

2020 年第一期宜宾市国有资产经营有限公司 公司债券信用评级报告

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn 白岚 (代)
项目组成员：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn 白岚 (代)
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100
2020 年 03 月 17 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]1891D 号

宜宾市国有资产经营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年第一期宜宾市国有资产经营有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月十七日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
宜宾市国有资产经营有限公司	17 亿元	5 年	每年付息一次，到期一次还本付息，最后一期利息随本金的兑付一起支付	12.50 亿元用于宜宾凯翼汽车有限公司乘用车生产建设项目，0.10 亿元用于年产 3 万吨 PVC-O 管项目，0.40 亿元用于年产 1,000 万平方米环保型生态木板项目，4.00 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定宜宾市国有资产经营有限公司（以下简称“宜宾国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第一期宜宾市国有资产经营有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了宜宾国资地处位置优越、经济实力较强的宜宾市，为当地最大的资产经营和资本经营平台，地位非常重要；公司持有优质上市公司股权，在收入及投资收益等方面表现良好，盈利能力极强；公司业务板块多元化且经营活动获现能力极强；财务杠杆处于较低水平，未来融资空间较大，偿债能力极强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时中诚信国际也关注到公司未来面临一定的资本支出压力和母公司面临一定的短期偿债压力等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

宜宾国资（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	1,693.69	2,023.22	2,416.93	2,640.78
所有者权益合计（亿元）	922.47	1,080.19	1,295.82	1,462.28
总负债（亿元）	771.22	943.03	1,121.11	1,178.50
总债务（亿元）	400.86	473.67	586.41	702.31
营业总收入（亿元）	667.08	772.14	958.71	764.26
经营性业务利润（亿元）	97.76	144.28	204.45	182.98
净利润（亿元）	78.37	104.47	156.59	133.03
EBITDA（亿元）	155.26	207.32	259.60	--
经营活动净现金流（亿元）	152.09	134.84	39.55	174.12
收现比(X)	0.95	0.87	0.89	0.97
营业毛利率(%)	32.15	34.60	37.52	42.22
应收类款项/总资产(%)	8.66	7.77	8.98	10.84
资产负债率(%)	45.54	46.61	46.39	44.63
总资本化比率(%)	30.29	30.48	31.16	32.45
总债务/EBITDA(X)	2.58	2.28	2.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.00	10.55	10.28	--
宜宾国资（母公司口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	365.82	391.69	434.46	439.32
所有者权益合计（亿元）	264.13	253.45	272.05	296.24
总负债（亿元）	101.69	138.24	162.41	143.08
总债务（亿元）	94.47	130.35	155.57	134.59
营业总收入（亿元）	0.26	0.45	0.82	2.29
经营性业务利润（亿元）	-3.37	-4.01	-1.66	-1.10
净利润（亿元）	11.75	19.29	26.37	28.52
EBITDA（亿元）	15.20	23.34	33.48	--
经营活动净现金流（亿元）	1.01	3.56	6.37	5.81
收现比(X)	16.68	9.63	7.36	2.39
营业毛利率(%)	100.00	98.35	100.00	100.00
应收类款项/总资产(%)	26.45	24.35	24.54	21.21
资产负债率(%)	27.80	35.29	37.38	32.57
总资本化比率(%)	26.34	33.96	36.38	31.24
总债务/EBITDA(X)	6.21	5.59	4.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.60	5.82	4.73	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2019 年三季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际将其他应付款、其他流动负债科目中的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

正面

■ **良好的区域发展环境。**宜宾市享有独特的地理位置，资源优势明显，近年来经济实力不断增强，发展态势良好，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **重要的地位。**作为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，

公司代表宜宾市政府整合区域优质资源，在优质国有股权、重点项目投资、业务开展等方面得到了宜宾市政府的大力支持。公司是助推宜宾市加快建成全省经济副中心的重要助力之一，在宜宾市拥有非常重要的地位。

■ **优质的资源储备。**公司持有宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液股份”，股票代码：000858）等优质股权，其经营业绩良好，为公司收入和利润提供了良好的保障。同时公司持有的上市公司股权变现能力强，为公司提供了良好的流动性支持，截至 2019 年 9 月 30 日，公司直接和间接共计持有五粮液股份 21.28 亿股，按照当日 129.80 元/股的收盘价计算，持股市值达 2,762.14 亿元。

■ **业务板块多元化且获现能力极强。**公司业务涉及行业众多，包括白酒行业、化工行业、贸易行业、纺织行业等，其中白酒及化工业务具备极强的竞争优势，近年来，得益于公司各板块的良好运营，公司营业总收入稳步提升；同时，公司通过持有的优质股权持续获得稳定分红，业务板块的获现能力极强。

■ **财务杠杆较低，偿债能力极强。**近年来，公司的财务杠杆保持在较低水平，未来融资空间较大；同时，公司货币资金储备充足，经营活动获现能力强，使得公司偿债能力极强。

关注

■ **未来面临一定的资本支出压力。**公司承担宜宾市较多产业投资及项目建设任务，在建及拟建项目较多，未来面临一定的资本支出压力。

■ **母公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2019 年 9 月末，母公司总债务为 134.59 亿元，从到期债务分布来看，2020 年需偿还的到期金额为 46.17 亿元，母公司货币资金储备相对较少，面临一定的短期偿付压力。

评级展望

中诚信国际认为，宜宾市国有资产经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

同行业比较
四川省同类型企业 2018 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
宜宾市国有资产经营有限公司	2,416.93	1,295.82	46.39	586.41	958.71	156.59	39.55
四川发展（控股）有限责任公司	10,567.40	2,935.08	72.23	6,288.20	2,003.04	29.69	96.25
四川省投资集团有限责任公司	653.36	349.95	46.44	253.14	88.56	33.84	4.65

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

宜宾市国有资产经营有限公司是经宜宾市机构编制委员会根据“宜市机编[1997]72号”文件批准成立的国有独资公司，成立于1999年8月4日，初始注册资本人民币600万元。历经数次增资，截至2019年9月末，公司的注册资本增加到139,000万元，已全部到位。公司的实际控制人和唯一股东为宜宾市国有资产监督管理委员会（以下简称“宜宾市国资委”）。

作为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，公司通过参股、控股持有优质公司股权并获得长期稳定的投资回报，下属企业涉及行业众多，包括白酒行业、化工行业、贸易行业、纺织行业等，同时公司亦承担部分宜宾市基础设施建设任务，加快宜宾市基础设施建设及配套。

截至2018年末，公司总资产2,416.93亿元，所有者权益合计1,295.82亿元，资产负债率46.39%；2018年，公司实现营业总收入958.71亿元，净利润156.59亿元，经营活动净现金流39.55亿元。

截至2019年9月末，公司总资产2,640.78亿元，所有者权益合计1,462.28亿元，资产负债率44.63%；2019年1~9月，公司实现营业总收入764.26亿元，净利润133.03亿元，经营活动净现金流174.12亿元。

本期债券概况

本次债券发行总额不超过100亿元（含100亿元），本期发行规模为17.00亿元，发行期限为5年，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自其兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券发行规模17.00亿元，其中12.50亿元用于宜宾凯翼汽车有限公司乘用车生产建设项目，0.10亿元用于年产3万吨PVC-O管项目，0.40

亿元用于年产1,000万平方米环保型生态木板项目，4.00亿元用于补充营运资金。

表1：募集资金用途（亿元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
宜宾凯翼汽车有限公司乘用车生产建设项目	37.77	12.50	33.10%
年产1,000万平方米环保型生态木板项目	3.50	0.40	11.43%
年产3万吨PVC-O管项目	1.50	0.10	6.67%
补充营运资金		4.00	
合计	42.77	17.00	--

资料来源：公司提供

宜宾凯翼汽车有限公司乘用车生产建设项目的建设主体为宜宾凯翼汽车有限公司（以下简称“宜宾凯翼汽车”），宜宾凯翼汽车是子公司宜宾市新兴产业投资集团有限公司（以下简称“宜宾新兴产业投”）控股二级子公司。项目建设内容为冲压车间、焊装车间、涂装车间、总装车间、塑料件涂装车间、PACK车间，以及发运中心、动力中心、污水处理站、供油站、研发中心、办公楼、餐饮活动中西、门卫、试车跑道、停车场等配套生产研发建筑及公用动力辅助用房。该项目总投资37.77亿元，其中固定资产投资32.94亿元，铺底流动资金4.83亿元。本项目拟建建筑面积共计约310,442.00平方米，建设期为2年11个月，主要收入来源为汽车销售收入。

年产1,000万平方米环保型生态木板项目的建设主体为宜宾天亿新材料科技有限公司（以下简称“宜宾天亿公司”），宜宾天亿公司是子公司宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“天原集团”）的全资子公司。项目建设内容包括年产600.00万平方米优木（环保型生态木板）生产线、年产400.00万平方米LVT地板材料生产线、配套建设环保设施装置、配套建设原材料、产品质量分析检测设施及配套建设水、电、气公用工程。该项目占地面积约53,360.00平方米，主要建筑面积45,000.00平方米。项目总投资为3.50亿元，其中固定资产投资2.70亿元，铺底流动资金0.80元，建设期为22个月，主要收入来源为优木和LVT的销售收入。

年产 3 万吨 PVC-O 管项目的建设主体为宜宾天亿公司，建设内容包括年产 3 万吨 PVC-O 管生产线、配套建设环保设施装置、配套建设原材料、产品质量分析检测设施及配套建设水、电、气公用工程。该项目占地面积约 33,350.00 平方米，主要建筑面积 30,000.00 平方米。项目总投资为 1.50 亿元，其中固定资产投资 1.20 亿元，铺底流动资金 0.30 元，建设期为 25 个月，主要收入来源为 PVC-O 管的销售收入。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压

力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时期稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长

政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

区域经济与行业环境

宜宾市经济概况

宜宾位于四川盆地南缘，地处川、滇、黔三省结合部，地理区位独特，成为国家“五纵七横”交通规划中南北干线与长江东西轴线的交汇点，是川滇黔结合部和攀西六盘水地区出入长江黄金水道、成渝经济区连结南贵昆经济区走向东南亚的重要门户，是国家规划的长江六大重要枢纽港之一和金沙江水电滚动开发的依托城市，被列入国家成渝经济区规划重点支持发展区域，是四川建设长江上游沿江经济带、川南经济新增长极的重要支撑城市。宜宾交通方便快捷，配套衔接的“铁路、公路、水运、航空、港口”区域性综合交通枢纽逐渐形成，高效、便捷的集、疏、运物流体系日趋完善。

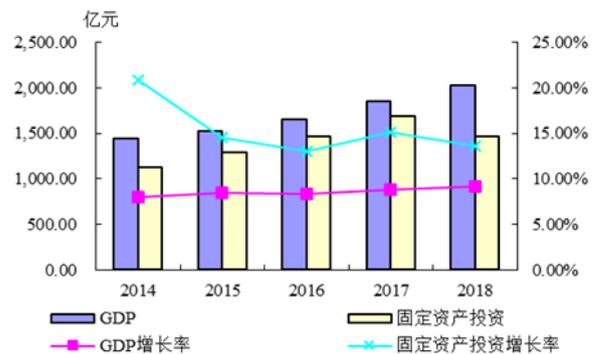
宜宾资源丰富，已探明矿产资源多达 44 种，全市可开发水能资源 716 万千瓦，可开发装机 655.7 万千瓦，被国家确立为水电、火电、核电综合发展的重要能源、原材料生产基地。

宜宾产业基础雄厚，具有建设和发展酒类食品、综合能源、化工轻纺、机械制造以及建材、造纸等产业的先天优势和有利条件。全市已形成了以酒类食品、能源化工为主导，轻纺、机械、建材、造纸、电子等为支撑的现代产业体系，产业门类齐全，配套能力强，工业经济综合效益连续多年位居四川前茅。

2016~2018 年，宜宾市地区生产总值（GDP）分别为 1,653.06 亿元、1,847.23 亿元和 2,026.37 亿

元，2018 年比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 248.57 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 1,006.73 亿元，增长 9.9%；第三产业增加值 771.07 亿元，增长 10.3%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.0%、57.2%和 37.8%，三次产业结构调整为 12.2: 49.7: 38.1。人均地区生产总值 44,604 元，比上年增加 3,736 元，增长 8.7%。2018 年，宜宾市全社会固定资产投资 1,460.56 亿元，同口径增长 13.6%。

图 1：2014-2018 年宜宾市主要经济指标情况



资料来源：宜宾市统计局

总的来看，宜宾市享有独特的地理位置，资源优势明显，产业基础雄厚。预计未来一定时期内宜宾市区域建设的展开将使地区经济延续快速发展的势头。

白酒行业

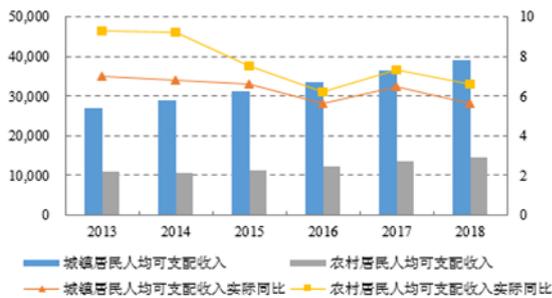
近年来白酒消费中个人消费需求逐渐替代政务消费，人均收入水平的提升成为影响白酒销量的重要因素

2016 年以来，在高端白酒市场景气度回升带动下，白酒行业整体实现复苏。根据国家统计局数据，2018 年全国白酒产量为 871.20 万千升，同比增速为 3.10%，已基本进入平稳发展阶段。

从需求结构来看，随着国家严控“三公”消费，政务商务白酒消费量大幅下降，个人消费需求占比不断提高，人均可支配收入和消费习惯成为影响白酒市场需求和价格变动的重要驱动因素。2018 年我国城镇居民人均可支配收入为 3.93 万元，自 2002 年以来一直保持在 5% 以上的增长率。同时随着我国三

农政策效果的显现，农村居民人均收入也保持了较快增速，2002~2018年复合增长率达到11.10%。受益于我国居民收入水平的持续提升，加之白酒厂商加大高端系列产品布局，白酒消费结构不断调整升级，逐步完成由中低端向中高端产品消费的转换。

图 2：近年来我国居民人均年收入情况（元、%）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

但同世界其它国家相比，目前我国人均烈酒年消费量约为 4.34 升，超过世界平均水平约 3 升左右，然而我国中低端白酒消费量占比较高，600 元/升的白酒消费量占比仅为 1.6%，200~600 元/升的消费量占比 2.4%，合计 4%；相比德国、法国的高端伏特加酒消费量占比分别达到 12.5%和 9.4%，我国高端白酒市场仍有较大发展潜力，随着人均可支配收入的增长，市场有望进一步扩大。

近年来随着行业调整的逐步深入，高端白酒率先提价，白酒行业景气度持续回暖

在白酒行业的“黄金十年”期间，受到白酒高利润率的吸引，全国各地政府积极推动白酒行业发展，如四川省制定了“十二五”期间打造宜宾、泸州两个白酒千亿产业基地的计划，湖北省政府提出以宜昌、荆州和襄阳为中心，打造鄂西北白酒的“金三角”，贵州政府以仁怀市为基地，争取白酒总产值在2015年达到1,000亿元等。在地方政府的大力支持下，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等多家知名白酒企业也制定了跨越式的产能扩张计划，纷纷大举投资兴建白酒产业基地。

从白酒行业发展趋势来看，高档白酒价格对市场定价及行业景气度具有较强的引领作用。2018年

初，贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“贵州茅台”）将飞天茅台出厂价提升18%至969元/瓶，是其五年来首次价格调升。在行业龙头价格调整带动下，2018年以来包括宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液股份”）、泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）、古井贡酒、山西汾酒在内的企业纷纷上调主要产品价格，根据京东数据，截至2019年4月末，53度飞天茅台零售价已升至2,299元/瓶、52度五粮液（普五）零售价升至1,089元/瓶、52度国窖1573零售价升至888元/瓶，中高端白酒市场持续向好。根据国家统计局数据，2018年全国规模以上白酒企业累计完成销售收入5,363.8亿元，同比增长12.88%；累计实现利润总额1,250.5亿元，同比增长29.98%，白酒行业整体延续了高景气度态势。

行业集中度方面，目前国内白酒行业整体集中度较低，但受品牌形象积累、产能受限以及渠道拓展等因素影响高档酒进入门槛相对较高。以贵州茅台、五粮液和泸州老窖为代表的少数兼具品牌、质量、历史文化底蕴的白酒生产企业占据了高档白酒70%左右的市场份额。高档酒销量占行业总销量的比重虽低，但贡献了整个行业约一半的利润。2018年在大众消费升级的带动下，贵州茅台、五粮液股份及泸州老窖作为高档白酒龙头企业，收入增速均超过25%，远高于行业平均水平。中档酒方面，受产品价位适中、消费群体扩充以及受宏观消费环境影响小等因素影响，其市场规模有所扩大。目前，中档酒市场除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河等品牌的中端产品外，还包括山西汾酒、古井贡酒、剑南春、水井坊等品牌产品，市场竞争较为激烈。低档酒市场则由于进入门槛较低，业内企业数量庞大，竞争十分激烈，并以地方性酒企为主，且由于电商等新渠道对传统市场的冲击，低档白酒市场竞争愈发激烈。根据国家统计局数据，2018年规模以上白酒企业1,445家，其中亏损企业183家，主要为地方中小型酒企，企业亏损面为12.66%，亏损企业累计亏损额达11.03亿元，与中高端白酒市场的高景气度相对比，区域低端白酒市场竞争持续加剧，行

业分化情况显著。

表 2：2018 年白酒上市公司按收入规模排名情况（亿元）

	营业收入	同比增速	利润总额	同比增速
贵州茅台	772.0	26.43%	508.3	31.20%
五粮液股份	400.3	32.61%	186.1	38.94%
洋河股份	241.6	21.30%	108.4	22.50%
泸州老窖	130.6	25.60%	46.6	35.67%
山西汾酒	93.8	55.39%	21.7	57.20%
行业累计	5,363.8	12.88%	1,250.5	29.98%

资料来源：中诚信国际整理

目前来看，随着前期调整的基本完成，国内白酒行业进入到相对平稳的发展阶段，整体增速放缓，而龙头企业凭借着品牌地位以及对渠道的不断深耕，马太效应愈发明显，行业集中度不断提升。另外，经过前一阶段行业内深度调整阶段，部分企业经营业绩大幅下滑且并未走出经营困境，出售意愿有所提升。近年来，衡水老白干收购丰联酒业、古井贡酒收购黄鹤楼酒业、今世缘拟收购景芝酒业等并购事项频出，名优企业通过整合地方优质品牌，增强其区域布局和渠道销售能力，并对产品类型进行补充，未来行业内资源整合情况或将进一步常态化。

化。

行业政策

白酒行业属于酿酒食品工业。近年来，为保障食品安全，实现绿色生态和循环经济发展，扩大内需，增强消费，我国先后在行业规划、税收法规、行业许可、流通管理和环保等方面出台了一系列针对白酒行业的政策措施。国家发改委还出台系列政策对白酒产业的新增产能进行限制，其中最新出台的《产业结构调整指导目录（2015 年本）》继续将白酒生产线、酒精生产线等列入限制类目录。限制产能增长政策在一定程度上抑制了白酒行业产能的无序扩张，有助于行业供给的稳定增长和现有产能的充分发挥，从长期来看，亦将促进白酒行业的产业结构调整，推动大中型优秀白酒制造企业的发展。整体来看，2012 年下半年以来，我国白酒行业进入深度调整阶段，上述政策措施的持续施行有助于未来白酒行业产业结构调整和行业集中度的提高。

表 3：影响白酒行业的相关政策

	政策或事件名称	相关影响
行业规划	《关于国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	扩大国内需求，增强消费，大力发展食品工业，提高精深加工水平，保障食品安全。
	《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》	产业结构优化升级，优胜劣汰，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。
	2009 年 1 至 2 月，国务院常务会议陆续审议通过了包括轻工业在内的十大重点产业的调整和振兴规划	走绿色生态、质量安全和循环经济的新型发展之路；积极扩大城乡消费；支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度；培育发展轻工业特色区域和产业集群。
	《产业结构调整指导目录（2015 年本）》	继续将“白酒生产线”列入“限制类”科目。
税收法规	《关于加强白酒消费税征收管理的通知》	白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下的，消费税最低计税价格由税务机关核定。
生产许可证	《白酒生产许可证审查细则（2006 版）》	年销售额 500 万元以上的白酒生产企业由国家质检总局审查发放白酒生产许可证，有效期为 3 年。
流通管理	《酒类流通管理办法》	包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。
流通管理	《酒类流通管理办法》	包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。
环境保护	《发酵酒精和白酒工业水污染排放标准》	规定了酒类企业水污染物、大气污染物、环境噪声和固体废物等污染物排放标准。

资料来源：中诚信国际整理

氯碱化工行业

聚氯乙烯

聚氯乙烯（PVC）是由氯乙烯单体（VCM）聚合而成的一种常用热塑性塑料，有良好的机械性能和物理性能，在阻燃、耐腐蚀以及绝缘等方面具有

显著的性能特点，是中国消费量第一、全球消费量第二的通用型合成树脂材料。

目前，PVC 通过电石法和乙烯法制备，差别主要在于 VCM 的制备方法。电石法是通过煤、石灰石和电生产电石，电解食盐水生产氯化氢（氯气），再利用电石和氯化氢（氯气）制备 VCM。乙烯法则以乙烯和氯气作为主要原材料制备 VCM，乙烯的初始原材料为石油。中国“富煤、贫油、少气”的资源结构特点使电石法成为我国 PVC 行业主流工艺，生产技术成熟且成本相对较低，目前电石法 PVC 产能已占到中国 PVC 总产能的 80% 左右。

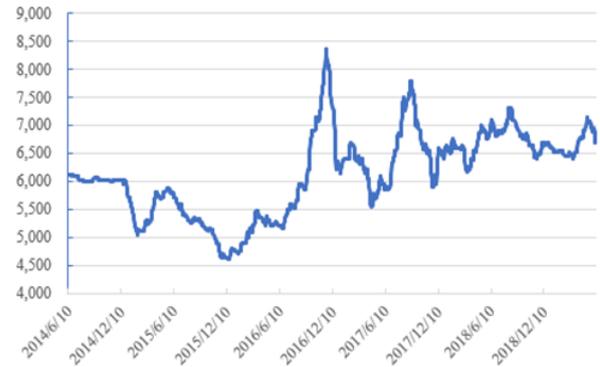
产能方面，目前我国氯碱行业处于转折期，行业发展已由快速的规模扩张步入了调整时期，努力推动产业结构调整和转型升级，已成为行业发展的共识。近年我国 PVC 行业经历了淘汰落后产能、供给侧改革及行业优胜劣汰调整，产能增速放缓。根据化工在线统计，截至 2018 年末，我国 PVC 年产能 2,470 万吨（含糊树脂），同比净增 64 万吨/年；2018 年行业平均开工率为 76%，同比增加 1 个百分点，产量增至 1,880 万吨，同比增长 4.44%。

需求方面，房地产产业链是 PVC 重要的下游需求来源，目前 PVC 消费结构中有约 60% 和房地产产业链相关，包括管材、型材、地板等。此外，鞋底革、人造革和电线电缆也是其重要的下游消费领域。2018 年，全国房地产开发投资 120,264 亿元，同比增长 9.5%，直接带动下游房地产产业链产品需求回升，同期 PVC 表观消费量为 1,894 万吨，同比增长 5.57%。不过自 2016 年 10 月以来楼市调控趋严，各地政策持续加码，未来我国房地产投资增速并不乐观，并将影响下游 PVC 等产品的需求。

价格方面，2018 年 PVC 价格波动幅度较 2017 年减小，整体随季节变化而呈规律性波动。一季度受春节及贸易战激化等因素影响，价格呈缓慢下行态势；4 月进入检修季后，供应量减少加之原料价格上涨、下游需求逐步恢复带动价格逐步回升；9 月以来随着开工率上升加之后期需求减弱，价格震荡

下行；2019 年以来 PVC 价格因季节原因仍维持区间震荡，6 月 6 日平均价格为 6,700 元/吨。

图 3：近年来我国电石法 PVC 现货价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

总体来看，2018 年 PVC 产能和开工率均小幅提升，市场需求亦有所增加，价格呈震荡波动态势，中诚信国际将持续关注未来 PVC 价格走势。

行业政策

PVC 及上游电石行业属于高耗能、高污染和资源型行业。针对盲目投资带来严重的产能过剩问题，国家相继出台了一系列产业政策，在准入条件、产能规模、耗能、区域布局、配套设施、生产安全等多方面做出了明确规定，提高了新扩建产能的要求，同时要求对技术落后、规模较小的产能进行淘汰，加大了 PVC 及相关行业落后产能的淘汰力度，以此控制产能扩张速度。

2014 年 2 月工信部发布《电石行业准入条件（2014 年修订）》，新增或修改了新建或改扩建电石生产装置必须进入工业园区，现有电石生产企业要在 2020 年底前进入工业园区；原则上禁止新建电石项目等规定。

根据中国氯碱工业协会相关消息，受工信部和财政部委托修订的《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》增加了重要产品品种的行业准入条件，强化对规模、区域布局、能耗标准、安全评价标准、配套设施要求和环境评价等全方位的要求，严格开展行业准入管理督查，强化监督与管理。行业准入进一步严格，将有助于淘汰落后产能。根据 2015 年

1月开始实施的《环保法修订案》，有关部门将对不能按要求或按期进行脱硫脱硝改造的企业进行按日处罚。2015年1月工信部发布的《能源管理中心建设实施方案》对氯碱行业所涉及的电力、蒸汽等能源建设和优化提出了新的要求。

2016年7月，国务院办公厅发布《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，指出“严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等过剩行业新增产能”。

2016年8月，环境保护部会同质检总局发布了

《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581—2016），该标准是对《烧碱、聚氯乙烯工业水污染物排放标准》（GB15581-95）的修订，规定了烧碱、聚氯乙烯工业企业水和大气污染物排放限值、监测和监控要求。为促进区域经济与环境协调发展，推动经济结构的调整和经济增长方式的转变，引导烧碱、聚氯乙烯工业生产工艺和污染治理技术的发展方向，该标准还规定了水和大气污染物特别排放限值。

表 4：近年来国家出台的相关政策

政策	部门	主要内容	发布时间
氯碱行业准入条件	-	产品涵盖 PVC、烧碱、甲烷氯化物和 PVC 糊树脂。准入条件也更为严格，对企业分布、能源消耗、工艺装备规模、环保、安全、职业卫生等要求都有所提高。	在修订
电石行业准入条件（2014 年修订）	工业和信息化部	新增或修改了新建或改扩建电石生产装置必须进入工业园区，现有电石生产企业要在 2020 年底前进入工业园区；原则上禁止新建电石项目等规定。	2014 年 2 月
能源管理中心建设实施方案	工业和信息化部	对氯碱行业能源建设和优化提出了新的要求。	2015 年 1 月
关于汞的水俣公约	环境保护部等	自 2017 年 8 月 16 日禁止新建的乙氯乙烯单体的生产工艺使用汞、汞化合物作为催化剂或使用含汞催化剂；2020 年氯乙烯单体生产工艺单位产品用汞量较 2010 年减少 50%；禁止使用汞或汞化合物生产氯碱（特指烧碱）。	2016 年 4 月
关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见	国务院办公厅	严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等过剩行业新增产能，相关部门和机构不得违规办理土地（海域）供应、能评、环评和新增授信等业务，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。	2016 年 7 月
烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准	国家环境保护部、质检总局	本标准规定了烧碱、聚氯乙烯工业企业水和大气污染物排放限值、监测和监控要求。	2016 年 8 月

数据来源：中诚信国际整理

总体来看，国家加强对氯碱行业环保监控，出台相关产能调控和环保政策，倒逼企业减排，加快淘汰落后产能速度，有助于控制氯碱行业产能扩张。

烧碱行业

中国是世界烧碱产能最大的国家，产能占全球总产能的 44%，作为重要的化工原料，烧碱在国内多个领域广泛应用，不仅可以用于造纸、印染、纺织等行业，还可以用于制药、精细化工、轻纺、食品等行业。我国烧碱的主产区分布在华东、西北等地区，其中液碱由于受运输半径限制，东部地区、北方地区液碱产品竞争较激烈，而西北地区多将液碱加工成固碱远距离销往华北、华东和华南地区。从供给来看，目前我国烧碱行业产能严重过剩，在宏观经济增速放缓、环保督察趋严、碱氯平衡等因素影响下，产能和产量增速放缓。根据化工在线统

计，截至 2018 年末，国内烧碱年产能约 4,245 万吨，同比净增 143 万吨/年；由于新增烧碱产能投产时间主要集中在下半年，产量未出现大幅度增长，2018 年为 3,420 万吨，同比增长 0.9%。

需求方面，2018 年，烧碱下游整体表现较为温和，对烧碱消化能力不足，同期我国氧化铝产量约 6,842 万吨，同比仅增长 2.7%。此外，造纸及印染行业表现平淡，行业开工负荷均显不足，使得烧碱需求较 2017 年出现一定程度萎缩。同期我国烧碱表观消费量为 3,277 万吨，同比增长 1.94%。

价格方面，2018 年烧碱价格整体呈震荡下滑趋势。具体来看，春节以来下游氧化铝开工提高，对烧碱需求持续提升，氯碱企业出厂报价不断提高，最高曾达 5,280 元/吨；二季度中旬起，受环保等影响，局部地区部分耗碱行业及化工园区出现关停，

导致需求萎缩严重，而氯碱企业开工负荷较高，烧碱价格持续走弱；8月下旬以来受预期限产影响，氧化铝企业恢复前期停产产能以备货，而采暖季并未出现上年同期大幅减产情况，对烧碱刚需提供了支撑，促使烧碱价格回升，2018年末为4,000元/吨；2019年以来下游氧化铝企业普遍开工率不高，烧碱价格持续下滑，2019年6月10日为2,800元/吨。

图 4：近年来我国烧碱(99%)现货价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

总体来看，2018年我国烧碱行业供需同比保持稳定，价格整体呈震荡下滑趋势。

胶纤维行业

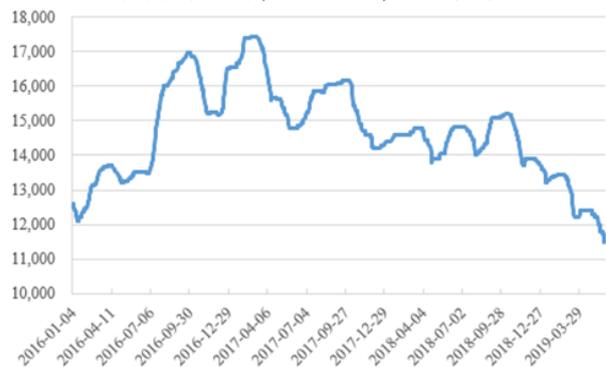
我国是粘胶短纤的最大生产国和消费国，产能产量稳居世界第一。由于产能密集投放，2018年末粘胶短纤总产能达453万吨/年，同比增长13.8%；2018年粘胶短纤产量为360.14万吨，同比增长4.3%；产能利用率仅79.5%，为近三年最低。

从需求来看，粘胶短纤80%用作棉纱，与纺织业关系密切。2018年我国纱线产量2,976万吨，同比下降0.2%，粘胶短纤主要需求略有下降。同时，中国纺织行业的内销比例较高，而纺织行业下游的服装行业出口约占总产量的50%，国外需求成为我国纺织业的重要拉动因素。目前我国纺织服装出口总额位居全球第一，2018年出口金额累计2,767.3亿美元，同比增长3.52%，但增速已明显放缓，进入到中低速增长阶段。同时，中美贸易摩擦或将对我国纺织行业造成一定冲击，2019年5月13日，美国贸易代表办公室公布对约3,250亿美元中国商

品拟加征25%关税清单，涉及我国纺织行业对美出口比重较大的服装(HS61、62章)和大部分家用纺织品(HS63、94章)以及部分纺织机械产品(HS84章)，金额超过400亿美元。

价格方面，2018年前三季度粘胶纤维价格较为稳定，整体呈小幅波动态势；进入11月后受新增产能释放及下游需求低迷影响，粘胶短纤价格快速下滑，2019年5月27日降为11,500元/吨。

图 5：近年来粘胶短纤(1.5D/38mm)市场价走势（元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

总体来看，2018年我国粘胶短纤产能增加，但需求略有下降，受产能释放及下游需求不足等因素影响，11月起价格快速下滑。

竞争与抗风险能力

公司作为宜宾市人民政府的投资主体，主要以控股、参股、投资和受让、转让、拍卖、租赁产权等方式在授权范围内进行资本经营和资产管理。

公司控股企业包括宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液股份”，股票代码：000858）、天原集团（股票代码：002386）、宜宾纸业股份有限公司（以下简称“宜宾纸业”，股票代码：600793）、宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“丝丽雅集团”）等。其中五粮液股份自1998年上市以来保持了良好的经营业绩，尽管股本总数不断扩张，但每股盈利和每股净资产等指标保持较好，股价表现良好。截至2019年9月30日，公司直接和间接共计持有五粮液股份21.28亿股，按照当日129.80元/股的收盘价计算，持股市值达2,762.14亿元。同时，公司

控股的五粮液股份、宜宾天原等业内优秀企业能为公司提供持续稳定的投资收益。作为宜宾市国资委全资子公司，公司一直以来得到市政府的大力支持，市政府同意公司在资本经营中获得的股权分红收益和股权转让收益留存公司，并按照“宜府办函[2003]62号”文件规定的用途和审批程序使用。

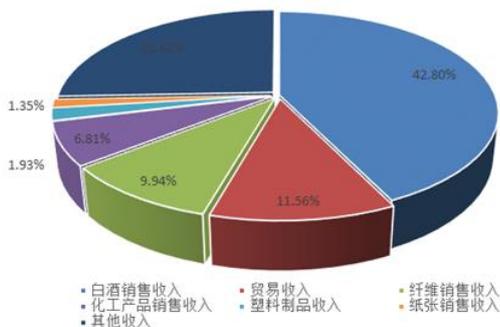
公司除管理持有的国有股权并获得收益外，还积极发挥自身政府国有资产运营主体的职能，通过各种方式为市级基础设施项目和重点建设项目筹集建设资金，并通过参、控股的方式，投资于重点建设项目。

总的来看，公司资产质量优良，政府支持力度较大，投资收益稳定，股权变现能力很强，公司抗风险能力极强。

业务运营

2016~2019年9月，公司营业总收入分别为667.08亿元、772.14亿元、958.71亿元和764.26亿元，近年来保持了良好的上升趋势。收入构成方面，近年来公司收入大部分来自五粮液股份的白酒销售、丝丽雅集团的纤维销售和宜宾天原的化工产品销售及贸易收入，2018年公司实现白酒销售收入410.37亿元；贸易收入110.78亿元；纤维销售收入95.28亿元；化工产品销售收入65.27亿元；塑料制品收入18.52亿元；纸张销售收入12.92亿元；其他收入245.58亿元。

图 6：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

基础设施建设业务

公司城市基础设施业务主要由子公司宜宾城市和交通投资集团有限公司（以下简称“宜宾城交投”）、宜宾市城市和交通建设集团有限公司（以下简称“宜宾城交建”）和四川港荣投资发展有限责任公司（以下简称“四川港荣”）负责运营。

宜宾城交投于2017年7月成立，注册资本金10亿元。宜宾城交投主要突出投融资职能，也承担部分宜宾市市政建设项目，建设业务模式包括委托代建模式以及PPP模式。截至2019年6月末，宜宾城交投主要在建项目为宜宾机场快速路工程项目，计划总投资为4.74亿元，已投资4.50亿元。此外，宜宾城交投拟建项目主要为宜宾市智轨快运系统T2、T4线项目、宜宾市中心城区智慧停车场项目和临港挂弓山长江大桥（长江二桥）项目等，因项目规模较大，暂未确定建设模式。

宜宾城交建于2017年7月成立，注册资本金5亿元。宜宾城交建主要突出工程施工职能，公司基础设施建设板块大部分项目由宜宾城交建负责。项目运营模式及资金结算情况按照相关政府要求和文件执行，项目建设资金一般由政府财政部门匹配，不足部分由宜宾城交建自行融资。宜宾城交建代建费根据工程进度收取，费率从0.4%到2%不等，提取标准根据“财建[2016]504号”文件执行。项目建成后，基础设施部分根据类型划归至政府各部门。截至2019年6月末，宜宾城交建重点在建项目总投资为208.28亿元，已完成投资70.66亿元。总体来看，宜宾城交建承担的基础设施建设任务较重，未来资本支出压力较大。

表 5：截至 2019 年 6 月末宜宾城交建重点承建项目（万元）

在建项目	预计建设周期	预计总投资	已投资	项目模式
盐坪坝长江大桥及连接线	2018.03~2020.12	186,866	111,065	PPP
宜宾市南部新区至临港快速通道项目打营盘山隧道及连接线工程段	2017.03~2022.12	150,672	61,550	PPP
宜宾市南部新区（北区）基础设施建设	2015.12~2022.12	559,700	57,940	代建
南部新区七星城城市基础设施建设	2018.03~2019.12	599,467	220,632	代建
南部新区金沙江大道至绕城高速连接线道路工程	2018.03~2020.12	194,736	94,570	PPP
宜宾新机场至市中心快速路东连接线项目	2018.07~2019.08	238,840	86,459	PPP
成贵高铁宜宾站站前综合体项目（站前广场、停车场、长途汽车站等市政部分）	2018.12~2020.12	40,000	39,000	招商
宜宾市市民中心绿地景观	2018.12~2020.12	37,909	1,808	代建
宜宾市政务服务中心	2017.12~2019.12	38,123	1,767	代建
成贵铁路金沙江公铁两用桥北连接线一期及高庄桥立交工程	2017.03~2022.12	36,500	31,800	代建
合计	--	2,082,813	706,591	--

资料来源：公司提供

四川港荣作为宜宾临港经济开发区（以下简称“临港经开区”）重要的基础设施和保障房建设主体，主要从事临港经开区范围内的基础设施和保障房建设、成品油贸易、土地开发整理项目投资以及房地产等业务。宜宾市人民政府委托宜宾临港经济技术开发区管理委员会（以下简称“临港经开区管委会”）行使对公司的监管职责。

基础设施和保障房建设业务方面，运作模式包括委托代建模式、PPP 模式以及招商模式。截至 2019 年 6 月末，四川港荣主要在建项目包括宜宾国际会展中心二期项目、创业创新基地基础设施（二期）项目和龙栖湾地产开发项目等，上述项目计划总投资为 37.26 亿元，截至 2019 年 6 月末，已投资 8.42 亿元。此外，四川港荣拟建项目主要为东部产业园二期路网项目、高铁片区路网项目和瞿睡坝片区路网项目等，计划总投资合计 97.80 亿元。土地整理业务方面，四川港荣土地开发整理项目为对天原集团老厂区 3,930 亩土地进行开发整理，计划总投资为 81.44 亿元，截至目前已完成大部分土地整理任务。

总体来看，公司承担大部分宜宾市基础设施建设的投融资及建设职能，建设模式多元化，但续建项目和储备项目较多，未来公司仍存在一定的资本支出压力。

白酒业务

公司白酒业务主要由控股子公司五粮液股份经营。五粮液股份是由四川省宜宾五粮液酒厂独家发起，采取募集方式设立的股份有限公司，于 1998 年 4 月 27 日在深圳证券交易所挂牌上市。截至 2019 年 9 月末，公司直接持有五粮液股份的股权比例为 35.21%，通过全资子公司四川省宜宾五粮液集团有限公司（以下简称“五粮液集团”）持有五粮液股份的股权比例为 19.63%。

五粮液股份主要从事“五粮液”及其系列白酒的生产、包装和销售，目前已成为国内最大的白酒生产商之一，在全球市场也具有较大的影响力。五粮液股份按照“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则和“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”的发展思路，打造全国性的战略大单品和区域性的重点产品，形成“4+4”的系列酒品牌矩阵，即五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄 4 个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性的单品。截至 2019 年 9 月末，五粮液股份总资产 927.57 亿元，归属于上市公司股东的净资产 694.32 亿元；2018 年五粮液股份实现营业收入 400.30 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 133.84 亿元，收入及净利润较 2017 年分别增长 32.61% 和 38.36%。

五粮液股份所处地域的独有自然生态环境，使得其生产的产品与其他酒类形成了天然的差异性，

从而保证了五粮液酒类产品的稀缺性和市场竞争力。在品牌建设方面，五粮液是国内外知名的白酒品牌，位居世界品牌实验室发布的 2018 年“中国 500 最具价值品牌”第 20 位，“世界品牌 500 强”第 326 位，较 2017 年上升 12 位，排名增速居食品饮料行业入选企业第一位；位居 BrandZ 发布“2018 最具价值中国品牌 100 强”榜单第 46 位。

原材料方面，五粮液酒以高粱、大米、糯米、小麦和玉米五种粮食为原料，2018 年，前五名供应商合计采购金额为 15.88 亿元，占年度采购总额的 23.24%。由于粮食价格波动较大，五粮液股份通过与粮食供应商签订战略合作协议的方式力求规避粮食价格上涨和粮食短缺的风险。近年来，随着白酒酿造规模增长，五粮液股份主要粮食原材料采购额呈增长趋势。结算方面，五粮液股份生产原料的采购主要以货到付款的方式进行结算。

生产技术方面，五粮液股份利用纯粮固态发酵的传统酿造工艺，采用“包包曲”、“跑窖循环”、“固态续糟”、“双轮底发酵”等传统工艺稳定名酒品质，采用“分层起糟、分甑蒸馏、分段摘酒、分质并坛”等制作流程保证基酒品质。五粮液股份拥有数万口上至明初古窖（1368 年连续使用至今达 650 年）下至几十年不等的地穴式发酵窖池，拥有国内最大的单体酿酒生产车间，经过近几十年的发展，五粮液股份已形成了独有的“十里酒城”规模，具备年产二十万吨纯粮固态发酵白酒能力。2017 年以来，五粮液股份启动建设了 10 万吨酿酒生产技改项目一期工程及 30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目，未来将实现原酒储存三年后再包装投放市场。

产品销售方面，五粮液股份已在全国形成了近百家旗舰店和几百家专卖店，建立了强大的营销渠道网络。销售客户方面，2018 年，前五名销售客户合计销售金额为 43.76 亿元，占年度销售总额的 10.93%。随着销售渠道的逐步完善，销售收入逐年增长，2016~2018 年，五粮液股份营业收入分别为 245.44 亿元、301.87 亿元和 400.30 亿元；五粮液股份主要以销售高价位酒（每瓶销售含税价格在 120

元及以上的产品）为主，2016~2018 年高价位酒销售收入分别为 174.16 亿元、213.94 亿元和 301.89 亿元。五粮液股份的酒类销售逐年增长，为满足市场需求，五粮液股份的酒类生产亦逐年增长，2016~2018 年酒类生产量分别为 15.13 万吨、18.02 万吨和 19.20 万吨；同期，酒类销售量分别为 14.87 万吨、18.00 万吨和 19.16 万吨。

表 6：2016~2018 年五粮液股份酒类产销情况

项目名称	2016	2017	2018
生产量（吨）	151,310	180,239	191,968
销售量（吨）	148,707	180,007	191,596
库存量（吨）	12,366	12,598	12,970

资料来源：五粮液股份 2016~2018 年度报告

重大事项方面，2018 年 4 月 20 日，五粮液股份新增股份 85,641,285 股，募集资金总额为 18.53 亿元，非公开发行的发行对象为国泰君安资管计划、君享五粮液 1 号、泰康资管管理的保险资金及企业年金计划、华安基金、凯联艾瑞等不超过 10 名投资者，所有发行对象认购的股票限售期为 36 个月，预计上市流通时间为 2021 年 4 月 19 日。截至目前，公司已完成工商变更。

1998 年上市以来，五粮液股份保持了良好的经营业绩，尽管股本总数不断扩张，但每股盈利和每股净资产等指标保持较好，股价表现良好。截至 2019 年 9 月 30 日，公司直接和间接共计持有五粮液股份 21.28 亿股，按照当日 129.80 元/股的收盘价计算，持股市值达 2,762.14 亿元。2016~2018 年公司本部收到五粮液股份分红款分别为 12.30 亿元、17.77 亿元和 23.24 亿元；2016~2018 年，五粮液集团收到五粮液股份分红款 6.86 亿元、9.90 亿元和 12.95 亿元。

总体来看，深厚的品牌积淀和独特的技术优势使五粮液股份作为国内白酒行业龙头企业，多年来保持了市场畅销，销售收入不断增长。宜宾国资公司持有的五粮液股份股权可获得稳定的投资收益，其股权流通性好，变现能力很强。

化工及贸易业务

公司化工及贸易业务主要由下属上市公司天原集团负责运营，天原集团主要从事有机和无机化工产品的生产和销售，是我国最早的氯碱化工企业之一。天原集团规模不断扩大，目前为中国最大的电石法聚氯乙烯（PVC）制造企业之一，中国西部最大的氯碱化工企业，中国制造业企业 500 强之一。截至 2019 年 9 月末，公司持有宜宾天原股份 13,184.76 万股，持股比例为 16.88%，为第一大股东。

天原集团是西南地区最大的氯碱化工企业，已形成了上游煤田、电石等资源开发，中游 PVC、烧碱等化工原料生产，下游精细化工产品（包括 80% 水合肼、三聚磷酸钠和三氯乙烯等）生产销售在内的产业链体系，并利用 PVC 生产过程中产生的电石废渣和热电联产过程中产生的煤渣生产水泥。2016~2018 年，天原集团营业总收入分别为 125.02 亿元、152.86 亿元和 181.23 亿元，收入来源主要为商贸业务和化工业务，2018 年上述两项业务收入分别占天原集团营业总收入的 61.08% 和 36.02%。

化工业务方面，根据宜宾市城市规划要求，天原集团本部自 2012 年 4 月起启动搬迁，其 PVC、烧碱陆续停产；下属子公司宜宾海丰和锐有限公司（以下简称“海丰和锐”）的 50 万吨 PVC 和 48 万吨烧碱新建产能在 2012 年底全部投产，并承接了部分原老厂区的生产装置，使得 2013 年烧碱和水合肼等产品的生产能力得到提升，2014 年各产品产能恢复正常，PVC 和烧碱产能基本稳定，2016 年 11 月公司新增 1 万吨水合肼产能，新增聚苯乙烯产能 10 万吨。截至 2018 年末，天原集团所有 PVC、烧碱和水合肼生产职能都集中于海丰和锐，三种产品的年产能分别为 50 万吨、48 万吨和 3 万吨，聚苯乙烯的生产经营主体为福建天原化工有限公司，年产能 10 万吨。

2016~2018 年，天原集团分别实现 PVC 收入 18.63 亿元、20.04 亿元和 22.82 亿元。2018 年，天

原集团 PVC 产能有所扩张，产销量略有涨幅，公司 PVC 产量和销量分别为 40.03 万吨和 39.15 万吨，分别同比增加 6.59% 和 4.20%。自 2014 年以来，天原集团烧碱平均年产量和销量较为稳定，烧碱销售价格持续大幅上涨，带动销售收入大幅增长。由于产业链及物流优势，烧碱产品的单位盈利能力仍很强，为天原集团第一大利润来源。

表 7：2016~2018 年天原集团 PVC、烧碱产销情况（万吨）

项目名称		2016	2017	2018
PVC	产量	37.65	37.55	40.03
	销量	37.68	37.57	39.15
烧碱	产量	35.20	35.21	39.45
	销量	30.52	29.92	34.12

资料来源：公司提供

天原集团采取以直销为主、代理商和经销商为辅的销售模式。天原集团地处川南地区的交通枢纽，公路、铁路和水路交通运输发达，可通过相对低廉的运输费用扩大目标市场范围。目前，销售市场主要分布于西南、华东和华南地区，三者对 2018 年天原集团收入的贡献分别约为 19.67%、45.29% 和 28.95%。结算方面，天原集团主要采取“款到发货”的销售模式，同时给予部分长期合作的优质客户一定的赊销期限及授信额度，因此应收账款余额较少。

在传统氯碱行业受制于产能严重过剩而面临较大经营压力的背景下，天原集团凭借厂区搬迁的机遇，加快产业结构调整步伐，加大精细化工产品生产。2018 年，天原集团抢抓钛化工发展机遇，通过募投项目，投资建设了年产 5 万吨氯化法钛白粉；以参股公司广州锂宝为主体与四川发展下属的集安基金合作成立总额为 7 亿元的产业投资基金，定向投资于三元正极材料及前驱体项目，助推自身转型发展。未来两到三年内，天原集团还将重点继续推进年产 10 万吨氯化法钛白粉、年产 3 万吨 PVC-O 管材、年产 1,000 万平米高档环保型生态木板等项目。

商贸业务方面，天原集团商贸规模逐年扩大，商贸收入由 2015 年的 71.86 亿元增至 2018 年的 110.70 亿元，但毛利率一直维持低位，2018 年天原

集团商贸业务毛利率仅为 0.46%，经营压力较大。天原集团贸易品种较丰富，商贸业务的主要商品类型主要分为三大类：一是与自身主业相关的 PVC、煤炭、苯乙烯、电石等产品贸易；二是与拟进入钛白粉、新能源及动力电池材料产业相关的钛、镍、钴、铝、铜、锌等产品贸易；三是与电石尾气深加工相关的乙二醇、二甘醇等产品贸易。未来，天原集团将进一步巩固贸易上下游渠道，计划实现由传统商贸经营模式向现代大宗商贸经营模式的转变，不进行垫资，靠赚取差价获利，确保在风险可控的前提下提升商贸业务的盈利能力。

重大事项方面，2018 年 3 月，天原集团收到中国证监会出具的《关于核准天原集团集团股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2018]284 号），核准天原集团非公开发行不超过 134,355,960 股新股（含本数）（不超过本次发行前上市公司总股本 671,679,806 股的 20%），预计募集资金总额（含发行费用）不超过 134,400.00 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将投资于“年产 5 万吨氯化法钛白粉项目”、“年产 3 万吨 PVC-O 管项目”和“年产 1,000 万平方米高档环保型生态木板项目”。2018 年 8 月，根据天原集团发布的《宜宾天原集团股份有限公司非公开发行股票之发行情况报告暨上市公告书》，天原集团发行股票数量 109,177,211 股，募集资金总额 6.90 亿元。

此次定增所投资项目是天原集团转型发展的重要一步。根据定增预案，此次募投资金将用于投资建设的项目具有高技术含量、环保节能、竞争优势明显、高附加值、高毛利率的特点，均属国内市场竞争的蓝海领域。通过项目的实施，天原集团将进行产业转型升级和向产业链下游延伸，形成发展精细化工及化工新材料业务新格局，提升其整体抗风险能力及盈利能力。

纺织业务

公司纺织业务主要由下属子公司丝丽雅集团负责运营。丝丽雅集团成立于 1987 年 7 月 1 日，

截至 2019 年 3 月末，注册资本 5.41 亿元，公司持有丝丽雅集团 68.08% 的股份。丝丽雅集团是全球最大的粘胶长丝生产企业之一，生产粘纤、绣花线、棉浆粕等产品，主要用于制造醋酸纤维素、硝化纤维素和醚类纤维素，广泛用于食品、医药、日化、建材、造纸、电子、塑料、航天和军工等领域。

丝丽雅集团主要产品为各类纤维制品，截至 2019 年 3 月末，丝丽雅集团总资产为 171.57 亿元，净资产为 22.47 亿元；2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，丝丽雅集团营业总收入分别为 156.55 亿元、168.23 亿元、190.04 亿元和 52.51 亿元。

丝丽雅集团构建了盐坪坝纺织工业园区和长信创业园区，打造了集粘纤、绣花线、棉浆粕、制浆造纸、热电能源等为一体的产业集群。丝丽雅集团生产的粘纤、绣花线、棉浆粕等产品是以棉短绒为原料，经碱法蒸煮、漂洗精制而成的一种高纯度纤维素，广泛用于食品、医药、日化、建材、造纸、电子、塑料、航天和军工等领域。

粘胶制品是以棉浆粕（或木浆粕、竹浆粕）为原料，绣花线是以粘胶长丝为原料，经捻线等工序制成的产品。近年来，丝丽雅集团主要向宜宾天原集团股份有限公司、宜宾金世界化学有限公司、上海百金化工集团有限公司等公司采购纺织产业所需的化工原料，主要供应商较为稳定。

近年来国内国际棉花价格波动较为剧烈，棉花价格的走势受政策调控及供需情况影响，将在很大程度上决定纺织企业的利润水平，对其成本转嫁能力提出了严峻的考验。近年来，受我国宏观经济环境、政策调整等多方面的影响，中国棉花现货价格震荡上行，波动幅度加大。近年来，虽然丝丽雅集团对产品进行了结构性调整，但是粘胶长丝和绣花线价格依然处于波动状态，2018 年，丝丽雅集团生产的主要产品粘胶长丝和绣花线价格分别为 31,338 元/吨和 37,182 元/吨，较 2017 年均有所下降。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~6 月丝丽雅集团经营情况

项目	2016	2017	2018	2019.1-6
营业总收入 (亿元)	156.55	168.23	190.04	98.00
其中：粘胶长丝 (亿元)	19.50	20.43	21.78	7.80
绣花线 (亿元)	10.81	11.03	14.72	5.80
产量 (吨)				
其中：粘胶长丝 (吨)	40,553	40,632	43,555	22,270
绣花线 (吨)	17,331	17,113	17,249	7,555
销量 (吨)				
其中：粘胶长丝 (吨)	40,373	39,504	44,243	22,240
绣花线 (吨)	17,823	18,019	16,330	8,115
价格 (元/吨)				
其中：粘胶长丝 (元/吨)	34,859	37,078	31,338	31,917
绣花线 (元/吨)	41,402	41,777	37,182	38,196

资料来源：公司提供

下游客户方面，丝丽雅集团的主要客户为国内外的纺织企业，客户较为分散，其中，宜宾惠美线业有限公司为丝丽雅集团近三年的主要客户。此外，丝丽雅集团进出口总额较大，主要得益于丝丽雅集团在行业内带头实施价格强势上涨战略，“丝转线”战略的持续稳步推进，进军高端市场战略，差异化产品战略等。

总体来看，丝丽雅集团作为全球知名的粘胶长丝生产企业之一，品牌效益良好，经营稳健，营业收入稳步提升。

纸张销售业务

公司纸张销售板块主要由下属子公司宜宾纸业经营。宜宾纸业前身四川省宜宾造纸厂始建于 1944 年，是第一张国产机制新闻纸诞生地。1988 年 5 月，四川省宜宾造纸厂经宜宾地区行署批准进行股份制试点，独家发起设立“宜宾纸业股份有限公司”。1997 年，宜宾纸业在上海证券交易所上市。截至 2019 年 9 月末，公司通过全资子公司五粮液集团持有宜宾纸业 44.87% 的股权。宜宾纸业是国内大型食品包装原纸生产企业之一，属于证监会行业分类中的造纸及纸制品业。宜宾纸业主要产品为食品包装原纸，目前已形成年产能 25 万吨食品包装原纸的生产能力。

宜宾纸业由于整体搬迁的缘故，2016 年 7 月才转入正常运转，2017 年为完整运营的第一个会计年

度，2016~2018 年，宜宾纸业实现营业总收入分别为 4.45 亿元、11.58 亿元和 12.93 亿元，全部为食品纸销售收入。2016~2018 年，宜宾纸业食品纸产量分别为 92,304 吨、226,229 吨和 224,626 吨；同期销量分别为 72,275 吨、221,332 吨和 219,289 吨；近年来销售价格稳步提升。

表 9：2016~2018 年食品纸产销情况

项目	2016	2017	2018
产量 (吨)	92,304	226,229	224,626
销量 (吨)	72,275	221,332	219,289
价格 (元/吨)	4,405	5,223	5,896

资料来源：公司提供

2018 年，宜宾纸业销售区域主要为西南地区，其次为华东地区，销售区域覆盖全国。宜宾纸业下游客户主要为食品包装企业，客户较为分散。

总体来看，未来随着宜宾纸业新生产线的建成投产，宜宾纸业产能将进一步提升，营业收入有望随之上升。

新兴产业投资业务

公司新兴产业投资业务主要由子公司宜宾新兴产业投负责运营，主要职能为对全市轨道交通、新能源汽车、智能制造、通用航空、新材料、节能环保、医药器械、页岩气等新兴产业项目进行股权投资，并通过资本投资及资本孵化方式，引导和带动新兴产业发展。

目前宜宾新兴产投主要与其他公司合作成立宜宾市新兴产业发展投资基金管理公司，并发起设立总规模 60.00 亿元的宜宾市汽车产业投资基金，定向用于宜宾市汽车产业的投资。2017 年末，宜宾新兴产投作为宜宾市汽车产业发展投资基金（有限合伙）单一有限合伙人向合伙企业出资 246,954.00 万元，用于控股子公司宜宾市汽车产业发展投资有限责任公司收购奇瑞汽车持有的芜湖凯翼汽车有限公司（现已更名为宜宾凯翼汽车有限公司）50.5% 股权。截至目前，宜宾凯翼汽车已具备传统汽车整车生产资质和新能源汽车整车生产资质。依托于新能源汽车行业的快速发展和宜宾市政府的大力支持，宜宾凯翼汽车未来规模将逐步扩大，但汽车行业前期投资大、市场竞争性强、该汽车品牌知名度不高等因素可能对宜宾凯翼汽车产生不利的影

响。同时，宜宾新兴产投主要还投资两只基金，一只基金是宜宾市智能终端产业基金（有限合伙），主要通过委托贷款方式向临港区下属国有企业提供资金用于支持智能终端产业发展；另一只基金是宜宾市高端成长型产业投资引导基金合伙企业（有限合伙），主要投资于战略性新兴产业和高端成长型产业的区域性优势产业，以及宜宾市委、市政府确定的其他领域。此外，宜宾新兴产投还参与对天原三元正极材料前驱体项目、天原三元正极材料项目以及同济汽车研究院的投资。

整体来看，公司的新兴产业投资业务尚处在投资初期阶段，未来收益具有一定的不确定性，但是新兴产业投资业务作为公司核心打造的业务板块之一，得到了市委、市政府的重点支持，业务地位重要，未来发展情况值得关注。

管 理

产权结构

截至 2019 年 9 月末，公司股东及实际控制人均为宜宾市国资委，注册资本和实收资本均为 13.90 亿元。

法人治理结构

公司根据《公司法》制定《公司章程》，不断完善公司法人治理结构，制定了系统的内部控制制度。公司设立了董事会和监事会。公司下设融资部、投资部、总经理助理、综合办公室、人力资源部、国资部、财务部、金融资本部、审计部和法务部，共计 10 个部门。

公司董事会对宜宾市国资委负责，在授权范围内行使职权，决定公司的重大事项。董事会由 5~7 人组成，其中职工董事 1 人，由职工代表大会选举产生；其他成员由宜宾市国资委委派。董事会设董事长 1 人，由宜宾市国资委在董事会成员中指定，可设副董事长 1 人。董事会每届任期三年，任期届满可连任。公司实行外派监事会，成员 5 名，其中 3 名监事（含监事会主席）由市政府国有企业监事会派驻，职工监事 2 名，职工监事由职工代表大会或职工大会选举产生。公司设总经理 1 名，副总经理 2 名，其他高级管理人员可根据工作需要设置。

管理水平

公司已根据《公司法》、《证券法》等有关法律法规的规定建立了一套较为完整的涵盖综合管理、财务管理、投资管理等内部控制制度。

综合管理方面，公司制定了《宜宾市国有资产经营有限公司董事会议事规则》（以下简称“董事会议事规则”），《宜宾市国有资产经营有限公司监事会议事规则》（以下简称“监事会议事规则”），《宜宾市国有资产经营有限公司劳动管理制度》（以下简称“劳动管理制度”），《宜宾市国有资产经营有限公司重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作制度等》（以下简称“三重一大制度”）。董事会议事规则明确了董事会议事范围，董事会定期会议和临时会议安排，董事会召集、出席、列席、表决、决议等事项；监事会议事规则明确了监事会职权，监事会召集、出席、列席、表决、决议等事项。劳动管理制度明确了公司的考勤制度、休假制度、请假制度、请休假程序、加班制度及奖惩办法

等事项。《劳动管理制度》强化公司内部管理，确保员工合法权益，加强公司管理工作规范化、制度化运行。三重一大制度明确了制度适用范围、重要人事任免事项、重大项目安排事项、大额度资金运作事项、“三重一大”事项决策的基本程序、大额资金使用审批。三重一大制度的贯彻落实，有利于公司领导人员正确履职、规范用权，提升企业治理水平，促进企业持续健康发展。

财务管理方面，公司制定了《宜宾市国有资产经营有限公司财务管理控制制度》（以下简称“《财务管理控制制度》”）。《财务管理控制制度》明确了公司的财务预算管理、货币资金管理、库存物资管理、固定资产管理、资金审批管理等。《财务管理办法》为公司及所属公司的财务管理工作开展提供了指导，同时也发挥了对财务工作规范开展的监督作用。

投资管理方面，公司制定了《宜宾市国有资产经营有限公司投资管理制度》（以下简称“《投资管理制度》”）。《投资管理制度》规范了公司的投资业务，确保投资安全及获得投资收益，实现投资决策科学化、民主化、规范化、制度化。《投资管理制度》明确了公司的投资项目初选与调查分析，投资审核、审批与备案，项目管理与风险控制，投资的退出等事项。

总体来看，公司产权关系清晰，法人治理结构健全；随着公司各项管理制度的不断完善，公司管理水平将得到一定提升。但公司下属参控股子公司众多，公司的管理能力仍面临一定挑战。

战略规划

为全面贯彻落实中央、省、市深化国资国企改革工作部署，主动顺应国家政策环境形势，推动公司重塑战略布局，助推宜宾市加快建成全省经济副中心，根据市委、市政府工作安排，公司于2018年初启动了改革发展战略规划编制工作。

公司围绕“防风险、优布局、提速度、强能力”四大发展主题，推动经营管理向市场化转变，主体

业务由融资担保向投融结合转变，母子管控由股权管理向资本管理转变。公司计划到2021年总资产超过3,000亿元、营业收入超过1,200亿元、利润总额超过200亿元、资产负债率不高于56%、融资担保能力达800亿元以上、拥有上市公司数量达4家以上、资产证券化率达45%以上，发展成为全国领先的国有资本投资运营集团。为实现战略规划目标，公司主要举措有：一是打通资本运行通道，强化资本运营能力；二是加快国有资产证券化；三是强化资本运营能力；四是拓宽增量业务来源；五是进一步理顺母子管控关系；六是健全法人治理结构；七是创新人才管理机制；八是优化组织管理体系；九是加强对标体系管理等。

总体来看，公司制定了符合自身发展及政策方向的战略规划；公司还制定了具体举措，为战略目标的实现提供了良好保障。

财务分析

以下分析基于公司提供的经四川华信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年三年连审审计报告、2018年审计报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表，2016~2018年财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着经营规模和合并范围的扩大，公司资产总额逐年增长，2016~2019年9月末分别为1,693.69亿元、2,023.22亿元、2,416.93亿元和2,640.78亿元。

从资产结构上看，流动资产为总资产的重要构成，2016~2019年9月末，公司流动资产分别为1,095.00亿元、1,260.40亿元、1,525.52亿元和1,607.71亿元。公司流动资产主要由货币资金、存货、应收票据和其他应收款构成。公司旗下众多从事制造业的子公司，其产品销售区域覆盖全国，充足的货币资金是公司拓展销售领域、稳定生产的必备条

件，截至2019年9月末，公司拥有货币资金784.98亿元。公司存货主要构成为在产品、库存商品、开发成本和原材料等，2016~2019年9月末，公司存货分别为163.56亿元、186.68亿元、236.80亿元和245.07亿元。2018年末，公司在产品较2017年末同比增长10.01%至100.55亿元，主要系五粮液股份的库存基酒，库存基酒是白酒生产企业的核心资产，基酒存放时间越长，品质越好，价值越高，生产产品的档次也越高，随着公司库存基酒的逐年增加，存货呈逐年上升趋势；同期末，公司存货中开发成本较上年末同比增长106.70%至57.07亿元，主要系基础设施建设业务持续投入所致。应收票据方面，为扩大销售，抢占市场，公司逐渐放宽经销商票据结算政策，应收票据逐年增加，2016~2019年9月末，公司应收票据分别为134.22亿元、148.67亿元、189.75亿元和148.04亿元。公司其他应收款主要为棚户区拆迁补偿款、垫付工程款以及往来款等，2016~2019年9月末，分别为112.92亿元、113.62亿元、157.93亿元和219.81亿元。

非流动资产方面，2016~2019年9月末，公司非流动资产分别为598.69亿元、762.82亿元、891.42亿元和1,033.07亿元。非流动资产主要由固定资产、在建工程及其他非流动资产构成。近年来公司固定资产规模稳步增加，2016~2019年9月末分别为263.39亿元、286.77亿元、288.84亿元和291.99亿元，主要系房屋建筑物及设备。同期末，公司在建工程分别为207.90亿元、205.98亿元、270.67亿元和322.97亿元，主要系子公司宜宾城交建市政建筑项目等。2016~2019年9月末，公司其他非流动资产分别为27.85亿元、99.00亿元、100.65亿元和103.54亿元，主要系代建及政府性债务项目以及搬迁损失、委托贷款及入驻企业扶持资金等。

从负债情况来看，近年来公司负债规模呈逐年增长趋势，2016~2019年9月末，公司负债总额分别为771.22亿元、943.03亿元、1,121.11亿元和1,178.50亿元。

负债结构方面，流动负债为总负债的重要构成，

2016~2019年9月末，公司流动负债为509.08亿元、592.04亿元、670.48亿元和628.81亿元，分别占总负债的66.01%、62.78%、59.80%和53.36%。公司流动负债主要由应付账款、短期借款、预付款项和其他应付款构成。2016~2019年9月末，公司短期借款分别为108.16亿元、114.23亿元、135.03亿元和119.59亿元，主要由保证借款、信用借款和抵押借款构成。同期末，公司应付账款分别为91.26亿元、115.96亿元、122.47亿元和108.37亿元，逐年增加，主要系随着业务规模增长，应付供应商款项及未结算工程款金额随之增加。2016~2019年9月末，公司其他应付款分别为53.30亿元、76.17亿元、91.42亿元和83.24亿元，主要系应付往来款。同期末，公司预收账款分别为107.63亿元、99.42亿元、104.97亿元和102.87亿元，主要系预收酒款和工程款。

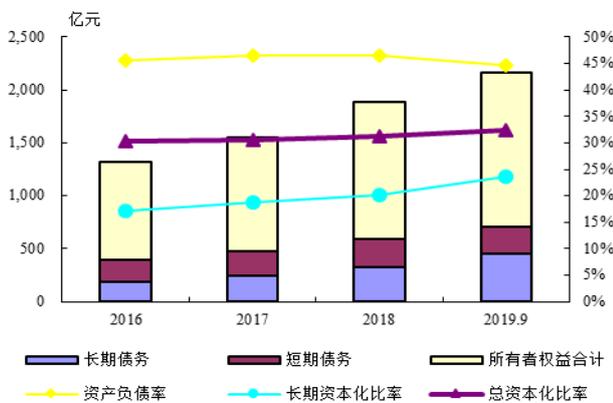
2016~2019年9月末，公司非流动负债分别为262.14亿元、350.99亿元、450.64亿元和549.70亿元，公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和专项应付款构成。2016~2019年9月末，公司长期借款分别为115.09亿元、204.71亿元、282.04亿元和352.00亿元，公司发展较快，业务规模和业务类型不断增加，仅靠自有资金无法满足发展需要，因此2017年以来公司长期借款规模大幅增加。截至2018年末，公司长期借款主要为信用借款126.97亿元、保证借款84.99亿元、抵押借款22.69亿元和质押借款47.40亿元。2016~2019年9月末，公司长期应付款分别为28.44亿元、48.47亿元、145.06亿元和140.44亿元，主要系应付宜宾冶建工程建设有限公司、宜宾西戎建筑工程有限公司、四川铁投城乡投资集团有限公司的BOT项目款和融资租赁款以及拆迁补偿款和项目专项款等。

所有者权益方面，得益于未分配利润的不断积累，公司所有者权益近年来不断增加，2016~2019年9月末，公司所有者权益合计分别为922.47亿元、1,080.19亿元、1,295.82亿元和1,462.28亿元，主要由资本公积和未分配利润构成。截至2019年9月末，公司实收资本为13.90亿元。2016~2019年9月末，公司

资本公积分别为299.87亿元、371.11亿元、444.79亿元和478.22亿元。同期末，公司未分配利润分别为326.45亿元、364.68亿元、421.34亿元和493.87亿元。

随着公司资产和负债规模的同步增长，2016~2019年9月末，公司资产负债率分别为45.54%、46.61%、46.39%和44.63%，保持平稳；同期末，总资本化比率分别为30.29%、30.48%、31.16%和32.45%，受益于资本实力的不断增强，公司总资本化比率处于相对较低水平。

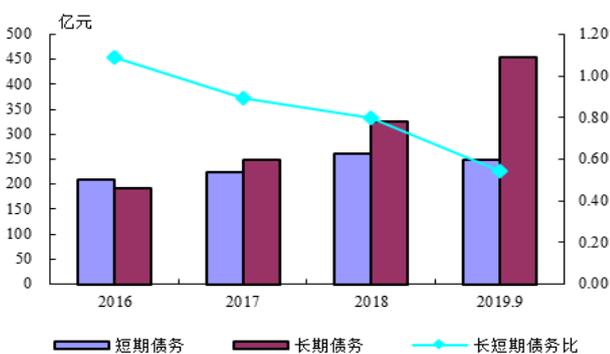
图7：2016~2019年9月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

有息债务方面，随着业务规模的扩大，流动资金需求增加，公司债务规模整体呈增长态势，2016~2019年9月末公司总债务分别为400.86亿元、473.67亿元、586.41亿元和702.31亿元，债务结构方面，公司主动调整长短期债务规模，长期债务不断增加，截至2019年9月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至0.55倍。整体来看，近年来公司长短期债务比有所下降，债务结构有所优化。

图8：2016~2019年9月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从母公司层面来看，2016~2019年9月末母公司总资产分别为365.82亿元、391.69亿元、434.46亿元和439.32亿元，作为大型综合性投资集团，母公司最主要的资产是长期股权投资和其他应收款。2016~2019年9月末，母公司长期股权投资分别为244.94亿元、273.34亿元、305.13亿元和320.57亿元，主要为对子公司的投资。同期末，母公司其他应收款分别为96.76亿元、95.37亿元、106.62亿元和93.17亿元，主要系应收子公司的委托贷款。

2016~2019年9月末，母公司总负债分别为101.69亿元、138.24亿元、162.41亿元和143.08亿元。母公司资产负债率分别为27.80%、35.29%、37.38%和32.57%。截至2019年9月末，母公司所有者权益合计为296.24亿元

有息债务方面，2016~2019年9月末，母公司总债务分别为94.47亿元、130.35亿元、155.57亿元和134.59亿元。同期末，总资本化比率分别为26.34%、33.96%、36.38%和31.24%，维持在较低水平。随着母公司长期债务逐年增加，截至2019年9月末，长短期债务比降至0.06倍，债务结构较为合理。

总体来看，随着业务规模的扩大、利润的不断累积以及合并范围的增加，公司资产总额和所有者权益增速较快，资本结构较为稳健；此外，债务规模亦整体有所增加，但近年来随着长期债务占比提升，债务结构呈优化趋势。

盈利能力

近年来，公司营业总收入逐年增长，2016~2018年分别为667.08亿元、772.14亿元和958.71亿元，其中白酒销售业务为公司收入的重要来源，随着五粮液产销规模的扩大以及价格的上浮，公司白酒销售业务收入持续增长，2016~2018年分别为234.02亿元、319.76亿元和410.37亿元。近年来，公司贸易板块及化工产品销售收入规模也呈稳步增长，2016~2018年，贸易板块收入分别为79.45亿元、94.40亿元和110.78亿元。同期化工产品销售收入分别为42.57亿

元、52.75亿元和65.27亿元。2016~2018年，公司纤维销售收入分别为103.69亿元、92.56亿元和95.28亿元，随市场行情呈现小幅波动趋势。2016~2018年，公司塑料制品销售收入分别为10.04亿元、18.14亿元和18.52亿元，纸张销售收入分别为5.14亿元、12.86亿元和12.92亿元，随着宜宾纸业产能的扩大，市场行情向好，塑料制品和纸张销售收入稳步提升。其他业务收入主要系机械加工、房地产销售等业务收入，2016~2018年该板块收入分别为192.16亿元、181.68亿元和245.58亿元。2019年前三季度，受益于白酒行业景气度维持高位，白酒产品销售良好，当期公司实现营业总收入764.26亿元。

毛利率方面，2016~2018年，公司营业毛利率分别为32.15%、34.60%和37.52%，整体呈上涨趋势。近年来，受白酒行业景气度持续提高以及五粮液白酒保持极高知名度影响，白酒板块毛利率整体较为稳定，2016~2018年分别为71.18%、69.16%和73.60%，有力地提升了公司整体的盈利水平。公司贸易、纤维等销售板块，整体毛利率偏低，其中纤维销售板块毛利率于2018年有一定程度的下滑。化工产品、塑料制品以及其他业务板块毛利率较为稳定。纸张销售板块毛利率呈逐年上涨的趋势。2019年前三季度，公司营业毛利率为42.22%。

表10：2016~2018年公司分板块收入和毛利率情况（亿元）

业务板块	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
白酒销售	234.02	71.18%	319.76	69.16%	410.37	73.60%
贸易	79.45	0.31%	94.40	0.41%	110.78	0.46%
纤维	103.69	4.51%	92.56	4.97%	95.28	0.37%
化工产品销售	42.57	19.91%	52.75	17.12%	65.27	20.02%
塑料制品	10.04	7.66%	18.14	7.62%	18.52	8.67%
纸张销售	5.14	3.08%	12.86	8.59%	12.92	16.14%
其他	192.16	17.49%	181.68	16.24%	245.58	16.32%
合计/综合	667.08	32.15%	772.14	34.60%	958.71	37.52%

注：收入构成与业务板块分类不一致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。销售费用方面，白酒行业景气度持续提升，公司加大市场投入，增加宣传力度，2016~2018年销售费用分别为57.96亿元、50.36亿元和56.15亿元。管理费用方面，随着经营规模扩大，近年来公司管理费用逐年提升，2016~2018年分别为31.73亿元、35.14亿元和37.95亿元。近年来公司财务费用规模较小，主要系公司实现了部分利息收入，2016~2018年财务费用分别为4.59亿元、2.65亿元和5.19亿元。在上述因素的共同作用下，2016~2018年，公司三费合计分别为94.28亿元、88.15亿元和99.29亿元，三费收入占比分别为14.13%、11.42%和10.36%，整体处于较低水平。2019年前三季度，公司三费收入合计88.20亿元，占比为11.54%。

表11：2016~2019年9月公司期间费用分析（亿元）

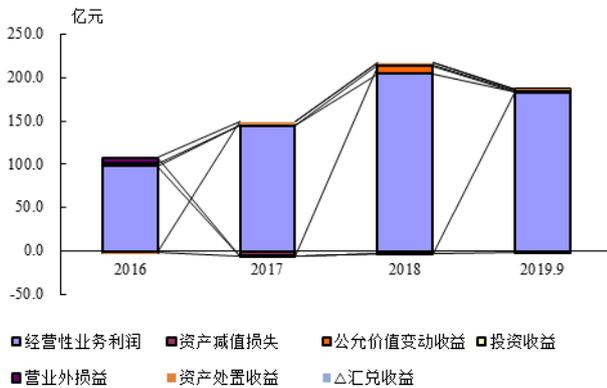
项目	2016	2017	2018	2019.1-9
销售费用	57.96	50.36	56.15	53.74
管理费用	31.73	35.14	37.95	28.17
财务费用	4.59	2.65	5.19	6.30
三费合计	94.28	88.15	99.29	88.20
营业总收入	667.08	772.14	958.71	764.26
三费收入占比	14.13%	11.42%	10.36%	11.54%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司白酒销售业务始终保持较强的盈利能力，其他业务板块则呈稳健发展趋势。经营性业务利润为利润总额的主要构成部分。2016~2019年9月，公司利润总额分别为105.78亿元、143.02亿元、208.89亿元和182.00亿元，同期经营性业务利润分别为97.76亿元、144.28亿元、204.45亿元和182.98亿元。2016~2018年，公司分别收到政府补助及税收返还5.73亿元、3.73亿元和7.92亿元，政府补助及税

收返还对公司利润总额形成有益补充。此外，2018年公司处置非流动资产实现1.57亿元的资产处置收益。

图9：2016~2019年9月公司利润总额构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从母公司层面来看，2016~2019年9月，母公司营业总收入分别为0.26亿元、0.45亿元、0.82亿元和2.29亿元。公司总部以获取对子公司的投资收益为主，仅保留小部分担保业务，获取担保劳务收入，且经营性业务利润持续为负。截至2019年9月末，母公司资产中接近70.97%为长期股权投资，主要系对子公司的投资，资产质量较为优良。2016~2019年9月，母公司分别获得投资收益15.24亿元、23.30亿元、28.06亿元和29.84亿元。同期，母公司利润总额分别为11.86亿元、19.28亿元、26.36亿元和28.52亿元。

总体来看，公司营业总收入逐年持续上升，营业毛利率较为稳定，且三费收入占比始终保持低位，公司整体盈利能力较强。母公司利润来源主要为投资收益且近三年逐年上升。

现金流

经营活动方面，2016~2018年，公司经营活动净现金流分别为152.09亿元、134.84亿元和39.55亿元，公司经营活动持续净流入，主要系随着公司营收规模的不断增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增加所致。2016~2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为630.72亿元、675.34亿元和855.55亿元，同期，公司收现比分别0.95倍、0.87

倍和0.89倍，收现情况较好。2016~2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为196.84亿元、195.46亿元和238.85亿元，主要系收到的补贴款、利息收入及往来款。2016~2018年，公司经营活动现金流出主要系购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的各项费用及往来款。其中2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金上升较多，使得经营活动现金流出大幅增加至1,058.44亿元。2019年1~9月，公司经营活动净现金流为174.12亿元，收现比为0.97倍。

投资活动方面，2016~2018年，公司投资活动净现金流分别为-55.71亿元、-81.36亿元和-41.16亿元，受公司购买理财产品、支付项目投资款及搬迁支出影响，投资活动净现金流呈大规模净流出状态。2019年1~9月，公司投资活动净现金流为-157.55亿元，缺口有所扩大。

筹资活动方面，2016~2018年，公司筹资活动净现金流分别为35.22亿元、34.78亿元和100.03亿元，筹资活动呈净流入状态。公司筹资活动现金流入主要系借款收到的现金以及收到的项目建设资金、融资租赁款以及未到期内部票据贴现收到的现金净额等。公司筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金以及支付的承兑汇票保证金和融资费用等。2019年1~9月，公司筹资活动净现金流由正转负，为-7.80亿元，主要系公司偿还债务的现金流出较多所致。

表12：2016~2019年9月公司现金流情况（亿元）

项目	2016	2017	2018	2019.1~9
经营活动现金流入	831.36	874.22	1,097.99	925.86
经营活动现金流出	679.28	739.38	1,058.44	751.74
经营活动净现金流	152.09	134.84	39.55	174.12
投资活动现金流入	73.87	86.72	125.97	59.69
投资活动现金流出	129.57	168.08	167.13	217.25
投资活动净现金流	-55.71	-81.36	-41.16	-157.55
筹资活动现金流入	232.17	320.31	426.46	345.25
其中：吸收投资	6.03	9.02	47.78	26.59
借款	166.79	260.77	292.09	255.11
筹资活动现金流出	196.95	285.53	326.43	353.05
其中：偿还债务	121.16	183.48	186.83	244.98
筹资活动净现金流	35.22	34.78	100.03	-7.80
现金净增加额	131.08	88.48	97.80	9.10

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司经营获现水平良好，投资活动净现金流受发放委托贷款等因素影响有所波动，未来公司承担的项目建设及产业投资任务仍较重，投资规模短期内不会明显下降，公司筹资活动呈现净流入以满足投资资金需求的现状短期内也不会改变。

偿债能力

2016~2019年9月末，公司总债务分别为400.86亿元、473.67亿元、586.41亿元和702.31亿元，公司债务规模呈上升趋势，主要系随着公司业务拓展，资金需求迅速增加所致。

从偿债能力指标看，2016~2018年，公司EBITDA分别为155.26亿元、207.32亿元和259.60亿元，逐年增加，主要系公司盈利能力增强所致。虽然总债务也逐年上升，EBITDA对总债务和利息的保障能力仍保持在较好水平，2016~2018年，公司总债务/EBITDA分别为2.58倍、2.28倍和2.26倍。同期，EBITDA利息保障系数分别为9.00倍、10.55倍和10.28倍。综合来看，EBITDA对债务本息的保障能力较强。2016~2018年，公司经营活动净现金流/总债务分别为0.38倍、0.28倍和0.07倍；同期经营活动净现金流利息保障系数分别为8.82倍、6.86倍和1.57倍，2016年和2017年，经营活动净现金流对总债务和利息的覆盖能力保持在较好水平，2018年随经营活动现金流大幅下滑，其对债务本息的覆盖能力也明显减弱。

母公司方面，母公司主营业务收入规模较低，盈利主要依赖子公司分红等投资收益，以五粮液股份为主的子公司盈利、获现能力均较强，对债务本息的保障能力较强。母公司经营活动净现金流呈波动趋势，但整体流入规模较低，对债务本息覆盖能力偏弱。

表13：2016~2019年9月末偿债能力指标分析

项目	2016	2017	2018	2019.9
货币资金（亿元）	583.91	682.73	776.82	784.98
总债务（亿元）	400.86	473.67	586.41	702.31
资产负债率（%）	45.54	46.61	46.39	44.63

EBITDA（亿元）	155.26	207.32	259.60	--
经营活动净现金流（亿元）	152.09	134.84	39.55	174.12
总债务/EBITDA（X）	2.58	2.28	2.26	--
EBITDA利息倍数（X）	9.00	10.55	10.28	--
经营活动净现金流/总债务（X）	0.38	0.28	0.07	--
经营活动净现金流利息保障系数（X）	8.82	6.86	1.57	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务到期分布来看，母公司于2019年10~12月、2020年、2021年和2022年及以后，到期债务金额分别为7.19亿元、46.17亿元、9.29亿元和71.19亿元，母公司在2020年存在一定的偿债压力，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排情况。

表14：截至2019年9月末母公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2019.10~12	2020	2021	2022及以后
到期金额	7.19	46.17	9.29	71.19

资料来源：公司提供

公司与银行的合作关系良好。截至2019年9月末，公司拥有国有商业银行、股份制商业银行等金融机构授信总额960.15亿元，已使用授信余额409.68亿元，尚未使用授信余额为550.47亿元，授信额度充足，为公司债务偿付提供了有力支持。

受限资产方面，截至2019年9月末，公司受限资产账面价值合计222.39亿元，占总资产的比重为8.42%，受限资产主要包括固定资产51.75亿元、货币资金39.49亿元以及部分子公司股权32.41亿元等。

或有事项方面，截至2019年9月末，公司合并口径对外担保余额为86.47亿元，占公司净资产的5.91%，主要担保对象为宜宾市内的国有企业、事业单位和医院等。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2019年11月27日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，也未出现已发行债券逾期未偿付本息的情形。

评级展望

近年来，公司作为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，持有优质上市公司股权，在收入及投资收益等方面表现良好，盈利能力极强；公司经营活动获现能力极强；财务杠杆处于较低水平，未来融资空间较大，偿债能力极强。中诚信国际也关注到公司未来面临一定的资本支出压力和母公司面临一定的短期偿债压力等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

评级结论

中诚信国际评定宜宾市国有资产经营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第一期宜宾市国有资产经营有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年第一期宜宾市国有资产经营有限公司 公司债券的跟踪评级安排

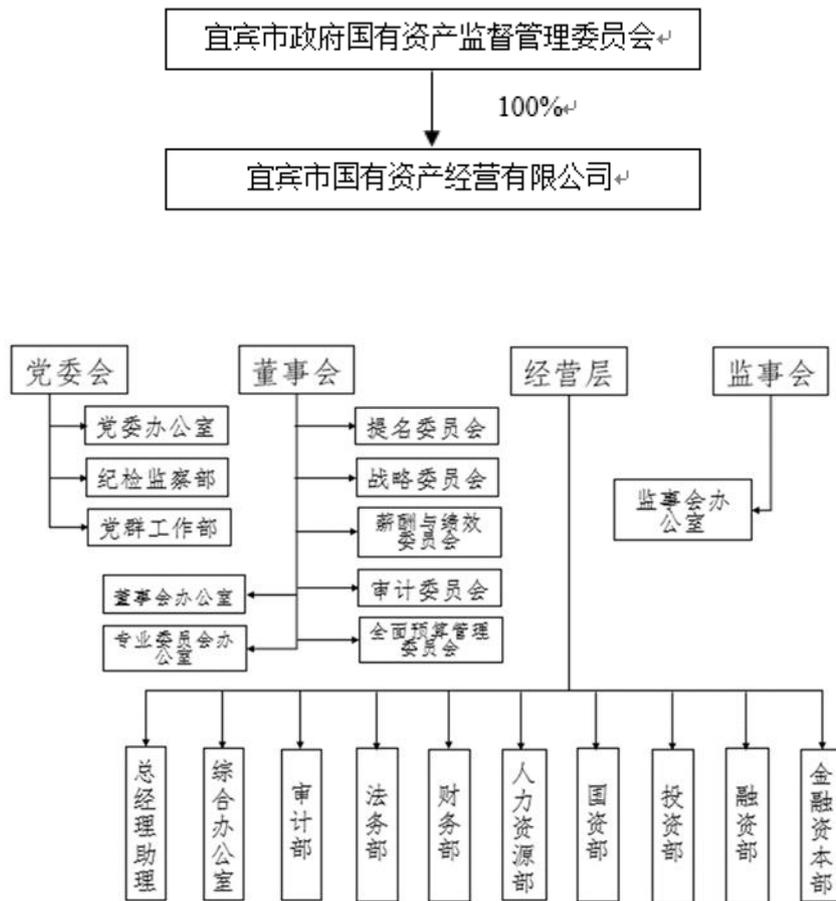
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 03 月 17 日

附一：宜宾市国有资产经营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：宜宾市国有资产经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	5,839,138.31	6,827,251.31	7,768,160.41	7,849,769.41
应收账款	332,551.24	419,232.01	490,636.45	551,772.57
其他应收款	1,129,164.71	1,136,220.99	1,579,330.99	2,198,083.02
存货	1,635,620.95	1,866,785.79	2,368,036.32	2,450,709.06
长期投资	466,490.60	652,255.70	976,109.49	1,591,231.22
在建工程	2,078,961.33	2,059,827.49	2,706,724.61	3,229,700.28
无形资产	321,956.35	443,221.89	469,853.68	535,868.63
总资产	16,936,926.07	20,232,223.34	24,169,317.29	26,407,818.38
其他应付款	533,007.60	761,712.47	914,163.11	832,404.46
短期债务	2,092,104.89	2,239,636.12	2,605,813.19	2,479,959.17
长期债务	1,916,457.76	2,497,049.51	3,258,326.10	4,543,116.23
总债务	4,008,562.64	4,736,685.62	5,864,139.30	7,023,075.40
总负债	7,712,230.80	9,430,307.45	11,211,106.64	11,785,045.27
费用化利息支出	127,226.14	151,877.12	231,479.30	253,328.35
资本化利息支出	45,278.89	44,690.33	21,137.14	48,784.41
实收资本	139,000.00	139,000.00	139,000.00	139,000.00
少数股东权益	2,737,255.36	3,219,505.45	4,072,353.66	4,677,115.82
所有者权益合计	9,224,695.26	10,801,915.89	12,958,210.65	14,622,773.11
营业总收入	6,670,791.89	7,721,408.18	9,587,114.17	7,642,636.85
经营性业务利润	977,570.20	1,442,778.62	2,044,460.49	1,829,803.32
投资收益	34,951.69	10,166.41	17,408.30	11,781.71
净利润	783,736.09	1,044,657.87	1,565,867.08	1,330,253.49
EBIT	1,185,022.26	1,582,079.38	2,320,401.79	2,073,283.54
EBITDA	1,552,630.69	2,073,213.84	2,596,000.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金	6,307,197.64	6,753,358.55	8,555,481.85	7,400,648.40
收到其他与经营活动有关的现金	1,968,386.84	1,954,574.07	2,388,487.06	1,812,878.28
购买商品、接受劳务支付的现金	3,833,929.23	3,817,482.76	5,813,505.05	3,417,050.16
支付其他与经营活动有关的现金	1,522,154.09	1,804,475.84	2,326,478.46	1,897,139.11
吸收投资收到的现金	60,278.21	90,223.89	477,777.14	265,940.19
资本支出	505,080.23	487,353.54	707,162.90	649,461.23
经营活动产生现金净流量	1,520,879.92	1,348,409.46	395,510.62	1,741,206.72
投资活动产生现金净流量	-557,086.22	-813,599.46	-411,562.21	-1,575,540.08
筹资活动产生现金净流量	352,232.35	347,763.02	1,000,319.87	-77,987.43
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	32.15	34.60	37.52	42.22
期间费用率(%)	14.13	11.42	10.36	11.54
应收类款项/总资产(%)	8.66	7.77	8.98	10.84
收现比(%)	0.95	0.87	0.89	0.97
总资产收益率(%)	7.58	8.51	10.45	--
资产负债率(%)	45.54	46.61	46.39	44.63
总资本化比率(%)	30.29	30.48	31.16	32.45
短期债务/总债务(%)	52.19	47.28	44.44	35.31
FFO/总债务(X)	0.31	0.35	0.33	--
FFO 利息倍数(X)	7.20	8.53	7.76	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	8.82	6.86	1.57	5.76
总债务/EBITDA(X)	2.58	2.28	2.26	--
EBITDA/短期债务(X)	0.74	0.93	1.00	--
货币资金/短期债务(X)	2.79	3.05	2.98	3.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	9.00	10.55	10.28	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2019年三季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际将其他应付款、其他流动负债科目中的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

附三：宜宾市国有资产经营有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	97,532.88	115,289.51	102,930.37	134,167.02
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	967,615.20	953,716.81	1,066,173.66	931,687.73
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,550,264.79	2,835,150.38	3,163,693.74	3,317,557.74
在建工程	0.00	--	--	--
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	3,658,197.33	3,916,908.09	4,344,619.33	4,393,170.24
其他应付款	71,559.31	78,535.61	67,632.79	84,964.36
短期债务	258,602.00	312,935.00	401,800.00	71,885.00
长期债务	686,140.20	990,520.00	1,153,908.00	1,274,047.67
总债务	944,742.20	1,303,455.00	1,555,708.00	1,345,932.67
总负债	1,016,861.63	1,382,398.26	1,624,145.12	1,430,806.17
费用化利息支出	33,033.18	40,096.28	70,787.43	61,075.69
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	139,000.00	139,000.00	139,000.00	139,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,641,335.71	2,534,509.83	2,720,474.21	2,962,364.07
营业总收入	2,552.87	4,495.48	8,225.96	22,946.35
经营性业务利润	-33,735.48	-40,064.39	-16,592.84	-11,005.27
投资收益	152,437.35	233,016.93	280,564.09	298,425.60
净利润	117,487.00	192,880.32	263,655.52	285,199.89
EBIT	151,606.73	232,944.22	334,404.84	346,275.58
EBITDA	152,016.95	233,364.09	334,829.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金	42,572.61	43,274.18	60,541.49	54,951.64
收到其他与经营活动有关的现金	1,024.58	10,705.39	12,174.96	19,449.94
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	28,002.21	11,069.14	3,922.46	3,594.57
吸收投资收到的现金	0.00	--	--	--
资本支出	151.44	148.16	15.04	314.04
经营活动产生现金净流量	10,106.49	35,639.74	63,702.39	58,109.72
投资活动产生现金净流量	4,832.52	-611,163.12	-197,690.25	244,398.56
筹资活动产生现金净流量	-51,895.85	593,280.01	121,628.72	-271,271.63
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	100.00	98.35	100.00	100.00
期间费用率(%)	1,387.91	928.98	290.83	143.97
应收类款项/总资产(%)	26.45	24.35	24.54	21.21
收现比(%)	16.68	9.63	7.36	2.39
总资产收益率(%)	4.77	6.15	8.10	--
资产负债率(%)	27.80	35.29	37.38	32.57
总资本化比率(%)	26.34	33.96	36.38	31.24
短期债务/总债务(%)	27.37	24.01	25.83	5.34
FFO/总债务(X)	0.04	0.03	0.03	--
FFO 利息倍数(X)	1.12	0.92	0.77	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.31	0.89	0.90	0.95
总债务/EBITDA(X)	6.21	5.59	4.65	--
EBITDA/短期债务(X)	0.59	0.75	0.83	--
货币资金/短期债务(X)	0.38	0.37	0.26	1.87
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.60	5.82	4.73	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2019年三季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充表，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。