宽幅波动，毛利率逐年下滑，2023年降至负数；医药销售（医教培训、医药流通及中药材生产）、油脂产品销售（下游主要为化妆品企业和工业企业）、能源销售（泸州市加油站运营及油品批发⁶）、保安及相关服务⁷收入规模贡献度偏低，除能源销售业务受国际市场原油上涨影响导致2023年毛利率下滑较多之外，上述板块经营规模和盈利变动幅度整体可控。

2024年一季度，公司主营业务收入同比下降16.36%至58.62亿元，其中贸易业务和化肥化工业务收入同比分别下降21.58%和50.06%，受产品市场价格下降和产量减少的影响，化肥化工业务延续下滑态势，酒类业务保持增长态势（同比增长97.26%）；综合毛利率（7.34%）低于上年同期约1个百分点，其中贸易业务毛利率有所改善，酒类业务毛利率仍保持在20%以上，由于产量和市场价格下滑的影响，化肥化工业务毛利率快速回落。

图表7•2021—2023年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年				2022年				2023年			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
贸易	180.19	61.57%	0.69	0.39%	170.28	54.52%	0.87	0.51%	175.89	56.45%	0.66	0.38%
化肥化工(合成氨、尿素产品)	53.60	18.31%	12.73	23.75%	59.75	19.13%	12.98	21.72%	55.71	17.88%	8.93	16.04%
酒类销售	22.22	7.59%	8.15	36.70%	36.21	11.59%	8.72	24.08%	46.97	15.07%	11.00	23.42%
建筑工程及安装	13.99	4.78%	1.84	13.16%	10.96	3.51%	1.38	12.55%	5.31	1.71%	1.82	34.30%
医药销售	4.81	1.64%	0.63	13.11%	5.47	1.75%	0.75	13.65%	6.25	2.01%	0.99	15.89%
能源销售收入	3.34	1.14%	0.44	13.09%	3.16	1.01%	0.38	12.03%	3.14	1.01%	0.14	4.57%
保安及相关服务	2.45	0.84%	0.68	27.66%	2.42	0.77%	0.65	26.75%	2.89	0.93%	0.68	23.61%

⁵ 公司及其子公司泸州发展集团分别成立于2023年和2006年，为反映合并后的报告主体整体经营成果，视同公司自泸州发展集团成立时持续存在。

⁶ 2023年末，已投入运营加油站11个（租赁6个、自建2个、收购3个）。

⁷ 该业务经营主体为泸州市唯一一家具有专业武装押运资质且专门从事安全防范服务的企业，主要为泸州市50余条线路、700余个金融网点的款箱押运任务，为市委、市政府等20余家党政机关、企事业单位提供人防安保服务。

收入												
油脂产品销售	2.18	0.75%	0.27	12.54%	3.67	1.17%	0.49	13.23%	3.15	1.01%	0.38	11.96%
商品房销售	0.15	0.05%	0.03	18.49%	11.95	3.83%	0.47	3.97%	3.59	1.15%	-0.38	-10.62%
其他	9.75	3.33%	1.70	17.47%	8.48	2.71%	2.12	24.98%	8.67	2.78%	2.76	31.83%
合计	292.67	100.00%	27.17	9.28%	312.34	100.00%	28.79	9.22%	311.58	100.00%	26.99	8.66%

注：1.其他业务主要包括医疗相关业务、环保工程与劳务、类金融（担保、融资租赁和保理）、运输服务等；2.2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，保理和融资租赁业务的资金投放额分别为 16.90 亿元、23.75 亿元和 5.08 亿元，2024 年 3 月末逾期本金 8233.33 万元，主要投放于川渝地区信用等级较高的市级国企以及民营职业类学院院校；2023 年末及 2024 年 3 月末担保业务在保余额分别约 20.49 亿元和 21.07 亿元，2023 年末代偿率为 1.6%左右
资料来源：审计报告附注及公司资料

图表 8 • 2024 年 1—3 月公司贸易、化肥化工及酒类业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	收入	占主营业务收入比重	毛利率	业务板块	收入	占主营业务收入比重	毛利率	业务板块	收入	占主营业务收入比重	毛利率
贸易	29.76	50.76%	1.31%	化肥化工	8.26	14.09%	2.92%	酒类销售	12.53	21.37%	20.43%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 9 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
西南医疗健康产业投资集团有限公司 （以下简称“西南医投集团”，持股 100%）	医药	89.07	37.93	8.53	0.18
川酒集团（持股 89.29%）	贸易、建筑工程、酒类业务、房地产	152.82	50.10	187.46	0.75
泸天化（集团）有限责任公司 （以下简称“泸天化集团”，持股 100%）	贸易、化肥化工、油脂产品	118.94	75.34	67.75	5.86
泸州白酒产业发展投资集团有限公司（以下简称“白酒投集团”，直接持股 24.94%，间接持股 21.97%）	贸易、建筑工程及安装、酒类业务、房地产	88.29	54.95	19.50	0.47
泸州发展建设集团有限公司 （以下简称“发展建设集团”，持股 100%）	贸易、建筑工程及安装	20.22	5.27	4.57	0.06
公司合并口径	--	692.14	292.37	315.57	1.98

资料来源：联合资信根据公司资料整理

经营主体方面：2023 年，化肥行业景气度仍不高，泸天化集团由于产品价格回落、贸易收缩导致收入有所下降，主业盈利有所弱化，股权转让形成的大额投资收益⁸使其利润总额略高于上年水平；川酒集团获得泸州发展集团的股权注资导致其所有者权益增幅较大，收入和利润较为稳健；西南医投集团收入规模较小，利润主要源于其他收益和公允价值变动收益；白酒投集团收入和利润基本稳定，其他收益（同比增长 93.25%）对利润总额的贡献增加，主要源于政府性补助收益/酒业园区管委会补助的增长（由上年的 0.35 亿元增至 1.02 亿元）。

2 业务经营分析

公司主营业务收入主要来自贸易、化肥化工和酒类销售业务，主营业务毛利润主要来自化肥化工和酒类销售业务。

（1）贸易业务

2021—2023 年，公司贸易规模相对稳健，主要经营品类根据市场状况及客户需求而有所调整，以化工产品和有色金属等品种为主，上下游集中度一般，盈利空间小且易受外部经济环境、下游需求变化和大宗商品价格波动影响。

公司贸易业务经营主体为川酒集团，主要从事成品油及化工产品、有色金属、煤炭、粮食的国内贸易以及汽车的平行进口。公司会根据市场状况及客户需求灵活调整各品类经营规模，部分品类收入震荡幅度较大，整体收入较为稳健，2023 年贸易收入主要源于裂解重馏分、铝锭、锌锭、二甲苯、双酚等，盈利能力受外部经济环境、下游需求变化和大宗商品价格变化影响存在波动性。

⁸ 泸天化集团下属企业以持有的宁夏捷美能源投资有限公司 100%股权（资产评估值 7.34 亿元）置换泸州汇鑫实业有限公司持有的泸州弘盛化工园区运营服务有限公司 100%股权（资产评估值 7.20 亿元），以 2023 年 12 月 25 日为置换基准日。宁夏捷美能源投资有限公司基准日净资产为-673.08 万元，主要资产为贺家瑶煤矿矿权和四川化工集团有限责任公司债权，评估增值一方面源于矿业权和在建工程评估增值约 4.05 亿元（2023 年 5 月实施《矿业权出让收益征收办法》），另一方面源于对四川化工集团有限责任公司债权评估增值约 3.38 亿元（2023 年 5 月一审判决 3.89 亿元）。泸州弘盛化工园区运营服务有限公司基准日净资产为 3.60 亿元，主要资产为位于纳溪区金园路的 1253 亩土地、约 15 万平方米房产、中水回用装置、污水处理装置和锅炉蒸汽装置等。

图表 10 • 2021—2023 年贸易业务（按收入）前五大贸易品种收入及比重（单位：亿元）

品种	2021 年		品种	2022 年		品种	2023 年	
	收入	收入比重		收入	收入比重		收入	收入比重
锌锭	29.42	16.33%	锌锭	26.84	15.76%	裂解重馏分	23.37	13.28%
汽油	17.63	9.79%	电子设备	18.05	10.60%	铝锭	21.88	12.44%
铝锭	16.78	9.32%	汽油	15.36	9.02%	锌锭	21.40	12.17%
裂解重馏分	15.71	8.72%	裂解重馏分	14.73	8.65%	二甲苯	19.12	10.87%
乙二醇	12.43	6.90%	二甲苯	13.65	8.01%	双酚	6.39	3.63%
前五大品种小计	91.97	51.06%	前五大品种小计	88.62	52.05%	前五大品种小计	92.16	52.40%
贸易总收入	180.19	100.00%	贸易总收入	170.28	100.00%	贸易总收入	175.89	100.00%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

公司贸易业务主要采用以销定采，通过参与客户招投标、行业展会、营销洽谈及政府商务合作等渠道获取客户订单，向上游企业采购产品后通过仓储中转或直接销售给油料及化工批发企业、加油站终端或其它客户（货品大多由厂家或经销商直接发送至客户），从中获取差价；为增强配套能力，公司在上海青浦区、天津物流园、广州南沙港、成都青白江等地布局仓储能力（通过租赁形式）。

经营主体川酒集团依托其少数股东四川商投投资有限责任公司（持有川酒集团 2.1483%股权）搭建贸易平台，与国内大型大宗商品贸易企业建立合作关系，建立起了大宗商品贸易链条，并建立了对上下游的管理机制。采购环节：公司通过对供应商进行尽职调查和资信情况分析，形成自身供应商库。销售环节：公司销售部门基于市场交易信息、货源信息等筛选交易业务、形成交易议案、履行合同审批程序后执行销售；合作客户主要选取资信良好的国企、行业龙头企业、大型品牌授权代理商或长期合作的企业。2023 年，公司贸易业务前五大供应商采购额和前五大客户销售额分别占 22.64%和 21.51%，上下游集中度相比 2022 年（分别为 32.61%和 24.74%）均有所回落，前五大供应商主要为贸易商和供应链企业，前五大客户主要为贸易及代理商和供应链企业，上下游集中度一般。

图表 11 • 2023 年公司贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

前五大供应商名称	采购产品	采购金额	占比
河北物流集团金属材料有限公司	螺纹钢、纯碱	9.65	5.52%
山东惠沂通供应链有限公司	铝锭	8.17	4.67%
上海汇油油田设备有限公司	裂解重馏分	7.7	4.40%
河北开滦国和能源有限公司	精对苯二甲酸	7.62	4.35%
泸州汇鑫实业有限公司	裂解重馏分、精对苯二甲酸	6.47	3.70%
合计	—	39.61	22.64%
前五大客户名称	销售产品	销售金额	占比
广州市建材发展集团有限公司	螺纹钢	9.17	5.22%
广西自贸区中马供应链管理有限公司	精对苯二甲酸	8.84	5.03%
泸州盈丰源贸易合伙企业(有限合伙)	裂解重馏分	7.83	4.45%
贵州现代物流供应链管理有限公司	锌锭	6.92	3.93%
广西百色润东商贸有限公司	铝锭	5.06	2.88%
合计	—	37.83	21.51%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

为强化业务风险管理，交易过程中要求必须持有资金或者货物，避免出现已付款但未收到货物或货权已转移但未收到款项的情况；此外，大宗贸易商品价格受外部地缘政治及经济等多因素影响而存在波动性，公司展业中可能面临一定风险敞口，一方面通过“背靠背”合同锁定价格（同一时点签订采购和销售合同），另一方面根据对市场需求、价格走势等方面的研判以控制库存。

结算方面，采购环节：公司主要通过现款（银行转账）和银行承兑汇票方式结算（银行承兑汇票主要用于合作时间较长的供应商），常规采购的账期多为 1 个月以内，临时性采购多采用钱货两清的方式。销售环节：公司采用现款、电汇、银行承兑汇票等多种模式，具体结算方式根据客户规模、商业信用状况及产品需求量等因素确定，以月结为主，对部分信用状况良好且长期合作的客户采取信用销售模式，其他均采用“现款现结”模式。

(2) 化肥化工业务

化工化肥行业的周期性特征使公司化肥化工业务盈利产生相应波动。2023 年，原材料成本降幅低于产品均价降幅导致盈利能力持续弱化。

公司化肥化工业务经营主体为泸天化股份，主要经营尿素、复合肥等化肥类产品以及液氨、甲醇、二甲醚、稀硝酸系列、浓硝酸、液体硝酸铵等化工类产品，在西南地区市场接受度良好。化肥化工行业受宏观经济波动影响具备周期性特征，景气度偏低时，成本端压力或难及时传导至产品端，盈利存在波动性。2018 年之前，由于行业景气度低迷、产能过剩、原料成本及财务费用压力等不利因素叠加，泸天化股份多年持续亏损并进入破产重整程序，2018 年 12 月重整完成、财务费用大幅降低，叠加供给侧改革促进尿素行业产能出清，经营逐步趋稳，2018—2023 年利润总额虽有波动但始终为正。2021—2022 年，化肥化工收入稳步上升，毛利率小幅回落，主要受煤炭、天然气等原材料价格持续上涨，同时化工产品价格承压的综合影响；2023 年，化肥化工主要产品均价和单位成本均呈下降态势，但由于下游工业、农业需求偏弱，国内尿素、合成氨行业在逐步完成落后产能淘汰后进入新产能投产周期，整体呈现供给宽松，主要产品的单位成本降幅均低于产品均价降幅，化肥化工业务盈利空间受到侵蚀，收入同比下降 6.76%，毛利率低于上年 5.69 个百分点。

2023 年末，泸天化股份尿素、复合肥、甲醇、合成氨（液氨）年产能分别为 152.50 万吨、83 万吨、70 万吨和 104 万吨，其中合成氨（尿素的主要原料）主要应用于内部供应，在产品调整灵活、资源综合利用效率、产业整合方面具备一定竞争优势。2023 年，尿素和合成氨的产能利用率接近 100%，尿素的产能利用率达 80%，复合肥和甲醇的产能利用率约 60%左右；2021—2023 年，泸天化股份化肥化工业务主要产品的产销率处于较好水平。

图表 12 • 2021—2023 年化肥化工业务主要产品生产、销售以及 2022—2023 年产品均价、单位成本变动情况（单位：万吨）

业务板块	产量			产销率			产品均价变动幅度		单位成本变动幅度	
	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
尿素	110.43	122.94	122.75	93.60%	83.43%	96.29%	约 15%	约-12%	约 14%	约-2%
复合肥	47.29	50.36	48.80	95.56%	109.63%	92.91%	约 30%	约-9%	约 17%	约-6%
甲醇	47.84	48.39	42.42	89.03%	99.57%	102.73%	约 5%	约-8%	约 8%	约-1%
合成氨（液氨）	101.64	96.47	103.72	24.86%	23.11%	22.20%	约 11%	约-16%	约 22%	约-2%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

原材料供应方面，天然气主体供应商为中国石油天然气股份有限公司，原料供应的计划性较强、受国家政策影响较大，采取预付货款（现金支付）方式；煤炭供应商选取的市场化程度较高，主要选择国有大型发电、化工等企业，行业付款账期普遍在 60~90 天内。泸天化股份对辅助原材料供应商建立了合格供应商名录，每年评审一次。2021—2023 年，公司化肥化工业务前五大供应商采购额占比波动下降（2023 年为 39.81%，较上年上升 5.08 个百分点），采购集中度一般，其中除第一大供应商（中国石油天然气股份有限公司天然气销售川渝分公司成都销售部，采购占比为 26.52%）的采购品类为天然气外，其余 4 家采购品类均为煤炭。

销售方面，泸天化股份在分销自产化肥的基础上，外购、分销国内外其他厂家化肥产品，构建了直接到乡村的化肥分销、物流配送服务体系，在四川、重庆、贵州、广西等省、市、自治区设立了化肥分销机构 5 个，分销业务覆盖西南地区的 200 多个县市，2800 多个乡镇。2021—2023 年，公司化肥化工业务前五大客户销售额占比波动中略有下降（2023 年为 13.03%，较上年上升 4.66 个百分点），销售集中度不高。

(3) 白酒业务

公司整合省内中小型白酒企业资源，凭借区域资源优势通过自创及合作方式开拓或重树品牌，2021—2023 年酒类业务收入增长快；考虑到白酒行业结构化竞争激烈，新品牌的市场接受度及成长持续性仍有待长期关注。

公司酒类业务经营主体为川酒集团和白酒投集团。川酒集团于 2018 年通过并购完成涵盖浓香和酱香品类的产能布局，2019 年正式推出成品酒，2020 年开发自有品牌“国酿”，现已形成基酒生产销售为主、成品酒及酒粮销售⁹为辅的收入格局。此外，白酒投集团贡献部分成品酒销售收入。

作为国内大型原酒供应商以及国有品牌运营商，公司采用“一城一品”策略，选取全国几十个地市州，根据各地市州情况，通过参股或控股的合作方式成立地方白酒品牌，借助对省内白酒资源的整合，拓展自有及合作品牌。公司基于基酒的生产和协调能力，负责产品 OEM

⁹ 酒粮贸易收入计入贸易板块。酒粮销售业务即为酒粮贸易，该贸易收入计入贸易板块，酒粮贸易的开展主要依托原酒及成品酒的生产，贸易品种为玉米、高粱等酿酒所需原材料。

环节，各地方合资公司负责品牌运营。2024 年 3 月末，公司白酒产能包括自身产能（6 万吨¹⁰）和联盟方产能（24 万吨，无股权关系），储酒能力约 100 万千升，产能和储能除满足地方合作品牌的需求外，可为 OEM 客商提供除品牌运营外的产品和服务。

2021—2023 年，公司酒类业务（基酒及成品酒销售）收入快速攀升；2022 年，酒类业务收入同比快速增长 62.95%，主要由于地方合作品牌以及省外销售渠道的拓展拉动基酒收入快速提升；2023 年，受益于对基酒产业及下游区域品牌的持续整合运营，基酒和成品酒收入均有提升，当年酒类销售收入同比进一步增长 29.73%，毛利率保持稳健。考虑到白酒行业的结构化竞争激烈，新品牌的市场接受度及成长持续性有待持续关注。

图表 13 • 酒类销售业务收入及毛利率构成（单位：亿元）

细分业务	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基酒	11.92	25.20%	23.64	20.08%	31.30	20.20%	8.22	16.87%
成品酒	10.30	50.01%	12.57	31.60%	15.66	29.87%	4.30	27.23%
合计	22.22	36.70%	36.21	24.08%	46.97	23.42%	12.53	20.43%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

上下游方面，酒类业务的原材料采购（谷物、散酒等）主要是基于上年销售情况的大致预判，采购规模较为灵活，供应商分布全国、集中度较高（2023 年前五大供应商采购额占 40.66%，主要分布在泸州、眉山等地），结算以“预付款+交货后付全款”和“先货后款”为主，结算周期多为 3~6 个月；下游客户以酒类经销商为主，客户集中度一般（2023 年前五大客户销售额占 21.91%，主要分布在四川、贵州等地），成品酒主要供应当地客户，结算多为现款现货，基酒销售面向全国，存在 3~12 个月不等的账期。

（4）房地产和建筑施工业务

公司基础设施建设业务具备一定区域专营性，资金占用规模大，未来尚需进一步投入；部分项目投资回收周期偏长，需关注其投运后的经营成果是否如预期。

公司主要负责泸州市基础设施和公共服务配套设施建设等，具备区域专营性，保障房项目建设基本完工，未来暂无大额投资计划。其中，公司房地产业务经营主体为川酒集团，保障房业务经营主体为发展建设集团和白酒投集团；建筑工程经营主体为白酒投集团、泸州合江工业投资有限公司（以下简称“合江工投”，公司间接持股 51%）、发展建设集团和川酒集团。

图表 14 • 板块细分业务内容及经营主体

细分业务	业务内容	经营主体
建筑工程及安装	基础设施项目建设等	白酒投集团、合江工投
	建筑施工	泸州发展建设安装工程有限公司（发展建设集团子公司）、中路城建工程有限公司（川酒集团子公司）
保障房	安置房建设等	发展建设集团（具备房地产二级开发资质）、白酒投集团
房地产	住宅及商业	南充商投置地有限责任公司（川酒集团子公司）

资料来源：联合资信根据公司资料整理

①基础设施建设和保障房业务

公司基础设施项目建设原先采用委托代建和自建两种模式，自 2020 年起不再承担基础设施项目建设职能，相关业务逐年压缩，且将委托代建模式项目逐步转为自建模式，自建模式下的项目建设资金源于自筹，待项目完工后通过项目运营产生的经营性收益平衡投资。公司保障房项目基本完工，现阶段处于陆续回款中，2023 年末已销售金额/拟回款金额¹¹合计 24.61 亿元，已完成回款 15.08 亿元。

2024 年 3 月末，公司重点在建基础设施项目尚需投资 15.83 亿元，2024 年 4—12 月、2025 年及 2026 年分别拟投 2.55 亿元、7.04 亿元和 5.31 亿元，面临资本支出压力；公司已有部分自建基础设施项目投入运营并产生收入，现阶段收入规模尚小。其中，春江·酒城嘉苑（天年颐养项目，分为两期）投运后依靠提供综合养老服务实现收益，一期项目自 2021 年 10 月投入运营，累计确认收入约 4207 万元，主要源于服务费收入、食堂收入、租金收入及会员卡销售等，二期项目建设尚在规划阶段；考虑到项目投资规模大、回收周期偏长（一期项目投资回收期约 18 年），需关注项目经营效益是否如预期。

¹⁰ 包括基酒产能 5.5 万吨以及成品酒产能 0.5 万吨。

¹¹ 已销售金额是针对未来回款主要依靠项目自身平衡的保障房项目，拟回款金额是针对委托代建模式下的保障房项目。

图表 15 • 2024 年 3 月末重点在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	规划投资	自有资金比例	资本金到位	累计投资	未来三年投资规划			建设单位
						2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	
春江·酒城嘉苑	2018-2028 年	18.61	40.48%	3.33	6.72	2.00	5.00	4.88	泸州医养投资管理有限公司
泸州白酒产业园区基础设施及公共服务配套设施改造项目—酒业园区污水处理厂扩建项目	2020-2025 年	3.44	28.18%	0.97	2.85	0.30	0.15	--	白酒投集团
泸州国际汽车城项目	2020-2025 年	3.80	27.00%	0.81	1.39	0.11	1.88	0.43	泸天化集团
泸州市江阳区酒谷湖水系连通工程	2018-2025 年	8.05	14.91%	5.91	7.11	0.14	0.01	--	白酒投集团

注：泸州医养投资管理有限公司系西南医投集团子公司
资料来源：联合资信根据公司资料整理

②房地产业务

公司房地产业务在售项目为龙湾-凤凰台项目（四川省南充市，权益比为 70%），业态为住宅及商业地产，项目已竣工，2024 年 3 月末，该项目累计投入 25.11 亿元，项目可售面积 26.79 万平方米，已售面积和预售收入为 17.90 万平方米和 16.50 亿元，暂无其他在建项目及土地储备。2023 年，公司实现商品房销售 3.59 亿元，主要源自凤凰台项目的结转收入，在房地产行业景气度低迷的环境下，需关注改项目的去化进度。

③建筑工程及安装业务

公司建筑工程及安装业务主要通过公开投标参与的建筑工程，2023 年末，公司在手未完工的建筑合同 7.65 亿元，其中 2023 年新签合同 5.49 亿元。2021—2023 年，公司该项业务收入逐年回落，一方面由于房地产行业景气度低位导致获取的施工合同额有所下滑，另一方面由于代建的基础设施项目不再新增且部分转为自建模式导致代建收入回落。

3 经营效率

公司经营效率指标整体表现较好。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年回落，2023 年分别为 7.90 次和 0.52 次；存货周转次数波动回落，2023 年为 5.89 次。

与所选公司比较，2023 年，公司销售债权周转次数处于一般水平，总资产周转次数和存货周转次数表现优于可比企业。

图表 16 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	景德镇国资	镇江国投
销售债权周转次数（次）	7.90	2.89	34.60
存货周转次数（次）	5.89	0.68	1.50
总资产周转次数（次）	0.52	0.18	0.21

注：景德镇国资为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司；镇江国投为镇江国有投资控股集团有限公司
资料来源：联合资信根据上述企业财务报告整理

4 未来发展

公司发展战略清晰，未来将围绕“三大平台”的功能定位进行业务体系建设。

公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股集团，承担泸州市的“三大平台”职能，未来仍将围绕“三大平台”的功能定位进行业务体系建设。

公司将以如下三方面作为工作重点：（1）做强业务和专业化发展，构建化工和能源、医药和健康、资本和金融、支持和服务业务板块，逐步形成协同联系、相互支撑的制度体系，持续优化管控体系，协助深化旗下企业治理；（2）增强核心竞争力，推动以投资促发展，推进产业基金的设立和“基金+基金”“基金+项目”投资模式，协助推进产业金融优化布局；（3）强化投资风险防控。

七、财务分析

公司提供了 2021—2023 年三年连审财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021—2023 年财务数据进行了审计（三年连审），并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面。2022 年末，公司纳入合并范围的下属企业由于投资设立、非同一控制下企业合并而相比上年末增加 7 家、由于吸收合并并注销、对外转让、注销而相比上年末减少 6 家；2023 年末，公司纳入合并范围的下属企业由于股权置换、新设立而相比上年末增加 9 家，由于注销、股权置换或转让、转让部分股权（丧失控制权）而相比上年减少 14 家；2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的下属企业共计 164 家（包含一级子公司 2 家、二级子公司 17 家、三级及以下子公司 145 家），由于注销而相比上年末减少 1 家；综合看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

公司成立于 2023 年 5 月，以下财务分析将以 2023 年（末）财务数据为主。同时，根据审计报告中“财务报表的编制基础”章节，公司及其子公司泸州发展集团分别成立于 2023 年和 2006 年，为反映合并后的报告主体整体财务状况、经营成果、现金流量等有关信息，将合并后报告主体视同自泸州发展集团成立时持续存在。

1 资产质量

2023 年末，公司资产规模稳步提升，资产结构较为均衡，货币资金较为充裕但受限比例较高，应收类款项及存货占总资产一定比重，持有老窖集团等优质股权；整体看，公司资产质量尚可，资产流动性偏弱。

公司资产结构较为均衡（2023 年末非流动资产占 57.45%）。2023 年末，公司总资产为 985.22 亿元，较上年末增长 30.62%，主要源于老窖集团股权的注入；公司资产主要包括贸易、白酒、融资租赁、工程施工等业务形成的应收/预付类款项，关联方往来款、支付的土地整理项目资金、往来款及借款等形成的其他应收款，货币资金和结构性存款、权益工具投资、理财产品等交易性金融资产形成的现金类资产，以及股权类资产、投资性房地产和固定资产等。其中，应收/预付类款项¹²、存货和其他应收款合计占资产总额的 18.75%，且应收类款项集中度相对高（应收账款和其他应收款项前五大集中度分别约为 33%和 85%），其他应收款账龄较分散（3 年以上账龄的款项账面余额约占 39%），对资金形成一定占用；其他权益工具投资以老窖集团为主，长期股权投资（均为对联营企业的投资）以对泸州银行和川酒泸州置地有限责任公司¹³（以下简称“泸州置地”）的投资为主，老窖集团和泸州银行等优质股权能带来一定收益，2023 年，其他权益工具投资确认的股利收入合计 1.28 亿元，长期股权投资权益法下确认的投资收益以及宣告发放现金股利或利润分别为 2.83 亿元和 0.55 亿元（泸州置地分别贡献 2.07 亿元和 0 元），2021—2023 年，泸州置地利润主要源自投资性房地产公允价值变动收益，其贡献的投资收益可能受外部经济及商业环境变化的影响而存在不确定性。此外，2023 年末，公司存在部分资产尚未办妥产权证书的情况，包括未办妥产权证书的投资性房地产（账面价值为 20.93 亿元）、固定资产（账面价值为 11.07 亿元）和无形资产（账面价值为 6.34 亿元）。

图表17 • 2023年末按欠款方归集的前五名其他应收款项情况

（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	坏账准备
四川泸州白酒产业园区管理委员会	土地整理项目资金、往来款	15.79	1—5 年、5 年以上	--
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	资金拆借	13.89	1—5 年	--
川酒置地	资金拆借	8.61	4 年以内	--
成都汉德投资管理有限公司	非关联方往来	1.31	5 年以内	1.05
铜川越都进出口贸易有限公司	非关联方往来	1.28	1—2 年	0.13

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表18 • 2023年末其他权益工具投资的主要构成

（单位：亿元）

项目	2023 年末
泸州市交通投资集团有限责任公司	18.95
泸州市高新投资集团有限公司	14.37
四川创兴先进制造业投资有限公司	1.60
四川叙兴实业集团有限公司	4.38
四川农村商业银行股份有限公司	5.00
老窖集团	87.27
小计	131.57
其他权益工具投资（合计）	132.25

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

¹² 包括应收账款、应收票据、应收款项融资、预付款项、合同资产及长期应收款。

¹³ 2024 年 3 月末，川酒集团持有泸州置地 90.00%股权，2021 年 12 月将泸州置地 90%股权对应的表决权全部委托给泸州汇鑫实业有限公司（控股股东及实际控制人为泸州市国资委）进行表决，泸州置地自此变更为川酒集团联营企业，不再纳入合并范围。

图表 19 • 泸州置地 2021—2023 年主要财务情况（单位：亿元）

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
资产总额	28.85	34.81	45.60
所有者权益	1.50	4.13	11.65
营业收入	7.94	7.07	8.92
公允价值变动收益	--	4.11	5.10
净利润	0.74	2.27	2.58

资料来源：联合资信根据泸州置地 2021—2023 年审计报告整理

2024 年 3 月末，公司资产规模较上年末小幅增长 3.44%，资产结构保持均衡，流动资产比重略有上升；其中其他权益工具投资和长期股权投资较上年末变化大，主要由于公司对老窖集团¹⁴股权的会计核算由“其他权益工具投资”科目重分类至“长期股权投资”科目。

资产受限方面。2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 107.34 亿元，分别占同期末资产总额和净资产的 15.51% 和 40.91%，受限资产规模较大，其中货币资金受限比重较高（受限货币资金占货币资金余额 58.27%）。

图表 20 • 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	40.42	定期存单质押、融资租赁保证金、经营保函保证金、信用证贷款保证金、担保保证金、票据保证金、实际尚未收到的利息等
应收账款	6.11	借款质押等
其他应收款	15.79	借款质押等
投资性房地产	17.15	借款抵押等
固定资产	12.28	借款抵押等
无形资产	1.49	借款抵押等
长期股权投资	9.52	两融担保、借款质押
交易性金融资产	4.58	两融担保、银行承兑汇票保证金
合计	107.34	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

成立以来，公司所有者权益保持稳健，少数股东权益较大，未分配利润持续为负，权益结构稳定性一般。

股权注资和现金注资使得公司实收资本及净资产快速充实。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司所有者权益和权益结构保持稳健，实收资本和资本公积保持在 74.50 亿元和 100.56 亿元，少数股东权益规模较大，分别占当期末所有者权益的 38.35% 和 38.23%；由于泸天化股份和泸天化集团之前年度持续亏损侵蚀权益，未分配利润持续为负，分别为-14.21 亿元和-14.13 亿元；权益结构稳定性一般。

（2）负债

公司债务融资以保证借款和债券为主，期限结构较为均衡，整体债务负担偏重；2021—2023 年，公司全部债务（经追溯调整）逐年增长，增速较快。

2023 年末，公司负债规模较上年末增长 19.13%，负债结构较为均衡（流动负债比重为 56.89%）；全部债务较上年末增长 19.12%，债务规模较大，债务期限结构较为均衡（长期债务比重为 46.20%），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 62.09%、56.76% 和 37.75%，整体债务负担偏重，全部债务中的银行借款（以保证借款为主）、发行债券和其他债务分别约占 60.26%、23.83% 和 15.92%，2023 年经测算的综合融资成本¹⁵约为 5.44%。

按追溯调整口径计，2021—2023 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长率为 19.17%，增速较快。

¹⁴ 公司对老窖集团增派 1 名董事。

¹⁵ 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2

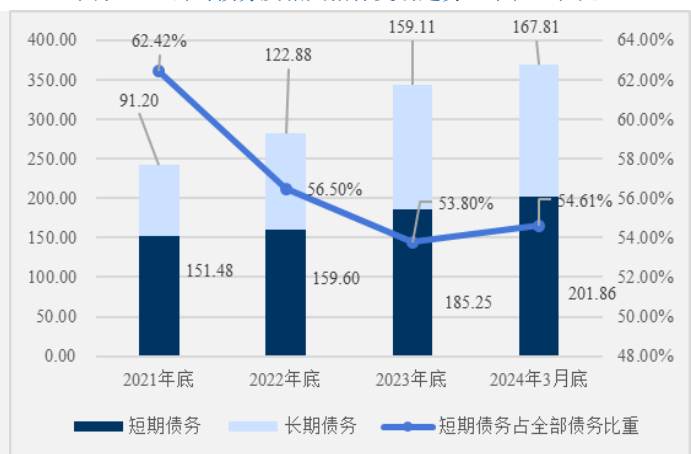
2024年3月末，公司负债规模和全部债务较上年末分别增长5.54%和7.35%，债务期限结构较上年末变动不大，债务负担指标较上年略有上升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别升至63.35%、58.49%和39.01%。

图表21 • 2021—2023年末短、长期借款明细（单位：亿元）

借款类别	2021年末	2022年末	2023年末
短期借款	60.12	72.02	82.35
其中：保证借款	31.06	48.59	64.65
信用借款	20.55	11.66	9.22
质押借款	6.48	8.48	8.03
其他类	2.03	3.30	0.46
长期借款	39.51	67.43	94.74
其中：保证借款	26.89	42.75	62.96
信用借款	4.10	13.02	19.08
其他类	8.52	11.65	12.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表22 • 公司债务及相关指标变动趋势（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

3 盈利能力

2021—2023年，公司营业总收入保持稳定，营业利润率回落叠加财务费用提升，期费后毛利润持续为负；非经常性损益对利润总额支撑显著，其中股权处置收益和公允价值变动收益受资本市场和退出节奏的影响具有波动性；综合盈利指标表现尚可。

2021—2023年，公司营业总收入变动幅度不大（年均复合增长率为2.86%），营业利润率逐年小幅回落，财务费用的持续增长（年均复合增长率为25.26%）使得期间费用率逐年小幅提升，营业利润率与期间费用率形成倒挂，调整后营业利润¹⁶持续为负；减值损失于2023年计提增加，主要源于长期股权投资减值损失的计提明显增加（泸天化股份的联营企业——四川中蓝国塑新材料科技有限公司已进入清算程序，未来收回投资成本可能性小，该笔投资全额计提减值损失1.50亿元）。

2021—2023年，公司非经常性损益（其他收益+投资收益+公允价值变动收益+资产处置收益）对利润形成显著支撑。其中，其他收益波动上升（年均复合增长率为17.26%），主要包括西南医投集团“经营补助”（2022年为1.00亿元，2021年和2023年无）、污水处理补助（2022—2023年为0.38亿元和0.40亿元）和白酒园区管委会补助等政府补贴（2021—2023年分别为0.88亿元、0.35亿元和1.02亿元），污水处理补助和白酒园区管委会补助具备一定连续性；投资收益主要源于持有¹⁷及处置¹⁸长期股权投资所获投资收益以及2023年新增持有老窖集团股权的股利收入，处置收益的不确定性使得投资收益宽幅波动；公允价值变动收益由负转正，主要产生于金融资产和投资性房地产，两者受宏观经济、资本市场以及房地产市场环境等多因素影响，均具有不确定性；资产处置收益构成变化较大，2022年处于相对高位，主要源于固定资产处置利得（1.66亿元）。

2021—2023年，公司利润总额波动下降（年均复合变动率为-6.37%），总资本收益率小幅回落，由于所得税持续较快增长，净利润和净资产收益率下滑较快（净利润的年均复合变动率为-44.44%），综合盈利指标表现尚可。

2024年一季度，由于贸易和化肥化工产品收入不同程度回落，公司营业总收入较上年同期下降12.40%，营业利润率较上年同期基本持平，财务费用有所提升，利润总额同比下降27.71%至0.93亿元。

¹⁶ 调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用。

¹⁷ 2021—2023年，权益法核算的长期股权投资收益分别为5.87亿元、1.80亿元和2.83亿元，2021年主要由天华富邦化工有限责任公司贡献，由于该企业股权于2021年末处置，2022年该等投资收益回落；2023年该等投资收益有所提升，其中泸州银行确认投资收益由0.72亿元增至0.91亿元，川酒泸州置地有限责任公司确认投资收益由1.80亿元增至2.07亿元。

¹⁸ 2023年处置长期股权投资的投资收益显著提升，主要源于处置宁夏捷美能源投资有限公司（以下简称“捷美能源”）股权形成的收益。

图表23 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	297.57	315.57	314.85
投资收益	8.07	2.06	11.00
其中：权益法核算的长期股权投资收益	5.87	1.80	2.83
处置长期股权投资的投资收益	2.14	0.24	6.46
减值损失(合计)	-1.88	-1.88	-3.15
利润总额	6.15	4.00	5.40
营业利润率	8.17%	8.11%	7.27%
期间费用率	8.76%	8.67%	9.51%
总资本收益率	3.70%	3.35%	2.99%
净资产收益率	3.13%	1.17%	0.60%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与所选公司比较，公司盈利指标表现一般。

图表24 • 2021—2023年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



图表 25 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	景德镇国资	镇江国投
营业总收入（亿元）	314.85	218.28	116.12
销售毛利率	9.11%	6.83%	10.57%
净资产收益率	0.60%	0.37%	1.73%

资料来源：联合资信根据上述企业财务报告整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动获现情况逐年改善，主业收入实现质量较好；购建固定资产等支付的现金保持较大规模，对外融资需求持续存在。

2021—2023 年，公司经营活动获现情况逐年改善，主业收入实现质量处于较好水平，2024 年一季度，受季节性影响，经营活动现金流表现为净流出；投资活动现金流持续净流出且缺口不断加大，购建固定资产、无形资产和其他长期资产等资金流出保持较大规模且处于增长态势，同时存在对外投资及采购理财产品，投资收益变现情况一般，其中，2023 年取得投资收益收到的现金明显低于当期投资收益的主要原因是捷美能源的股权置换交易为非货币交易；筹资活动前现金流净额持续为负，且考虑到基础设施建设仍需进一步投入，公司或将持续存在对外筹资需求；筹资活动现金流由小额净流出转为大额净流入，分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 13.41 亿元、14.37 亿元和 17.11 亿元。

图表 26 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	342.52	362.06	363.74	77.18
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	333.01	340.76	338.39	73.79
经营活动现金流出小计	346.05	362.92	362.19	84.48
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	321.06	315.56	309.97	71.18
经营活动现金流量净额	-3.52	-0.86	1.55	-7.30
投资活动现金流入小计	17.46	40.98	51.54	11.48
其中：取得投资收益收到的现金	0.66	2.92	2.30	0.26
投资活动现金流出小计	35.37	66.76	93.41	19.26
其中：购建固定资产、无形资产和其他	9.64	13.78	15.05	3.14

长期资产支付的现金				
投资活动现金流量净额	-17.91	-25.79	-41.87	-7.78
筹资活动前现金流量净额	-21.44	-26.64	-40.32	-15.08
筹资活动现金流入小计	141.75	213.50	247.79	76.19
筹资活动现金流出小计	141.94	184.51	201.49	60.93
筹资活动现金流量净额	-0.20	28.99	46.31	15.26
现金收入比	111.91%	107.98%	107.48%	118.86%
现金及现金等价物净增加额	-21.62	2.37	6.00	0.19

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司短期指标表现尚可，长期偿债指标表现一般，由于成立时间短，本部授信有待提升，合并口径授信渠道较为通畅；对外担保余额相对集中于区域内国企，面临一定或有负债风险。

从短期偿债指标看，2021—2023 年，公司流动比率和速动比率稳步增长，经营活动现金流净额相关指标有所改善，短期偿债指标表现尚可，EBITDA 对债务本息覆盖情况一般。

图表 27 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	107.83%	118.40%	120.46%	122.47%
	速动比率	83.00%	96.19%	99.97%	102.10%
	经营现金/流动负债	-1.64%	-0.40%	0.63%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.02	-0.01	0.01	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.48	0.54	0.48	0.46
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	22.32	22.54	27.30	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.87	12.53	12.61	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	0.00	0.00	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.12	1.62	1.60	--
	经营现金/利息支出（倍）	-0.33	-0.06	0.09	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2023 年末，公司间接融资渠道较为通畅，已使用银行授信额度 193.76 亿元，未使用授信余额 201.23 亿元；其中公司本部获得银行授信总额和已使用授信额度分别为 20 亿元和 11 亿元。

2024 年 3 月末，公司对外担保余额合计 32.27 亿元，占同期末净资产的 12.30%，面临一定或有风险，被担保对象相对集中于泸州市高新投资集团有限公司（以下简称“泸州高新投”）、泸州临港投资集团有限公司（以下简称“临港投资”）、泸州汇鑫实业有限公司（以下简称“汇鑫实业”）、泸州酒业投资有限公司（以下简称“泸州酒业”）、泸州高泰实业有限公司（以下简称“高泰实业”）和泸州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泸州城建”）等区域内国企。

截至 2024 年 4 月 16 日，公司涉及的重大诉讼（涉案原始金额超过 1000 万元，不计算违约金、利息、案件费用等）事项中，公司及子公司作为被告的案件涉案金额合计约 2.18 亿元¹⁹（诉讼情况如附件 1—4），作为原告的案件涉案金额合计约 2.12 亿元（单个案件涉案金额超过 3000 万元的诉讼情况如附件 1—4）。

6 公司本部财务分析

公司成立时间短，本部无实体经营业务，本部资产主要为持有的控股非上市公司股权，债务负担轻，利息支付压力不大，利润主要源于老窖集团产生的股利收入。

公司本部主要承担战略决策、投融资等职能，无实体经营业务。

¹⁹ 其中 1 个案件涉及反担保合同项下的抵押登记事项，未涉及具体金额，不纳入计算。

由于公司计划采用“小总部、大产业”架构，公司本部无收入，主要通过发展集团下属企业开展化肥化工、白酒产业、贸易、医药等业务，利润源于投资收益（老窖集团产生的股利收入），2023 年本部利润总额和投资收益分别为 0.84 亿元和 1.28 亿元；2024 年 3 月末，公司本部资产以长期股权投资（161.78 亿元，主要是对发展集团和老窖集团的投资）和其他流动资产（21.13 亿元）为主，资产结构简单，债务规模小（12.17 亿元），权益以实收资本和资本公积为主，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 12.22%和 7.02%。

2023 年，公司本部取得投资收益收到的现金（1.28 亿元）基本可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金（1.30 亿元），利息支付压力不大（本部财务费用为 0.03 亿元）；2024 年 3 月末，公司债务以长期债务为主，本部现金短期债务比为 0.29 倍。

八、ESG 分析

公司制定了具有较为全面的环保制度保障与措施，在公共效益和供应商责任方面表现较好，治理体系表现一般，治理绩效表现有待提升。整体来看，公司 ESG 表现较好。

公司制定了较为完整的环保制度，并通过一系列措施降低碳排放、污废排放，减少资源消耗；纳税总额和解决就业表现很好；制定了较为完整的安全管理制度，安全投入较高；公司在产品质量、用户服务和供应商考核方面有比较完善的制度，产品合格率较高，用户满意度较高。公司层面制定《合规管理办法》明确了合规管理的组织机构及职责，纪检部门和审计部门制定风险管理相关制度。

公司未设立 ESG 专门委员会，由安全环保部门负责 ESG 相关事宜，泸天化股份已被纳入泸州市“环境监管重点单位”，需按期开展环境信息披露工作。同时，公司治理绩效表现低于化工行业上市公司平均水平，盈利水平和人均创收水平有待提升，科技创新表现有待提升，研发费用占比低于行业平均水平；碳排放总量与污废排放总量高于行业平均水平，需要进一步控制排放。

九、外部支持

2023 年，泸州市地区经济和一般公共预算收入保持增长。公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股集团，产业结构与地方优势产业相符，区域地位显著，在经营资源获取、资本金注入以及财政补助方面能够获得政府有力支持。

2023 年，泸州市 GDP 位居四川省第 6 位；地方一般公共预算收入 212.4 亿元，比上年增长 10.3%；一般公共预算支出 472.7 亿元，比上年增长 3.1%；12 月末，全市金融机构各项存款余额 4310.0 亿元，比年初增长 12.0%，金融机构各项贷款余额 3617.3 亿元，比年初增长 17.4%；2023 年末，泸州市政府债务余额合计 994.2 亿元（市本级 325.4 亿元），包括一般债务（288.2 亿元）和专项债务（706.0 亿元）。

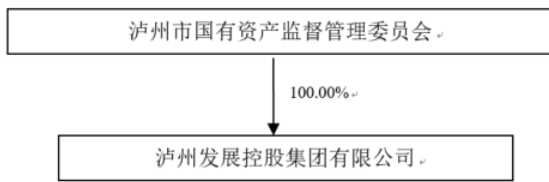
公司作为泸州市国资委直属的大型产业投资控股集团，承担泸州市“三大平台”功能定位，区域地位显著，核心的白酒及化工业务与地方优势产业相符，同时承担部分泸州市基础设施建设，基于泸州市的产业基础以及产业建设派生出的配套设施建设需求，公司在区域经营资源获取方面有望获得可持续性的政府支持。

公司注册资金 80 亿元，2024 年 3 月末已完成股权注资和部分现金注资，实收资本及净资产快速充实；无偿划入老窖集团 10%股权，老窖集团利润规模大，为公司贡献的投资收益及分红将对利润形成有力支撑。此外，公司能够获得较为稳定的财政补助，2021—2023 年，公司分别获得其他收益 1.75 亿元、2.71 亿元和 2.41 亿元，主要为与日常经营活动相关的政府补贴。

十、评级结论

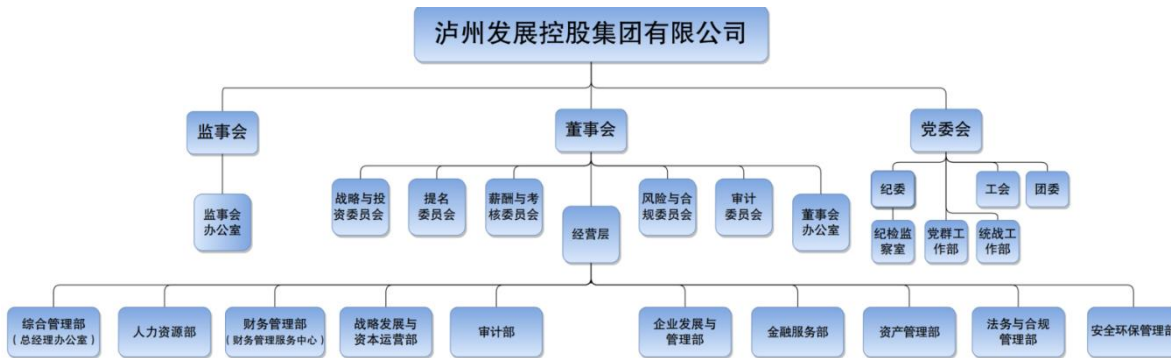
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 2024 年 3 月末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位名称	类型	担保单位	担保余额	担保类型
临港投资	公司债	白酒投集团	40000.00	反担保保证
泸州高新投	银行融资	白酒投集团	30000.00	保证
临港投资	银行融资	泸州发展集团	26450.00	连带责任担保
高泰实业	租赁	白酒投集团	25000.00	保证
汇鑫实业	银行融资	泸州发展资产经营管理有限公司	20000.00	质押
泸州酒业	银行融资	白酒投集团	19572.00	保证
泸州高新投	银行融资	泸州发展集团	19410.00	连带责任担保
汇鑫实业	银行融资	泸州发展资产经营管理有限公司	14250.00	质押
泸州市城市建设投资集团有限公司	银行融资	泸州发展集团	13600.00	连带责任保证担保
汇鑫实业	银行融资	发展建设集团	13170.00	质押
泸州高新投	银行融资	白酒投集团	10000.00	保证
泸州高新投	银行融资	白酒投集团	10000.00	保证
汇鑫实业	银行融资	发展建设集团	9100.00	质押
泸州市高新市政工程有限公司	其他	白酒投集团	9000.00	连带责任担保
泸州智慧综合能源有限公司（原泸州能投售电有限公司）	租赁	白酒投集团	7855.71	连带责任担保
泸州航发经贸有限公司	银行融资	白酒投集团	7000.00	保证
泸州航空发展投资集团有限公司	银行融资	白酒投集团	6000.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	租赁	川酒集团	5114.88	联合租赁
泸州航发经贸有限公司	银行融资	白酒投集团	5000.00	反担保保证
泸州市兴泸投资集团有限公司	银行融资	泸州发展集团	4800.00	连带责任担保
汇鑫实业	银行融资	泸州发展资产经营管理有限公司	4745.00	质押
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	2750.00	保证
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	2750.00	保证
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	2750.00	保证
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	2750.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	2300.00	保证
泸州绿地酒类销售有限责任公司	银行融资	泸州白酒金三角酒业发展有限公	2000.00	保证
临港投资	租赁	泸州发展集团	1683.57	连带责任保证
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	1000.00	保证
川酒泸州置地有限责任公司	其他	川酒集团	1000.00	保证
彭州市创业融资担保有限公司	银行融资	四川泸天化创新研究院有限公司	962.50	保证、质押反担保
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	500.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	400.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	400.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	300.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	300.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	200.00	保证
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	银行融资	川酒集团	200.00	保证
成都天顺保利新材料有限责任公司	银行融资	四川泸天化创新研究院有限公司	187.95	担保
成都天顺保利新材料有限责任公司	银行融资	四川泸天化天顺新材料科技有限	181.95	担保

资料来源：公司提供

附件 1-4 截止 2024 年 4 月 16 日公司部分重大诉讼事项

原告	被告	诉讼及判决	案件状态
江苏和亿昌环保工程科技有限公司（本诉原告、反诉被告）	宁夏和宁化学有限公司（本诉被告、反诉原告）	原告诉请： 原告要求被告支付剩余工程款合计2315.99万元，诉讼费由被告负担。 判决结果：（2023）宁0181民初782号 1. 本诉被告（反诉原告）向本诉原告（反诉被告）支付款项1501.97万元； 2. 本诉原告（反诉被告）向本诉被告（反诉原告）支付借款利息193.56万元、逾期竣工违约金100.00万元、税费损失486.50万元； 3. 以上第一、二项进行折抵后，本诉被告（反诉原告）向本诉原告（反诉被告）支付款项 721.91万元； 4. 因本诉原告（反诉被告）破产且竣工验收资料遗失，竣工资料已实际无法交付，不再向本诉被告（反诉原告）交付涉案竣工档案资料。 5. 第三人瀚华融资担保股份有限公司江苏分公司就《关于应收账款质押事项的协议》（2016年6月7日签订）的相关事项于本协议签订之日即一次性解决完毕，本诉被告（反诉原告）对其不负有任何责任、承担任何义务，其不以任何方式要求本诉被告（反诉原告）对其承担任何责任。 6. 本诉案件受理费15.76万元，减半收取7.88万元，由本诉原告（反诉被告）承担；反诉案件受理费4.12万元（已减半收取），由本诉被告（反诉原告）承担。	调解结案，尚未履行完毕。
南充市顺投发展集团有限公司	被告1：南充商投置地有限责任公司 被告2：川酒集团	原告诉请： 1. 判令被告1立即向原告偿还借款本金1.8亿元及利息； 2. 判令被告1立即向原告支付律师费4.9万元； 3. 被告2对前述第1项和第2项诉讼请求内容对原告承担担保清偿责任； 4. 本案所涉诉讼费用由被告承担。	调解结案
泸州产业发展投资集团有限公司	被告1：成都赋智未来科技有限公司 被告2：泸州医药产业园区投资有限公司	原告诉请： 1. 依法判决被告1支付原告股权回购款3613.15万元及资金占用费； 2. 判决被告2在被告1支付原告的股权回购款范围内承担连带责任。 3. 本案诉讼费、保全费、保函费、原告律师代理费等概由被告连带承担。 判决结果：（2023）川05民终2273号 1. 2023年10月31日，四川省泸县人民法院作出（2022）川0521民初4404号民事判决书，驳回泸州产业发展投资集团有限公司的诉讼请求。 2. 泸州产业发展投资集团有限公司不服，已提请上诉，该案件尚未判决。	--
泸州发展融资租赁有限公司	重庆宏帆实业集团有限公司等6家企业	原告诉请： 1. 确认原告就泸工租回字2021年第04号《融资租赁合同》以及泸工租回字2021年第04号附1号《融资租赁租金支付调整协议》对被告1、被告2享有的融资租赁债权提前到期。 2. 判令被告1、被告2共同向原告立即支付全部欠付租金8939.23万元。 3. 判令被告1、被告2共同向原告立即支付留购价款。 4. 判令被告1、被告2向原告立即支付违约金。 5. 判令被告1、被告2承担原告因实现债权而支出的保全担保费和律师费。 6. 原告泸州发展融资租赁有限公司就第二至五项诉讼请求所享有的债权以抵押物即川（2021）南江不动产证明第0003110号《不动产登记证明》项下被告3坐落于宏帆广场的39套不动产折价，或者以拍卖、变卖上述抵押财产所得的价款优先受偿。 7. 原告就第二至五项诉讼请求所享有的债权以被告1持有的被告2的100%股权折价，或者以拍卖、变卖上述质押财产所得的价款优先受偿。 8. 原告就第二至五项诉讼请求所享有的债权以拍卖、变卖租赁物所得的价款优先受偿。 9. 判令被告4、被告5、被告6对原告就前述第二至五项诉讼请求所享有的债权承担连带保证责任。 10. 本案件受理费、财产保全费等诉讼费用由被告六负担。	--
四川泸天化弘旭工程建设有限公司	四川煤气化有限责任公司	原告诉请： 1. 请求确认被告欠付原告工程款3084.88万元及违约金。 2. 请求确认原告在3084.88万元范围内对其承建工程折价或者拍卖的价款具有优先受偿权。 判决结果： 1. 被告于本判决生效之日起十日内支付原告的工程款354.23万元及违约金80.06万元； 2. 驳回原告的其他诉讼请求。 3. 案件受理费（41542元）减半收取计，由被告承担；鉴定费（48万元）由原告负担47.53万元，被告承担4704元。	四川泸天化弘旭工程建设有限公司2024年2月22日上诉，2024年4月1日在泸州市中级人民法院开庭，未判决。

四川化工集团有限责任公司	被告1：宁夏和宁化学有限公司； 被告2：宁夏泸天化生态肥业有限责任公司； 被告3：九禾股份有限公司	原告诉请： 1.要求被告1履行反担保合同义务，就反担保合同所列抵押清单中的资产办理抵押登记 2.判令被告1出资被告2土地使用权为原告办理抵押登记 3.如反担保合同所列抵押清单中的资产无法办理抵押登记，请求以被告1对处分上述财产形成的权益为原告办理抵押 4.判令被告1、被告3协助单利担保手续 5.判令被告1向原告承担实现担保费用的权利 6. 被告1承担案件受理费、保全费、鉴定费 判决结果： 1. 判决登记在被告1名下的783号、055号土地使用权为四川化工办理抵押权登记手续。驳回原告其他诉讼请求。 2. 案件受理费1798683元，原告承担1671499元，被告1承担127184元；保全费5000元由被告1承担。	12月13日收到了四川化工集团的上诉状。2024年2月29日二审开庭，尚未判决。
成都领尚房地产开发有限公司	被告1：四川省川酒集团产业发展有限公司； 被告2：四川省酒业集团有限责任公司	原告诉求： 1.依法判令被告向原告支付收购款14404166.67元； 2.依法判令被告向原告支付违约金100万元； 3.本案诉讼费、保全费、保全担保费等费用由被告承担。	2024年4月15日一审开庭，审理中

资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	72.40	86.50	89.61	92.43
应收账款（亿元）	33.69	35.41	43.08	40.46
其他应收款（亿元）	36.72	47.65	45.27	48.08
存货（亿元）	53.26	47.03	50.11	52.92
长期股权投资（亿元）	15.77	18.05	25.09	113.24
固定资产（亿元）	67.74	72.71	74.63	73.90
在建工程（亿元）	18.10	17.01	16.98	18.64
资产总额（亿元）	500.81	529.90	692.14	715.97
实收资本（亿元）	0.00	0.00	74.50	74.50
少数股东权益（亿元）	95.91	99.51	100.62	100.31
所有者权益（亿元）	163.89	169.15	262.37	262.37
短期债务（亿元）	151.48	159.60	185.25	201.86
长期债务（亿元）	91.20	122.88	159.11	167.81
全部债务（亿元）	242.68	282.48	344.37	369.67
营业总收入（亿元）	297.57	315.57	314.85	62.08
营业成本（亿元）	268.50	285.08	286.17	56.69
其他收益（亿元）	1.75	2.71	2.41	0.39
利润总额（亿元）	6.15	4.00	5.40	0.93
EBITDA（亿元）	22.32	22.54	27.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	333.01	340.76	338.39	73.79
经营活动现金流入小计（亿元）	342.52	362.06	363.74	77.18
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.52	-0.86	1.55	-7.30
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.91	-25.79	-41.87	-7.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.20	28.99	46.31	15.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.39	8.72	7.90	--
存货周转次数（次）	10.08	5.69	5.89	--
总资产周转次数（次）	1.19	0.61	0.52	--
现金收入比（%）	111.91	107.98	107.48	118.86
营业利润率（%）	8.17	8.11	7.27	6.95
总资本收益率（%）	3.70	3.35	2.99	--
净资产收益率（%）	3.13	1.17	0.60	--
长期债务资本化比率（%）	35.75	42.08	37.75	39.01
全部债务资本化比率（%）	59.69	62.55	56.76	58.49
资产负债率（%）	67.28	68.08	62.09	63.35
流动比率（%）	107.83	118.40	120.46	122.47
速动比率（%）	83.00	96.19	99.97	102.10
经营现金流动负债比（%）	-1.64	-0.40	0.63	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.54	0.48	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	2.12	1.62	1.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.87	12.53	12.61	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中的计息部分已计入短期债务，长期应付款中的计息部分已计入长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	--	--	0.09	0.43
应收账款（亿元）	--	--	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	--	--	0.00	0.05
存货（亿元）	--	--	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	--	--	73.86	161.78
固定资产（亿元）	--	--	0.00	0.00
在建工程（亿元）	--	--	0.00	0.00
资产总额（亿元）	--	--	177.81	183.50
实收资本（亿元）	--	--	74.50	74.50
少数股东权益（亿元）	--	--	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	--	--	160.59	161.08
短期债务（亿元）	--	--	1.61	1.50
长期债务（亿元）	--	--	4.37	10.67
全部债务（亿元）	--	--	5.98	12.17
营业总收入（亿元）	--	--	0.00	0.00
营业成本（亿元）	--	--	0.00	0.00
其他收益（亿元）	--	--	0.00	0.00
利润总额（亿元）	--	--	0.84	0.49
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	--	--	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	--	--	0.00	0.00
经营活动现金流量净额（亿元）	--	--	-0.29	-0.09
投资活动现金流量净额（亿元）	--	--	-19.82	-4.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	--	--	20.20	5.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--	--
总资本收益率（%）	--	--	0.53	--
净资产收益率（%）	--	--	0.52	--
长期债务资本化比率（%）	--	--	2.65	6.21
全部债务资本化比率（%）	--	--	3.59	7.02
资产负债率（%）	--	--	9.69	12.22
流动比率（%）	--	--	129.11	184.17
速动比率（%）	--	--	129.10	184.14
经营现金流动负债比（%）	--	--	-2.28	--
现金短期债务比（倍）	--	--	0.06	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2021—2023 年审计报告（三年连审）中未包含 2021—2022 年本部财务数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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 评级展望设置及含义

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在泸州发展控股集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。