

泸州兴阳投资集团有限公司

# 2016 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【358】  
号 03

分析师

姓名:  
王晨 王贞姬

电话:  
010-66216006

邮箱:  
wangch@pyrating.cn

评级日期:  
2016年1月18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](http://www.pyrating.cn)

## 泸州兴阳投资集团有限公司 2016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: 10亿元

评级展望: 稳定

债券期限: 7年

债券偿还方式: 按年付息, 债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别偿还发行总额的 20%

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对泸州兴阳投资集团有限公司(以下简称“兴阳投资”或“公司”)本次拟发行总额 10 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财政实力稳步增强, 地方政府对公司的支持力度较大。同时我们也关注到了地方财政对上级补助依赖较大, 公司资产流动性较弱, 土地整理业务回款情况一般且易存在波动, 未来公司在建及拟建项目资金需求较大, 面临一定的资金压力等风险因素。

### 正面:

- 泸州市财政实力稳步增强。泸州市经济发展较快, 带动当地财政收入稳步增长, 2012-2014 年泸州市全市财政收入和公共财政收入年均复合增长率分别为 16.13% 和 18.33%。
- 地方政府支持力度较大。公司主要从事泸州市江阳区基础设施建设和土地整理开发业务, 在资产注入和财政补贴方面获得当地政府的大力支持。2012-2014 年, 泸州市江阳区人民政府通过资产注入等方式增加公司资本公积 23.73 亿元, 同时给予公司财政补贴共计 1.5 亿元。为保障本期债券募投项目顺利实施与资金平衡, 区财政拨款专项补贴资金 75,000 万元, 并将该补贴资金列入区本级 2016-2022 年度财政预算。

## 关注:

- **泸州市财政收入对上级补助依赖较大，且财政自给率偏低。**2012-2014 年，泸州市全市上级补助收入占财政收入的比重分别为 48.19%、42.88%和 43.96%，财政收入对上级补助依赖度较高。同时我们也注意到，2012-2014 年泸州市全市公共财政收入/公共财政支出分别为 38.99%、43.82%和 41.21%，财政自给率偏低。
- **资产流动性较弱。**截至 2014 年末，公司资产中土地使用权占比为 65.41%，土地资产存在一定的变现难度，且部分土地资产已用于抵押，整体流动性较弱。
- **公司土地整理业务回款情况一般，且易存在波动。**2012-2014 年，公司实现土地整理业务收入共计 6.45 亿元，但仅收到财政局返还的土地收益金 3.93 亿元，回款情况一般，且未收回款项的回收时间存在一定不确定性；另外，近年来我国二、三线城市房地产市场持续低迷，公司土地开发业务受当地房地产市场景气度和政府土地出让计划的影响，未来或将存在较大波动。
- **公司在建及拟建项目资金需求较大，面临一定的资金压力。**截至 2014 年末，公司在建、拟建项目尚需投资 24.51 亿元，存在一定的资金压力。

## 主要财务指标:

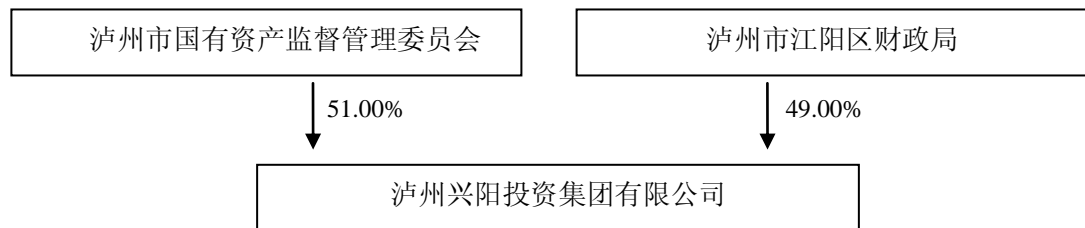
项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	456,436.06	280,373.88	193,108.62
所有者权益合计 (万元)	391,097.43	246,011.70	165,709.14
有息债务 (万元)	30,500.00	5,800.00	-
资产负债率	14.31%	12.26%	14.19%
流动比率	10.51	7.25	5.85
速动比率	2.51	1.48	1.26
营业收入 (万元)	24,493.13	21,422.40	21,120.39
营业利润 (万元)	10,668.68	10,209.37	13,159.40
补贴收入 (万元)	6,000.00	6,000.00	3,000.00
利润总额 (万元)	16,725.43	16,120.95	16,362.26
综合毛利率	60.21%	60.42%	61.92%
期间费用率	12.13%	11.57%	0.65%
EBITDA (万元)	18,067.14	17,030.56	16,437.91
EBITDA 利息保障倍数	46.31	320.83	-
经营活动现金流净额 (万元)	2,926.78	7,295.29	5,139.88

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司成立于2001年05月23日，前身为泸州市江阳区国有资产经营有限公司，初始注册资本为人民币500.00万元，由泸州市江阳区财政局以货币资金出资设立。2015年4月，根据《泸州市江阳区人民政府关于成立泸州兴阳投资集团有限公司的通知》（泸江府函[2015]44号），公司名称变更为“泸州兴阳投资集团有限公司”。2015年5月，根据泸江府函[2015]61号，公司注册资本增加至10亿元。2015年9月，泸州市人民政府批准了《关于泸州兴阳投资集团有限公司升级为市级平台企业的请示》（泸江府[2015]93号），同意将公司51%的股权无偿划转至泸州市国有资产监督管理委员会，目前已办理工商变更登记。截至2015年9月末，公司名称变更为现名，注册资本增加至10亿元，泸州市国有资产监督管理委员会和泸州市江阳区财政局分别持股51%和49%。截至2015年9月30日，公司产权及控制关系如下图所示：

图 1 截至 2015 年 9 月 30 日公司股权结构



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要从事泸州市江阳区国有资产的经营管理、基础设施建设、土地开发整理等业务。截至2014年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共2家，具体如下表所示：

表 1 截至 2014 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泸州市江阳区公共住房投资开发有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发经营；物业管理；投资与管理；工程管理服务。
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%	对旅游区的投资、管理；投资项目 管理；招商引资管理活动。

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为456,436.06万元，所有者权益合计391,097.43万元，资产负债率为14.31%；2014年度，公司实现营业收入24,493.13万元，利润总额16,725.43万元，经营活动现金流净额为2,926.78万元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2016年泸州兴阳投资集团有限公司公司债券；

**发行总额：**人民币10亿元；

**债券期限：**本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；

**还本付息方式：**每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在本期债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为10亿元，将用于江阳区蓝田梨子园安置房建设项目和江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目建设，资金投向明细如下：

**表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
江阳区蓝田梨子园安置房建设项目	9.80	6.00	61.22%
江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目	6.50	4.00	61.54%
<b>合计</b>	<b>16.30</b>	<b>10.00</b>	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

### （一）江阳区蓝田梨子园安置房建设项目

#### 1、项目概况

该项目位于泸州市江阳区蓝田街道梨子园，占地面积约147.60亩，总建筑面积332,318.33平方米，其中住宅建筑面积237,135.66平方米，商业建筑面积48,989.29平方米，车库及管理用房建筑面积46,193.38平方米。项目规划安置回迁本地区住宅2,088套，拆迁安置对象为泸州市江阳区蓝田镇统筹拆迁的居民。

#### 2、项目审批核准情况

该项目已经获得有关部门的批文如下：

**表 3 项目审批核准情况**

序号	批准文件	批准文号	发文时间
1	泸州市江阳区发展和改革局《关于泸州市江阳区蓝田梨子园安置房建设项目可行性研究报告的批复》	泸江发改投[2015]120号	2015/07/06

2	泸州市江阳区环境保护局《关于泸州市江阳区公共住房投资开发有限公司泸州市江阳区蓝田梨子园安置房建设项目环境影响报告表的批复》	泸江环审批[2015]20号	2015/07/03
3	泸州市江阳区发展和改革局《关于泸州江阳区蓝田梨子园安置房建设项目节能审查的批复》	泸江发改投[2015]119号	2015/07/06
4	泸州市国土资源局江阳分局《关于泸州江阳区蓝田梨子园安置房建设工程项目用地预审的意见》	泸市国土资江[2014]28号	2014/06/02
5	泸州市城乡规划局《建设项目选址意见书》	泸住建规选[2014]-007号	2015/04/22

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 3、项目总投资及资金来源

项目估算总投资98,000.00万元，拟使用本期债券募集资金60,000.00万元，占项目总投资的61.22%，资金来源为公司自筹。

### 4、项目建设进度

该项目建设期24个月，截至2015年10月末，项目正进行工程招标工作，预计主体工程在2016年全面开工。

## （二）江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目

### 1、项目概况

该项目占地面积约76亩，总建筑面积204,539.63平方米，其中住宅建筑面积140,372.81平方米，商业建筑面积21,467.04平方米，其余相关配套建筑面积为42,699.78平方米。该项目规划安置回迁本地区住宅1,486套，拆迁安置对象为泸州市江阳区城西片区统筹拆迁的居民。

### 2、项目审批核准情况

该项目已经获得有关部门的批文如下：

**表4 项目审批核准情况**

序号	批准文件	批准文号	发文时间
1	泸州市江阳区发展和改革局《关于泸州市江阳区旧城及棚户区改造安置房二期工程项目可行性研究报告的批复》（含节能审查）	泸江发改投[2014]37号	2014/03/10
2	泸州市江阳区环境保护局环评批复《建设项目环境影响登记表》	泸江环建登[2014]8号	2014/03/03
3	泸州市国土资源局江阳区分局《关于江阳区旧城及棚户区改造安置房二期工程建设项目用地预审的意见》	泸市国土资江[2013]47号	2013/11/11
4	泸州市住房和城乡建设局《建设项目选址意见书》	选字第泸规选[2013]字第075号	2013/11/07

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 3、项目总投资及资金来源

该项目总投资估算65,000.00万元，拟使用本期债券募集资金40,000万元，占项目总投资

资的61.54%，其余资金自筹解决。

#### 4、项目建设进度

该项目于2014年10月开工，建设期24个月。截至2015年9月末，项目已投资13,650万元，完成工程量约21%。

#### （三）本期债券募投项目的经济效益

根据泸州市江阳区住房和城乡建设局于2015年10月9日出具的《关于泸州兴阳投资集团有限公司公司债券募投项目相关情况的报告》（泸江住建[2015]166号），对本期债券募集资金投资的江阳区蓝田梨子园安置房建设项目和江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目除保障统筹拆迁安置户需求外，可根据需要配置配套住宅对外销售，销售单价原则上以建安成本定价，商业及配套物业销售单价则参照同地段商铺及配套物业销售价格，其中泸州市江阳区蓝田梨子园安置房建设项目住宅建安造价参照2,600元/平方米计算，泸州市江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目建安造价按照2,800元/平方米计算，但该文件未规定募投项目可对外出售比例，因此该项目预期销售收入尚不确定。

此外，根据泸州市江阳区人大常委会《关于同意将泸州兴阳投资集团有限公司项目补贴资金列入市财政年度预算的决议》（泸江人大[2015]38号），为保证江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设工程二期项目、江阳区蓝田梨子园安置房建设工程项目工作的顺利实施及后续资金平衡，区财政拨付专项补贴资金75,000万元，并将该补贴资金列入区本级2016-2022年度财政预算。

## 四、区域经济

### 泸州市经济保持快速增长，经济总量处于四川省中上游水平

泸州市位于四川省东南部，长江和沱江交汇处，是川滇黔渝结合部区域的中心城市。泸州市全市行政区域面积12,236.2平方公里，市辖区面积2,133.1平方公里，下设江阳区、龙马潭区、纳溪区、泸县、合江县、叙永县和古蔺县。截至2014年底，泸州市总人口508.88万人，常住人口425.00万人。

泸州市地理位置较为优越，交通相对便捷，是长江上游重要港口城市，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与交通枢纽。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。泸州市矿产资源丰富，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20.1万吨，



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。此外，泸州市作为历史文化名城，拥有永县画稿溪国家级自然风景区、众多省市级风景名胜区和古蔺县红军四渡赤水太平渡陈列馆红色旅游景区等丰富的旅游资源。

近年来，受益于国家西部大开发战略等政策，泸州市发挥自身的比较优势，保持了较快的经济增长速度。2012-2014年，泸州市地区生产总值由1,030.45亿元增长至1,259.73亿元，增速有所放缓，但仍保持11.0%以上的年均增幅。经济结构方面，泸州市以第二、三产业为主，2014年三次产业对泸州市经济增长的贡献率分别为4.5%、69.3%和26.2%，三次产业结构由2012年的13.9：60.6：25.5调整为2014年的12.9：60.3：26.8，第三产业比重有所提升。近年来泸州市固定资产投资力度不断加大，2014年泸州市全市固定资产投资达到1,180.99亿元，同比增速达36.3%。2012-2014年，泸州市社会消费品零售总额增长较快，但增速有所放缓。

**表 5 2012-2014 年泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,259.73	11.0%	1,140.48	11.2%	1,030.45	14.8%
其中：第一产业增加值	162.27	4.2%	155.60	4.3%	143.60	4.9%
第二产业增加值	759.23	12.2%	684.37	12.3%	624.03	18.4%
第三产业增加值	338.23	10.9%	300.51	12.0%	262.82	11.7%
全部工业增加值	702.90	11.7%	637.54	11.2%	588.19	17.9%
全社会固定资产投资	1,180.99	36.3%	866.36	29.1%	671.15	28.0%
社会消费品零售总额	468.33	13.7%	411.94	14.9%	358.38	16.6%
进出口总额（亿美元）	2.76	21.7%	2.27	21.8%	1.86	22.4%
年末存款余额	1,612.98	14.3%	1,410.82	16.2%	1,213.84	21.2%
年末贷款余额	920.78	20.1%	766.77	21.8%	629.66	23.7%

资料来源：2012-2014 年泸州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

泸州市是我国西部地区传统工业基地之一，也是四川省内重要的工业基地，区内产业基础较好，基本形成了酿酒、化工、能源、机械四大支柱产业。2014年四大传统支柱产业实现增加值439.24亿元，增长11.0%，其中酒类制造业实现增加值356.55亿元，增长13.0%；能源行业实现增加值29.09亿元，下降5.2%；化工行业实现增加值33.78亿元，增长5.0%；机械行业实现增加值19.81亿元，增长13.6%。从企业规模看，大中型企业增加值315.80亿元，增长10.8%。

泸州市经济在四川省内处于中上游水平。2014年，泸州市地区生产总值在四川省21个

地级市中排名第8位，但增长速度相对较快，11.0%的增长率排在全省第1位。总体来看，泸州市是四川省区域中心城市之一，经济体量在四川省排名相对靠前。

**表 6 2012-2014 年四川省下辖各市、州 GDP 及增速情况（单位：亿元）**

各市、州	2014 年		2013 年		2012 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
成都市	10,056.60	8.9%	9,108.89	10.2%	8,138.94	13.0%
绵阳市	1,579.90	9.1%	1,455.12	10.0%	1,346.42	13.3%
德阳市	1,515.60	9.0%	1,395.94	10.0%	1,280.20	13.0%
宜宾市	1,443.81	8.0%	1,342.89	8.1%	1,242.76	14.1%
南充市	1,432.02	7.2%	1,328.55	11.0%	1,180.36	14.2%
达州市	1,347.83	8.4%	1,245.41	10.2%	1,135.46	13.6%
凉山州	1,314.30	8.5%	1,214.40	10.2%	1,122.67	13.8%
<b>泸州市</b>	<b>1,259.73</b>	<b>11.0%</b>	<b>1,140.48</b>	<b>11.2%</b>	<b>1,030.45</b>	<b>14.8%</b>
乐山市	1,207.59	7.0%	1,134.79	10.4%	1,037.75	14.4%
资阳市	1,195.60	10.0%	1,092.36	10.6%	984.72	14.3%
内江市	1,156.77	8.9%	1,069.34	10.3%	978.18	13.6%
自贡市	1,073.40	7.6%	1,001.60	10.3%	884.80	13.9%
眉山市	944.89	10.1%	860.04	10.8%	775.22	14.5%
广安市	919.60	10.2%	835.10	10.8%	752.22	14.0%
攀枝花市	870.85	9.3%	800.88	10.7%	740.03	14.0%
遂宁市	809.55	9.7%	736.61	11.1%	682.41	13.9%
广元市	566.19	9.2%	518.75	10.5%	468.66	13.8%
雅安市	462.41	11.0%	417.97	3.9%	398.05	14.0%
巴中市	456.66	9.0%	415.94	10.7%	390.40	13.9%
阿坝州	247.79	5.6%	233.99	10.2%	203.74	13.7%
甘孜州	206.81	4.2%	201.22	12.1%	175.02	12.6%

资料来源：2012-2014 年四川省各市、州国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

### 近年来江阳区经济保持增长，产业结构有所优化，但经济增速趋缓

江阳区地处泸州市中心半岛，东连合江县，南接纳溪区，西邻宜宾市江安县、自贡市富顺县，北以沱江为界与泸县、龙马潭区相邻，全区行政区域面积649平方公里，下设10镇、7个街道办事处、1个景区办事处。截至2014年底，全区常住人口60.15万人。江阳区交通优势明显，距省会成都256公里，距重庆市135公里，是川、滇、黔、渝四省（市）结合部的商贸中心和重要物资集散地。辖内泸州港是四川唯一的全国28个内河主要港和四川第一大港，泸州蓝田机场是四川省第三大航空港。

近年来，江阳区经济保持较快增长。2012-2014年，江阳区地区生产总值由285.96亿元

增至352.91亿元，增速有所放缓，但仍保持11.0%以上的年均增幅。经济结构方面，江阳区以第二、三产业为主，三次产业结构由2012年的5.8：65.3：28.9调整为2014年的5.5：64.6：29.9，第三产业比重有所提升。近年来江阳区固定资产投资力度不断加大，2014年全区固定资产投资为280.99亿元，同比增速为28.8%。2012-2014年，江阳区社会消费品零售总额增长较快，但增速有所放缓。

**表 7 2012-2014 年泸州市江阳区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	352.91	11.4%	318.06	11.9%	285.96	15.0%
其中：第一产业增加值	19.40	4.0%	18.46	4.25	-	-
第二产业增加值	228.01	12.3%	205.47	12.5%	-	-
第三产业增加值	105.50	10.5%	94.13	11.7%	-	-
全部工业增加值	208.31	11.9%	188.74	11.1%	174.39	18.1%
全社会固定资产投资	280.99	28.8%	218.10	20.4%	181.09	21.5%
社会消费品零售总额	137.15	13.5%	120.79	14.8%	105.20	16.6%
进出口总额（亿美元）	0.49	8.6%	0.41	7.7%	0.38	2.4%

资料来源：2012-2014 年泸州市江阳区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年，江阳区实现全社会工业增加值208.31亿元，同比增长11.9%，对全区经济增长贡献度达到63.9%，其中106家规模以上工业企业实现增加值164.20亿元，同比增长12.1%，分别高于全国、全省平均水平3.8、2.5个百分点。近年来江阳区已形成酿酒、机械和建材三大支柱产业，2014年三大支柱产业累计实现增加值153.67亿元，同比增长12.8%，酒类、机械、建材行业分别较2013年增长12.6%、9.6%、22.6%，机械和建材行业稳中有升，对江阳区工业发展贡献逐步扩大。此外百草堂、天植药业等现代医药企业发展迅速，实现增加值0.59亿元，同比增长46.5%。

## 五、财政实力

随着当地经济的稳步发展，泸州市财政实力逐步增强，但2014年泸州市税收收入有所下滑，且当地财政收入对上级补助收入依赖较大，财政自给率偏低

近年来区域经济的发展带动了泸州市财政收入的增长。2012-2014年，泸州市全市分别实现财政收入261.57亿元、319.49亿元和352.76亿元，年均复合增长率为16.13%。

从全市财政收入构成来看，公共财政收入和上级补助收入是泸州市财政收入的主要构成部分，2012-2014年二者合计占比分别为79.84%、77.18%、76.83%。2012-2014年泸州市

公共财政收入持续增长，年均复合增长率为18.33%。公共财政收入中，税收收入占比不高，且逐年下降，2014年税收收入占比为53.36%，一方面系国有资本经营收入和国有资源（资产）有偿使用收入等非税收入大幅增加，在公共财政收入中的占比提升，另一方面系作为地方经济支柱产业的白酒业处于调整期，白酒企业经济效益下降导致税收收入有所下滑，2014年泸州市增值税、营业税与企业所得税合计占税收收入的49.97%，税收收入稳定性一般。上级补助收入是泸州市财政收入的重要组成部分，2012-2014年全市收到上级补助收入分别为126.05亿元、136.99亿元和155.09亿元，分别占当年全市财政收入的48.19%、42.88%和43.96%。政府性基金收入主要系国有土地使用权出让收入，由于土地出让收入易受国家宏观政策和当地政府土地出让计划影响，未来或存在一定的波动，进而影响地方财政收入的稳定性。

2014年泸州市本级实现财政收入102.61亿元，近三年年均复合增长率为20.76%。从市本级财政收入结构来看，泸州市本级财政收入主要来自于公共财政收入和政府性基金收入。2012-2014年，泸州市本级公共财政收入和政府性基金收入合计占地方财政收入的比重分别为85.21%、90.26%和83.92%。受白酒行业发展低迷影响，税收收入有所减少，2014年公共财政收入较2013年下滑8.34%。

财政支出方面，泸州市公共财政支出规模较大，且大部分为公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2012-2014年全市公共财政支出分别为212.31亿元、250.11亿元、281.30亿元，全市公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度偏低，2012-2014年财政自给率分别为38.99%、43.82%、41.21%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入。

**表 8 2012-2014 年泸州市本级和全口径财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2014年		2013年		2012年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
（一）公共财政收入	115.92	42.20	109.60	46.04	82.79	30.26
其中：税收收入	61.85	14.50	68.53	21.42	59.50	18.23
非税收入	54.07	27.69	41.07	24.62	23.29	12.03
（二）上级补助收入	155.09	15.38	136.99	7.99	126.05	9.25
其中：返还性收入	8.15	4.01	7.43	2.39	7.57	2.90
一般性转移支付收入	76.70	3.75	68.30	2.79	61.42	3.55
专项转移支付收入	69.64	7.62	61.26	2.82	57.03	2.80
（三）政府性基金收入	78.87	43.91	70.25	37.53	49.89	29.69
（四）财政专户管理资金收入	2.87	1.12	2.64	1.02	2.83	1.16
<b>财政收入（一+二+三+四）</b>	<b>352.76</b>	<b>102.61</b>	<b>319.49</b>	<b>92.59</b>	<b>261.57</b>	<b>70.36</b>
（五）公共财政支出	281.30	67.75	250.11	56.16	212.31	41.67

(六) 政府性基金支出	84.55	45.07	76.70	37.61	53.49	28.95
(七) 财政专户管理资金支出	2.79	1.09	2.49	1.03	2.67	1.01
<b>财政支出(五+六+七)</b>	<b>368.64</b>	<b>113.90</b>	<b>329.30</b>	<b>94.81</b>	<b>268.46</b>	<b>71.63</b>
财政自给率	41.21%	62.29%	43.82%	81.98%	38.99%	72.62%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：泸州市财政局，鹏元整理

从2014年四川省下辖各市、州公共财政收入排名来看，泸州市以115.92亿元位居第2位。2014年泸州市公共财政收入增长率为5.8%，较2012年和2013年下降较多，且低于四川省平均水平。

**表9 2012-2014年四川省下属各市、州公共财政收入及增速情况（单位：亿元）**

各市、州	2014年		2013年		2012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	1,020.99	13.6%	898.5	16.6%	781.00	18.9%
<b>泸州市</b>	<b>115.92</b>	<b>5.8%</b>	<b>109.6</b>	<b>32.4%</b>	<b>82.79</b>	<b>26.6%</b>
凉山州	112.30	2.1%	110	10.0%	100.10	25.0%
宜宾市	107.94	6.2%	101.6	22.5%	83.00	28.0%
绵阳市	101.69	12.4%	90.5	12.5%	80.40	22.5%
德阳市	83.49	3.7%	80.5	6.5%	75.50	12.6%
乐山市	78.77	4.9%	75.1	6.7%	70.40	18.0%
南充市	76.55	16.7%	65.6	24.0%	52.90	22.1%
眉山市	75.18	18.2%	63.6	30.3%	48.80	43.3%
达州市	72.39	20.0%	60.3	15.9%	52.00	26.4%
攀枝花市	62.91	7.4%	58.6	2.4%	57.20	15.6%
资阳市	55.46	14.5%	48.4	18.9%	40.70	25.4%
广安市	46.06	19.3%	38.6	17.7%	32.80	18.1%
内江市	45.08	19.4%	37.8	22.1%	30.90	22.2%
自贡市	42.40	10.6%	38.3	16.2%	33.00	16.8%
遂宁市	39.70	18.3%	33.6	17.9%	28.50	18.5%
广元市	34.78	14.2%	30.5	13.5%	26.80	17.9%
巴中市	33.04	20.8%	27.4	36.4%	20.10	57.4%
阿坝州	28.58	16.8%	24.5	5.3%	25.80	22.9%
甘孜州	27.46	24.1%	22.1	2.6%	21.60	6.5%
雅安市	27.38	19.3%	22.9	-24.1%	30.20	39.6%

资料来源：2012-2014年四川省下辖各市、州国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

近年江阳区财政实力有所增强，但对上级补助收入的依赖较大，且财政自给率偏低

在经济快速发展的带动下，江阳区财政实力稳步增强，2012-2014年江阳区财政收入分

别为25.24亿元、28.67亿元和32.22亿元，年均复合增长率为12.98%。从全区财政收入构成来看，公共财政收入和上级补助收入是江阳区财政收入的主要构成部分，2012-2014年二者合计占比分别为98.02%、95.01%和97.80%。2012-2014年，江阳区公共财政收入持续较快增长，年均复合增长率为21.74%。公共财政收入中税收收入占比较高，2012-2014年税收收入占比分别为84.02%、84.02%、75.90%，公共财政收入的稳定性较好。近年江阳区的发展得到上级政府的大力支持，2012-2014年上级补助收入占财政收入的比重分别为53.65%、49.60%和46.28%，对地方财力的贡献较大。虽然江阳区基金收入在综合财力中的占比较小，但考虑到土地市场的不确定性，未来江阳区政府性基金收入仍可能会出现一定波动。

财政支出方面，江阳区公共财政支出规模较大，2012-2014年江阳区公共财政支出分别为24.94亿元、27.75亿元和31.67亿元，年均复合增长率为12.78%。公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度偏低，2012-2014年财政自给率分别为44.91%、46.92%和52.42%。

**表 10 2012-2014 年泸州市江阳区财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2014年	2013年	2012年
<b>财政收入</b>	<b>32.22</b>	<b>28.67</b>	<b>25.24</b>
（一）公共财政收入	16.60	13.02	11.20
其中：税收收入	12.60	10.94	9.41
非税收入	4.00	2.08	1.79
（二）上级补助收入	14.91	14.22	13.54
其中：返还性收入	1.15	0.75	0.81
一般性转移支付收入	7.41	6.64	5.90
专项转移支付收入	6.35	6.83	6.82
（三）政府性基金收入	0.71	1.43	0.51
<b>财政支出</b>	<b>33.07</b>	<b>29.91</b>	<b>26.00</b>
（一）公共财政支出	31.67	27.75	24.94
（二）上解上级支出	0.11	0.11	0.10
（三）政府性基金支出	1.29	2.05	0.96
<b>财政自给率</b>	<b>52.42%</b>	<b>46.92%</b>	<b>44.91%</b>

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：泸州市江阳区财政局，鹏元整理

总体来看，随着江阳区经济的发展，江阳区地方财力稳步增长，但对上级补助收入的依赖较大，财政自给率偏低。

## 六、经营与竞争

公司主要从事泸州市江阳区土地开发整理、基础设施建设以及景区管理维护等业务，近三年公司收入主要来源于土地整理开发业务，2012-2014年公司主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

**表 11 2012-2014 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理开发	22,884.88	60.36%	20,626.00	60.36%	20,975.40	61.68%
景区项目收入	229.42	99.53%	117.81	100.00%	-	-
餐饮等其他收入	956.63	40.85%	273.35	27.36%	-	-
<b>合计</b>	<b>24,070.93</b>	<b>59.96%</b>	<b>21,017.16</b>	<b>60.15%</b>	<b>20,975.40</b>	<b>61.68%</b>

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

土地开发整理业务为公司收入的主要来源，近年来该业务较为稳定，但易受泸州市土地市场及当地政府土地出让计划影响，未来或将存在较大波动

公司主要负责泸州市江阳区的土地整理、开发业务，其运作模式为：由江阳区土地储备中心将土地收储后，交由公司进行挂牌前的整理工作，公司进行相关平整工作达到挂牌条件后由土地储备中心以招拍挂的形式进行出让，拍卖收入进入区财政专户，扣除相关税费、基金后，再由区财政专户返还至公司作为土地整理收益。回款方面，江阳区财政局每年根据公司的资金需求以及江阳区的财政情况，将部分土地整理收益返还给公司，剩余部分公司作为应收财政款项列支，2012-2014年，公司累计收到财政局返还的土地收益金3.93亿元。

根据泸州市江阳区人民政府出具的《关于泸州市江阳区国有资产经营有限公司土地整理收入确认问题的通知》（泸江府函[2012]191号、泸江府函[2013]234号、泸江府函[2014]215号）、2012-2014年泸州市国土资源局江阳区分局出具的《关于出让土地的情况说明》及土地成交确认书，2012-2014年公司整理完成并挂牌出让的土地分别为4宗、4宗和16宗，土地用途为工业、住宅、商服和科教，出让面积共计92.01万平方米，收入共计6.45亿元，明细如表12所示。但公司土地开发业务受泸州市土地市场和政府土地出让计划的影响，未来或将存在不确定性。

**表 12 2012-2014 年公司土地出让情况**

时间	宗地位置	用途	面积 (平方米)	土地出让收入 (万元)
2012 年	轻工业园区	住宅	133,438.00	16,012.56
	江阳区蓝田街道	住宅	9,860.00	1,922.70

	泸州机械园区	工业	46,626.15	1,188.98
	江阳区江北镇沙坎村	住宅	19,589.00	1,851.16
<b>小计</b>	-	-	<b>209,513.15</b>	<b>20,975.40</b>
2013年	轻工业园区	商服	28,875.00	3,464.80
	分水岭	住宅	26,536.20	3,025.11
	泸州市江阳区蓝天街道办事处	住宅	25,816.00	12,429.12
	泸州机械园区	工业	66,942.93	1,706.97
<b>小计</b>	-	-	<b>148,170.13</b>	<b>20,626.00</b>
2014年	泸州机械园区	工业	101,157.07	2,731.23
	泸州市江阳区江北镇	住宅	17,187.16	1,237.47
	泸州市江阳区通滩镇	住宅	16,658.76	2,374.05
	泸州江阳区石寨镇	住宅	12,792.10	1,535.10
	泸州江阳区石寨镇	住宅	10,923.60	1,343.60
	泸州江阳区石寨镇	住宅	1,365.90	307.33
	泸州江阳区石寨镇	住宅	762.70	205.93
	泸州机械园区	工业	25,953.82	700.75
	泸州机械园区	工业	108,187.22	2,921.04
	泸州机械园区	工业	138,577.16	3,741.57
	泸州机械园区	工业	18,542.21	500.64
	泸州机械园区	工业	16,651.21	449.58
	泸州机械园区	工业	51,287.61	1,384.76
	泸州市江阳区通滩镇	住宅	5,012.60	691.74
	泸州市江阳区通滩镇	住宅	7,649.50	975.31
	泸州市蓝田街道	科教	29,748.00	1,784.80
<b>小计</b>	-	-	<b>562,456.62</b>	<b>22,884.88</b>
<b>合计</b>	-	-	<b>920,139.90</b>	<b>64,486.28</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

**景区项目和餐饮业务整体收入规模较小，但随着景区内商铺招商引资的不断推进，未来或将成为公司收入的重要补充**

公司景区项目收入和餐饮收入均为经营张坝桂圆林风景区（以下简称“张坝景区”）所实现的收入。张坝景区位于长江上游泸州市江阳区茜草镇境内，为国家级AAAA级旅游景区，占地4,000余亩，拥有15,000多株百年桂圆树、2,000多株荔枝树及1,000多株桢楠树，素有“十里绿色长廊”、“天然氧吧”、“泸州绿色客厅”之称。公司目前负责张坝景区旅游资源的建设与开发，子公司泸州市江阳区张坝桂圆林旅游区投资管理有限公司负责景



区的运营与维护，目前通过为游客提供观光设备、餐饮服务等获取收入。

张坝景区自2013年正式经营以来，收入增速较快，2014年实现景区项目（观光车）收入229.42万元、餐饮收入956.63万元，较2013年分别增长94.74%和249.97%。2015年，公司将新增商铺租赁收入，目前张坝景区已建成可供出租商铺的面积为15,369.74平方米，并开始对外招租，截至2015年10月底，景区内已出租商铺面积为5,258.15平方米，未来随着景区内商铺招商引资的不断推进，公司景区收入规模或将继续扩大。

#### 地方政府在资产注入、财政补贴等方面给予公司较大力度的支持

近年来，公司主要承建了张坝景区等项目，2014年泸州市江阳区人民政府将江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目、康健城安置房、2013年公租房等在建工程划入公司，未来以上项目将由公司自筹资金进行建设。以上项目均未签订代建协议，除本期债券募投项目外，其余项目资金平衡方式尚未确定。截至2014年末，公司主要在建及拟建项目计划总投资27.39亿元，已投资2.88亿元，未来尚需投资24.51亿元，存在较大的资金压力。

**表 13 截至 2014 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间	尚需投资
江阳区旧城暨棚户区改造安置房建设二期工程项目	65,000.00	4,514.00	2016/12	60,486.00
康健城安置房	53,000.00	3,811.56	2016/06	49,188.44
2013 年公租房	5,453.00	545.98	2016/03	4,907.02
廉租房 5 期	4,046.00	2,050.22	2016/12	1,995.78
廉租房 7 期	7,300.00	2,702.31	2015/08	4,597.69
廉租房 6 期	4,130.00	1,754.66	2016/12	2,375.34
张坝景区建设	37,000.00	13,434.09	2016/05	23,565.91
江阳区蓝田梨子园安置房建设项目	98,000.00	-	-	98,000.00
<b>合计</b>	<b>273,929.00</b>	<b>28,812.82</b>		<b>245,116.18</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年来，地方政府在资产注入和财政补贴等方面给予公司有力支持。2012-2014年，泸州市江阳区人民政府通过土地、房产及在建工程注入等方式增加公司资本公积23.73亿元，有效提升了公司资本实力，增强了公司融资能力；财政补贴方面，2012-2014年，公司获得财政补贴共计1.5亿元，具体如表14所示：

**表 14 近年来公司获得的政府支持情况**

1、资产注入						
土地使用权	土地性质	土地用途	土地面积(万)	评估价值(万元)	注入时间	依据文件

			平方米)			
1 期廉租房土地	划拨	住宅	0.64	626.04	2012/09/23	泸江府函 [2012]191 号
沙茜安置 1 期(金沙)	划拨	住宅	8.26	8,080.80		
沙茜安置 2 期(银沙)	划拨	住宅	6.60	6,456.17		
2、3 期廉租房土地	划拨	住宅	2.28	2,087.75	2013/09/23	泸江府函 [2013]234 号
4 期廉租房土地	划拨	住宅	1.00	6,481.65		
5 期廉租房土地	划拨	住宅	0.88	1,666.59		
城西公园安置房	划拨	住宅	5.49	10,162.42		
旧城及棚户区改造安置 房二期工程用地	出让	住宅	5.08	46,682.92		
江阳区江北镇	出让	商住	1.99	1,502.01	2014/09/23	泸江府函 [2014]215 号
江阳区方山镇	出让	商住	2.01	1,616.76		
江阳区黄舣镇	出让	商住	3.96	4,943.85		
7 期廉租房	划拨	住宅	1.33	2,645.47		
旧城及棚户区改造安置 房一期工程用地	出让	住宅	2.64	26,380.29		
旧城及棚户区改造安置 房一期工程用地	出让	住宅	1.21	12,084.47		
西南医疗康健城定向 限价房建设工程用地	出让	住宅	2.13	17,473.40		
西南医疗康健城定向 限价房建设工程用地	出让	住宅	3.02	24,731.17		
江阳区 2013 年公共 租赁住房土地	划拨	住宅	1.63	7,478.46		
枣子林安置小区	划拨	住宅	3.71	7,313.12		
<b>房产所有权</b>	<b>房产面积 (平方米)</b>			<b>评估价值 (万元)</b>	<b>注入时间</b>	<b>依据文件</b>
64 处房产面积	18,923.14			23,646.09	2012/09/24	泸江府函 [2012]192 号
<b>在建工程</b>	<b>评估价值 (万元)</b>			<b>注入时间</b>	<b>依据文件</b>	
旧城及棚户区改造安置 房二期工程	4,514.00			2014/09/24	泸江府函 [2014]216 号	
康健城安置房	3,811.56					
2013 年公租房	545.98					
廉租房 1 期、2 期、3 期、4 期、5 期、6 期、 7 期	16,410.25					
<b>合计</b>	<b>237,341.22</b>					
<b>2、财政补贴</b>						
<b>时间</b>	<b>补贴金额(万元)</b>		<b>依据文件</b>			
2012	3,000.00		泸江财发[2012]371 号			
2013	6,000.00		泸江财发[2013]325 号/泸江财发[2013]326 号			
2014	6,000.00		泸江财发[2014]305 号/泸江财发[2013]306 号			

**合计**
**15,000.00**

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2014年审计报告，报告采用新会计准则编制。近三年，公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但以土地资产为主，且部分已用于抵押，流动性较弱，整体质量一般

近年来，受益于政府持续注入资产，公司资产规模增长较快，2012-2014年年均复合增长率为53.74%，截至2014年末，公司资产总额为456,436.06万元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2012-2014年末流动资产占总资产的比重分别为83.05%、86.30%和85.99%。

**表 15 2012-2014 年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,955.73	5.69%	5,476.07	1.95%	1,236.59	0.64%
应收账款	30,360.80	6.65%	16,434.40	5.86%	10,536.79	5.46%
其他应收款	29,697.57	6.51%	21,545.50	7.68%	22,678.03	11.74%
存货	298,716.62	65.45%	192,536.12	68.67%	125,895.28	65.19%
<b>流动资产合计</b>	<b>392,486.14</b>	<b>85.99%</b>	<b>241,955.00</b>	<b>86.30%</b>	<b>160,383.91</b>	<b>83.05%</b>
固定资产	22,096.93	4.84%	22,768.76	8.12%	29,712.66	15.39%
在建工程	38,722.37	8.48%	12,678.30	4.52%	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>63,949.92</b>	<b>14.01%</b>	<b>38,418.88</b>	<b>13.70%</b>	<b>32,724.71</b>	<b>16.95%</b>
<b>资产总计</b>	<b>456,436.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>280,373.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>193,108.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2012-2014 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、其他应收款和存货构成。2014 年末，公司货币资金主要是银行存款，无冻结及受限情况。应收账款主要是应收土地整理款，该业务回款情况一般，随着业务规模的扩张，应收账款增长较快，2012-2014 年复合增长率为

69.75%，截至 2014 年末，公司应收账款余额为 30,360.80 万元，其中泸州市江阳区财政局欠款所占比例达 99.47%，账龄为 1-4 年。公司其他应收款主要系应收泸州轻工业园区管理委员会、泸州市江阳区住房和城乡建设局、江阳区蓝田旧城改造建设指挥部、泸州市张坝景区开发建设指挥部和泸州市城西公园建设指挥部的工程垫付资金和往来款，其中前五名应收单位金额合计占其他应收款总额的 72.73%。公司部分应收账款和其他应收款账龄较长，回款时间存在一定的不确定性。

公司存货主要为在建拟建保障房项目用地和张坝景区的土地使用权。2012-2014 年政府注入的土地账面价值分别为 15,163.01 万元、67,081.33 万元和 106,169.00 万元，受此影响，存货规模增长较快，2012-2014 年存货年均复合增长率为 54.04%。截至 2014 年末，公司土地资产面积为 139.91 万平方米，账面价值为 298,536.60 万元，其中划拨地账面价值为 52,998.47 万元，储备地（均为张坝景区土地使用权）账面价值为 110,123.26 万元，二者合计占土地资产的比重为 54.64%。截至 2014 年末，公司已抵押土地的账面价值为 80,669.33 万元，占存货账面价值的 27.01%（见附录五）。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司固定资产主要为房屋建筑物，其中已抵押房产的账面价值为 10,212.13 万元，占固定资产账面价值的 46.22%；在建工程主要为建设中的安置房、廉租房及张坝景区等项目。

总体来看，近年来公司资产规模增长较快，但以土地资产为主，且部分土地资产已用于抵押，此外，公司保障房项目用地及景区用地转让存在一定难度，整体质量一般。

## 盈利能力

**近年公司营业收入及毛利率较为稳定，但土地整理收入易受房地产市场波动和政府土地出让计划的影响，未来或将存在较大波动**

土地整理、景区项目和餐饮业务是公司收入的主要来源，2012-2014 年公司营业收入分别为 21,120.39 万元、21,422.40 万元和 24,493.13 万元，其中土地整理业务收入占比均在 95% 以上。从毛利率情况来看，2012-2014 年公司毛利率维持在 60% 左右。近年来公司营业收入和毛利率较为稳定，主要系土地整理业务规模及毛利率均较稳定。但是，土地整理业务收入及利润水平受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响，未来或将存在较大波动。

随着业务规模的不断扩张，公司管理费用增长较快，期间费用率逐渐上升，一定程度侵蚀了公司的利润。2012-2014 年公司分别获得政府补贴 3,000.00 万元、6,000.00 万元和

6,000.00 万元，占当年利润总额的比例分别为 18.33%、37.22% 和 35.87%，公司利润对政府补助的依赖较大。

**表 16 2012-2014 年公司主要盈利指标**

项目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入（万元）	24,493.13	21,422.40	21,120.39
营业利润（万元）	10,668.68	10,209.37	13,159.40
补贴收入（万元）	6,000.00	6,000.00	3,000.00
利润总额（万元）	16,725.43	16,120.95	16,362.26
综合毛利率	60.21%	60.42%	61.92%
期间费用率	12.13%	11.57%	0.65%
总资产回报率	4.65%	6.83%	-

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**受土地整理业务回款情况及财政拨付资金影响，公司经营性净现金流有所波动；公司在建及拟建项目资金需求较大，面临一定的资金压力**

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系江阳区财政局返还的土地整理收入，近年来该业务回款情况一般，2012-2014 年公司收现比分别为 0.50、0.49 和 0.34。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为财政补贴。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为土地整理费用。受土地整理收入回款情况及财政拨付资金影响，近三年公司经营活动现金净流入规模存在较大波动性。

公司投资活动现金流入主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，近年来公司投资活动现金流呈净流出状态。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务、偿付利息支出的现金。由于公司经营活动现金净流入难以满足其投资需求，公司主要依靠筹资活动弥补资金缺口。截至 2014 年末，公司在建、拟建项目后续尚需投资 24.51 亿元，存在较大的资金压力，预计公司未来仍有一定的融资需求。

总体来看，受土地整理收入回款情况及财政拨付资金影响，近三年公司经营活动现金净流入规模存在较大波动性，同时公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来存在一定的资金压力。

**表 17 2012-2014 年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2014年	2013年	2012年
收现比	0.34	0.49	0.50
销售商品、提供劳务收到的现金	8,266.73	10,462.69	10,583.60
收到的其他与经营活动有关的现金	6,068.89	6,109.41	3,261.00
经营活动现金流入小计	14,335.62	16,572.09	13,844.61
购买商品、接受劳务支付的现金	9,662.12	8,395.48	8,043.22
支付的其他与经营活动有关的现金	631.90	343.34	567.67
经营活动现金流出小计	11,408.84	9,276.80	8,704.72
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,926.78</b>	<b>7,295.29</b>	<b>5,139.88</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,591.12</b>	<b>-8,613.73</b>	<b>-6,372.23</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>24,144.00</b>	<b>5,557.92</b>	<b>-</b>
现金及现金等价物净增加额	20,479.66	4,239.48	-1,232.35

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

近年来公司有息债务规模快速增加，随着本期债券发行成功，其债务压力将迅速上升

近年来，随着自身利润的累积和政府注资，公司所有者权益持续增长，2012-2014 年年均复合增长率为 53.63%。同时，公司负债规模增长较快，2012-2014 年年均复合增长率为 54.42%。由于负债增速略高于所有者权益增速，2014 年末公司产权比率较 2012 年末略有上升。

**表 18 2012-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年	2012年
负债总额	65,338.63	34,362.18	27,399.48
所有者权益	391,097.43	246,011.70	165,709.14
负债与所有者权益比率	16.71%	13.97%	16.53%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，流动负债是公司负债的主要构成部分。截至 2014 年末，流动负债在公司负债总额中的比重为 57.18%。

公司流动负债主要由短期借款、应交税费和其他应付款构成。公司短期借款全部为保证借款。应交税费主要为企业累计欠缴的所得税款。其他应付款主要为应付政府相关部门的往来款，其中应付景区开发建设领导小组办公室往来款 11,999.43 万元，占其他应付款的比例为 56.95%，账龄超过 1 年，主要是公司在进行张坝景区开发建设时拆借资金用于景区建设所形成；另外，公司应付泸州兴华建设有限公司往来款 4,000.00 万元，应付江阳区财政局往来款 2,316.58 万元，主要系安置房、廉租房的项目拆借款与往来款。

**表 19 2012-2014 年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,500.00	5.36%	5,800.00	16.88%	-	-
应交税费	9,667.94	14.80%	6,300.94	18.34%	3,340.56	12.19%
其他应付款	23,805.99	36.43%	21,070.97	61.32%	24,058.91	87.81%
<b>流动负债合计</b>	<b>37,357.83</b>	<b>57.18%</b>	<b>33,385.36</b>	<b>97.16%</b>	<b>27,399.48</b>	<b>100.00%</b>
长期借款	27,000.00	41.32%	-	-	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>27,980.80</b>	<b>42.82%</b>	<b>976.82</b>	<b>2.84%</b>	-	-
<b>负债合计</b>	<b>65,338.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>34,362.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>27,399.48</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	30,500.00	46.68%	5,800.00	16.88%	-	-

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款。截至 2014 年末，公司长期借款余额为 27,000.00 万元，均为来自于泸州市商业银行的抵押借款，抵押四块土地合计账面价值 80,669.33 万元，抵押一处房产账面价值 10,212.13 万元。

2012-2014 年，公司有息债务规模持续增长，2014 年末公司有息债务为 30,500.00 万元，占负债总额的比重为 46.68%。目前公司主要依靠政府资金注入及外部融资解决资金需求，鉴于公司在建、拟建项目投资规模较大，预计未来债务压力将进一步加大。

偿债能力方面，公司资产负债率较低，近三年流动资产增速快于流动负债增速，2014 年末流动比率和速动比率指标较 2012 年末均有较大幅度提升，短期偿债压力有所减轻。近年来，公司 EBITDA 规模较为稳定，但受利息支出增加影响，EBITDA 利息保障倍数有所下滑。

总体来看，近年来公司资产负债率较低，但随着本期债券发行成功，其债务压力将迅速上升。

**表 20 2012-2014 年公司偿债能力指标**

指标名称	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	14.31%	12.26%	14.19%
流动比率	10.51	7.25	5.85
速动比率	2.51	1.48	1.26
EBITDA（万元）	18,067.14	17,030.56	16,437.91
EBITDA 利息保障倍数	46.31	320.83	-

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。根据泸州市江阳区住房和城乡建设局于 2015 年 10 月 9 日出具的《关于泸州兴阳投资集团有限公司公司债券募投项目相关情况的报告》（泸江住建[2015]166 号），本期债券募投项目除保障统筹拆迁安置户需求外，可根据需要配置配套住宅对外销售，该部分销售收入可为本期债券的本息偿付提供一定保障，但该文件未规定募投项目可对外出售的比例，因此该项目预期销售收入尚不确定。另外，根据泸州市江阳区人大常委会《关于同意将泸州兴阳投资集团有限公司项目补贴资金列入市财政年度预算的决议》（泸江人大[2015]38 号），区财政为本期债券募投项目拨付专项补贴资金 75,000 万元，并将该补贴资金列入区本级 2016-2022 年度财政预算。财政专项补贴和项目可预期现金流入为本期债券的还本付息提供了保障，但我们也关注到，募投项目投资规模较大，能否按期竣工存在一定的不确定性，且项目销售进度易受当地房地产市场影响；另外，泸州市地方可支配收入对上级补助依赖较大，财政自给率偏低，且政府性基金收入易发生波动，未来地方政府能否按期拨付补贴资金存在一定的不确定性。

其次，公司经营活动获取的现金是本期债券按时还本付息的重要保障。2012-2014 年，公司业务收入和盈利能力较为稳定，近三年平均净利润为 13,273.61 万元，可覆盖本期债券一年的利息。但我们也注意到，公司主要收入来源的土地整理业务易受房地产市场波动和政府土地出让计划的影响，未来或存在较大波动。

最后，地方政府的资金支持是本期债券按时还本付息资金的重要补充。考虑到公司在泸州市土地整理及安置房等建设上的投入，2012-2014 年当地政府分别向公司拨付 3,000.00 万元、6,000.00 万元和 6,000.00 万元的财政补贴，但未来地方政府能否在财政补贴等方面持续给予公司较大支持存在一定的不确定性。



## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	25,955.73	5,476.07	1,236.59
应收账款	30,360.80	16,434.40	10,536.79
预付款项	7,755.42	5,962.91	37.23
其他应收款	29,697.57	21,545.50	22,678.03
存货	298,716.62	192,536.12	125,895.28
流动资产合计	392,486.14	241,955.00	160,383.91
投资性房地产	2,477.79	2,561.56	2,645.33
固定资产	22,096.93	22,768.76	29,712.66
在建工程	38,722.37	12,678.30	-
递延所得税资产	652.82	410.26	366.72
非流动资产合计	63,949.92	38,418.88	32,724.71
资产总计	456,436.06	280,373.88	193,108.62
短期借款	3,500.00	5,800.00	-
应付账款	211.72	97.93	-
预收款项	32.87	5.52	-
应付职工薪酬	102.37	87.54	-
应交税费	9,667.94	6,300.94	3,340.56
其他应付款	23,805.99	21,070.97	24,058.91
其他流动负债	36.95	22.45	-
流动负债合计	37,357.83	33,385.36	27,399.48
长期借款	27,000.00	-	-
专项应付款	980.80	976.82	-
非流动负债合计	27,980.80	976.82	-
负债合计	65,338.63	34,362.18	27,399.48
实收资本（或股本）	5,000.00	5,000.00	5,000.00
资本公积	342,341.79	210,891.02	143,809.70
盈余公积	4,033.23	2,810.59	1,641.41
未分配利润	39,722.42	27,310.09	15,258.03
归属于母公司所有者权益合计	391,097.43	246,011.70	165,709.14
所有者权益合计	391,097.43	246,011.70	165,709.14
负债和所有者权益总计	456,436.06	280,373.88	193,108.62

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	24,493.13	21,422.40	21,120.39
减：营业成本	9,745.89	8,479.25	8,043.22
营业税金及附加	86.61	42.53	8.12
销售费用	479.80	389.74	-
管理费用	1,953.03	1,850.08	147.67
财务费用	538.34	239.76	-9.77
资产减值损失	1,020.78	211.67	-228.25
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,668.68	10,209.37	13,159.40
加：营业外收入	6,058.42	6,096.06	3,251.15
减：营业外支出	1.67	184.48	48.29
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	16,725.43	16,120.95	16,362.26
减：所得税费用	3,090.46	2,899.72	3,397.63
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,634.97	13,221.23	12,964.63
其中：归属于母公司所有者的净利润	13,634.97	13,221.23	12,964.63

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	8,266.73	10,462.69	10,583.60
收到其他与经营活动有关的现金	6,068.89	6,109.41	3,261.00
经营活动现金流入小计	14,335.62	16,572.09	13,844.61
购买商品、接受劳务支付的现金	9,662.12	8,395.48	8,043.22
支付给职工以及为职工支付的现金	1,032.33	510.85	29.82
支付的各项税费	82.48	27.14	64.02
支付其他与经营活动有关的现金	631.90	343.34	567.67
经营活动现金流出小计	11,408.84	9,276.80	8,704.72
经营活动产生的现金流量净额	2,926.78	7,295.29	5,139.88
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	44.77	0.58	118.39
投资活动现金流入小计	44.77	0.58	118.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,635.89	8,614.31	6,490.62
投资活动现金流出小计	6,635.89	8,614.31	6,490.62
投资活动产生的现金流量净额	-6,591.12	-8,613.73	-6,372.23
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
取得借款收到的现金	30,500.00	5,800.00	-
筹资活动现金流入小计	30,500.00	5,800.00	-
偿还债务支付的现金	5,800.00	-	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	390.10	53.08	-
支付其他与筹资活动有关的现金	165.90	189.00	-
筹资活动现金流出小计	6,356.00	242.08	-
筹资活动产生的现金流量净额	24,144.00	5,557.92	-
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>			
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	20,479.66	4,239.48	-1,232.35
加：期初现金及现金等价物余额	5,476.07	1,236.59	2,468.94
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	25,955.73	5,476.07	1,236.59

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	13,634.97	13,221.23	12,964.63
加：资产减值准备	1,020.78	211.67	-228.25
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	951.61	856.52	75.65
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）	-44.77	-0.58	-118.39
财务费用（收益以“-”号填列）	538.34	239.76	-9.77
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-242.56	-43.55	57.06
存货的减少（增加以“-”号填列）	-11.50	440.48	-609.01
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-23,870.98	-10,690.77	9,041.36
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	10,950.89	3,060.51	-16,033.41
经营活动产生的现金流量净额	2,926.78	7,295.29	5,139.88
现金的期末余额	25,955.73	5,476.07	1,236.59
减：现金的期初余额	5,476.07	1,236.59	2,468.94
现金及现金等价物净增加额	20,479.66	4,239.48	-1,232.35

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	14.31%	12.26%	14.19%
流动比率	10.51	7.25	5.85
速动比率	2.51	1.48	1.26
综合毛利率	60.21%	60.42%	61.92%
期间费用率	12.13%	11.57%	0.65%
总资产回报率	4.65%	6.83%	-
EBITDA（万元）	18,067.14	17,030.56	16,437.91
EBITDA 利息保障倍数	46.31	320.83	-
负债与所有者权益比率	16.71%	13.97%	16.53%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2014年12月31日公司土地资产情况

序号	土地证号	用地性质	账面价值 (万元)	是否抵押
1	泸市国用(2010)第13903号	划拨	626.04	否
2	泸市国用[2012]第18675号	划拨	8,080.80	否
3	泸市国用[2012]第18676号	划拨	6,456.17	否
4	泸市国用[2014]第08259号	划拨	2,087.75	否
5	泸市国用[2014]第10242号	划拨	6,481.65	否
6	泸市国用[2014]第08258号	划拨	1,666.59	否
7	泸市国用[2013]第17622号	划拨	10,162.42	否
8	泸市国用[2014]第30300号	出让	46,682.92	否
9	泸市国用[2010]第01375号	储备	65,634.05	否
10	泸市国用[2010]第01377号	储备	11,967.34	否
11	泸市国用[2010]第01376号	储备	32,521.87	否
12	泸江区江北国用(2015)第076号	出让	1,502.01	否
13	泸江区方山国用(2015)第013号	出让	1,616.76	否
14	泸江区黄舣国用(2015)第0222号	出让	4,943.85	否
15	泸市国用[2014]25894号	划拨	2,645.47	否
16	泸市国用[2014]30254号	出让	26,380.29	是
17	泸市国用[2014]30253号	出让	12,084.47	是
18	泸市国用[2014]30301号	出让	17,473.40	是
19	泸市国用[2014]30302号	出让	24,731.17	是
20	泸市国用[2014]22056号	划拨	7,478.46	否
21	川(2015)泸州市不动产权第0022159号	划拨	7,313.12	否
合计			<b>298,536.60</b>	-

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录七 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。