

泸州市工业投资集团有限公司 2016 年公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020) 100383】

评级对象: 泸州市工业投资集团有限公司 2016 年公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA	稳定	AA	2020年6月22日
前次跟踪:	AA	稳定	AA	2019年6月27日
首次评级:	AA	稳定	AA	2015年7月3日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	2.29	5.28	4.48
刚性债务	40.36	62.73	82.39
所有者权益	49.21	45.22	46.89
经营性现金净流入量	-0.06	-0.14	-0.08
合并数据及指标:			
总资产	328.13	292.22	366.46
总负债	273.10	185.02	247.25
刚性债务	189.54	123.58	165.66
所有者权益	55.04	107.20	119.21
营业收入	78.47	146.09	237.15
净利润	-13.78	5.75	1.62
经营性现金净流入量	1.96	-0.21	3.94
EBITDA	5.30	18.48	14.54
资产负债率[%]	83.23	63.32	67.47
权益资本与刚性债务比率[%]	29.04	86.74	71.96
流动比率[%]	59.80	150.13	116.02
现金比率[%]	14.41	36.07	28.52
利息保障倍数[倍]	-0.39	1.61	1.10
净资产收益率[%]	-20.62	7.08	1.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.99	-0.18	3.66
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.70	-7.06	-3.66
EBITDA/利息支出[倍]	0.60	2.44	1.61
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.12	0.10

注: 根据泸州工投经审计的 2017-2019 年务数据整理、计算 (2017 年数据为 2018 年期初数)。

分析师

王树玲 wangs@shxsj.com
张 佳 zhangjia@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 (简称“本评级机构”) 对泸州市工业投资集团有限公司 (简称“泸州工投”、“该公司”或“公司”) 2016 年公司债券的跟踪评级反映了 2019 年以来公司在外部环境、政府支持等方面保持优势, 同时也反映了公司在偿债压力、融资成本、资本支出、产业投资、业务整合、盈利能力、贸易占款及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**泸州市区位优势较明显, 经济持续稳步发展, 工业规模化程度较高, 近年来泸州市推动产业升级, 加之泸州自贸区及综合保税区的落地也将带动泸州市经济进一步发展, 为泸州工投的经营发展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度较大。**作为泸州市重要的产业投资平台和资本运作平台, 泸州工投在资产 (资本) 注入、资源配置和财政补贴等方面可获得泸州市政府较大力度的支持。

主要风险:

- **偿债压力较大, 融资成本较高。**由于业务扩张及产业投资, 跟踪期内, 泸州工投债务规模大幅增长, 且以刚性债务为主, 同时融资成本较高, 公司偿债压力较大。
- **资本支出压力及产业投资风险较大。**泸州工投布局的酒业、金融、医疗、新材料等产业仍需资金投入, 面临较大的资本支出压力。同时新材料、医疗等项目投资回报受行业景气度、供需及市场竞争等因素影响, 产业及项目的投资效益存在较大不确定性。
- **业务整合压力。**泸州工投业务板块众多, 但创利业务少, 业务关联度协同性低, 存在一定的业务整合压力。

- **化肥化工行业风险。**2019 年以来行业淘汰落后产能继续推进，开工率有所回升；受原材料价格下降和需求低迷的影响，主要化肥产品价格高位回落，行业内企业经营承压。化工行业则受国际石油价格以及国际经济变动影响，基础化工品价格大幅下降，开工率下跌，行业风险加大。
- **自身盈利能力较弱，对非经营性损益依赖度较高。**跟踪期内，泸州工投营业收入虽持续大幅增长，但核心业务受化肥化工行业景气度影响，毛利率降低，其他众多业务处于投资布局阶段，利润主要依赖于非经营性收益的补充。
- **贸易业务资金占用风险。**泸州工投贸易业务规模较大，此业务上下游占款规模较大，存在资金占用和回收风险。
- **或有负债风险。**泸州工投对外担保余额较大，担保比例较高，面临或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对泸州工投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并维持本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



泸州市工业投资集团有限公司 2016 年公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照泸州市工业投资集团有限公司 2016 年公司债券（简称“16 泸工债”或“本期债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 3 月发行 16 泸工债，发行规模 10.00 亿元，期限 5 年，票面利率为 5.39%，募集资金用于补充公司及下属子公司营运资金，截至 2019 年末募集资金已使用完毕。截至 2019 年末，公司合并口径存续期内债券发行金额为 53.62 亿元，还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2019 年末公司合并口径存续期债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	起息日期	期限（年）	票面利率（%）	到期时间
16 泸工债	10.00	2016-03-25	5	5.39	2021-03-25
18 泸工投债	10.40	2018-04-12	7	7.20	2025-04-12
18 泸工 01	9.00	2018-09-26	5(3+2)	7.40	2023-09-26
18 泸工 02	6.00	2018-11-08	5(3+2)	7.50	2023-11-08
19 泸工 01	10.00	2019-11-28	3	7.00	2022-11-28
17 川泸州工投 ZR001	3.30	2017-07-28	3	6.80	2020-07-28
17 川泸州工投 ZR002	1.00	2017-09-28	3	6.50	2020-09-28
18 川泸州工投 ZR001	3.92	2018-04-18	3	7.50	2021-04-17
合计	53.62	—	—	—	—

资料来源：wind 和泸州工投

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下,境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌,全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下,杠杆率高企、资产价格大幅上涨,而实体经济增长明显放缓,导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式,其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪,但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击,供需两端均大幅下滑,就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序正有序恢复,消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳;制造业投资与房地产投资持续承压,基建加码将有力对冲整体投资增长压力;对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力,贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快,工业结构转型升级的大趋势不变,而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下,房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实,区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面,我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为,财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航;地方政府举债融资机制日益规范化、透明化,稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度,央行多次降准和下调公开市场操作利率,市场流动性合理充裕,为经济修复提供了宽松的货币金融环境;再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力,LPR报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障,金融系统资本补充有待进一步加强,从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时,疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心,中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动,商务领域“放管服”改革进一步推进,外商投资环境持续优化,将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长,在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下,人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年,是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年,“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内,疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策

推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

A. 化肥行业

(1) 行业概况

2019 年以来行业淘汰落后产能继续推进，开工率有所回升；受原材料价格下降和需求低迷的影响，主要化肥产品价格高位回落，行业内企业经营效益分化。行业政策方面，2019 年淘汰化肥行业落后产能、推动行业整合仍持续推进，关税和增值税下调对行业形成一定程度的利好。2020 年初新冠肺炎的来袭，各地延期复工复产、部分道路封闭、人员及原材料短缺等问题凸显，化肥生产商不得不减产，有些甚至停产。但随着保春耕政策的出台以及物流的逐步改善，农业化肥需求的提升，农业用肥需求有望持稳。

肥料是农业发展中不可或缺的一个元素，化肥行业是关系农业生产发展和农民切身利益的基础性行业。近年来随着农业供给侧结构性改革的推进，我国粮食生产从单纯追求量产到提出提质增效的新要求，我国粮食作物播种面积和产量小幅回落。根据国家统计局数据，2019 年全国粮食播种面积和产量分别为 116063.60 千公顷和 66384.34 万吨，同比分别增长-0.83%和 0.90%。在播种面积减少的情况下，化肥行业总体供过于求，环保高压、国家化肥使用量零增长等政策的实施，推动行业淘汰落后产能，产量有所下降。2019 年我国农用氮、磷、钾化肥（折纯）产量为 5624.90 万吨，同比增长 3.03%，主要系东北市场冬储所致，但 2019 年农用化肥（折纯）施用量 5403.59 万吨，同比减少 4.42%。

2020 年初新冠肺炎来袭，各地延期复工复产、部分道路封闭、人员及原材料短缺等问题凸显，化肥生产商不得不减产，甚至停产。每年 3 月起为我国春耕肥料需求旺季，2020 年 2 月 5 日中央一号文件正式发布。文件指出，2020 年粮食播种面积和产量要保持基本稳定，同时要深入开展农药化肥减量行动。2 月 10 日农业农村部办公厅下发通知，要求各级农业农村部门在抓好新冠肺炎疫情防控的基础上，不误农时抓好春耕备耕，严禁擅自设卡拦截、随意断路封路阻断交通，要打通运输梗阻，确保农资运输畅通。随着保春耕政策的出台以及物流的改善，带动农业化肥需求的提升，农业用肥需求有望持稳。2020 年 1-4 月我国农用氮、磷、钾化肥（折纯）产量为 1840.5 万吨，同比减少 0.19%。

2018 年以来，原料价格上涨推动化肥产品价格上行，化肥行业经营效益改善。根据智研咨询统计，2018 年规模以上化肥企业 2,426 个。化肥行业主营收入为 9,389.05 亿元，同比增长 1.96%；利润总额为 249.07 亿元，同比增长 33.44%。

其中规模以上氮肥企业 201 家，同比减少 52 家。亏损企业 53 家，同比减少 37 家，行业亏损面 26.4%，同比减亏 76.5 亿元；氮肥行业主营业务收入为 2107.6 亿元，同比增长 12.9%，利润总额 105.5 亿元，同比增长 471.4%；主营业务利润率 5.0%，同比增加 4 个百分点。2019 年尿素、复合肥等产品开工率回升，产量增加，但下游需求疲软，价格出现下滑，企业经营效益出现分化。整体来看，主流化肥企业经营效益出现分化，行业信用质量较上年有所下降。

a. 氮肥

氮元素是构成植物细胞蛋白质的主要原料，对茎叶的生长和果实的发育有重要作用，是与产量最密切的营养元素。氮肥不但可以作为单一肥料，还可以与磷肥、钾肥混合制成复合肥料。尿素作为含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种，约占 70%。

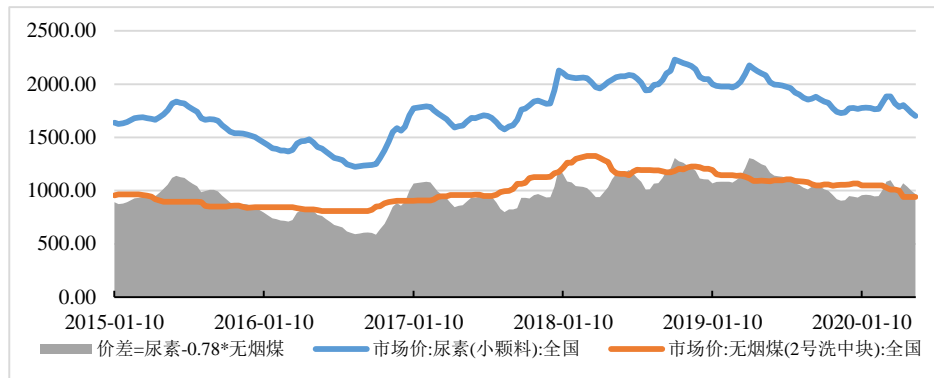
目前尿素生产工艺根据原料不同可分为煤头工艺和气头工艺，原材料主要是天然气和煤炭。而我国富煤贫油少气的资源特点，导致我国尿素产能中以煤炭为原料的约占 72%，以天然气为原料的约占 26%。煤头尿素主要集中于华北等煤炭资源丰富的地区，气头尿素主要集中于西南天然气丰富地区。近年来，氮肥行业在供给侧结构性改革下过剩产能加速出清，先进技术产能占比提高。2016-2017 年我国尿素总产能分别减少 386 万吨和 380 万吨。根据中国氮肥工业协会统计，2018 年末全国尿素产能合计 6,954 万吨，同比减少 322 万吨。

随着产能缩减与环保政策调整，氮肥行业供需格局有所改变。根据国家统计局数据显示，2018 年尿素行业平均开工率为 55.12%，较 2017 年下滑 2.87 个百分点。进入 2019 年，大气污染治理政策相对偏弱，我国尿素行业平均开工率回升至 63% 左右，根据中国氮肥工业协会，2019 年尿素产量 5361 万吨，较 2018 年同比增长 2.96%。从国内需求来看，尿素的需求分为农业和工业，其中农业在尿素消费结构中占主导地位，约占 76%。农业对于尿素的需求主要体现在氮要素单质肥及复合肥。近年来，国家调减玉米种植面积，叠加化肥使用零增长计划的推行，尿素在农业需求方面处于小幅下滑的状态。工业方面，尿素主要用于人造板、三聚氰胺、车用尿素等。根据智研咨询，2019 年尿素需求量为 4885.15 万吨，同比减少 1.89%。据中国氮肥工业协会统计，2020 年 1-3 月，全国氮肥产量 977.2 万吨，同比增长 4.8%；尿素产量 1340 万吨（实物量），同比增长 8.8%。据测算，1 季度我国氮肥表观消费量 876.3 万吨（折纯），同比增加 8.1%，其中尿素表观消费量 1261.4 万吨（实物量），同比增加 14.6%。

自 2016 年 10 月份以来，受供给侧改革和部分地区大力推动煤改气等因素影响，煤炭和天然气供应短缺、价格上涨明显，加上企业环保支出增大，国内氮肥生产成本显著提高，涨幅达 200~300 元/吨。成本的大幅提高带动下游尿素价格明显回升。据国家统计局数据显示，2018 年尿素（小颗粒）平均市场价 2,065.88 元/吨，同比上涨 19.57%。尿素与无烟煤之间的价差逐步扩大，尿素生产企业盈利情况改善。2019 年随着尿素行业开工率的回升，尿素价格在 4 月达到 2,175.50 元/吨的年内高点后，一路波动下跌至 2020 年 5 月 20 日的 1700.90 元/吨。尿素与无烟煤之间的价差由 2019 年 11 月末的 910 元/吨，上升至 2020

年3月20日的1097元/吨，2020年5月20日价差表现为968元/吨。

图表 2. 2015年以来无烟煤、尿素价格及价差情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

近年来化肥行业投资多为煤基多联产装备，以丰富产品结构并增强经营灵活性。尤其是对于尿素企业来说，与化工联合发展是越来越明显。由于工艺生产过程中合成的产品包括合成氨（尿素生产的上游产品）、甲醇、乙二醇、丁醛、碳酸二甲酯、草酸、甲酸等。尿素生产企业可以根据市场价格调整产品结构，如尿素产品价格过低时就转而生产甲醇和合成氨等化工产品来降低尿素的产量。这种煤基多联产、柔性调节的运营模式已成为行业发展趋势。

总体看，2019年氮肥开工率有所回升，价格高位回落，尿素与无烟煤之间的价差收窄。2020年以来由于尿素价格的持续走低，尿素与无烟煤之间的价差有所增加，行业经营压力增加。未来我国氮肥行业发展将主要依靠工业尿素市场需求扩容及煤基化工产品联产。

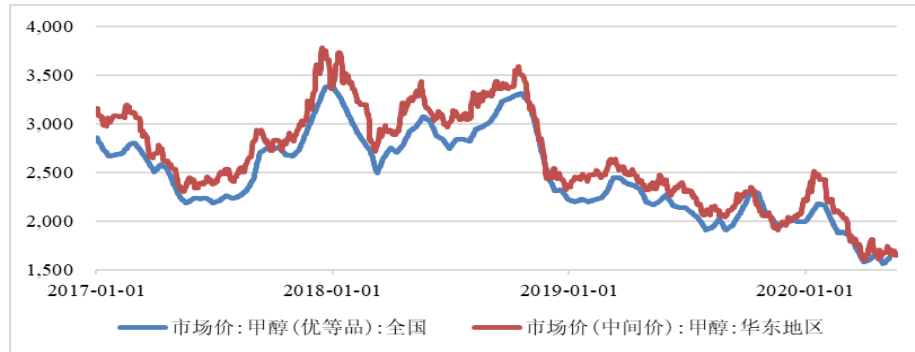
b. 甲醇

甲醇是重要的基础有机原料，为化工中间体，其传统下游产品为甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE等，从2014年开始，MTO对甲醇的需求超过甲醛成为最主要部分，甲醇燃料等占比也不断增加。我国甲醇生产工艺以煤制甲醇为主，是世界最大的甲醇生产国和消费国。根据卓创资讯数据，2019年我国甲醇新增产能435万吨，当年末甲醇有效产能为8,812万吨/年，较上年增长5.2%。根据卓创资讯预计，2020年国内将投产装置13套，新增总产能超过900万吨/年，产能释放压力较大。另外，进口甲醇对国内市场也形成较大冲击，2019年进口量超过1,000万吨。2019年我国国内甲醇产量6,216万吨，同期开工率70.50%，均呈上升趋势。目前国内产能主要集中在西北、华北和华东，2019年占比分别为32.9%、30.7%和19.0%，需求主要位于华东和山东等地；2019年甲醇行业集中度进一步提升，22个百万吨以上企业占全部产能的43%。该公司甲醇产能为全国22家百万吨级以上企业之一，位列华东地区第一。

从价格走势来看，国际原油价格持续波动，作为替代品的能源化工产品——甲醇的价格也随之波动。2019年甲醇价格重心较2018年明显下降，全年均价较上年下降25.68%至2,150元/吨，主要受供需双重影响，甲醇本土供给充裕、进口到货增加，供给量处于高位，而下游受环保、安全监察影响，开工受

限，需求缩减明显，致甲醇市场景气度走弱。2020 年以来，受疫情影响，甲醇下游需求进一步受挫，叠加原油价格下跌因素，甲醇价格快速下滑，4 月末价格为 1,600 元/吨左右，较 1 月中旬高点下跌超 30%。

图表 3. 甲醇价格走势（单位：元/吨）



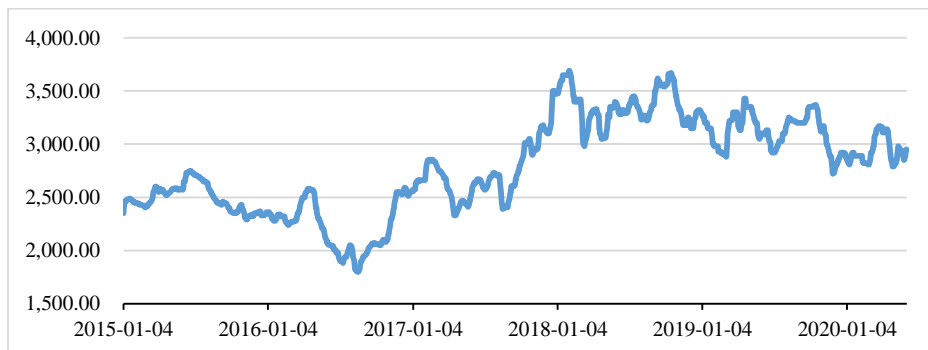
资料来源：Wind 资讯

c. 液氨

氨是一种重要的化工原料，为运输及储存便利，通常将气态的氨气通过加压或冷却得到液态氨。液氨在工业上应用广泛，主要用于生产硝酸、尿素和其他化学肥料。液氨在加工过程有废气排出，受环保政策影响较大，随着环保的严查和开工率降低，液氨市场供应明显减少，虽然下游及中间商需求偏弱，但面对市场货源紧张的影响，接货积极性仍有所增加，价格呈波动走高。

从产品价格方面来看，受尿素市场及液氨市场供给影响，从 2016 年第四季度开始，液氨价格开始波动上涨，2017 年液氨市场价格整体呈现先涨后跌再涨的趋势，2017 年 2 月达到阶段性高点 2855 元/吨，2017 年 4 月跌至 2330 元/吨后，液氨价格继续波动上升。2017 年末液氨现货价为 3472 元/吨，较上年末上升 35.89%。2018 年液氨价格于高位波动，年末液氨现货价为 3320 元/吨。2019 年液氨价格呈波动下浮下降趋势，2019 年末液氨现货价格为 2880 元/吨。2020 年以来，液氨价格在 2810 -3110 元/吨之间上下浮动，至 2020 年 6 月 2 日，液氨价格为 2950 元/吨。

图表 4. 液氨现货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

(2) 政策环境

2017 年 12 月 15 日，财政部公布了《国务院关税税则委员会关于 2018 年

关税调整方案的通知》(税委会〔2017〕27号)内容。国务院决定,自2018年1月1日起,适当调整磷矿石和氮磷钾三元复合肥出口关税,其他原料和其他肥料进出口关税政策保持2017年水平。

税收方面,从2018年5月1日开始化肥行业的增值税由11%下调至10%。2019年4月1日起,将行业增值税率进一步降至9%。据国家统计局数据统计,2018年化肥行业规模以上企业主营收入为9,389.05亿元,近两年化肥增值税税率下降总计2个点,粗略估算化肥行业生产环节可以减免的税负约170亿元($2\% \times 9,389.05 / (1+11\%)$)。与此同时,以增值税为基数的相关附加税费也会相应减少,此举可以一定程度上减轻化肥生产、流通企业负担,将有利于行业盈利能力的恢复。

环保政策方面,生态环境部、发展改革委、工信部等10部门和北京、天津、河北等六省市人民政府联合印发《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》,明确2020年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的目标年,2019年秋冬季攻坚成效直接影响三年总体目标的实现,对于化肥行业环保层面的压力仍将存在。

(3) 竞争格局/态势

目前除了钾肥行业受制于钾矿资源,产能不足。氮、磷、复合肥产品均呈现产能过剩,行业内企业的竞争主要集中于新型肥研发能力、生产成本控制以及原材料价格转移能力。大型化肥企业凭借资源及规模优势,产能利用率保持较高水平,能有效转移原材料波动及生产成本上涨压力。近年来主要龙头企业积极推动基础肥提质升级,加强新型肥研发,经营情况有所改善。而中小型企业经济下行压力背景下,受下游农产品行情低迷、上游原材料价格波动的影响,企业盈利空间明显收窄。此外,中小型化肥生产企业装置设备落后、环保不达标,面临停产、倒闭。目前行业内不同规模企业效益分化严重,行业集中度不断提升。

分产品来看,国内氮肥主要生产企业包括山东华鲁恒升化工股份有限公司(简称“华鲁恒升”)、河南心连心化学工业集团股份有限公司(简称“心连心”)等。其中,华鲁恒升尿素产能采用水煤浆气化技术,尿素生产成本低,水煤浆气化技术较国内其他尿素生产商具有200-300元/吨成本优势,加上其他煤化工产品(煤制乙二醇、醋酸、DMF等)产品附加值高,华鲁恒升盈利能力较强;磷肥方面,生产企业主要依靠磷矿或硫磺等资源优势发展起来。云南云天化股份有限公司(简称“云天化”)依靠云贵地区丰富且品位较高的磷矿石资源成为行业内的龙头企业,安徽六国化工股份有限公司(简称“六国化工”)则拥有全国第二大硫铁矿山;青海盐湖工业股份有限公司(简称“盐湖股份”)和藏格控股股份有限公司(简称“藏格控股”)共同占据察尔汗盐湖,钾盐资源储量丰富。由于资源优势,钾肥行业盈利能力显著高于其他肥料企业;我国复合肥主要产区集中在华东、华中及西南区域,其中华东区域总产能占比约为50%,形成了新洋丰农业科技股份有限公司(简称“新洋丰”)、金正大生态工程集团股份有限公司(简称“金正大”)、史丹利农业集团股份有限公司(简称“史丹利”)、

鲁西化工集团股份有限公司（简称“鲁西化工”）等一系列复合肥龙头企业。

图表 5. 化肥行业内主要企业基本数据概览（2019 年/末）

简称	营业收入	毛利率	净利润	经营性净 现金流入	资产	带息负债	资产负债 率
华鲁恒升	141.90	27.84	24.53	37.36	181.87	24.18	21.75
心连心	94.22	23.27	4.56	25.04	160.62	69.58	65.01
云天化	539.76	13.24	1.78	41.79	599.95	347.99	89.13
六国化工	43.54	8.09	-2.57	3.15	46.27	16.14	75.67
盐湖股份	178.49	26.47	-466.62	27.89	225.32	361.80	229.01
藏格控股	20.64	59.11	3.60	2.77	95.62	4.15	18.07
新洋丰	93.27	18.68	6.61	15.06	97.18	4.13	31.11
金正大	126.29	21.66	0.60	-9.56	225.34	40.74	44.38
史丹利	57.76	15.01	1.04	11.50	65.96	2.90	31.40
鲁西化工	180.82	18.67	16.92	30.96	302.10	149.60	62.54
泸天化股份	55.07	12.60	2.81	1.87	67.82	10.28	25.63

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

(4) 风险关注

农业播种面积减少，传统肥料市场竞争压力加大。农产品价格低迷，农民种植积极性不高，部分农业用地抛荒现象突出，2020 年农业播种面积或将继续减少，同时农作物种植结构调整也对化肥施用效率提出更高要求，国家提出化肥零增长的战略，探索实行耕地轮作休耕制度试点等，测土配方施肥得到大力推广以及施肥方式变化，推动化肥使用效率的提升来减少化肥施用量，用肥总量减少是大势所趋，传统化肥需求或稳中有降。由于下游需求增长乏力，加剧了传统肥料生产企业竞争压力。

环保督查常态化，化肥行业供给端将持续受到有效约束。2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的目标年，2019 年秋冬季攻坚成效直接影响三年总体目标的实现，对于化肥行业环保层面的压力仍将存在。

B. 其他行业或产业

该公司多元产业涉足酒类资源整合及聚碳酸酯项目投资等，并正处于投资布局阶段，业务创现能力和收益水平受到市场环境变化存在波动风险。

a. 白酒行业

受益于人均可支配收入快速增长和消费持续升级，我国白酒行业逐步企稳复苏，行业景气度持续回升，但受宏观经济增速放缓影响，行业整体增速有所下滑。白酒行业品牌分化趋势逐步显现，龙头企业受宏观经济增速下滑影响相对较小，市场规模继续提升，垄断优势突出，得益于消费结构的转型，高端品牌的白酒企业产品销量和销售价格得以快速增长；茅台、五粮液、国窖 1573 凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，销量和价格也有明显的回升，市场份额扩大。贵州茅台和五粮液白酒销售收入在行业中遥遥领先，2019 年净利润分别为 412 亿元和 174 亿元，行业地位较为稳固。

中小企业及中低端品牌的市场面临挤压，品牌分化有所加剧。二线品牌高端白酒较多依赖当地的政务消费，由于缺乏相应的品牌力和品质的支撑，高价难以维持，纷纷降价进入 300-600 元的次高端市场。同时，部分全国性酒企通

过多品牌布局，渠道下沉不断挤压和蚕食中低端酒企的市场份额，使中低端酒企竞争环境加剧，由于缺乏有效的竞争手段，部分企业经营持续下滑甚至亏损。但 2018 年以来，行业复苏逐步传导至中低端酒企，同时在宏观经济增速下滑的背景下，中低端酒企普遍实现经营好转，部分企业（如顺鑫农业、老白干酒等）在消费分级的趋势下通过良好的营销策略抢占中低端市场份额，经营业绩较大幅度提升。但其他中低高酒企（如金徽酒、青青稞酒等）营收仍增长乏力，市场地位更加削弱，份额面临被逐步挤压蚕食的风险。该公司主要整合泸州市除泸州老窖之外的酒企，品牌相对处于中低端，在品牌集中度越来越高，品牌名酒的市场份额不断扩大的情况下，公司酒业未来发展承压。

此外，2020 年初新冠肺炎疫情爆发，餐饮业受到较大冲击，导致白酒企业的分化明显加剧。作为传统的白酒销售旺季，贵州茅台、五粮液等头部白酒因为疫情爆发前已经完成动销，影响较小，业绩稳定，但 2020 年第一季度 13 家白酒公司出现负增长，白酒板块“马太效应”愈加明显。后期随着疫情的缓解，白酒需求缓慢恢复，高档酒恢复快于中档酒，团购恢复好于烟酒店和二批，同时受疫情影响缺失的宴席、婚庆等会或将从 5 月起逐步补偿性消费。

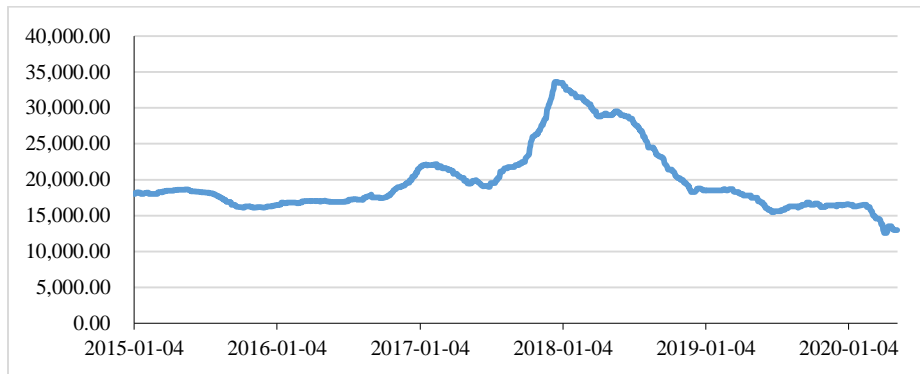
b. 聚碳酸酯行业

聚碳酸酯（简称“PC”¹）一直是国家重点鼓励发展的新型高分子工程材料，是行业内用量最大的工程塑料品种。2005 年以来，随着科思创（原拜耳）、帝人化学以及三菱化学等跨国公司在我国投资兴建的世界规模级 PC 装置的投产，改变了国内生产与消费严重不平衡的局面。通过合资的方式引进聚碳酸酯生产技术以及自主研发生产技术的不断成熟，我国聚碳酸酯技术获得一定进展，2015 年宁波浙铁大风化工有限公司新建的 10 万吨/年 PC 生产装置投产，打破了国际企业的技术垄断；随后鲁西化工 6.5 万吨/年 PC 项目投产。

近几年我国 PC 产业发展迅猛，产能不断增加，国内 PC 产能从 2014 年 61 万吨增长至 2018 年 120.5 万吨，年均增长率 18.6%，预计到 2022 年国内 PC 产能将达到 352 万吨/年。与产能迅猛增长形成鲜明对比的是 PC 下游应用进入低速发展期，国内 PC 消费量从 2014 年 153 万吨增长至 2018 年 184 万吨，年均增长率不足 5%，产能增速远高于需求增速。目前国内 PC 自给率约为 50%，随着未来多套新建产能的释放，自给率将大幅提升，然而在高品质和特殊性能的聚碳酸酯领域，仍然是少数几家外资企业的市场，国内企业尚未取得显著突破，据《2019 中国聚碳酸酯产业调查报告》估计，长期内中国每年进口的聚碳酸酯至少有 50 万吨无法被替代。价格方面，由于国内产能逐渐释放，进口聚碳酸酯量仍呈增加趋势，供应量明显增加；而下游需求方面，汽车销量和改性订单量下降，综合影响下 2018 年以来聚碳酸酯价格急剧下跌，行业整体盈利能力下降。随着国内聚碳酸酯新建装置产能的陆续释放，PC 价格存在下行风险，行业发展压力增大。

¹ 聚碳酸酯是一种无定型、无臭、无毒、高度透明的无色或微黄色热塑性工程塑料，具有较好的物理机械性能，尤其是耐冲击性、拉伸强度、弯曲强度、压缩强度高、耐热性和耐低温性很好。

图表 6. 国内现货价:PC(通用) (元/吨)



资料来源: Wind 资讯

(3) 区域经济环境

泸州市为长江上游重要港口城市,立体交通网络优势明显,近年来经济持续稳步发展。泸州市工业规模化程度较高,工业结构逐步调整,传统优势产业在调整中得到改造提升,新兴产业发展较快,同时泸州自贸区及综合保税区的落地也将带动泸州市经济的发展和产业升级,为该公司提供良好的发展环境。

泸州市位于四川省东南部,长江和沱江交汇处,川滇黔渝结合部区域性中心城市。泸州市是长江上游重要港口,为四川省第一大港口和第三大航空港,成渝经济区重要的商贸物流中心,长江上游重要的港口城市。目前全市下辖三区(龙马潭区、江阳区、纳溪区)和四县(泸县、合江县、叙永县、古蔺县)。近年来,泸州市经济持续稳步发展,2019年泸州市实现地区生产总值2081.26亿元,同比增长8.0%,增速较全国水平高1.9个百分点,较四川省平均水平高0.5个百分点。分产业看,第一产业实现增加值216.98亿元,同比增长2.6%;第二产业增加值1021.86亿元,同比增长8.2%;第三产业增加值842.42亿元,同比增长9.5%。

图表 7. 泸州市主要经济指标 (单位: 亿元, %)

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1596.21	9.1	1694.97	7.6	2081.26	8.0
第一产业增加值	183.19	3.9	190.58	3.7	216.98	2.6
第二产业增加值	850.56	10.0	882.97	8.7	1021.86	8.2
第三产业增加值	562.46	9.5	621.42	7.2	842.42	9.5
三次产业结构	11.5:53.3:35.2		11.2:52.1:36.7		10.4:49.1:40.5	
人均生产总值(元)	36973		39230		48105	
固定资产投资	2042.11	18.0	1654.67	5.9	--	11.9
社会消费品零售总额	722.07	13.3	763.96	12.2	850.99	11.4

资料来源: 泸州市统计局 (2018年固定资产投资统计口径发生变动)

泸州市工业结构调整步伐加快,传统优势产业在调整中改造提升,新兴产业发展较快。2018年泸州市工业增加值745.07亿元,同比增长9.4%,对经济增长的贡献率为58.5%,其中规模以上工业增加值同比增长10.4%。2019年,全市规模以上工业增加值比上年增长10.0%,增速比全国平均水平高4.3个百

分点。从重点行业看，2019年全市传统四大产业增加值比上年增长8.6%，其中，酒的制造业比上年增长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%。医药行业比上年增长7.7%。

2019年泸州市固定资产投资同比增长11.9%。其中房地产开发投资399.04亿元，比上年增长25.3%；商品房施工面积2392.35万平方米，比上年增长18.0%；商品房销售面积928.4万平方米，比上年增长10.1%；2019年年末商品房待售面积67.7万平方米，比上年末下降46.9%。

2016年8月，国务院新设7个自由贸易试验区，四川省位列其中。中国（四川）自由贸易试验区分为成都天府新区片区、成都青白江铁路港片区和川南临港片区三个部分。川南临港片区位于泸州市，规划面积19.99平方公里。依托于泸州市良好的区位条件和四川省最大的内河港口泸州港，川南临港片区未来将重点发展航运物流、港口贸易、教育医疗等现代服务业以及装备制造、现代医药、食品饮料等先进制造和特色优势产业，随着川南临港片区的建设，将带动泸州市经济的快速发展和产业升级。2019年12月24日，国务院批复设立泸州综合保税区（国函[2019]141号），是川渝滇黔结合部继重庆江津和贵州遵义外又一综合保税区。泸州综保区项目规划面积1.002平方公里，现已启动土地平整和道路管网等基础设施建设，预计2020年全面建成。泸州综保区的设立将进一步发挥泸州区位优势，完善开放功能、优化营商环境，吸引“两头在外”的加工贸易企业集聚发展，同时有利于形成叠加效应，推动泸州市自贸区、综保区、外向型经济联动发展。

泸州市是全国16个大化工基地之一、14个精细化工基地之一。根据泸州市“十三五规划”战略部署，建设长江上游产业转型升级示范区，建造“中国白酒金三角”核心发展区、西南地区重要装备制造基地、全国重要循环型化工基地、成渝经济区重要能源保障基地、西部地区重要现代医药产业基地，推动信息化与产业化深度融合，形成产业集聚集群集约发展，以推进泸州长江经济开发转型升级发展，推动泸州白酒产业园区产城融合发展，优化发展煤炭及深加工、电力等传统能源产业，并有序推进清洁能源开发利用。地方政府进一步加快工业转型升级，对该公司发展产生重大影响。

2018年泸州市提出“构建三个千亿产业”²、“争创全省经济副中心”等目标。在构建现代产业体系上，泸州市将加快四大园区提档升级，推动白酒、电子信息、能源化工、装备制造、现代医药、航空航天六大产业加快发展，构建三个千亿产业为引领的现代工业体系。2020年1月中共泸州市委、泸州市人民政府发布泸委印发《泸州市推进白酒产业高质量突破发展若干政策》（[2020]1号文件），文件明确表示，将支持龙头企业和酒业园区突破发展，支持名优酒企投资发展，支持扩大优质产能，鼓励企业上档升级，鼓励企业做强品牌开拓市场，2020年全市白酒营业收入力争达到1000亿元。

从区位交通方面，泸州市是西南出海大通道的必经之地，是国家长江经济

² 千亿白酒产业、千亿电子信息产业以及装备制造、航空航天、新能源新材料、现代医药等组成的千亿新兴产业。

带规划布局的全国重要区域性综合交通枢纽，立体交通网络优势与毗邻市州相比优势明显，区域中心城市作用逐渐显现。2017年2月，中国政府网公布《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（简称《规划》），提出建设多向连通的“十纵十横”综合运输大通道，规划指出，在优化综合交通枢纽布局中，泸州-宜宾被列入全国性综合交通枢纽一档，在水运、铁路、公路、机场等方面均有涵盖泸州的主要通道布局。“十三五”期间，途经泸州市规划建设的高速铁路包括川南城际铁路、渝昆高铁，目前，川南城际铁路已经开工建设，预计于2020年建成；渝昆高铁四川段项目建设正式启动；“十三五”国家高速公路规划示意图中，除现已建成投用的高速公路外，被纳入国家高速公路规划要求建成G8515泸渝高速公路2019年建成；加之泸州云龙机场已于2018年建成投用，基本建成川滇黔渝结合部区域航空运输中心。

2. 业务运营

该公司定位为泸州市重要的产业投资集团和资本运作平台，目前业务板块众多，涉及化肥化工、贸易、工程建设、能源等业务，同时步布局医疗、酒类销售、新材料以及金融等板块，但利润主要来源于化肥化工产品，因此公司利润的实现对于化肥化工行业景气度依赖性大。此外医疗、酒类销售以及金融等业务处于投资布局阶段，业务规模尚小。跟踪期内，受益于贸易业务的大幅增长以及多元化业务板块收入的补充，营业收入大幅增长，但由于贸易业务毛利率极低，公司整体毛利率大幅降低。2020年初受疫情影响，由于人员延迟复工、原材料短缺、交通管制等原因，公司化肥化工、酒类销售等业务受到一定影响，但医药销售收入有望提升，疫情综合影响程度仍有待观察。

该公司定位为泸州市重要的产业投资平台和资本运作平台，主要负责扶持泸天化（集团）有限责任公司（简称“泸天化集团”）产业改革升级、引导和推进泸州市本地产业发展，同时实现自身资本增值。根据泸州市委、市政府的统一部署，2018年公司将持有的四川煤气化有限责任公司（简称“四川煤气化”）48.76%股权无偿划转给泸州市国资委，同时泸州市国资委将其持有的泸天化集团100%股权、泸州白酒产业园区发展投资有限公司（简称“白酒园区公司”）56.2%股权和泸州临港投资集团有限公司（简称“港投集团”）7%股权无偿划转给公司，划转时点为2018年8月31日。2018年12月上述股权置换事项完成，公司业务结构发生重大变化，泸天化集团下属化肥化工产品销售业务成为收入和利润的主要来源。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
化肥化工	化工产品主要在周边地区销售，化肥产品辐射两广、重庆、贵州、华东等地区	横向规模化	规模/资本/成本/技术/品牌/政策等
贸易业务	全国	横向规模化	资本/成本等

资料来源：泸州工投

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司收入按行业划分（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	78.47	100.00	146.09	100.00	237.15	100.00
化肥化工产品	55.02	70.11	54.68	37.43	43.63	18.40
贸易业务	10.21	13.02	69.07	47.28	159.43	67.23
煤炭销售	5.78	7.36	3.58	2.45	--	--
代建	--	--	3.55	2.43	9.46	3.99
酒类业务	0.52	0.67	0.99	0.67	4.11	1.73
医药销售	--	--	1.58	1.08	3.62	1.53
建筑工程及安装	--	--	--	--	3.16 ³	1.33
能源销售	0.64	0.81	2.15	1.47	1.60	0.68
钢材销售	0.24	0.30	1.00	0.69	1.99	0.84
油脂产品销售	1.43	1.82	1.73	1.18	1.96	0.83
保安及相关服务	1.21	1.54	1.32	0.90	1.84	0.77
其他	3.42	4.36	6.43	4.40	6.35	2.68
综合毛利率		12.23		10.80		5.50
化肥化工产品		11.19		20.84		14.91
贸易业务		0.22		0.62		0.19
煤炭销售		31.05		26.46		--
代建		--		8.56		3.39
酒类业务		0.78		32.34		37.91
医药销售		--		8.62		15.87
建筑工程及安装		--		--		10.39
能源销售		0.70		7.30		23.49
钢材销售		0.60		1.81		1.74
油脂产品销售		4.21		9.80		16.82
保安及相关服务		33.97		31.52		24.65
其他		33.43		23.03		35.34

资料来源：泸州工投，四舍五入存在尾差

该公司呈现明显的多元业务格局，业务板块众多，主营业务涉及化肥化工、贸易、酒品销售、能源、金融服务和保安服务等业务，产业投资涉足新材料、医疗健康和园区建设等领域。2017-2019 年营业收入分别为 78.47 亿元、146.09 亿元和 237.15 亿元，其中贸易业务收入分别为 10.21 亿元、69.07 亿元和 159.43 亿元，占营业收入比重分别为 13.02%、47.28% 和 67.23%，该业务规模虽大，但利润贡献极低；化肥化工业务收入分别为 55.02 亿元、54.68 亿元和 43.63 亿元，占营业收入比重分别为 70.11%、37.43% 和 18.40%，是公司利润的主要来源；其他业务较多且规模相对较小。

A. 化肥化工产品

该公司化肥化工产品销售业务主要由全资子公司泸天化集团负责，泸天化集团下属有上市子公司四川泸天化股份有限公司（简称“泸天化股份”，000912.SZ，2020 年 3 月末泸州工投直接和间接合计持有泸天化股份 25.83% 股份⁴）、四川天华股份有限公司（简称“天华股份”，自 2018 年 9 月起不再纳入公司合并报表）和四川天华富邦化工有限责任公司（简称“天华富邦”，自 2019 年 9 月 30 日纳入合并报表）。2017-2019 年化肥化工产品销售业务分

³ 建筑工程及安装业务经营主体较为分散，2019 年确认收入主要来源于泸州职业技术学院新校区第三期工程、泸州职业技术学院新校区双创中心工程、泸州市公共实训基地建设项目（一标段）等项目，合同价款为 6.00 亿元。

⁴ 截至 2019 年末，公司本部持有泸天化股份 1.15 亿股，质押 0.87 亿股，占比 75.65%，泸天化集团持有泸天化股份 2.90 亿股，质押 0.80 亿股，占比 27.58%。

别实现收入 55.02 亿元、54.68 亿元和 43.63 亿元，因天华股份划出合并口径，加之 2019 年产品价格下降，该业务收入下降；2017-2019 年该业务毛利率分别为 11.19%、20.84% 和 14.91%，2018 年毛利率提升主要系化肥化工产品价格回升所致；2019 年由于公司采购天然气价格上涨⁵，以及化工产品价格持续下降，毛利率大幅下降。

图表 10. 化肥化工产品销售业务产品和收入结构（单位：亿元）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
尿素	20.75	37.71%	20.36	37.24%	17.89	29.62%
复合肥	4.70	8.54%	5.16	9.43%	6.48	10.73%
其他	0.52	0.95%	1.08	1.98%	0.05	0.08%
化肥产品小计	25.97	47.20%	26.60	48.64%	24.42	40.44%
甲醇	9.15	16.63%	10.77	19.69%	7.64	12.65%
合成氨（液氨）	6.19	11.25%	6.78	12.39%	5.99	9.92%
二甲醚	1.12	2.04%	1.09	2.00%	1.28	2.12%
浓硝酸	1.54	2.80%	0.97	1.77%	1.06	1.76%
稀硝酸	0.96	1.74%	0.25	0.46%	0.23	0.38%
硝酸铵	0.19	0.35%	1.52	2.78%	1.39	2.30%
其他	9.89	17.98%	6.71	12.28%	3.58	5.93%
化工产品小计	29.05	52.80%	28.08	51.36%	21.17	35.06%
合计	55.02	100.00%	54.68	100.00%	45.59	75.49%

资料来源：泸州工投（2019 年数据包含油脂产品销售）

上市公司泸天化股份拥有四川泸天化绿源醇业有限责任公司（简称“绿源醇业”）、宁夏和宁化学有限公司（简称“和宁化学”）、九禾股份有限公司（简称“九禾股份”）等控股子公司及托管企业，并拥有年产 105 万吨合成氨、150 万吨尿素、70 万吨甲醇、10 万吨二甲醚、10 万吨浓硝酸、13 万吨稀硝酸、13.5 万吨硝酸铵、55 万吨复合肥等综合生产能力。天华富邦拥有 8.5 万吨 1,4-丁二醇和 4.6 万吨 PTMEG 产能。2020 年以来由于国际石油价格的持续下跌，甲醇价格大幅降低，公司暂停绿源醇业甲醇生产装置。

图表 11. 公司装置产能以及运行情况（单位：万吨）

产品	设计产能	装置运营主体	目前装置对应实际产能配置	装置运行情况
尿素	150	泸天化股份本部	60	正常运行
		和宁化学	70	正常运行
复合肥	55	九禾股份	40	正常运行
		泸天化股份本部	15	正常运行
硝酸铵	13.5	泸天化股份本部	13.5	正常运行
甲醇	70	绿源醇业	40	暂时停止
		和宁化学	20	正常运行
合成氨（液氨）	105	泸天化股份本部	45	正常运行
		和宁化学	40	正常运行
二甲醚	10	绿源醇业	10	暂时停止
浓硝酸	10	泸天化股份本部	10	正常运行
稀硝酸	13	泸天化股份本部	13	正常运行
1,4-丁二醇	8.5	天华富邦	8.5	正常运行
PTMEG	4.6	天华富邦	4.6	正常运行

资料来源：泸州工投

该业务板块主要根据订单生产，同时部分产品既可作原材料进行二级加工，也可直接销售，因此子公司会根据各细化产品市场销售以及原材料价格波

⁵ 2018-2019 年，公司天然气采购均价（不含税）分别是 1.52 元/立方米和 1.62 元/立方米。

动情况，通过每周产销协调、月经营分析和年度预算计划等措施来安排和调整生产的产品量。因各项生产装置每年需要维持 30 天的检修时间，加之冬季天然气供应紧张，因此产能利用率一般维持在 50%-80% 之间。

图表 12. 化肥化工产品的产能及产能利用率情况（单位：万吨，%）

产品	2017年			2018年			2019年		
	实际产能	产量	产能利用率	实际产能	产量	产能利用率	实际产能	产量	产能利用率
尿素	206	146.81	71	165	121.98	74	130	109.20	84
复合肥	55	28.81	52	55	34.04	62	55	36.11	66
甲醇	60	52.14	87	60	53.27	89	60	50.34	84
合成氨（液氨）	130	124.05	95	120	100.37	84	100	98.87	99
其他	--	33.36	--	--	25.74	--	--	30.84	--
合计	451	385.17	--	400	288.35		345	325.36	--

资料来源：泸州工投（2017 年包含天华股份全年产能，2018 年包含天华股份 1-8 月产能，同时 2018 年泸天化股份有 20 万吨尿素产能由于装置系统老化停产）

该公司化工产品主要在周边地区销售，化肥产品辐射两广、重庆、贵州、华东等地区。公司拥有全国性的农资和化工分销渠道，其在四川、重庆、贵州、广西等地设立分销机构 5 个，依托分销机构，与经销商合作，业务覆盖西南地区。销售环节一般采用先款后货的方式，应收账款控制相对较好；同时在按订单生产的模式下，产销率维持在较高水平。化肥化工产品下游客户包括宁夏宝丰能源集团股份有限公司、宁夏美嘉农资服务有限公司、四川省工业品电子商务有限公司、四川东晨众联燃气有限公司、四川倍丰农资有限公司、云南恒润经贸有限公司和陕西泰格瑞贸易有限公司等，2019 年前五大客户合计收入 7.12 亿元，占该业务总收入比重 12.94%，客户集中度较低。

图表 13. 化肥化工产品产销率情况（单位：元/吨，万吨，%）

产品	2017年			2018年			2019年		
	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率
尿素	1375	143.63	98	1694	117.63	96	1655	108.09	99
复合肥	1484	30.23	100	1784	30.64	90	1745	37.10	100
甲醇	1884	44.25	85	2177	46.42	87	1715	44.53	88
合成氨（液氨） ⁶	2054	29.30	24	2545	22.06	22	2291	26.03	26
其他	--	25.70	77	--	24.61	96	--	26.14	85
合计	--	273.11	71	--	241.36	84	--	241.89	74

资料来源：泸州工投

该公司合成氨、尿素产品销售业务成本主要包括原材料、职工薪酬、折旧费和推销费用等，其中原材料占成本比重约 60-70%。该业务主要原材料为天然气和煤炭。天然气供应商为中国石油天然气公司，原材料供应计划性较强，受国家政策影响较大，采取预付货款和现金支付模式，同时由于供应商单一，公司在天然气采购时议价能力弱；煤炭供应商相对市场化竞争较强，主要采取货到后付款方式和票据支付模式，部分货款采取货到 3 个月后付款。公司前五大供应商分别为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、四川倍丰农资有限公司、四川省工业品电子商务有限公司、重庆中沃能

⁶ 合成氨（液氨）可作为原料生产尿素等产品，因此产量中大部分用于内部其他产品生产，所以产销率低。若加入作为原材料部分合成氨的销量，2017-2019 年合成氨实际产销率为 95%、84% 和 99%。

源化工销售有限公司和国网宁夏电力有限公司宁东供电公司，2019 年采购金额占总采购金额的 48.49%。

综合来看，之前年度由于化肥化工产品市场低迷，原材料价格上涨致成本增加，泸天化集团效益不佳，加之财务费用的侵蚀，持续大额亏损。随着化肥及化工行业供给侧改革的深入推进、环保监察力度的不断加大、天然气及煤炭等原料供应逐步紧张、下游农业需求逐步减少等多方面原因导致行业开工率持续走低，行业市场呈现回暖态势，2018 年产品价格处于近几年的历史高位，同时 2018 年泸天化集团和泸天化股份完成破产重组，财务费用大幅降低，利润转亏为盈。2019 年由于国际原油价格波动导致化工产品价格下降，同时公司采购的天然气价格上涨，该业务盈利能力下降。2020 年第一季度，由于疫情，化肥产品运输受到影响，化肥行业错过春耕用肥旺季；化工产品受国际石油以及国际经济变动影响，下游开工率急剧下降，基础化学品价格暴跌，甲醇产品收支倒挂，公司甲醇装置于 2020 年 3 月中旬停产。2020 年 1-4 月泸天化股份实现化肥化工业务收入 12.65 亿元，同比下降 7.4%，但由于采购天然气价格下降以及薪酬绩效支出减少，利润总额 0.67 亿元，同比增加 0.49 亿元。后续仍需持续关注化肥化工行业景气度、供需价格变动及市场竞争环境带来的业务经营波动风险。

B. 贸易业务

该公司贸易业务主要由子公司四川省酒业集团有限责任公司（简称“川酒集团”）负责运营，子公司泸州工投能源投资有限公司（简称“工投能源”）也参与部分贸易业务。川酒集团依托其股东之一四川商投投资有限责任公司（简称“四川商投”）搭建贸易平台，与上海绿地石油化工有限公司、上海中信国安化工有限公司、广东省国储能源销售有限公司等大型大宗商品贸易企业建立合作关系，建立起大宗商品贸易链条。具体业务开展由川酒集团下属子公司四川省川酒集团国际贸易有限公司（简称“国贸公司”）和中油海航能源有限公司（简称“中油海航”）等多个子公司负责。2017-2019 年贸易业务分别实现收入 10.21 亿元、69.07 亿元和 159.43 亿元，2018 年以来公司加大销售力度、拓展销售渠道，贸易货种增加以及主要货种收入提升，业务整体收入大幅增加。同期毛利率分别为 0.22%、0.62% 和 0.19%，毛利率极低，收益贡献小。

图表 14. 公司贸易货种明细（单位：亿元）

产品	2017年		2018年		2019年	
	金额	销售占比	金额	销售占比	金额	销售占比
芳烃类	--	--	20.97	30.36%	42.93	26.92%
乙二醇	-	--	13.80	19.99%	6.94	4.36%
柴油（包括轻质循环油）	--	--	8.05	11.66%	19.91	12.49%
有机热载体	0.31	2.99%	4.81	6.97%	0.70	0.44%
电解铜	--	--	3.86	5.58%	5.80	3.64%
燃料油(包括汽油)	8.91	87.29%	1.78	2.57%	24.14	15.14%

⁷ 由公司、泸州市兴泸投资集团有限公司、四川商投投资有限责任公司、四川省粮油集团有限责任公司合资设立，注册资本 10.00 亿元，其中公司出资 8.00 亿元，泸州市兴泸投资集团有限公司出资 1.30 亿元，四川商投投资有限责任公司出资 0.40 亿元，四川省粮油集团有限责任公司出资 0.30 亿元。

产品	2017年		2018年		2019年	
	金额	销售占比	金额	销售占比	金额	销售占比
其他	0.99	9.72%	15.80	22.87%	59.01	37.01%
合计	10.21	100.00%	69.07	100.00%	159.43	100.00%

资料来源：泸州工投（其他中包括的货种较多，但各货种销售收入规模不大）

国贸公司主要销售产品为混合芳烃、有机热载体以及燃料油等危化品类，中油海航主要销售柴油、汽油、乙二醇等产品。该公司贸易业务根据订单采购，结算方式包括现金、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、商业信誉及产品需求量等因素确定。结算周期以月结方式为主，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。公司上游主要为青路实业（上海）有限公司、湖南新华联国际石油贸易有限公司、上海绿地金属材料有限公司、好盈（南通）实业有限公司、贵州瓮福经贸供应链有限公司等，下游客户主要为浙江自贸区鑫健石油化工有限公司、南通荣通石油化工有限公司、宁波陕核润泽能源有限公司、江苏润富新能源发展有限公司、上海枣矿新能源有限公司等。

C. 代建业务

该公司工程建筑业务由子公司泸州工投建设集团有限公司（简称“工投建设”，原名为泸州工投华瑞房地产开发有限公司）、白酒园区公司等负责。2018年工程建筑业务收入 3.55 亿元，毛利率 8.56%，主要是结转纳溪区倒河流安置房（滨河家园）项目；2019 年代建业务收入 9.46 亿元，毛利率为 3.39%，主要结转龙马潭安置房建设项目和白酒园区项目，由于本期收入中占比较大的保障房安置项目毛利率低，因此当期该业务毛利率下降。

工投建设作为泸州市政府指定的市本级征地项目安置房建设工程修建业主办单位之一，主要负责保障房建设业务，工投建设完工项目有 5 个，分别为长工集团棚改保障房项目、纳溪区倒河流安置房（滨河家园）项目、九狮花园安置房建设项目、大竹林二期安置房建设项目和 692 名品园安置房建设项目。

长工集团棚改项目已完工，累计投资 3.52 亿元。长工集团棚改保障房项目采用财政资金拨款和由该公司向泸州市商业银行融资的方式建设，融资本息由财政承担，截至 2018 年末，公司已收到财政资金拨款 1.72 亿元（含贴息资金），对外融资 1.52 亿元。2017 年末根据公司与泸州市江南新区建设投资有限公司签订《长工保障房项目资产移交协议书》，以长工保障房工程成本 3.52 亿元作为移交金额，市财政划转给公司各项长工保障房专项补助资金 1.72 亿元全部作为公司收到的资产转让款，泸州市江南新区建设投资有限公司另将支付 1.80 亿元与公司结算剩余资产，收到该笔资金日为资产移交日，因 2019 年末公司仍未收到相关款项，将长工保障房划为其他非流动资产，已收到财政资金拨款 1.72 亿元转入预收账款核算。截至 2020 年 3 月末公司仍在办理资产转让手续。

该公司纳溪区倒河流安置房（滨河家园）项目主要安置纳溪一三项目、长湿新城等征地项目的拆迁农户，项目建设过程中，由泸州市财政与长湿新城管

委会按比例共同出资 0.48 亿元，按泸州市财政审核的建设进度资金用量，根据纳溪区政府授权，项目建设资金直接拨付工投建设使用，剩余资金由工投建设垫支并通过项目售房收入平衡，同时政府给予公司工程决算结果 3% 的代建手续费。纳溪区倒河安置房项目已完工，累计投资 2.71 亿元，截至 2020 年 3 月末公司累计确认收入 2.81 亿元，实际累计回笼资金 1.70 亿元。

目前，工投建设已完工保障房安置房项目为龙马潭安置房建设项目，包括安宁九狮花园安置房建设项目、石洞大竹林二期安置房建设项目和 692 名品园安置房建设项目。龙马潭安置房建设项目的征地费用由泸州市土地统征和整理中心支付，项目计划总投资额为 15.34 亿元，建设资金来源包括预收房款和自筹资金，截至 2020 年 3 月末，项目已完工，累计投资 14.07 亿元，后续仅需根据现场情况完善配套设施。2019 年确认收入 8.20 亿元，累计回笼资金 4.94 亿元。项目住宅全部用于定向销售给选择货币补偿及有改善型需求的拆迁户，售价方面采用政府指导价，未来项目收益水平不高。

图表 15. 2020 年 3 月末公司已完工保障房安置房情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总建筑面积	计划总投资	已投资	累计确认收入	累计回笼资金
九狮花园安置房建设项目	8.51	4.56	4.17	4.11	2.62
大竹林二期安置房建设项目	12.67	7.38	6.63	2.76	1.57
692 名品园安置房建设项目	4.37	3.40	3.27	1.33	0.75
合计	25.55	15.34	14.07	8.20	4.94

资料来源：泸州工投

白酒园区公司代建板块主要承接建筑工程业务，截至 2020 年 3 月末公司主要在建及完工建筑工程项目共 9 个，项目计划总投资 23.89 亿元，累计投资 8.37 亿元，累计回笼资金 0.90 亿元，累计确认收入 1.85 亿元。

图表 16. 截至 2020 年 3 月末公司建筑工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	(计划) 建设期	计划总投资	已投资额	结算收入	实际回笼资金	管理费	合同方式
四川自贸区川南临港片区自贸区总部基地分包项目	2017.12-2020.12	2.00	0.73	0.85	0.36	1%	劳务合同/分包合同
泸州市川酒文化培训学校建设项目(一期)勘察-设计-施工一体化(EPC)土石方分包	2018.06-2020.06	0.51	0.52	0.73	0.22	1%	分包合同
泸州华明酒业集团有限公司清香型白酒包装生产线扩建项目	2018.09-2019.06	0.34	0.29	0.28	0.31	2.3%	总承包合同
泸州市江阳区酒谷湖水系连通工程	2018.12-2019.12	2.99	0.71	--	--	--	委托代建
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	2016.10-2018.10	6.00	2.80	--	--	--	委托代建
七期安置房项目(已完工,待结算)	2017.1-2018.12	3.73	2.95	1.32	0.50	--	委托代建
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一酒业园区污水处理厂扩建项目	2019.10-2020.12	3.44	0.09	--	--	--	总包合同
中国白酒金三角酒业人才公寓建设项目	2019.1-2020.3	2.85	1.32	--	--	--	总包合同
泸州白酒产业园区孵化器建设项目	2016.8-2016.10	2.00	0.67	--	--	--	总包合同
合计	--	23.86	10.08	3.18	1.40	--	--

资料来源：泸州工投（部分项目延期，完工时间待定）

此外，该公司和合江县政府共同出资组建泸州合江工业投资有限公司（简

称“合江工投”)作为产业园区投资开发主体。目前合江工投主要负责泸州国家高新区生态工业园基础设施建设项目,主工程为医化大道建设工程,该工程计划总投资 6.10 亿元,截至 2020 年 3 月末已投资 5.90 亿元,建设资金全部为自有资金。资金回笼方面:建设资金及其他可归属于项目成本的均由四川合江临港工业园区管理委员会承担,公司另外以项目投资支出金额为基数,第一年按照 14.5% 确认服务费,第二年起以四川合江临港工业园区管理委员会未支付投资金额及新增投资金额按照 8.1%/年确认服务费,截至 2020 年 3 月末累计回笼资金 2.71 亿元。

D. 医疗板块

该公司全额出资组建西南医疗健康产业投资集团有限公司(简称“西南医投”),2019 年末实收资本为 17.76 亿元,公司拟对西南医投增资至 25.00 亿元)。西南医投制定“141”发展战略,即围绕医疗健康产业核心,培育医疗、医教、医养、医药“四医联动”健康产业链。目前医疗板块产生的收入包括口腔门诊收入和 2018 年新增的医药销售收入,2017-2019 年口腔门诊收入分别为 52.10 万元、171.58 万元和 182.77 万元,收入尚小;2018-2019 年医药销售收入分别为 1.58 亿元和 3.62 亿元,毛利率分别为 8.62% 和 15.87%,医药销售业务由西南医投下属子公司泸州市医药有限公司负责,由于 2019 年调整销售产品结构,增加毛利率较高的医疗器械等产品销售,业务收入和毛利率均有所提升。

西南医投主要在建及拟建项目包括春江·酒城嘉苑(天年颐养项目)和金沙·酒城嘉苑(西南医投酒城家园医康养综合体项目,拟建),其中天年颐养项目规划总用地面积 14.96 万平方米(约 224.5 亩),总建筑面积 32.70 万平方米,项目预计总投资 19.44 亿元,2020 年 3 月末累计投资 3.64 亿元,后续资本支出压力偏大。政府支持方面:根据 2017 年西南医投审计报告披露,泸州市国资委于 2017 年 6 月 10 日以《关于同意向西南医疗健康产业投资有限公司注入资产的批复》文件批复,同意适时向西南医投注入资产,注入资产包括但不限于国有企业股权、实物资产、货币资金等。泸州市财政局于 2017 年向西南医投拨入天年颐养项目和医康养综合体项目建设补助款 8.54 亿元,入账专项应付款,待项目建设完成交付使用后由“递延收益”分期转入“其他收益”。

E. 金融投资与服务业务

近年来,该公司成立泸州工投融资担保有限公司(简称“担保公司”)和泸州工投股权投资基金管理有限公司(简称“基金管理公司”)以及泸州工投租赁有限公司(简称“工投租赁”)等从事金融业务,通过获取担保费用、投资收益及股权增值等增加金融服务业务的多样性,但金融投资风险不容忽视。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末公司金融板块业务开展情况(单位:亿元)

子公司	注册资本	业务开展对象或行业	担保、投资、融资租赁余额	代偿/退出	风控措施	其他
泸州工投融资担保	2.20	优质成长型中小企业	6.76	代偿 0.05 亿	投保联动,如股权质押,股债结合方式的组合担保;	截至 2019 年末,担保公司资产总额 2.53 亿元,所有者权益 2.33 亿元,当期实现营业收入 0.20 亿元,净利润 0.10 亿元。

子公司	注册资本	业务开展对象或行业	担保、投资、融资租赁余额	代偿/退出	风控措施	其他
有限公司		(制造业、药品批发、电器批发零售等)		元 ⁸	应收账款、存货及动产设备抵、质押,专利权质押方式;林权、采矿权、经营权抵押。	截至2020年3月末,担保公司资产总额2.64亿元,所有者权益2.38亿元,当期实现营业收入0.08亿元,净利润0.04亿元。
泸州工投股权投资基金管理有限公司	0.10	成都天翔环境股份有限公司并购基金项目	0.50	通过减持上市公司股票实现退出	成都天翔环境股份有限公司实际控制人邓亲华、邓翔父子对本项目承担回购义务,并提供无限连带责任担保	基金资金来源上,泸州市财政连续3年每年预算统筹安排资金3亿元(合计9亿元)成立泸州市产业发展引导基金(母基金),并以此发起设立40亿元规模的泸州市产业发展引导基金(子基金)。政府采取提供劣后级支持,引导相关投资机构、金融机构、社会投资者加入子基金发展,通过泸州市产业发展引导基金作为全市产业发展母基金,与浙商银行、华夏银行等机构合作,建设100亿元规模的产业子基金群。2019年末,产业发展引导基金实际到位资金3.42亿元,其中财政资金出资0.30亿元,泸州工投出资3.12亿元。
		广东东方精工科技股份有限公司定向增发项目	2.92	/	/	
泸州工投租赁有限公司	5.00	白酒产业、医院医疗、高端装备制造、基础设施建设	7.70	持续项目回款正常	公司投放项目的经营主体均为信用评级AA以上的国有背景企业,并提供相应的担保措施	2019年投放项目11笔,已结束2笔,全部按时回收租金无一逾期,持续项目回款正常;截至2019年末,工投租赁总资产12.96亿元,所有者权益5.52亿元,当期实现营业收入5.64亿元,净利润0.21亿元。截至2020年3月末,工投租赁总资产10.97亿元,所有者权益5.62亿元,当期实现营业收入0.19亿元,净利润0.098亿元。

资料来源:泸州工投

2019年,根据《关于参与组建国家制造业转型升级基金有关事项的请示》,国家财政部、工业和信息化部牵头组建国家制造业转型升级基金,该基金由财政部首期出资225亿元(预计后期每年增资45亿元),并向各省(自治区、直辖市)和国有大型企业募集资金,出资方一次认缴出资,资金分5年到位(2019-2023年分别按15%、30%、30%、15%和10%出资)。2018年11月,泸州市政府向四川省经济和信息化厅承诺出资2.00亿元。由泸州市财政局按出资时间要求,逐年安排2亿元注册资本金至该公司,由公司对全资子公司泸州工投创新投资有限责任公司(简称“工投创投”)进行增资,并由工投创投代表泸州市出资参与组建国家制造业转型升级基金。截至2019年末,2.00亿元资本金到位0.30亿元。

F. 其他业务

能源销售业务

该公司能源销售业务主要由子公司泸州工投能源投资有限公司(简称“工投能源”)承担。工投能源与中国石油天然气股份有限公司(简称“中石油”)合资成立泸州工投中油能源有限责任公司(简称“中油能源”注册资本为0.45亿元,工投能源持股51%),主要负责整合并建设泸州市加油站项目,该项目总投资5.50亿元,投资建设资金由中油能源自筹,2020年3月末累计投资1.37亿元。同期末工投能源已运营8个加油站(租赁4个、自建3个、收购1个),

⁸ 此款项担保对象为古蔺久源盐业有限责任公司,被担保人经营不善无力偿还到期债务导致代偿。追偿计划:通过查封、冻结此笔业务涉及的相关公司以及个人资产、账户,采取诉讼、拍卖等方式收回代偿资金。

油品从中石油采购，根据工投能源的实际采购的油量给予一定优惠，工投能源通过销售给途经车辆，赚取价差。2017-2019 年能源销售业务收入分别为 0.64 亿元、2.15 亿元和 1.60 亿元，毛利率分别为 0.70%、7.30% 和 23.49%，2019 年公司对能投公司收入进行重分类，将能投公司少量贸易业务归入贸易收入，因此能源销售收入减少，按同口径计算，2019 年实际能源销售收入同比增加 0.17 亿元。同时因为剔除少量的贸易业务，加上加油站销售单价上涨，2019 年毛利率大幅上升。

安保及相应服务业务

该公司安保服务业务主要由泸州市保安服务有限责任公司（简称“保安公司”）承担，保安公司是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特殊性企业，主要为泸州市 20 余家金融单位 480 余个网点提供武装守护押运服务、近 400 台 ATM 机巡防服务等。2017-2019 年安保服务业务收入分别为 1.21 亿元、1.32 亿元和 1.83 亿元，毛利率分别为 33.97%、31.52% 和 24.65%，2018 年毛利率随着人工成本的增长，略有下降；2019 年公司新增“天网五期”业务（代采设备并提供安装服务），此业务毛利率低于银行押运等安保服务，因此业务毛利率降低。安保服务业务客户包括中国工商银行股份有限公司泸州分行、中国银行股份有限公司泸州分行、中国建设银行股份有限公司泸州分行、中国农业银行股份有限公司泸州分行和泸州市商业银行，目前重大业务合同均正常履行，不存在纠纷。

酒类销售

川酒集团定位为全国最大的基酒生产商、供应商，全国最大的成品酒整合商以及全国最大的白酒行业综合服务商，目前正在对四川省内除泸州老窖外的酒类资源进行整合。2018 年通过增资扩股、并购重组等多种方式，川酒集团先后完成对四川省川酒集团酱酒有限公司（简称“酱酒公司”，原名古蔺县红军杯酒业有限责任公司）、四川省宜宾市叙府酒业股份有限公司（简称“叙府酒业”）、泸州自然香实业有限公司（简称“自然香”）三家酒企的收购，分别投资资金 2.50 亿元、2.00 亿元和 0.26 亿元。随着川酒集团对酒企的收购，川酒集团拥有了一定规模的白酒生产基地，完成酒业板块的布局和整合，2019 年川酒集团加快销售渠道的拓展，并收购成都“二峨”品牌（收购对价 0.01 亿元），提升品牌知名度，从而扩大销售规模，2018-2019 年酒类销售收入分别为 0.99 亿元和 4.11 亿元，毛利率分别为 32.34% 和 37.91%。政府支持方面，2019 年经泸州市财政局、泸州市国资委及泸州市审计局等部门回复批准，在加快兼并重组整合中小酒类企业方面给予川酒集团补助资金 3.34 亿元。该资金目前已经到位，并入账其他收益。

产业项目投资

该公司产业项目投资主要为聚碳酸酯项目，该项目为四川省 2016 年重点

项目，由四川泸天化中蓝新材料有限公司（简称“中蓝新材料⁹”）负责建设。2×10万吨/年聚碳酸酯项目总投资21.52亿元，分期进行，一期10万吨项目计划总投资17.40亿元，其中中国农发重点建设基金提供2.00亿元资本金。该项目于2016年8月开始建设，2020年3月末累计投资21.33亿元。因该项目为自主研发技术，拟投预算仅为估算，加上建设工期较长，物价上涨等因素，造成项目投资超出预算。

2019年3月11日，聚碳酸酯项目全套装置第一次试车，于2019年6月完成前期调试整改，目前正式进入为期一年的试生产、销售期间。2019年及2020年第一季度，分别产出聚碳酸酯45948万吨和9025万吨，分别实现收入5.97亿元和1.07亿元（计入在建工程冲减成本）。

该项目主要原材料为双酚A、碳酸二甲酯和苯酚，通过现货或长约方式采购，前五大供应商分别是塑料贸易（上海）有限公司、上海中石化三井化工有限公司、四川省工业品电子商务有限公司、榆林矿业集团新能源发展有限公司和长春化工（江苏）有限公司，合计采购金额4.92亿元，占总采购金额的71.44%；原材料采购按照7:3比例采用预付和先货后款方式结算。

销售方面，采取代理销售为主，直销客户为辅的方式，且预收货款。前五大客户分别为浙江前程石化股份有限公司、浙江长川工程塑料有限公司、塑料贸易（上海）有限公司、浙江明日和顺新材料科技有限公司和中化塑料有限公司，合计销售额为3.42亿元，占总销售额的52.55%。销售价格方面，该公司根据市场情况及生产运营情况每两周开一次价格委员会，对产品销售重新定价，平均价格为12987元/吨，因试生产期间产品各项指标尚不稳定，加之开拓市场需求，公司售价低于市场均价，但随着产品稳定性的提升，公司售价与市场均价差降低。

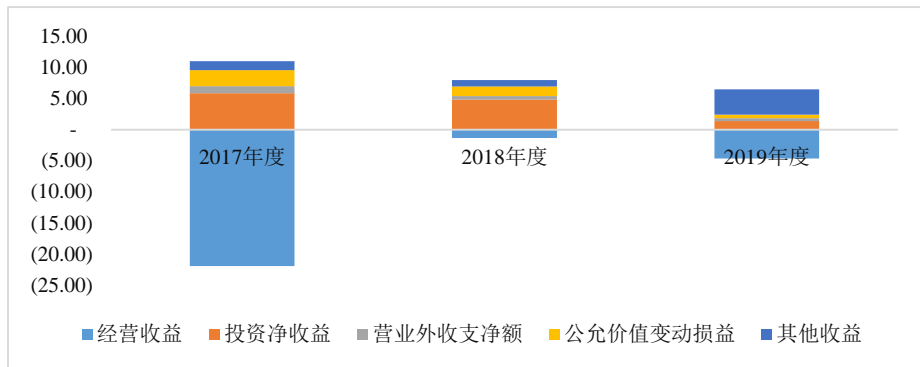
从目前试生产情况看，相较于项目可行性研究，生产PC原材料价格上涨，而国内PC平均售价大幅下跌，低于项目可研预计售价，项目利润空间受到压缩。新世纪评级将持续关注聚碳酸酯项目实际投运后项目产能释放水平和成本收回周期、国内外聚碳酸酯市场格局和份额以及上下游产业链延伸能力。

综上，该公司定位为泸州市产业投资和资本运作平台，随着自身产业规模扩大和产业项目持续投资，资本支出压力不断加大。与此同时，公司涉足不同产业，其业务经营受行业景气度、供需和价格调整、市场竞争等综合因素影响，产业投资面临一定投资收回风险。

⁹ 截至2019年末，公司持股56.63%，泸天化集团持股7.97%，泸天化股份持股12.36%，四川天华股份有限公司持股6.87%，泸州蓝晨新材料有限公司持股16.17%。

(2) 公司盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构



资料来源：根据泸州工投所提供数据绘制。注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司业务多元且涉足不同行业，各业务板块产业关联度偏低，2017-2019年实现营业收入分别为 78.47 亿元、146.09 亿元和 237.15 亿元，2018 年公司合并口径增加泸天化集团和白酒园区公司，并对 2017 年数据进行调整，因此 2017 年和 2018 年营业收入中增加化肥化工业务收入；且随着贸易业务规模的快速扩张，公司营业收入呈大幅增长趋势；2019 年因贸易业务大幅增长，营业收入同比增长 62.34%。同期综合毛利率分别为 12.23%、10.80% 和 5.50%，随着毛利率极低的贸易业务占收入比重增加，公司综合毛利率持续下降。2017-2019 年公司毛利分别为 9.60 亿元、15.77 亿元和 13.03 亿元，其中化肥化工产品销售业务毛利润分别为 6.15 亿元、11.40 亿元和 6.50 亿元，为公司利润的主要来源，2018 年化肥化工行业回暖加之细分产品价格高位，当期业务利润留存扩大；2019 年因化肥化工产品价格下降，同时原材料天然气价格上涨，利润降低。其次 2019 年酒类销售业务毛利为 1.55 亿元，对利润形成较好补充。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计 (亿元)	78.47	146.09	237.15
毛利 (亿元)	9.60	15.77	13.03
其中：化肥化工业务毛利 (亿元)	6.15	11.40	6.50
毛利率 (%)	12.23	10.80	5.50
期间费用率 (%)	21.23	10.15	6.70
其中：财务费用率 (%)	9.56	3.53	2.87
全年利息支出总额 (亿元)	8.89	7.57	9.01
其中：资本化利息数额 (亿元)	1.42	2.03	0.93

资料来源：根据泸州工投所提供数据整理。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2017-2019 年期间费用分别为 16.66 亿元、14.82 亿元和 15.89 亿元，期间费用率分别为 21.23%、10.15% 和 6.70%，随着收入的大幅增长，期间费用率降低。2017-2019 年管理费用分别为 7.92 亿元、8.33 亿元和 7.28 亿元，主要系业务规模的扩大以及合并口径内企业的增多相应管理费用增加，2019 年公司修理费、安全生产费以及差旅费和业务招待费减少，管理费用同比减少 12.64%；财务费用分别为 7.51 亿元、5.16 亿元和 6.80 亿元，2018 年降幅主要系泸天化集团破产重整期间金融机构

借款停止计息，同时自 2018 年 8 月 30 日开始和宁化学未偿还债权部分按照同期贷款基准利率下浮 50% 计算所致；2019 年随着公司有息债务规模的扩大，利息支出增加。

2017-2019 年，该公司资产减值损失分别为 13.82 亿元、0.83 亿元和 0.38 亿元，2017 年由于国家供给侧改革煤炭去产能以及神华集团有限责任公司银川煤制油项目投产等因素影响，子公司和宁化学当地原料煤供给持续下降，和宁化学提高成本从内蒙大量采购原料煤，生产成本上升，继续亏损；另一方面原料煤供应的紧张也造成和宁化学生产装置产能未能全部释放。四川天健华衡资产评估有限公司对和宁化学固定资产实施减值测试，根据测试结果公司计提减值准备 11.18 亿元；2018 年减值主要系公司对应收账款和其他应收款计提的坏账准备，其中因天华股份破产重整，公司对其的其他应收款计提坏账 0.21 亿元；2019 年减值主要系坏账损失和存货跌价损失。综上经营活动，2017-2019 年，经营损失分别为 21.95 亿元、1.33 亿元和 4.64 亿元，2019 年由于化肥化工成品毛利减少加之期间费用增加，经营亏损同比增加 3.31 亿元。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	5.91	4.86	1.39
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.33	1.12	0.74
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	1.08	2.88	0.14
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	4.02	0.17	0.03
其他收益（亿元）	1.26	0.78	3.87
营业外收入（亿元）	1.17	0.82	0.63
其中：政府补贴（亿元）	0.09	0.00	0.01
公允价值变动损益（亿元）	2.58	1.57	0.58
其中：投资性房地产（亿元）	2.58	1.59	0.56

资料来源：根据泸州工投所提供数据整理。

2017-2019 年该公司公允价值变动分别为 2.58 亿元、1.57 亿元和 0.58 亿元，主要来自四川天健华衡资产评估有限公司评估的投资性房地产增值，但无实际现金流入。同期公司获得投资收益分别为 5.91 亿元、4.86 亿元和 1.39 亿元，投资收益主要来自公司持有国泰君安、泸州银行等公司股权收益，其中 2017 年公司获得可供出售金融资产处置收益 3.71 亿元，主要为处置部分国泰君安股权收益 1.22 亿元以及公司持有泸州银行股权由成本法核算转为权益法核算确认收益；2018 年公司获得长期股权投资处置收益 2.88 亿元，主要为处置天华股份产生的收益；2019 年公司获得权益法核算的长期股权投资收益 0.74 亿元、投资中铁信托收益 0.19 亿元以及理财收益 0.17 亿元。2017-2019 年，公司获得其他收益分别为 1.26 亿元、0.78 亿元和 3.87 亿元，主要为与日常经营活动有关的政府补助收益；2019 年其他收益大幅增加主要系获得酒业发展基金 3.34 亿元。2017-2019 年营业利润分别为-12.00 亿元、6.15 亿元和 1.40 亿元，2017 年由于泸天化重整计提资产减值损失，营业利润亏损；2018 年经营收益亏损减少，且利息支出缩减，加之非经营性收益补充，营业利润转亏为盈；2019 年受经营亏损扩大、利息支出增加以及获得投资收益减少，营业利润同比减少 77.29%。2017-2019 年公司分别实现净利润-13.78 亿元、5.75 亿元和 1.62 亿元。

管理

该公司整体经营管理较稳定,跟踪期内,公司控股股东对公司增资0.30亿元,对公司持股比例略有提升。

根据泸州工投2019年6月股东会决议,公司注册资本由35.00亿元增加至37.00亿元,增加部分2.00亿元由股东泸州市国资委以货币资金在2023年12月31日前缴足。截至2019年末,公司注册资本37.00亿元,实收资本35.30亿元;按照注册资本计算,泸州市国资委持有公司94.59%股权,为公司实际控制人,农发重点基金持有公司5.41%股权。

关联交易方面,2019年公司向关联方销售商品、提供劳务金额合计8.49亿元,同比增加8.47亿元,主要为向天华股份及其子公司江苏天华富邦科技有限公司销售商品及提供劳务8.43亿元,因天华富邦PTMEG等产品由江苏天华富邦科技有限公司对外销售,因此规模相对较大。同期向关联方采购商品、接受劳务金额合计3.72亿元,同比增加2.20亿元,其中向天华股份及其子公司江苏天华富邦科技有限公司采购商品3.62亿元,主要系天华富邦向江苏天华富邦科技有限公司购买BDO半成品等原料以及向天华公司购买蒸汽、电等。

关联担保方面,2019年末该公司为关联方提供担保余额17.19亿元,担保企业为泸州市文化旅游发展投资集团有限公司、泸州临港投资集团有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、南充商投置地有限责任公司、泸州酒业投资有限公司、四川天毛科技有限公司和江苏天华富邦科技有限公司;关联方为公司提供担保余额1.57亿元,系酱酒公司少数股东为酱酒公司提供的银行借款担保。

资金拆借方面,2019年川酒集团拆借给南充商投置地有限责任公司5.60亿元(利率12%,2020年7月到期)并收取关联方利息0.45亿元,此外拆借给天华股份0.20亿元。白酒园区公司拆入泸州大江新城投资有限公司0.55亿元,川酒集团分别拆入四川商投投资有限责任公司和四川省粮油集团有限责任公司4.40亿元(利率12%,2020年7月到期)和0.80亿元,合江工投拆入合江县临港工业开发投资有限公司0.03亿元。此外,因中国农业银行和中国银行为子公司泸天化股份的主要股东,因此久禾股份与和宁化学向两家银行借款合计9.21亿元,列入关联资金拆入。

截至2019年末,该公司应收关联方资金合计1.05亿元;应付关联方16.22亿元,其中其他应付款8.03亿元,主要为关联拆借款和关联往来;长期借款7.63亿元,主要为子公司向农业银行和中国银行借款。

图表 21. 截至 2019 年末公司关联方应收应付余额表 (单位: 亿元)

应收项余额		应付项余额	
应收账款	0.41	应付账款	0.47
其他应收款	0.65	应付利息	0.09
--	--	其他应付款	8.03
--	--	长期借款	7.63
合计	1.05	合计	16.22

注: 根据泸州工投提供的数据绘制

根据该公司提供的 2020 年 5 月 22 日《企业信用报告》，本部暂无出现债务违约情况。

根据子公司泸天化集团提供的 2020 年 5 月 19 日《企业信用报告》，泸天化集团存在 2 笔未结清欠息。根据四川理光律师事务所法律意见书披露：泸天化集团征信报告中反映泸天化集团有欠付银行计算的破产申请受理后的利息不属于泸天化集团违约行为。

根据子公司泸天化股份 2020 年 5 月 28 日《企业信用报告》，泸天化股份存在 1 笔未结清欠息和 3 个关注类银行承兑汇票贴现账户。根据兴业银行股份有限公司重庆分行提供说明：兴业银行股份有限公司重庆分行对九禾开展融资-商票保贴业务，泸天化股份提供连带责任担保。泸天化股份于 2017 年 12 月 13 日进入重整程序，兴业银行股份有限公司重庆分行对 4.7 亿元垫款参与了重整计划，申报了债权。目前泸天化股份已按照破产重整计划，通过以股抵债的方式完成了债权清偿。由于破产重整期间计息导致该笔业务产生的欠息问题，将通过协商的方式解决，泸天化股份主观上不存在恶意拖欠的行为。3 个关注类银行承兑汇票贴现账户主要系泸天化股份子公司和宁化学正在破产重整所致。

根据 2020 年 6 月 3 日国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、天眼查的查询结果，未发现该公司、西南医投、中蓝新材料等公司存在重大异常情况；泸天化股份存在买卖合同纠纷以及破产重整之前的债权纠纷记录；泸天化集团主要存在破产重整之前的债权纠纷记录。川酒集团与其少数股东四川商投存在债权纠纷，四川商投向法院提出诉前财产保全申请，冻结川酒集团银行存款和其他财产 4.25 亿元。根据川酒集团提供的《情况说明》，川酒集团已与四川商投达成和解，截至 2019 年 9 月末川酒集团欠四川商投债权转让款 3.69 亿元、利息 0.26 亿元和违约金 0.17 亿元；2019 年 10 月 1 日以后的利息以 3.69 亿元为基数，按照年利率 12% 计算至实际付清之日止。截至 2020 年 3 月末川酒集团已累计支付 2.40 亿元，剩余款项将在 2020 年 8 月底之前清偿。

财务

跟踪期内，该公司贸易业务规模扩张，营业收入增幅明显，但该业务板块毛利水平低，利润仍主要来源于化肥化工产品销售，而化肥化工行业景气度波动大。此外非经营性收益为利润提供了有效补充，但整体盈利能力较弱。公司刚性债务规模增长较快，且在建项目仍有资金需求并主要通过外部融资弥补资金缺口，负债经营水平较高。考虑到公司作为泸州市重要的产业投资集团，能得到政府较大力度支持，且公司持有金融机构股权变现能力较强，对债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则——基本准则、企业会计制度及其补充规定。

2019 年该公司投资设立泸州工投华西绿色建材有限公司、泸州融通凯杰商贸有限公司、泸州凯泽招标代理有限公司等 21 家子公司，非同一控制下企业合并四川天华富邦化工有限责任公司（简称“天华富邦”）、泸州工投建设安装工程有限责任公司、四川天植中药股份有限公司等 7 家公司，因处置、注销等原因，合并口径内减少四川速汇药业有限公司、重庆九禾农资销售有限责任公司等 3 家子公司。截至 2019 年末，公司合并口径共 176 家子公司，其中一级子公司 23 家。

图表 22. 2019 年公司并入合并口径内重要子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
四川天华富邦化工有限责任公司	18.14	2.57	2.30	-0.19
四川天植中药股份有限公司	1.85	0.98	1.65	0.10
泸州自贸区龙港建设开发有限公司	6.30	0.47	0.05	-0.02

资料来源：泸州工投

泸天化集团于 2018 年 8 月 31 日纳入该公司合并口径，此前泸天化集团及其子公司泸天化股份、孙公司和宁化学进行了破产重整，2018 年 8 月末泸天化集团重整完成，2018 年 12 月末泸天化股份重整完成，截至 2019 年末，和宁化学重整仍在进行中。

（1）泸天化集团破产重整

2017 年 12 月，泸天化集团、泸天化股份及泸天化股份子公司和宁化学启动重整。2018 年 6-8 月，泸天化集团以其持有的 20310 万股泸天化股份股票偿还 179531.76 万元债权，其中金融机构债权 179056.09 万元（其中代泸天化股份偿还担保债权 46800.29 万元、代四川天宇油脂化学有限公司偿还担保债权 2152.21 万元）、泸州工投债权 57.44 万元、四川省古叙煤田开发股份有限公司债权 418.23 万元。2018 年 8 月 31 日，四川省泸州市中级人民法院裁定《泸天化（集团）有限责任公司重整计划》执行完毕。

（2）泸天化股份破产重整¹⁰

重整计划：以泸天化股份现有总股本为基数，按每 10 股转增 16.80 股比例实施资本公积转增股票，共计转增 98300 万股。转增股票中约 27473 万股用于清偿泸天化股份债务；不超过 21927 万股将提供给和宁化学用于清偿和宁化学债务，47000 万股由重组方有条件受让，1900 万股公开处置变现后用于改善泸天化股份持续经营能力等。

2018 年 7 月 27 日，泸天化股份完成资本公积转增股票 98300 万股的股权

¹⁰ 公司 2019 年审计报告披露：泸天化股份仍有 1115.93 万元的债权暂缓确认金额，该金额主要系泸天化股份和宁化学大化肥项目工程款存在争议。

登记。截至 2018 年末，泸天化股份通过转增股票 41708 万股偿还债务 37.08 亿元（泸天化股份债务 4.96 亿元、九禾股份债务 4.69 亿元、和宁化学债务 27.43 亿元），全部计入资本公积-股本溢价。

2018 年 10-12 月，泸天化股份陆续收到泸天化集团（6.88 亿元）、江苏天华富邦科技有限公司（6.14 亿元）、四川天毛科技有限公司（3.43 亿元）重整投资款合计 16.45 亿元，分别购买泸天化股份 2.86 亿股、1.18 亿股和 0.66 亿股，共计 4.70 亿股，全部计入资本公积-股本溢价。2018 年 12 月 28 日，四川省泸州市中级人民法院确认泸天化股份重整计划执行完毕。通过执行上述重整计划，泸天化股份确认破产重整收益 344.40 万元，增加资本公积-股本溢价 53.53 亿元。

此外，根据《泸天化股份有限公司破产重整计划》及执行情况，2018 年 12 月，泸天化集团作为重整投资人，受让泸天化股份转增股票 2.86 亿股，成为泸天化股份控股股东。泸天化集团承诺，若泸天化股份 2018 年、2019 年、2020 年净利润分别低于 3.1 亿元、3.4 亿元、3.5 亿元，或 2018 年至 2020 年三年累计净利润低于 10 亿元，且需在 2020 年会计年度审计报告出具后一个月以内以现金方式向泸天化股份补足。2018 年及 2019 年泸天化股份承诺期分别实现净利润 3.50 亿元和 2.80 亿元。

（3）和宁化学破产重整

和宁化学重整计划主要是和宁化学按 15.80% 比例在 8 年内以现金方式分 16 期清偿，利息根据净利润情况下浮 0-50%。为将和宁化学经营性资产保留在泸天化股份体系内，2018 年 12 月，泸天化股份以其资本公积转增的股票，代和宁化学偿还债务合计 27.43 亿元。截至 2018 年末，经泸州中院裁定确认和宁化学留存的金融债务 11.13 亿元（自 2018 年 8 月 30 日开始计息，前三年利率为中国人民银行公布的五年期以上的同期贷款基准利率下浮 50% 计算（即为 2.45%）），留存的非金融债务 437.89 万元。2019 年以来和宁化学通过现金偿还部分银行借款，截至 2019 年末，和宁化学留存银行借款 10.28 亿元。因债权人与和宁化学就大化肥项目工程款结算款存在争议，管理人对债权暂缓确认。2019 年以来，通过法院裁定，和宁化学对相关暂缓确认的债权进行偿还，暂缓确认债权金额由 2.58 亿元减少至 1.36 亿元，重整计划仍在执行中。

此外，2019 年纳入该公司合并口径的天华富邦也在进行债务重整。根据法院于 2018 年 10 月 10 日出具（2017）川 05 破 6 号之三《民事裁定书》，批准天华富邦债务重整计划。重整计划执行情况如下：

（1）出资人无偿让渡股权用于招募投资人情况

2019 年 9 月，天华股份无偿让渡所持天华富邦 44.76% 的股权，其他股东无偿让渡所持有天华富邦 6.12% 的股权，合计 50.88% 股权。泸天化集团依据经泸国资委发[2019]32 号文件《泸州市国有资产监督管理委员会关于《泸天化（集团）有限责任公司参与四川天华富邦化工有限责任公司公开遴选重整投资人的请示》的批复》批准，以 1.51 亿元价格参与天华富邦公开遴选重整投

资人，受让天华富邦 50.88% 股权。

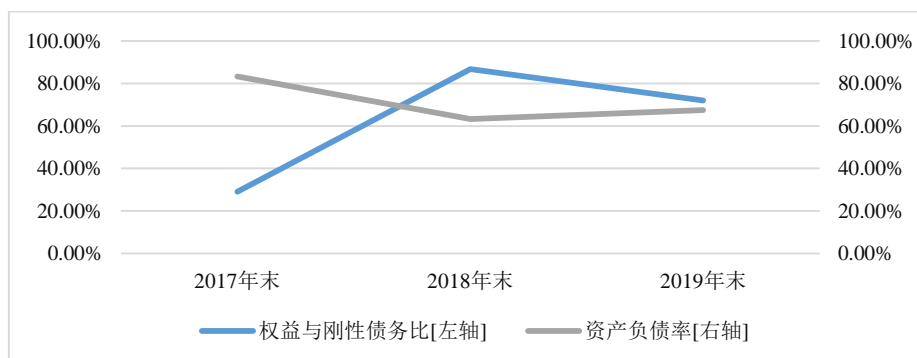
(2) 截至 2019 年末天华富邦债务清偿情况

天华富邦已通过其子公司江苏天华富邦科技有限公司持有的泸天化股份股票（1.18 亿股）还银行借款本金 9.87 亿元，现金方式偿还银行借款本金 0.07 亿元，留存的银行借款本金 6.78 亿元；天华富邦暂缓确认债权的债权人数量为 1 家，暂缓确认债权金额为 711.19 万元；法院已裁定确认和初步审查确定的其他普通债权通过股票方式偿还 0.48 亿元，通过现金方式、债权人豁免部分或全部债务等方式减少 0.56 亿元，合计减少 1.04 亿元，尚未偿还金额合计 0.43 亿元；职工债权尚未偿还金额合计 0.40 亿元；截止财务报告日，因天华富邦尚有存续债务，不存在违约情况，其债务重整计划尚在执行中。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据泸州工投所提供数据绘制。

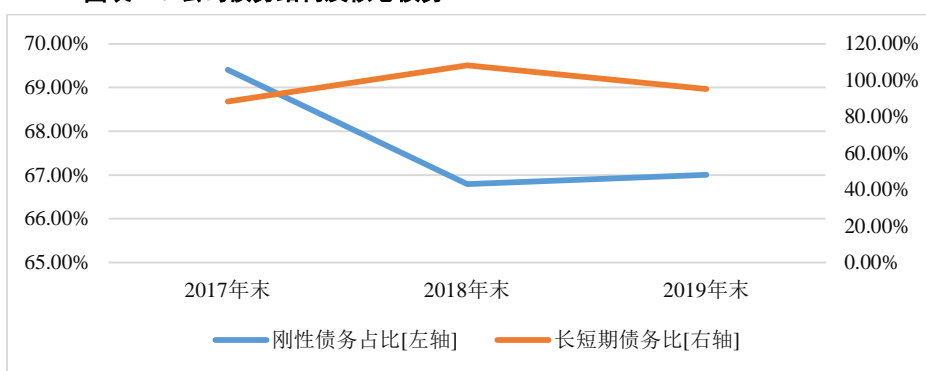
2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 273.10 亿元、185.02 亿元和 247.25 亿元，2018 年末因泸天化集团、泸天化股份及其子公司和宁化学经过破产重整，债务规模大幅降低，加之四川煤气化公司划出合并口径，公司负债总额大幅降低；2019 年末由于本期多家企业新纳入合并口径增加负债约 22 亿元，同时公司在建项目持续投入以及对外投资股权增加，债务总额较上年末增长 33.63%。2017-2019 年末，资产负债率分别为 83.23%、63.32% 和 67.47%，整体负债经营程度较高。考虑到公司多元业务逐步布局，产业投资和基础设施建设资金仍有需求，债务规模或将扩大。

2017-2019 年末，该公司所有者权益分别为 55.04 亿元、107.20 亿元和 119.21 亿元，主要由实收资本、资本公积和少数股东权益构成，2017 年末数据为 2018 年初调整数，因合并泸天化集团，未分配利润为负，所有者权益较小；2018 年末因泸天化集团及子公司泸天化股份债务重组完成，少数股东权益大幅增加以及公司资本公积增加所致；2019 年末因资本公积以及少数股东权益增加所致。2017-2019 年末资本公积分别为 22.11 亿元、36.45 亿元和 40.79 亿元，2018 年末资本公积变动主要系泸州市国资委无偿划入泸天化集团 100%

股权、白酒园区公司 56.2%的股权、泸州临港投资集团有限公司 7%股权等增加资本公积 29.42 亿元，以及泸州市国资委无偿划出四川煤气化 48.76%股权等减少资本公积 15.09 亿元所致；2019 年末资本公积变动主要系根据泸国资委发[2019]114 号，泸州市国资委将四川叙兴实业集团有限公司 15%的股权无偿划转给公司，公司合并口径资本公积增加 4.38 亿元所致。此外，2018 年末少数股东权益 49.84 亿元，较上年末增长 253.43%，主要系无偿划入泸天化集团及白酒园区等公司的少数股权权益。2019 年末，公司未分配利润为-17.15 亿元，主要为泸天化集团及泸天化股份以前年度亏损影响了权益的有效积累。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	189.54	123.58	165.66
应付账款 (亿元)	19.67	12.36	17.57
预收账款 (亿元)	6.52	11.30	12.40
其他应付款 (亿元)	18.31	19.94	29.20
长期应付款 (亿元)	22.45	19.33	30.97
刚性债务占比 (%)	69.40	66.79	67.00
应付账款占比 (%)	7.20	6.68	7.10
预收账款占比 (%)	2.39	6.11	5.02
其他应付款占比 (%)	6.71	10.78	11.81
长期应付款占比 (%)	8.22	10.44	12.53

资料来源：根据泸州工投所提供数据绘制（其他应付款不含应付利息）。

2017-2019 年末，该公司长短期债务比分别为 88.42%、108.27% 和 95.25%，债务结构有待改善。从债务构成来看，负债主要由刚性负债、应付账款、预收款项、其他应付款和长期应付款等构成，2019 年末刚性债务 165.66 亿元，占负债总额的 67.00%。同期末，应付账款 17.57 亿元，较上年末增长 42.07%，主要为应付施工单位工程款以及川酒集团贸易业务货款，增幅主要系贸易业务量增长导致相应经营往来增加；预收款项余额 12.40 亿元，较上年末略有增长，主要系预售货款以及预售代建项目工程款；其他应付款余额 29.20 亿元，较上年末增长 46.44%，主要为企业间资金拆借借入款项（9.68 亿元，拆借利率为 1.75%-12.0%，已纳入刚性债务）、保证金和押金（5.80 亿元）、国泰君安固额融资（3.90 亿元，利率 5.9%，已纳入刚性债务）、关联方往来款（4.06 亿元）、等，增幅主要系临时拆借资金规模增加、保证金押金增加以及关联往来款增加所致；长期应付款余额 30.97 亿元，较上年末增长 60.28%，主要为融资租赁款（8.05 亿元，已纳入刚性债务）、泸州酒业投资有限公司投资款 7.32 亿

元、专项应付款（15.61 亿元¹¹）等，增幅主要系融资租赁款大幅增加以及获得泸州市财政局拨入的“三供一业”专项资金和四川泸州白酒产业园区管理委员会提供的酒业园区土地整理项目资金等。

图表 25. 公司其他应付款前五大大明细（单位：亿元，%）

年份	单位名称	其他应付款	与公司关系	款项性质	账龄	占其他应付款的比例
2018 年末	国泰君安证券股份有限公司	4.00	非关联方	固额融资	1-2 年	20.06
	泸州市城市建设投资集团有限公司	1.00	非关联方	企业间资金拆借借入款项	1-2 年	5.02
	泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司	1.40	非关联方		1 年以内	7.02
	泸州酒业投资有限公司	1.06	非关联方		2 年以内	5.29
	泸州大江新城投资有限公司	0.73	非关联方		1 年以内	3.66
	合计	8.18	--	--	--	41.05
2019 年	四川天华股份有限公司	4.21	关联方	往来款	1-2 年	14.40
	国泰君安证券股份有限公司	3.90	非关联方	固额融资	2-3 年	13.37
	四川商投投资有限责任公司	3.13	非关联方	企业间资金拆借借入款项	1 年以内	10.70
	泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司	1.40	非关联方		1-3 年	4.79
	泸州酒业投资有限公司	1.26	非关联方		1-3 年	4.30
	合计	13.90	--	--	--	47.56

资料来源：泸州工投（已剔除应付利息的影响）

（3）刚性债务

图表 26. 公司刚性债务情况表（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	91.46	54.46	77.85
其中：短期借款	54.13	28.25	27.87
应付票据	7.02	2.60	9.23
一年内到期长期借款	11.66	5.20	12.44
其他短期刚性债务	18.66	18.41	28.31
中长期刚性债务合计	98.08	69.12	87.81
其中：长期借款	65.50	24.44	30.73
应付债券	29.04	43.31	49.03
其他中长期刚性债务	3.53	1.36	8.05
刚性债务合计	189.54	123.58	165.66

资料来源：泸州工投（四舍五入存在尾差）

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 189.54 亿元、123.58 亿元和 165.66 亿元，2018 年末降幅系子公司破产重整所致；2019 年刚性债务大幅增长主要系在建工程持续投入、对外股权投资增加以及公司对外拆出资金规模增加。2019 年末短期刚性债务 77.85 亿元，较上年末增加 23.39 亿元，主要由短期借款（27.87 亿元）、一年内到期的长期借款（12.44 亿元）、应付票据（9.23 亿元）和其他短期刚性债务（企业间资金拆借 9.68 亿元、国泰君安固额融资 3.90 亿元、一年内到期应付债券 4.30 亿元、一年内到期的融资租赁款 7.40 亿元、应付利息 3.03 亿元）构成。2019 年应付票据较上年末增加 6.63 亿元，主要系贸易业务量增加导致相应付银行承兑票据增加；其他短期刚性债务增加 9.90 亿元，主要系部分债券以及融资租赁款即将的到期转入一年内到期非流动负债

¹¹ 主要为泸州市财政局向西南医投拨入天年颐养项目、医疗、医养项目建设补助款 8.54 亿元等。

核算、企业间资金拆借款增加所致。2019 年末短期刚性债务现金覆盖率为 46.39%，现金类资产对即期债务偿付保障能力相对有限。2019 年末中长期刚性债务为 87.81 亿元，较上年末增加 18.68 亿元，占刚性债务比重 53.00%，主要由长期借款（30.73 亿元）、应付债券（49.03 亿元）和融资租赁（8.05 亿元）构成，增幅主要系长期借款和融资租赁款增加。

该公司对银行借款、债券发行和融资租赁等有息债务融资方式的依赖程度高，且银行借款、融资租赁和银行承兑汇票部分需保证金，或以资产作抵押，2019 年末受限资产 74.00 亿元，占资产总额 20.19%。借款方式上，银行借款主要以保证借款为主，保证借款保证人主要为泸州国有资产经营有限公司、四川化工控股（集团）有限责任公司、泸州工投、泸天化集团、工投担保、川酒集团和西南医投等；委托贷款主要为保证借款，资金主要用于保障房项目。借款主体上，2019 年末本部刚性债务 82.39 亿元，占刚性债务比 50%左右，但本部营收和创现能力不足，自身债务化解更多依赖于债务循环和子公司资金归集；因各子公司定位和职能区分，各自融资需求较大：泸天化集团刚性债务 19.29 亿元，川酒集团刚性债务 28.68 亿元，工投建设刚性债务 5.85 亿元。

图表 27. 2019 年末公司银行借款概况（单位：亿元）

分类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押借款	4.20	3.15	4.23	11.58
抵押借款	0.85	0.02	3.23	4.10
保证借款	21.89	7.13	22.05	51.07
信用借款	0.92	0.41	1.22	2.55
委托借款	--	1.73	--	1.73
国债	--	--	0.003	0.003
合计	27.87	12.44	30.73	71.04

资料来源：泸州工投（四舍五入存在尾差）

融资成本方面，因破产重整，泸天化集团及泸天化股份留存债务成本较低，该公司其他债务融资成本区间为 3.51%-12%，2018 年融资成本近 8.0%，2019 年综合融资成本 8.5%左右，综合融资成本高。

3. 现金流分析

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	47.61	79.48	78.08
营业收入现金率（%）	97.56	96.94	99.23
业务现金收支净额（亿元）	3.33	-0.67	4.52
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.36	0.47	-0.57
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.96	-0.21	3.94
EBITDA（亿元）	5.30	18.48	14.54
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.12	0.10
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.60	2.44	1.61

资料来源：根据泸州所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业现金回笼能力尚可，2017-2019 年营业收入现金率分别为 97.56%、96.94% 和 99.23%。同期经营环节现金流净额分别为 1.96 亿元、-0.21 亿元和 3.94 亿元，2018 年经营环节现金净流出 0.21 亿元，主要系当期成立工投租赁，从事融资租赁业务，由于租赁业务正处于发展阶段，工投租赁当期经营现金净流出 1.42 亿元；2019 年经营环节较大规模现金净流入主要系收到 3.34 亿元政府补贴酒业发展基金所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 5.30 亿元、18.48 亿元和 14.54 亿元，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧等构成，2017 年由于计提大额固定资产减值准备，利润总额亏损，EBITDA 大幅下降；2018 年由于化肥化工产品处于历史高位，利润总额增加，当期 EBITDA 大幅增加；2019 年由于利润总额减少，EBITDA 下降。2017-2019 年，EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 0.60 倍、2.44 倍和 1.61 倍。总体来看，公司 EBITDA 可对利息支出形成覆盖，但 EBITDA 对刚性债务的保障程度处于相对较低水平。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-6.09	3.95	-8.26
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-22.12	-11.69	-9.65
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.14	-8.23	6.05
投资环节产生的现金流量净额	-27.08	-15.97	-11.86

资料来源：根据泸州工投所提供数据整理

随着基础设施建设、产业类项目投资的推进以及股权投资，该公司投资环节现金流出规模较大。2017-2019 年，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出分别为 22.12 亿元、11.69 亿元和 9.65 亿元。

2017-2019 年，该公司收回投资收到的现金分别为 8.10 亿元、10.97 亿元和 22.47 亿元，主要为收回理财、委贷等资金，同期取得投资收益收到的现金分别为 2.13 亿元、1.26 亿元和 0.86 亿元，2017 年主要为公司处置国泰君安股权，2018 年投资收益现金流主要来自投资泸州市商业银行、国泰君安等企业分红 0.69 亿元以及处置川酒金美（泸州）房地产有限公司股权产生收益 0.13 亿元；2019 年公司投资收益为理财收益及股权投资企业获得现金分红等。2017-2019 年投资支付的现金分别为 16.32 亿元、8.28 亿元和 31.60 亿元，主要为对外股权投资资金和理财购买资金，2017 年理财支出约 8.00 亿元，增加投资泸州市商业银行 1.80 亿元，投资广东东方精工科技股份有限公司 2.92 亿元、投资泸州航空发展投资有限责任公司 1.90 亿元等；2018 年投资泸州临港投资集团有限公司 4.30 亿元，对天华股份增资 1.05 亿元，投资泸州发展机械有限公司 1.08 亿元等；2019 年主要为理财产品购买、投资中铁信托有限责任公司 5.00 亿元¹²（2021 年 10 月到期）、中信信托有限责任公司（1.27 亿元）等。综合上

¹² 川酒集团为满足南充商置置地有限责任公司向中铁信托融资 5 亿元的需要，根据中铁信托的交易结构，需要川酒集团对南充商置置地有限责任公司形成 5 亿元的应收账款，以转让给中铁信托，获得的转让款作为一般级信托

2017-2019 年回收投资与投资支付现金净额分别为-6.09 亿元、3.95 亿元和-8.26 亿元。

该公司其他与投资活动有关现金主要为企业间资金拆借款和保证金等，2017-2019 年其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 1.14 亿元、-8.23 亿元和 6.05 亿元，2018 年支出扩大系支付退城入园保证金 4.00 亿元、支付各项目土地整理款 6.64 亿元及资金拆入规模扩大所致；2019 年收回主要系企业间资金拆借回收所致。

综合上述投资活动，2017-2019 年该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-27.08 亿元、-15.97 亿元和-11.86 亿元，考虑到在建项目仍有资金需求，短期内投资环节或将持续净流出，同时公司企业间拆借规模较大且拆借较为频繁，同样是影响投资环节现金的重要因素。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
吸收投资获得现金	9.07	10.42	1.12
债务类净融资额	4.72	23.79	21.12
分配股利、利润或偿付利息现金净额	-7.17	-8.05	-9.11
其他与筹资活动有关现金净额	19.48	2.29	-7.01
筹资环节产生的现金流量净额	26.11	28.45	6.13

资料来源：根据泸州工投所提供数据整理

该公司资金缺口主要通过银行借款和发行债务融资工具等外部融资解决，2017-2019 年筹资活动现金净额分别为 26.11 亿元、28.45 亿元和 6.13 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 9.07 亿元、10.42 亿元和 1.12 亿元，2017 年主要为泸州市国资委和泸州市兴泸投资集团有限公司对子公司白酒园区公司的投资款；2018 年主要为江苏天华富邦科技有限公司和四川天毛科技有限公司对泸天化股份的重整投资款；2019 年主要为本部收到泸州市国资委增资款 0.30 亿元，其他为少数股东对子公司的投资款。其他与筹资活动有关现金主要包括企业间资金拆借、财政拨付款及融资租赁费，2017-2019 年其他与筹资活动有关现金净额分别为 19.48 亿元、2.29 亿元和-7.01 亿元，该款项波动系 2017 年资金拆入规模偏大且当期获得财政拨入款 8.58 亿元，2018 年拆入资金缩减的同时发行债券规模扩大，2019 年拆出资金规模增加所致。

4. 资产质量分析

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	86.67	133.38	146.92
	26.41%	45.64%	40.09%
其中：货币资金（亿元）	19.46	31.68	35.68
应收款项（亿元）	2.86	10.21	13.97
预付款项（亿元）	2.17	4.48	8.87

受益权（劣后级）用于购买中铁信托的信托产品（形式上的购买，无收益），到期后相应的应收账款转回。

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
其他应收款（亿元）	18.25	20.36	24.03
存货（亿元）	12.52	32.57	40.46
其他流动资产（亿元）	12.96	16.04	21.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	241.46	158.84	219.54
	73.59%	54.36%	59.91%
其中：固定资产（亿元）	109.85	53.50	69.14
在建工程（亿元）	47.08	46.71	48.98
可供出售金融资产（亿元）	8.28	10.39	11.30
投资性房地产（亿元）	13.78	8.49	14.29
长期股权投资（亿元）	3.19	5.71	18.70
无形资产（亿元）	13.78	8.49	14.29
其他非流动资产（亿元）	3.19	5.71	18.70
期末全部受限资产账面金额（亿元）	/	48.61	66.10
受限资产账面余额/总资产（%）	/	16.63	18.04

资料来源：根据泸州工投所提供数据整理。

2019 年末，该公司资产总额为 366.46 亿元，较上年末增长 25.40%，其中非流动资产 219.54 亿元（较上年末增长 38.21%），占总资产比重为 59.91%。非流动资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等构成，期末可供出售金融资产余额 19.26 亿元，较上年末增长 49.93%，主要为公司对国泰君安、天华股份和东方精工等多家公司投资，增幅系无偿划入的四川叙兴实业集团有限公司 4.37 亿元以及对中信信托有限责任公司投资 1.27 亿元等；持有至到期投资 5.01 亿元，较上年末增加 5.00 亿元，主要系川酒集团购买的中铁信托有限责任公司信托产品 5.00 亿元；长期应收款为 4.65 亿元，较上年末略有减低，主要为应收四川合江临港工业园区管理委员会代建项目往来款 2.74 亿元¹³和融资租赁应收款 1.91 亿元；长期股权投资余额 11.30 亿元，较上年末略有增加，主要对象为泸州银行股份有限公司、泸州市江阳区兴泸小额贷款股份有限公司、泸州发展机械有限公司等；投资性房地产为 48.98 亿元¹⁴，较上年末增加 2.27 亿元，公司投资性房地产主要为以赚取租金或资本增值为目的，或者两者兼有而持有的房屋及土地，其中房屋包括住宅用房、商业用房、办公用房、仓库用房和车库用房等，土地包括工业用地和商业服务用地等，增幅主要系安保业务由于业务发展需要购买的 110 大楼 1.45 亿元以及公允价值变动所致。固定资产净额 69.14 亿元，较上年末增长 29.22%，主要为房屋及建筑物和专用设备，增幅主要系本期合并口径内增加的天华富邦等企业带来的专用设备增加所致。2019 年末在建工程余额 25.89 亿元，较上年末增长 71.20%，主要系聚碳酸酯、天年颐养项目、酱酒公司永乐分厂等项目的持续投入所致；无形资产余额 14.29 亿元，较上年末增长 68.26%，增幅主要系由在建工程转入的聚碳酸酯装置成套工艺非专利技术、土地使用权等 3.30 亿元以及白酒园区公司少数股东注入土地。

此外，2019 年末其他非流动资产 18.70 亿元，较上年末增长 227.86%，主要预付工程及设备款 1.46 亿元以及待处置资产 16.95 亿元。待处置资产从持

¹³ 该笔资金为垫支的合江工业园区土地拆迁整理费用，后期通过土地整理后出让返还。

¹⁴ 2019 年获得资产租赁收入 0.39 亿元。

有待售的资产科目转入，因项目持续时间已超过一年且无法预计完成时间转入其他非流动资产核算。待处置资产主要为：①公司于2017年7月31日将其持有的市级直管公有住房共计5423户，账面价值共10.42亿元整体无偿划转给江阳区政府和龙马潭区政府，该部分资产的控制权、管理权以及与该部分资产租金收益权已同时移交给江阳区政府和龙马潭区政府，截至2019年末资产、股权置换相关工作仍在办理中；②根据公司与泸州市兴泸投资集团有限公司签订的《股权转让协议》，公司将持有的泸州航空发展投资责任公司3.00亿元股权转让给泸州市兴泸投资集团有限公司，转让款暂计3.00亿元划分为持有待售资产；③根据公司与泸州市江南新区建设投资有限责任公司签订的《长工保障房项目资产移交协议书》，公司将长工保障房划为持有代售资产。截至2019年末，上述事项相关手续尚在办理中，持续时间已达1年，且无法预计项目完成时间。

图表 32. 2019 年末可供出售金融资产主要明细（单位：亿元、万股）

投资企业名称	投资金额	持股数	占可供出售金融资产比重	占投资企业股权比例	备注
国泰君安证券股份有限公司	5.80	3138.51	30.11%	--	公允价值计量且已被质押
广东东方精工科技股份有限公司	1.28	3020.59	7.65%	--	公允价值计量
泸州临港投资集团有限公司	4.30	/	22.32%	7.00%	按成本计量
四川叙兴实业集团有限公司	4.37	/	22.69%	15.00%	
四川天华股份有限公司	1.08	/	5.61%	11.87%	
中信信托有限责任公司	1.27	/	6.59%	--	
合计	18.10	--	93.98%	--	--

资料来源：泸州工投

图表 33. 2019 年末长期股权投资主要明细（单位：亿元）

投资企业名称	账面价值	占长期股权投资金额比重	占投资企业股权比例	质押情况
泸州银行股份有限公司	7.43	65.75%	10.12%	未质押
泸州发展机械有限公司	1.25	11.06%	40.00%	未质押
泸州市江阳区兴泸小额贷款有限公司	1.19	10.53%	12.86%	未质押
泸州华西金智银聚股权投资基金合伙企业 ¹⁵	0.30	2.65%	20.00%	未质押
泸州发展纤维素新材料有限公司	0.36	3.19%	16.00%	未质押
合计	10.53	93.19%	--	--

资料来源：泸州工投

2019年末，该公司流动资产为146.92亿元，较上年末增长10.15%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产等构成。期末货币资金余额35.68亿元，较上年末增长12.61%，增幅系有息债务规模增加，其中受限规模7.24亿元，主要系开立票据、信用证、存储担保等保证金以及定期存单质押等；应收账款余额13.97亿元，较上年末增长36.78%，主要系应收泸州市龙马潭区人民政府安置房工程款3.26亿元以及公司业务范围和业务规模均不断扩大，大宗贸易等业务快速发展导致相关的经营性资金占

¹⁵ 根据《泸州华西金智银聚股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，公司子公司泸州工投创新投资有限责任公司认缴0.60亿元，占泸州华西金智银聚股权投资基金合伙企业注册资本的比例为20%，截至2019年末认缴0.30亿元。

用相应增加；预付款项 8.87 亿元，较上年末增长 97.96%，主要系贸易预付款增加；其他应收款为 24.04 亿元，较上年末增长 18.04%，主要为应收中国白酒金三角酒业园区管理委员会土地整理款（17.65 亿元，账龄为 3 年以内）¹⁶、保证金押金（1.21 亿元）等，增幅主要系应收成都汉德投资管理有限公司、成都博大阳光商贸有限公司逾期贷款以及往来款增加所致；存货余额 40.46 亿元，较上年末增长 24.21%，主要为酒类、化工化肥等库存商品（10.51 亿元）、原材料（4.22 亿元）、工程施工（6.97 亿元）以及开发成本（14.17 亿元，主要为川酒集团 2018 年新增的青云台房地产项目¹⁷投资 6.23 亿元、2019 年新增龙港自贸区项目¹⁸5.75 亿元以及人才公寓项目 1.21 亿元等），增幅主要系由于天华富邦纳入合并口径，相应原材料、库存商品有所增加，同时房地产项目持续投入以及工程施工持续投入所致；其他流动资产余额 21.92 亿元，较上年末增长 36.71%，主要是企业间资金拆借借出款项 15.64 亿元¹⁹和可抵扣增值税进项税额，增幅主要系对四川煤气化公司的拆出资金增加所致。

图表 34. 2019 年末其他流动资产中企业间资金拆借借出款项（单位：亿元）

核算单位	借款单位	拆借资金账面余额	利率	拆借期限
华瑞商贸	四川煤气化有限责任公司	5.08	9.80-12.0%	2018.3.30-2020.12.24
泸州工投		2.04		
泸州工投	四川省古叙煤田开发股份有限公司	4.34	11.00%	2015.11.18-2020.3.20
泸州工投	泸州市国有资本运营管理有限公司	1.09	8.50%	2018.12.25-2019.12.24
西南医投	四川叙兴实业集团有限公司	2.00	9.50%	2019.7.31-2020.6.30
川酒集团	南充商投置地有限责任公司	0.41	12.00%	到期日 2020.1.29
	其他	0.68	--	--
	合计	15.64	--	--

资料来源：泸州工投

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	59.80	150.13	116.02
现金比率（%）	14.41	36.07	28.52
短期刚性债务现金覆盖率（%）	22.84	58.83	46.39

资料来源：泸州工投

2019 年末，该公司现金比率 28.52%，现金类资产对公司即期债务的偿付保障力度有限；流动比率和速动比率分别为 116.02% 和 77.07%，账面资产流

¹⁶ 该款项为白酒园区公司为中国白酒金三角酒业园区管理委员会在泸州白酒产业园区土地开发过程中垫付的土地整理（三通一平）款。未来将由泸州市财政局进行统筹安排支付偿还。

¹⁷ 青云台房地产项目总投资 11.95 亿元（含土地成本 4.95 亿元），主要为住宅项目，建设期 2 年，总建筑面积 19.51 万亩，预计利润 1.69 亿元。项目已于 2019 年底开盘，截至 2020 年 3 月末，开盘 511 套，实现销售 329 套，资金回笼 1.30 亿元。

¹⁸ 龙港自贸区项目是商业项目，未来出售一部分，自持出租一部分。位于泸州市龙马潭区蜀泸大道西南侧，四面临路，东北侧为蜀泸大道，西北侧为学府路，其他两边均为规划道路。计划总投资 20.15 亿元，占地面积 109.65 亩，建设规模 29.2 万平米，本工程主要由政务中心、管委会、总部办公、信息展示中心、人才公寓、会议中心及园区相关配套组成。预计 2020 年底可售部分实现对外销售。

¹⁹ 公司资金拆借出去，通常按照 8-9% 利率收取利息。

动性一般，实际流动性受到应收款项收回能力及存货变现水平影响较大。2019年末受限资产 66.10 亿元，受限资产主要为货币资金、其他应收款、国泰君安、泸州银行等可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产等。此外，截至 2019 年末，公司本部持有泸天化股份 1.15 亿股，质押 0.87 亿股，泸天化集团持有泸天化股份 2.90 亿股，质押 0.80 亿股。

图表 36. 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元，%）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	7.24	20.29	票据、信用证、经营保函、存出担保等保证金；定期存单质押；大额存单质押办理电子承兑；诉讼冻结存款
应收账款	0.94	6.70	借款质押
其他应收款	17.69	73.59	借款质押
存货	3.02	7.46	借款质押
可供出售金融资产	5.80	30.13	融券担保（国泰君安股票质押）
投资性房地产	3.15	6.44	借款抵押、抵押担保
固定资产	26.77	38.72	借款抵押
无形资产	1.49	10.44	借款抵押
合计	66.10	18.04	--

资料来源：泸州工投

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 38.54 亿元，担保比率为 32.33%，对外担保对象为泸州市兴泸投资集团有限公司、泸州市高新投资集团有限公司和四川煤气化等，对外担保规模较大，存在或有负债风险。

图表 37. 2019 年末公司主要对外担保情况（单位：亿元）

担保方	担保对象	担保余额	担保期限	担保方式
泸州工投	泸州市兴泸投资集团有限公司	0.92	2009.08.27-2031.08.26	连带责任保证担保
	泸州市高新投资集团有限公司	1.95	2019.05.10-2024.05.10	连带责任保证担保
		2.31	2016.06.30-2023.06.30	连带责任保证担保
	泸州市文化旅游发展投资集团有限公司	1.60	2018.06.26-2021.06.25	抵押担保
	四川煤气化有限责任公司	0.65	2012.09.27-2020.09.27	连带责任保证担保
	四川煤气化有限责任公司（16 川煤气化项目 NPB01）	6.00	2016.04.18-2023.04.18 [债券存续期]	差额补偿（不可撤销连带责任担保）
	四川煤气化有限责任公司（16 川煤气化项目 NPB02）	4.00	2016.12.14-2023.12.14 [债券存续期]	
	四川省古叙煤田开发股份有限公司	0.47	2015.12.18-2023.06.15	连带责任保证担保
	四川省古叙煤田观沙煤业有限责任公司	0.44	2016.04.07-2024.12.09	连带责任保证担保
	泸州航空发展投资有限责任公司	4.60	2019.4.15-2025.4.15	连带责任担保
	泸州临港投资集团有限公司	2.60	2019.6.12-2030.6.12	连带责任担保
	四川纳兴实业集团有限公司	2.62	2019.09.12-2023.09.11	连带责任担保
	南充商投置地有限责任公司	5.00	2019.4.29-2021.10.29	连带责任担保
泸州白酒产业园区发展投资有限公司	泸州酒业投资有限公司	1.38	2019.12.2-2020.12.31	连带责任担保
四川天华富邦化工有限责任公司	四川天毛科技有限公司	2.00	2018.11.20-2023.11.20	连带责任担保
	江苏天华富邦科技有限公司	2.00	2018.11.20-2023.11.20	连带责任担保
--	合计	38.54	--	--

资料来源：泸州工投（四舍五入存在尾差）。

该公司 2019 年年报披露，2020 年 4 月 21 日公司向泸州市国资委请示（泸工投[2020]51 号），拟将公司涉及四川煤气化有限责任公司（简称“四川煤气

化”)全部权益(包括债权、股权)注入全资三级子公司泸州工投华瑞商贸有限公司(简称“华瑞商贸公司”),使其增加为煤气化项目收益债的差额补偿人,然后由泸州市国资委以资产置换方式将华瑞商贸公司按账面价值从公司体系无偿划出,并由华瑞商贸公司实际履行剩余煤气化项目收益债差额补偿责任。经泸州市国资委批复同意(泸国资产权[2020]12号),华瑞商贸公司(已增资至25.64亿元)100%股权无偿划转给泸州市国资委,泸州市国资委再无偿划转至泸州市国有资本管理有限公司。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要起到战略决策、投融资等功能。2017-2019年末,公司本部资产总额分别为103.78亿元、125.44亿元和144.15亿元,同期末公司本部刚性债务分别为40.36亿元、62.73亿元和82.39亿元,资产负债率分别为52.58%、63.95%和67.47%,公司本部负债经营水平较高。2017-2019年,公司本部实现营业收入0.29亿元、0.21亿元和0.44亿元,净利润分别为1.25亿元、-2.86亿元和-3.71亿元,本部收入规模小,但融资规模较大,较大规模的利息支出导致部分利润亏损。同期,公司本部经营环节现金净额分别为-0.06亿元、-0.14亿元和-0.08亿元。综合来看,公司本部收入较小,但承担了投融资职能,故债务规模较大,且以刚性债务为主,本部债务偿付压力大。

外部支持因素

1. 政府支持

作为泸州市重要的产业投资平台,该公司能在资产注入、资产配置和财政补贴等方面获得泸州市政府较大力度的支持,公司不断整合泸州市国有资产,资本实力得到增强,截至2019年末公司实收资本和资本公积合计76.09亿元。

图表 38. 近年来政府支持方式

支持	明细
2014年	泸州市政府通过资本金注入和无偿划拨资产方式形成资本公积的资本溢价分别为7.55亿元和0.70亿元;
2015年	泸州市政府通过资本金注入和无偿划拨资产方式形成资本公积的资本溢价分别为5.35亿元和0.14亿元;
2016年	泸州市政府通过资本金注入和无偿划拨资产方式形成资本公积的资本溢价分别为0.30亿元和14.86亿元;
2017年	泸州市政府同意公司资本公积转增资本18.00亿元; 根据2017年西南医投审计报告披露,泸州市国资委同意适时向西南医投注入资产,注入资产包括但不限于国有企业股权、实物资产、货币资金等。泸州市财政局于2017年度向西南医投拨入天年颐养项目和医养综合项目项目补助款8.54亿元;
2018年	公司将持有的四川煤气化48.76%股权无偿划转给泸州市国资委,同时泸州市国资委将其持有的泸天化集团100%股权、白酒园区公司56.2%股权和港投集团7%股权无偿划转给公司;
2019年	国家财政部、工业和信息化部牵头组建国家制造业转型升级基金,2018年11月,泸州市政府向四川省经济和信息化厅承诺出资2.00亿元。由泸州市财政局按出资时间要求,逐年安排2亿元注册资本金至公司,由公司对全资子公司泸工投创投进行增资,并由泸工投创投代表泸州市出资参与组建国家制造业转型升级基金。截至2019年9月末,资本金到位0.30亿元; 2019年经泸州市财政局、泸州市国资委及泸州市审计局等多个部门回复批准,在加快兼并重组整合中小酒类企业方面给予川酒集团补助资金3.34亿元。该资金目前已经到位,并入账其他收益; 根据泸国资委发[2019]114号,泸州市国资委将四川叙兴实业集团有限公司15%的股权无偿划

支持	明细
2020年	转给公司。 根据泸国资委发[2020]62号，泸州市国资委同意将其持有的泸州市高新投资集团有限公司21%股权和泸州市交通投资集团有限责任公司11%股权无偿划转给泸州工投。

资料来源：泸州工投

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通，截至2019年末，公司获得的商业银行授信额度为86.90亿元，累计已使用授信63.99亿元，尚有22.91亿元未使用，剩余信贷额度规模相对较小。

附带特定条款的债项跟踪分析

本期债券未附带特定条款。

跟踪评级结论

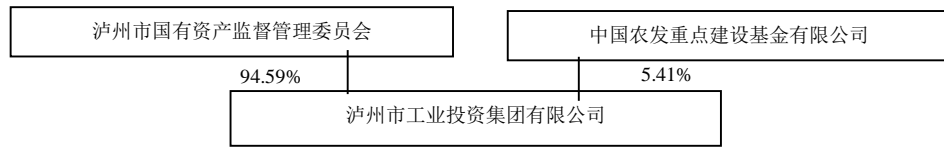
该公司整体经营管理较稳定，跟踪期内，公司控股股东对公司增资0.30亿元，对公司持股比例略有提升。

该公司定位为泸州市重要的产业投资集团和资本运作平台，目前公司业务板块众多，涉及化肥化工、贸易、工程建设、能源等业务，同时布局医疗、酒类销售、新材料以及金融等板块，但利润主要来源于化肥化工产品，因此公司利润的实现对于化肥化工行业景气度依赖性大。此外医疗、酒类销售以及金融等业务处于投资布局阶段，业务规模尚小。跟踪期内，受益于贸易业务的大幅增长以及多元化业务板块收入的补充，营业收入大幅增长，但由于贸易业务毛利率极低，公司整体毛利率大幅降低。2020年初受疫情影响，由于人员延迟复工、原材料短缺、交通管制等原因，公司化肥化工、酒类销售等业务受到一定影响，但医药销售收入有望提升，疫情综合影响程度仍有待观察。

跟踪期内，该公司刚性债务规模增长较快，且在建项目仍有资金需求并主要通过外部融资弥补资金缺口，负债经营水平较高。考虑到公司作为泸州市重要的产业投资集团，能得到政府较大力度支持，且公司持有金融机构股权变现能力较强，对债务偿付提供一定保障。

附录一：

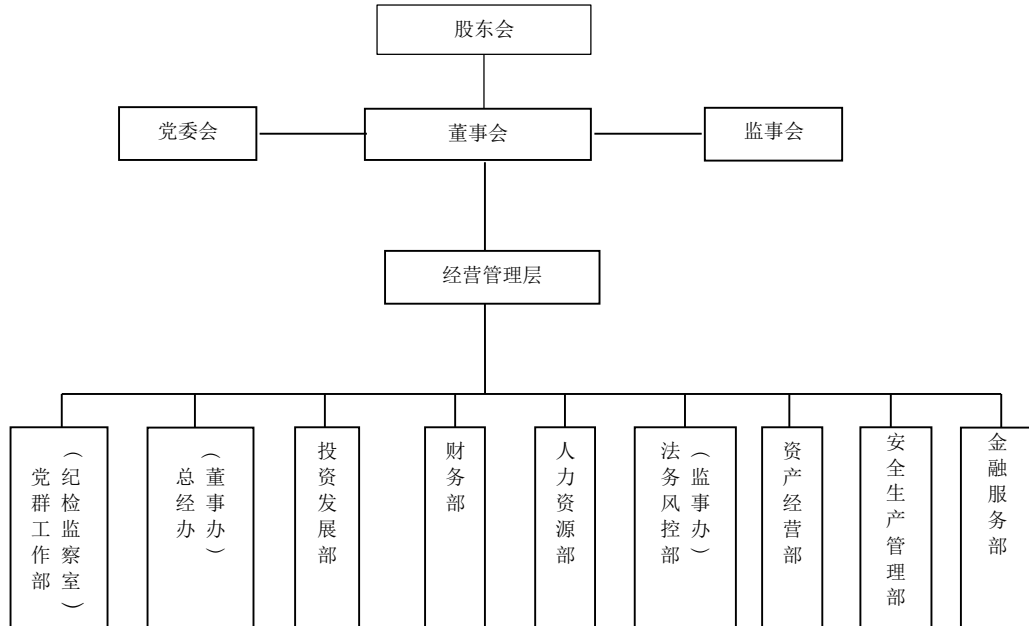
公司股权结构图



注：根据泸州工投提供的资料绘制（按照注册资本计算，截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据泸州工投提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
泸州市工业投资集团有限公司	泸州工投	本部	投融资、资本运营等	82.39	46.89	0.44	-3.71	-0.08	
泸天化(集团)有限公司	泸天化集团	100	化工、化肥产品生产和销售等	19.29	55.99	60.39	2.80	3.01	
四川省酒业集团有限责任公司	川酒集团	80	商贸服务等	28.68	15.39	147.56	0.82	3.63	
泸州工投建设集团有限公司	工投建设	100	房屋建筑等	5.85	1.95	13.66	0.3	1.09	
泸州工投能源投资有限公司	工投能源	100	能源销售、商务服务业等	6.40	1.85	5.59	0.11	0.18	
西南医疗健康产业投资集团有限公司	医投集团	100	医疗、医药等投资业务等	4.29	23.85	3.98	0.25	0.07	
泸州工投融资担保有限公司	担保公司	100	担保、金融等	--	2.34	0.21	0.12	-0.09	
泸州工投租赁有限公司	租赁公司	100	租赁业等	1.50	5.52	5.64	0.21	-3.27	

资料来源：泸州工投

附录四：

发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	328.13	292.22	366.46
货币资金 [亿元]	19.46	31.68	35.68
刚性债务[亿元]	189.54	123.58	165.66
所有者权益 [亿元]	55.04	107.20	119.21
营业收入[亿元]	78.47	146.09	237.15
净利润 [亿元]	-13.78	5.75	1.62
EBITDA[亿元]	5.30	18.48	14.54
经营性现金净流入量[亿元]	1.96	-0.21	3.94
投资性现金净流入量[亿元]	-27.08	-15.97	-11.86
资产负债率[%]	83.23	63.32	67.47
权益资本与刚性债务比率[%]	29.04	86.74	71.96
流动比率[%]	59.80	150.13	116.02
现金比率[%]	14.41	36.07	28.52
利息保障倍数[倍]	-0.39	1.61	1.10
担保比率[%]	35.61	29.03	32.33
营业周期[天]	47.61	79.48	78.08
毛利率[%]	12.23	10.80	5.50
营业利润率[%]	-15.29	4.21	0.59
总资产报酬率[%]	-1.30	3.94	3.01
净资产收益率[%]	-20.62	7.08	1.43
净资产收益率*[%]	-9.91	7.94	-0.92
营业收入现金率[%]	97.56	96.94	99.23
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.99	-0.18	3.66
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.70	-7.06	-3.66
EBITDA/利息支出[倍]	0.60	2.44	1.61
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.12	0.10

注：表中数据依据泸州工投经审计的 2017~2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法（2016 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。