



# 泸州市龙驰实业集团有限责任公司及相关 债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 泸州市龙驰实业集团有限责任公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 龙驰 01/20 泸实 01	AAA	AAA
22 龙驰 01/22 泸实 01	AAA	AAA

## 评级观点

- 中证鹏元维持泸州市龙驰实业集团有限责任公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 龙驰 01/20 泸实 01”、“22 泸实 01/22 龙驰 01”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司收入较为多元化，未来工程建设业务和房地产业务收入来源较有保障，且获得外部支持力度仍较大，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）提供的保证担保仍能有效提升“20 龙驰 01/20 泸实 01”、“22 泸实 01/22 龙驰 01”的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，在建项目面临较大资金压力，债务压力加大等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司未来收入来源较有保障，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 13 日

## 联系方式

项目负责人：龚程晨  
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松  
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	102.00	92.18	74.46
所有者权益	38.62	36.73	33.18
总债务	39.11	35.25	26.88
资产负债率	62.14%	60.15%	55.44%
现金短期债务比	0.83	1.62	1.01
营业收入	9.86	10.29	6.48
其他收益	0.38	0.42	2.10
利润总额	1.25	1.16	1.34
销售毛利率	17.51%	14.37%	9.63%
EBITDA	2.05	1.96	2.56
EBITDA 利息保障倍数	1.52	1.62	1.93
经营活动现金流净额	0.10	0.53	0.37
收现比	95.66%	86.34%	128.70%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **泸州市经济持续较快发展，支柱产业特色明显，整体发展前景向好。**泸州市是长江上游重要港口城市，拥有四川省第一大港口和第三大航空港，酒类制造业等发展较快，拥有泸州老窖和郎酒两大知名白酒品牌；龙马潭区为泸州市主城三区之一，2021年龙马潭区地区生产总值同比增长7.3%，固定资产投资增长拉动经济实力逐步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司收入较为多元化，工程建设及房地产业务持续性较好。**公司仍是泸州市龙马潭区的重要投融资主体，近年业务板块渐趋多元化，租赁、商品销售、商务服务等经营性业务的开展丰富了公司收入来源，截至2021年末，公司尚有多项在建工程项目和房地产项目，总投资规模较大，业务发展较有保障。
- **公司获得外部支持力度仍较大。**2021年当地政府向公司注入雨污分流管网等资产，增加公司资本公积；同时公司继续获得财政补贴，提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。**“20龙驰 01/20 泸实 01”、“22 泸实 01/22 龙驰 01”由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，天府信用主体信用等级为AAA，其作为担保人有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**2021年末公司资产中项目开发成本、土地资产及房屋建筑物占比较高，应收款项规模持续攀升，部分款项账龄较长，对公司资金形成较大占用。
- **公司在建项目面临较大的资金支出压力。**截至2021年末，公司在建工程建设项目和房地产建设项目尚需投资规模较大，经营活动现金流净额保持较低水平，建设资金需求仍主要依赖外部融资。
- **公司负债规模快速增长，债务压力显著加大。**截至2021年末，公司总债务规模合计39.11亿元，同期末公司资产负债率攀升至62.14%，现金短期债务比有所下降，公司债务压力进一步加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2021年末公司对外担保金额合计2.7亿元，占期末公司所有者权益的7.00%，担保对象为当地国企，均设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	6
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	5			
业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小		
指示性信用评分				aa	

调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2022-3-18	龚程晨、陈俊松	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA	2020-12-02	马琳丽、胡长森	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 龙驰 01/20 泸实 01	4.00	4.00	2021-6-25	2027-12-22
22 泸实 01/22 龙驰 01	3.00	3.00	2022-3-18	2029-4-26

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年12月发行7年期4.00亿元公司债券“20龙驰01/20泸实01”、于2022年4月发行7年期3.00亿元公司债券“22泸实01/22龙驰01”，上述两期债券募集资金计划均用于泸州市龙马潭区空港新城棚户区改造项目（以下简称“本期债券募投项目”）和补充营运资金。截至2022年4月16日，20龙驰01募集资金专项账户余额为78,790.89元；截至2022年5月9日，22泸实01募集资金专项账户余额为228,188,790.89元。

## 三、发行主体概况

2021年公司注册资本、实收资本、控股股东和实控人均未发生变化，截至2022年3月末，公司注册资本、实收资本仍均为10亿元，控股股东和实控人均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”）。截至2022年4月末，公司股东及其持股比例同2020年末无变化。

跟踪期内，2021年5月，公司董事会免去刘莉梅泸州市龙驰实业集团有限责任公司董事、总经理职务，任命陈强为泸州市龙驰实业集团有限责任公司董事。前述人员变动后，公司总经理职位暂时空缺。截至2021年末公司纳入合并范围的子公司共28户，相比去年增加1户。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、跟踪期内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
四川鼎泰盛业建设工程有限公司	100%	1,000	市内装饰装修工程	收购

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展

格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性

债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

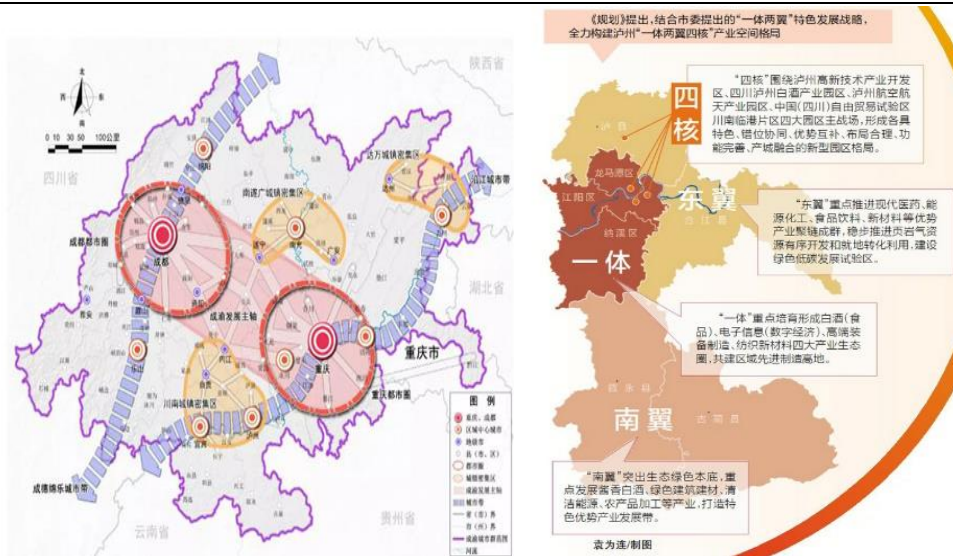
## 行业及区域经济环境

**泸州市是四川省唯一的港口型国家物流枢纽承载城市，区域开放平台多、开放能级高，为产业发展创造良好条件，白酒产业是区域的支柱产业，传统化工产业持续转型升级；深度融入成渝地区双城经济圈的建设，经济总量排名四川省中上，整体发展前景向好，但区域政府债务规模快速扩张**

**区位特征：泸州市是成渝地区双城经济圈建设规划的川南区域中心城市，区域开放平台多、开放能级高，拥有港口资源，在川内具有较强竞争优势。**泸州市是四川省辖地级市，地处长江上游，位于四川、重庆、云南、贵州四省市结合部，拥有四川第一大水港泸州港和第三大航空港云龙新机场，绵泸高铁内自泸段已全面贯通、渝昆高铁正加快建设，现有高速公路里程居川南第一，拥有“水公铁空”立体交通网络，凭借优越交通条件成为成渝双城经济圈南向门户。泸州市下辖3区4县，幅员1.22万平方公里，根据七普数据，泸州市常住人口425.41万人，较2010年增长0.85%，泸州市常住人口数量排名全省第七位。同时，泸州市拥有中国（四川）自由贸易试验区川南临港片区、综合保税区、跨境电商综合试验区、进境粮食指定监管场地、进境肉类指定监管场地、国家中医药服务出口基地、国家临时开放水运口岸7个国家级开放平台，是成渝地区双城经济圈除成都、重庆以外开放平台最多、开放能级最高的地级市，扩大开放、深化合作的条件优越，在川内具有较强竞争优势。

**图1 泸州市区位及“十四五”规划产业功能布局**





资料来源：泸州市人民政府，中证鹏元整理

**经济发展水平：**泸州市经济总量处于四川省中上游，经济发展增速较快，但人均 GDP 水平不高。近年来泸州市经济总量持续增长，产业结构主要以第二、三产业为主，2021 年末三次产业结构为 11.0:49.3:39.7，近年来产业结构占比变化不大。2019-2021 年泸州市固定资产投资增速保持高位，基础设施投资和产业投资增长较快，是拉动当地经济发展的主要动力之一。泸州市人均 GDP 水平偏低，占全国人均 GDP 的 70%左右。房地产市场方面，2021 年泸州市完成房地产开发投资 391.86 亿元，同比下降 12.1%，商品房施工面积同比下降 3.4%，商品房新开工面积同比下降 29.9%，全年商品房销售额较上年基本持平，整体来看，2021 年泸州市房地产市场投资端降温明显。

表2 2021 年四川省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	19,916.98	8.6%	9.51	1,697.9	2,183.4
绵阳市	3,350.29	8.7%	6.88	159.2	259.35
德阳市	2,656.56	8.7%	7.69	148.7	193.3
<b>泸州市</b>	<b>2,406.08</b>	<b>8.5%</b>	<b>5.66</b>	<b>190.0</b>	<b>163.0</b>
内江市	1,605.53	8.5%	5.11	123.0	112.5
眉山市	1,547.87	8.4%	5.24	137.9	342.5
雅安市	840.56	8.4%	5.86	59.34	38.23
阿坝州	449.63	7.5%	5.47	51.5	9.5

注：人均 GDP 根据各市第七次人口普查常住人口计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	2,406.1	8.5%	2,157.2	4.2%	2,081.26	8.0%
固定资产投资	--	11.2%	--	10.8%	--	11.9%
社会消费品零售总额	1,204.3	18.8%	1,013.81	-1.8%	850.99	11.4%

进出口总额	129.53	44.3%	89.78	6.6%	84.31	-55.8%
人均 GDP (万元)		5.66		5.07		4.81
人均 GDP/全国人均 GDP		69.85%		70.42%		67.9%

资料来源：2019-2020 年泸州市国民经济与社会发展统计公报、2021 年泸州市经济运行新闻发布稿，中证鹏元整理

**产业情况：白酒产业是泸州市重要产业构成，传统化工产业持续转型升级，依托四大园区载体吸引了华为、恒力集团等落户，整体产业发展前景向好。**白酒和化工是泸州市传统支柱产业，泸州市坐落在有“中国白酒金三角”之称的长江、沱江、岷江、赤水河流域，是我国著名的酒城和世界白酒产业基地，构建以泸州老窖、郎酒、川酒集团“三大龙头”为引领的白酒产业。2020 年泸州市酒类产业营业收入首次突破千亿大关，实现“千亿白酒产业、百亿酒税”的发展目标，白酒产业是泸州市经济发展的重要支撑。同时，泸州市是天然气化工的发源地、国家规划的 15 个大化工基地和 14 个精细化工基地之一，集聚了四川省四分之一的化工生产企业，代表企业包括上市公司泸天化、北化股份等。但随着天然气资源逐渐枯竭，2011 年泸州被列为全国第三批资源枯竭城市，产业转型升级迫在眉睫。目前泸州市精准对接全省“5+1”现代产业体系，大力培育白酒、电子信息、新兴产业“三大千亿产业”。依托泸州国家高新区、四川泸州（长江）经济开发区、四川泸州白酒产业园区、泸州航空航天产业园区四大园区载体，先后吸引了中海沥青（四川）有限公司、四川北方硝化棉股份有限公司、华为四川大数据中心、恒力集团等落户泸州，其中恒力集团整个项目投资 200 亿元、占地面积 5,000 亩，计划于 2021 年底全部建成投产，预计每年可实现营业收入 200 至 300 亿元，是泸州市近年最大招商引资项目。

2021 年泸州规模以上工业制造业实现利润总额 356.1 亿元，同比增长 50.3%。其中，消费品制造业对规上工业利润总额的贡献率为 64.1%，原材料制造业对规上工业利润总额的贡献率为 16.6%，装备制造业对规上工业利润总额的贡献率为 11.3%。整体来，泸州市产业转型持续推进并卓有成效，整体发展前景向好。

**发展规划及机遇：**2021 年 11 月，《泸永江融合发展示范区总体方案》正式印发（以下简称“总体方案”）指出，未来，泸州市、重庆市永川区和江津区三地将积极探索经济区与行政区适度分离改革路径，打造成渝地区双城经济圈南翼重要的增长极。2021 年 12 月，推动泸永江融合发展示范区建设领导小组会议在重庆市江津区召开，这是自《总体方案》正式印发之后，泸州市、重庆市永川区和江津区在切实推动示范区建设加快成势方面的又一重要举措。泸永江融合发展示范区是川渝两省市积极探索经济区与行政区适度分离改革，打造成渝地区双城经济圈南翼重要增长极的重要探索，是川渝毗邻地区首批合作共建区域发展功能平台，也是川渝两省市第三个获批实施平台。泸州市融入成渝地区双城经济圈的建设初见成效，区域协调发展格局加快形成。

**财政及债务：**近年来泸州市财政实力不断增强，财税质量尚可，但政府性基金收入持续下降，地方政府债务余额快速扩张。2019-2021 年泸州市一般公共预算收入持续增长，税收收入占比约 60%，财税质量尚可，财政自给率缓慢提升但仍处于较低水平。受房地产市场低迷和土地市场降温影响，2019-

2021 年泸州市政府性基金收入持续下滑，但政府债务余额持续快速扩张，2021 年新增债券主要用于川南城际铁路、渝昆高铁等重大项目建设。

**表4 泸州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	190.0	170.1	159.6
税收收入占比	59.84%	63.79%	64.79%
财政自给率	42.89%	37.79%	35.99%
政府性基金收入	163.0	195.0	209.6
地方政府债务余额	726.6	610.2	498.5

资料来源：泸州市人民政府网，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2021 年末，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”）控股的投融资平台较多，约 16 家，其中 6 家投融资平台实际业务范围在泸州市各区县，市级重要投融资主体主要包括泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）、泸州产业发展投资集团有限公司（以下简称“泸州产投”）等，具体情况详见下表。

**表5 泸州市部分投融资平台情况（单位：亿元）**

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
兴泸集团	泸州市国资委	477.81	48.64%	57.83	403.38	泸州市最大、最重要的投融资平台之一，从事城市基础设施投融资、国有资产经营管理等工作
泸州产投	泸州市国资委	164.25	65.89%	264.23	209.67	泸州市重要的产业投资集团和资本运作平台
泸州临港投资集团有限公司	兴泸集团	66.80	63.37%	14.90	89.79	泸州长江经济开发区（省级开发区）的基建主体
泸州市高新投资集团有限公司	泸州市国资委	53.13	69.64%	16.48	110.15	泸州高新区重要的城市基础设施建设主体
泸州市基础设施建设投资有限公司	兴泸集团	117.78	40.23%	26.90	57.12	泸州市基础设施建设投融资主体
泸州市交通投资集团有限责任公司	泸州市基础设施建设投资有限公司	91.62	31.09%	26.75	30.04	泸州市重要的交通基础设施投资建设主体

注：财务数据为 2020 年末/2020 年度。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开资料，中证鹏元整理

### 龙马潭区是泸州主城三区之一，经济总量持续增长，固定资产投资对经济增长拉动较大

龙马潭区隶属四川省泸州市，位于长江经济带上游经济圈、成渝地区双城经济圈、南贵昆经济圈叠合部，是泸州主城三区之一。龙马潭区行政区域面积333平方公里，下辖8街3镇。

龙马潭区实行“商贸物流兴区、新型工业强区、统筹城乡富民”的战略，是泸州的商贸、物流、经济、客运中心。龙马潭区是泸州市经济商贸发达区，在龙马潭区内，建有西南商贸城、泸州医教园区、泸州奥体公园、泸州保税物流中心（B型）、泸州新机场、长江经济开发区泸州临港产业物流园区、百

万标箱大港泸州国际集装箱码头等。此外，龙马潭区坐拥泸州港、云龙机场、泸州火车站、泸州客运中心站、泸州高铁站，形成“水、公、铁、空”综合枢纽集聚。水运方面，泸州港集装箱年吞吐能力100万标箱，是国家二类水运口岸、四川最大的港口和川滇黔航运中心，无缝对接亚洲最大的成都青白江铁路集装箱中心，与成都青白江铁路口岸、成都双流航空口岸鼎足构成四川“三大开放口岸”。公路方面，厦蓉、成自泸赤、泸渝高速公路贯穿全境。铁路方面，泸州高铁站位于区内，绵泸高铁、渝昆高铁正在加快建设，泸遵高铁正在开展前期工作，未来，三条高铁将在一站内实现无缝换乘。航空方面，云龙机场已开通45条航线，年旅客吞吐量居四川省第三。龙马潭区初步形成以酒业、新材料、高端装备制造、电子信息、商贸物流、港口贸易为主导的现代产业体系，其中酒业发展优势明显，泸州的两大国酒品牌——泸州老窖、郎酒在龙马潭区建有总部、生产基地、包装中心

2021年龙马潭区实现地区生产总值400.32亿元，同比增长7.3%，两年平均增长6.3%，实现一般公共预算收入18.87亿元，同比增长8.5%。其中，2021年三次产业比重为3.7:53.8:42.5，龙马潭区第二产业占比较大，形成了以第二、三产业为主的产业结构。龙马潭区固定资产投资增速较快，是拉动经济增长的重要动力，过去五年固定资产投资增速平均为14%。消费方面，2021年实现社会消费品零售总额达200亿元。

## 五、经营与竞争

跟踪期内公司业务范围和主要业务未发生变化，公司仍主要负责龙马潭区内的基础设施建设工程项目的投融资和建设，近年除工程建设项目及房地产开发业务外，由于经营需要购入商铺并出租，并开展了商品销售、商务服务等经营性业务，丰富了公司的收入来源。2021年公司实现主营业务收入9.57亿元，较上年略有下降，但收入结构变动较大，工程代建项目收入同比大幅上升，房地产开发业务收入大幅萎缩。从毛利率来看，2021年公司经营性业务盈利水平均有所提高，房地产开发业务毛利率大幅增长主要系本年度确认收入来源主要是高毛利的自建房项目，工程建设项目业务毛利率较去年差距较大主要系去年受疫情影响确认成本较少，综合使得公司销售毛利率较上年有所提升。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设项目	3.81	3.36%	0.60	66.62%
商务服务	1.87	1.80%	1.56	-12.02%
商品销售	1.73	4.67%	1.21	2.44%
租赁业务	1.38	78.39%	0.77	65.48%
房地产开发业务	0.78	24.24%	5.75	7.16%
其他	-	-	0.07	18.27%
<b>合计</b>	<b>9.57</b>	<b>15.81%</b>	<b>9.96</b>	<b>11.76%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

**2021年公司工程建设业务收入规模快速增长，整体盈利能力较弱；公司在建工程项目较多，业务持续性较好，但给公司带来较大资金压力**

公司工程建设业务均为委托代建业务。根据2017年以来公司签订的《委托代建管理合同》，公司工程建设业务模式为委托单位与公司签订代建合同，委托公司进行工程建设，由公司先行垫资修建，项目验收后，委托单位根据项目验收情况确认支付项目投资总额，并按照投资总额支付公司3%的管理费，公司以确认的投资总额及管理费总额作为工程建设项目收入。委托单位主要为泸州市龙马潭区水务局、泸州市龙马潭区交通运输局、泸州市公安局龙马潭区分局及泸州市龙马潭区卫生和计划生育局等政府部门。此外，根据相关会议纪要，2018年公司代建项目的管理费率为8%；2019年9月1日起，管理费率调整为2%。

2021年确认工程建设项目收入3.81亿元，毛利率为3.36%，毛利率水平较低。公司该业务现有毛利率高于2019年政府纪要文件约定的2%管理费率主要系公司在原有政府代建项目基础上，大力拓展市场化业务所致。

**表7 公司工程建设业务收入明细（单位：万元）**

时间	项目名称	确认收入
2021 年	尹吉甫学校	14,522.58
	抚琴山水一期安置房项目	11,539.76
	龙溪河流域污水管网建设	1,671.84
	金岭安置房项目	1,397.75
	新民小学	1,274.13
	川南临港片区平行进口汽车贸易项目土石方平场工程	1,268.60
	江韵幼儿园	1,247.47
	合盛硅业（泸州）有限公司新建燃气锅炉，尾气焚烧改造，危化品仓库拆建项目	1,134.88
	G246 至特兴镇道路连接线	1,073.17
	红星幼儿园	1,065.33
	其他项目	1,877.96
	<b>合计</b>	<b>38,073.47</b>
2020 年	川南临港片区平行进口汽车贸易项目土石方平场工程	2,257.47
	燃气锅炉、尾气焚烧改造、危化品仓库拆建项目	1,196.67
	泸州市龙马潭区川江首府 10KV 电缆新建工程	734.66
	洞子上濑溪河大桥连接线工程	595.03
	泸州市龙马潭区疫情防控隔离点建设及龙马潭区第二人民医院改造项目工程	405.31
	其他项目	806.67
	<b>合计</b>	<b>5,995.81</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司尚有多项在建项目，该部分主要项目计划总投资57.51亿元，累计已投资10.59亿元，公司工程建设业务持续性较好，但给公司带来较大资金压力。

**表8 截至 2021 年末公司主要在建项目（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否委托建设
泸州港集输运体系及配套停车场工程	100,000.00	18,000.00	是
小市智慧老城及配套基础设施升级工程项目	68,690.00	189.88	否
泸州市龙马潭区新能源建设	50,000.00	4,589.05	否
龙马潭公园	35,000.00	4.63	否
龙马潭区长江上游人居环境及生态保护工程项目	30,000.00	95.83	是
泸州市龙马潭区双加镇嘉祥古寨文旅项目	30,000.00	26.14	否
龙马潭区城镇供水工程	30,000.00	1,541.01	否
泸州市智能都市公交停车场	30,000.00	3,705.60	否
冷链物流项目	28,000.00	2206.78	否
龙马潭区社会事务服务中心项目	14,000.00	5,881.13	否
泸州市龙马潭区龙马高中及教育发展园区建设项目一期工程	10,000.00	67,111.81	否
龙马潭区应急指挥中心建设项目	12,800.00	175.50	否
石洞商业街地块一（石洞友邻中心项目）	12,450.00	1,827.82	否
龙马潭区长江经济带区域生态环境长江岸线修复（一期）工程	12,000.00	37.68	是
泸州市龙马潭区城乡建设用地增减挂钩试点项目	10,900.00	13.62	否
龙马潭区垃圾分类及收转运系统项目	10,000.00	165.80	否
建筑业总部基地（西南商贸城 17 区）提档升级改造项目		75.94	是
四川（泸州）建筑企业总部基地人力资源服务中心装修项目工程		122.38	是
四川（泸州）建筑企业总部基地川泸建设集团、四川天沛、四川住总装饰装修项目工程	1,215	80.32	是
四川（泸州）建筑企业总部基地入驻企业江阳建设集团公司装修项目工程		38.55	是
<b>合计</b>	<b>575,055.00</b>	<b>105,889.47</b>	<b>-</b>

注：泸州市龙马潭区龙马高中及教育发展园区建设项目一期工程政府配套资金 1.56 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司房地产建设业务收入波动较大，2021年收入主要来自自建房地产项目，盈利水平显著提高

公司房地产建设业务的一般模式为龙马潭区住建局与公司签订委托建设协议，将房地产建设项目委托公司建设，公司负责项目的投资与建设，并严格按照龙马潭区住建局确定的限价房销售价格和提供的安置户名单、户型、房号进行定向销售，定向销售结束后，剩余房源由龙马潭区住建局处置。公司房地产开发项目的总收入由项目建设成本、开发利润两个部分组成。项目建设成本包括相关建设费用及税费，公司与龙马潭区住建局签订成本确认函，确认实际项目建设成本，项目开发建设利润按照项目建设成本

的3%收取。除代建房地产项目外，公司还自行建设了龙驰金都等自建房地产项目，未来建成后公司将自行销售。

2021年公司实现房地产开发业务收入0.78亿元，同比大幅下降，主要系大量项目集中在去年交付并确认收入，今年确认收入项目较少。2021年公司房地产开发业务毛利率大幅增长主要系本年度确认收入来源主要是高毛利的自建房项目。截至2021年末，公司存货中尚有代建安置房项目开发成本3.74亿元未结算。

**表9 截至 2021 年末公司主要代建房地产项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	是否委托建设
玉带河畔安置房项目	73,206.00	8,407.91	是
泸州市龙马潭区竹林馨居限价房项目	13,010.04	8,864.22	是
泸州市龙马潭区双加机场限价房项目	10,562.83	11,313.61	是
<b>合计</b>	<b>96,778.87</b>	<b>28,585.74</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除代建房地产项目外，公司还有建自建房地产项目，截至2021年末，公司在建的自建房地产项目为龙驰馨苑，计划总投资2.13亿元，累计已投资2.16亿元。

**表10 截至 2021 年末公司自建房地产项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资
龙驰馨苑	21,323.63	21,557.00
<b>合计</b>	<b>21,323.63</b>	<b>21,557.00</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司在建的工程和房地产项目预计总投资规模较大，未来收入来源较有保障，但同时项目的建设资金需求较大，未来公司面临较大的资金支出压力。

**公司租赁收入目前主要来自政府机关、事业单位，该收入具有一定持续性，对公司收入形成良好补充**

公司租赁业务收入主要来源于投资性房地产和固定资产的对外租赁、公交运营及汽车租赁，2017-2018年公司共购买位于泸州市龙马潭区西南商贸城的926间商铺资产，账面价值总计5.98亿元，并出租给中国（四川）自由贸易试验区川南临港片区管委会（以下简称“自贸区临港片区管委会”）；此外，公司还将部分办公楼资产出租给泸州市龙马潭区机关事务管理办公室取得租赁收入。公司与承租人签订租赁合同，约定租期、租金等，租金定价结合资产实际位置及用途进行上浮或下浮制定，租期以3年为主。按租赁合同约定，向自贸区临港片区管委会出租商铺的租金按年结算，向泸州市龙马潭区机关事务管理办公室出租的办公楼每半年结算一次。

2021年公司实现租赁收入1.37亿元，同比大幅增加，主要系新增龙马潭区胡市中心卫生院（泸州市龙马潭区第三人民医院）一期和龙马高中一期整体资产（除商业和车库）新增租赁收入0.25亿元。2021

年租赁业务毛利率比去年同期提升12.91个百分点，主要系公司资产出租率提升至85%所致。

**公司有商品销售及商务服务等多项经营性业务，收入来源多元化，多数业务盈利水平较上年有所提升，但整体盈利性仍较差**

公司商品销售业务主要分为粮油购销、商品贸易和建材销售。公司粮油购销业务由子公司泸州市龙马潭区天绿粮油购销有限公司运营，主要承担国家政策性粮食储备、军粮供应和市场应急保障供应，其盈利主要来自于国家政策性粮食储备保管费补贴及粮食批零价差收入，主要经营产品为天绿牌大米，主要下游客户为泸州当地的酒类企业、饲料加工企业及本地市场大米供应和农副产品经销商。

公司商品贸易业务主要由子公司泸州龙驰腾祥贸易有限公司运营，目前开展的业务涉及化工原料、进口肉类、钢材、煤炭、燃料油、矿产品、农副产品、针纺织品、橡塑制品、饲料、再生资源等。该公司是服务于中国（四川）自由贸易试验区川南临港片区的平台企业，该项业务目前在所处区域川南临港片区内具有一定的专营性，未来该业务收入将会有一定可持续性。

公司从2018年起经营建材业务，主要由二级子公司泸州市龙驰嘉阳混凝土工程有限公司经营，主营商品混凝土及制品以及砂浆制品和砂石骨料等建筑材料的生产加工销售，其一般模式为泸州市龙驰嘉阳混凝土工程有限公司与泸州市的建筑公司签订合同，公司严格按照国家标准《预拌混凝土》、《混凝土结构工程施工质量验收规范》和《泸州市预拌混凝土质量监督管理暂行规定》、《泸州市预拌混凝土和砂浆动态监管系统的通知》等相关规定，对预拌混凝土进行加工，其相关质量以交货检验时见证取样送检结果为依据，其预拌的混凝土必须符合甲方工程混凝土强度等级要求；每月结算，每月月底公司将预拌混凝土交货量清单送甲方审核，次月由甲方向公司支付货款。目前公司主要销售对象为济邦建设集团有限公司龙马潭分公司、四川华宏建设有限公司龙马潭区分公司和重庆市荣昌区华兴建筑工程有限公司等。2021年公司实现商品销售收入1.73亿元，毛利率水平较低。

公司商务服务业务主要分为教育服务、劳务派遣和物业。公司教育服务业务主要由二级子公司泸州龙腾旭阳教育服务有限公司运营，主要负责泸州市龙马潭区“四点半课堂”服务、同时开展技能培训等业务，其课后教育业务盈利模式为按总托管收入提取管理费。公司物业收入为子公司泸州市龙马潭区龙腾物业管理有限公司、二级子公司泸州龙腾鸿升物业管理有限公司对公司自持物业（主要为西南商贸城商铺、区政府租用的办公楼等）进行物业管理带来的收入。2021年公司实现商务服务业务收入1.87亿元，同比增长19.87%，主要系公司从疫情影响中逐步恢复销售额所致，该项业务2021年毛利率为1.80%，实现由负转正。

### **2021年公司持续获得较大力度的外部支持**

2021年当地政府在资产注入及财政补贴等方面继续给予了公司较大支持。当年政府向公司注入环卫车辆和雨污分管网，合计增加公司资本公积0.97亿元。此外，2021年公司获得财政补贴0.50亿元，提升了公司的利润水平。



**表11 2021年公司资产注入情况（单位：万元）**

资产类别	评估/入账价值	依据文件
雨污分流管网	8,235.10	龙马潭区政府常务会纪要、常委会纪要
环卫车辆	1,512.26	龙马潭区政府常务会纪要、常委会纪要
龙马潭区应急指挥中心装修项目	840.00	-
投资公司运营补贴	413.33	泸龙府阅【2020】30号
粮食储备补贴	175.70	泸龙财建（2021）30号等
粮安工程专项经费	164.65	泸龙财建（2021）30号等
人防消防应急指挥中心大楼工程项目补助款	163.83	-
运营补助	124.30	-
人防消防应急指挥中心大楼工程项目补助款	49.38	-
房屋维修基金补助	13.72	泸龙府阅【2020】30号
<b>合计</b>	<b>11,692.27</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围子公司新增1家，详见附表四。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模继续增长，但整体资产流动性较弱

随着当地政府对公司的资产注入和公司融资规模扩大，2021年末公司总资产规模同比增长10.65%，资产结构以流动资产为主。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.40	5.29%	9.25	10.03%
应收账款	10.87	10.66%	7.36	7.99%
其他应收款	14.61	14.33%	15.77	17.10%
存货	25.75	25.24%	26.09	28.30%
<b>流动资产合计</b>	<b>57.82</b>	<b>56.69%</b>	<b>59.56</b>	<b>64.61%</b>
其他权益工具投资	7.20	7.05%	0.00	0.00%
投资性房地产	16.64	16.31%	10.04	10.89%
固定资产	4.99	4.89%	9.05	9.81%

在建工程	11.33	11.11%	0.89	0.96%
无形资产	1.88	1.84%	3.45	3.74%
<b>非流动资产合计</b>	<b>44.18</b>	<b>43.31%</b>	<b>32.62</b>	<b>35.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>102.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>92.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金0.61亿元，主要是质押存单、房地产开发项目商品房承购人按揭贷款保证金。公司应收账款主要为应收工程建设款，2021年末应收账款持续上升主要系新增对泸州市龙马潭区教育和体育局的应收账款，截至2021年末公司主要应收对象包括泸州市龙马潭区住房和城乡建设局、泸州市龙马潭区土地统征中心和泸州市龙马潭区教育局等，前五大应收账款对象合计占期末应收账款余额的81.47%。公司其他应收款主要为应收往来款，应收对象主要为泸州市龙马潭区国有土地房屋征收与补偿中心等政府部门和国有企业，整体坏账风险不大，帐龄在3年以上的占比57.44%，整体账龄偏长，回收时间不确定，对公司资金产生一定占用。

公司存货主要为代建项目开发成本、房地产建设项目的开发成本以及土地储备，近年公司存货规模有所波动，2021年末为25.75亿元，其中包括代建项目开发成本7.83亿元，代建安置房开发成本3.74亿元，房地产项目开发成本及开发产品4.00亿元，土地储备9.94亿元，土地类型以住宅、商服用地为主，性质以出让为主。

截至2021年末，公司其他权益工具投资账面价值共计7.20亿元，期末余额与期初的差异主要系会计政策变更所致，该科目余额由可供出售金融资产转计。

**表13 截至 2021 年末公司主要其他权益工具投资情况（单位：万元）**

被投资单位	账面价值	持股比例
泸州临港投资集团有限公司	32,246.13	9.16%
泸州市双港实业投资发展有限公司	28,000.00	20.00%
泸州市兴泸融资担保集团有限公司	8,971.73	7.19%
四川旅投航空发展有限责任公司	1,000.00	10.00%
泸州市民卡科技有限公司	600.00	13.25%
泸州市江阳区兴泸小额贷款有限公司	500.00	0.80%
泸州市兴泸农业融资担保有限公司	380.40	2.70%
泸州市龙马潭区腾华城市道路管理有限公司	150.00	10.00%
泸州西博实业有限公司	105.00	15.00%
<b>合计</b>	<b>71,953.26</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年末，公司在建工程大幅增加主要系新增泸州市龙马潭区龙马高中及教育发展园区建设项目一期工程和泸州港集输运体系及配套停车场工程等项目。截至 2021 年末，公司投资性房地产主要由商铺构成，均采用公允价值计量，账面价值 16.64 亿元，同比去年大幅增长主要系固定资产、在建工

程和无形资产转入所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物、运输设备等，2021 年末账面价值共计 4.99 亿元，其中尚有账面价值 1.36 亿元尚未办妥产权证书。公司无形资产主要为土地使用权、停车位收费权及特许经营权，其中特许经营权账面价值 1.51 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产规模合计 2.93 亿元（无形资产 1.66 亿元、固定资产 0.66 亿元、货币资金 0.61 亿元），占总资产比重为 2.87%。总体来看，公司资产规模持续增长，但资产中项目开发成本、土地资产及房屋建筑物占比较高，且应收款项规模持续攀升，对公司资金形成较大占用，整体资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 2021年公司营业收入小幅下滑，收入来源多元化，但利润对政府补贴有较高依赖

公司主营业务收入主要来源于工程建设、商务服务业务和商品销售等，收入来源多样化。2021年公司营业收入为9.86亿元，同比略有下滑。截至2021年末，公司在建代建项目较多，未来工程代建项目收入较有保障，租赁业务收入具有一定持续性。2021年公司收现比有所提升，整体经营回款情况尚可。

2021年公司毛利率比去年大幅增加3.14个百分点，主要系商务服务业务毛利率回正，房地产开发业务毛利率大幅提高，整体使得公司销售毛利率有所提升。2021年，收到政府补助0.50亿元，绝大部分计入当年其他收益，同期公司利润总额为1.25亿元，公司利润对政府补助依赖程度较高。

**表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

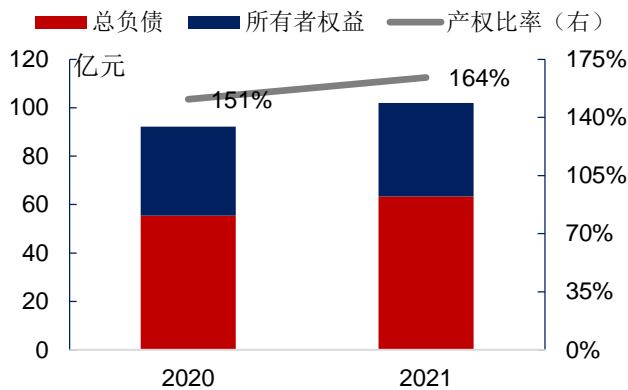
指标名称	2021年	2020年
收现比	95.66%	86.34%
营业收入	9.86	10.29
营业利润	1.28	1.10
其他收益	0.38	0.42
利润总额	1.25	1.16
销售毛利率	17.51%	14.37%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

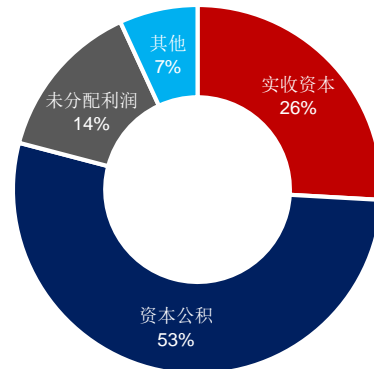
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模进一步增长，资产负债率继续攀升，债务压力加大

随着当地政府和公司股东对公司资产的注入，公司所有者权益规模保持增长，截至2021年末为38.62亿元，同比增长5.14%；负债方面，由于长期应付款中新增专项应付款较多导致负债规模增速高于所有者权益规模增速，故公司产权比率持续上升至高水平，净资产对总负债的保障程度处于较低水平。截至2021年末公司所有者权益构成如下图所示，其中资本公积和实收资本占所有者权益比重合计为79%，所有者权益结构较为稳定。

**图 2 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3 2021 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

随着业务开展需要，公司加大融资力度，债务规模继续增长，结构上以非流动负债为主。

流动负债方面，公司短期借款主要是信用借款、质押借款和保证借款。截至2021末，公司应付账款有所下降，对象主要有泸州市龙马潭区人民政府国有土地房屋征收与补偿办公室和四川天培水利水电建设工程有限公司等。截至2021年末公司其他应付款余额较上年有所下降，主要是应付往来款、借款及保证金和应付利息，对象主要是泸州市政府部门和国企；一年内到期的非流动负债全部是一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至2021年末公司非流动负债增长主要是公司新增长期借款和专项应付款所致。长期借款作为公司目前主要的融资手段之一，规模持续增加，借款银行主要有乐山市商业银行、成都银行和泸州农村商业银行等；近年公司发行债券票面利率在5.4%-7.5%之间；2021年公司长期应付款规模快速上升，主要是其中专项应付款规模大幅增长所致，主要来自龙马潭区城乡冷链物流项目和泸州市龙马潭区航天航空产业园周边基础设施建设项目等。

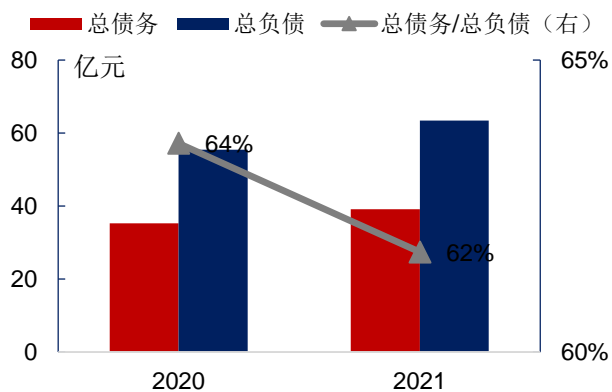
**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.34	3.70%	2.33	4.20%
应付账款	2.98	4.71%	3.45	6.23%
其他应付款	3.57	5.63%	5.68	10.25%
一年内到期的非流动负债	2.90	4.58%	2.98	5.38%
<b>流动负债合计</b>	<b>22.42</b>	<b>35.37%</b>	<b>23.53</b>	<b>42.44%</b>
长期借款	15.63	24.66%	12.41	22.38%
应付债券	16.94	26.73%	16.92	30.52%
长期应付款	7.01	11.06%	1.41	2.54%
<b>非流动负债合计</b>	<b>40.96</b>	<b>64.63%</b>	<b>31.91</b>	<b>57.56%</b>
<b>负债合计</b>	<b>63.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.44</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

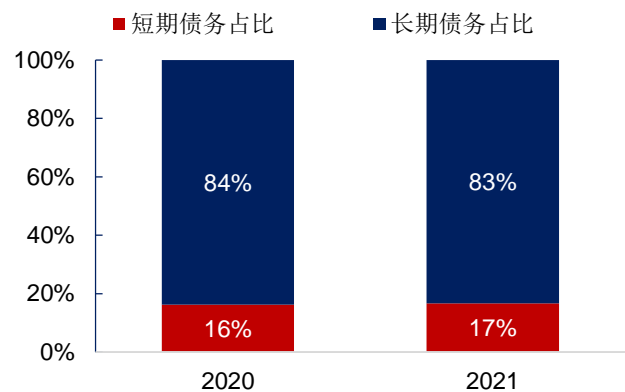
截至2021年末公司总债务规模为39.11亿元，同比增长10.95%，占总负债规模的61.71%。从期限结构来看，公司债务以长期为主，但规模较大，公司债务压力有所加大。

**图 4 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

**图 5 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

随着债务规模的增加，公司资产负债率继续攀升。现金短期债务比方面，随着公司货币资金的减少，该比率快速下降，现金资产对公司短期债务的保障程度减弱。同时公司EBITDA利息保障倍数也有小幅下降。银行系公司主要融资渠道，截至2021年末公司获得银行授信额度80.19亿元，尚未使用授信额度48.51亿元，剩余授信额度为公司提供了一定流动性支持。

**表16 公司偿债能力指标<sup>1</sup>**

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	62.14%	60.15%
现金短期债务比	0.83	1.62
EBITDA 利息保障倍数	1.52	1.62

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年3月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

<sup>1</sup> 2021年 EBITDA 利息保障倍数的分母用现金流量表中“分配股利、利润或者偿付利息的资金”代替。

## 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计2.7亿元，占期末公司所有者权益的7.00%，均设置反担保措施。

**表17 截至2021年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
泸州兴阳投资集团有限公司	0.49	2024/1/4	是
泸州临港投资集团有限公司	1.45	2022/12/31	是
泸州临港投资集团有限公司	0.60	2022/2/4	是
泸州市双港实业投资发展有限公司	0.16	2028/1/24	是
<b>合计</b>	<b>2.70</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

公司作为泸州市重要的投融资主体之一，业务板块渐趋多元化，租赁、商品销售、商品服务等经营性业务的开展丰富了公司收入来源，2020年公司自营房地产项目开始交房并结转收入，截至2021年末公司尚有多個在建工程项目和房地产项目，公司业务持续性较好。截至2021年末，公司共获得银行授信额度80.19亿元，尚未使用授信额度48.51亿元。

但中证鹏元也关注到，公司资产中项目开发成本、土地资产及房屋建筑物占比较高，应收款项持续攀升，对公司资金形成较大占用。此外，公司受限资产规模较大。截至2021年末公司尚需投资规模较大，未来资金支出压力较大。公司面临一定的或有负债风险。

考虑到作为泸州市的投融资主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司抗风险能力较强。

## 九、债券偿还保障分析

### 天府信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

天府信用为经四川省政府国有资产监督管理委员会（川国资改革[2017]39号）文件批准，以发起设立方式组建的股份有限公司，成立时间为2017年8月28日，初始注册资本为40亿元。截至2022年3月末，注册资本和实收资本均为40亿元。天府信用股东以四川省国有企业为主，股权结构如下表所示，第一大

股东为四川发展（控股）有限责任公司，持股比例为25%，四川省政府国有资产监督管理委员会直接持有四川发展（控股）有限责任公司全部股权，天府信用实际控制人为四川省人民政府。

**表18 截至 2022 年 3 月末天府信用股权结构（单位：万元）**

股东名称	出资额	持股比例
四川发展（控股）有限责任公司	100,000.00	25.00%
蜀道（四川）股权投资基金有限公司	60,000.00	15.00%
四川金融控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
蜀道资本控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
中银投资资产管理有限公司	30,000.00	7.50%
成都高新投资集团有限公司	30,000.00	7.50%
成都空港产业兴城投资发展有限公司	30,000.00	7.50%
成都交子新兴金融投资集团股份有限公司	20,000.00	5.00%
成都产业资本控股集团有限公司	10,000.00	2.50%
<b>合计</b>	<b>400,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：天府信用提供

天府信用主要经营四川省内信用增进业务和投资业务。近年来天府信用增信业务规模保持快速增长，2021 年末增信余额为 640.46 亿元，是 2019 年末的 2.17 倍。目前天府信用主要为非公开定向债务融资工具、公司债、企业债等品种提供增信服务，业务区域集中于四川省内，客户群体均为主体信用等级在 AA 级及以上的四川省内城投类企业。

**表19 天府信用增信业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期增信发生额	211.55	166.90	207.62
当期解除增信额	28.15	5.46	3.80
期末增信余额	640.46	457.06	295.62
其中：债券增信余额	640.46	457.06	295.62

资料来源：天府信用提供

天府信用围绕增信主业大力发展债券投资、委托贷款、平稳基金等主动性投资业务。天府信用债券投资业务优先投资由天府信用增信的债券。截至 2021 年末，债券投资余额为 34.39 亿元；委托贷款客户均为四川省内国有企业，以城投类企业为主，委托贷款余额为 21.68 亿元；天府信用认购子公司四川天府增进投资管理有限公司管理的四川省债券平稳基金劣后份额 2.15 亿元，该基金主要投向由天府信用增信的债券，现阶段投资规模较小。天府信用增信业务和投资业务的客户群体主要为城投类企业，行业集中度较高，在防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，需持续关注融资主体的流动性风险及信用风险变化情况。

天府信用增信业务收入和投资收益是营业收入的重要来源。2021 年天府信用实现营业收入 11.46 亿元，较 2019 年增长 124.93%，其中增信业务收入较 2019 年增长 146.89%，主要受益于增信业务规模增长；投资收益较 2019 年增长 122.86%，主要受益于天府信用债券投资规模增加。2021 年天府信用营业支出为

3.36亿元，较之前年度大幅增加，主要系业务规模扩大且2021年天府信用加大风险准备金计提比例导致当年提取风险准备金大幅增加所致。随着增信业务收入和投资收益的增长，天府信用盈利水平有所提升，2021年实现净利润6.08亿元，净资产收益率为9.60%，2022年1-3月实现净利润1.67亿元，同比增长6.37%。

**表20 天府信用主要盈利指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
主营业务收入	1.39	6.95	5.33	2.79
其中：增信业务收入	1.38	6.89	5.31	2.79
投资收益	1.04	4.13	3.23	1.86
营业收入合计	2.51	11.46	9.00	5.09
提取风险准备金	0.00	2.06	0.03	0.04
营业支出合计	0.29	3.36	1.31	0.55
营业利润	2.22	8.09	7.68	4.54
利润总额	2.22	8.09	7.67	4.54
净利润	1.67	6.08	5.77	3.38
净资产收益率	-	9.60%	10.88%	7.86%

资料来源：天府信用 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年末，天府信用货币资金为 19.96 亿元，其中七天通知存款、定期存款和协定存款等其他货币资金的余额合计 11.10 亿元，银行存款为 8.86 亿元，年末货币资金不存在使用受限情况。截至 2021 年末，天府信用一年内到期的非流动资产为 21.08 亿元，主要为债权投资和委托贷款；债权投资为 20.69 亿元，均为债券投资；其他非流动资产为 8.42 亿元，主要为长期委托贷款。天府信用本部 I、II、III 级资产结构整体符合监管要求，2021 年末本部 I 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例为 68.51%，I 级资产占比较高。

2021 年天府信用业务规模扩大且风险准备金计提比例加大，年末保险合同准备金为 2.77 亿元，较之前年度大幅增加。截至 2021 年末，天府信用长期借款为 12.47 亿元，均为信用借款，利率在 4.25%-4.51% 之间。2020 年 4 月天府信用发行 5.00 亿元“20 天信 01”公司债，计入应付债券科目，存续期限为 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权，当前年利率为 3.2%。

截至 2022 年 3 月末，天府信用股东权益合计 66.12 亿元，其中实收资本为 40.00 亿元，资本实力强。2020 年天府信用发行永续期公司债券“20 天信 Y1”、“20 天信 Y2”金额合计 15 亿元，债券基础期限为 3 年，在每个约定的周期末附续期选择权，永续债的发行有助于提升天府信用的代偿能力，且天府信用股东背景强，整体来看现阶段代偿能力极强。2021 年末天府信用增信责任余额放大倍数为 8.06，较 2019 年末的 5.54 有所增长，随着增信业务的发展，天府信用面临一定的资本补充压力。

**表21 天府信用主要财务数据情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产总计	85.99	85.58	77.27	59.61
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00



其他权益工具	15.00	15.00	15.00	0.00
所有者权益合计	66.12	64.46	62.20	43.82
增信责任余额放大倍数	8.07	8.06	5.98	5.54

资料来源：天府信用 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，天府信用股东以四川省国有企业为主，实际控制人为四川省人民政府，可为天府信用发展提供较好的支撑。

整体来看，天府信用增信业务快速发展，增信业务收入明显增长，I 级资产占比较高。但中证鹏元也关注到天府信用增信业务和投资业务行业集中度较高，随着增信业务的发展，天府信用面临一定的资本补充压力等风险因素。经中证鹏元综合评定，天府信用主体长期信用等级为 AAA，本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

**表22 天府信用主要财务数据和财务指标（合并口径）**

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	23.66	19.96	16.67	12.58
交易性金融资产	6.87	10.90	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	20.08	21.08	0.00	0.00
债权投资	22.10	20.69	0.00	0.00
其他非流动资产	8.42	8.42	0.00	0.00
应收款项类投资	0.00	0.00	37.73	32.35
持有至到期投资	0.00	0.00	19.88	14.30
资产总计	85.99	85.58	77.27	59.61
保险合同准备金	2.77	2.77	0.10	0.06
长期借款	10.47	12.47	9.00	10.30
应付债券	5.00	5.00	5.00	0.00
负债合计	19.87	21.12	15.07	15.79
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00
其他权益工具	15.00	15.00	15.00	0.00
一般风险准备	3.35	3.35	1.59	0.84
所有者权益合计	66.12	64.46	62.20	43.82
增信业务收入	1.38	6.89	5.31	2.79
投资收益	1.04	4.13	3.23	1.86
利息收入	0.10	0.37	0.35	0.45
营业收入	2.51	11.46	9.00	5.09
营业利润	2.22	8.09	7.68	4.54
利润总额	2.22	8.09	7.67	4.54
净利润	1.67	6.08	5.77	3.38
<b>经营和财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
增信余额	661.06	640.46	457.06	295.62
债券增信余额	651.01	640.46	457.06	295.62

增信责任余额	533.21	518.76	372.08	242.96
营业费用率	3.60%	4.15%	4.42%	5.58%
净资产收益率	-	9.60%	10.88%	7.86%
增信余额放大倍数	10.01	9.95	7.35	6.75
增信责任余额放大倍数	8.07	8.06	5.98	5.54

资料来源：天府信用 2019-2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表及天府信用提供，中证鹏元整理

## 十、结论

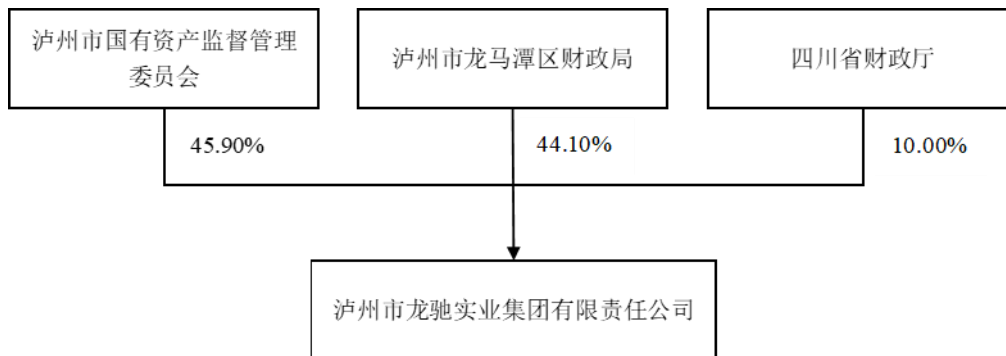
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20龙驰01/20泸实01”、“22泸实01/22龙驰01”的信用等级为AAA。

## 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：亿元）	2021年	2020年
货币资金	5.40	9.25
应收账款	10.87	7.36
其他应收款	14.61	15.77
存货	25.75	26.09
流动资产合计	57.82	59.56
投资性房地产	16.64	10.04
在建工程	11.33	0.89
非流动资产合计	44.18	32.62
资产总计	102.00	92.18
短期借款	2.34	2.33
一年内到期的非流动负债	2.90	2.98
流动负债合计	22.42	23.53
长期借款	15.63	12.41
应付债券	16.94	16.92
长期应付款	0.15	0.20
专项应付款	6.86	1.21
非流动负债合计	40.96	31.91
负债合计	63.38	55.44
总债务	39.11	35.25
营业收入	9.86	10.29
所有者权益	38.62	36.73
营业利润	1.28	1.10
其他收益	0.38	0.42
利润总额	1.25	1.16
经营活动产生的现金流量净额	0.10	0.53
投资活动产生的现金流量净额	-9.89	-3.07
筹资活动产生的现金流量净额	6.09	8.54
<b>财务指标</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	17.51%	14.37%
收现比	95.66%	86.34%
资产负债率	62.14%	60.15%
现金短期债务比	0.83	1.62
EBITDA（亿元）	2.05	1.96
EBITDA利息保障倍数	1.52	1.62

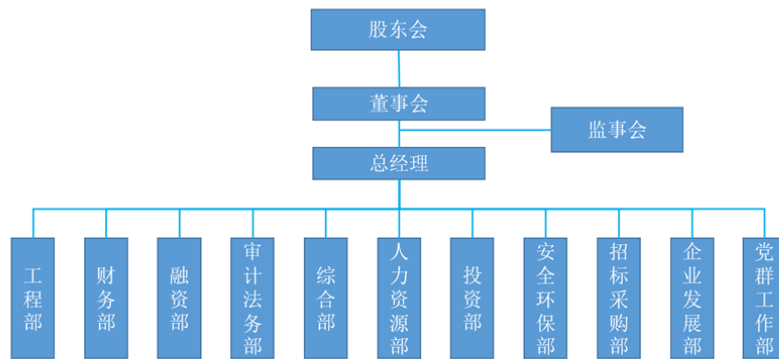
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泸州兴龙交通投资有限公司	500.00	100.00%	交通投资建设
泸州市龙驰投资有限公司	100,000.00	100.00%	投资与资产管理、房地产开发等
泸州市龙马潭区龙腾物业管理有限公司	10.00	100.00%	物业管理
泸州市龙马潭区天绿粮油购销有限公司	257.45	66.68%	粮油购销
泸州市龙马潭区龙驰产业发展有限公司	15,000.00	100.00%	建筑、资源相关管理、开发服务
泸州市龙马潭区龙驰旅游发展有限公司	10,000.00	100.00%	建筑、资源相关管理、开发服务
泸州市龙马潭区龙驰汽车租赁有限公司	1,500.00	100.00%	汽车租赁
泸州市龙驰建筑工程有限公司	15,000.00	100.00%	房屋建筑
泸州市龙马潭区龙驰科技有限公司	800.00	100.00%	软件和信息技术服务
泸州市龙驰人才发展有限公司	200.00	100.00%	咨询、物业、劳务派遣等服务
泸州龙驰腾祥贸易有限公司	5,000.00	100.00%	批发兼零售
泸州龙腾旭阳教育服务有限公司	100.00	100.00%	教育辅助服务
泸州龙腾天晟文化传媒有限公司	500.00	100.00%	广告制作及发布
泸州市龙马潭区兴能公共交通运输有限公司	2,000.00	100.00%	公共运营及租赁
泸州市龙驰资产管理有限公司	10,000.00	100.00%	资产管理
泸州市瑞启建设开发有限公司	29,000.00	100.00%	房地产开发、物业管路、工程管理等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。