

泸州市工业投资集团有限公司

2017 年公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【243】
号 01

分析师

姓名：
刘惠琼 杨再昆

电话：
0755-82873175

邮箱：
liuhq@pyrating.cn

评级日期：
2017年6月7日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.pyrating.cn

泸州市工业投资集团有限公司 2017 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：15 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%	

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对泸州市工业投资集团有限公司（以下简称“泸州市工投”或“公司”）本次拟发行总额 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到泸州市经济实力不断增强，公共财政收入保持较快增长；公司作为泸州市重要的产业投资平台，得到了地方政府在资产注入和财政补贴等方面的较大支持；公司资产租赁业务可持续性较好；可供出售金融资产质量较好，给公司带来一定的投资收益；并且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）为本期债券提供的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。同时我们也关注到了泸州市全市财政自给率偏低，公共财政收支缺口对上级补助依赖较大；公司煤炭业务面临较大的经营压力，产业投资快速扩张存在一定的投资损失风险；公司资产流动性偏弱，在建及拟建项目面临较大的资本支出压力，同时存在较大的偿债压力和一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 泸州市经济实力和公共财政收入持续增长。2014-2016 年泸州市地区生产总值分别实现 1,259.73 亿元、1,353.41 亿元和 1,481.91 亿元，近三年增速均保持在 9.00%以上；全市公共财政收入分别为 115.92 亿元、128.27 亿元和 136.50 亿元，近三年复合增长率为 8.51%，泸州市经济和财政实力持续增强。
- 公司资产租赁业务可持续性较好。2014-2016 年，公司分别实现资产租赁收入 3,031.01 万元、3,706.85 万元和 3,825.03 万元，毛利率均在 88%以上。截至 2016

年末，公司可供出租面积合计 44.32 万平方米，未来该业务可持续性较好。

- **公司可供出售金融资产质量较好，且给公司带来一定的投资收益。**截至 2016 年末，公司持有泸天化、国泰君安等 8 家上市公司股权，公允价值合计 236,056.41 万元；持有泸州市商业银行股份有限公司等 20 余家非上市公司股权，账面价值合计 34,489.55 万元。2014-2016 年公司分别取得投资收益 2,332.37 万元、4,136.40 万元和 6,803.54 万元。
- **地方政府在资产注入和财政补贴方面给予了公司较大支持。**2014-2016 年，公司股东泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）多次向公司注入房产及所属土地，评估价值共计 13.94 亿元；同期四川省财政厅、泸州市财政局等各级政府单位累计给予公司财政补助 4.41 亿元。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**重庆兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，重庆兴农担保 2016 年主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的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。

关注：

- **泸州市全市财政自给率偏低。**2014-2016 年泸州市全市财政自给率分别为 41.21%、42.20% 和 41.87%，财政自给能力偏低，公共财政收支缺口依赖于上级补助。
- **公司煤炭业务面临较大的经营压力。**煤炭行业景气度低迷，公司煤炭业务面临较大的经营压力，根据子公司四川煤气化有限责任公司（以下简称“煤气化公司”）2014-2016 年审计报告显示，2014-2016 年煤气化公司煤炭销售收入分别为 7.14 亿元、4.51 亿元和 4.28 亿元，剔除专项储备后的毛利率分别为 26.48%、2.06% 和 -7.33%，煤炭业务收入和毛利率呈持续下滑态势。
- **公司产业投资快速扩张存在一定的投资损失风险。**截至 2016 年末，公司已投资和未来拟投资的产业项目计划总投资 69.58 亿元，已投资 35.29 亿元，主要投资方向为煤炭化工、新材料等行业，存在一定投资损失风险。
- **公司面临较大的资本支出压力。**截至 2016 年末，公司在建及拟建安置房和基础设施建设项目计划总投资 57.77 亿元，已投资 7.00 亿元，尚需投资 51.09 亿元；加之产业投资计划，未来公司将面临较大的资本支出压力。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以投资性房地产、固定资产及在建工程为主，截至 2016 年末，以上三者合计占总资产的比重为 58.22%，该类资产主要系房产、

土地及矿井等，流动性较差。

- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2016 年底，公司资产负债率为 60.90%，有息债务余额为 86.79 亿元，占负债总额的比重为 70.84%，期末公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.68，公司偿债压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保金额合计 23.14 亿元，占期末净资产的 29.43%，主要担保对象为国有企业，均未设置反担保措施，公司对外担保存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,011,458.00	1,664,684.81	551,064.32
所有者权益（万元）	786,420.50	738,089.23	365,036.02
有息债务（万元）	867,877.79	640,976.42	73,245.00
资产负债率	60.90%	55.66%	33.76%
流动比率	0.76	0.80	2.07
营业收入（万元）	61,027.31	67,248.26	20,569.70
政府补助（万元）	22,614.70	21,417.62	20.13
利润总额（万元）	43,937.81	23,932.01	21,678.88
综合毛利率	24.00%	40.10%	60.67%
EBITDA（万元）	89,656.15	58,851.16	22,564.83
EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.87	21.13
经营活动现金流净额（万元）	13,380.08	20,894.02	620.38

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理。

一、发行主体概况

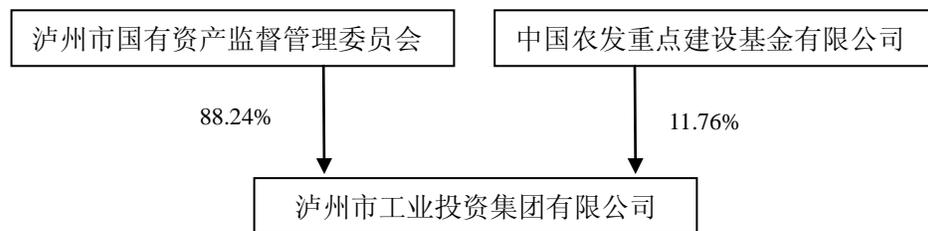
公司成立于 2006 年 7 月，前身为泸州鸿阳国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“鸿阳国资”），系由泸州市国资委出资组建的国有独资公司，初始注册资本为 0.50 亿元。历经多次增资，截至 2008 年末，公司注册资本增至 1.11 亿元。

2014 年 6 月 10 日，根据泸市府函【2014】120 号文件批复，泸州市人民政府同意鸿阳国资整体改组为泸州市工业投资集团有限公司（现名），同时注册资本变更为 15.00 亿元。

2015 年 9 月 30 日，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发重点基金”）、泸州市人民政府、泸州市国资委及公司共同签订了《中国农发重点建设基金投资协议》，协议约定：1) 公司注册资本从 15.00 亿元增至 17.00 亿元，新增 2.00 亿元注册资本由农发重点基金以货币方式增资，占公司注册资本的 11.76%；2) 增资款用于聚碳酸酯项目¹，年投资收益率为 1.2%，由公司于每季末的 20 日向农发重点基金支付；3) 农发重点基金不向公司委派董事、监事和高管，不直接参与公司日常经营管理。

截至 2017 年 4 月 30 日，公司注册资本和实收资本均为 17.00 亿元，控股股东和实际控制人均为泸州市国资委。公司产权及控制关系如图 1 所示。

图1 截至2017年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司改组前主要从事国有资产经营与管理、保障房代建业务；改组后，业务呈多元化发展，新增煤炭销售、保安服务等业务。目前公司逐渐从单一的资产管理平台向集团化产业投资平台转变，产业投资方向主要有煤炭化工、新材料、新能源、医疗健康等领域。截至 2016 年末，公司共有 15 家一级子公司纳入合并报表范围，具体情况详见附录五。

截至 2016 年末，公司资产总额为 201.15 亿元，所有者权益合计为 78.64 亿元，资产负债率为 60.90%。2016 年度公司实现营业收入 6.10 亿元，实现利润总额 4.39 亿元，经营活动现金流净额为 1.34 亿元。

¹ 该项目全称为“利用泸天化现有装置的富余产能建设年产 60 万吨聚碳酸酯的工业化示范项目”。

二、本期债券概况

债券名称：2017年泸州市工业投资集团有限公司公司债券；

发行总额：15亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，在本期债券存续期的第3-7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还本金；

增信方式：本期债券由重庆兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过15.00亿元，计划用于大竹林二期安置房项目、民品园安置房项目和九狮花园安置房项目以及补充流动资金，募集资金使用情况见表1。

表1 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	使用募集资金额度	占项目总投资比例
大竹林二期安置房项目	73,857.97	50,400	68.24%
民品园安置房项目	34,037.25	23,500	69.04%
九狮花园安置房项目	45,634.06	31,100	68.15%
补充流动资金	-	45,000	-
合计	153,529.28	150,000	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

大竹林二期安置房项目、民品园安置房项目和九狮花园安置房项目均由子公司泸州工投华瑞房地产开发有限公司（以下简称“工投华瑞”）作为建设主体。其中，大竹林二期安置房项目位于泸州市龙马潭区石洞镇张家祠社区大竹林，涉及安置户1,266户，项目占地总面积3.32万平方米，总建筑面积18.36万平方米；民品园安置房项目位于泸州市龙马潭区特兴镇走马三社，涉及安置550户，项目占地总面积1.59万平方米，总建筑面积8.40万平方米；九狮花园安置房项目位于泸州市龙马潭区安宁镇安宁社区二组，涉及安置户800户，项目占地总面积2.01万平方米，总建筑面积11.22万平方米。以上三个项目的建设均包括安置房建设、配套服务用房建设以及公用工程建设。

2、项目审批情况

截至2017年5月12日，该项目已取得的主要批复文件见表2。

表2 项目主要批复情况

项目	文件名称及文号	出具单位	印发时间	主要内容
大竹林二期安置房项目	泸市国土资龙预【2016】13号	泸州市国土资源局龙马潭区分局	2016.04.22	用地预审意见
	泸龙发改行审【2016】31号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.04.05	可行性研究报告批复
	泸龙发改行审【2016】67号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.04.22	节能审查批复
	泸龙环建【2016】47号	泸州市龙马潭区环境保护局	2016.06.01	环评批复
民品园安置房项目	泸市国土资龙预【2016】17号	泸州市国土资源局龙马潭区分局	2016.05.24	用地预审意见
	泸龙发改行审【2016】79号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.08.01	可行性研究报告批复
	泸龙发改行审【2016】65号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.08.01	节能审查批复
	泸龙环建函【2016】120号	泸州市龙马潭区环境保护局	2016.07.26	环评批复
九狮花园安置房项目	泸市国土资龙预【2016】12号	泸州市国土资源局龙马潭区分局	2016.04.22	用地预审意见
	泸龙发改行审【2016】35号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.04.05	可行性研究报告批复
	泸龙发改行审【2016】66号	泸州市龙马潭区发展和改革委员会	2016.04.05	节能审查批复
	泸龙环建函【2016】48号	泸州市龙马潭区环境保护局	2016.06.01	环评批复

资料来源：公司提供

3、项目资金来源及进展情况

根据中国华西工程设计建设有限公司于2017年2月出具的《大竹林二期安置房项目可行性研究报告》、《民品园安置房项目可行性研究报告》和《九狮花园安置房项目可行性研究报告》，大竹林二期安置房项目预计总投资73,857.97万元，其中项目资本金23,357.97万元，通过债务融资50,500万元，占总投资的68.37%；民品园安置房项目预计总投资34,037.25万元，其中项目资本金10,537.25万元，通过债务融资23,500万元，占总投资的69.04%；九狮花园安置房项目预计总投资45,634.06万元，其中项目资本金14,634.06万元，通过债务融资31,000万元，占总投资的67.93%。以上三个安置房项目计划建设期均为3年，自2017-2019年，运营期共7年（含3年建设期）。其中九狮花园安置房项目和大竹林二期安置房项目已于2016年11月开工，截至2017年4月底，两个项目建安工程累计投入资金均约为5,500万元；民品园安置房项目已于2017年2月开工，截至2017年4月底，项目建安工程累计投入资金约2,000万元。

4、项目经济效益

大竹林二期安置房项目、民品园安置房项目和九狮花园安置房项目建成后，计划均由公司运营，收入均来源于住宅、配套商业用房以及停车位的出售收入。根据以上三个项目的可行性研究报告，均计划将全部住宅用于定向销售，定价均为3,800元/平方米；配套商业用房亦全部对外出售，定价为16,000元/平方米；配套地下停车位全部用于出售，定价为10万元/个。以上三个项目均计划在运营期第4年开始对外出售，4年内销售完，预计在运营期内（第4-7年）分别可实现销售收入86,763.78万元、40,033.06万元和77,638.32万元，预计可实现项目收入204,435.16万元，但未来实际销售价格和销售量可能不及预期，募投项目能否实现预期收益存在一定的不确定性。

表3 项目收入测算明细表

	项目	面积（平方米）	单价	收入（万元）
大竹林二期安置房项目	住宅出售收入	114,082.80	3,800 元/平方米	43,351.46
	配套商业用房出售收入	18,282.70	16,000 元/平方米	29,252.32
	停车位出售收入	1,416 个	10 万元/个	14,160.00
	小计	-	-	86,763.78
民品园安置房项目	住宅出售收入	54,799.20	3,800 元/平方米	20,823.70
	配套商业用房出售收入	8,162.10	16,000 元/平方米	13,059.36
	停车位出售收入	615 个	10 万元/个	6,150.00
	小计	-	-	40,033.06
九狮花园安置房项目	住宅出售收入	69,714.90	3,800 元/平方米	26,491.66
	配套商业用房出售收入	26,491.66	16,000 元/平方米	42,386.66
	停车位出售收入	876 个	10 万元/个	8,760.00
	小计	-	-	77,638.32
合计	-	-	-	204,435.16

资料来源：《大竹林二期安置房项目可行性研究报告》、《民品园安置房项目可行性研究报告》和《九狮花园安置房项目可行性研究报告》，鹏元整理

四、区域经济与运营环境

泸州市产业结构调整步伐加快，经济实力不断提升

泸州市位于四川省东南部，长江与沱江交汇处，为川滇黔渝结合部区域性中心城市。泸州市全市行政区域面积1.22万平方公里，下辖三区（江阳区、龙马潭区、纳溪区）和四县（泸县、合江县、叙永县、古蔺县）。截至2016年末，泸州市户籍总人口508.26万人，常住人口430.64万人。

泸州市是长江上游重要的港口城市，有四川省第一大港口和第三大航空港，是成渝经济区和云、贵、川、渝四省（市）重要的商贸物流中心和交通枢纽，区位优势明显，在国

家已公布的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》里指出，优化综合交通枢纽布局中，泸州—宜宾被列入全国性综合交通枢纽一栏，未来泸州在水运、铁路、公路、机场等方面均有重要的布局。泸州市酿酒业历史悠久且工艺成熟，拥有泸州老窖（浓香型）和郎酒（酱香型）两大知名白酒品牌，是我国著名的酒城和世界白酒产业基地。同时，泸州市工业化程度较高，是全国16个大化工基地之一、14个精细化工基地之一。此外，泸州市矿产资源较为丰富，已探明煤炭储量69亿吨、天然气储量650亿立方米、硫铁矿资源量32亿吨、方解石20万吨，还有铜、金、石油、铀、镓等20多种矿产资源。泸州市还拥有丰富的水资源，理论储能达63万千瓦，可开发量25万千瓦。

近年来，泸州市发挥自身的比较优势，经济发展保持了较快增长。2014-2016年，泸州市地区生产总值分别实现1,259.73亿元、1,353.41亿元和1,481.91亿元，近三年增速均在9%以上；2016年人均地区生产总值为34,497元，与全国人均GDP之比为63.91%。分产业看，2016年泸州市第一产业实现增加值178.07亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值875.77亿元，同比增长10.4%；第三产业增加值428.08亿元，同比增长10.0%。三次产业结构由2014年的12.9：60.3：26.8调整为2016年的12.0：59.1：28.9，第三产业占比提升2.1个百分点，产业结构进一步优化。投资方面，2014-2016年泸州市分别完成固定资产投资1,181.0亿元、1,463.7亿元和1,730.38亿元，同比分别增长36.3%、23.9%和18.2%，固定资产投资总体规模较大但增速有所放缓。此外，近三年泸州市社会消费品零售总额和金融机构本币存、贷款余额均保持一定的增长。

近年泸州市工业转型发展步伐加快，根据泸州市“十三五规划”战略部署，将建设长江上游产业转型升级示范区，建造“中国白酒金三角”核心发展区、西南地区重要装备制造基地、全国重要循环型化工基地、成渝经济区重要能源保障基地、西部地区重要现代医药产业基地，推动泸州白酒产业园区产城融合发展，优化发展煤炭及深加工、电力等传统能源产业，并有序推进清洁能源开发利用。酒类制造业、能源、化工和机械等传统优势产业在调整中得到改造提升，新兴产业发展较快。2016年，泸州市实现工业增加值809.29亿元，同比增长10.3%，其中，规模以上工业增加值增长11.7%。从重点产业看，新兴医药制造业增加值同比增长17.3%；四大传统支柱产业增加值同比增长11.2%，拉动全市规模以上工业增加值增长8.8个百分点，其中酒类制造业同比增长12.7%，能源行业同比下降4.4%，化工行业同比增长6.0%，机械行业同比增长13.7%。

表4 2014-2016年泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值	1,481.91	9.5%	1,353.41	11.0%	1,259.73	11.0%
第一产业增加值	178.07	3.9%	167.84	3.8%	162.27	4.2%
第二产业增加值	875.77	10.4%	806.74	12.5%	759.23	12.2%
第三产业增加值	428.08	10.0%	378.84	10.5%	338.23	10.9%
工业增加值	809.29	10.3%	747.70	12.7%	702.90	11.7%
固定资产投资	1,730.38	18.2%	1,463.71	23.9%	1,180.99	36.3%
社会消费品零售总额	637.15	13.8%	559.66	13.9%	468.33	13.7%
进出口总额（亿美元）	3.13	0%	3.13	13.7%	2.76	21.7%
存款余额	2182.71	-	1,834.73	13.8%	1,612.98	14.3%
贷款余额	1,281.90	-	1,092.96	18.7%	920.78	20.1%
人均 GDP（元）		34,497		31,714		-
人均 GDP/全国人均 GDP		63.91%		64.26%		-

资料来源：2014-2016 年泸州市国民经济与社会发展统计公报

从四川省下辖主要城市经济发展水平的横向对比看，2016年泸州市经济增速排名靠前，整体经济规模位列第二梯队，排名居中。

表5 2014-2016 年四川省下辖主要城市 GDP 及增速情况（单位：亿元）

各市、州	2016 年		2015 年		2014 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
成都市	12,170.2	8.6%	10,801.2	7.9%	10,056.6	8.9%
绵阳市	1,830.4	8.3%	1,700.3	8.6%	1,579.9	9.1%
德阳市	1,752.5	8.4%	1,605.1	8.2%	1,515.6	9.0%
宜宾市	1,653.1	8.3%	1,525.9	8.5%	1,443.8	8.0%
南充市	1,651.4	8.9%	1,516.2	7.6%	1,432.0	7.2%
泸州市	1,481.9	9.5%	1,353.4	11.0%	1,259.7	11.0%
达州市	1,447.1	7.5%	1,350.8	3.1%	1,347.8	8.4%
凉山州	1,403.9	6.0%	1,314.8	2.8%	1,314.3	8.5%
乐山市	1,406.6	8.2%	1,301.2	9.1%	1,207.6	7.0%
资阳市	-	-	1,270.4	8.8%	1,195.6	10.0%
内江市	-	-	1,198.6	8.0%	1,156.8	8.9%
自贡市	1,234.6	7.7%	1,143.1	8.4%	1,073.4	7.6%
眉山市	-	-	1,029.9	10.2%	944.9	10.1%

注：部分数据公开资料未取得。

资料来源：公开信息，鹏元整理

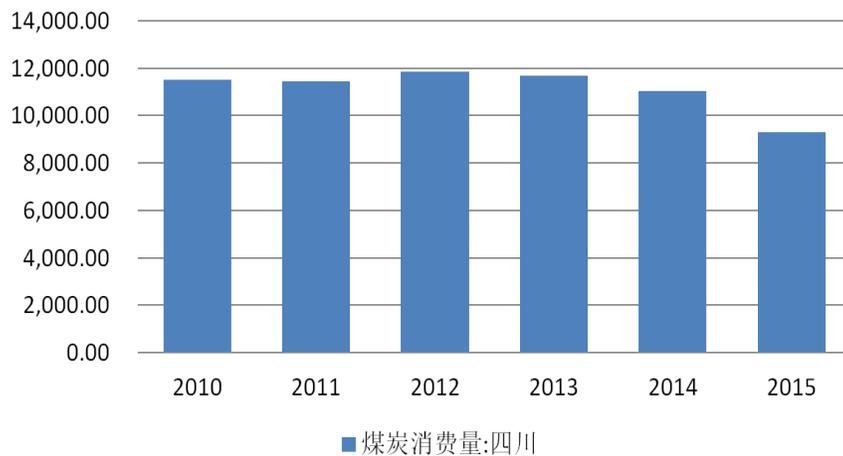
四川省煤炭行业景气度持续低迷，近期煤炭价格回升以及当地政府出台的购煤政策有望缓解省内煤炭行业的经营压力

煤炭开采行业属于强周期性行业。近年受宏观经济下行和煤炭行业产能过剩等因素影

响，煤炭行业景气度持续低迷。2014-2016 年煤炭行业固定资产投资连续三年出现下降且降幅呈扩大趋势。下游需求方面，近年受经济增速放缓及能源结构转型等因素影响，火电、钢铁等下游行业耗煤需求下降。根据中国煤炭工业协会数据显示，2014-2016 年全国原煤表观消费量分别为 41.6 亿吨、39.5 亿吨和 36.1 亿吨，连续三年出现负增长。根据《电力发展“十三五”规划》以及《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间我国煤电装机规模以及钢材消费总量将呈下降趋势。考虑到下游煤电、钢铁等主要耗煤行业用煤需求放缓，未来煤炭消费亦受到一定影响。

四川省煤矿地质构造复杂，开采难度较大，且煤炭含硫量较高煤质较差，下游需求以电煤为主，但由于四川省水资源较为丰富，下游煤电面临较大的水电竞争压力。根据 Wind 数据显示，近年四川省煤炭消费量出现负增长，且降幅呈扩大趋势，2013-2015 年四川省煤炭消费量分别为 1.17 亿吨、1.10 亿吨和 0.93 亿吨，同比分别下降 1.63%、5.42% 和 15.90%。另一方面，四川省煤炭外运成本相对较高，省外市场亦不具备竞争优势。因此在省内下游煤电需求放缓以及外运不畅等多因素影响下，四川省煤炭行业景气度持续下降。

图2 近年四川省煤炭消费量情况（单位：万吨）

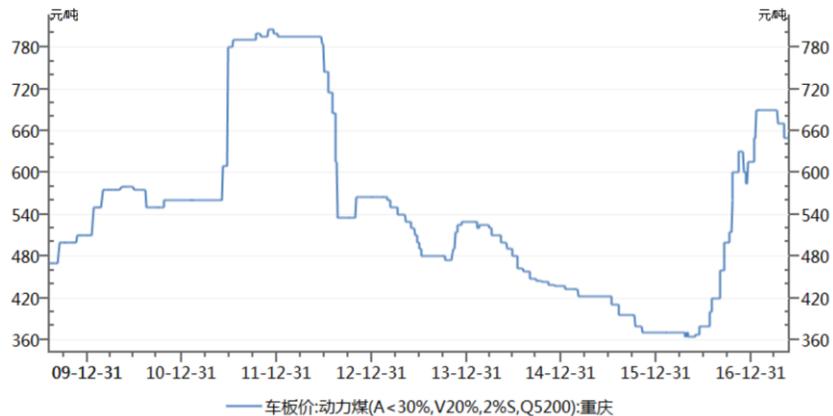


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

煤炭价格方面，自2011年下半年以来，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局出现转换，煤炭价格开始呈现季节性波动和趋势性下行态势。2014年和2015年煤炭价格持续下滑，导致行业内企业经营压力持续上升。2016年全国执行“276”限产政策，供需结构的调整使得煤炭价格开始从低谷反弹并持续上涨，以重庆动力煤价格变动为例，重庆动力煤价格已由低点360元/吨快速上涨至690元/吨。但煤价过快上涨阻碍了煤炭去产能的顺利进行，2016年11月16日，国家发改委宣布恢复了330工作日，之后煤

炭价格有所回落，但基本维持了平稳态势。

图3 近年重庆动力煤价格指数变动情况



注：公开资料未披露四川省动力煤价格指数变动情况，故以重庆动力煤价格指数作参考。
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

近两年，在四川省煤炭市场行情持续低迷情况下，四川省政府陆续推出了支持省内煤矿企业发展的购煤政策。2015年4月，四川省经济和信息化委员会发布《关于下达各主网火电企业电煤采购和2015年发电量挂钩的通知》，督促各火电企业多采购省内电煤，实行主网火电企业采购川煤集团等省内重点煤矿电煤数量与发电量挂钩；同年12月发布了《关于2016年采购川煤集团等省内重点煤矿电煤分解任务的通知》，进一步落实供煤量与发电量刚性挂钩。购煤政策一定程度上有望缓解四川省内国有煤矿企业的经营压力，但未来是否持续存在不确定性。

五、财政实力

近年泸州市公共财政收入保持增长，但财政自给率偏低，财政支出对上级补助存在较大依赖

在经济发展带动下，泸州市公共财政收入保持增长，但受政府性基金收入大幅下降，2014-2016年泸州市全市和市本级地方综合财力均呈现一定波动。

2014-2016年泸州市全市地方综合财力分别为352.75亿元、403.46亿元和391.43亿元。其中，公共财政收入分别为115.92亿元、128.27亿元和136.50亿元，近三年复合增长率为8.51%，以增值税、营业税、企业所得税、契税以及耕地占用税为主。近年非税收入增长较快，主要是国有资源有偿使用收入和行政事业性收费收入快速增长。受此影响，近三年税收收入占同期公共财政收入的比重呈下滑趋势，分别为53.36%、49.50%和49.23%，

公共财政收入质量一般。上级补助收入是泸州市地方综合财力的重要组成部分，近年来受益于西部大开发战略等政策影响，上级补助力度较大，2014-2016 年全市收到上级补助收入分别为 155.09 亿元、160.37 亿元和 174.80，占当期地方综合财力的比重分别为 43.97%、39.75% 和 44.66%，上级补助收入中一般性转移支付收入占比分别为 49.84%、53.15% 和 54.11%，上级补助收入自由支配度尚可。政府性基金收入主要系国有土地使用权出让收入，近年受房地产市场景气度及当地政府土地出让计划的影响，泸州市政府性基金收入存在较大波动，2014-2016 年分别为 78.87 亿元、114.82 亿元和 80.13 亿元，其中 2015 年同比增长 45.58%，2016 年同比下降 30.21%。未来房地产调控政策趋紧，预计政府性基金收入仍可能继续下滑，对地方综合财力的增长造成不利影响。

从市本级看，泸州市本级地方综合财力亦受政府性基金收入的影响存在较大波动，2014-2016 年分别为 142.15 亿元、182.78 亿元和 149.43 亿元。具体来看，公共财政收入近年保持增长，2016 年泸州市本级公共财政收入为 47.20 亿元，其中税收收入占比 40.68%，主要以增值税、城市维护建设税等税种为主，公共财政收入稳定性和质量有待提高。上级补助收入亦是市本级地方综合财力的重要组成部分，2016 年收到上级补助收入 62.70 亿元，占比 41.96%。政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，受到房地产市场景气度影响，近三年亦存在较大波动，从而影响地方综合财力的稳定性。

财政支出方面，泸州市全市财政支出以公共财政支出为主，2014-2016 年公共财政支出分别为 281.30 亿元、303.99 亿元和 326.00 亿元，分别占比 76.31%、71.17% 和 74.89%。2016 年，全市公共财政支出中一般公共服务、教育、医疗卫生以及社会保障与就业等刚性支出合计 222.46 亿元，占公共财政支出的比重为 68.24%，支出灵活度一般。全市政府性基金支出则受土地出让支出、征地和拆迁补偿支出波动影响，存在一定波动。从公共财政收入对公共财政支出的保障程度看，2014-2016 年全市财政自给率分别为 41.21%、42.20% 和 41.87%，财政自给能力偏低，公共财政收支缺口依赖于上级补助；市本级财政自给率分别为 62.29%、73.42% 和 71.52%，财政自给能力尚可。

表6 2014-2016 年泸州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	391.43	149.43	403.46	182.78	352.75	142.15
（一）公共财政收入	136.50	47.20	128.27	46.30	115.92	42.20
其中：税收收入	67.20	19.20	63.49	15.61	61.85	14.50
非税收收入	69.30	28.00	64.77	30.69	54.07	27.69

(二) 上级补助收入	174.80	62.70	160.37	53.75	155.09	54.92
其中：返还性收入	8.24	6.53	8.23	6.53	8.15	6.50
一般性转移支付收入	94.58	28.31	85.23	23.85	77.30	23.74
专项转移支付	71.98	27.87	66.91	23.37	69.64	24.67
(三) 政府性基金收入	80.13	39.53	114.82	82.73	78.87	43.91
其中：土地出让收入	75.37	36.40	107.49	78.37	72.34	38.97
(四) 财政专户收入	-	-	-	-	2.87	1.12
财政支出=(一)+(二)+(三)	435.31	105.08	427.11	151.71	368.64	113.91
(一) 公共财政支出	326.00	66.00	303.99	63.06	281.30	67.75
(二) 政府性基金支出	109.31	39.08	123.12	88.65	84.55	45.07
(三) 财政专户支出	-	-	-	-	2.79	1.09
财政自给率	41.87%	71.52%	42.20%	73.42%	41.21%	62.29%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%；2015年开始泸州市财政数据无财政专户管理资金收支数据。

资料来源：泸州市人民政府网站政府信息公开，其中2016年财政数据为预计数，鹏元整理

从四川省下辖部分市、州公共财政收入横向对比来看，近年泸州市公共财政收入位列第二，与排名第一的成都市存在较大差距；2016年，泸州市全市公共财政收入增速为6.4%，处于中等水平。

表7 2014-2016年四川省下辖部分市、州公共财政收入及增速情况（单位：亿元）

各市、州	2016年		2015年		2014年	
	公共财政收入	增长率	公共财政收入	增长率	公共财政收入	增长率
成都市	1,175.0	1.5%	1,157.6	13.4%	1,021.0	13.6%
泸州市	136.5	6.4%	128.3	10.7%	115.9	5.8%
宜宾市	125.3	9.0%	115.0	6.6%	107.9	6.2%
凉山州	121.0	13.1%	107.0	-4.7%	112.3	2.1%
绵阳市	107.6	3.4%	104.1	2.4%	101.7	12.4%
德阳市	100.0	12.9%	88.6	6.1%	83.5	3.7%
乐山市	93.1	8.9%	85.5	8.5%	78.8	4.9%
南充市	95.0	11.6%	85.1	11.1%	76.6	16.7%

资料来源：公开资料，鹏元整理

六、经营与竞争

目前公司是泸州市重要的产业投资平台，旨在整合泸州市各类工业发展资源，支持泸州市工业经济发展的同时实现自身资本增值。2014-2016年公司主营业务收入分别为2.05亿元、6.37亿元和5.79亿元。其中，2014年由于公司主要从事资产管理和保障房代建业务，收入规模较小；2015年1月，公司通过股权收购方式控股了煤气化公司，新增煤炭销售业

务后该年营业收入大幅增长；但2016年煤炭销售收入下滑同时该年未确认代建费收入，使得当期收入规模同比下降。从收入构成看，2016年煤炭销售、保安服务以及资产租赁三项收入是当期营业收入的主要来源，分别占主营业务收入的比重为73.87%、18.55%和6.60%。

毛利率方面，受到公司业务结构的调整，近三年公司主营业务毛利率水平呈下降趋势，2014-2016年分别为60.66%、39.43%和25.33%。2014年公司从事的资产管理、代建等业务毛利率较高；2015年新增煤炭销售业务以后，由于该业务的收入占比较大，而其毛利率相对较低，使得主营业务毛利率水平快速下降。

表8 2014-2016年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭销售	42,802.94	17.31%	45,135.15	29.86%	-	-
保安服务	10,746.19	35.73%	9,997.68	36.65%	8,680.55	33.53%
资产租赁收入	3,825.03	88.31%	3,706.85	94.08%	3,031.01	92.18%
代建费收入	-	-	4,524.36	99.91%	4,524.36	100.00%
资产处置收入	-	-	-	-	4,154.33	51.33%
检测费	347.78	38.36%	262.28	32.07%	84.58	70.21%
环评费	160.80	43.79%	-	-	-	-
中转业务	57.09	-189.90%	44.92	-281.72%	-	-
合计	57,939.82	25.33%	63,671.23	39.43%	20,474.83	60.66%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

公司作为泸州市国有资产管理与运营主体，管理的国有资产账面价值较大，资产租赁业务可持续性较好，但租赁收益偏低

公司资产管理业务主要是对国有资产进行处置或租赁，由公司本部及子公司泸州国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）、泸州市国有公房经营管理有限公司（以下简称“公房公司”，系公司二级子公司）等负责，所管理的资产主要系政府注入的机关及事业单位的经营性房产、国有公房及其所属土地。截至2016年末，由公司管理的国有资产约8,000多宗（包括房屋及所属土地），房屋建筑面积和土地面积合计140.75万平方米，期末账面价值总计44.87亿元，其中已抵押资产账面价值为4,371.98万元。另这部分投资性房地产中尚未办妥产权证的资产账面价值达23.83亿元，占比53.11%。整体看公司管理的国有资产账面价值较大，但资产管理效果不佳，投资回报偏低，资产流动性偏弱。

公司资产处置业务依赖于政府部门的划拨资产量以及处置计划，2014年公司实现资产处置收入4,154.33万元。2015年和2016年均未进行资产处置，目前公司暂无新的资产处置计划，未来该项业务是否持续存在不确定性。

表9 近年公司管理的国有资产（即投资性房地产）估值表（单位：万平方米、亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	面积	评估值	面积	评估值	面积	评估值
泸州工投集团本部	91.86	18.41	91.69	16.54	10.95	8.42
子公司-国资公司	16.13	7.07	16.10	6.32	16.10	6.25
子公司-公房公司	28.15	16.65	28.46	16.10	28.46	15.92
子公司-国华公司	1.03	0.19	0.99	0.17	0.99	0.17
子公司-古叙煤田	3.34	2.38	-	-	-	-
子公司-川南煤业	0.24	0.16	0.24	0.16	0.24	0.15
子公司-格林环保	-	-	0.03	0.02	-	-
合计	140.75	44.86	137.51	39.31	56.74	30.91

注：面积为房产面积和土地面积之和。

资料来源：公司提供

公司资产租赁业务持续性较好，能带来稳定的现金流入。2014-2016年，公司资产租赁收入分别为3,031.01万元、3,706.85万元、3,825.03万元，毛利率均在88%以上。截至2016年末，公司经营性资产中可供出租面积合计44.32万平方米，出租率较高，其中商业主要系临街店铺，租赁价格采取公开招租、竞价拍卖使用权等方式进行市场化定价，租金水平较高；住宅主要系公租房、廉租房等，租赁实行政府指导价，租金水平较低，且由于该部分资产以住宅租赁为主，整体资产租赁收益水平偏低。未来住宅租赁或将逐步过渡到市场调节价，按照房屋结构、房屋状况、所处地段等综合因素确定相应的租金标准，随着市场化程度提高，租金收益有望得以提升。

表10 截至2016年末公司可用于租赁的资产情况（单位：万平方米、元/m²/月）

分类	建筑面积	可供出租面积	出租率	平均租金水平
泸州工投集团	16.32	11.64	99%	13.37
子公司-国资公司	6.83	6.00	88%	11.42
子公司-公房公司	27.74	26.01	94%	2.93
子公司-国华公司	0.40	0.40	100%	66.01
子公司-川南煤业公司	0.24	0.24	100%	12.40
子公司-格林环保公司	0.03	0.03	100%	9.70
合计	51.56	44.32	-	-

资料来源：公司提供

公司安置房建设及基础设施建设业务量较为充足，但在建项目资金需求量较大，未来公司面临较大的资金压力

公司作为泸州市政府指定的安置房建设工程修建业主单位之一，承担了泸州市部分保障房建设项目，该业务主要由子公司工投华瑞负责。2016年以前公司承担的保障房建设项

目均采取代建模式，根据公司与业主单位签订的委托代建协议，在建设期内公司每年按照项目总投资规模的10%计提代建费收入。2014年和2015年公司分别确认代建费收入4,524.36万元和4,524.36万元，来源于长工集团棚改项目和中海苑项目。截至2016年末，长工集团棚改项目和中海苑项目均已完工，累计投资4.84亿元。其中，长工集团棚改项目已收到财政资金拨款1.68亿元（含贴息资金），另对外融资的1.52亿元已纳入政府债务；中海苑项目收到财政补助资金0.80亿元和预售房款0.82亿元（因中海苑项目定向销售给中海沥青四川有限公司，故建设期收到部分预售房款）。

目前公司在建保障房项目主要为大竹林二期、九狮花园等4个项目，计划总投资17.85亿元，截至2016年末已完成投资1.98亿元，尚需投资15.87亿元。其中，大竹林二期、九狮花园和民品园系本期债券募投项目，均采用自建模式，由工投华瑞作为业主单位建设，未来计划通过对外销售住宅、商业和停车位获得回款。

滨河家园项目总投资2.50亿元，主要安置纳溪一三项目、长湿新城等征地项目的拆迁农户，公司已与纳溪区人民政府签订委托代建协议，协议约定该项目由泸州市财政全额出资建设，建设资金由公司报泸州市国土资源局土地统征和整理中心审核后按工程实际进度划拨工程建设费用，但尚未确定具体额度。2016年滨河家园安置房项目仍处于在建状态，需要待完工后进行收入确认，因此2016年公司未确认代建费收入。

表11 截至2016年末公司已完工和在建保障房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	总建筑面积	预计工期	业务模式
长工集团棚改项目	2.64	3.30	已完工	14.22	2011.09-2014.12	代建
中海苑项目	1.88	1.54	已完工	3.67	2013.09-2016.05	代建
大竹林二期安置房建设项目	7.39	0.34	7.05	18.36	2016.06-2018.06	自建
九狮花园安置房建设项目	4.56	0.46	4.10	11.22	2016.06-2018.06	自建
民品园安置房建设项目	3.40	0.13	3.27	8.40	2016.06-2018.06	自建
滨河家园安置房建设项目	2.50	1.05	1.45	0.97	2016.02-2017.12	代建
合计	22.37	6.82	15.87	56.84	-	-

注：长工集团棚改项目和中海苑项目均已完工，目前正在决算中。

资料来源：公司提供

此外，子公司泸州合江工业投资有限公司承建了医化大道建设工程、匡雨路建设工程等基础设施代建项目，计划总投资合计35.4亿元，已完成投资0.18亿元，未来尚需投资35.22亿元，随着项目的持续推进，公司将面临较大的资本支出压力。

表12 截至2016年末公司在建及拟建的基础设施代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	工期	运营主体	业务模式
医化大道建设工程（合江工业园基础设施建设项目之一）	6.10	0.18	5.92	2016-2017	泸州合江工业投资有限公司	代建
匡雨路建设工程	23.97	0.00	23.97	2017-2019		
长江合江县榕山镇防洪护岸环境综合整治工程	5.33	0.00	5.33	2017-2019		
合计	35.40	0.18	35.22	-	-	-

资料来源：公司提供

公司煤炭业务拥有一定规模的资源储备，但煤炭开采成本较高，且受煤炭行业不景气影响，煤炭业务面临较大的经营压力

公司煤炭业务的经营主体为二级子公司四川省古叙煤田开发股份有限公司（以下简称“古叙煤田”，系煤气化公司的子公司）。古叙煤田是古叙矿区资源开发的骨干企业，在古叙矿区拥有较好的资源优势。截至 2016 年末，公司拥有 4 对生产矿井，其中观文煤矿为新建矿井，于 2017 年 1 月投产；拥有探矿权或采矿权的煤炭储备 5.86 亿吨，剩余可采储量为 2.07 亿吨，年设计产能为 345 万吨/年。此外公司拥有 2 对在建矿井，但受国家去产能政策影响目前暂缓建设。

表13 截至 2016 年末公司所属煤矿基本情况

煤矿类别	煤矿名称	煤种	可采储量（万吨）	剩余可采年限（年）	设计产能（万吨/年）	是否有采矿权
生产矿井	石屏一矿 ²	无烟煤	6,562	54	120	有
	宏达煤矿	无烟煤	122	8	15	有
	鲁班山北矿	无烟煤	5,202	57	90	有
	观文煤矿	无烟煤	8,852	73	120	有
	鲁班山南矿 ²	无烟煤	-	-	-	-
筹建矿井	石屏二矿	无烟煤	-	-	60	无（有探矿权）
	观沙煤矿	无烟煤	-	-	60	
合计	-	-	20,738	-	345	-

资料来源：公司提供

2014-2016年公司原煤产量分别为239万吨、202万吨和176万吨，近两年产量同比分别下降15.48%和12.87%，其中2015年产量下滑主要是受国家淘汰落后产能影响，鲁班山南矿和北矿的产能受到限制；2016年产量下滑主要受鲁班山南矿关停以及“276”政策限产所致。从各矿井的产能利用情况看，近三年宏达煤矿产能利用率均维持100%，但其他矿井产

² 根据《关于煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展的意见》（国发【2016】7号）文件，泸州市政府批准公司对鲁班山南矿依法实施关闭。2016年6月该矿井已停止生产，2016年9月被列入《四川省2016年化解煤炭行业过剩产能第一批144处拟关闭退出煤矿名单》，2016年10月正式完成煤矿关闭退出工作。

能利用率处于较低水平。

表14 各生产矿井的生产情况（单位：吨）

煤矿名称	2016年		2015年		2014年	
	产量	产能利用率	产量	产能利用率	产量	产能利用率
石屏一矿	79	65.83%	78	65.00%	90	75.00%
宏达煤矿	15	100.00%	15	100.00%	15	100.00%
鲁班山北矿	58	64.44%	67	74.44%	82	91.11%
鲁班山南矿	24	26.67%	41	45.56%	52	57.78%
合计	176	55.87%	201	63.81%	239	75.87%

资料来源：公司提供

公司原煤开采成本较高，同时受煤层结构、开采难易度和机械化程度的差异，各矿井吨煤开采成本存在较大差异。其中，石屏一矿机械化程度相对较高，吨煤开采成本较低；宏达煤矿主要是人工开采，因此成本较高；鲁班山南矿和鲁班山北矿由于地质结构复杂，灾害治理成本相对较高。而近两年同一矿井的开采成本波动幅度较大主要系使用了专项储备降低当期生产成本所致；此外2016年鲁班山南矿开采成本较高，主要系该矿井于2016年6月即已停产，但直至2016年10月才正式关闭，期间人工薪酬等均正常支付，导致全年该矿井开采成本较高。

此外，各矿井生产的原煤因煤质、含热量不同，坑口价差异较大。在公司所属矿井中，石屏一矿、宏达煤矿、观文煤矿均属于古叙矿区，热值在5,000千卡左右，坑口价相对较高；鲁班山北矿和南矿位于筠连矿区，含硫量高，煤质较差。考虑到公司鲁班山南矿产能已退出且新增处于古叙矿区的观文煤矿已投产，未来公司原煤质量有望得以优化。

表15 各生产矿井的开采成本和坑口价情况（单位：元/吨）

煤矿名称	吨煤开采成本			坑口价		
	2016年	2015年	2014年	2016年	2015年	2014年
石屏一矿	190.31	142.94	156.59	204.39	242.63	334.23
宏达煤矿	270.07	258.56	326.91	353.46	305.03	385.02
鲁班山北矿	123.55	113.86	236.18	211.66	192.89	279.01
鲁班山南矿	244.08	157.12	253.09	149.80	169.02	241.14

资料来源：公司提供

煤炭销售方面，根据煤气化公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2014-2016年审计报告显示，2014-2016年煤气化公司煤炭销售收入分别为7.14亿元、4.51亿元和4.28亿元，毛利率分别为26.48%、33.40%和23.88%。煤炭销售收入下滑主要系煤炭市场持续低迷，煤炭销售价格和销量均下降所致。毛利率方面，因2015年和2016年公司分别动用了1.47亿元和1.44亿元的专项储备用于冲减当期生产成本，使

得毛利率仍维持在较高水平，但剔除这一影响因素后的毛利率分别为 2.06%和-7.33%，公司煤炭业务实际盈利水平较差。2016 年下半年以来煤炭价格有所回升，加上四川省政府出台了购煤政策，未来公司煤炭业务的经营压力有望得以缓解。

表16 2014-2016 年煤炭产销和收入实现情况

煤种	2016 年	2015 年	2014 年
原煤产量（万吨）	176	202	239
原煤销量（万吨）	190	200	237
年平均销售价格（元/吨）	229	230	301
实现收入	42,802.94	45,135.15	71,394.64
毛利率 ³	23.88%	33.40%	26.48%
剔除专项储备后的毛利率	-7.33%	2.06%	26.48%

资料来源：公司提供的煤气化公司经审计的2014-2016年审计报告，鹏元整理

公司煤炭以电煤需求为主，主要客户为四川省内各电厂及贸易商，近三年公司前5大客户销售收入占公司煤炭销售收入的比例分别为43.66%、50.62%、46.70%，集中度一般。结算方面，公司通常与电厂每月签订合同，并授予45天的信用期。

表17 2014-2016 年主要客户煤炭销售情况（单位：万吨、万元）

年份	客户名称	销量	金额	收入占比
2016 年	合江县正宏商贸有限公司	16.37	4,463.61	10.39%
	宜宾海丰和锐有限公司	20.18	5057.20	11.77%
	四川白马循环流化床示范电站有限责任公司	14.6	4410.44	10.27%
	合江县益达煤业有限公司	17.09	3331.61	7.76%
	合江县吉庆商贸有限公司	15.88	2797.23	6.51%
	合计	84.12	20,060.09	46.70%
2015 年	四川华电珙县发电有限公司	35.5	6979	15.09%
	四川中电福溪电力开发有限公司	25.5	6805	14.71%
	合江县正宏商贸有限公司	11.7	4279	9.25%
	宜宾海丰和锐有限公司	9.1	2585	5.59%
	合江县益达煤业有限公司	8.5	2765	5.98%
	合计	90.30	23,413.00	50.62%
2014 年	四川中电福溪电力开发有限公司	27.28	7956.82	11.14%
	四川渝福贸易有限公司	22.56	6072.32	8.50%
	中电投贵州金元集团股份有限公司习水发电厂	12.21	5403.34	7.57%
	四川华电燃料有限公司	13.54	4862.45	6.81%

³数据与工投集团合并报表披露的数据存在一定差异，主要原因系煤气化公司在 2015 年和 2016 年使用了专项储备冲减当期生产成本，而工投集团由于仅持有煤气化公司 52.67% 股权，因此合并报表上的营业成本中调回部分已冲减的专项储备。

四川华电珙县发电有限公司	31.33	6888.88	9.64%
合计	106.92	31,183.81	43.66%

资料来源：公司提供

公司保安服务业务具有较强的区域垄断性，竞争优势明显，但存在一定的财产灭失赔偿风险

保安服务收入来源于子公司泸州市保安服务有限责任公司（以下简称“保安公司”），该公司成立于1988年，由泸州市公安局出资，2014年12月产权移交给泸州市国资委，2015年3月泸州市国资委将其股权划拨给泸州工投。

目前，保安公司是泸州市唯一一家具有专业武装押运资质且专门从事安全防范服务的特殊性企业，下辖4个武装押运分公司以及1所金盾保安培训学校，现有保安队员900余人。保安服务业务主要为泸州市20余家金融机构480余个网点提供武装守护押运，为近400台“ATM”机提供巡防服务，为党政机关、金融部门等单位提供保安门卫、守护、巡逻、随身护卫等人防服务；此外还涉及车辆GPS卫星定位、金融网点的联网报警和电视监控等服务以及安全消防器材销售安装、维修等。该业务的成本主要为保安人员及管理层的职工薪酬，因此安保服务业务毛利率处于较高水平且较为稳定。2014-2016年公司分别实现保安服务收入8,680.55万元、9,997.68万元和10,746.19万元，毛利率分别为33.53%、36.65%和35.73%。

保安服务业务的主要客户为泸州市各大国有商业银行以及泸州市地方性商业银行，2016年前五大客户收入占总收入的比重为42.32%，客户集中度一般。

表18 2016年保安公司前五大收入对象情况（单位：万元）

年份	客户名称	收入	占当期收入的比重
2016年	中国工商银行股份有限公司泸州分行	1,563.09	14.54%
	中国农业银行股份有限公司泸州分行	842.97	7.84%
	江阳农村商业银行股份有限公司	760.89	7.08%
	中国银行股份有限公司泸州分行	734.85	6.84%
	中国建设银行股份有限公司泸州分行	646.61	6.02%
	合计	4,548.41	42.32%

资料来源：公司提供

根据公司提供的《提款箱寄库、管库、守护服务合同》，合同期间公司应对各项服务的内容按行业标准进行保险；在承接银行提款箱寄库、管库和守护任务期间，业务库发生盗抢等人为因素造成的损失由公司承担赔偿责任，未按时履行赔偿责任的，每日应付赔偿数额的0.05%作为违约金；若因天灾、罢工、战争、恐怖袭击等不可抗力因素影响的范围内免除公司责任。

整体看，公司从事的保安服务业务具有较强的区域垄断性，竞争优势明显，但由于该

业务的特殊性，公司存在一定的财产灭失赔偿风险。

目前公司持有多家上市公司股权，资产质量较好，给公司带来一定的投资收益

公司金融服务业务主要由公司本部以及泸州市中旭资产管理有限公司、国资公司运营。截至2016年末，公司持有泸天化、国泰君安等8家上市公司股权，公允价值合计236,056.41万元。其中持有泸天化股权19.66%，公允价值为152,030.00万元；持有国泰君安股权0.47%，公允价值为76,442.60万元。公司持有泸天化股份系为支持泸天化（集团）有限责任公司（简称“泸天化集团”）改革，于2016年10月与泸天化集团签订《股权转让协议》，受让其持有的泸天化股份11,500万股，持股比例为19.66%；该转让事项于2017年1月18日获得国务院国有资产监督管理委员会批准（国资产权【2017】37号），转让价格为62,824.50万元，截至2016年末，转让对价已完成82.80%的资金支付。公司持有的国泰君安股票系以前年度通过购买取得，购买价款合计17,571.04万元；2015年6月，国泰君安公开发行上市后，公司持有其股票并股为4,112.03万股。

除上市公司股权外，公司还持有泸州市商业银行股份有限公司（以下简称“泸州商业银行”）等20余家非上市公司股权，2016年末按成本计量其账面价值为34,489.55万元。由于泸州商业银行投资收益较为稳定，公司分别于2015年和2016年对泸州商业银行追加投资16,448.00万元和2,747.73万元，截至2016年末持有其股权账面价值达23,195.73万元。此外，公司长期持有泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款公司股权，期末账面价值为10,097.19万元。公司对外股权投资明细详见附录六。

近年公司对外股权投资取得了一定收益，2014-2016年公司分别获得投资收益2,332.37万元、4,136.40万元和6,803.54万元。其中，2015年投资收益主要来源于泸州老窖、泸州商业银行等公司的分红收益；2016年投资收益主要来源于持有国泰君安股票分红以及出售“健康元”股票。

表19 2014-2016 年公司投资收益构成（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
权益法核算的长期股权投资收益	961.94	1,046.08	1,123.01
其中：兴泸小贷	961.51	1,007.03	-
处置子公司产生的投资收益	-	22.08	-
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	4,053.27	2,525.06	1,209.36
其中：国泰君安	2,549.46	-	212.23
泸州老窖	182.45	1,577.43	42.86
泸州商业银行	954.92	640.00	-
宏信证券	338.43	307.03	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1,036.18	543.19	-

其中：出售“健康元”	1,015.36	-	-
理财产品投资收益	669.16	-	-
其他	83.00	-	-
合计	6,803.54	4,136.40	2,332.37

注：2014年和2015年部分投资收益明细的数据未取得。

资料来源：公司2014-2016年审计报告及公司提供，鹏元整理

公司产业投资规模快速扩张，导致公司资金链偏紧，同时存在一定的投资损失风险

产业投资方面，近年投资规模快速扩张，截至2016年末，公司已投资和未来拟投资的产业项目有煤制气项目、聚碳酸酯项目等，计划总投资69.58亿元，已投资35.29亿元。目前投资方向主要为煤炭化工、新材料、新能源等领域，该类项目的投资期限较长，且未来项目建成后，投资收益仍受行业景气度、下游需求以及价格调整等因素影响存在较大的不确定性，公司大规模的产业投资存在一定的投资损失风险。

煤制气项目由煤气化公司本部负责，该项目主导产品为化工用的煤制合成气（可替代天然气），主要用于补充泸天化集团纳溪区生产基地的原料需求。建设内容主要包括两台3.2米航天气化炉及其配套设施，建成后预计年产9.79亿标方煤制合成气，原计划建设周期为2012年1月-2015年12月，由于建设期间存在一定资金压力，实际进程与计划存在延期，2015年9月项目主体工程竣工，2016年9月完成安装工程扫尾并实现全系统联动投煤试车。但由于设备故障率高，运行不稳定，目前煤制气项目仍处于试生产阶段。预计2017年下半年可正式投产。该项目计划总投资33.21亿元，因增加增加联动试车费以及建设期延迟相应增加管理费和利息等因素，现实际资金总需求约为38.00亿元。截至2016年末，该项目已投资33.79亿元，尚需投资4.21亿元。为确保项目投产后的收益，目前公司已与下游厂商四川泸天化绿源醇业有限责任公司（以下简称“绿源醇业”）签订了购销协议，其中销售定价与四川省工业用天然气价格实行联动。与下游厂商签订购销协议，使得煤制气项目未来投产后收入有一定保障。但值得注意的是，近年天然气价格大幅下调，根据四川省发展改革委通知（川发改价格【2015】840号），从2015年11月20日起，非居民用天然气最高门站价格执行1.65元/立方米（下降0.70元/立方米），目前仍执行该价格。因此煤制气项目正式投产后，收益受行业需求变动影响存在较大的不确定性。且目前仅与绿源醇业签订了购销协议，客户结构单一，若绿源醇业受化工行业景气度下降影响，自身经营困难，则购销协议实际执行力值得关注。

聚碳酸酯项目系四川省2016年重点项目，主要由子公司四川泸天化中蓝新材料有限公司（简称“中蓝新材料”）负责，项目拟采用非光气法熔融缩聚技术，具有一定的技术优势。该项目总投资21.52亿元，其中一期项目计划投资额为17.40亿元（农发重点基金已提供2亿元资本金），项目采用总承包模式建设，已于2016年8月开始建设，预计于2018年2月

建成。此外公司计划建设聚碳酸酯改性项目，计划投资约0.68亿元，拟利用聚碳酸酯制造下游产品以延伸产业链。

表20 截至2016年末公司在建及拟建产业投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	工期	运营主体	所属行业
泸州化工园区原料结构调整项目第一阶段（煤制气项目）	38.00	33.79	4.21	2011-2016	四川煤气化有限责任公司	煤炭化工
2*10万吨/年聚碳酸酯项目（一期10万吨）	17.40	1.50	15.90	2016-2018	四川泸天化中蓝新材料有限公司	新材料
10万吨/年聚碳酸酯改性项目（一期2万吨）	0.68	0.00	0.68	2017-2018	泸天化中蓝新材料有限公司	新材料
年产4万吨差别化氨纶项目（一期）	12.00	0.00	12.00	2017-2020	泸州合江工业投资有限公司	新材料
泸州市加油站项目	1.50	0.00	1.50	2017-2017	泸州工投能源投资有限公司	新能源
合计	69.58	35.29	34.29	-	-	-

资料来源：公司提供

此外，公司在医疗健康产业投资方面取得一定进展。2016年公司在泸州市政府的大力支持下，依靠西南医科大学及其附属医院的技术优势和管理优势，组建了西南医疗健康产业投资有限公司（以下简称“西南医投公司”），计划参与西南医疗康健城⁴的建设。截至2016年末，西南医投公司注册资本为15.15亿元，实收资本为17.75亿元，由公司持有100%股权，但尚未开展实际业务。

当地政府通过资产注入、股权划转和财政补贴等方式给予公司支持，有效提升了公司的资本实力及利润水平

公司作为泸州市工业产业投资平台，得到了当地政府在资产注入、股权划转以及财政补贴等方面的较大支持。

1、资产注入

2014年，根据《关于组建泸州市工业投资集团有限公司的请求》（泸国资委发【2014】29号）文件的批复，泸州市国资委以国有资本金方式向公司注资38,880.66万元，增加公司实收资本38,880.66万元。2016年，根据《泸州市财政局关于安排产业发展引导基金的请示》（泸市财企笺【2016】009号）文件的批复，泸州市财政局以资本金形式向公司注资3,000万元，增加公司资本公积3,000万元。

此外，根据《泸州市国有资产监督管理委员会关于注入国有资本金的通知》（泸国资

⁴ 西南医疗健康城位于泸州市城西新区，占比1,380亩，分为医疗区和健康养老区两部分。西南医疗健康城于2013年7月2日启动了一期工程建设，建筑面积约为17万平方米，总投资约8亿元。

委发【2014】110号、泸国资委发【2015】155号、泸国资委发【2016】57号等）文件，近年泸州市政府陆续向公司注入泸州市级行政事业单位经营性资产及闲置资产，2014-2016年累计注入房产及所属土地的面积合计13.25万平方米，评估价值总计13.94亿元。

表21 2014-2016年注入的房产明细（单位：平方米、万元）

年份	资产类别	用途	面积	评估价值	依据文件号
2014年	投资性房地产	住宅或商铺	83,936.33	83,108.10	泸国资委发【2014】110号
2015年	投资性房地产	住宅或商铺	43,353.15	53,308.73	泸国资委发【2015】155号
	投资性房地产	住宅或商铺	102.93	44.66	泸国资产权【2015】6号
	投资性房地产	住宅或商铺	131.29	41.08	泸国资行资【2015】19号
2016年	投资性房地产	住宅或商铺	4,970.62	2,902.10	泸国资委发【2016】57号
合计	-	-	132,494.32	139,404.67	-

资料来源：公司提供

2、股权划转

2016年12月5日，根据泸国资产权【2016】59号文件，公司将持有的公房公司100.00%的股权无偿划转给泸州市国资委，当期减少公司资本公积37,220.94万元。同时根据泸国资产权【2016】60号文件，公司将西南医投公司97.00%的股权亦无偿划转给泸州市国资委。2016年12月23日，泸州市国资委以所持有的公房公司100.00%股权作价148,554.63万元出资到西南医投公司。西南医投公司的注册资本由100,000.00万元增加到151,554.63万元，增资后，泸州市国资委持有西南医投公司98.02%的股权。

2016年12月26日，根据《泸州市国有资产监督管理委员会关于向泸州市工业投资集团有限公司无偿划转西南医疗健康产业投资有限公司股权的通知》（泸国资产权【2016】65号），泸州市国资委将持有的西南医投公司98.02%的股权无偿划转给公司持有并于2016年12月26日在泸州市工商行政管理局办理变更登记，当期增加公司资本公积148,554.63万元。

3、财政补贴

根据《泸州市财政局关于下达可再生资源发展专项资金用于煤层气开发利用补贴的通知》泸市财建字【2016】88号、《泸州市财政局关于下达2016年安全生产预防及应急专项资金的通知》泸市财企【2016】71号等文件，2014-2016年公司累计获得四川省财政厅、泸州市财政局以及四川省发改委等政府单位给予的各项奖补资金44,052.46万元，有效提升了公司的利润水平。

总体来看，当地政府在资产注入、财政补贴等多方面给予了公司较大支持，有效提升了公司的资本实力和利润水平。

表22 2014-2016年公司计入当期损益的政府补助情况（单位：万元）

年份	政府补助	占利润总额的比例	主要补贴内容
2016年	22,614.70	51.47%	煤层气开采、2016年化解过剩产能奖补资金、财政专项补助资金、发行债券贴息支持等
2015年	21,417.62	89.49%	煤层气开采、财政专项补助资金等
2014年	20.13	0.09%	财政局拨付维修排危费用
合计	44,052.46	-	-

注：2015年和2016年政府补助主要是针对公司煤炭业务，而2014年度煤气化公司未纳入合并范围，故该年度相应的政府补助金额较少。

资料来源：公司2014-2016年审计报告

七、财务分析

以下财务分析基于公司提供的经四川华信（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2014-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年公司新纳入合并范围子公司10家，不再纳入合并范围子公司1家，合并报表范围变化情况见表23所示。

表23 2014-2016年公司合并范围变化情况

年份	当期新纳入合并范围的子公司	当期不再纳入合并范围的子公司
2014年	泸州市机动车检测中心有限公司	-
2015年	四川煤气化有限责任公司	成都泸川酒店有限责任公司
	泸州市保安服务公司	-
	泸州市工投格林环保科技有限公司	-
	泸州合江工业投资有限公司	-
2016年	泸天化中蓝新材料有限公司	-
	泸州工投股权投资基金管理有限公司	-
	西南医疗健康产业投资有限公司	-
	泸州工投能源投资有限公司	-
	泸州工投融资担保有限公司	-

注：公司实际持有成都泸川酒店有限责任公司100%股权，但其经营由泸州市政府驻成都办事处全权负责，公司并不具有对泸川酒店的实质控制及重大影响，故2015年后未纳入合并报表范围。

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

资产构成与质量

近年公司资产规模快速增长，以土地、房产、矿井等非流动资产为主，流动性偏弱

近年公司资产规模快速增长，2014-2016年总资产规模分别为55.11亿元、166.47亿元、201.15亿元，近三年复合增长率为91.05%。公司资产以土地、房产、矿井等非流动资产为主，近年其占总资产的比例呈上升趋势，截至2016年末，占比达80.30%。

表24 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	193,826.40	9.64%	147,693.69	8.87%	83,885.03	15.22%
应收账款	12,307.02	0.61%	11,291.74	0.68%	4,578.63	0.83%
其他应收款	57,368.77	2.85%	46,479.05	2.79%	70,641.09	12.82%
其他流动资产	105,527.10	5.25%	100,794.15	6.05%	908.14	0.16%
流动资产合计	396,200.16	19.70%	336,792.16	20.23%	169,441.93	30.75%
可供出售金融资产	271,923.96	13.52%	132,816.71	7.98%	33,294.45	6.04%
长期应收款	48,911.74	2.43%	5,574.43	0.33%	-	-
投资性房地产	448,660.58	22.31%	393,806.68	23.66%	307,583.95	55.82%
固定资产	336,580.16	16.73%	227,835.13	13.69%	1,265.74	0.23%
在建工程	385,831.06	19.18%	435,701.20	26.17%	27,844.11	5.05%
无形资产	85,277.16	4.24%	93,868.93	5.64%	-	-
非流动资产合计	1,615,257.85	80.30%	1,327,892.65	79.77%	381,622.39	69.25%
资产总计	2,011,458.00	100.00%	1,664,684.81	100.00%	551,064.32	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货以及其他非流动资产构成。近年公司大规模对外融资，期末货币资金余额随之快速增长，截至2016年末，公司货币资金余额为19.38亿元，其中除3.81亿元定期存款用于短期借款质押，其余货币资金不存在资金使用受限情况。2016年末，公司应收账款账面价值1.23亿元、其他应收账款5.74亿元、长期应收款4.89亿元，三者合计占总资产的比重达5.90%。其中，应收账款主要系合江工业园基础设施代建以及煤炭销售业务形成的款项，值得注意的是，四川渝福贸易有限公司系煤炭贸易公司，其所欠公司煤炭销售款1,905万元，占应收账款期末余额的14.32%，账龄在2-3年内，存在一定回收风险。其他应收款主要系应收泸州市财政局、筠连县国土资源局等政府单位款项以及泸天化集团等关联方的往来款；从账龄上看，账龄在1年以内、1-2年及2-3年的占比分别为81.40%、6.48%和8.39%。长期应收款系融资租赁保证金以及应收四川合江临港工业园区管理委员会的代建项目往来款、泸州市土地统征和整理中心借款。整体看，公司应收款项的主要应收对象系政府单位，回收风险较小，但其规模较大，对公司资金形成较大的占用。截至2016年末，公司其他流动资产账面价值为10.55亿元，主要系企业间资金拆借借出款项，占比约55.73%，其中拆借给泸天化集团借款2.75亿元，利率为9.96%；拆借给泸州长泰机械工业发展有限公司借款2.00亿元。公司存货主要系滨河家园等以自建模式建设的保障房项目以及煤制气项目所需的原材料。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、权益法核算下的长期股权投资、投资性

房地产、固定资产、在建工程以及无形资产。2016年末，公司可供出售金融资产账面价值为27.19亿元，占总资产的比重为13.52%，近年该类资产公允价值增长较快，其中2015年公允价值大幅增加主要系公司持有的国泰君安股票于2015年6月上市后股票市值大幅增长；2016年公司以62,824.50万元的价格受让了泸天化股份19.66%股权，导致期末公司公允价值增加152,030.00万元。此外，公司持有的兴泸小贷等3家联营企业的长期股权投资按照权益法核算，期末账面价值为1.02亿元。

截至2016年末，公司投资性房地产账面价值44.87亿元、固定资产账面价值33.66亿元、在建工程账面价值38.58亿元，占总资产的比重分别为22.31%、16.73%和19.18%，为公司主要的资产构成部分。其中，投资性房地产主要系公司购买和政府注入的经营性房产及所属土地，约8,000宗，面积合计140.75万平方米、2015年末账面价值为40.83亿元，根据四川天健华衡资产评估有限公司于2017年2月16日出具的3份评估报告，以2016年12月31日为评估基准日，公司投资性房地产评估价值合计为44.87亿元，高于账面价值4.04亿元计入2016年度公允价值变动收益；投资性房地产账面价值在1,000万元以上的明细见附录七；投资性房地产中已抵押账面价值为4,371.98万元，占比较小，但值得注意的是，截至2016年末，有53.11%的投资性房地产尚未办妥产权证书，账面价值达23.83亿元。固定资产主要系公司自用的房屋建筑物、子公司所属的矿井以及机器设备等，固定资产不存在抵押情况。在建工程主要为煤制气项目、以代建模式建设的长工集团保障房和中海苑限价房项目、聚碳酸酯项目等在建项目。2016年末，公司无形资产账面价值8.53亿元，主要系土地使用权、采矿权以及探矿权，分别占比52.96%、29.60%和17.29%。

整体看，公司资产以土地、房产、矿井以及股权等非流动资产为主，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

近年公司主营业务收入和其他收益均波动较大；主营业务盈利能力较弱，政府补助有效提升了公司的利润水平

2015年以前公司营业收入主要来源于资产管理和保障房代建业务收入；2015年以后，营业收入主要来源于煤炭销售、保安服务和资产租赁业务，收入来源发生变化。2014-2016年其收入规模亦存在一定波动，其中2015年新增煤炭销售收入使得公司收入规模较上年大幅增长，但2016年受煤炭销售收入下滑及该年末确认代建费收入等因素影响，公司收入规模下降。毛利率方面，近两年受业务结构的调整，毛利率较高的代建、资产管理等业务占比逐渐下降，而新增的煤炭销售业务盈利能力较差，使得公司综合毛利率呈下降趋势。

未来随着公司煤制气、聚碳酸酯等产业投资项目陆续投产，业务将更加多元化，但产业投资收益受行业景气度影响存在较大的不确定性，未来公司营业收入仍可能存在波动。

近年其他收益对公司利润作出了重要贡献。2016 年公司增加公允价值变动收益 4.04 亿元系投资性房地产因评估价值高于账面价值形成；近三年投资收益主要来源于公司对兴泸小贷、国泰君安、泸州商业银行、宏信证券等的投资。未来其他收益是否持续存在较大的不确定性。

近两年当地政府对公司补助力度较大，2015 年和 2016 年公司分别获得政府补助 2.14 亿元和 2.26 亿元，占当期利润总额的 89.49% 和 51.47%，政府补助有效提升了公司的利润水平，但后续持续性存在不确定性。

表25 近年公司盈利情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	61,027.31	67,248.26	20,569.70
公允价值变动收益	40,446.77	1,874.74	11,427.33
投资收益	6,803.54	4,136.40	2,332.37
营业利润	21,313.30	-401.88	21,643.93
政府补助	22,614.70	21,417.62	20.13
利润总额	43,937.81	23,932.01	21,678.88
净利润	31,160.63	20,576.27	17,590.72
综合毛利率	24.00%	40.10%	60.67%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流表现尚可，对外投资规模较大，主要依赖筹资活动弥补资金缺口；未来随着债务的陆续到期，公司面临较大的资金支出压力

公司经营活动收到的现金主要系煤炭销售和保安服务收入，支付的现金主要系购买机器设备以及支付矿工、保安等职工薪资的资金支出，2015 年和 2016 年公司主营业务回款情况较好，收现比分别为 1.04 和 1.22。

投资活动方面，近两年公司产业投资规模快速扩张，煤制气项目以及在建的保障房建设项目均投入了大量的建设资金。同时公司在金融服务板块亦加大了投资力度，增加对泸州商业银行和泸天化等公司的股权投资。2014-2016 年公司投资活动现金净流出 4.33 亿元、36.09 亿元和 18.45 亿元。

筹资方面，随着产业投资和股权投资规模的持续扩大，公司对资金的需求快速增加，融资规模大幅增长。2015 年公司发行 10 亿元“15 泸工投”、新增 38.41 亿元银行借款；2016

年公司又陆续发行了 3 只债券，分别是“16 泸工债”、“16 川煤气化项目”以及“16 泸州工投 CP001”，共募集资金 35 亿元。近两年大量的对外融资使得当期筹资活动现金呈大幅流入状态，较好的弥补了投资活动对资金的需求。截至 2016 年末，在建及拟建安置房和基础设施建设项目尚需投资 51.09 亿元，同时 2017 年将面临 30.56 亿元的债务到期，预计公司短期内将面临较大的资金支出压力。

表26 2014-2016 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
收现比	1.22	1.04	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	74,732.51	69,644.11	15,994.81
收到的其他与经营活动有关的现金	30,886.77	29,742.20	2,555.91
现金流入小计	105,619.45	99,386.30	18,550.72
购买商品、接受劳务支付的现金	37,816.64	14,496.89	7,307.00
支付的其他与经营活动有关的现金	15,142.29	24,164.48	3,455.32
现金流出小计	92,239.38	78,492.29	17,930.34
经营活动产生的现金流量净额	13,380.08	20,894.02	620.38
投资活动产生的现金流量净额	-184,477.51	-360,932.35	-43,330.42
筹资活动产生的现金流量净额	187,525.59	390,090.69	115,635.47
现金及现金等价物净增加额	16,428.15	50,052.36	72,925.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司有息债务规模持续增加，短期偿债规模较为集中，偿债压力较大

公司自 2014 年改组后，负债和所有者权益均大幅增长。截至 2016 年末，公司负债总额为 122.50 亿元，较 2015 年末增长 32.20%，主要系农发重点基金专项投资款、银行借款及应付债券等债务的大幅增长所致；近两年所有者权益保持稳定，2016 年末为 78.64 亿元。受负债规模大幅增长，公司产权比率快速上升，由 2014 年末的 50.96% 上升至 2016 年末的 155.77%，净资产对负债的保障程度下降。

表27 近年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	1,225,037.50	926,595.58	186,028.31
所有者权益合计	786,420.50	738,089.23	365,036.02
产权比率	155.77%	125.54%	50.96%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

从近年公司流动负债和非流动负债的占比看，公司债务结构较为稳定，2016 年末两者占比分别为 42.46% 和 57.54%。

公司短期债务压力主要来自短期借款、应付账款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债和短期融资券。截至 2016 年末，公司短期借款规模为 14.00 亿元，占负债总额的比重为 11.43%；应付账款规模为 10.56 亿元，系尚未结算的工程建设款等，其中一年以内应付账款占比 71.68%、1-2 年占比 14.21%；其他应付款规模 6.84 亿元，主要系应付泸天化的股权投资款 1.08 亿元以及与相关政府和企事业单位的往来款、部分工程施工保证金。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、融资租赁款以及采矿权价款及使用费。

长期债务压力主要来自长期借款、应付债券以及长期应付款、专项应付款。截至 2016 年末，公司长期借款（含一年内到期部分）期末余额为 22.33 亿元，主要系保证借款（占比 77.91%）和委托借款（占比 12.54%）；长期应付款期末余额 3.57 亿元，系融资租赁应付款 2.84 亿元和应付采矿权及使用费 0.73 亿元。专项应付款主要系政府给予的各项奖补资金，实际无偿还责任。但来自农发重点基金的专项投资款 2 亿元，根据投资合同约定，项目建设期满后，农发重点基金有权要求公司按照合同规定的时间、比例和价格回购投资款，故该笔投资款公司实际负有偿还责任。

表28 2014-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	140,060.55	11.43%	218,439.93	23.57%	20,385.00	10.96%
应付账款	105,618.97	8.62%	95,805.47	10.34%	1,959.27	1.05%
其他应付款	68,366.83	5.58%	38,305.45	4.13%	50,901.69	27.36%
一年内到期的非流动负债	59,452.08	4.85%	18,366.99	1.98%	-	-
其他流动负债	100,144.71	8.17%	90.91	0.01%	-	-
流动负债合计	520,146.93	42.46%	421,310.05	45.47%	81,850.33	44.00%
长期借款	184,443.00	15.06%	238,928.57	25.79%	52,860.00	28.42%
应付债券	345,477.21	28.20%	97,745.27	10.55%	-	-
长期应付款	35,681.00	2.91%	58,692.87	6.33%	-	-
专项应付款	44,554.04	3.64%	41,292.17	4.46%	21,927.93	11.79%
递延所得税负债	82,481.10	6.73%	54,829.64	5.92%	29,390.06	15.80%
非流动负债合计	704,890.57	57.54%	505,285.53	54.53%	104,177.98	56.00%
负债合计	1,225,037.50	100.00%	926,595.58	100.00%	186,028.31	100.00%
有息债务	867,877.79	70.84%	640,976.42	69.18%	73,245.00	39.37%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司共有 4 只债券在存续期内，分别为“15 泸工投”、“16 泸工债”以及煤气化公司分期发行的“16 川煤气化项目 NPB01”和“16 川煤气化项目 NPB02”，

公司应付债券余额共计 44.55 亿元。其中“16 泸工投 CP001”系一年内到期的短期融资券；“15 泸工投”和“16 泸工债”为每年付息，到期一次偿还本金；“16 川煤气化项目 NPB01”和“16 川煤气化项目 NPB02”每年付息一次，从第三个计息年度开始按照债券发行总额的 20% 偿还本金。各债券的具体情况详见表 29。

表29 截至 2016 年末公司合并口径存续债券情况

债券简称	金额（亿元）	起息日期	期限（年）	票面利率（%）
15 泸工投	10.00	2015-11-12	3	7.20
16 泸工债	10.00	2016-03-25	5	5.39
16 泸州工投 CP001	10.00	2016-10-21	1	4.00
16 川煤气化项目 NPB01	10.00	2016-04-21	7	7.00
16 川煤气化项目 NPB02	5.00	2016-12-14	7	7.00
合计	45.00	-	-	-

资料来源：公司提供

公司有息债务主要由银行借款、融资租赁款和应付债券等构成，近两年公司有息债务规模快速增长，截至 2016 年末余额达 86.79 亿元，占负债总额的比重为 70.84%。从有息债务偿还期限分布表看，债务偿还高峰期将集中于 2017 年和 2018 年，短期内公司债务偿还压力较大。

表30 截至 2016 年末公司主要有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 及以后	合计
银行借款	174,926.55	52,726.00	60,216.00	29,705.00	21,976.00	23,820.00	363,369.55
应付债券	100,000.00	98,664.01	30,000.00	30,000.00	128,108.60	58,704.60	445,477.21
应付票据	9,370.85	-	-	-	-	-	9,370.85
融资租赁应付款	16,887.01	16,196.93	6,279.33	4,987.66	909.25	-	45,260.18
拆借款项	4,400.00	-	-	-	-	-	4,400.00
合计	305,584.41	167,586.94	96,495.33	64,692.66	150,993.85	82,524.60	867,877.79

资料来源：公司提供

受负债规模快速增长的影响，近年公司资产负债率逐年上升，从 2014 年末的 33.76% 上升至 2016 年末的 60.90%。从短期偿债指标看，公司流动比率和速动比率表现不佳，短期偿付压力较大。自 2015 年开始公司对外融资规模快速扩张，短期借款和短期融资券大幅增加，导致公司短期偿债指标快速下降至 1.0 以下。

从长期偿债指标看，受益于政府补助和公允价值变动损益的增加，EBITDA 持续增长，但有息债务规模增长过快，EBITDA 利息保障倍数快速下降，2016 年末公司 EBITDA 利息保障倍数降至 1.68，有息债务/EBITDA 为 9.68，公司长期偿债压力亦较大。

表31 2014-2016年公司主要偿债能力指标

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	60.90%	55.66%	33.76%
流动比率	0.76	0.80	2.07
速动比率	0.73	0.78	1.96
EBITDA (万元)	89,656.15	58,851.16	22,564.83
EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.87	21.13
有息债务/EBITDA	9.68	10.89	3.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

八、或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至 2016 年 12 月 31 日，公司已为 6 家企业提供 8 笔对外担保，具体情况见表 32。担保对象主要为国有企业，均未设置反担保措施，担保金额合计 23.14 亿元，占期末公司净资产的 29.43%，存在一定的或有负债风险。

表32 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保单位名称	担保金额	担保期限	担保方式
1	泸州市兴泸投资集团有限公司	12,000.00	2009/8/27-2029/8/26	连带责任担保
2	泸州市江南新区建设投资有限责任公司	100,000.00	2015/7/21-2019/7/20	第三方信用担保
3	泸州市高新投资集团有限公司	37,276.23	2016.1.25-2018.1.24	差额回购
4	泸州市高新投资集团有限公司	20,000.00	2016.7.29-2019.7.29	连带责任担保
5	九禾股份有限公司	40,000.00	2016/10/21-2017/10/20	最高额保证担保
6	泸天化（集团）有限责任公司	21,900.00	2016.3.29-2017.3.28	连带责任担保
7	四川叙大铁路有限责任公司	130.00	2011.1.10-2030.12.21	连带责任担保
8	四川叙大铁路有限责任公司	120.00	2011.1.10-2030.1.9	连带责任担保
合计		231,426.23	-	-

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

子公司古叙煤电在生产建设过程中造成矿区周围部分群众房屋、耕地受损，存在一定的地质灾害赔付责任

2014 年公司二级子公司古叙煤电在生产建设过程中造成矿区周围部分群众房屋、耕地受损，预计将支付一定地质灾害赔付金。该事项由当地政府主导相关赔偿事宜，由于部分塌陷受损建筑属于未批先建的违章建筑，公司认为具体赔付金额尚待磋商后确定，并计划使用古叙煤电已向政府部门缴纳的地质灾害赔偿保证金支付此次赔偿，不足部分由古叙煤电与当地政府共同承担。截至 2016 年末，公司已缴纳的地质灾害赔偿保证金为 355.18 万

元；针对此次赔偿事项，公司累计计提预计负债 6,045.16 万元，已实际支付 2,910.00 万元。

九、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

1、本期债券募投项目产生的收益为本期债券本息偿付的主要来源

本期债券募投项目为大竹林二期安置房项目、民品园安置房项目和九狮花园安置房项目三个安置房项目，产生的收益为本期债券本息偿付的主要来源。根据中国华西工程设计建设有限公司于 2017 年 2 月出具的可行性研究报告，以上三个项目建成后计划由公司运营，收入来源于住宅、配套商业用房以及停车位的出售收入，预计在运营期内（第 4-7 年）可分别实现销售收入 8.68 亿元、4.00 亿元和 7.76 亿元，累计可实现项目收入 20.44 亿元。但值得注意的是，未来实际销售价格和销售量可能不及预期，募投项目能否实现预期收益存在一定的不确定性。

2、公司经营活动产生的现金流是本期债券还本付息的重要来源

公司是泸州市重要的产业投资平台，从事的业务板块较多，但目前主营业务收入主要来源于煤炭销售、保安服务和资产租赁业务，2014-2016 年公司主营业务收入分别实现 2.05 亿元、6.37 亿元和 5.79 亿元。从公司的经营情况看，近年煤炭销售业务受市场行情低迷影响，面临较大的经营压力，保安服务和资产租赁可持续性较好，收入来源较有保障。从现金流情况看，近年公司经营活动现金流表现尚可，2014-2016 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 620.38 万元、20,894.02 万元和 13,380.08 万元。公司经营活动产生的现金流入是本期债券本息偿还的重要来源。

3、地方政府的支持是本期债券还本付息的重要补充

近年来泸州市政府对公司给予了较大的支持。2014-2016年，公司累计获得泸州市国资委注入的房产及所属土地价值合计13.94亿元，有效增强了公司的资本实力；同时，累计获得四川省财政厅、泸州市财政局以及四川省发改委等政府单位给予的各项奖补资金4.41亿元，有效提升了公司的盈利水平。预计未来当地政府将继续给予公司支持，但每年给予公司的补助规模存在不确定性。

4、可供出售金融资产和房产及所属土地可为本期债券的还本付息提供重要保障

截至2016年末，公司持有泸天化、国泰君安等8家上市公司股权，其公允价值合计23.61亿元；持有泸州商业银行、宏信证券等20余家非上市公司股权，其投资成本合计3.45亿元。此外，公司拥有房屋及土地共8,000多宗，建筑面积合计140.75万平方米，账面价值合计44.87

亿元。以上金融资产及实物资产的抵押融资或变现可为公司本期债券还本付息提供保障。但值得注意的是，房屋和土地资产价值易受房地产市场景气度的影响，面临一定波动，且公司尚未办妥产权证的投资性房地产账面价值达23.83亿元，占比53.11%，变现难度较大。

（二）本期债券保障措施分析

重庆兴农担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

根据重庆兴农担保出具的担保函，重庆兴农担保承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券本金和利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间内未要求重庆兴农担保承担保证责任的，重庆兴农担保免除保证责任。

重庆兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。重庆兴农初始注册资本300,000.00万元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资60,000.00万元，20,000.00万元及20,000.00万元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4月，重庆兴农担保名称变更为现名。根据章程，经历次增加实缴资本，截至2016年6月30日，重庆兴农担保注册资本仍为300,000.00万元，实缴资本增加至195,000.00万元，股东持股比例不变。重庆兴农担保控股股东为渝富资产，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2016年6月30日，重庆兴农担保股权关系如表33所示。

表33 截至2016年6月30日重庆兴农担保股权关系情况

股东名称	出资额（万元）	出资比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	117,000	60.00%
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	39,000	20.00%
重庆市水务资产经营有限公司	39,000	20.00%
合计	195,000	100%

资料来源：重庆兴农担保提供

重庆兴农担保主要经营贷款担保业务，均为间接融资担保。2013-2015年，重庆兴农担保分别实现营业总收入52,943.16万元、72,999.58万元及69,599.68万元，担保业务收入分别占当期营业总收入的75.20%、71.21%及69.74%。近年来随着股东逐步增资到位，重庆兴农

担保实收资本规模大幅上升，当期担保发生额整体有所提升，2013-2015年重庆兴农担保当期担保发生额分别为1,275,211.9万元、1,263,113.95万元、1,421,656.08万元，年均复合增长率达到5.59%，2014年及2015年分别同比增长-0.95%、12.55%。2013-2015年重庆兴农担保当期解除担保责任额分别为449,601.33万元、888,056.92万元及1,297,330.67万元，年均复合增长率达到69.87%。

截至2015年12月31日，重庆兴农担保资产总额为699,571.96万元，所有者权益为469,374.84万元，资产负债率为32.91%；2015年度，重庆兴农担保实现营业总收入69,599.68万元，利润总额27,964.07万元，经营活动现金流净额-13,615.63万元。截止2015年末，重庆兴农担保期末担保在保责任余额2,022,126.38万元，净资产放大倍数为4.31，处于较低水平，融资担保业务仍有较大发展空间。但我们也关注到，受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现影响，重庆兴农担保融资担保代偿家数及代偿规模均有所增加。2013-2015年，重庆兴农担保担保业务分别发生代偿0.00万元、14,950.31万元、17,770.97万元，当期担保代偿率分别为0.00%、1.68%、1.37%，截至2015年末，重庆兴农担保累计担保代偿金额为32,721.28万元，截至2016年3月末，重庆兴农担保仍未实现代偿款回收。重庆兴农担保主要财务指标如表34所示。

表34 截至2016年3月末重庆兴农担保主要财务指标情况

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	754,328.10	699,571.96	556,392.86	424,748.68
所有者权益（万元）	502,579.30	469,374.84	366,611.66	289,109.40
资产负债率	33.37%	32.91%	34.11%	31.93%
流动比率	2.63	2.64	2.79	2.92
营业总收入（万元）	10,338.01	69,599.68	72,999.58	52,943.16
利润总额（万元）	3,193.30	27,964.07	24,408.26	12,598.53
综合毛利率	24.12%	35.29%	28.20%	16.33%
净资产收益率	-	5.23%	6.18%	4.77%
经营净现金流（万元）	-36,006.41	-13,615.63	10,475.07	54,166.70
当期担保发生额（万元）	-	1,421,656.08	1,263,113.95	1,275,211.90
期末在保责任余额（万元）	-	2,022,126.38	1,897,800.97	1,522,743.94
担保风险准备金（万元）	-	114,736.40	87,807.08	52,903.85
净资产放大倍数	-	4.31	5.18	5.27
当期担保代偿率	-	1.37%	1.68%	0.00%

注：部分数据未提供。

资料来源：重庆兴农担保2013-2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表，鹏元整理

综合来看，重庆兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定重庆兴

农担保主体长期信用等级为AA+，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信用水平。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
流动资产：			
货币资金	193,826.40	147,693.69	83,885.03
应收票据	1,185.10	4,178.09	-
应收账款	12,307.02	11,291.74	4,578.63
预付款项	2,055.24	1,570.13	116.62
应收利息	2,711.75	46.09	22.08
应收股利	2,620.45	-	-
其他应收款	57,368.77	46,479.05	70,641.09
存货	18,598.33	8,739.21	9,290.35
一年内到期的非流动资产	-	16,000.00	-
其他流动资产	105,527.10	100,794.15	908.14
流动资产合计	396,200.16	336,792.16	169,441.93
可供出售金融资产	271,923.96	132,816.71	33,294.45
长期应收款	48,911.74	5,574.43	-
长期股权投资	10,245.52	9,354.57	9,502.53
投资性房地产	448,660.58	393,806.68	307,583.95
固定资产	336,580.16	227,835.13	1,265.74
在建工程	385,831.06	435,701.20	27,844.11
工程物资	595.64	11,096.51	-
固定资产清理	4,962.50	554.99	524.73
无形资产	85,277.16	93,868.93	-
长期待摊费用	36.86	41.32	53.02
递延所得税资产	11,559.67	12,158.40	1,183.04
其他非流动资产	10,673.01	5,083.79	370.83
非流动资产合计	1,615,257.85	1,327,892.65	381,622.39
资产总计	2,011,458.00	1,664,684.81	551,064.32
流动负债：			
短期借款	140,060.55	218,439.93	20,385.00
应付票据	9,370.85	24,777.73	-
应付账款	105,618.97	95,805.47	1,959.27
预收款项	2,829.30	4,962.86	2,828.79
应付职工薪酬	16,005.88	12,732.57	958.19
应交税费	7,210.71	6,623.14	4,817.38
应付利息	11,087.05	1,205.01	-

其他应付款	68,366.83	38,305.45	50,901.69
一年内到期的非流动负债	59,452.08	18,366.99	-
其他流动负债	100,144.71	90.91	-
流动负债合计	520,146.93	421,310.05	81,850.33
非流动负债：			
长期借款	184,443.00	238,928.57	52,860.00
应付债券	345,477.21	97,745.27	-
长期应付款	35,681.00	58,692.87	-
专项应付款	44,554.04	41,292.17	21,927.93
预计负债	10,158.01	11,492.90	-
递延收益	2,096.20	2,304.10	-
递延所得税负债	82,481.10	54,829.64	29,390.06
非流动负债合计	704,890.57	505,285.53	104,177.98
负债合计	1,225,037.50	926,595.58	186,028.31
所有者权益：			
实收资本（或股本）	170,000.00	126,127.00	50,000.00
资本公积	277,908.45	205,907.09	161,638.14
其他综合收益	109,853.52	59,536.54	-3,144.70
盈余公积	4,006.51	2,527.69	1,345.78
未分配利润	70,415.85	173,345.59	155,136.81
归属于母公司所有者权益合计	632,184.33	567,443.91	364,976.04
少数股东权益	154,236.17	170,645.32	59.98
所有者权益合计	786,420.50	738,089.23	365,036.02
负债和所有者权益总计	2,011,458.00	1,664,684.81	551,064.32

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	61,027.31	67,248.26	20,569.70
其中：营业收入	61,027.31	67,248.26	20,569.70
二、营业总成本	86,964.31	73,661.28	12,685.47
其中：营业成本	46,383.54	40,284.73	8,089.96
税金及附加	3,337.70	3,178.99	892.22
销售费用	1,397.37	1,210.58	3.42
管理费用	16,047.28	14,131.66	3,228.88
财务费用	19,520.58	18,431.03	360.09
资产减值损失	277.86	-3,575.71	110.90
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	40,446.77	1,874.74	11,427.33
投资收益（损失以“-”号填列）	6,803.54	4,136.40	2,332.37
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	961.51	1,007.03	1,123.01
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	21,313.30	-401.88	21,643.93
加：营业外收入	22,901.83	25,381.88	36.88
政府补贴收入	22,614.70	21,417.62	20.13
其中：非流动资产处置利得	97.17	56.11	0.64
减：营业外支出	277.32	1,047.99	1.93
其中：非流动资产处置损失	2.32	5.16	0.34
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	43,937.81	23,932.01	21,678.88
减：所得税费用	12,777.19	3,355.75	4,088.16
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	31,160.63	20,576.27	17,590.72
归属于母公司所有者的净利润	29,400.56	19,855.35	17,569.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	74,732.51	69,644.11	15,994.81
收到的其他与经营活动有关的现金	30,886.77	29,742.20	2,555.91
经营活动现金流入小计	105,619.45	99,386.30	18,550.72
购买商品、接受劳务支付的现金	37,816.64	14,496.89	7,307.00
支付给职工以及为职工支付的现金	28,866.15	28,902.97	5,990.07
支付的各项税费	10,414.30	10,927.95	1,177.96
支付的其他与经营活动有关的现金	15,142.29	24,164.48	3,455.32
经营活动现金流出小计	92,239.38	78,492.29	17,930.34
经营活动产生的现金流量净额	13,380.08	20,894.02	620.38
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金	16,752.78	-	-
取得投资收益所收到的现金	4,048.60	4,438.95	1,274.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	26.54	32.16	3.76
收到的其他与投资活动有关的现金	71,381.53	43,156.94	405.50
投资活动现金流入小计	92,209.45	47,628.05	1,684.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	106,065.03	166,767.51	11,016.24
投资所支付的现金	86,919.21	34,314.88	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	113,339.40	33,100.00
支付其他与投资活动有关的现金	83,702.72	94,138.62	898.33
投资活动现金流出小计	276,686.97	408,560.40	45,014.57
投资活动产生的现金流量净额	-184,477.51	-360,932.35	-43,330.42
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	3,000.00	92,952.94	37,025.20
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	31,825.94	-
取得借款收到的现金	197,510.00	266,590.00	62,422.00
发行债券收到的现金	348,000.00	98,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	27,783.54	107,710.24	58,380.62
筹资活动现金流入小计	576,293.54	565,253.18	157,827.81
偿还债务支付的现金	300,212.79	82,153.15	17,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	22,907.80	25,224.84	1,520.74
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	20.88	43.84	-
支付其他与筹资活动有关的现金	65,647.36	67,784.49	22,871.60

筹资活动现金流出小计	388,767.95	175,162.49	42,192.34
筹资活动产生的现金流量净额	187,525.59	390,090.69	115,635.47
五、现金及现金等价物净增加额	16,428.15	50,052.36	72,925.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	31,160.63	20,576.27	17,590.72
加：资产减值准备	277.86	-3,575.71	110.90
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11,367.70	12,495.97	336.23
无形资产摊销	1,993.92	2,139.16	-
长期待摊费用摊销	28.82	25.19	11.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-96.18	-44.99	0.39
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	1.33	-5.96	-
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-40,446.77	-1,874.74	-11,427.33
财务费用(收益以“-”号填列)	21,536.51	23,696.63	441.87
投资损失(收益以“-”号填列)	-6,803.54	-4,136.40	-2,332.37
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	598.73	-11,628.94	-27.73
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	27,651.47	5,262.97	3,005.90
存货的减少(增加以“-”号填列)	-9,859.12	551.14	-6,585.24
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-12,577.28	12,513.18	-2,704.79
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-6,574.85	-36,179.55	2,195.17
其他	-4,879.16	1,079.80	5.41
经营活动产生的现金流量净额	13,380.08	20,894.02	620.38
现金的期末余额	150,365.54	133,937.39	83,885.03
减：现金的期初余额	133,937.39	83,885.03	10,959.61
现金及现金等价物净增加额	16,428.15	50,052.36	72,925.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	60.90%	55.66%	33.76%
流动比率	0.76	0.80	2.07
速动比率	0.73	0.78	1.96
产权比率	155.77%	125.54%	50.96%
综合毛利率	24.00%	40.10%	60.67%
EBITDA (万元)	89,656.15	58,851.16	22,564.83
EBITDA 利息保障倍数	1.68	1.87	21.13
有息债务/EBITDA	9.68	10.89	3.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年末纳入合并范围内一级子公司(单位:万元)

序号	公司名称	注册资本	持股比例		主营业务	取得方式	纳入时间
			直接	间接			
1	泸州国有资产经营有限公司	35,473	100%	-	国有资产经营管理	设立	2014年以前
2	泸州市国华资产经营有限公司	200	80%	20%	公房租赁	设立	2014年以前
3	泸州工投华瑞房地产开发有限公司	1,000	80%	20%	房地产开发、棚户区改造	设立	2014年以前
4	泸州市中旭资产投资有限公司	1,900	80%	20%	国有资产经营管理	设立	2014年以前
5	泸州市长阳企业投资经营管理有限公司	200	80%	20%	房地产、化工、机械的投资	设立	2014年以前
6	泸州市机动车检测中心有限公司	200	100%	-	机动车安全技术及环保检验	设立	2014年9月
7	四川煤气化有限责任公司	240,000	54.76%	-	煤化工产品的生产和销售、煤炭采掘	非同一控制下的企业合并	2015年1月
8	泸州市保安服务有限责任公司	1,000	100%	-	武装押运、保安服务	同一控制下企业合并	2015年3月
9	泸州市工投格林环保科技有限公司	1,000	100%	-	环保技术咨询、环境评估服务	设立	2015年4月
10	泸州合江工业投资有限公司	100,000	51.00%	-	投融资业务	设立	2015年10月
11	四川泸天化中蓝新材料有限公司	36,400	70.33%	-	制造业	设立	2016年2月
12	泸州工投股权投资基金管理有限公司	1,000	100%	-	投融资业务	设立	2016年4月
13	西南医疗健康产业投资有限公司	151,554	100%	-	医疗健康产业投资	设立	2016年7月
14	泸州工投能源投资有限公司	2,500	100%	-	能源开发、能源投资	设立	2016年9月
15	泸州工投融资担保有限公司	20,000	100%	-	融资担保	设立	2016年12月

注:泸州工投华瑞房地产开发有限公司原名为泸州鸿阳广厦房地产开发有限公司,2016年2月17日更名为现名。

资料来源:公司提供

附录六 截至2016年末公司对外投资明细（单位：万元）

公司名称	投资成本	截至 2016 年末的 账面价值	持股比例
按公允价值计量的可供出售金融资产			
泸天化	62,824.50	152,030.00	19.66%
国泰君安	17,571.04	76,442.60	0.47%
泸州老窖	7,991.59	6,394.39	-
泸州老窖	1,173.39	1,131.67	-
索菲亚	8.60	43.33	-
森马服饰	10.05	6.16	-
迪威视讯	2.56	5.30	-
益盛药业	2.00	1.92	-
佳士科技	1.33	1.05	-
合计	89,585.05	236,056.41	-
按成本计量的可供出售金融资产			
泸州市商业银行	23,195.73	23,195.73	9.51%
国泰君安投资管理公司	1,802.23	1,802.23	0.50%
泸州市兴泸水务集团江南水业有限公司	1,478.14	1,478.14	44.19%
四川叙大铁路有限责任公司	1,300.00	1,300.00	1.00%
宏信证券有限公司	1,253.86	1,253.86	1.49%
泸州市南郊水业有限公司	1,164.34	1,164.34	43.83%
泸州市兴泸水务（集团）北郊水业有限公司	1,005.74	1,005.74	22.15%
国久大数据有限公司	800.00	800.00	16.00%
青岛啤酒（泸州）有限公司	555.55	555.55	5.00%
泸州市兴泸水务（集团）纳溪水业有限公司	471.28	471.28	21.78%
泸州云龙机场空港发展有限公司	400.00	400.00	1.18%
四川天华股份有限公司	303.35	303.35	-
泸州绿苑农林科技发展有限公司	204.21	204.21	2.75%
泸州市兴泸水务（集团）合江水业有限公司	155.41	155.41	4.36%
泸州市四通自来水工程有限公司	112.08	112.08	18.64%
四川省科建煤炭产业技术研究院有限公司	100.00	100.00	3.51%
四川蜀联煤炭销售有限责任公司	69.68	69.68	9.43%
四川泸天化环保科技股份有限公司	50.00	50.00	15.00%
成都泸川酒店有限责任公司	50.00	50.00	100.00%
泸州市四通给排水工程设计有限公司	17.94	17.94	29.66%
合计	34,489.55	34,489.55	-
权益法核算的长期股权投资			

泸州市江阳区兴泸鸿阳小额贷款公司	9,594.93	10,097.19	22.85%
攀枝花煤业(集团)宏业煤炭运销有限公司	100.00	42.83	20.00%
四川省科源煤矿瓦斯煤层气工程研究中心有限公司	100.00	105.50	20.00%
合计	-	10,245.52	-

资料来源：公司提供

附录七 截至2016年12月31日公司部分投资性房地产情况

房产证编号	坐落	面积 (平方米)	账面价值 (万元)	是否 抵押
泸市房权证江阳区字第 0000472423 号	江阳区江阳中路 65 号 2 号楼 1 至 2 层	851.83	9,075.40	否
泸市房权证江阳区字第 0000472377 号	江阳区江阳中路 5 号楼 1 至 6 层 7 号门市	1,764.85	7,800.64	否
泸市房权证字第 13091 号	北城太平街 20 号	4,260.16	5,951.44	否
泸市房权证江阳区字第 0000472385 号	江阳区江阳中路 50 号 1 幢 1 层 1 号	470.79	5,283.68	否
泸市房权证江阳区字第 0000471036 号	江阳区江阳中路 39 号 1 层 101 号	6,692.00	4,202.58	否
川(2015)泸州市不动产权第 0020870 号	龙马潭区迎宾大道一段 18 号 1 幢 1 层 1 层	415.13	3,392.44	否
泸市房权证江阳区字第 0000060771 号	江阳区江阳南路 1 号楼 6 号	524.40	3,100.78	否
泸市房权证江阳区字第 0000472424 号	江阳区江阳中路 65 号 1 号楼 1 至 3 层	383.05	2,862.92	否
川(2017)泸州市不动产权第 0021629 号	迎晖路 47 号 4 层 401 号	505.00	2,770.43	否
川(2017)泸州市不动产权第 0021627 号	迎晖路 47 号 5 层 501 号	505.00	2,501.77	否
川(2017)泸州市不动产权第 0021630 号	江阳区迎晖路 47 号 6 层 601 号	510.80	2,336.40	否
泸市房权证江阳区字第 0000157541 号	江阳区江阳西路 47 号 9 号楼 1 层 1 号	1,672.23	2,123.73	否
泸市房权证龙马潭区字第 0000307469 号	龙马潭区大通路 17 号 1 幢 1 层 101 号	2,066.98	1,748.67	否
泸市房权证龙马潭区字第 0000108413 号	龙马潭区龙南路 46 号 1 幢 202 号	767.10	1,709.10	否
泸市房权证江阳区字第 0000473155 号	江阳区连江路一段 5 幢 1 层	457.25	1,495.67	否
泸市房权证江阳区字第 0000472452 号	江阳区大云路 39 号 1 号 2 至 5 层	2,195.58	1,471.04	否
泸市房权证龙马潭区字第 0000307472 号	龙马潭区大通路 17 号 1 幢 2 层 201 号	1,721.79	1,456.63	否
宜宾市房权证翠屏区字第 00207201 号	宜宾市翠屏区栈房街 72 号 3 层	1,818.43	1,383.83	否
泸市房权证江阳区字第 0000472399 号	江阳区江阳中路 50 号 2 幢 1 层 1 号	104.92	1,291.36	否
(2015)泸州市不动产权第 0004589 号	江阳区新三村巷 22 号楼 1 至 3 层	2,028.87	1,278.19	否
泸市房权证江阳区字第 0000473681 号	江阳区星光路 13 号 4 号楼 1 层 1 号	653.85	1,270.43	否
泸市房权证江阳区字第 0000000245 号	大山坪 2 号门市 1、2、3、4#(修理厂楼上)	1,996.51	1,257.80	否
泸市房权证江阳区字	江阳区江阳南路 28 号 1 号楼 4 至	1,984.60	1,246.33	否

第 0000472008 号	7 层			
泸市房权证江阳区字第 0000158208 号	江阳区江阳西路 47 号 9 号楼负 1 层附 1-1 号	1,245.04	1,216.40	否
泸市房权证江阳区字第 0000158985 号	江阳区江阳西路 47 号 9 号楼负 1 层附 1-3 号	206.36	1,033.04	否

注：以上明细系已办证且账面价值在 1,000 万以上的投资性房地产情况。

资料来源：公司提供

附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+部分其他应付款+部分 1 年内到期的非流动负债+部分其他流动负债+长期借款+应付债券+部分长期应付款

附录九 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。