



2017年泸州汇兴投资有限公司公司债券 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等级的变化情况。

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：

2017年泸州汇兴投资有限公司公司债券 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
PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持泸州汇兴投资集团有限公司¹（以下简称“汇兴集团”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债”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，公司业务持续性仍然较好，继续得到股东和当地政府的大力支持，四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为本期债券还本付息提供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；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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28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	172.94	138.82	121.52
所有者权益	68.24	51.64	48.57
总债务	78.52	61.95	54.63
资产负债率	60.54%	62.80%	60.03%
现金短期债务比	0.16	0.41	0.21
营业收入	10.17	7.74	9.61
其他收益	2.72	2.34	4.07
利润总额	1.18	0.91	0.91
销售毛利率	10.97%	-2.13%	1.63%
EBITDA	3.64	2.06	4.51
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.58	1.21
经营活动现金流净额	-1.77	1.28	-4.73
收现比	90.70%	103.37%	87.97%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2018年9月3日公司名称由“泸州汇兴投资有限公司”变更为“泸州汇兴投资集团有限公司”

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**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；泸县工业经济高速增长，2021年GDP同比增长8.3%，其中酒类制造业是拉动经济发展主引擎。
- **公司代建开发业务可持续性较好，业务仍较为多元化。**公司从事泸县基础设施代建业务，截至2021年末，公司主要在建代建及自营项目较多，总投资规模较大，存货和其他非流动资产中待结算金额较大；公司还从事课后服务、商品销售、租赁、供水、粮油业务等，对公司收入形成良好补充。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021年公司收到政府补贴2.72亿元，为最主要的利润来源；此外，公司收到泸县人民政府划入较大数额资产，提升了公司资本实力。
- **四川发展担保为本期债券提供连带责任保证担保，仍有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，四川发展担保主体信用等级为AAA，其为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**公司资产以其他应收款、项目开发成本和房屋建筑物为主，应收款项回收时间存在不确定性，项目开发成本结算时间不确定，房屋建筑物类资产变现速度较慢，期末受限资产规模较大。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力。**截至2021年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，账面货币资金规模较小，经营活动现金流表现较差。
- **公司总债务规模较大且继续提升，偿债压力较大。**2021年公司总债务规模持续快速上升，现金短期债务比下降至较低水平，EBITDA利息保障倍数不高，资产负债率水平仍处于高位。
- **公司面临较大或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保占同期末净资产的20.83%，担保对象为国有企业或事业单位，但均未采取反担保措施；公司还为泸州医药产业园股权投资基金合伙企业（有限合伙）及优先和管理人等合伙人的投资收益及本金退出承担回购责任。

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	2
	GDP增长率	5		EBITDA利息保障倍数	5
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	2
	公共财政收入	3		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等



指示性信用评分			aa-
调整因素	补充调整	调整幅度	1
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	2021-6-26	刘志强、陈锐炜	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2017-9-7	刘志强、何佳欢	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

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
PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债	10.00	6.00	2021-6-26	2024-10-19

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。

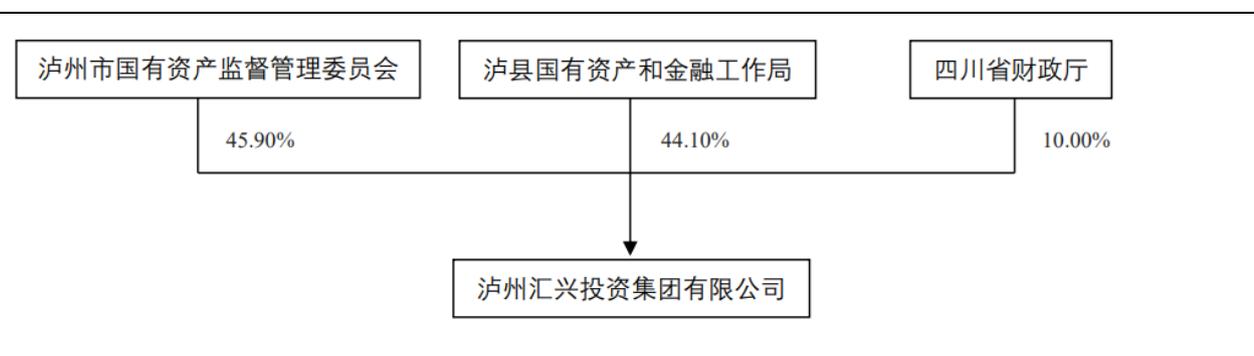
二、债券募集资金使用情况

公司于2017年10月发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6.5亿元计划用于泸县建设街棚户区改造项目，3.5亿元计划用于补充营运资金。截至2022年5月26日，本期债券募集资金专项账户余额为3,209.41元。

三、发行主体概况

2021年1月公司新增股东四川省财政厅，出资人结构变更为泸县国有资产和金融工作局（以下简称“泸县国资金融局”）出资1.32亿元、泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）出资1.38亿元、四川省财政厅出资0.3亿元。截至2022年5月末公司注册资本和实收资本仍为3.00亿元，泸州市国资委持股45.90%、泸县国资金融局持股44.10%、四川省财政厅持股10.00%，公司控股股东和实控人仍为泸州市国资委，由泸县国资金融局代为行使出资人权利。

图1 截至2022年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司董监高人员发生变化。2021年1月，公司法人、董事长兼总理由黄坚变为黄宁。2021年10月，董事聂富建、杨杰退出，分别由王若瑜、刘春玉接任；监事张立文、许鸿昌退出，由钟明康、黄坚接任。

公司主要经营业务为泸县范围内基础设施代建、土地整理、粮食购销、供水、国有资产维护管养、资产租赁等。2021年公司新增4家纳入合并范围的子公司，截至2021年末纳入公司合并范围的子公司详见附件四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
泸州汇兴物资有限公司	100.00%	50,000.00	食品销售及药品批发	新设
泸州汇兴龙脑桥健康养老服务有限公司	100.00%	500.00	养老服务	新设
泸州汇兴置业管理有限公司	100.00%	500.00	房地产开发经营	新设
泸州汇兴恒旺商贸有限公司	100.00%	300.00	食品经营	新设

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。

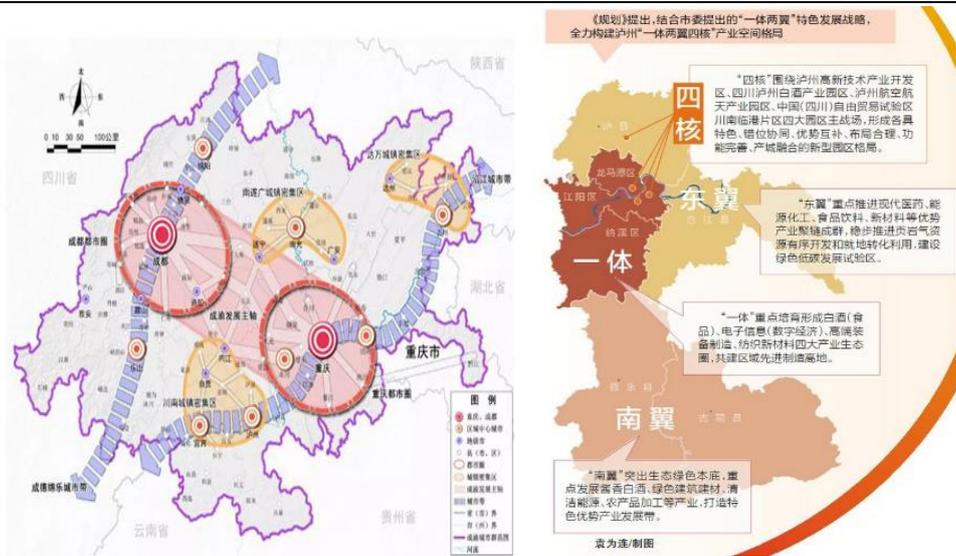
行业及区域经济环境

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2 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
泸州市	2,406.08	8.5%	5.66	190.0	163.0
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会稿，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

2021年泸县工业经济保持高速增长，带动经济持续增长

泸县是四川省泸州市下辖县，东与重庆市永川区、泸州市合江县交界，南与泸州市龙马潭区和江阳区相邻，西与自贡市富顺县接壤，北与重庆市荣昌区和内江市隆昌市相连，距四川第一大港泸州港国际集装箱码头39公里。幅员面积1,525平方公里。根据第七次人口普查数据，泸县常住人口为76.44万人，较第六次人口普查数据下降9.01%。近年来泸县经济持续增长，2021年实现地区生产总值435.1亿元，同比增长8.3%，三次产业结构由2020年的16.4:53.1:30调整为15.2:54.7:30.1。2021年泸县人均GDP为56,920元，为全国人均GDP的70.29%，经济发展水平不高。工业是拉动泸县经济发展的主引擎，2021年泸县实现工业增加值134.5亿元，同比增长15.5%，拉动GDP增长4.7个百分点。分行业看，酒类制造业实现增长11.5%，化工产业增长4.7%，医药制造业增长12.3%，计算机设备制造业增长111.5%。

根据《关于泸县2021年财政预算执行情况和2022年财政预算（草案）的报告》，2021年泸县实现一般公共预算收入15.00亿元（预计数），同比下降9.61%；实现政府性基金收入19.00亿元（预计数），同比下降9.29%。

五、经营与竞争

公司是泸县重要的城市开发建设和国有资产经营主体，业务较为多元，包括土地指标收储、基础设施代建、商砼销售、保安及安保工程、粮油销售等业务。2021年公司主营业务收入同比增长31.72%，主要系土地指标收入和代建开发业务收入增长所致。从毛利率看，2021年受益于土地指标业务毛利率大幅提升，带动公司主营业务毛利率由负转正。

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
土地指标收入	4.16	19.70%	3.75	0.00%
代建开发	1.10	5.36%	0.29	4.76%
广告及课后服务	0.90	6.14%	0.01	16.53%
粮油收入	0.83	-0.09%	0.69	-6.45%
商砼	0.84	4.42%	0.77	11.14%
学校相关	0.69	15.77%	0.52	-42.35%
保安及安保工程	0.66	-2.92%	0.75	4.91%
供水及安装	0.51	2.8%	0.44	-14.71%
固定资产租赁	0.21	62.33%	0.17	52.50%
其他主营业务	0.18	-95.12%	0.17	-64.74%
合计	10.09	10.27%	7.66	-2.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地指标收入对营业收入贡献大，2021年盈利情况较好，但未来收入存在一定不确定性

公司全资子公司泸县土地开发有限公司（以下简称“土开公司”）为泸县农村宅基地有偿退出项目的实施主体。该业务系由土开公司以自有资金按政府指导价向农户收储宅基地，土开公司将土地指标交由泸县土地储备中心进行销售，待土地指标出售后，土开公司根据资金需求与政府进行结算，结算金额按成本支出加成一定比例计算，土开公司按收到的款项确认土地指标收入并结转相应成本。

2021年公司确认土地指标收入4.16亿元，毛利率为19.70%，毛利率较2020年大幅提升，主要系2020年泸县土地储备中心未提供回款对应的已售土地明细，无法匹配对应的土地指标规模或具体地址，成本仅能进行暂估，出于谨慎性考虑，2020年公司将成本暂估为与收入一致。截至2021年末，公司土地指标收储账面价值余额为15.72亿元，未来仍有一定规模的土地指标收入来源；但土地指标流转受当地政府土地利用总规划、房地产市场景气度等因素的影响，公司土地指标收入存在一定的不确定性。

2021年公司代建开发收入快速回升，在建项目规模较大，业务可持续性较好，但给公司带来较大资金压力

作为泸县重要的国有资产经营主体，公司承担了泸县大量的基础设施项目代建工作。公司代建开发业务具体由子公司泸县宏远实业有限公司（以下简称“宏远实业”）、泸州汇兴城市开发投资有限公司（以下简称“汇兴城投”）和泸县龙跃文化旅游发展有限公司（以下简称“龙跃文化”）负责。

宏远实业、汇兴城投和龙跃文化分别与泸县交通局、泸县住房和城乡建设局（以下简称“泸县住建局”）和泸县旅游局签订了代建协议，约定由公司自筹资金建设泸县政府部门委托的工程项目，代建的项目每年进行一次决算，工程完工后由泸县政府部门负责验收，并根据泸县审计局出具的《工程审计报告》进行竣工决算。项目竣工决算后，公司按与政府结算确认的相关代建费用加成一定比例确认为代建开发收入，同时结转相应成本。

2021年公司实现代建开发收入为1.10亿元，较上年大幅上升，但总额仍然较低；毛利率较去年变化不大，仍保持低位。截至2021年末，公司主要在建代建及自营项目预算投资额为34.65亿元，已投资9.81亿元，尚需投资24.84亿元，后续面临较大的资金压力。公司自营项目主要有泸县玉蟾山景区保护与利用项目和川南城铁泸县站交通综合枢纽开发项目等，未来公司将通过运营商业项目及出租物业方式实现收益。建设街棚户区改造项目进展较为缓慢。

表7 截至2021年末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
雨污分流项目	150,000.00	19,387.18
公租房	5,000.00	2,492.93
粮食物流产业园区项目工程	4,500.00	104.53
污水处理厂提标工程	2,600.00	788.09
污水处理厂维维护改造项目工程	1,600.00	31.91
加明收纳库工程	-	799.68

在建代建项目小计	163,700.00	23,604.32
建设街棚户区改造	95,463.21	68,744.74
泸县玉蟾山景区保护与利用项目	43,150.58	971.56
川南城铁泸县站交通综合枢纽开发项目	35,000.00	2,705.34
神仙桥集中供水站三期取水设施工程	3,965.21	1,559.17
风雨操场项目	1,789.00	5.73
艺术楼	1,757.00	0.60
校园文化建设	531.00	6.80
其他	1,158.81	546.26
在建自营项目小计	182,814.81	74,540.20
合计	346,514.81	98,144.52

注：上年评级报告中列示项目未在表 7 中的，为已完工项目；“-”表示未取得相关数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务较为多元化，广告及课后服务、粮油收入、商砼和学校相关等业务为公司营业收入带来良好补充，利润主要来自土地指标收入、代建开发、学校相关和固定资产租赁业务，其他业务盈利能力较差

商砼销售业务由子公司泸县龙城商砼有限公司（以下简称“龙城商砼”）经营，2017年底开始试运营，2018年起正式运营。商砼销售业务包括商砼销售和砂浆销售两部分，销售对象主要为泸县各大建筑公司。2021年公司商砼业务实现营收0.84亿元，较去年有所上升，毛利率下降较多主要系销售单价有降低所致。

粮食购销业务由子公司泸县开元粮食有限责任公司（以下简称“开元粮食”）负责经营。开元粮食主要负责国家、省、市、县级粮油储备、粮食托市收购、军粮供应、应急粮油供应、国有实物资产和其它政策性粮油管理及经营业务，同时接受政府委托执行粮油购销调存等调控任务。受业务性质影响，该业务持续呈亏损状态，2021年公司收到省、县粮油储备及利息补贴843.58万元。

表8 公司粮油收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
自营粮油收入	6,567.60	3,670.10
储备粮油轮换收入	1,522.84	3,253.80
其他	204.64	-
合计	8,295.08	6,923.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

开元粮食自营粮油业务系代客户进行粮食采购，客户主要为当地的中低端白酒酿制企业，开元粮食依照客户订单量采购，各年度购销数量受客户订单需求量直接影响，波动较大，且业务模式较为简单，毛利率水平低。高粱作为酿造白酒的主粮，在采购和销售的粮食品种中占比较高。公司粮食购销业务市场化程度相对较高，近年收入和毛利率水平有所波动，主要系订单量变动和市场价格变动所致。

受每年下达的储备粮油轮换计划有较大差异及市场价格水平变动影响，储备粮油的销量波动较大。由于旧粮价格均低于新粮价格，加之仓储库存等成本较高，近年公司储备粮油轮换业务毛利率均为负值。截至2021年末，开元粮食共有两个粮油库区，分别为泸县嘉明省粮食储备库（以下简称“嘉明仓库”）和泸县粮食现代物流产业园区（以下简称“粮食物流园”），总仓容9.5万吨，罐容0.1万吨，明细如下表所示；嘉明仓库已取得省、市、县储备粮承储资格，粮食物流园于2016年6月竣工。

表9 截至2021年末开元粮食粮油仓储能力明细

仓库名称	位置	占地面积 (亩)	仓房 (幢)	仓容 (万吨)	储油罐 (个)	罐容 (万吨)
嘉明仓库	泸县嘉明镇	35	12	2.2	0	0
粮食物流园	泸县工业园区C区	99	7	7.3	2	0.1

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司子公司泸县顺通水务有限公司（以下简称“顺通水务”）主要负责泸县范围内的供水。2021年末顺通水务拥有奇峰水厂、天兴水厂和太伏水厂等多个水厂。供水及安装业务收入包括售水业务收入和安装工程及维修材料收入两部分。2021年公司实现供水及安装收入0.51亿元，较去年有一定增长。由于安装工程及维修材料收入大幅增长，毛利率大幅提升转正。

表10 2020-2021年公司供水业务构成情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
售水业务收入	2,982.66	2,785.50
安装工程及维修材料收入	2,056.96	1,066.31
迁改工程	0.00	540.13
合计	5,039.62	4,391.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司广告及课后服务主要是“四点半课堂”服务，其课后教育业务盈利模式为按总托管收入提取管理费，2021年收入规模大幅增长。保安及安保工程业务由子公司泸县汇兴保安服务有限责任公司运营，其业务主要为泸县范围内的安保服务以及监控安保设施安装等安保工程建设，2021年实现营业收入0.66亿元，同比下降12.0%，毛利率为负。公司负责泸县二中实验学校以及泸县天立小学两家学校的建设和运营，泸县二中实验学校于2020年正式运营，泸县天立小学于2021年投入运营，学校相关业务已度过初期投入较大阶段，2021年该业务毛利率大幅提升转正。公司固定资产租赁收入来源于公司本部将政府注入的商铺、办公楼、仓库、住房等经营性资产对外出租获得的收入。2021年公司取得租赁收入0.21亿元，较去年有所上升，毛利率保持较高水平。

泸县人民政府在财政补贴和资产注入方面继续给予公司较大支持

公司是泸县重要的市政基础设施建设和国有资产经营主体，近年持续获得泸县人民政府的较大支持。2021年公司获得政府补贴收入2.72亿元；获得政府划入泸县立石镇玉龙湖景区（三溪口水库）的房屋建

筑物和土地使用权，账面价值16.84亿元，提升了公司资本实力。

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中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及四川华信（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2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增4家纳入合并范围的子公司，截至2021年末公司合并范围内子公司共24家。见附录四。

资产结构与质量

2021年公司资产规模持续增长，但其他非流动资产、其他应收款和房屋建筑物类资产占比高，受限资产规模较大，资产整体流动性较弱

受政府资产注入资产规影响，2021年公司资产规模同比增长24.58%。

截至2021年末公司货币资金为2.62亿元，其中受限货币资金71.00万元。公司其他应收款同比增长46.90%，主要系对泸县财政局和泸县粮油贸易总公司的应收款增长较多；其他应收款占当期末总资产的22.89%，主要为应收关联方、政府部门和当地国企的往来款及借款，其中应收泸县财政局和泸县国有资产经营有限公司款项合计占比达80.75%，账款回收风险相对可控，但规模较大，且部分应收款项帐龄较长、回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

因公司会计科目调整，部分存货转计非流动资产，使得存货账面价值同比大幅下降。截至2021年末公司主要有土地指标收储15.72亿元、开发成本3.46亿元和工程施工3.28亿元。开发成本主要为代建项目建设成本，土地指标收储主要为土开公司收储的土地指标。

公司投资性房地产为政府划拨及公司购置的房产、土地资产等，采用公允价值模式计量，截至2021年末账面价值为22.33亿元，同比变化不大。截至2021年末公司固定资产为23.01亿元，主要为房屋建筑物和生产设备等资产，其中价值0.42亿元的粮食物流产业园暂未办理产权证。公司无形资产主要系土地使用权，截至2021年末有价值0.14亿元的土地暂未办理产权证。截至2021年末公司其他非流动资产规模同比去年增长巨大，一方面是由于将存货中的部分代建项目资产（账面价值23.80亿元）转计本科目，另一方面由于政府注入三溪口水库资产计入本科目所致。

表11 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	2.62	1.51%	5.24	3.77%

其他应收款	39.59	22.89%	26.95	19.41%
存货	23.46	13.57%	43.47	31.31%
流动资产合计	69.10	39.96%	81.78	58.91%
投资性房地产	22.33	12.91%	22.16	15.96%
固定资产	23.01	13.30%	23.90	17.22%
无形资产	4.36	2.52%	4.14	2.98%
其他非流动资产	48.83	28.23%	2.54	1.83%
非流动资产合计	103.84	60.04%	57.04	41.09%
资产总计	172.94	100.00%	138.82	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，公司受限资产合计 23.52 亿元，占期末总资产比重为 13.60%，整体受限规模较大，受限资产详情见下表。

表12 截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	受限余额	受限原因
货币资金	71.01	定期存单
房屋建筑物	172,423.00	为贷款提供抵押
土地	35,452.62	为贷款提供抵押
机器设备	27,292.11	融资租赁抵押
合计	235,238.70	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

综上，2021 年公司资产规模保持较快增长，以存货、其他非流动资产、其他应收款、投资性房地产和固定资产构成，受限资产规模较大，其他应收款对公司资金占用较大。整体而言公司资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2021 年公司营收增长较快，业务收入来源仍多元化，主营业务盈利能力有所提升，利润仍主要来自政府补助

公司营业收入来源仍较为多元化，受代建土地指标收入、代建开发和广告及课后服务业务收入增长影响，2021 年公司营业收入较去年增长较大，收现比虽有所下滑，但仍表现尚可。2021 年公司主营业务毛利率大幅上升带动销售毛利率上升，主要系土地指标业务成本核算方法进一步明晰毛利率大幅提高所致。

2021 年公司获得政府补贴合计 2.72 亿元，是当期利润总额的 222.95%，政府补助仍是公司利润的最主要来源。此外，得益于投资性房地产的增值，2021 年公司实现公允价值损益 1,050.31 万元，为利润提供一定补充。截至 2021 年末，主要在建代建项目计划总投资 16.42 亿元，尚需投资规模较大，公司存货中开发成本 3.45 亿元、其他非流动资产中尚有代建项目资产 23.80 亿元，整体来看，业务可持续性较好。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

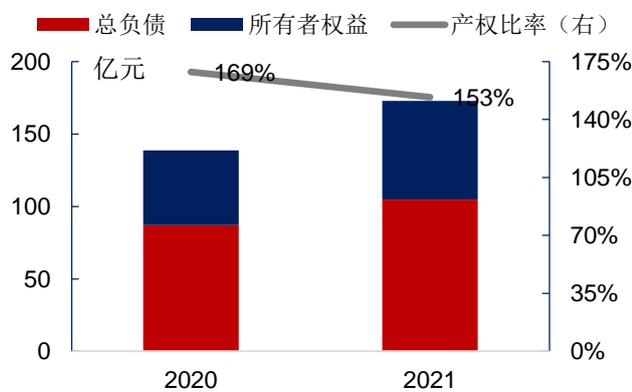
指标名称	2021年	2020年
收现比	90.70%	103.37%
营业收入	10.17	7.74
营业利润	1.22	0.90
其他收益	2.72	2.34
利润总额	1.18	0.91
销售毛利率	10.97%	-2.13%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

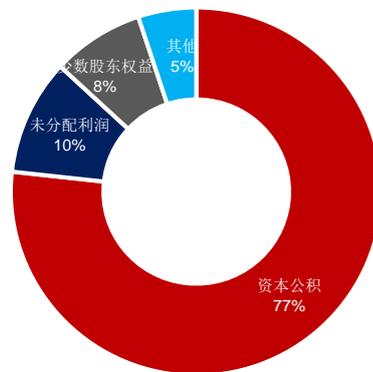
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，现金类资产对短期有息债务的保障水平较低，面临较大的短期偿债压力

2021年公司加大融资力度，截至2021年末负债总额为104.70亿元，同比增加20.11%；受益于泸县人民政府注入资产，2021年末公司所有者权益同比增加32.15%至68.24亿元；综合影响下，公司产权比率由有所下降。截至2021年末，公司所有者权益仍主要由资本公积构成，所有者权益结构较为稳定。

图3 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4 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

公司短期借款主要系保证借款、信用借款和抵押借款，规模较去年大幅增加主要系保证借款增加较多。公司应付账款主要为应付土地指标款、材料款和工程款，截至2021年末为3.71亿元，同比减少29.87%，账龄集中在2年以内。公司其他应付款主要由暂收工程款、往来款、暂借款和保证金构成，规模较去年有所上升。2021年末公司仍有一定规模长期债务将于1年内到期，主要是一年内到期的长期借款和应付债券。

截至2021年末公司长期借款余额为32.33亿元，较上年末规模变动不大，主要是质押借款、抵押借款和保证借款；期末公司应付债券为25.70亿元，同比去年大幅增长，主要系新发行债券21泸汇兴1、21泸汇兴2、G21汇兴1和G21汇兴2所致，全部系私募债，票面利率在7%-7.5%之间。截至2021年末公司长

期应付款为12.57亿元，包括融资租赁款3.27亿元和项目专项应付款9.30亿元。

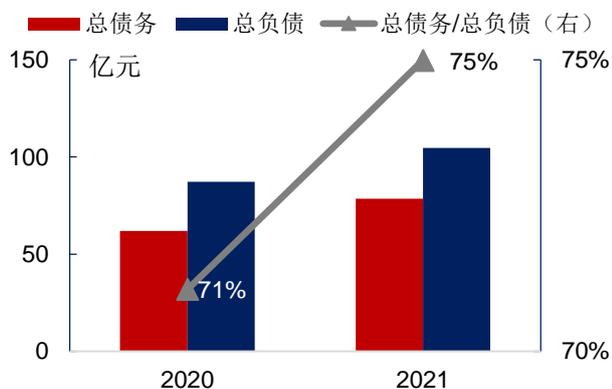
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.82	6.51%	1.34	1.54%
应付账款	3.71	3.54%	5.29	6.06%
其他应付款	7.62	7.28%	5.67	6.50%
一年内到期的非流动负债	9.43	9.01%	11.32	12.98%
流动负债合计	31.80	30.37%	27.23	31.23%
长期借款	32.33	30.88%	33.93	38.92%
应付债券	25.70	24.54%	12.79	14.67%
长期应付款	3.27	3.13%	8.79	10.09%
专项应付款	9.30	8.88%	0.00	0.00%
非流动负债合计	72.90	69.63%	59.95	68.77%
负债合计	104.70	100.00%	87.17	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

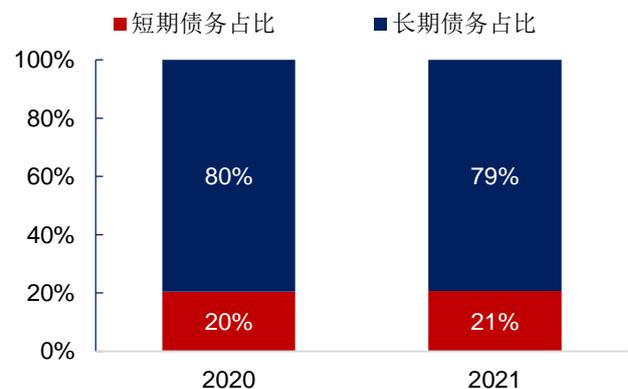
截至2021年末公司总债务余额为78.52亿元，同比增长26.75%，占总负债的75%。2021年公司总债务规模较大且继续增长，偿债压力较大。结构上看，依然以长期债务为主。

图 5 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从资产负债率看，2021年末公司负债水平稍有降低但仍位于高位。2021年公司现金短期债务比大幅下降至低位，主要系货币资金较去年下降较多，现金类资产对短期有息债务的保障水平仍较低。2021年公司EBITDA利息保障倍数较去年有所提高，盈利能力提高对利息的保障程度有所提升但保障程度仍较弱。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
------	-------	-------

资产负债率	60.54%	62.80%
现金短期债务比	0.16	0.41
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.58

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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4月22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。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额共14.22亿元，占同期末净资产的20.83%，担保对象为国有企业或事业单位，均未采取反担保措施，存在较大或有负债风险。另外，公司2017年与泸县兴园管理服务有限责任公司接受泸州医药产业园股权投资基金合伙企业（有限合伙）签订《投资协议》：公司为泸州医药产业园股权投资基金合伙企业（有限合伙）及优先和管理人等合伙人的投资收益及本金退出承担回购责任，金额50,050.00万元，担保期限十年。泸县兴园管理服务有限责任公司向汇兴公司支付回购服务费，按优先级到位资金的0.50%一次性支付。

表16 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
泸州高新区医药产业园区孵化管理有限公司	50,000.00	2034/12/19	无
四川纳兴实业集团有限公司	20,000.00	2022/12/22	无
泸州航空发展投资集团有限公司	20,000.00	2022/8/30	无
泸县水利电力开发总公司	10,000.00	2026/5/26	无
泸州高新区医药产业园区孵化管理有限公司	7,000.00	2024/6/17	无
泸县人民医院	5,000.00	2025/6/18	无
泸县人民医院	5,000.00	2024/6/28	无
泸县人民医院	4,000.00	2025/10/18	无
泸县人民医院	4,000.00	2024/2/18	无
泸州高新区医药产业园区孵化管理有限公司	3,622.50	2023/9/30	无
泸县第二人民医院	3,000.00	2023/9/15	无
泸县人民医院	3,000.00	2023/11/23	无
泸县人民医院	1,500.00	2022/4/29	无
泸县第二人民医院	1,300.00	2024/3/25	无
泸州泸川电子商务有限公司	1,000.00	2022/3/18	无
泸县人民医院	1,000.00	2022/3/1	无

农兴农业公司	990.00	2022/3/18	无
泸县粮油贸易总公司	980.00	2022/6/27	无
四川省泸川贸易有限公司	780.00	2022/3/18	无
合计	142,172.50	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司是泸州市泸县重要的城市开发建设和国有资产经营主体，泸州市是四川省唯一的港口型国家物流枢纽承载城市，白酒产业是区域的支柱产业，传统化工产业持续转型升级，近年深度融入成渝地区双城经济圈的建设，整体发展前景向好，泸县近年工业经济亦保持较快发展。公司主要负责区域内土地整理、基础设施代建、供水安装、粮油收储等业务，业务种类较多，良好的外部环境为公司上述业务的持续性提供了保障。同时公司也存在资产流动性较弱、资金支出压力较大、资产负债水平高等不利因素。但考虑到公司作为区域内重要的投融资主体，在业务开展、资产注入、资金拨付等方面持续获得外部支持的可能性较大，且公司银行授信额度尚余48.31亿元未使用，备用流动性较充足。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

四川发展担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

四川发展担保成立于2010年9月，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）全额出资组建，成立时注册资本5.00亿元。2015年4月，通过股东四川发展控股的增资和新股东四川发展投资有限公司的引入，四川发展担保注册资本增至8.82亿元，并于同年9月完成股份制改造，同时更改为现名。2016年4月，经国家发改委批准，四川发展担保成为专项建设基金投入融资担保体系的试点机构，同年10月，国开发展基金有限公司25.00亿元专项建设基金增资款全部到位，同时控股股东四川发展控股增资25.00亿元，增资后，四川发展担保注册资本达到58.82亿元。2017年7月，原控股股东四川发展控股将其持有的四川发展担保全部股权以股权出资的方式注入四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）。2021年10月，国开发展基金有限公司、四川金控与四川发展担保签订股份转让协议，国开发展基金有限公司将其持有的四川发展担保2.00亿元对应的股份转让给四川金控。截至2021年末，四川发展担保注册资本和实缴资本均为58.82亿元，控股股东为四川金控，持股比例为60.77%，实际控制人为四川省财政厅。

图7 截至2021年末四川发展担保股权结构图



资料来源：四川发展担保提供，中证鹏元整理

四川发展担保主要在四川省内从事债券担保和借款类担保等融资性担保、投标保函和履约保函等非融资性担保以及投资业务。受益于债券担保业务规模显著增长，2021年四川发展担保营业收入同比增长42.26%。投资收益主要来源于委托贷款、债权投资和结构性存款的利息收入。

表17 四川发展担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务小计	36,113.24	96.34%	26,031.46	98.79%	15,513.43	92.22%
担保费	36,113.24	96.34%	25,870.44	98.18%	15,513.43	92.22%
其他	-	0.00%	161.01	0.61%	-	0.00%
其他业务小计	1,373.01	3.66%	319.68	1.21%	1,309.54	7.78%
营业收入合计	37,486.25	100.00%	26,351.14	100.00%	16,822.97	100.00%
投资收益	16,323.24	-	15,204.31	-	12,964.23	-

资料来源：四川发展担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受益于债券担保业务的开展，四川发展担保的在保余额快速增长，截至2021末在保余额为382.12亿元，较2020年末增长39.99%，截至2021年末融资担保责任余额放大倍数为5.49倍，未来担保业务仍有较大发展空间。

表18 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	149.21	146.26	61.99
当期解除担保额	40.06	34.06	14.43
期末担保余额	382.12	272.97	160.77
其中：期末融资担保余额	369.27	264.61	156.22
债券担保余额	335.11	233.33	127.30
借款类及其他融资担保余额	34.17	31.28	28.92
非融资担保余额	12.85	8.36	4.55

融资担保责任余额	310.04	228.23	142.36
当期代偿率	0.00%	0.97%	1.44%
累计代偿回收率	34.66%	29.95%	22.69%
累计担保代偿率	3.05%	3.43%	3.73%
担保风险准备金	6.49	4.90	3.58
拨备覆盖率	1,275.11%	195.89%	76.52%
融资担保责任余额放大倍数	5.49	3.78	2.36

资料来源：四川发展担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，四川发展担保充分发挥股东背景及资金实力等优势，以四川省内城投公司为主要客户，积极拓展城投债担保业务，近年来债券担保业务规模不断扩大。截至2021年末，四川发展担保的债券担保业务规模为335.11亿元，其中发行人主体评级AA及以上的担保余额合计293.55亿元，占全部债券担保余额的87.60%；期限结构方面，截至2021年末，项目期限在2年以上的担保业务余额占全部担保业务余额的93.75%；客户和行业集中度方面，截至2021年末，前十大客户在保余额合计99.40亿元，占当期末所有者权益的比例为161.62%，客户集中度和行业集中度较高。

四川发展担保借款类担保业务主要包括对中小企业的流动资金贷款担保及对城投类客户的中长期贷款担保，截至2021年末，借款类及其他融资担保余额为34.17亿元。近年来中小企业流动资金贷款担保业务风险逐步显现，四川发展担保主动调整业务结构，逐步压缩传统中小企业流动资金贷款担保业务规模，拓展批量分散的贷款担保业务及对城投类客户的中长期贷款担保业务。客户集中度方面，前十大客户在保余额合计为13.45亿元，占当期末所有者权益的比例为21.87%，均为国有企业，且绝大多数均采取了反担保措施。截至2021年末，四川发展担保获得31家银行的授信额度合计为236.10亿元，担保授信额度较为充足，为借款类担保业务的稳健发展提供了保障。

四川发展担保的非融资担保业务主要包括投标保函和履约保函等，近年来四川发展担保加大了非融资担保业务拓展力度，2021年末非融资担保余额为12.85亿元，业务规模仍较小。

担保业务质量方面，前期四川发展担保的代偿项目主要是中小微企业借款担保，自2017年起四川发展担保暂停中小微企业的借款担保业务，2021年8月四川发展担保设立四川普惠融资担保有限公司，将其作为开展普惠担保业务的子公司，近几年随着存量项目退出，2021年当期担保代偿率为0。截至2021年末四川发展担保代偿余额为7.10亿元，已计提6.59亿元减值准备，累计回收率为34.66%，回收情况欠佳，后续回收情况需持续关注。截至2021年末，四川发展担保计提各项担保业务风险准备金合计6.49亿元，拨备覆盖率达1,275.11%，拨备充足。

资产结构方面，四川发展担保以流动资产为主。截至2021年末，货币资金规模为44.61亿元，占资产总额比例为62.58%；交易性金融资产规模为4.51亿元，为结构性存款；债权投资余额为3.51亿元，全部为四川发展担保的在保项目；其他非流动资产为9.70亿元，主要包括长期委托贷款7.88亿元和存出担保保证金1.24亿元。从三级资产占比情况来看，四川发展担保I、II、III级资产结构整体符合监管要求，

近年来I级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例均在70%以上，资产流动性较好。

负债及所有者权益方面，截至2021年末，负债总额为9.78亿元，主要包括6.25亿元担保赔偿准备金、2.59亿元预收保费；截至2021年末，四川发展担保所有者权益合计为61.50亿元，其中股本为58.82亿元。

表19 四川发展担保主要资产负债表指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
货币资金	44.61	41.11	44.19
交易性金融资产	4.51	3.99	0.00
应收账款	0.51	2.50	4.68
其他应收款	0.21	0.46	0.73
流动资产合计	55.39	49.34	51.58
债权投资	3.51	2.96	0.00
其他非流动资产	9.70	13.98	12.61
非流动资产合计	15.89	18.57	14.22
资产总计	71.28	67.90	65.80
预收款项	2.59	1.89	1.22
应交税费	0.34	0.49	0.50
担保赔偿准备金	6.25	4.76	3.50
负债合计	9.78	7.53	5.51
股本	58.82	58.82	58.82
所有者权益合计	61.50	60.37	60.3

资料来源：四川发展担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力方面，随着债券担保业务的开展，四川发展担保的营业收入快速增长，2021年公司实现营业收入3.75亿元，同比增长42.26%，其中担保费为3.61亿元；2021年四川发展担保计提1.68亿元信用减值损失，全部为坏账损失，对利润实现产生一定程度的负面影响；2021年四川发展担保的营业费用率和净资产收益率分别为16.64%和1.71%，同比之下经营效率和盈利能力均有所提升。

表20 四川发展担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	3.75	2.64	1.68
其中：担保费	3.61	2.59	1.55
管理费用	0.62	0.47	0.42
财务费用	-0.18	-0.36	-0.25
其中：利息收入	0.48	0.67	0.56
投资收益	1.63	1.52	1.30
信用减值损失（损失以“-”号列）	-1.68	-1.44	-1.12
营业利润	1.66	1.27	0.92
利润总额	1.67	1.30	0.96

净利润	1.04	0.51	0.37
营业费用率	16.64%	17.77%	25.00%
净资产收益率	1.71%	0.85%	0.62%

资料来源：四川发展担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

四川发展担保拥有较强的股东背景，控股股东为四川金控，实际控制人为四川省财政厅，控股股东主要从事金融业投资运营、资本运作与资产管理业务，截至2021年末，四川金控资产总额为2,151.97亿元，所有者权益合计为458.77亿元，2021年四川金控实现营业收入53.12亿元，实现净利润11.54亿元。四川金控资本实力雄厚，可为四川发展担保在资金及业务拓展方面提供较大的支持。

综上所述，四川发展担保拥有较强的股东背景，整体资产流动性较好，代偿能力极强，且获得银行担保的授信规模较大，融资担保放大倍数较低，未来业务发展空间大。同时中证鹏元也关注到，四川发展担保的债券担保业务行业及客户集中度较高，累计代偿回收情况欠佳，需关注其代偿和回收情况。经中证鹏元综合评定，四川发展担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

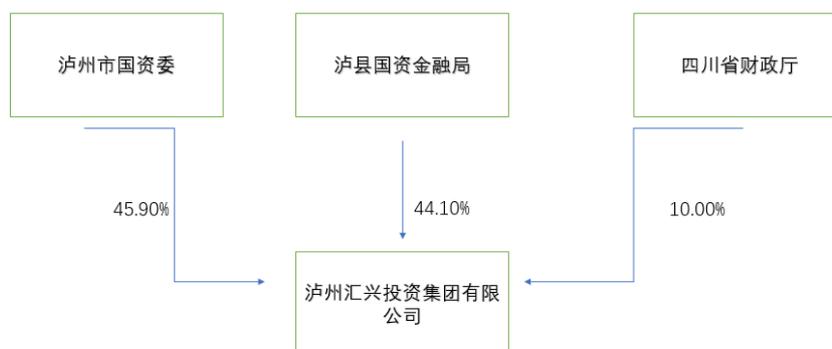
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR泸汇兴/17泸州汇兴债”的信用等级为AAA。

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	2019年
货币资金	2.62	5.24	2.97
其他应收款（合计）	39.59	26.95	33.81
存货	23.46	43.47	31.61
流动资产合计	69.10	81.78	71.51
投资性房地产	22.33	22.16	21.98
固定资产	23.01	23.90	17.47
1.固定资产	23.01	23.90	17.47
其他非流动资产	48.83	2.54	2.02
非流动资产合计	103.84	57.04	50.00
资产总计	172.94	138.82	121.52
短期借款	6.82	1.34	0.71
一年内到期的非流动负债	9.43	11.32	13.58
流动负债合计	31.80	27.23	25.75
长期借款	32.33	33.93	28.84
应付债券	25.70	12.79	9.85
长期应付款（合计）	12.57	8.79	4.23
长期应付款	3.27	8.79	1.73
非流动负债合计	72.90	59.95	47.19
负债合计	104.70	87.17	72.94
总债务	78.52	61.95	54.63
营业收入	10.17	7.74	9.61
所有者权益	68.24	51.64	48.57
营业利润	1.22	0.90	0.91
其他收益	2.72	2.34	4.07
利润总额	1.18	0.91	0.91
经营活动产生的现金流量净额	-1.77	1.28	-4.73
投资活动产生的现金流量净额	-7.85	-1.78	-3.57
筹资活动产生的现金流量净额	7.03	2.78	2.51
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	10.97%	-2.13%	1.63%
收现比	90.70%	103.37%	87.97%
资产负债率	60.54%	62.80%	60.03%
现金短期债务比	0.16	0.41	0.21
EBITDA（亿元）	3.64	2.06	4.51
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.58	1.21

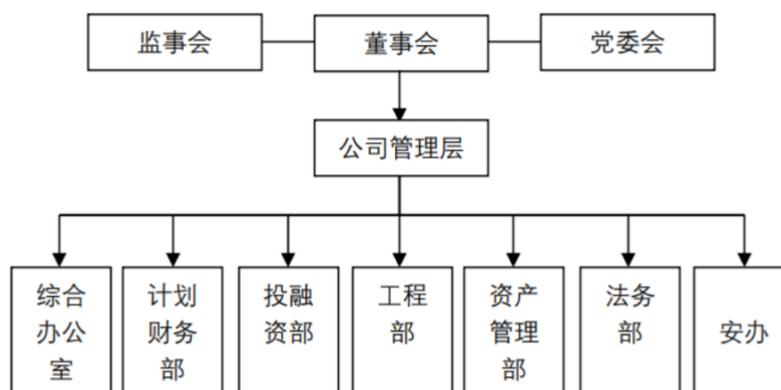
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



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的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泸州汇兴城市开发投资有限公司	200,000.00	100%	房地产开发
泸县宏远实业有限责任公司	5,000.00	100%	基础设施建设
泸县汇兴保安服务有限责任公司	300.00	100%	服务业
泸县汇兴驾考咨询服务有限公司	500.00	100%	服务业
泸州龙兴建筑有限公司	4,168.00	100%	工程承包
泸县顺通水务有限公司	5,000.00	100%	自来水供应
泸县现代农业开发有限责任公司	500.00	100%	农业投资
泸州智康教育广告投资有限公司	1,000.00	100%	广告服务业
四川龙城文化旅游发展有限公司	5,000.00	100%	旅游业
泸县土地开发有限公司	15,000.00	100%	房地产开发
泸县开元粮食有限责任公司	2,000.00	100%	农副食品加工
泸县玉蟾殡仪服务有限公司	50.00	100%	殡仪服务
泸县市政环卫工程有限公司	5,000.00	100%	基础设施维护
泸县龙城商砼有限公司	1,600.00	51%	制造业
泸县汇兴汽车服务有限公司	200.00	100%	服务业
泸县雨坛彩龙演艺有限公司	30.00	100%	旅游业
泸县龙跃文化旅游发展有限公司	2,000.00	100%	旅游业
泸县聚有贸易有限公司	100.00	100%	批发零售
泸县天立小学校	5,000.00	100%	教育
泸县二中实验学校	5,000.00	100%	教育
泸州汇兴物资有限公司	50,000.00	100%	食品销售及药品批发
泸州汇兴龙脑桥健康养老服务有限公 司	500.00	100%	养老服务
泸州汇兴置业管理有限公司	500.00	100%	房地产开发经营
泸州汇兴恒旺商贸有限公司	300.00	100%	食品经营

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。