

2014 年泸州市纳溪区国有资产经营有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2014 年泸州市纳溪区国有资产经营有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪第
 【845】号 01

债券简称：14 泸纳国资债
 /PR 泸纳债

债券剩余规模：4.80 亿元

债券到期日期：2021 年 9
 月 11 日

债券偿还方式：每年付息一
 次，债券存续期的第 3-7 年
 末，逐年分别偿还债券发行
 总额的 20%

分析师

姓名：
 汪永乐 梁瓚

电话：
 0755-82879719

邮箱：
 wangyl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
 信评估股份有限公司城投
 公司主体长期信用评级方
 法，该评级方法已披露于公
 司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有
 限公司

地址：深圳市深南大道 7008
 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2018 年 05 月 11 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对四川纳兴实业集团有限
 公司¹（以下简称“纳兴实业”或“公司”）及其 2014 年 9 月 11 日发行的公司债券（以下
 简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主
 体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部运营环
 境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司工程代建管理及施工业务具有持续性，资产租
 赁业务保持稳定，对收入和利润形成有益补充，且持续获得外部支持。但中证鹏元也关注
 到公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力和债务压力，对外担保存在一定的或有
 负债等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年泸州市和纳溪区地区生产
 总值分别为 1,694.97 亿元和 152.79 亿元，分别同比增长 7.6%和 7.0%，区域经济
 保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司工程代建管理及施工业务仍具有持续性，资产租赁业务保持稳定。公司仍主
 要从事泸州市纳溪区城市基础设施建设及国有资产运营等业务，2018 年实现工程
 代建管理及施工收入 8,567.15 万元。截至 2018 年末，公司主要在建工程总投资
 452,538.03 万元，随着在建项目推进及结算，未来工程代建管理及施工业务具有持
 续性。2018 年公司房屋和水库租赁业务合计实现收入 6,551.96 万元，收入规模保

¹ 2016 年 11 月公司名称由泸州市纳溪区国有资产经营有限公司变更为四川纳兴实业集团有限公司。

持稳定，且毛利率仍保持较高水平。

- **公司持续获得外部支持。**2018 年纳溪区财政局给予公司基础设施建设财政补助资金 12,041.00 万元，计入公司其他收益，占利润总额的 104.25%，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司应收款项增长较快，占用较多资金，资产流动性仍较弱。**2018 年末公司应收账款和其他应收款分别为 178,169.75 万元和 324,067.99 万元，合计占总资产的 33.21%，且应收款项回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用，需关注回款风险。
- **公司在建项目投资规模较大，资金支出压力仍较大。**截至 2018 年末，公司主要在建工程项目尚需投入资金 160,865.99 万元，2018 年公司经营活动现金净流出 114,833.02 万元，由于项目建设资金主要依靠公司自筹，资金支出压力较大。
- **公司有息债务持续增长，债务压力较大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模达 580,884.58 万元，同比增长 15.13%，其中短期有息债务为 159,787.84 万元，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.38，面临的债务压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 48,322.39 万元，占期末净资产的 6.86%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
资产总计	1,512,511.41	1,401,142.57	1,100,198.83
所有者权益合计	704,733.50	693,607.13	675,925.28
有息债务	580,884.58	504,527.66	249,469.00
资产负债率	53.41%	50.50%	38.56%
流动比率	2.89	4.04	6.08
营业收入	119,307.51	47,684.48	53,393.35
其他收益	12,041.00	12,575.23	0.00
营业外收入	193.66	348.55	9,080.58
利润总额	11,550.04	16,747.89	19,966.56
综合毛利率	10.08%	23.74%	28.02%
EBITDA	17,671.94	21,641.53	20,473.80
EBITDA 利息保障倍数	0.38	1.30	1.65
经营活动现金流净额	-114,833.02	-66,025.77	9,360.28

注：2016年和2017年数据分别采用2017年和2018年审计报告期初（上期）数，下同。

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

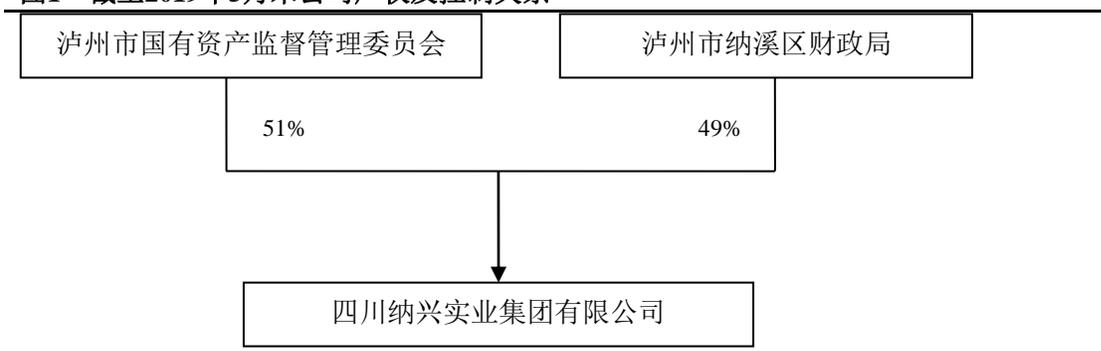
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月11日公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金拟用于泸州市纳溪区大渡口安置房建设工程、泸州市纳溪区九川安置房建设工程、泸州市纳溪区疏港路安置房建设工程，截至2018年12月31日募集资金专项账户余额为5.21万元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变化。截至2019年5月31日，公司注册资本和实收资本仍均为20,000万元，公司控股股东仍为泸州市国有资产监督管理委员会，持股比例为51%。

图1 截至2019年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年8月根据公司股东会和董事会决议，公司董事、监事、总经理兼法定代表人发生变更，上述变更属于公司经营过程中的正常事项，人事变动后公司治理结构仍符合相关法律和公司章程规定，公司国有企业性质未发生变化，对公司的日常管理经营未产生重大影响，截至2019年5月末上述变更均已完成工商变更登记相关手续。

公司仍主要从事泸州市纳溪区的基础设施建设和国有资产经营管理等业务。2018年公司新增纳入合并范围的子公司11家，明细如表1所示，其中成都科为奇商贸有限公司系公司于2018年1月以15.00万元通过股权转让方式收购其100%股权而来；泸州绿湖物业管理有限公司、四川长冲实业有限公司、泸州永源混凝土制品有限公司、泸州瑞科新材料科技有限公司、重庆博涵实业有限公司、西南林竹交易中心有限公司为公司2018年新设立子公司，暂未开始运营。

2018年公司减少纳入合并范围子公司1家为泸州市金通融资担保有限公司（以下简称“金通担保”），根据公司与泸州市兴泸融资担保有限公司（以下简称“兴泸担保”）签订的股权转让协议，2018年8月公司将持有的金通担保100%股权全部用于对兴泸担保的出资，截至2018

年末公司对兴泸担保出资15,010.22万元，持股比例为12.02%，同时金通担保不再纳入公司合并范围。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
成都科为奇商贸有限公司*	100.00%	10,000.00	商品贸易等	收购
泸州西博实业有限公司	85.00%	10,000.00	建筑材料销售等	投资设立
四川必同贸易有限公司	90.00%*	10,000.00	建筑材料销售等	投资设立
四川中昱能源服务有限公司	51.00%*	2,000.00	购电、售电业务等	投资设立
四川雅联信息科技有限公司	60.00%*	1,000.00	软件和信息技术服务业等	投资设立
泸州绿湖物业管理有限公司	100.00%	50.00	物业管理等	新设成立
四川长冲实业有限公司	100.00%	10,000.00	建筑材料销售等	新设成立
泸州永源混凝土制品有限公司	100.00%	10,000.00	水泥制品等	新设成立
泸州瑞科新材料科技有限公司	100.00%	10,000.00	新材料技术等	新设成立
重庆博涵实业有限公司	80.00%	10,000.00	建筑材料销售等	新设成立
西南林竹交易中心有限公司	100.00%	10,000.00	竹材、木材销售等	新设成立

2、2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
泸州市金通融资担保有限公司	100.00%	10,000.00	担保等	将该子公司股权用于对外投资

注：“*”成都科为奇商贸有限公司 2019 年 3 月更名为“四川科为奇商贸有限公司”；泸州西博实业有限公司直接持有四川必同贸易有限公司 90% 股权；泸州力砼实业有限公司直接持有四川中昱能源服务有限公司 51% 股权、重庆博涵实业有限公司 80% 股权、四川长冲实业有限公司和泸州永源混凝土制品有限公司、泸州瑞科新材料科技有限公司 100% 股权；泸州慧麟科技有限公司直接持有四川雅联信息科技有限公司股权 60.00%。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。

全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），

从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年5月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要

发[2018]101号)

风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

泸州市及纳溪区经济保持增长，为公司发展提供了良好的基础

泸州市系四川省下辖的地级市，2018年泸州市地区生产总值为1,694.97亿元，同比增长7.6%，经济保持增长；同期泸州市人均GDP为39,230元，是全国人均GDP的60.69%。

经济结构方面，泸州市以第二、三产业为主，2018年第一、二、三产业增加值分别为190.58亿元、882.97亿元和621.42亿元，分别增长3.7%、8.7%和7.2%，三次产业对泸州市经济增长的贡献率分别为5.4%、63.0%和31.6%，分别拉动经济增长0.4、4.8、2.4个百分点，三次产业结构由上年的11.5:53.3:35.2调整为11.2:52.1:36.7。其中2018年泸州市全部工业增加值达745.07亿元，比上年增长9.4%，对经济增长的贡献率为58.5%。从重点产业看，四大传统支柱产业增加值增长8.5%。其中酒类制造业增加值增长9.9%，化工行业增加值增长5.8%，机械行业增加值增长7.2%，能源行业增加值下降1.6%，医药制造业增加值下降10.9%，智能终端行业增加值增长685.0%。

2018年泸州市全社会固定资产投资1,654.67亿元，同口径比上年增长5.9%。第二产业投资436.71亿元，增长18.0%，其中工业投资429.19亿元，增长17.3%，对全社会固定资产投资增长贡献率68.3%；第三产业投资1,177.45亿元，增长3.3%。基础设施投资444.10亿元，下降1.9%，占全社会固定资产投资的比重为26.8%。全年完成房地产开发投资318.39亿元，增长23.1%。2017-2018年泸州市社会消费品零售总额、进出口总额和金融机构存、贷款余额均保持增长。

表3 泸州市主要经济指标及增速情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,694.97	7.6%	1,596.21	9.1%
第一产业增加值	190.58	3.7%	183.19	3.9%
第二产业增加值	882.97	8.7%	850.56	10.0%
第三产业增加值	621.42	7.2%	562.46	9.5%

工业增加值	745.07	9.4%	725.04	9.7%
固定资产投资	1,654.67	5.9%	2,042.11	18.00%
社会消费品零售总额	763.96	12.2%	722.07	13.3%
进出口总额（亿美元）	27.63	34.3%	20.57	566.1%
存款余额	2,653.66	7.0%	2,479.29	13.58%
贷款余额	1,714.39	18.1%	1,451.54	13.23%
人均 GDP（元）		39,230		37,020
人均 GDP/全国人均 GDP		60.69%		62.05%

资料来源：2017 年、2018 年泸州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《泸州市2018年财政预算执行情况和2019年财政预算草案》，2018年泸州市全市地方一般公共预算收入完成150亿元，较上年同口径增长9%。其中：税收收入完成100.5亿元，同口径增长27.2%，税收收入占地方一般公共预算收入比重67%，较上年提升11.6个百分点。2018年全市政府性基金收入286.3亿元，为预算的123.1%。2018年全市一般公共预算支出达到411.9亿元，增长11.6%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为36.42%，财政自给能力仍较弱。

泸州市纳溪区经济保持增长，增速有所放缓，整体经济实力仍有所提升

纳溪区隶属于四川省泸州市，是泸州主城区的重要组成部分。2018年纳溪区实现地区生产总值（GDP）152.79亿元，同比增长7.0%（按可比价计算），整体经济实力有所提升，但增速有所放缓。按2017年末纳溪区户籍总人口数计算，2018年纳溪区实现人均GDP为32,518元，是全国人均GDP的50.30%。分行业来看，第二、第三产业增速较快，对区域经济的拉动作用较大，二产业实现增加值80.25亿元，同比增长8.3%；三产业实现增加值50.25亿元，同比增长6.0%，三次产业结构占比为14.6：52.5：32.9。2018年全区实现工业增加值70.08亿元，同比增长9.7%，实现规模以上工业增加值同比增长10.4%。三大支柱产业仍是拉动纳溪工业经济增长的主要动力，拉动全区规模以上工业增长7个百分点。其中：酒的制造同比增长11.1%；造纸同比增长20.7%；化学原料和化学制品制造业同比增长6.6%。此外，纳溪区固定资产投资保持增长，增速有所下降，二产业投资同比下降7.5%；三产业投资同比增长33.9%，房地产投资同比增长273.4%。

表 4 泸州市纳溪区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	152.79	7.0%	145.01	8.4%
第一产业增加值	22.29	3.6%	21.42	3.6%
第二产业增加值	80.25	8.3%	77.78	9.7%
第三产业增加值	50.25	6.0%	45.81	8.2%

工业增加值	70.08	9.7%	67.91	10.1%
全社会固定资产投资	191.51	12.5%	236.45	16.3%
社会消费品零售总额	79.63	11.9%	82.20	13.2%
进出口总额（万美元）	-	-	4,607	-
存款余额	-	-	175.72	7.0%
贷款余额	-	-	117.64	5.5%
人均 GDP（元）		32,518		30,861
人均 GDP/全国人均 GDP		50.30%		51.73%

注：“-”公开信息未披露数据；2018年和2017年人均GDP均按2017年末纳溪区户籍总人口数计算。

资料来源：泸州市纳溪区人民政府2018年政府工作报告、纳溪区2018年经济运行分析及泸州市纳溪区2017年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《2019年纳溪区本级政府预算情况》，2018年泸州市纳溪区实现公共财政预算收入107,555万元，其中税收收入70,041万元，占比65.12%。2018年纳溪区完成政府性基金收入37,545万元，同比下降75%。公共财政支出方面，2018年全市公共财政预算支出287,024万元，增长1.7%，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为37.47%，财政自给能力仍较弱。

四、经营与竞争

公司仍为泸州市纳溪区重要的城市基础设施建设主体及国有资产运营主体，主要从事泸州市纳溪区城市基础设施建设、安置房建设、资产租赁等业务。2018年公司实现营业收入119,307.51万元，同比增长150.20%，主要系新增商品销售收入74,341.27万元和土地使用权销售收入23,809.52万元，但毛利率较低，对公司利润贡献不大。由于结算项目减少，2018年公司工程代建管理及施工收入同比下降76.80%。公司房屋租赁及水库租赁业务收入规模保持稳定，且毛利率水平高。公司2018年房屋销售收入仍主要来自限价安置房销售，规模增长。公司其他收入主要来源于垃圾处理、广告费、餐费、游船费和林地承包等业务，收入贡献度仍较低。

从综合毛利率来看，由于新增收入占比较大的商品销售和土地使用权销售毛利率较低影响，2018年公司综合毛利率为10.08%，同比下降13.66个百分点。

表5 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建管理及施工	8,567.15	12.71%	36,934.71	12.71%
房屋租赁	4,980.53	99.74%	4,703.96	99.80%
水库租赁	1,571.43	100.00%	1,571.43	100.00%
房屋销售	4,703.95	0.00%	3,400.89	0.00%

商品销售	74,341.27	5.61%	0.00	-
其他主营零星业务	1,295.16	18.47%	931.29	23.57%
主营业务收入合计	95,459.49	12.61%	47,542.28	23.52%
其他业务收入	23,848.02	-0.02%	142.20	98.87%
其中：土地使用权销售收入	23,809.52	-0.14%	0.00	-
营业收入	119,307.51	10.08%	47,684.48	23.74%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建管理及施工收入大幅下降，在建工程较多，业务具有持续性，但受审定工程结算进度影响，未来业务收入规模或存在一定波动，且面临较大的资金支出压力

作为泸州市纳溪区主要的基础设施和安置房建设主体，公司主要承担纳溪区范围内市政工程、保障性住房及相关配套的建设任务。公司近年承接的主要工程有纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程、农村安保工程项目、纳溪区第二期公共租赁住房建设工程、农村公路改建工程二标段项目等，业主单位多为政府单位。公司与各业主单位根据不同项目签订相关项目建设协议或委托代建协议，并约定相应的收益，业主单位按照审定的工程进度结算工程款，分期支付，待项目竣工决算验收后结算剩余款项。

受结算项目规模减少影响，2018年公司实现工程代建管理及施工收入8,567.15万元，同比下降76.80%，来自泸州市纳溪区2017-2019年农村公路建设工程（农村公路改建工程二标段项目），业务毛利率保持稳定为12.71%。

表 6 公司工程项目结算情况（单位：万元）

年份	项目名称	结算投资成本	确认收入
2018年	泸州市纳溪区 2017-2019 年农村公路建设工程(农村公路改建工程二标段项目)	7,478.11	8,567.15
	合计	7,478.11	8,567.15
2017年	泸州竹产业园建筑项目（一期）工程	32,239.62	36,934.71
	合计	32,239.62	36,934.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司主要在建工程计划总投资452,538.03万元，已投资291,672.04万元，随着其中在建工程代建管理及施工项目推进及结算，工程代建管理及施工收入具有可持续性。同时中证鹏元注意到，主要在建项目尚需投资160,865.99万元，由于项目建设资金主要依靠公司自筹，面临较大的资金压力。

在建项目中，泸州市纳溪区疏港路安置房建设工程为本期债券募投项目；泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目为2017年8月公司非公开发行的10亿元“17川纳绿色NPB”绿色债券的募投项目，项目收入主要来源于林下农产品销售收入以及相关物业管理收入；泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目和泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目为“16泸纳债”募投项

目，项目完工验收后，泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目收益主要来源于住宅、商业、车位等物业的销售和出租收益，泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目收益主要来源于景区门票收入、商铺酒店等租金以及其他自营餐饮等服务收入，但受项目建设进度以及当地经济发展状况影响，募投项目未来能否实现预期收益存在不确定性。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目	79,869.00	52,736.67	27,132.33
泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目	74,462.00	57,389.19	17,072.81
纳溪区疏港路安置房建设项目	72,563.03	68,847.15	3,715.88
泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目	72,357.00	42,816.65	29,540.35
纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程	46,500.00	32,838.33	13,661.67
泸州市纳溪区 2017-2019 年农村公路建设工程（农村公路改建工程二标段项目）	38,450.00	12,184.69	26,265.31
纳溪区金山坡二期限价房建设项目和天仙镇安置房项目	21,000.00	2,719.47	18,280.53
农村安保工程项目	15,000.00	9,842.26	5,157.74
西部绿色智能住宅工程	15,000.00	8,135.10	6,864.90
竹产业园（一期）B 区	8,000.00	867.1	7,132.90
渡改桥项目	7,337.00	2,114.24	5,222.76
凤凰湖酒店	2,000.00	1,181.19	818.81
合计	452,538.03	291,672.04	160,865.99

注：泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目已投资包含代泸州市国土资源局纳溪区分局垫付土地拆迁款，及支付泸州巨臣建筑工程有限公司、泸州市纳溪区永润供销合作社预付资产购买款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司资产租赁业务保持稳定，毛利率水平较高，对收入和利润形成有益补充

作为泸州市纳溪区国有资产经营管理主体，公司将名下的房产物业和水库资产对外出租。截至2018年末，公司投资性房地产4.36亿元，其中拥有建筑面积10.60万平方米房屋物业资产，上述物业主要位于纳溪区主城区，地理位置相对较好，出租率较高，公司与主要承租方的租赁合同每年续签一次，主要承租方有泸州市纳溪区财政局、当地国有企业及个体户等。2017-2018年公司分别实现房租收入4,703.96万元和4,980.53万元，收入保持稳定，公司仅将部分日常维护等支出计入营业成本，由于维护管理成本较低，毛利率较高。

截至2018年末，公司子公司泸州市纳溪区开天水务投资有限公司（以下简称“开天水务公司”）拥有丰乐水库、手爬岩水库、团结水库、工农水库、马庙水库、大桥铺水库和打古水库共7座水库，其库容量合计2,638.40万立方米。2017年末开天水务公司与原承租方泸州市纳溪区旺江投资开发有限公司解除租赁合同，并将上述7座水库出租给泸州纳溪金园现代农业开发有限公司（以下简称“金园现代农业”，其实际控制人为泸州市纳溪区财政局），租赁期限为2018年1月1日至2020年12月31日，租赁费用为每年1,500.00万元。此外，2015年5月公司子公司泸州

市纳溪区黄桷坝水利工程开发有限责任公司（以下简称“黄桷坝水利”）将黄桷坝水库水域经营权亦出租给金园现代农业用于水面养殖，黄桷坝水库正常蓄水面积3,150亩，设计养殖水面2,560亩，租赁期限为2015年6月1日至2020年5月31日，租赁费用为每年150.00万元。

2017-2018年公司每年均实现水库租赁收入1,571.43万元，收入规模较稳定。由于公司将日常维护等支出计入管理费用等科目，使得水库租赁业务实现100.00%的毛利率。

总体来看，公司资产租赁业务较稳定，毛利率水平较高，是公司营业收入和利润的有益补充。但中证鹏元注意到，受财政资金拨付安排等因素影响，部分承租单位支付租金存在一定的滞后性，公司资产租赁业务回款较慢。

此外，2017年公司新增房屋销售收入3,400.89万元，2018年实现房屋销售收入4,703.95万元，来自纳溪区大渡口镇新西街限价房和疏港路安置房项目，该项目为政府定向限价销售的安置房性质，由于该项目尚未完成审计决算，项目实际成本尚未最终确定，公司按照当年开票金额确认收入和成本。根据《泸州市纳溪区人民政府关于定向限价商品房建设实施意见》，该等项目竣工后，由纳溪区财政局和审计局指定审计单位对工程实际投入成本（含建设单位管理费）进行决算，公司开发建设管理利润按3%计算，盈亏均由纳溪区财政承担。截至2018年末纳溪区大渡口镇新西街限价房项目共建有591套安置房，已开票销售568套安置房，剩余23套未开票销售；疏港路安置房项目截至2018年末共建有安置房558套，已开票销售了450套，剩余138套未开票销售，后续还将为公司带来一定的房屋销售收入，但中证鹏元注意到该项目为安置房性质，盈利能力较差。

2018年公司新增商品销售和土地使用权销售收入，但毛利率较低，且未来收入存在波动性

2018年公司新增商品销售收入74,341.27万元，其中子公司四川纳杰能源有限公司实现电解铜、锌锭、铝锭、阴极铜等商品销售收入42,894.85万元，子公司四川科为奇商贸有限公司实现通讯、机电设备等商品销售收入17,448.79万元，子公司泸州力砼实业有限公司实现砂石类、商砼等销售收入13,997.63万元。2018年公司商品销售客户和供应商集中度均较高，且客户主要为民营企业，需关注公司商品销售业务受客户和供应商经营管理及资金状况等影响而存在波动，以及存在回款风险。2018年商品销售业务毛利率为5.61%，对公司盈利贡献有限。

表 8 2018 年公司商品销售前 5 大客户和前 5 大供应商情况

前五大客户	销售收入占比	前五大供应商	采购金额占比
嘉善利湾供应链管理有限公司	34.17%	山西兆丰信远物资经销有限公司	19.94%
福清中金有色金属材料有限公司	13.57%	广西投资集团银海铝业有限公司	13.99%
上海简晟国际贸易有限公司	10.86%	四川新沙建材有限公司	6.05%
厦门精图软件工程有限公司	4.36%	冀中宏远国际贸易有限公司	4.53%

东蓝数码有限公司	3.30%	绥江新沙建材有限公司	0.52%
合计	66.27%	合计	45.03%

资料来源：公司提供

2018年公司新增土地使用权销售收入23,809.52万元，该土地成本为23,843.67万元，公司当期亏损，毛利率为-0.14%。该土地位于纳溪区东升街道蓝安大道东侧，土地证号为川（2017）纳溪区不动产权第0007947号，土地面积为59,019平方米，土地性质为出让，土地用途为城镇住宅用地和其他商服用地，该土地将用于房地产项目开发。

根据公司与广东豪安实业投资有限责任公司（以下简称“豪安实业”）双方于2018年10月23日签订的协议《泸州市纳溪区豪安·国际广场地块项目合作开发协议》（以下简称“合作开发协议”），双方将合作开发公司持有的川（2017）纳溪区不动产权第0007947号、川（2017）纳溪区不动产权第0007950号、川（2017）纳溪区不动产权第0007948号三宗土地，土地基准面积为399.41亩（川（2017）纳溪区不动产权第0007947号、川（2017）纳溪区不动产权第0007950号、川（2017）纳溪区不动产权第0007948号土地面积分别为59,019平方米、165,369平方米和11,889平方米，土地性质均为出让，前两宗土地用途均为城镇住宅用地和其他商服用地，川（2017）纳溪区不动产权第0007948号土地用途为批发零售用地），土地价款合计103,389万元，公司税前保底利润为45,000万元。土地价款及公司税前保底利润按增减后的土地面积同比例进行调整。公司负责组建合作地块开发的项目公司，项目公司注册资本1,000万元，公司以实物出资1,000万元，实物超过出资额的部分，作为项目公司向公司的借款。待公司将合作地块土地使用权证过户到项目公司名下，项目公司与公司签署借款协议。豪安实业与公司签署股权转让协议，同意豪安实业转入800万元进入项目公司并持有项目公司80%股权。公司除在组建项目公司时投入注册资金外，不再对合作地块项目的开发、建设和运营投入任何资金，豪安实业具体负责项目公司对合作地块项目的全部开发事宜。在合作开发协议签订后的3个工作日内，豪安实业向公司支付履约保证金15,000万元（豪安实业取得项目公司股权后，该款项转为代项目公司支付公司土地款）；项目公司成立、合作地块注入项目公司且豪安实业取得项目公司80%股权后10个工作日内，豪安实业向公司支付土地预付款10,000万元，在转入该土地款时，豪安实业再转入项目公司2,000万元作为项目建设运营资金。项目公司须支付向公司的借款为103,389万元（按土地面积进行调整），在合作开发协议签订之日起至豪安实业取得项目公司80%股权10日内，扣除豪安实业已代项目公司向公司支付的25,000万元；剩余借款由项目公司分批次支付给公司（即2020年12月30日前支付18,189万元，2021年12月30日前支付20,000万元，2022年12月30日前支付20,000万元，2023年12月30日前支付20,000万元）。

豪安实业就合作地块项目向公司承诺保底税前利润45,000万元（按土地面积进行调整），并在五年内由项目公司付清，具体支付方式是自项目销售之日起每半年进行一次结算，公司和

豪安实业从项目公司平均分配税前利润。若项目公司在五年内未能付清公司45,000万元（按土地面积进行调整）保底税前利润，则由豪安实业支付公司剩余保底税前利润。除保底税前利润外，公司还享有该房地产项目税前利润超过10亿元部分中25%比例的额外收益（在项目综合竣工验收合格且工程结算完毕后30日内由项目公司一次性支付给公司，若项目公司未能支付给公司，则由豪安实业负责筹集资金支付给公司）。但中证鹏元注意到受项目建设进度、当地房地产市场行情以及合作方经营管理和财务状况等因素影响，公司未来从该项目获得的收益或存在不确定性。

公司持续获得外部支持，有效提升了利润水平

公司作为泸州市纳溪区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，继续在财政补贴等方面得到外部支持。根据泸纳财发【2018】15号等文件，2018年纳溪区财政局给予公司基础设施建设财政补助资金12,041.00万元，计入其他收益，占公司当期利润总额的104.25%，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制，为保持数据前后可比性，2017年数据采用2018年审计报告期初数。2018年公司新增纳入合并范围的子公司11家，减少合并范围的子公司1家，截至2018年12月31日，公司纳入报表合并范围的子公司共30家，明细如附录二所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收款项增长较快，且存在一定回款风险，整体资产流动性较弱。随着公司经营业务扩展及负债规模增加，公司资产规模持续增长，2018年末总资产达到1,512,511.41万元，较年初增长7.95%，资产结构仍以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	47,450.27	3.14%	176,255.40	12.58%
应收账款	178,169.75	11.78%	128,489.31	9.17%

预付款项	23,659.06	1.56%	4,975.07	0.36%
其他应收款	324,067.99	21.43%	232,167.45	16.57%
存货	466,318.65	30.83%	443,134.09	31.63%
流动资产合计	1,044,866.37	69.08%	988,521.39	70.55%
可供出售金融资产	20,219.82	1.34%	9,414.72	0.67%
投资性房地产	43,614.32	2.88%	40,443.36	2.89%
在建工程	297,433.69	19.66%	289,627.29	20.67%
其他非流动资产	76,513.60	5.06%	66,705.60	4.76%
非流动资产合计	467,645.04	30.92%	412,621.18	29.45%
资产总计	1,512,511.41	100.00%	1,401,142.57	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司货币资金为47,450.27万元，期末无受限货币资金。公司应收账款主要为应收工程款、租金收入和商品销售收入等，2018年末应收账款较年初增长38.67%，前五大欠款对象欠款合计157,247.75万元，占比88.17%，其中应收民企豪安实业款项10,000.00万元、嘉善利湾供应链管理有限公司（以下简称“嘉善利湾”）款项5,794.02万元，合计计提坏账准备78.97万元；其余欠款对象为泸州市纳溪区财政局等政府部门和国有企业合计141,453.73万元，欠款账龄较长，对公司资金形成占用。2018年公司预付款项大幅增长，主要系新增商品销售业务支付货款及设备款等所致。

公司其他应收款主要为应收其他单位借款及往来款等，2018年末较年初增长39.58%，前五大欠款对象中政府部门泸州市纳溪区财政局、泸州市纳溪区交通局和东升街道办事处往来款及借款合计197,949.01万元，民企四川星至科技有限公司和泸州太昌房地产开发有限责任公司往来款合计45,250.00万元，计提坏账准备392.65万元。公司应收账款和其他应收款2018年末合计占总资产的33.21%，账龄偏长，债务人多为政府部门或国有企事业单位，但需关注其中民企欠款的坏账风险，且对公司资金形成较大占用。公司存货主要为土地和限价房、保障房等项目，2018年末存货为466,318.65万元，较年初增长5.23%，主要系在建工程大渡口限价房33,412.21万元转入及采购原材料增加所致。2018年末存货中土地资产414,073.63万元，较年初减少5.44%，主要系2018年公司完成出让土地23,843.68万元结转所致，公司2018年末存货中土地面积合计127.23万平方米，土地均为出让性质，以商住用地、城镇住宅（兼商服）为主；存货中开发成本里的限价房、保障房等项目合计35,317.19万元；存货中原材料16,653.74万元，需关注其跌价风险。

公司非流动资产主要由在建工程和其他非流动资产等构成。2018年末公司可供出售金融资产20,219.82万元，主要系2018年公司将持有的金通担保100%股权全部用于对兴泸担保的出资，截至2018年末公司对兴泸担保出资15,010.22万元，持股比例为12.02%。公司投资性房地产

43,614.32万元，主要为公司用于出租的房产物业，2018年略有增长。公司在建工程主要系承建的基础设施建设项目，包括纳溪区疏港路安置房建设项目、纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程、泸州市纳溪区九川安置房建设工程等，2018年末在建工程较年初增长2.70%。公司其他非流动资产主要为用于出租的水库资产66,705.60万元，账面价值较稳定，此外2018年新增委托贷款9,808.00万元，主要系公司对泸州惠兴智能装备有限责任公司提供委托抵押贷款用于修建厂房，期限5年，贷款利率分别为8.86%和8.94%，该笔委托贷款已于2019年1月4日结清。

整体来看，近年来公司资产规模保持增长，应收款项增长快，存在较大资金占用，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入大幅增长，但利润水平有所下降，政府补助对公司利润贡献较大

2018年公司实现营业收入119,307.51万元，同比增长150.20%，主要系当年新增商品销售业务和土地出让所致。受当年结算项目规模减少影响，2018年公司实现工程代建管理及施工收入8,567.15万元，同比下降76.80%。目前公司承接项目较多，截至2018年末公司主要在建工程计划总投资452,538.03万元，已投资291,672.04万元，未来在建工程结算仍能够为公司带来一定的工程代建管理及施工收入。此外，2018年公司房屋和水库租赁业务合计实现收入6,551.96万元，对公司盈利形成稳定补充。

毛利率方面，由于收入占比较大的商品销售业务和土地出让毛利较低，2018年公司综合毛利率同比下降13.66个百分点。受此影响，2018年公司利润总额同比下降31.04%，当年纳溪区财政局给予公司基础设施建设财政补助资金12,041.00万元，计入其他收益，占利润总额的104.25%，政府补助对公司利润贡献较大。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	119,307.51	47,684.48
其他收益	12,041.00	12,575.23
营业利润	11,522.59	17,178.06
利润总额	11,550.04	16,747.89
综合毛利率	10.08%	23.74%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流出，未来项目投资支出较大，面临较大的资金压力

2018年公司新增商品销售贸易业务，但由于部分商品销售存在占款，且公司工程款及租金收取主要来源于政府部门，受政府部门审批流程较长及财政资金安排等因素影响，2018年公司收现比下降至0.68。加之公司支付给其他单位往来款规模较大，2018年经营活动现金净流出114,833.02万元。

投资活动方面，2018年投资活动现金净流出48,968.82万元，主要系在建工程投资较大所致。筹资活动方面，2018年公司加大银行借款规模，筹资活动现金净流入36,996.71万元。截至2018年末，公司主要在建工程尚需投资160,865.99万元，未来仍面临较大的资金支出压力。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.68	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	81,194.04	50,764.56
收到的其他与经营活动有关的现金	254,123.87	320,110.83
经营活动现金流入小计	335,317.91	370,875.38
购买商品、接受劳务支付的现金	119,454.35	27,965.45
支付的其他与经营活动有关的现金	327,353.88	403,480.11
经营活动现金流出小计	450,150.93	436,901.16
经营活动产生的现金流量净额	-114,833.02	-66,025.77
投资活动产生的现金流量净额	-48,968.82	-10,710.72
筹资活动产生的现金流量净额	36,996.71	178,205.19
现金及现金等价物净增加额	-126,805.13	101,468.70

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务持续增长，债务压力较大

随着经营业务规模扩大，公司负债规模持续增长，2018年末负债总额较年初增长14.17%，所有者权益较年初增长1.60%，产权比率上升至114.62%，净资产对负债的保障程度持续下降。公司负债构成仍以非流动负债为主。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
负债总额	807,777.92	707,535.44
所有者权益	704,733.50	693,607.13
产权比率	114.62%	102.01%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司短期借款增加至37,200.00万元。公司应付账款主要为应付工程款，近年变动

不大。其他应付款主要为公司与政府单位和其他国有企业的往来款，2018年末较年初增长13.59%。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债增长至122,587.84万元，系1年内到期长期借款、应付债券和长期应付款中融资租赁款。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款等。2018年末公司长期借款较年初增长62.18%至172,047.62万元，主要为保证借款。截至2018年末，公司应付债券为166,400.00万元，包括“14泸纳债”、“16泸纳债”和“17川纳绿色NPB”绿色债券。公司长期应付款主要为融资租赁款，2018年末较年初下降24.85%，其中融资租赁款等82,649.12万元，主要为远东国际租赁有限公司、渝农商金融租赁公司等。此外，2018年公司专项应付款20,894.34万元，变动不大，主要为纳溪区财政局对农村安保工程、马庙水库供水站工程、泸州市纳溪区黄桷坝水利工程等工程项目的政策性专项拨款，无实际偿付压力。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	37,200.00	4.61%	7,200.00	1.02%
应付账款	38,189.00	4.73%	37,083.83	5.24%
应交税费	32,475.16	4.02%	26,796.54	3.79%
其他应付款	130,087.60	16.10%	114,523.90	16.19%
一年内到期的非流动负债	122,587.84	15.18%	57,989.39	8.20%
流动负债合计	362,066.81	44.82%	244,791.39	34.60%
长期借款	172,047.62	21.30%	106,087.00	14.99%
应付债券	166,400.00	20.60%	216,000.00	30.53%
长期应付款	103,543.46	12.82%	137,778.43	19.47%
其中：专项应付款	20,894.34	2.59%	20,527.16	2.90%
非流动负债合计	445,711.11	55.18%	462,744.05	65.40%
负债合计	807,777.92	100.00%	707,535.44	100.00%
其中：有息债务	580,884.58	71.91%	504,527.66	71.31%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务达到580,884.58万元，较年初增长15.13%，占负债总额的71.91%，其中短期有息债务为159,787.84万元，占有息债务规模的27.51%，2019-2021年每年需偿还有息债务159,787.84万元、161,643.23万元和126,421.67万元，公司面临的债务压力加大。

表 14 公司有息债务偿还计划表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年以后	合计
有息债务偿还额	159,787.84	161,643.23	126,421.67	133,031.84	580,884.58

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，公司资产负债率上升至53.41%，流动比率和速动比率持续下降，且

考虑到公司资产以土地资产和应收款项为主，实际短期偿债能力趋弱。由于公司营业利润有所下降，2018年EBITDA减少至17,671.94万元，同时公司有息债务规模持续增长，EBITDA利息保障倍数有所下降，有息债务/EBITDA有所上升，公司盈利对债务偿还的保障程度持续下降。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	53.41%	50.50%
流动比率	2.89	4.04
速动比率	1.60	2.23
EBITDA（万元）	17,671.94	21,641.53
EBITDA 利息保障倍数	0.38	1.30
有息债务/EBITDA	32.87	23.31

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 5 月 22 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的子公司泸州市纳溪区鸿发房地产开发有限公司（以下简称“鸿发房地产公司”）企业信用报告，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 6 月 18 日），鸿发房地产公司不存在未结清不良类信贷记录，存在 3 笔已结清欠息。根据泸州市商业银行股份有限公司安富支行出具的情况说明，2019 年 5 月 20 日鸿发房地产公司财务人员操作失误，将还款资金存入非还款账户，导致产生利息逾期，已于 2019 年 5 月 30 日结清欠息。根据公司提供的子公司泸州市纳溪区国盛环保有限公司（以下简称“国盛环保”）企业信用报告，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 6 月 18 日），国盛环保存在 1 笔未结清欠息。截至 2019 年 6 月 24 日，国盛环保已结清该笔欠息，根据泸州市商业银行股份有限公司安富支行出具的说明，2019 年 6 月 13 日国盛环保财务人员操作失误，将还款资金存入非还款账户，导致产生利息逾期，于 2019 年 6 月 24 日已结清欠息。除此之外，国盛环保不存在未结清不良类信贷记录。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计48,322.39万元，占期末净资产比重为6.86%，均系

对当地国有企业担保，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	被担保对象性质	担保金额	担保到期日	反担保措施
泸州纳溪乐道旅游开发有限责任公司	国有	23,390.10	2023 年 5 月	无
泸州市纳溪国兴污水处理有限公司	国有	18,732.29	2022 年 4 月	无
泸州巨臣建筑工程有限公司	国有	6,200.00	2020 年 3 月	无
合计	-	48,322.39	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年公司外部运营环境仍较好，为其发展提供了良好基础。公司工程代建管理及施工业务具有持续性，资产租赁业务保持稳定，对收入和利润仍形成有益补充。公司持续获得外部支持，有效提升了公司的利润水平。

同时中证鹏元注意到公司应收款项增长较快，占用较多资金，整体流动性较弱，主要在建工程资金支出压力较大，公司有息债务持续增长，债务压力仍较大，对外担保存在一定的或有负债等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	47,450.27	176,255.40	72,786.70
应收票据及应收账款	178,169.75	128,489.31	131,256.65
其他应收款（合计）	324,067.99	232,167.45	232,800.03
存货	466,318.65	443,134.09	439,591.91
在建工程	297,433.69	289,627.29	91,041.28
其他非流动资产	76,513.60	66,705.60	66,705.60
资产总计	1,512,511.41	1,401,142.57	1,100,198.83
短期借款	37,200.00	7,200.00	6,000.00
应付票据及应付账款	38,189.00	37,083.83	27,071.15
其他应付款（合计）	130,087.60	114,523.90	66,289.06
一年内到期的非流动负债	122,587.84	57,989.39	21,554.00
长期借款	172,047.62	106,087.00	73,915.00
应付债券	166,400.00	216,000.00	132,000.00
长期应付款（合计）	103,543.46	137,778.43	29,048.21
负债合计	807,777.92	707,535.44	424,273.54
有息债务	580,884.58	504,527.66	249,469.00
所有者权益	704,733.50	693,607.13	675,925.28
营业收入	119,307.51	47,684.48	53,393.35
其他收益	12,041.00	12,575.23	0.00
营业利润	11,522.59	17,178.06	11,122.63
营业外收入	193.66	348.55	9,085.98
利润总额	11,550.04	16,747.89	19,966.56
净利润	10,941.23	15,231.85	16,896.02
经营活动产生的现金流量净额	-114,833.02	-66,025.77	9,360.28
投资活动产生的现金流量净额	-48,968.82	-10,710.72	-317.70
筹资活动产生的现金流量净额	36,996.71	178,205.19	-526.80
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	10.08%	23.74%	28.02%
收现比	0.68	1.06	0.32
产权比率	114.62%	102.01%	62.77%
资产负债率	53.41%	50.50%	38.56%
流动比率	2.89	4.04	6.08
速动比率	1.60	2.23	3.09
EBITDA（万元）	17,671.94	21,641.53	20,473.80
EBITDA 利息保障倍数	0.38	1.30	1.65

有息债务/EBITDA	32.87	23.31	12.18
-------------	-------	-------	-------

注：2016 年和 2017 年数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告期初（上期）数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年末纳入公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	直接持股比例 (%)	取得方式
泸州市纳溪区鸿发房地产开发有限公司	房产建设及销售	75.00	投资设立
泸州酒镇酒庄文化投资有限公司	基础设施建设	83.33	投资设立
泸州市纳溪区金森林业开发有限责任公司	木材销售	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区盛通投资有限公司	基础设施建设	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区黄桷坝水利工程开发有限责任公司	基础设施建设	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区鸿发小水电开发有限公司	基础设施建设	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区开天水务投资有限公司	基础设施建设	100.00	划拨取得
泸州绿湖旅游资源开发有限公司	酒店销售	100.00	投资设立
泸州绿湖物业管理有限公司	物业管理	100.00	投资设立
泸州茂汇物业管理有限责任公司	物业管理	100.00	投资设立
泸州纳溪云溪水务有限公司	供水服务	100.00	投资设立
泸州力砣实业有限公司	砂石加工及销售	55.00	投资设立
四川长冲实业有限公司	货物销售	100.00	投资设立
泸州永源混凝土制品有限公司	货物销售	100.00	投资设立
泸州瑞科新材料科技有限公司	技术服务	100.00	投资设立
泸州西博实业有限公司	货物销售	85.00	投资设立
四川必同贸易有限公司	货物销售	90.00	投资设立
重庆博涵实业有限公司	货物销售	80.00	投资设立
四川中昱能源服务有限公司	货物销售	51.00	投资设立
泸州市金通融资担保有限公司	担保业务	100.00	非同一控制下企业合并
泸州慧麟科技有限公司	广告业务	100.00	投资设立
四川雅联信息科技有限公司	技术服务	60.00	投资设立
泸州市云溪实业有限公司	基础设施建设	100.00	投资设立
泸州纳川园区投资有限公司	基础设施建设	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区美晟商务服务有限公司	餐饮服务	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区天弘劳务有限公司	劳务服务	100.00	划拨取得
泸州市纳溪区国盛环保有限公司	垃圾处理服务	100.00	划拨取得
成都科为奇商贸有限公司	货物销售	100.00	非同一控制下企业合并
四川纳杰能源有限公司	货物销售	100.00	投资设立
西南林竹交易中心有限公司	货物销售	100.00	投资设立

注：其余持股或参股公司股权均由公司代管，公司未参与其实际经营，由于该部分公司不满足合并的实质条件，未纳入公司合并范围。

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。