



2023年泸州兴阳投资集团有限公司农村产业融合发展专项债券2023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。

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：

2023年泸州兴阳投资集团有限公司农村产业融合发展专项债券2023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
23 兴阳债/ 23 兴阳专项债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到泸州兴阳投资集团有限公司（以下简称“兴阳投资”或“公司”）是泸州市江阳区核心的基础设施建设投融资主体，外部环境较好，业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”）提供的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，公司项目建设已投入和尚需投入规模均较大，不但形成了较大规模的存货开发成本和应收款项，还对公司后续的资金需求提出较大挑战，由于项目投资主要依靠外部融资，而代建项目资产流动性受制于泸州江阳区财政局和高新区江南科技产业园管委会，自营项目收益实现时间较长且受到市场和政策等因素的影响存在不确定性，公司面临较大的债务压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：李佳
lij@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	2022 年	2021 年	2020 年
总资产	227.33	217.30	201.27
所有者权益	94.97	91.21	87.39
总债务	100.24	96.04	81.70
资产负债率	58.22%	58.03%	56.58%
现金短期债务比	0.33	0.28	0.44
营业收入	9.51	7.74	7.56
其他收益	2.74	3.10	2.62
利润总额	1.87	1.78	1.61
销售毛利率	11.92%	12.23%	9.83%
EBITDA	3.38	2.99	2.48
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.56	0.61
经营活动现金流净额	3.15	1.67	-4.66

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **泸州市经济持续快速发展，港口经济和酒业等支柱产业特色明显，江阳区作为泸州市核心城区，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，经济总量排名四川省中上；江阳区作为泸州市核心城区，经济实力居全市第一，人口持续净流入。
- **公司仍是泸州市江阳区核心的基础设施建设投融资主体，项目建设业务持续性较好，业务类型逐渐多元化。**项目建设收入为公司主要收入来源，业务范围遍及江阳区市区、江阳区行政区域内高新区¹，在建和拟建项目较多，存货中已投入开发成本规模较大，业务持续性较好；保洁服务、教育培训及商品零售服务对公司营业收入形成重要补充，业务类型朝多元化发展。
- **公司继续获得来自江阳区政府在资产注入和政府补助方面较大力度外部支持。**资产注入方面，2022 年江阳区政府将项目资产、房产、股权注入公司，合计增加资本公积 1.80 亿元，提升了公司资本实力。政府补助方面，2022 年公司及其子公司收到江阳区政府的补贴共计 2.74 亿元，占当期利润总额的 146.52%，对公司利润的贡献仍较大。
- **第三方保证担保仍有助于提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，金玉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仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性受制于泸州江阳区财政局和高新区江南科技产业园管委会，水库、道路等低质无效资产规模较大。**2022 年公司资产中应收款项、存货和其他非流动资产占比合计 88.08%，其中代建业务形成了较大规模的存货内代建项目沉淀和应收款项，委托方为泸州江阳区财政局及泸州国家高新区江南科技产业园平台公司，回款周期较长；其他非流动资产主要为水库及道路资产、未办理过户资产，该部分资产规模较大且质量较差。
- **较大项目投资需求和融资规模使公司仍面临较大债务压力。**随着代建项目投入增加，2022 年公司开发成本继续积累，同时项目建设融资使 2022 年公司总债务规模持续增长，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数持续处于较低水平。此外，后续代建及自营项目尚需投资 48.36 亿元，且仍主要依靠外部融资，自营项目收益实现周期较长且受到市场和政策等因素的影响存在不确定性，需关注公司后续的债务变动和自营项目盈利状况。
- **公司对民企和个体工商户的担保存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计占所有者权益比重为 5.38%，其中对民企的担保余额合计 0.67 亿元，对个体工商户的担保余额合计 0.46 亿元，公司对民企和个体工商户的担保存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称

版本号

城投公司信用评级方法和模型

[cspy_ffmx_2022V1.0](#)

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy_ffmx_2022V1.0](#)

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	3/7

¹ 泸州高新区总规划面积 202 平方公里，其中龙马潭核心区域 4.62 平方公里，江阳、纳溪片区 176.08 平方公里，泸县片区 21.3 平方公里。

行政层级	2/5	
ESG 因素		0
调整因素	审计报告质量	0
	不良信用记录	0
	补充调整	0
个体信用状况		a
外部特殊支持		3
主体信用等级		AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是泸州市江阳区核心的基础设施建设投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江阳区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与江阳区政府的关系非常紧密以及对江阳区政府非常重要。同时，中证鹏元认为江阳区政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/ 23 兴 阳债/ 23 兴 阳专项债	2023-3-14	陈俊松、李佳	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/PR 泸兴 阳/ 16 泸州 兴阳债	2016-1-18	王晨、王贞姬	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
23 兴阳债/ 23 兴阳专项债	7.90	7.90	2023-3-24	2028-03-29

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2023年3月24日发行5年期7.90亿元企业债券，募集资金计划3.95亿元用于江阳区现代农业示范项目、3.95亿元用于补充营运资金。截至2023年4月30日，本期债募集资金专项账户余额为29,586.51万元。

三、发行主体概况

2022年-2023年5月，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年5月末，公司注册资本为11.30亿元，实收资本为0.96亿元，控股股东及实际控制人均为泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”），其持有公司股权比例为40.03%。

2023年3月，公司董事会成员中董事熊家辉、方昆仑、魏强、罗海、张裕、余晓丹退出，新增董事杜宇、蒋林、刘莉梅、周代清、周于友；公司监事会成员中监事张燕、杨克伦、董欣、周清、樊璠退出，新增监事樊云艳、李俊、王涛、许媛媛、余清冰。

合并报表范围方面，2022年公司合并范围新增7家公司，其中包括新设立了6家子公司和划入1家子公司。

表 1 2022 年新纳入公司合并范围的子公司情况（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
泸州江之阳配送有限公司	100.00%	400.00	装卸搬运和仓储业	设立
泸州市博思商务服务有限公司	100.00%	200.00	商务服务业	设立
泸州兴阳智慧城市信息技术有限公司	100.00%	400.00	软件和信息技术服务业	设立
泸州环邦公共卫生服务管理有限公司	100.00%	200.00	科技推广和应用服务业	设立
泸州市江阳区福缘居民服务有限公司	100.00%	10.00	居民服务业	设立
泸州兴记酒类贸易有限公司	100.00%	500.00	批发业	设立
泸州市天天人力资源管理有限责任公司	100.00%	200.00	商务服务业	划拨

资料来源：公司 2022 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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

城投行业政策环境

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

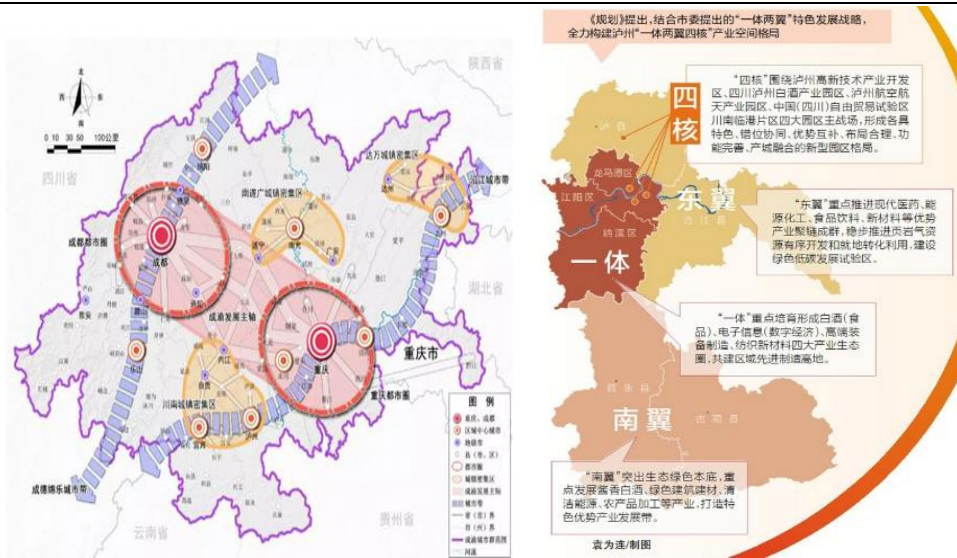
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，2022 年经济总量在四川省 21 个地市州排名第 6，整体发展前景向好，但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、成渝地区双城经济圈战略实施以来首条川渝直达高速——泸永高速建成通车，渝昆高铁正加快建设，现有高速公路里程居川南第一，拥有“水公铁空”立体交通网络，凭借优越交通条件成为成渝双城经济圈南向门户。泸州市下辖 3 区 4 县，幅员 1.22 万平方公里，根据七普数据，泸州市常住人口 425.41 万人，较 2010 年增长 0.85%，泸州市常住人口数量排名全省第七位。同时，泸州市拥有中国（四川）自由贸易试验区川南临港片区、综合保税区、跨境电商综合试验区、进境粮食指定监管场地、进境肉类指定监管场地、国家中医药服务出口基地、国家临时开放水运口岸 7 个国家级开放平台，是成渝地区双城经济圈除成都、重庆以外开放平台最多、开放能级最高的地级市，扩大开放、深化合作的条件优越，在川内具有较强竞争优势。

图 1 泸州市区位及“十四五”规划产业功能布局



资料来源：泸州市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：2022 年泸州市经济总量在四川省 21 个地州市排名第 6，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，2022 年末三次产业结构为 10.6:51.2:38.2，近年来产业结构占比变化不大。2020-2022 年泸州市固定资产投资增速保持高位，其中基础设施投资和产业投资增长较快，2022 年分别较上年增长 17.1%、24.8%，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。消费市场方面，2022 年泸州市社会消费品零售额 911.4 亿元，比上年增长 3.3%。房地产市场方面，2022 年泸州市房地产业增加值较上年下降 5.2%。

表 2 2022 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	20,817.50	2.8%	9.81	1,722.40	2,145.90
绵阳市	3,626.94	5.0%	7.40	159.67	205.28
宜宾市	3,427.84	4.5%	7.47	275.80	214.73
泸州市	2,601.50	4.1%	6.12	192.50	164.00
凉山州	2,081.36	6.0%	4.28	184.18	83.20
眉山市	1,635.51	3.8%	5.53	156.09	267.46
广元市	1,139.78	0.3%	5.01	61.08	76.44

注：若市（州）未公布人均GDP数据，则各市（州）人均GDP按照2022年末常住人口或第七次全国人口普查数据计算。

表 3 泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,601.5	4.1%	2,406.1	8.5%	2,157.2	4.2%
固定资产投资	--	10.6%	--	11.2%	--	10.8%
社会消费品零售总额	1,244.4	3.3%	1,204.3	18.8%	1,013.81	-1.8%

进出口总额	192.2	--	129.53	44.3%	89.78	6.6%
人均 GDP（万元）	6.12			5.66		5.07
人均 GDP/全国人均 GDP	71.36%			69.88%		70.42%

资料来源：2020-2021 年泸州市国民经济与社会发展统计公报、2022 年泸州市经济运行统计新闻发布稿，中证鹏元整理

产业情况：白酒产业是泸州市支柱产业，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，正构建以泸州老窖、郎酒、川酒集团“三大龙头”为引领的白酒产业集群。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，2022 年赤水河左岸千亿级酱酒项目持续推进，郎酒吴家沟二期、盘龙湾技改、仙潭技改扩能等项目竣工投用，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 年泸州市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、四川理文竹浆纸全产业链项目、冠捷科技等落户泸州，其中恒力集团整个项目投资 200 亿元、占地面积 5,000 亩，一期项目已于 2022 年建成投产，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。

2022 年，泸州市规模以上工业增加值比上年增长 6.0%，规模以上工业企业产品销售率为 92.6%。其中，酒的制造业比上年增长 8.1%。2022 年 1-11 月，泸州市规模以上工业企业实现营业收入 2,432.9 亿元，同比增长 9.7%，实现利润总额 362.3 亿元，增长 26.0%。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”），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。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。2022 年，泸永高速建成通车，川渝千亿立方米天然气（泸州）基地、合江食品工业园推进建设，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，但财税质量持续下滑，财政自给率水平较低，地方政府债务余额快速扩张。2020-2022 年泸州市一般公共预算收入持续增长，但税收收入有所下降，财

政自给率处于较低水平。受近两年房地产市场低迷和土地市场降温影响，2021、2022 年泸州市政府性基金收入较 2020 年下滑幅度较大。近年泸州市政府债务余额持续快速扩张，三年复合增长率为 19.25%，主要用于重大铁路建设、城镇基础设施建设、园区基础设施建设、社会民生事业等领域项目。

表 4 泸州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	192.5	190.0	170.1
税收收入占比	55.32%	59.84%	63.79%
财政自给率	42.21%	42.89%	37.79%
政府性基金收入	164.0	163.0	195.0
地方政府债务余额	867.7	726.6	610.2

资料来源：泸州市人民政府网，中证鹏元整理

江阳区是泸州市“一体两翼”发展的核心，经济实力居全市第一，交通便利，人口持续净流入；江阳区工业经济持续发展，白酒、机械制造和建材三大传统产业仍是工业产值的主要贡献来源，消费是经济增长的重要支撑

区位特征：江阳区是泸州市“一体两翼”发展的核心，拥有水陆空三位一体的立体交通体系，是泸州市政治、经济、文化中心。江阳区是泸州市主城区，是“泸州老窖特曲”发源地，素有“川南重镇”、“酒城”等美誉，位于长江、沱江交汇处，毗邻泸州港，距云龙机场仅10公里，拥有川黔、宜泸渝、成自泸赤等高速公路，以及正在建设的自内泸宜城际铁路、渝昆高铁、泸遵高铁、到重庆的城市轻轨。全区面积649平方公里，城市建成区面积73.6平方公里，辖6个镇9个街道办事处，有泸州国家高新区、中国白酒金三角产业园区两大国家级园区。根据七普数据，江阳区常住人口为76.16万人，较六普常住人口增加18.63万人，是泸州市常住人口增加的2个区县之一，2022年末常住人口为76.4万人，人口数量进一步上升。

图 2 江阳区位及“十四五”规划产业功能布局



资料来源：泸州市人民政府官网，中证鹏元整理

经济发展水平：江阳区在泸州市区县中经济实力排名第 1，固定资产投资快速增长，消费是经济增长的重要支撑。2022 年江阳区三次产业结构为 4.1：53.1：42.8，近年产业结构较为稳定，以第二、三产业为主，且整体经济增速较快。2020-2022 年江阳区固定资产投资快速增长，是拉动经济增长的重要动力。其中，2022 年基础设施投资同比增长 15.2%，产业投资同比增长 29.7%，其他投资同比增长 48.9%。江阳区是四川省现代服务业中心城区转型发展示范区，拥有 3 个百亿级城市商圈（白塔商圈、城西商圈、城南商圈），消费是江阳区经济增长的重要支撑。2022 年江阳区社会消费品零售总额增速高于全国、全省、全市水平。

表 5 2021 年泸州市各区县经济财政指标情况（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
江阳区	767.8	4.00%	10.06	24.4	3.24
龙马潭区	431.7	3.80%	8.97	15.41	--
泸县	475.2	4.70%	6.22	13.7	21
合江县	302.3	4.10%	4.39	11.25	20.90
纳溪区	232.2	3.60%	6.54	13.52	10.3
古蔺县	222.1	5.30%	3.41	23.2	26.5
叙永县	170.3	3.60%	3.09	11.04	8.28

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、政府网站等，中证鹏元整理

表 6 江阳区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	767.81	4.0%	712.59	9.8%	616.36	4.5%
固定资产投资	-	4.7%	-	11.4%	-	11.0%
社会消费品零售总额	484.65	3.6%	467.71	19.5%	391.51	-1.6%
进出口总额	-	-	-	-	13.87	-
人均 GDP（万元）	10.06		9.80		9.36	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.62%		135.26%		115.56%	

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 根据七普人口计算，2020 年人均 GDP 按照 2019 年常住人口计算。

资料来源：2020-2022 年江阳区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：江阳区工业经济持续发展，白酒、机械制造和建材三大传统产业仍是工业总产值的主要贡献来源，电子信息产业带动有力。江阳区坚持传统优势产业和战略性新兴产业并重，三大传统产业为白酒、机械制造、建材，新兴产业包括装备制造、电子信息、现代医药、新材料等。2022 年江阳区规上工业增加值同比增速达 5.5%，其中，白酒、机械制造、建材三大传统产业规模以上企业实现产值同比增长 8.0%，占全区规模以上工业总产值的比重达 68.0%，对全区规模以上工业总产值增长的贡献率达 57.6%。电子信息产业带动有力，27 家电子信息产业企业实现产值同比增长 9.3%，占全区规模以上工业总产值的比重达 14.6%，对全区规模以上工业总产值增长的贡献率达 14.2%，拉动规模以上工业总产值增长 1.4 个百分点。全年实现全社会工业增加值 240.75 亿元，比上年增长 3.7%，工业对经济增

长的贡献率为 31.6%，拉动经济增长 1.3 个百分点，其中规模以上工业增加值比上年增长 5.6%。

发展规划及机遇：泸州市积极推进建成全省和成渝地区经济副中心，江阳区作为泸州市核心城区、“一体两翼”中“一体”的主要支撑，发展前景较好。2021 年 11 月，泸州市第九次党代会召开，会议提出实施“一体两翼”特色发展战略、奋力建设新时代区域中心城市，做强“一体”，即以江阳区、龙马潭区、纳溪区为“一体”，建设区域现代服务业高地、区域先进制造业高地、区域都市现代农业高地，打造支撑新时代区域中心城市建设的核心增长极。

财政及债务水平：江阳区一般公共预算收入有所波动，政府性基金收入规模持续减少。近年江阳区一般公共预算收入有所波动，其中 2022 年较上年有所减少，主要受减税降费的影响。2021 年江阳区公共财政支出有所压缩，财政自给率快速提高，近年来财政自给情况尚可。2020-2022 年江阳区政府性基金收入规模较小且呈下降趋势，主要是国有土地使用权出让收入减少。区域政府债务规模持续快速扩张。

表 7 江阳区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	24.2	25.72	23.81
税收收入占比	-	59.00%	61.00%
财政自给率	57.72%	61.06%	51.35%
政府性基金收入	3.24	4.18	6.85
地方政府债务余额	94.79	49.52	36.02

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：江阳区国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：江阳区主要投融资主体即公司，主要从事泸州市江阳区基础设施建设，同时开展商品销售、教育培训及保洁服务等其他业务。

五、经营与竞争

公司是泸州市江阳区核心的基础设施建设投融资主体，承接了包括江阳区市区、江阳区行政区域内高新区范围内的基础设施建设项目，同时也是江阳区唯一发债城投平台，区域竞争力很强

公司主要从事泸州市江阳区城市基础设施建设等业务，营业收入来自城市基础设施建设、城市管理维护、资产管理、金融服务、现代农业、现代旅游、河道疏浚和砂石开采、文化教育和物流安保、传媒科技9大板块，业务多元化程度较高。2022年公司营业收入以项目建设收入和商品销售收入（主要保障房、建材、农产品销售）为主，同时公司还开展景区服务、餐饮服务、物业管理、车辆租赁、游乐服务等业务，但除项目建设、商品销售、保洁服务和教育培训以外，其他业务收入目前规模较小。毛利率方面，2022年公司销售毛利率较上年有所降低，毛利润主要来源于项目建设和商品销售业务。

表 8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
项目建设	4.41	46.37%	14.17%	3.56	46.01%	14.17%
商品销售	2.16	22.71%	22.56%	1.78	22.98%	19.00%
保洁服务	0.75	7.89%	15.74%	0.78	10.11%	11.40%
教育培训	0.84	8.83%	5.16%	0.72	9.33%	4.90%
后勤管理	0.16	1.68%	8.69%	0.18	2.28%	8.32%
车辆租赁	0.11	1.16%	-16.32%	0.09	1.13%	-33.13%
工程施工	0.04	0.42%	5.12%	0.0037	0.05%	13.55%
其他业务	1.04	10.94%	-13.27%	0.63	8.12%	-1.08%
合计	9.51	100.00%	11.92%	7.74	100.00%	12.23%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）项目建设

公司是江阳区核心的城市基础设施建设主体，业务范围涉及江阳区市区、江阳区行政区域内高新区，在建和拟建项目充足，业务持续性仍较好，但面临较大资金支出压力，且仍需关注自营项目未来收益实现情况

公司基础设施建设业务主要由子公司泸州市江阳区城投建设开发投资有限公司（以下简称“江阳城投”）和泸州市川商醉美建设有限公司（以下简称“醉美建设”）负责运营。公司的项目建设业务模式为：公司接受泸州市江阳区鑫南投资发展有限公司²（以下简称“鑫南投资”）的委托从事泸州市江阳区基础设施建设等业务。公司本部、醉美建设和江阳城投按代建基础设施项目相关业务成本的相应比例收取管理服务费并同时收取业务成本。鑫南投资支付项目所发生的实际投资成本（包括直接施工成本、间接成本、与工程相关的借款费用等），按照不低于建设成本120%的比例支付项目投资成本及投资收益。

2022年公司实现项目建设业务收入4.41亿元，较上年有所增长，毛利率维持稳定，2022年结算收入项目为泸州市江阳区旧城及棚户区改造安置房建设一期工程。截至2022年末，公司主要在建项目包括泸州市江阳区长江中上游环境整治提升工程项目、江阳区滨江路安置房建设工程项目、江阳区蓝田旧城改造一期建设工程等8个项目，部分项目业务模式为自建，建完后通过自主运营获取收益，实际收益情况易受当地市场环境影响，需关注此类项目未来收益实现情况。截至2022年末，公司在建代建项目预计总投资10.20亿元，已投资8.29亿元，尚需投资1.91亿元；自营项目预计总投资52.01亿元，已投资28.73亿元，尚需投资23.28亿元。

表 9 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	建设方式
------	-------	-------	------

² 泸州市江阳区鑫南投资发展有限公司股东系泸州国家高新区江南科技产业园服务中心。

泸州市江阳区长江中上游环境整治提升工程项目	8.60	6.84	代建
江阳区滨江路安置房建设工程项目	1.60	1.45	代建
江阳区蓝田旧城改造一期建设工程	27.54	13.52	自营
泸州市江阳区医疗卫生器械及防护设施产业厂房项目	12.80	10.85	自营
江阳区文体中心建设项目	8.00	1.95	自营
江阳区城乡智能生活垃圾分类收集转运处置设施一体化建设项目	2.57	1.49	自营
泸州市江阳区农村环卫基础设施建设项目	1.10	0.92	自营
合计	62.21	37.02	--

注：在建基础设施工程情况与开发成本明细的数据差额是由于工程款支付时间的差异，会计未及时结转导致的。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

拟建项目方面，截至2022年末，公司拟建项目主要是泸州市江阳区“老泸州”历史文化旅游基础设施建设项目等，代建模式下的在建和拟建合计总投资26.87亿元，但公司在建和拟建项目尚存在48.36亿元的资金缺口，在未来的项目建设过程中会面临较大的资金压力。

表 10 截至 2022 年末公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	建设期
泸州市江阳区“老泸州”历史文化旅游基础设施建设项目	10.00	2023-2025
江阳区城镇污水处理设施提质增效项目	4.40	2022-2023
中国伞乡文化振兴基础设施建设项目	1.00	2022-2023
泸州市江阳区智慧城市运行管理和综合应急指挥中心	0.65	2023-2024
智能终端一二期消防提升改造项目	0.62	2023-2024
江阳区现代农业示范项目*	6.50	2021-2023
合计	23.17	-

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

多元化的业务构成继续为公司营业收入提供有益补充

商品销售：公司的商品销售主要由房屋、建材、农产品销售构成，由子公司泸州绿阳现代农业发展有限公司（以下简称“绿阳农业”）和泸州市江阳区泸顺建材有限责任公司（以下简称“泸顺建材”）负责经营。其中农产品销售主要是董允坝蔬菜基地的相关收入，由绿阳农业负责运营，主要从事农产种植养殖业生产、加工、销售及农庄旅游等业务，目前已被认定为四川省农业产业化省级重点龙头企业，2020年绿阳农业的食用菌项目全面投入生产，农产品销售板块销售收入获得较大增长，该板块业务收入目前较为稳定；建材销售主要是沥青混凝土和砂石等相关的销售收入，由泸顺建材负责运营，2022年营业收入规模仍较大，但由于该业务市场化程度较高，竞争较为激烈，毛利率不高；房屋销售主要来自于公司保障房的销售，公司承担了江阳区保障房的项目建设，多余的房源进行市场化拍卖后取得收入。受政府统一规划影响，2021-2022年暂未实现保障房销售收入。截至2022年末，公司尚余138套保障房未销售，后续将通过公开挂牌拍卖获取收入。

表 11 公司商品销售业务收入情况（单位：亿元）

项目名称	2022 年收入	2021 年收入
房屋销售	0.00	0.00
农产品销售	1.27	0.67
建材销售	0.89	1.11
合计	2.16	1.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

保洁服务：公司保洁服务收入主要由泸州市江阳区醉美城市公园管理有限公司（以下简称“醉美公司”）所实现。醉美公司成立于2013年7月5日，2019年公司通过股权收购后纳入公司合并范围，主要负责城市保洁业务。2022年该业务板块实现收入0.75亿元，收入规模较为稳定。醉美公司主要负责全区970万平方米城市道路提供清扫保洁，11个街镇农村生活垃圾清运，日清运量达90吨，此外，公司还负责大型活动卫生保障工作，由泸州市江阳区综合行政执法局结算环卫清扫保洁费，保洁业务为公司贡献较大。

教育培训：教育培训业务主要由子公司泸州兴阳文化教育发展有限公司（以下简称“兴阳教育”）负责运营。兴阳教育成立于2017年12月28日，负责投资、开发和建设江阳区教育相关项目。2022年该业务板块实现收入0.84亿元，收入规模有所增长。2019年兴阳教育积极响应国家政策，将区属“四点半课堂”服务延伸到户外体验实践，在分水董允坝国家农业示范基地打造江阳区青少年农业实践基地，逐渐成为公司重要的营业收入来源之一。

公司其他业务还包括工程施工、景区服务、餐饮服务、屠宰服务等，业务类型丰富，继续对公司收入形成有益补充，但整体收入规模较小。

公司在资产注入、财政补贴方面继续获得当地政府的较大支持

公司作为江阳区重要的城市基础设施建设主体，在政府补助和资产注入方面继续获得较大力度的外部支持。

资产注入方面，根据泸江财发[2022]130号文件，泸州市江阳区财政局将美食城项目和殡仪站项目注入公司子公司泸州市江阳区海会堂殡仪服务有限公司，账面价值1.27亿元；江阳区政府将星光路15号房产注入公司，账面价值0.48亿元，将泸州市天天人力资源管理有限责任公司100%股权划转至公司，账面价值0.05亿元，合计增加资本公积1.80亿元，提升了公司资本实力。政府补助方面，2022年公司及子公司收到泸州市江阳区政府补贴共计2.74亿元，计入其他收益，占当期利润总额的146.52%，政府补助对公司利润的贡献仍较大。

六、财务分析

财务分析基础说明

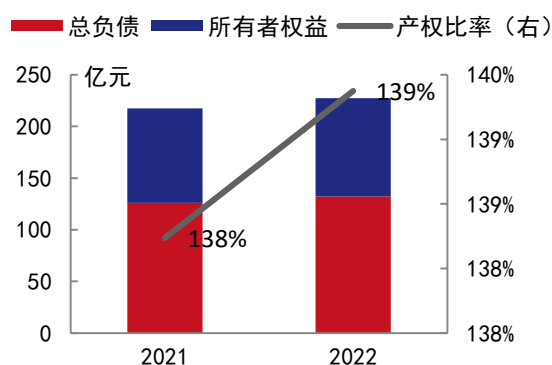
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司合并报表范围方面，2022年公司合并范围新增7家公司，其中包括新设立了6家子公司和划入1家子公司，截至2022年末，公司合并范围共39家子公司，主要子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模有所增长，其中应收款项和存货占比较大，资产流动性整体较弱，此外其他非流动资产中水库及道路资产、未办理过户资产等低质资产规模较大

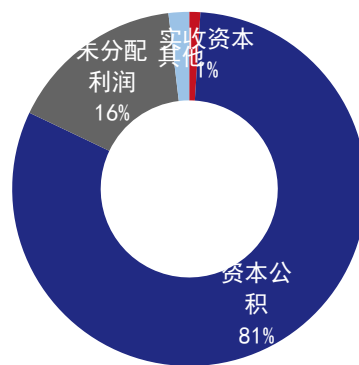
2022年公司总负债规模持续增长，主要系融资规模不断增加；同期政府注入多笔资产，所有者权益持续增长，综合使得产权比率基本保持不变，考虑到公司获得政府注入的公益性资产和未办理过户的资产规模较大，部分资产质量较差，公司整体财务杠杆水平较高，整体对负债的保障程度较弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以存货（开发成本及土地）、应收款项（江阳区政府及相关部门）和其他非流动资产为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的88.08%。截至2022年末，公司存货占总资产的比重较大，主要包括83.69亿元的开发成本和11.24亿元的存量土地，存货中土地资产共有31宗土地（包含8宗公园和绿地），较上年增加1宗，存量土地因转出到项目建设较上年减少6.30亿元，面积合计673,680.64m²，使用受限土地价值共计0.93亿元；开发成本内代建部分合计25.27亿元。2022年公司应收账款规模持续增长，对手方主要为泸州江阳区财政局及鑫南投资，回收风险不大；公司其他应收款规模较大，应收对象主要是江阳区财政局和泸州国家高新区江南科技产业园管理委员会，该部分其他应收款主要为往来款等，前五大欠款方占比为79.37%，账龄较短大部分在1-4年，坏账风险较低，但对公司资金形成较大占用。其他非流动资产为水库及道路资产、未办理过户资产和张坝桂圆林景区内非文物保护的桂圆、荔枝收益权，水库及道路资产和未办理过户的资产占其他非流动资产的91.24%，该部分资产质量较差。

其他资产构成方面，2022年公司货币资金持续增加，主要通过融资等方式获取。投资性房地产主要是政府无偿划入的房屋及建筑物和少量的土地使用权，计提折旧下账面价值有所减少。

资产受限方面，截至2022年末，包括货币资金、存货、投资性房地产在内，公司受限资产账面价值合计2.98亿元。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.32	3.66%	7.87	3.62%
应收账款	19.23	8.46%	17.75	8.17%
其他应收款	39.61	17.42%	39.67	18.25%
存货	94.99	41.78%	88.47	40.71%
流动资产合计	162.79	71.61%	154.04	70.89%
投资性房地产	5.97	2.63%	6.27	2.88%
其他非流动资产	46.41	20.42%	46.41	21.36%
非流动资产合计	64.54	28.39%	63.25	29.11%
资产总计	227.33	100.00%	217.30	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表 13 截至 2022 年末公司其他非流动资产构成情况（单位：亿元）

项目	期末余额	期初余额
水库及道路资产	22.60	22.60
未办理过户资产	19.74	19.74
张坝桂圆景区内非文物保护的桂圆、荔枝收益权	4.07	4.07
合计	46.41	46.41

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入和利润稳步增加，政府补助对公司利润的贡献仍较大

公司营业收入主要来源于项目建设和商品销售，保洁服务、教育培训、车辆租赁等为营业收入提供了良好补充。总体来看，得益于公司不断开拓多元化的业务，2022年公司营业收入保持增长趋势。

2022 年公司的销售毛利率有所减少，公司业务多元化发展，重要营业收入来源的项目建设板块毛利率较为稳定，2022 年依旧维持在 14%左右，商品销售业务毛利率有所增长，而毛利率较高的屠宰业务、数字传媒等尚处于业务发展初期，收入占比不大；受外部环境影响，2022 年其他业务中景区服务、游乐服务等业务亏损较大，致使整体销售毛利率有所减少。2022 年公司获得来自政府的财政补助为 2.74 亿元，占当期利润总额的 146.52%，政府补助对公司利润的贡献仍较大。

表 14 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	9.51	7.74
营业利润	1.87	1.80
其他收益	2.74	3.10
利润总额	1.87	1.78
销售毛利率	11.92%	12.23%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，短期内现金类资产对短期债务的覆盖较弱，公司EBITDA利息保障倍数亦处于低位，仍面临较大债务偿还压力

2022年公司总负债、总债务规模均有所上升，公司总负债以刚性债务为主。为满足项目建设投入和债务滚动，公司融资规模持续增长。就融资渠道而言，截至2022年末，公司主要债务类型包括债券融资、银行贷款和非标融资，其中债券融资规模较大，包括企业债券、公司债券、债权融资计划和项目收益债，债券融资总额较上年末略有减少。银行融资部分，公司银行借款包括质押、保证、抵押借款，其中一年内到期部分规模较大。非标融资主要借款方有中国农发重点建设基金有限公司、远东国际融资租赁有限公司等。总体来看，公司平均融资成本为6.75%，偿付利息支出的资金较上年有所减少。其他应付款主要系公司与当地政府和国企的往来款，账面价值较上年持平。

表 15 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	--	37.73	11.32	26.41
债券融资	--	49.74	10.59	39.15
非标融资	--	12.77	3.50	9.27
合计	6.75%	100.24	25.41	74.83

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.10	5.37%	3.78	2.99%
其他应付款	15.61	11.79%	15.61	12.38%
一年内到期的非流动负债	18.30	13.83%	23.80	18.87%
流动负债合计	47.59	35.96%	50.36	39.94%
长期借款	26.41	19.95%	17.18	13.63%
应付债券	39.15	29.57%	41.68	33.05%
长期应付款	19.18	14.49%	16.81	13.34%
非流动负债合计	84.77	64.04%	75.72	60.06%

负债合计	132.36	100.00%	126.09	100.00%
总债务	100.24	75.73%	96.04	76.17%
其中：短期债务	25.41	25.35%	27.87	29.02%
长期债务	74.83	74.65%	68.17	70.98%

注：长短期债务占比为在总债务中的占比。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，2022年末公司资产负债率较上年末相比基本不变，现金短期债务比维持较低水平，短期内现金类资产对短期债务的覆盖较弱，公司EBITDA利息保障倍数亦处于低位，公司自身的盈利能力对利息的保障程度偏弱，综合看来，公司整体偿债压力较大。

从公司业务方面来看，公司项目建设中自营项目数量较多、投资规模较大，自营项目的收益实现时间较长且受到市场和政策等因素的影响存在不确定性，此外，逐年增长的债务对后续公司的资金需求压力亦较大，截至2022年末，公司在建及拟建项目预计总投资86.58亿元，已投资37.26亿元，尚需投资49.32亿元。截至2022年末，公司共获得银行授信114.86亿元，剩余授信额度为33.83亿元，或有一定备用流动性，但仍需关注公司后续的债务变动和自营项目盈利状况。

表 17 公司偿债能力指标

项目	2022 年	2021 年
资产负债率	58.22%	58.03%
现金短期债务比	0.33	0.28
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.56

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的说明，过去一年公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面都未受到过政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营风险而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保，工作环境严重影响员工健康，发生员工安全事故问题。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2023年5月6日）及重要子公司江阳城投（报告查询日：2023年5月24日），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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计5.11亿元，占所有者权益比重为5.38%。其中对民企的担保采取了反担保措施，包括对泸州永乐文化投资有限公司、泸州天诺科技有限公司、四川都乐光电科技有限公司三家民营企业的担保，合计0.67亿元。此外，公司对外担保中个人创业担保贷款是贷款申请人（个体工商户）通过向当地社区提出申请，经社区推荐，由江阳区就业服务管理局审批后，推荐给指定合作银行，根据公司与银行的签订的《创业担保合同》，由公司为该类贷款提供担保，银行接收后同江阳区就业服务管理局、江阳区财政局和公司一起上会研讨，经会议同意后，向申请人发放不超过20万元（含）的贷款，年利率为5%左右，其中3%由江阳区财政局补贴，申请人承担2%左右的利率，借款期限3年，按月付息，到期一次性还本。其余部分为对国企的担保。总体来看，公司存在一定的或有债务风险。

表 18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	企业性质
中铁泸州江阳基础设施建设有限公司	0.62	2026/4/26	国企
泸州永乐文化投资有限公司	0.15	2023/3/26	民企
泸州市川商安居建设有限公司	0.81	2026/12/31	国企
泸州市川商兴教建设有限公司	1.05	2027/6/5	国企
泸州高新投资集团有限公司	1.50	2024/8/30	国企
泸州天诺科技有限公司	0.15	2023/3/10	民企
泸州天诺科技有限公司	0.20	2023/3/10	民企
四川都乐光电科技有限公司	0.07	2024/12/28	民企
四川都乐光电科技有限公司	0.10	2024/10/17	民企
个人创业贷	0.46	--	个人
合计	5.11	--	--

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是江阳区政府下属重要企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江阳区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与江阳区政府的关系非常紧密。剔除明股实债后公司由政府全资拥有，没有迹象表明政

府会在可预见的未来降低持股比例；政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的一大部分业务来源于政府及其相关单位；近5年内受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的次数多且支持力度较大；展望未来，与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对江阳区政府非常重要。尽管公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的；政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；在基础设施建设等方面，公司对政府的贡献很大；公司违约的社会影响很大。

九、债券偿还保障分析

金玉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

金玉担保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，保证范围包括本期债券存续期内公司应偿还的本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年；若存在多个兑付日，则保证期限为每期债务兑付日之日起两年；若提前到期，则保证期限为债券持有人/代理人宣布提前到期日之日起两年。经监管机构及审批机关批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更且不加金玉担保保证责任时，无需另行取得金玉担保同意，金玉担保继续承担担保函项下的保证责任，若加重金玉担保担保责任的应取得金玉担保的书面同意，否则金玉担保对加重的部分不承担担保责任。在本期债券到期之前，金玉担保发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、金玉担保提前兑付债券本息。

金玉担保成立于2007年11月，由四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“水电集团”）出资成立，初始注册资本0.99亿元。水电集团分别于2009年3月、2011年6月对公司增资0.51亿元、0.50亿元使公司注册资本增至2.00亿元。2013年6月，金玉担保出资人变更为四川能投金鼎产融控股有限公司（以下简称“金鼎控股”），金鼎控股增资3.00亿元使其注册资本增至5.00亿元。2015年5月金鼎控股对金玉担保增资5.00亿元，增资后金鼎控股和水电集团持股比例分别为66.00%和34.00%。2017年12月，金鼎控股和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别出资20.00亿元对金玉担保进行增资，增资后金鼎控股、农发基金和水电集团的持股比例分别为53.2%、40.00%和6.80%。2019年8月，金鼎控股收购水电集团所持6.80%股权。截至2022年末，金玉担保注册资本和实收资本均为50.00亿元，控股股东仍为金鼎控股，持股比例为60.00%，四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）为金鼎控股的实际控制人，因此金玉担保实际控制人为四川能投。

金玉担保主要在四川省内从事担保业务及委托贷款业务。受宏观经济增速下行的影响，中小企业经营风险持续释放，金玉担保开始调整业务结构，重点拓展城投债担保业务，随着市场需求的增加，近年来担保业务规模快速增长。截至2022年末，金玉担保的担保余额为288.93亿元，其中直接融资担保余

额为 233.03 亿元，在期末担保余额中的占比为 80.65%，间接融资担保业务规模及占比持续下降。

表 19 金玉担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	106.18	142.92	89.22
当期解除担保额	44.92	43.71	34.24
期末担保余额	288.93	227.68	128.48
其中：融资担保余额	262.34	202.08	103.54
直接融资担保余额	233.03	163.98	56.83
间接融资担保余额	29.31	38.10	46.71
非融资性担保余额	26.59	25.60	24.94
融资担保责任余额	215.44	168.98	91.59
融资担保责任余额放大倍数(X)	3.95	3.17	1.75

资料来源：金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保自 2018 年起在四川省内开展债券担保业务，重点拓展四川省城投公司发行债券的担保业务，截至 2022 年末，直接融资担保余额为 233.03 亿元。金玉担保的直接融资担保业务客户均为城投企业，主体级别集中在 AA，担保的产品主要为非公开发行公司债券和 PPN。

金玉担保适当压缩中小民营企业贷款担保业务规模以控制风险，目标客户群体由中小民营企业逐步转向政府平台类企业、国有企业等，间接融资担保余额持续下降，截至 2022 年末间接融资担保余额为 29.31 亿元。

截至 2022 年末金玉担保的资产总额为 68.84 亿元，主要由货币资金、委托贷款、应收代偿款和其他应收款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 43.73 亿元、8.96 亿元、5.70 亿元和 4.07 亿元。金玉担保的委托贷款对象主要是四川省区县级城投企业，其他应收款主要是应收金鼎控股资金归集形成的往来款。

截至 2022 年末金玉担保的负债总额为 14.34 亿元，主要由预收担保费、未到期责任准备金和担保赔偿准备金组成，同期末上述负债余额分别为 3.41 亿元、7.24 亿元和 1.58 亿元。

金玉担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及委托贷款产生的利息收入。2022 年金玉担保实现营业收入 4.53 亿元，其中担保业务收入占比为 75.75%，当期实现净利润 2.19 亿元，净资产收益率为 4.06%。

金玉担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。受存量业务出清和客户群体调整的影响，2022 年金玉担保的当期担保代偿额大幅下降至 0.13 亿元。截至 2022 年末，金玉担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 3.10% 和 42.14%，代偿回收情况欠佳，需关注金玉担保后续的代偿回收情况。

表 20 金玉担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	68.84	65.09	59.85
其中：货币资金	43.73	41.61	43.45

应收代偿款净额	5.70	6.07	5.43
所有者权益合计	54.49	53.24	52.33
营业收入	4.53	3.88	2.05
其中：担保业务收入	3.43	3.08	1.71
净利润	2.19	1.84	2.08
净资产收益率	4.06%	3.48%	3.97%
累计担保代偿率	3.10%	3.56%	3.54%
累计代偿回收率	42.14%	37.58%	33.22%
拨备覆盖率	154.83%	106.19%	76.17%

资料来源：金玉担保 2020-2022 年审计报告及金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保作为四川省重要的国有融资担保机构，主营债券担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有一定重要性，自成立以来在资本注入和业务开展方面获得四川能投的大力支持。

综上，金玉担保股东综合实力强，对金玉担保支持力度较大；直接融资担保业务快速发展，业务收入快速增长；融资担保责任余额放大倍数较低，尚未使用的银行授信额度较大，未来业务发展空间较大。同时中证鹏元也关注到金玉担保的担保业务行业集中度和区域集中度均较高；累计担保代偿率较高，累计代偿回收情况欠佳。

经中证鹏元综合评定，金玉担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由金玉担保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。

十、结论

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，经济总量排名四川省中上，江阳区是泸州市主城区，是“泸州老窖特曲”发源地，白酒、机械制造和建材三大传统产业是区域工业总产值的主要贡献来源，消费是经济增长的重要支撑，新兴产业方面，依托江南科技产业园大力发展基础电子元器件、半导体设备、传感器等上下游关联产业，整体看来经济发展持续性较强。公司主要从事江阳区城市基础设施建设等业务，虽然公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且一定的或有负债的风险，但基础设施建设业务、贸易业务及多元化的业务增强了公司的收入稳定性，作为江阳区核心的城市基础设施建设主体，其每年都在政府补助或者资本注入方面获得江阳区政府的大力支持，与政府关系密切且稳定。整体来看，公司抗风险能力尚可。

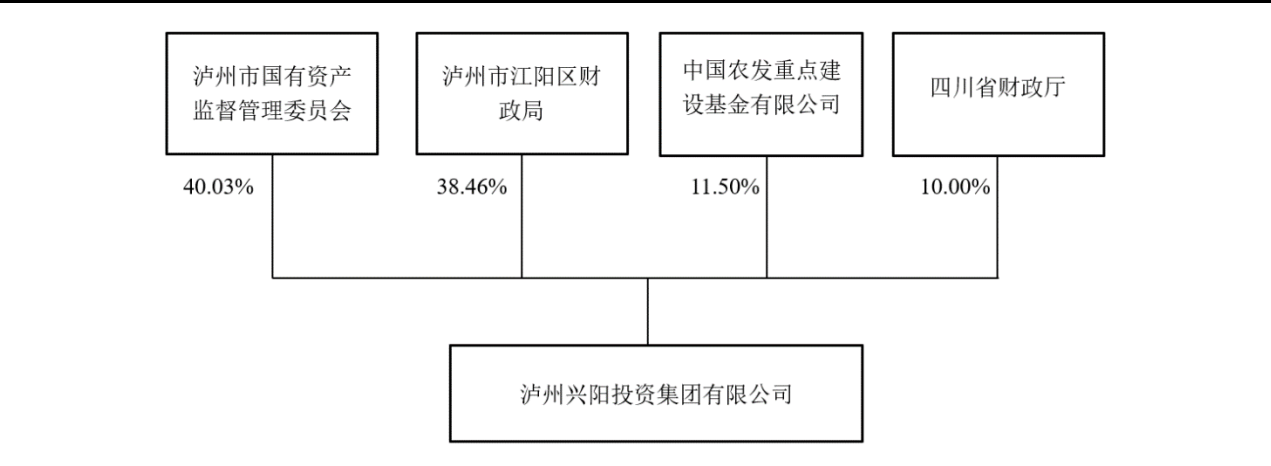
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23兴阳债/ 23兴阳专项债”的信用等级为AAA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	8.32	7.87	5.37
其他应收款	39.61	39.67	41.95
存货	94.99	88.47	76.30
流动资产合计	162.79	154.04	141.03
其他非流动资产	46.41	46.41	46.41
非流动资产合计	64.54	63.25	60.24
资产总计	227.33	217.30	201.27
短期借款	7.10	3.78	3.71
其他应付款	15.61	15.61	21.16
一年内到期的非流动负债	18.30	23.80	6.25
流动负债合计	47.59	50.36	37.00
长期借款	26.41	17.18	13.96
应付债券	39.15	41.68	47.15
长期应付款	19.18	16.81	15.77
非流动负债合计	84.77	75.72	76.88
负债合计	132.36	126.09	113.88
其中：短期债务	25.41	27.87	12.32
总债务	100.24	96.04	81.70
所有者权益	94.97	91.21	87.39
营业收入	9.51	7.74	7.56
营业利润	1.87	1.80	1.53
其他收益	2.74	3.10	2.62
利润总额	1.87	1.78	1.61
经营活动产生的现金流量净额	3.15	1.67	-4.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.50	-3.21	-1.81
筹资活动产生的现金流量净额	-1.68	4.18	8.26
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	11.92%	12.23%	9.83%
资产负债率	58.22%	58.03%	56.58%
短期债务/总债务	25.35%	29.02%	15.08%
现金短期债务比	0.33	0.28	0.44
EBITDA（亿元）	3.38	2.99	2.48
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.56	0.61

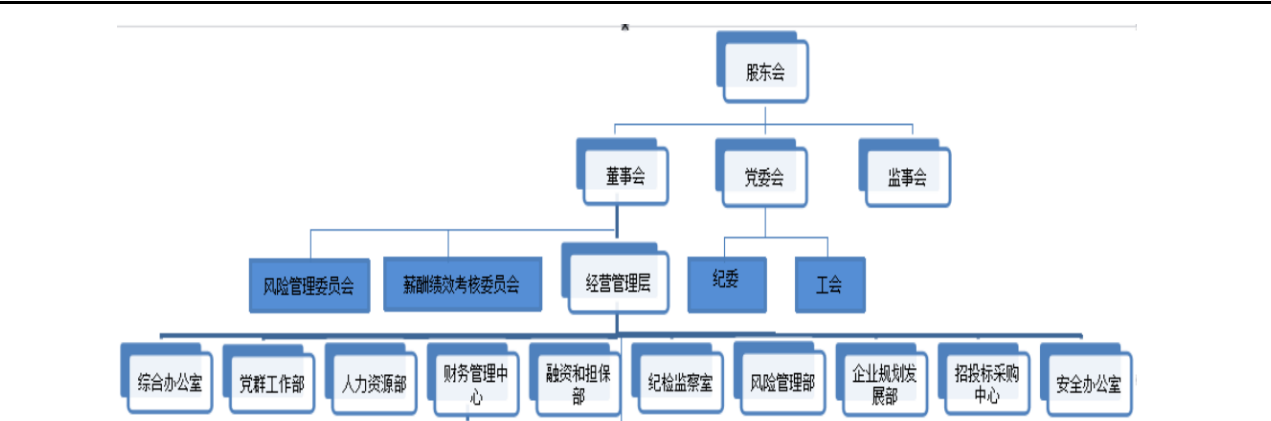
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泸州市江阳区城投建设开发投资有限公司	11,000.00	100.00%	基础设施投资
泸州市江阳区海会堂殡仪服务有限公司	3,240.00	100.00%	建筑工程
泸州市江阳区张坝桂圆林旅游区投资管理有限公司	3,000.00	100.00%	景区设施投资
泸州兴阳文化教育发展投资有限公司	2,000.00	100.00%	教育
泸州绿阳现代农业发展有限公司	23,000.00	100.00%	农业
泸州市江阳区泸顺建材有限责任公司	1,000.00	51.00%	建材销售

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。