

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0582号

## 泸州产业发展投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“21 泸发展”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“21 泸发展”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月二十四日



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月24日

# 泸州产业发展投资集团有限公司 主体及“21 泸发展”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/24	AA/稳定	张青源	吴奉颖

主体概况			评级模型													
<b>债项简称</b>	<b>跟踪评级结果</b>	<b>上次评级结果</b>	<b>1.基础评分模型</b>													
21 泸发展	AAA	AAA	<b>一级</b>	<b>二级指标</b>	<b>权重</b>	<b>得分</b>	<b>一级</b>	<b>二级指标</b>	<b>权重</b>	<b>得分</b>						
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			地区综合实力	区域层级	20.00%	14.00	企业经营与财务实力	资产规模	36.00%	28.80						
				GDP 总量	32.00%	25.60		净资产规模	36.00%	28.80						
				GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	5.40						
				人均 GDP	4.00%	2.40		全部债务资本化比率	9.00%	5.40						
				一般公共预算收入	32.00%	25.60		补助收入/利润总额	5.00%	2.00						
				一般公共预算收入增速	4.00%	3.20		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00						
				上级补助收入	4.00%	3.20										
<b>主体概况</b>			<b>2.二维矩阵映射</b>				<b>3.评级调整因素</b>									
公司是泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，继续从事泸州市范围内的基础设施及安置房建设、化肥化工产品销售、贸易、酒类销售和医药销售等业务。泸州市国有资产监督管理委员会为公司的控股股东及实际控制人。			<b>维度</b>	<b>地区综合实力</b>									<b>基础模型参考等级</b>	<b>AA+</b>		
				1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档				
			<b>企业经营与财务实力</b>	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	<b>评级调整因素</b>	<b>区域专营地位及外部支持</b>	<b>-1</b>
				2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA-			
				3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-			
				4 档	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+			
				5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+			
				6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+			
				7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+			
				8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+			
9 档	AA-	AA-		AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+						
			<b>基础模型参考等级</b>				<b>AA+</b>				<b>4.主体信用等级</b>		<b>AA</b>			
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。																

## 评级观点

东方金诚认为，泸州市经济实力仍很强；公司主营业务区域专营性较强，继续得到股东和相关各方的支持；天府信用增进股份有限公司为“21 泸发展”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司收入结构尚待优化，资产流动性较弱，面临较大的短期偿债压力；泸州市存在多家基础设施建设类主体，公司区域专营性和可获得的外部支持相对有限。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“21 泸发展”的信用等级为 AAA。

## 同业对比

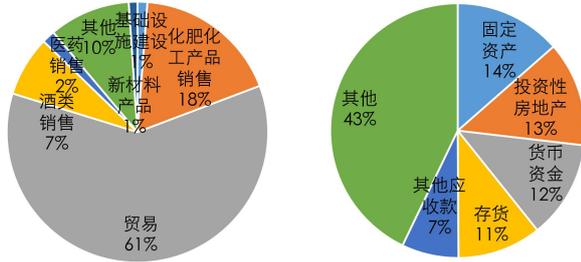
项目	泸州产业发展投资集团有限公司	遂宁发展投资集团有限公司	毕节市建设投资有限公司	宜春市城市建设投资开发有限公司	信阳华信投资集团有限责任公司
地区	四川省泸州市	四川省遂宁市	贵州省毕节市	江西省宜春市	河南省信阳市
GDP (亿元)	2406.08	1519.87	2181.48	3191.28	3064.96
GDP 增速 (%)	8.5	8.2	6.8	8.9	6.5
人均 GDP (元)	56494*	54632*	31871*	63957	49345
一般公共预算收入 (亿元)	190.00	91.68	123.82	254.22	135.39
一般公共预算支出 (亿元)	443.00	280.33	675.40	649.56	625.46
资产总额 (亿元)	500.81	255.98	388.01	514.68	337.52
所有者权益 (亿元)	163.89	112.88	156.07	163.28	157.37
营业收入 (亿元)	297.57	6.30	7.52	29.57	11.09
利润总额 (亿元)	6.15	1.55	1.39	2.77	1.02
资产负债率 (%)	67.28	55.90	59.78	68.27	53.38
全部债务资本化比率 (%)	55.17	28.52	29.65	65.56	37.08

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，表中标“\*”人均 GDP 为估算，下同

注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

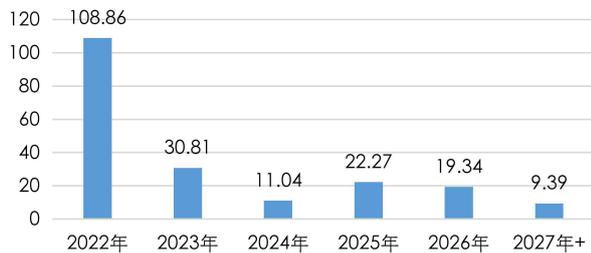
### 2021年公司营业收入构成 2021年末公司资产构成



### 公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年	2022年Q1
资产规模	366.46	481.53	500.81	512.64
所有者权益	119.21	164.25	163.89	166.24
营业收入	237.15	264.23	297.57	61.16
利润总额	1.85	7.73	6.15	-0.04
全部债务	162.50	212.30	201.70	209.62
资产负债率	67.47	65.89	67.28	67.57
全部债务资本化比率	57.68	56.38	55.17	55.77

### 截至2021年末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



### 地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	泸州市		
GDP总量	2081.26	2157.20	2406.08
GDP增速	8.0	4.2	8.5
人均GDP (元)	48105	50710*	56494*
一般公共预算收入	159.64	170.07	190.00
一般公共预算收入增速	13.2	6.5	11.7
上级补助收入	206.48	225.14	211.64

## 优势

- 跟踪期内，泸州市地区经济快速增长，经济总量仍位于四川省前列，工业经济对地区经济增长贡献较为突出，经济实力仍很强；
- 公司继续从事泸州市的基础设施及安置房建设，该业务仍具有较强的区域专营性；
- 作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面继续获得了股东及各方支持；
- 天府增进为“21 泸发展”本息到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

## 关注

- 公司营业收入中毛利率较低的贸易业务占比仍较高，化肥化工产品销售易受行业景气度影响，收入结构尚待优化；
- 公司非流动资产及流动资产中存货和应收类款项占比仍较高，资产流动性较弱；
- 公司债务率水平较高，且短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力；
- 泸州市存在多家基础设施建设类主体，公司的区域专营地位及可获得的外部支持相对有限。

## 评级展望

预计泸州市地区经济将保持增长，公司业务区域专营性较强，能够得到股东及各方持续支持，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA	AAA (21 泸发展)	2021/6/8	张青源 吴奉颖	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
21 泸发展	2021/6/8	8.00 亿元	2021/12/02-2026/12/02	连带责任保证担保	天府信用增进股份有限公司/AAA/稳定

注：“21 泸发展”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及泸州产业发展投资集团有限公司（以下简称“泸州发展集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

泸州发展集团原名为泸州鸿阳国有资产投资经营集团有限公司，是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”）于2006年7月5日出资组建的国有独资公司。2021年3月，根据四川创兴先进制造业投资有限公司第四期出资证明书，泸州市国资委转入公司用于国家制造业转型升级基金出资的资本金0.20亿元，公司实收资本增至35.50亿元。2021年5月，公司名称由泸州市工业投资集团有限公司更为现名。2021年6月，根据公司于2021年7月1日出具的四川创兴先进制造业投资有限公司第五期出资证明书，泸州市国资委转入公司用于国家制造业转型升级基金出资的资本金0.20亿元，公司实收资本增至35.70亿元。2021年12月，泸州市国资委将其持有的泸州白酒产业发展投资集团有限公司（以下简称“白酒投集团”）30%的股权向公司作价增资，导致公司注册资本增至46.27亿元，实收资本增至44.97亿元。

截至2022年3月末，公司注册资本为人民币46.27亿元，实收资本为人民币44.97亿元。按照注册资本计算，泸州市国资委持有公司88.135%股权，四川省财政厅持有公司7.543%股权，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有公司4.322%股权，泸州市国资委仍为公司的控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，继续承担泸州市范围内的基础设施及安置房建设、化肥化工产品销售、贸易、酒类销售和医药销售等业务。此外，受子公司泸州医疗器械职业学院开始招生并投入教学使用以及酒谷湖尚项目销售商品房影响，公司新增医疗教育和商品房销售业务。

截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共17家，较2020年末新增1家二级子公司，减少8家二级子公司，详见附件二。

## 债项本息兑付及募集资金使用情况

截至2022年3月末，公司发行的“21泸发展”暂未到还本付息日。截至2022年3月末，“21泸发展”募集资金已使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。

在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

### 城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

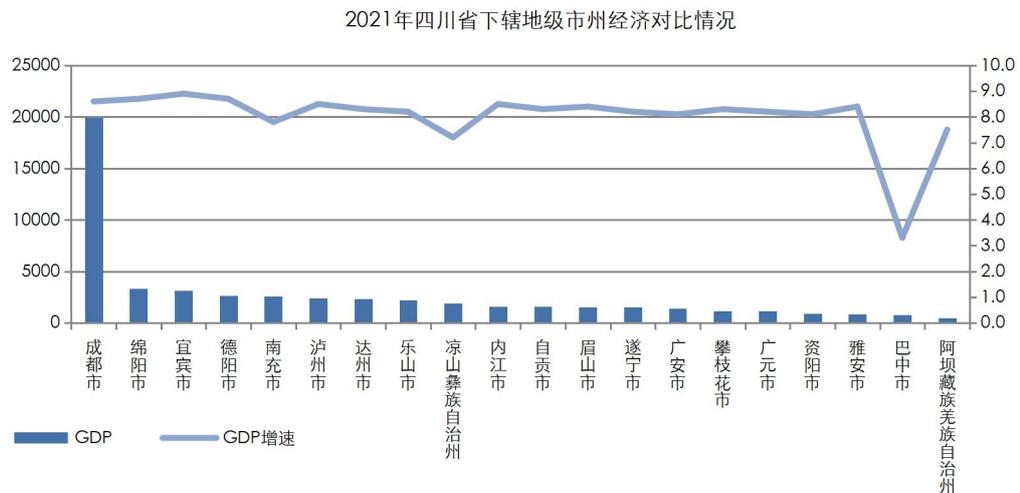
国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

### 地区经济

**跟踪期内，泸州市地区经济快速增长，经济总量仍位于四川省前列，工业经济对地区经济增长贡献较为突出，经济实力仍很强**

2021年，泸州市地区经济快速增长，地区生产总值在四川省下辖各地级市中仍位于前列，经济实力仍很强。工业方面，截至2021年末，泸州市以酒类制造业、能源、化工和机械为主导的四大产业带动工业经济较快增长，其中以泸州老窖为龙头的酒类制造业仍是泸州市的核心产业。2021年，泸州市工业对经济增长的贡献率为42.9%，拉动经济增长3.6个百分点。从重点行业看，泸州市传统四大产业增加值比上年增长10.7%，其中，酒制造业增长11.1%、化工行业增长2.5%、机械行业增长9.4%、能源行业增长22.0%。同期，泸州市以批发零售、旅游业为代表的第三产业亦保持较快增速。

图表 1 泸州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2081.26	8.0	2157.20	4.2	2406.08	8.5
工业增加值	678.08	8.7	703.06	3.6	817.51	11.2
第三产业增加值	842.42	9.5	862.70	5.2	955.41	9.5
全社会固定资产投资	-	11.9	-	10.8	-	11.2
社会消费品零售总额	850.99	11.4	1013.80	-1.8	1204.28	18.8
三次产业结构	10.4: 49.1: 40.5		11.9: 48.1: 40.0		11.0: 49.3: 39.7	

资料来源：2019年~2021年泸州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

## 财政状况

### 跟踪期内，泸州市一般公共预算收入快速增长，综合财政实力依然很强

2021年，泸州市一般公共预算收入快速增长，增速为11.7%。从构成来看，泸州市税收收入113.72亿元，占一般公共预算收入的比重为59.85%，占比有所下降，税收、非税结构有待进一步优化。跟踪期内，受国有土地使用权出让收入减少影响，泸州市政府性基金收入下降较快，该收入易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来存在一定的不确定性。此外，泸州市上级补助收入仍较大，是地区财力的重要补充。总体来看，泸州市综合财政实力依然很强。

跟踪期内，泸州市一般公共预算支出为443.00亿元，同比增长9.50%；政府性基金支出有所下降。2021年，泸州市地方财政自给率有所增长，但地方财政自给程度仍较弱。

截至2021年末，泸州市地方政府债务余额为726.60亿元，其中一般债务余额264.00亿元，专项债务余额462.60亿元。

图表 2 泸州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	159.64	170.07	190.00
其中：税收收入	103.43	108.49	113.72
上级补助收入	206.48	225.14	211.64
政府性基金收入	209.58	194.99	162.99
<b>财政收入</b>	<b>575.70</b>	<b>590.20</b>	<b>564.63</b>
一般公共预算支出	443.09	449.73	443.00
政府性基金支出	200.27	262.65	225.18
地方财政自给率（%）	36.03	37.82	42.89

注 1：财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入

注 2：地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%

资料来源：2019 年~2020 年泸州市财政决算情况及 2021 年泸州市预算执行情况，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入继续快速增长，受益于盈利能力很强的酒类销售业务，公司毛利润大幅增长，毛利率有所提升；但公司毛利率较低的贸易业务占比仍较高，化肥化工产品销售易受行业景气度影响，收入结构尚待优化

公司作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，继续从事泸州市范围内的基础设施及安置房建设、化肥化工产品销售、贸易、酒类销售和医药销售等业务。

2021 年，公司营业收入继续快速增长，其中贸易业务对收入的贡献最大。基础设施及安置房建设业务收入较上年有所下降。受国内煤价走高，国际油价、气价等能源价格走高，化肥化工产品市场景气度持续攀升影响，跟踪期内化肥化工产品销售业务收入有所增长，成为公司营业收入的重要构成。公司贸易收入有所增长主要系公司加大销售力度、拓展销售渠道，贸易货种增加以及主要货种收入提升，贸易业务持续扩张所致。2021 年，公司酒类销售收入大幅增长，主要系酱酒销售收入同比增幅较大所致。同期，负责公司新材料业务的四川中蓝国塑新材料科技有限公司（以下简称“中蓝新材料”）不再纳入公司合并报表范围。2021 年，公司其他业务仍包括建筑工程及安装、保安及相关服务、能源销售、金融投资服务以及房地产开发业务等，受建筑工程及安装收入大幅增长影响，公司其他业务收入大幅增长，成为营业收入的有益补充。

2021 年，公司毛利润大幅增长，主要受益于盈利能力很强的酒类销售业务；毛利率有所增长。

2022 年 1~3 月，公司营业收入为 61.16 亿元，毛利润为 5.71 亿元，毛利率为 9.33%。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施及安置房建设	9.46	3.99	6.00	2.27	3.63	1.22
化肥化工产品销售	43.63	18.40	46.79	17.71	53.60	18.01
贸易	159.43	67.23	171.62	64.95	180.19	60.55
酒类销售	4.11	1.73	11.72	4.44	22.22	7.47
医药销售	3.62	1.53	4.74	1.79	4.81	1.62
新材料销售	-	-	4.10	1.55	3.19	1.07
其他	16.90	7.13	19.24	7.28	29.93	10.06
<b>合计</b>	<b>237.15</b>	<b>100.00</b>	<b>264.23</b>	<b>100.00</b>	<b>297.57</b>	<b>100.00</b>
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及安置房建设	0.32	3.39	0.84	13.98	0.31	8.53
化肥化工产品销售	6.50	14.91	7.73	16.52	12.73	23.75
贸易	0.31	0.19	0.75	0.44	0.69	0.39
酒类销售	1.56	37.91	3.31	28.27	8.15	36.70
医药销售	0.57	15.87	0.54	11.43	0.63	13.11
新材料销售	-	-	0.43	10.37	-0.37	-11.76
其他	3.77	22.28	5.12	26.61	6.92	23.13
<b>合计</b>	<b>13.03</b>	<b>5.50</b>	<b>18.72</b>	<b>7.08</b>	<b>29.07</b>	<b>9.77</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 基础设施及安置房建设

公司作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，继续从事泸州市的基础设施及安置房建设，该业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，继续从事泸州市范围内的基础设施、安置房和公共服务配套设施等建设，具体涵盖泸州市城区、泸州白酒产业园区、泸州国家高新区生态工业园，该业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施及安置房建设业务仍主要包括两项子业务，即安置房建设和园区开发。安置房建设业务和园区开发业务仍主要采用代建和自建两种模式，较上年无重要变化。2021年，公司基础设施及安置房建设收入为3.63亿元，主要来源于白酒投集团泸州老窖酿酒工程技改项目安置房（七期安置房项目）等项目；毛利率为8.53%，较上年有所下降系项目变动导致毛利率波动所致。

截至2021年末，公司重点在建基础设施及安置房建设项目主要为春江·酒城嘉苑、产业扶贫叙永创新示范园智能酿造研发中试技改项目等，合计计划总投资35.34亿元，已完成投资16.79亿元，尚需投资18.55亿元。同期末，公司暂无重点拟建基础设施项目。

图表4 截至2021年末公司主要在建基础设施及安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
春江·酒城嘉苑	18.61	8.70	9.91
产业扶贫叙永创新示范园智能酿造研发中试技改项目	4.00	1.10	2.90
泸州国际汽车城项目	3.80	1.20	2.60

图表 4 截至 2021 年末公司主要在建基础设施及安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
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— 污水处理厂扩建工程项目	3.44	2.38	1.06
泸州市江阳区酒谷湖水系连通工程	2.99	1.78	1.21
永乐基地	2.50	1.63	0.87
<b>合计</b>	<b>35.34</b>	<b>16.79</b>	<b>18.55</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 化肥化工产品销售

跟踪期内，化肥化工产品销售业务成为公司营业收入和利润的重要构成，但该业务产品价格和收入易受行业景气度影响而存在不确定性

跟踪期内，公司继续从事化肥化工产品销售业务，仍主要由全资二级子公司泸天化集团负责，生产和销售的产品仍主要包含尿素、复合肥等化肥类产品，液氨、甲醇、二甲醚、稀硝酸系列、浓硝酸、液体硝酸铵等化工类产品。

公司化肥化工产品销售的生产、原材料、支付模式和销售模式较上年无重要变化。该业务 2021 年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、陕西未来能源化工有限公司、山东淄矿物产有限公司和国家能源集团宁夏煤业有限公司，2021 年采购金额占总采购金额的 18.96%。

图表 5 泸天化集团化肥化工产品产能情况（单位：万吨、%）

产品	2019 年			2020 年			2021 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	130	109.20	84	130	115.43	88.79	130	110.43	84.95
复合肥	55	36.11	66	55	46.44	84.44	55	47.29	85.98
甲醇	60	50.34	84	60	35.14	58.57	60	47.84	79.73
合成氨(液氨)	100	98.87	99	100	105.58	105.58	100	101.64	101.64
其他	-	30.84	-	-	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>345</b>	<b>325.36</b>	<b>-</b>	<b>345</b>	<b>302.59</b>	<b>-</b>	<b>345</b>	<b>307.20</b>	<b>-</b>

注：上表为子公司泸天化集团口径数据，与合并口径收入存在差异。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年，化肥化工产品下游客户包括泸州汇鑫实业有限公司、江苏天华富邦科技有限公司、云南恒润经贸有限公司、AMEROPAASIA PTE LTD 和 AMBER FERTILISERS LIMITED 等，2021 年前五大客户合计销售收入 9.91 亿元，占该业务年度销售总额比例为 14.68%，客户较为分散。

图表 6 泸天化集团化肥化工产品产销率情况 (单位: 元/吨、万吨、%)

产品	2019年			2020年			2021年		
	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率
尿素	1655	108.09	99	1494	112.23	97.23	2123.33	103.36	93.60
复合肥	1745	37.10	100	1556	45.33	97.61	2087.92	45.19	95.56
甲醇	1715	44.53	88	1413	33.10	94.19	2032.38	42.59	89.02
合成氨(液氨) <sup>1</sup>	2291	26.03	26	2135	26.39	25.00	3105.56	25.27	24.86
其他	-	26.14	85	-	-	-	2123.33	103.36	93.60
合计	-	241.89	74	-	217.05	71.73	-	216.41	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021年, 公司化肥化工产品销售收入为 53.60 亿元; 毛利率为 23.75%, 均有所增长, 主要系 2021 年国内煤价走高, 国际油价、气价等能源价格走高, 化肥化工产品市场景气度持续攀升所致。但该业务产品价格和收入易受行业景气度影响而存在不确定性, 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。

图表 7 泸天化集团化肥化工产品销售业务收入和毛利润构成情况 (单位: 亿元、%)

产品	2019年		2020年		2021年	
	收入	毛利润	收入	毛利润	收入	毛利润
尿素	17.89	4.27	16.77	4.10	21.95	6.53
复合肥	6.48	0.63	6.30	0.65	9.44	0.93
甲醇	7.64	0.30	4.82	-0.06	8.66	-0.25
合成氨(液氨)	5.99	1.47	5.63	1.52	7.85	2.94
其他	7.59	0.48	13.26	1.52	19.64	2.94
合计	45.59	7.15	46.79	7.73	67.53	13.09

注: 此表为泸天化集团口径数据, 与公司合并口径收入存在差异。

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 贸易

跟踪期内, 贸易业务收入继续增长, 已成为公司核心收入来源, 但该业务毛利率低, 对公司利润的贡献小

跟踪期内, 公司贸易业务仍主要由子公司四川省酒业集团有限责任公司(以下简称“川酒集团”)负责运营, 子公司能源投资公司仍参与部分贸易业务。

跟踪期内, 公司贸易业务模式较上年无重要变化。2021年, 公司上游供应商主要为兰州新区商投商贸有限公司、上海井汇石油天然气集团有限公司、中国石油天然气股份有限公司四川成都销售分公司、兰州新区路港国际供应链管理有限公司、西矿(天津)国际贸易有限公司等, 下游客户主要为贵州现代物流供应链管理有限公司、广西优而敏电子商务有限公司、广西建工集团国际有限公司、山能国际产业投资集团(海南)有限公司、宁波毅欣电子商务有限公司等。

2021年, 公司贸易收入为 180.19 亿元, 公司通过加大销售力度、拓展销售渠道, 贸易货种增加以及主要货种收入提升, 业务整体收入继续增加; 毛利率为 0.39%, 毛利率低, 对公司收益贡献小。

<sup>1</sup> 合成氨(液氨)可作为原料生产尿素等产品, 产量中大部分用于内部其他产品生产, 因此产销率低。

图表 8 公司贸易产品情况 (单位: 亿元、%)

产品	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
芳烃类	42.93	26.92	27.62	16.09	12.54	6.96
乙二醇	6.94	4.36	2.68	1.56	12.43	6.90
柴油 (包括轻质循环油)	19.91	12.49	13.38	7.8	7.08	3.93
有机热载体	0.70	0.44	-	-	-	--
电解铜	5.80	3.64	0.89	0.52	-	-
燃料油 (包括汽油)	24.14	15.14	15.02	8.76	18.03	10.01
其他	59.01	37.01	112.03	65.27	130.2	72.26
<b>合计</b>	<b>159.43</b>	<b>100.00</b>	<b>171.62</b>	<b>100.00</b>	<b>180.19</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 酒类销售

**跟踪期内, 公司酒类销售收入及毛利润均大幅增长, 盈利能力很强**

公司酒类销售业务仍主要由川酒集团和白酒投集团负责运营。

跟踪期内, 公司酒类销售收入及毛利润均大幅增长, 盈利能力很强。2021 年, 公司酒类销售收入 22.22 亿元, 收入大幅增长主要系酱酒销售收入同比增幅较大所致; 毛利率 36.70%, 仍处较高水平。

### 医药销售

**公司医药销售收入和毛利率均有所增长, 该业务未来发展前景较好**

跟踪期内, 医药销售业务仍由公司全额出资组建的西南医疗健康产业投资集团有限公司下属子公司泸州市医药有限公司及四川天植中药股份有限公司负责运营。

2021 年, 公司上游采购商主要为四川科伦医药销售有限责任公司、上海梧暖贸易商行、徐州知行优健贸易商行、泸州泽悦商贸有限公司和成都海裕医药有限公司等, 前五大供应商的采购额合计 0.91 亿元, 占采购总额比重 33.58%; 下游客户主要为西南医科大学附属医院、泸州市中医医院、西南医科大学附属中医医院、合江县人民医院和叙永县医药有限公司等, 前五大客户销售金额合计 1.62 亿元, 占销售总额比重 56.45%。

公司医疗销售收入包括普通药品、饮片等销售收入。2021 年, 公司实现医药销售收入 4.81 亿元, 毛利率 13.11%, 业务收入和毛利率均有所提升, 主要系调整销售产品结构, 增加毛利率较高的医疗器械等产品销售所致。

### 新材料产品

**2021 年 12 月起, 中蓝新材料不再纳入公司合并报表范围**

公司新材料业务主要为聚碳酸酯项目, 该项目为四川省 2016 年重点项目, 由中蓝新材料<sup>2</sup>负责建设。根据公司于 2021 年 12 月 8 日发布的《泸州产业发展投资集团有限公司关于转让中蓝

<sup>2</sup> 截至 2022 年 5 月末, 中蓝新材料由泸州汇鑫实业有限公司持股 43.51%, 泸天化集团持股 6.12%, 泸天化股份持股 32.67%, 天华公司持股 5.28%, 泸州蓝晨新材料有限公司持股 7.64%。

国塑公司股权的公告》，公司拟以2020年12月31日为基准日，将持有的中蓝新材料43.51%股权以非公开协议方式转让给泸州汇鑫实业有限公司，转让价格4.12亿元，本次交易不会产生交易损失。本次股权转让完成后，公司将不再具有中蓝新材料的控制权，但公司仍间接持有中蓝新材料28.42%股权，具有重大影响。因而自2021年12月起，中蓝新材料不再纳入公司合并报表范围。此次中蓝新材料的股权变更已于2021年12月27日完成工商变更登记。

2021年，公司实现新材料收入3.19亿元，毛利率-11.76%，毛利率为负主要系原材料受市场行情影响，价格大幅上涨，导致成本增高所致。

### 其他业务

**公司其他业务仍主要包括建筑工程及安装、保安及相关服务、能源销售、金融投资服务以及房地产开发业务等，是营业收入的较好补充**

公司其他业务仍主要包括建筑工程及安装、保安及相关服务、能源销售、金融投资服务以及房地产开发业务等，是营业收入的较好补充。

2021年，建筑工程及安装收入10.36亿元，毛利率14.78%。同期，安保及相关服务业务收入2.45亿元，毛利率27.66%。安保服务业务客户仍主要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。

能源销售业务仍主要由子公司能源投资公司负责。2021年，能源销售业务收入3.34亿元，毛利率13.09%。

金融投资服务业务仍主要由公司投资设立的泸州发展融资担保有限公司、泸州发展国兴投资有限公司及其子公司泸州工投创新投资有限责任公司以及泸州发展租赁有限公司等负责，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。2021年，融资租赁收入1.03亿元，同比增长91%，随着资金渠道及客户的扩展，业务量也随之增长。

房地产开发业务仍主要由川酒集团下属的子公司南充商投置地有限责任公司等负责，主要包括龙湾-凤凰台项目等。截至2021年末，龙湾-凤凰台项目总投资额23.96亿元，已投资20.00亿元，可销售面积为26.71万平方米，已售面积8.11万平方米，预收房款8.5亿元。

### 外部支持

**作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面继续获得了股东及相关各方的支持；但泸州市存在多家基础设施建设类主体，公司的区域专营地位及可获得的外部支持相对有限**

根据泸委办发电[2020]年7号《关于印发<市属功能性企业优化重组实施方案>的通知》要求，泸州市市属功能性企业开展优化重组，市属国有投资公司分类并入泸州市兴泸投资集团有限公司（以下简称“兴泸集团”）、泸州发展集团，保留泸州市高新投资集团有限公司、泸州临港投资集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、白酒投集团4家园区功能性企业，着力构建“2+4”的市属功能性企业布局。

除公司外，泸州市主要的市属国有建设类主体还有兴泸集团。兴泸集团主要负责泸州市内的公用事业建设、城市服务和建筑开发等，公司主要负责泸州市范围内的基础设施及安置房建

设、化肥化工产品销售、贸易、酒类销售和医药销售等，各个建设主体各有侧重的分工，业务范围略有交叉。作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面继续获得了股东及相关各方的支持。

图表 9 泸州市重要已发债国有建设类主体 2021 年（末）主要财务数据（单位：亿元、%）

公司简称	资产总额	所有者权益	全部债务	资产负债率	营业收入	利润总额
泸州发展集团	500.81	163.89	201.70	67.28	297.57	6.15
兴泸集团	976.70	484.72	310.71	50.39	62.25	35.11

资料来源：公司提供、公开资料，东方金诚整理

货币资金注入方面，泸州市国资委 2021 年 3 月、2021 年 6 月和 2021 年 12 月分别向公司注入资金 0.20 亿元、0.20 亿元<sup>3</sup>和 5.80 亿元，合计 6.20 亿元；2021 年 12 月，泸州市国资委将白酒投集团 30.00%股权以评估价 15.52 亿元对公司作价注资，其中 9.27 亿元增加实收资本、6.18 亿元增加资本公积。

实物资产注入方面，泸州市国资委 2021 年 10 月将评估值 384.47 万元的南苑会议中心拨入公司、将泸州两江商贸有限责任公司 51%的股权划拨给公司（增加资本公积 28.89 万元）、弘天化工改制增加资本公积 0.05 亿元。

财政补贴方面，2021 年，公司获得泸州市财政局拨付的财政补贴 1.75 亿元和财政贴息 3.34 亿元。

考虑到公司将继续在泸州市基础设施建设和国有资产经营领域发挥重要作用，预计未来仍将获得股东及相关各方的支持。同时东方金诚关注到，泸州市存在多家基础设施建设类主体，公司的区域专营地位及可获得的外部支持相对有限。

## 企业管理

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本为 46.27 亿元，实收资本为 44.97 亿元，泸州市国资委仍为公司的控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司董事长、总经理、法定代表人、董事及监事发生了变化，组织架构有所调整，调整后公司职能部门包括党群工作部（统战工作部）、综合管理部（董事会办公室、监事会办公室、总经理办公室）、人力资源部、财务管理部（财务管理服务中心）、企业发展与管理部、金融服务部、资产管理部、法务与合规部、审计部、安全环保管理部、战略发展与资本运营部和纪检监察室。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月的合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年合并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。跟踪期内，公司审计机构由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）变更为大华会计师事务所（特

<sup>3</sup> 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创投进行增资，并由泸创投代表泸州市出资参与组建国家制造业转型升级基金。泸州市国资委根据《关于国家制造业转型升级基金 2021 年出资有关事项的请示》（泸经信产融[2021]53 号），2021 年 3 月、2021 年 6 月分别向本公司注资 0.20 亿元，共注资 0.40 亿元。截至 2021 年末，国家制造业转型升级基金资本金到位 0.70 亿元

殊普通合伙)。本报告所披露的 2019 年~2021 年财务数据均采用当年审计报告期末数。公司 2022 年 1~3 月财务数据未经审计。

2021 年,公司合并报表范围内新增泸州发展管理咨询集团有限公司 1 家二级子公司,减少泸州市中旭资产投资有限公司、泸州工投战新基金中心(有限合伙)等 8 家二级子公司。2022 年 1~3 月,公司合并报表范围内二级子公司未发生变更。截至 2022 年 3 月末,公司纳入合并报表范围的二级子公司共 17 家,详见附件二。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内,公司资产总额有所增长,以非流动资产为主,且流动资产中存货和应收类款项占比仍较高,资产流动性较弱**

跟踪期内,公司资产总额有所增长,仍以非流动资产为主。公司流动资产大幅增长,2021 年末主要由货币资金、存货、其他应收款和应收账款构成。

2021 年,公司货币资金主要为银行存款 20.20 亿元和受限资金 41.62 亿元等,受限资金主要为票据保证金、大额存单和担保保证金等。

同期末,公司存货主要由开发成本、库存商品(产成品)、原材料和合同履约成本构成。其中,开发成本 22.13 亿元、合同履约成本 4.32 亿元,主要为子公司泸州发展建设集团有限公司(以下简称“发展建设集团”)开发的安置房项目、川酒集团开发的房地产开发项目和园区开发的基础设施建设项目;库存商品(产成品)13.31 亿元,主要为酒类、化肥化工等库存;原材料为 3.97 亿元。

公司其他应收款主要包括支付的土地整理项目资金和往来款等。2021 年末大幅增长主要系部分原合并范围内子公司本年末不再纳入合并范围,公司与其往来不再合并抵消所致。同期末,公司其他应收款前五名单位及金额分别为四川泸州白酒产业园区管理委员会 14.66 亿元、泸州自贸区龙港建设开发有限公司 5.89 亿元、川酒泸州置地有限责任公司 3.86 亿元、中蓝新材料 3.04 亿元和四川化工集团有限责任公司 2.02 亿元,金额合计 29.46 亿元,合计占其他应收款总额的 75.07%,公司其他应收款中坏账准备 3.09 亿元。

公司应收账款主要由安置房建设款、贸易业务款、项目施工款和酒类销售款等构成,2021 年末有所增长主要系融资租赁和酒类销售业务规模扩大引起的经营应收款的同比增加。

图表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>资产总额</b>	<b>366.46</b>	<b>481.53</b>	<b>500.81</b>	<b>512.64</b>
<b>流动资产</b>	<b>146.92</b>	<b>186.91</b>	<b>231.29</b>	<b>240.64</b>
货币资金	35.68	65.94	62.19	70.58
存货	40.46	48.73	53.26	57.89
其他应收款	22.98	23.98	36.15	31.61
应收账款	13.97	22.74	33.69	25.07
<b>非流动资产</b>	<b>219.54</b>	<b>294.62</b>	<b>269.53</b>	<b>272.00</b>
固定资产	69.14	86.25	67.74	66.82
投资性房地产	48.98	65.99	66.76	68.78
无形资产	14.29	22.10	26.04	26.01
其他非流动资产	18.70	19.39	18.99	17.63
其他权益工具投资	-	-	41.36	40.57

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收股利和应收利息，东方金诚整理

公司非流动资产整体有所下降，主要由固定资产、投资性房地产、无形资产、其他非流动资产和其他权益工具投资构成。2021 年末，公司固定资产主要为房屋及建筑物和专用设备总资产，2021 年大幅下降主要系原二级子公司中蓝新材料和原三级子公司四川天华富邦化工有限责任公司不再纳入公司合并范围所致。2021 年末，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。公司无形资产主要包括土地使用权 23.20 亿元、采矿权 3.94 亿元、特许经营权 1.28 亿元、专利技术及非专利技术 0.46 亿元和计算机软件 0.45 亿元。同期末，公司其他非流动资产主要包括市级直管公有住房 10.42 亿元、长工保障房 3.53 亿元、泸州航空发展投资有限责任公司股权 3.00 亿元、广电大厦 1.19 亿元等。2021 年，公司可供出售金融资产为零，主要系适用新会计准则，将可供出售金融资产重分类为交易性金融资产和其他权益工具投资所致。2021 年末，其他权益工具投资主要为公司对泸州市交通投资集团有限责任公司、泸州市高新投资集团有限公司和四川叙兴实业集团有限公司等多家公司的股权投资。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 126.98 亿元，占资产总额的比重为 25.35%，主要为用于借款抵押的房产、土地使用权、定期存单质押以及保证金等。

## 资本结构

### 受益于股东及相关各方的股权划拨，公司所有者权益略有增长

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，仍以资本公积和实收资本为主。2021 年末，公司实收资本受泸州市国资委注入资本金及股权作价出资影响有所增长；资本公积受泸州市国资委划拨企业股权影响有所增长；未分配利润持续为负主要系泸天化集团以前年度亏损影响了权益的有效积累所致。2021 年末，公司少数股东权益 87.90 亿元，大幅下降主要系泸州市国资委将白酒投集团 30%股权划入公司，公司持股比例增加导致少数股东权益减少所致。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>所有者权益</b>	<b>119.21</b>	<b>164.25</b>	<b>163.89</b>	<b>166.24</b>
实收资本	35.30	35.30	44.97	44.97
资本公积	40.79	40.43	43.86	47.22
未分配利润	-17.15	-14.71	-14.24	-15.66
少数股东权益	57.32	102.76	87.90	89.20

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 跟踪期内，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主

2021 年末，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付账款构成。公司短期借款主要用于经营周转以及偿还有息负债，2021 年末包括保证借款 31.06 亿元、质押借款 6.48 亿元、信用借款 20.55 亿元和抵押借款 2.00 亿元，2021 年末公司短期借款有所增长主要系信用借款大幅增长所致。公司应付票据主要为银行承兑汇票 42.00 亿元和商业承兑汇票 0.15 亿元，2021 年末大幅增长主要系贸易等业务板块更多地采用票据结算导致。

公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 17.56 亿元、长期应付款 5.50 亿元和应付债券 11.94 亿元等；公司其他应付款主要为企业间资金拆借款项、保证金、押金等，2021 年大幅下降主要系 1 年期的融资租赁款已到期，本期新增融资租赁期限主要为 1 年以上；应付账款主要为应付工程款和应付业务款等。

图表 12 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>负债总额</b>	<b>247.25</b>	<b>317.28</b>	<b>336.93</b>	<b>346.40</b>
<b>流动负债</b>	<b>126.63</b>	<b>171.06</b>	<b>214.49</b>	<b>199.64</b>
短期借款	27.87	50.33	60.12	60.43
应付票据	9.23	16.86	42.15	47.91
一年内到期的非流动负债	24.13	25.77	35.87	22.73
其他应付款	29.20	32.91	22.89	20.78
应付账款	17.57	20.97	20.43	14.11
<b>非流动负债</b>	<b>120.62</b>	<b>146.22</b>	<b>122.44</b>	<b>146.76</b>
应付债券	49.03	59.50	45.30	46.90
长期借款	30.73	48.93	39.51	57.17
递延收益	1.35	15.59	15.49	15.48

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付股利和应付利息，东方金诚整理

2021 年末，公司非流动负债有所下降，主要由应付债券、长期借款和递延收益等构成。公司应付债券募集资金主要用于偿还公司有息债务、大竹林二期安置房项目、692 名品园安置房项目和九狮花园安置房项目建设和补充流动资金。2021 年末，公司应付债券包括“18 沪工投债”、“18 沪工 02”、“19 沪工 01”、“20 泸州工投 MTN001”、“20 沪工 01”、“2020 年第一期债券融资计划”、“2020 年债权融资计划第二期”、“21 沪发展”和“21 沪发 02”。

2021 年末，公司长期借款（含一年内到期部分）主要包含质押借款 4.47 亿元、抵押借款

4.05 亿元、保证借款 26.89 亿元和信用借款 4.10 亿元；递延收益主要包括资产性政府补助和收益性政府补助。

**跟踪期内，公司全部债务规模总体略有下降，但债务率水平仍较高，且短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力**

跟踪期内，公司全部债务规模有所下降。2021 年末，短期有息债务占比 53.97%，公司短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。从债务率来看，公司资产负债率有所增长，全部债务资本化比率有所下降，但均处于行业内较高水平。公司全部债务主要包括应付债券和银行借款等，主要用于偿还前期债务、项目投资、泸天化集团改革脱困等。

**图表 13 公司全部债务指标情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	162.50	212.30	201.70	209.62
其中：短期有息债务	67.37	95.99	108.86	93.38
长期有息债务	95.13	116.31	92.84	116.25
资产负债率	67.47	65.89	67.28	67.57
全部债务资本化比率	57.68	56.38	55.17	55.77

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司对外担保余额 29.94 亿元，担保比率为 18.27%，被担保企业均为泸州市属国有企业，且目前经营正常，公司代偿风险较小。

### 盈利能力

**公司营业收入快速增长，利润总额有所下降，净资产收益率维持在较低水平，整体盈利能力一般**

2021 年，公司营业收入快速增长，营业利润率有所提升；期间费用主要为管理费用和财务费用，期间费用率有所增长。同期，公司利润总额有所下降，利润总额对财政补贴仍具有一定的依赖性。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率维持在较低水平，整体盈利能力一般。

**图表 14 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
营业收入	237.15	264.23	297.57	61.16
营业利润率	4.93	5.92	8.17	-
期间费用	15.89	20.03	26.08	5.17
期间费用率	6.70	7.58	8.76	8.45
利润总额	1.85	7.73	6.15	-0.04
其中：财政补贴	3.88	1.18	1.75	-
总资本收益率	3.44	4.29	4.12	-
净资产收益率	1.36	4.13	3.13	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

### 公司经营性净现金流易受主营业务回款及往来款波动影响，未来存在一定的不确定性

2021年，公司经营活动现金流入主要系收到的项目结算款、经营性业务现金、往来款以及财政补贴；现金流出主要为支付的工程建设款及往来款等形成的现金流出；2021年公司经营性现金流持续净流出主要系白酒投集团的代建项目建设及发展建设集团回购安置房影响所致。跟踪期内，公司现金收入比率保持较高水平，主营业务现金获取能力较强。但是公司经营性净现金流易受主营业务回款及往来款波动影响，未来存在一定的不确定性。

2021年，公司投资活动现金流入主要系理财产品投资和企业间的资金拆借形成的现金流入；现金流出主要为公司对聚碳酸酯工业化示范项目等产业投资项目的建设资金，以及对合营联营公司的股权投资，投资活动现金流持续净流出。同期，公司筹资活动现金流入主要为银行借款及发行债券形成的现金流入，现金流出主要为偿还债务本息形成的现金流出；筹资活动现金流由净流入转为净流出。

图表 15 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
经营活动现金流入	246.05	294.53	342.52	64.83
现金收入比率(%)	99.23	107.90	111.91	99.09
经营活动现金流出	242.11	297.92	346.05	70.71
<b>经营活动净现金流</b>	<b>3.94</b>	<b>-3.39</b>	<b>-3.52</b>	<b>-5.88</b>
投资活动现金流入	40.49	23.28	17.46	6.00
投资活动现金流出	52.36	59.85	35.37	10.59
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-11.86</b>	<b>-36.57</b>	<b>-17.91</b>	<b>-4.59</b>
筹资活动现金流入	90.07	161.33	141.75	61.20
筹资活动现金流出	83.94	109.25	141.94	47.88
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>6.13</b>	<b>52.07</b>	<b>-0.20</b>	<b>13.32</b>

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2021年及2022年1~3月，公司现金及现金等价物净增加额分别为-21.62亿元和2.85亿元。

## 偿债能力

### 公司主营业务具有较强的区域专营性和竞争优势，得到了股东及相关方的持续支持，综合偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率有所下降，速动比率有所增长，现金比率有所下降，且流动资产中存货和应收类款项占比较高，对流动负债的实际保障程度一般。同时，公司货币资金对短期有息债务的保障情况有待提升。

从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率有所下降，EBITDA对利息的保障程度较强，对全部债务的保障程度相对较弱。

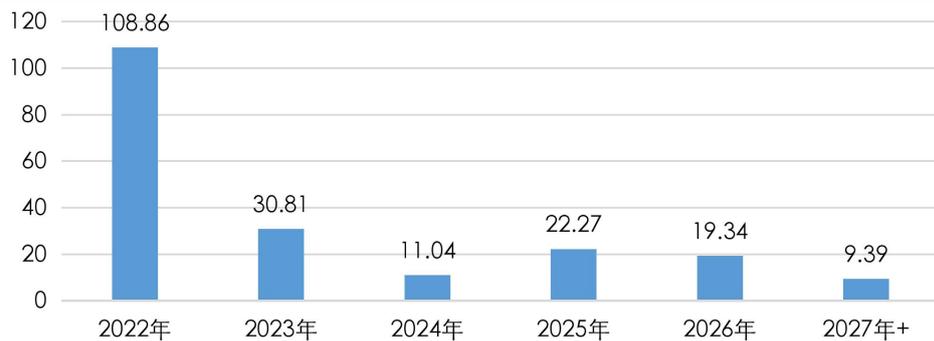
图表 16 公司主要偿债能力指标情况（单位：%）

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年3月(末)
流动比率	116.02	109.26	107.83	120.54
速动比率	84.07	80.78	83.00	91.54
现金比率	28.18	38.55	29.00	35.35
货币资金/短期有息债务(倍)	0.53	0.69	0.57	0.76
长期债务资本化比率	44.38	41.46	36.16	41.15
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	2.24	2.11	-
全部债务/EBITDA(倍)	11.18	9.23	9.05	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

从债务期限结构来看，公司 2022 年到期债务规模为 108.86 亿元，面临较大的短期偿付压力。截至 2022 年 3 月末，公司已偿还有息债务约 30.00 亿元。公司偿债资金来源于经营性收入回款、投资收益以及再融资，包括债券、银行借款、其他借款等。针对 2022 年到期债务，公司制定了债务到期前 3 个月着手开展相关工作，到期前 1 个月完成审批，确保兑付资金提前落地的工作方针，提前做好资金计划和保障。

图表 17 截至 2021 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

综合分析，公司仍是泸州市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主营业务仍具有较强的区域专营性和竞争优势，得到了股东及相关各方的持续支持，东方金诚认为，公司综合偿债能力仍很强。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 6 月 7 日，公司未结清和已结清贷款信息中无关注类和不良类贷款记录。截至本报告出具日，公司发行的债券及债务融资工具到期本息均已按期支付。

### 抗风险能力

基于对泸州市的地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍很强。

## 增信措施

天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府增进”）为“21 泸发展”本息到期兑付提供不可撤销的连带责任保证担保。

### 天府增进为“21 泸发展”本息到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

天府增进成立于 2017 年 8 月 28 日，系经四川省政府国有资产监督管理委员会及四川省金融工作局批复同意，由四川发展（控股）有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司、四川交投产融控股有限公司、四川金融控股集团有限公司等 9 家企业共同出资组建的专业信用增进机构。2019 年 10 月，成都交子金融控股集团有限公司将其持有的天府增进 5% 股权转让给交子新兴金控。截至 2021 年末，天府增进实收资本为 40.00 亿元。其中，四川发展控股直接持有 25.00% 股权，同时通过全资以及铁投资本控股、蜀道资本和四川金控间接持有 45.00% 股权，为天府增进控股股东。四川发展控股将天府增进管理权委托给四川金控管理，四川金控实际控制人为四川省财政厅。

天府增进营业收入主要来源于增信业务和投资业务（含委托贷款、债券投资、银行理财及基金产品投资）。随着各项业务规模不断扩大，天府增进营业收入快速增长。2021 年天府增进实现营业收入 11.46 亿元，较上年增长 27.36%，其中增信业务和投资业务占比分别为 60.14% 和 36.11%。

天府增进按照四川金控集团的统筹安排和工作部署，持续发展增信业务，其增信客户均为国有企业，以四川省内城投公司为主。截至 2021 年末，天府增进增信业务余额为 640.46 亿元，增信责任余额为 518.76 亿元，增信放大倍数达到 8.06 倍，已出具增信函但尚未发行的增信余额 191.10 亿元。天府增进增信债券发行方主体级别主要为 AA 级及 AA+ 级，债券期限多为 3+2 年期，债券品种以公司债和定向融资工具为主。

截至 2021 年末，天府增进投资业务余额为 64.40 亿元，较 2020 年末增加 4.64 亿元。天府增进投资业务收入为营业收入的重要组成部分，近 3 年占营业收入的比重保持在 36% 以上。天府增进按照《融资担保公司资产比例管理办法》对三类资产进行管理，截至 2021 年末天府增进 I 类资产占比为 68.50%，III 类资产占比 28.80%。

东方金诚认为，天府增进形成了较强的品牌和市场影响力，增信业务规模当期位列四川省第一；天府增进增信客户主要为四川省内城投公司，且自主搭建内部评级体系开展客户风险评估，无代偿产生，信用质量较好；随着增信业务和投资业务快速发展，天府增进营业收入持续增加，盈利能力处于同业较好水平；天府增进资本实力很强，I 类资产占比较高，整体资产流动性较好，外部融资渠道通畅。

同时，东方金诚关注到，天府增进增信业务和投资业务客户重合度较高，且行业和区域集中度高，不利于风险分散；受增信余额快速增长及历史准备金计提比例低的影响，天府增进准备金覆盖率仍不足 1%，对或有代偿的覆盖水平偏低；随着业务规模的持续扩张，天府增进增信放大倍数快速增长至较高水平，未来面临一定的资本补充压力。

综合分析，东方金诚评定天府增进主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。天府增进为“21

“21 泸发展”本息到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

## 结论

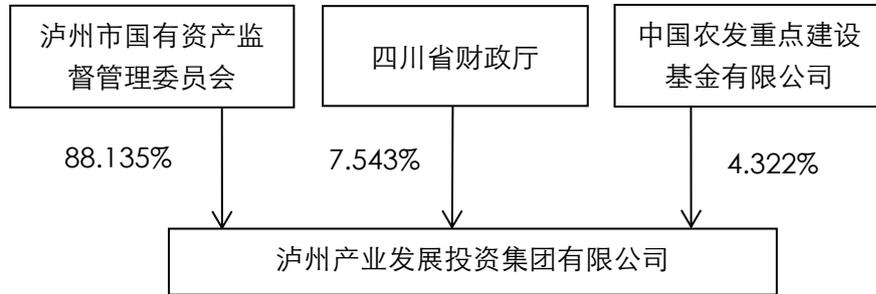
东方金诚认为，跟踪期内，泸州市地区经济快速增长，经济总量仍位于四川省前列，工业经济对地区经济增长贡献较为突出，经济实力仍很强；公司继续从事泸州市的基础设施及安置房建设，该业务仍具有较强的区域专营性；作为泸州市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面继续获得了股东及相关各方的支持；天府增进为“21 泸发展”本息到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司营业收入中毛利率较低的贸易业务占比仍较高，化肥化工产品销售易受行业景气度影响，收入结构尚待优化；公司非流动资产及流动资产中存货和应收类款项占比仍较高，资产流动性较弱；公司债务率水平较高，且短期债务规模较大，面临较大的短期偿付压力；泸州市存在多家基础设施建设类主体，公司的区域专营地位及可获得的外部支持相对有限。

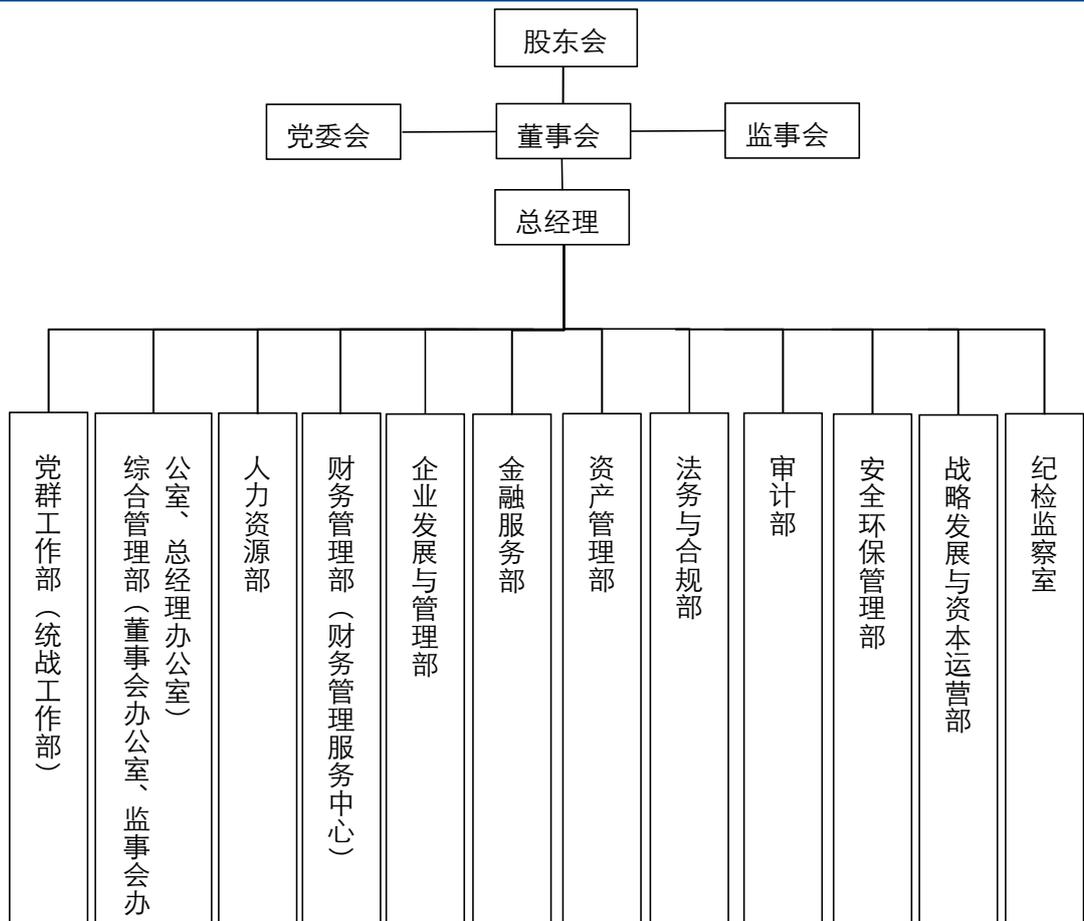
综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“21 泸发展”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图（按注册资本计算）



组织架构图



附件二：截至 2021 年末公司纳入合并范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

序号	单位名称	注册资本	直接持股比例	取得方式	成立/划拨时间
1	泸州国有资产经营有限公司	16000.00	100.00	设立	1999 年
2	泸州发展资产经营管理有限公司	13914.41	52.50	设立	2005 年
3	泸州发展建设集团有限公司	299525.3511	100.00	设立	2013 年
4	泸州合江工业投资有限公司	51000.00	51.00	设立	2015 年
5	泸州发展能源投资有限公司	20000	100.00	设立	2016 年
6	泸州发展融资担保有限公司	30000	93.49	设立	2016 年
7	泸州工投股权投资引导基金中心（有限合伙）	90100.00	99.89	设立	2016 年
8	西南医疗健康产业投资集团有限公司	151554.63	100.00	设立	2016 年
9	泸州发展智汇科技有限公司	500.00	100.00	设立	2017 年
10	泸州发展融资租赁有限公司	50000.00	100.00	设立	2017 年
11	四川融通安防投资集团有限公司	10000.00	100.00	设立	2017 年
12	四川省酒业集团有限责任公司	100000.00	81.40	设立	2017 年
13	泸州发展国兴投资有限公司	3007.299835	100.00	设立	2018 年
14	泸天化（集团）有限责任公司 <sup>1</sup>	102802.934176	100.00	划拨	2018 年
15	泸州白酒产业发展投资集团有限公司 <sup>2</sup>	506127.3863	23.24	划拨	2018 年
16	泸州工投创新投资有限责任公司	33000.00	100.00	设立	2018 年
17	泸州发展管理咨询集团有限公司	5000.00	100.00	设立	2021 年

注 1：根据公司于 2021 年 12 月 9 日发布的《泸州产业发展投资集团有限公司关于资产整合方案的公告》（以下简称“《资产整合公告》”），泸州市国资委拟将泸天化集团所持有的四川天华股份有限公司（以下简称“天华公司”）10.55%股权、四川天华富邦化工有限责任公司（以下简称“富邦公司”）53.03%股权划转至泸州市国资委。截至 2021 年 11 月末，天华公司 10.55%的股权初始投资成本 1.05 亿元（未经审计），已全额计提减值损失；富邦公司 53.03%的股权初始投资成本 3.13 亿元，账面价值 7.2 亿元（未经审计），上述划出资产账面价值合计 7.2 亿元。富邦公司股权划转事项已于 2021 年 12 月 24 日完成工商变更，天华公司股权划转已于 2021 年 12 月 30 日完成过户。

注 2：公司原持有白酒投集团 13.33%的股权，但根据白酒投集团的章程规定公司行使泸州市国资委 37.67%的股东表决权，故而白酒投集团为公司实际控制的子公司并纳入合并报表范围。2021 年 12 月，泸州市国资委将其持有的白酒投集团 30%的股权向公司作价增资，截至 2021 年末，泸州发展集团实际持有白酒投集团 41.19%的股权，但根据白酒投集团的章程规定及《泸州市国资委关于〈泸州发展集团和川酒集团增资及股权重组方案〉的批复》（泸国资委发〔2021〕156 号），受泸州市国资委委托，泸州发展集团共行使 51%的股东表决权，形成实际控制。

资料来源：公司合并财务报表及公开资料，东方金诚整理。

## 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
<b>主要财务数据（单位：亿元）</b>				
资产总额	366.46	481.53	500.81	512.64
其中：固定资产	69.14	86.25	67.74	66.82
投资性房地产	48.98	65.99	66.76	68.78
货币资金	35.68	65.94	62.19	70.58
存货	40.46	48.73	53.26	57.89
负债总额	247.25	317.28	336.93	346.40
其中：应付债券	49.03	59.50	45.30	46.90
短期借款	27.87	50.33	60.12	60.43
长期借款	30.73	48.93	39.51	57.17
全部债务	162.50	212.30	201.70	209.62
其中：短期有息债务	67.37	95.99	108.86	93.38
所有者权益	119.21	164.25	163.89	166.24
营业收入	237.15	264.23	297.57	61.16
利润总额	1.85	7.73	6.15	-0.04
经营活动产生的现金流量净额	3.94	-3.39	-3.52	-5.88
投资活动产生的现金流量净额	-11.86	-36.57	-17.91	-4.59
筹资活动产生的现金流量净额	6.13	52.07	-0.20	13.32
<b>主要财务指标</b>				
营业利润率（%）	4.93	5.92	8.17	-
总资本收益率（%）	3.44	4.29	4.12	-
净资产收益率（%）	1.36	4.13	3.13	-
现金收入比率（%）	99.23	107.90	111.91	99.09
资产负债率（%）	67.47	65.89	67.28	67.57
长期债务资本化比率（%）	44.38	41.46	36.16	41.15
全部债务资本化比率（%）	57.68	56.38	55.17	55.77
流动比率（%）	116.02	109.26	107.83	120.54
速动比率（%）	84.07	80.78	83.00	91.54
现金比率（%）	28.18	38.55	29.00	35.35
经营现金流动负债比率（%）	3.11	-1.98	-1.64	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.61	2.24	2.11	-
全部债务/EBITDA（倍）	11.18	9.23	9.05	-

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

## 短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。