

信用等级通知书

信评委函字 [2019]1867D 号

宜宾市叙州区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“2019年宜宾市叙州区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AA-，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
信用评级委员会
二零一九年九月四日



2019年宜宾市叙州区国有资产经营有限公司公司债券信用评级报告

发行主体	宜宾市叙州区国有资产经营有限公司
主体信用等级	AA ⁻
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
发行规模	不超过8亿元(含8亿元)
发行期限	7年
偿还方式	每年付息一次,同时设置提前偿付本金条款,在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%,到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息,本金自兑付日起不另计利息
发行目的	5.5亿元用于四川省宜宾县综合停车场项目建设,2.5亿元用于补充流动资金
担保主体	宜宾市国有资产经营有限公司
担保方式	全额不可撤销连带责任保证担保

概况数据

叙州国资(合并口径)	2016	2017	2018
总资产(亿元)	35.09	60.48	80.61
所有者权益合计(亿元)	15.05	23.93	28.34
总负债(亿元)	20.04	36.55	52.27
总债务(亿元)	14.76	31.48	43.08
营业总收入(亿元)	2.88	2.74	2.60
经营性业务利润(亿元)	0.19	0.81	0.81
净利润(亿元)	0.83	0.83	0.83
EBIT(亿元)	0.83	0.84	0.86
EBITDA(亿元)	0.88	0.89	0.92
经营活动净现金流(亿元)	-13.38	-20.98	-7.62
收现比(X)	0.30	0.61	1.75
总资产收益率(%)	2.37	1.75	1.22
营业毛利率(%)	10.15	11.21	13.68
应收类款项/总资产(%)	43.65	30.82	15.56
资产负债率(%)	57.12	60.43	64.84
总资本化比率(%)	49.52	56.82	60.32
总债务/EBITDA(X)	16.81	35.33	46.65
EBITDA利息倍数(X)	2.27	0.86	0.64

注:公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

担保主体概况数据

宜宾国资(合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	1,693.69	2,023.22	2,416.93	2,526.97
所有者权益合计(亿元)	922.47	1,080.19	1,295.82	1,365.50
总负债(亿元)	771.22	943.03	1,121.11	1,161.47
总债务(亿元)	400.86	473.67	586.41	563.06
营业总收入(亿元)	667.08	772.14	958.71	277.55
净利润(亿元)	78.37	104.47	156.59	58.41
EBIT(亿元)	118.50	158.21	232.04	85.22
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	82.97
营业毛利率(%)	32.15	34.60	37.52	45.10
总资产收益率(%)	7.58	8.51	10.45	--
资产负债率(%)	45.54	46.61	46.39	45.96
总资本化比率(%)	30.29	30.48	31.16	29.20
总债务/EBITDA(X)	2.58	2.28	2.26	--
EBITDA利息倍数(X)	9.00	10.55	10.28	--

基本观点

中诚信国际评定宜宾市叙州区国有资产经营有限公司(以下简称“叙州国资”或“公司”)主体信用等级为AA⁻,评级展望为稳定;评定“2019年宜宾市叙州区国有资产经营有限公司公司债券”的信用等级为AAA,该级别充分考虑了宜宾市国有资产经营有限公司(以下简称“宜宾国资”)提供的全额不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信国际肯定了叙州区经济实力稳步增强和公司地位突出,获得股东支持力度较大等因素对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司未来投资压力较大、资产质量一般以及公司债务规模增长较快,债务水平较高等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优 势

- **叙州区经济稳步增长,为公司提供良好发展环境。** 2016~2018年,叙州区实现地区生产总值234.64亿元、262.45亿元和292.37亿元,分别同比增长8.8%、9.3%和9.4%。叙州区稳步增长的经济实力公司业务发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位突出,得到了股东有力的支持。** 公司作为宜宾市叙州区最重要的基础设施投融资建设及国有资产运营主体,在资产注入以及财政补贴等方面得到股东的有力支持。
- **有效的偿债保障措施。** 宜宾国资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,对本期债券还本付息起到了极强的保障作用。

关 注

- **未来投资压力较大。** 截至2018年末,公司在建拟建项目预计总投资为81.97亿元,累计投资23.65亿元,尚需投资58.32亿元,未来面临较大的资金支出压力。
- **资产质量较差。** 截至2018年末,公司资产主要以代建工程成本为主,其流动性较弱;同时其他应收款和应收账款对资金形成一定占用,公司资产质量较差。
- **公司债务规模增长较快,债务水平较高。** 近年来,由于基础设施建设业务投入较大,公司债务规模逐年攀升且处于较高水平。截至2018年末,公司总债务43.08

宜宾国资(个别口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	365.82	391.69	434.46	441.64
所有者权益合计(亿元)	264.13	253.45	272.05	276.37
总负债(亿元)	101.69	138.24	162.41	165.28
总债务(亿元)	94.47	130.35	155.57	157.54
营业总收入(亿元)	0.26	0.45	0.82	0.60
净利润(亿元)	11.75	19.29	26.37	-0.57
EBIT(亿元)	15.16	23.29	33.44	1.57
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	2.44
营业毛利率(%)	100.00	98.35	100.00	100.00
总资产收益率(%)	4.77	6.15	8.10	--
资产负债率(%)	27.80	35.29	37.38	37.42
总资本化比率(%)	26.34	33.96	36.38	36.31
总债务/EBITDA(X)	6.21	5.59	4.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.60	5.82	4.73	--

亿元, 资产负债率和总资本化比率分别为 64.84% 和 60.32%。

注: 1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制; 2、2019 年一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。

分析师

项目负责人: 张 敏 mzhang@ccxi.com.cn
 项目组成员: 郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn
 张灿灿 cczhang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2019 年 9 月 4 日

发行主体概况

叙州国资前身为四川省宜宾县国有资产管理经营投资公司，系经原宜宾县人民政府批准，于1992年4月18日由原四川省宜宾县财政局根据《宜宾县人民政府对宜宾县财政局关于成立县国有资产管理经营投资公司报告的批复》(宜县府[1992]51号)文件，出资设立的全民所有制公司。公司初始注册资本为380万元。2017年9月13日，根据《宜宾县人民政府关于国有资产经营投资公司改制的批复》(宜县府函[2017]207号)文件，公司注册资本由380万元增加至20,000万元。公司由全民所有制公司改制为有限责任公司(国有独资)，公司名称变更为“宜宾县国有资产经营有限公司”。同年12月22日，原四川省宜宾县财政局以货币方式认缴出资19,600万元，公司办理相应的工商登记变更手续。2018年7月，经报国务院批准，撤销宜宾县，设立宜宾市叙州区，同年12月27日，公司名称变更为现名。

历经数次增资和股权变更，截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元，四川省宜宾市叙州区财政局(以下简称“叙州区财政局”)为公司唯一股东和实际控制人。

公司作为宜宾市叙州区经济发展和开发建设的重要主体，主要承担叙州区国有资本运营和基础设施投融资建设业务。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家，其中一级子公司2家，二级子公司12家，三级子公司2家以及四级子公司1家。

截至2018年末，公司总资产为80.61亿元，所有者权益合计为28.34亿元，资产负债率为64.84%；2018年，公司实现营业总收入2.60亿元，净利润0.83亿元，经营活动净现金流-7.62亿元。

本期债券概况

发行条款

本次债券发行总额不超过8亿元(含8亿元)，发行期限为7年。本期债券每年付息一次，同时设置提前偿付本金条款，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%，到期

利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过8亿元(含8亿元)，其中5.50亿元用于四川省宜宾县综合停车场项目建设，2.50亿元用于补充流动资金。

表1：募集资金使用情况表(亿元)

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
四川省宜宾县综合停车场项目	8.31	5.50	66.21%
补充流动资金	-	2.50	-
合计	8.31		

资料来源：募集说明书

宏观经济和政策环境

宏观经济：2019年上半年，虽然“稳增长”政策发力和改革开放持续推进在一定程度上缓冲了经济下行压力，但供需两弱格局并未根本改观，经济增长稳步放缓。上半年GDP同比增长6.3%，较上年同期回落0.5个百分点，较上年全年回落0.3个百分点。

- 需求端不同程度下行：投资内部走势分化，基建投资回稳，房地产投资高位增长，制造业投资等内生性投资疲弱；消费增速低于上年同期；出口增速回落。
- 生产受需求放缓拖累表现较为疲弱，三大产业增速同比均放缓，工业和制造业增长趋缓，第三产业占比同比下降。
- 通胀走势分化，猪肉、鲜果价格上涨带动CPI持续攀升，供给侧改革力度边际减弱PPI低位运行，后续CPI涨势或将放缓，PPI或有通缩之忧。
- 金融数据有所改善，宽信用基调下金融业增速回升，M2与社融走势基本平稳，随着全球货币政策趋于宽松人民币贬值压力缓解。

宏观政策：在经济下行压力下，逆周期宏观调控政策在坚持稳增长、防风险双底线同时，仍侧重于稳增长。预计下半年政策“稳增长”基调仍将延续：

- 货币政策有望继续保持稳健基调，结构性调整

持续。

- 财政政策继续加力提效，减税降费激活微观主体活力，在一般公共财政和政府性基金收支压力较大情况下，专项债有望在稳增长方面发挥更大作用。
- 金融监管仍将以“稳”为主，并注重防范“处置风险”的风险”。

值得一提的是，在当前中国经济高杠杆、高资产价格约束持续存在的背景下，政策“稳增长”的力度和效果仍将受到一定程度制约，对经济的提振作用仍然有限。

宏观风险：当前我国正处于防范化解重大风险的关键时期，经济运行中结构性风险仍存：

- 上半年在“稳增长”政策带动下宏观杠杆率增长加快，非金融企业杠杆率由降转升，政策“稳增长”仍需警惕债务风险加剧。
- 实体经济疲弱有效融资需求不足，宽货币释放的大量货币或有可能进入股市、债市及商品等领域寻找逐利机会，进而引发结构性泡沫。
- 在减税降费及财政支出发力背景下，财政尤其是地方财政平衡压力加大。
- 在包商银行被接管事件的冲击下流动性分层加剧，中小银行和非银机构面临的流动性压力加大，有可能加大对中小银行和非银机构依赖较大的民企融资难度，加剧民企信用风险。

宏观展望：下半年经济运行中结构性下行因素仍存，经济下行压力或将进一步加大。

- 从内外环境看，政策“稳增长”面临多重约束，中美贸易冲突不确定性仍存。
- 投资“稳增长”受制约：随着房地产融资收紧后续房地产投资增速大概率回落，财政收支压力较大基建稳增长仍受限，内生性投资动力不足也给投资整体带来拖累。
- 居民部门收入增长放缓制约其消费能力和消费意愿。
- 全球经济复苏放缓、中美贸易冲突不确定性仍存背景下出口边际放缓压力持续。

中诚信国际认为，当前中国经济供需两端均存在走弱压力，大国博弈背景下外部不确定性持续存在，短期经济仍有进一步下行压力。但是，鉴于扩

大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到约束但也能在一定程度上发挥经济下行“缓冲垫”的作用，中国经济增长仍有一定韧性。

区域经济环境

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。

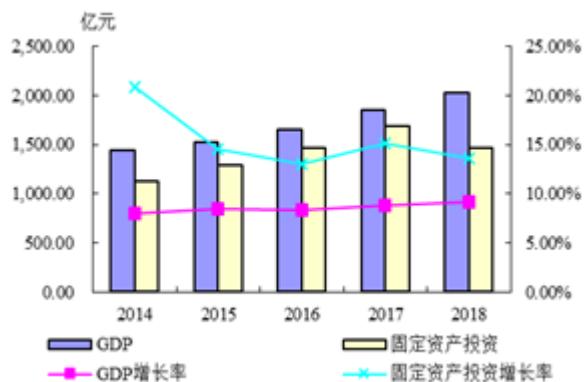
宜宾资源丰富，已探明矿产资源多达 44 种，全市可开发水能资源 716 万千瓦，可开发装机 655.7 万千瓦，被国家确立为水电、火电、核电综合发展的重要能源、原材料生产基地。

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建设的展开将使地区经济延续快速发展的势头。

叙州区概况

叙州区位于四川盆地南缘，川滇两省结合部，金沙江、岷江穿境而过。全区辖 22 个乡镇，两个街道办事处，450 个村，72 个社区，幅员面积 2,571 平方公里，人口 101 万。2018 年全年全区居民人均可支配收入 24,454 元，比上年增长 9.6%。2018 年 7 月，经报国务院批准，撤销宜宾县，设立宜宾市叙州区，以原宜宾县（不含孔滩镇、王场镇、白花镇、永兴镇、双谊镇）和翠屏区南岸街道、赵场街道、南广镇行政区域为叙州区的行政区域，将原宜宾县的孔滩镇、王场镇、白花镇、永兴镇、双谊镇划归宜宾市翠屏区管辖。

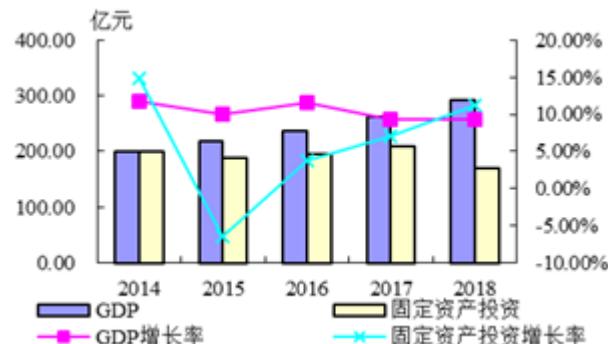
区位独特，资源富集。叙州区拥有“水、陆、空、铁”立体交通网络，渝昆高速、乐宜高速已建成通车，成宜高速、宜攀高速等正在建设，成贵高铁、渝昆高铁横贯腹地。农业资源方面，境内油樟资源得天独厚，樟油产量占全国 70% 以上，是全国保存和发展最好的天然香料油源基地之一，素有“全国天然油樟植物园”的美誉，宜宾油樟成功创建中国农特产品优势区。自然资源方面，水能储量丰富，拥有中国第三大水电站向家坝水电站。旅游资源方面，境内拥有向家坝高峡平湖、石城山古镇

驿道、越溪河世界樟海、赵一曼红色故里和天宫山千年茶海等旅游景点。

2016~2018 年，叙州区实现地区生产总值分别为 234.64 亿元、262.45 亿元和 292.37 亿元，同比增长分别为 8.8%、9.3% 和 9.4%。其中，2018 年，第一产业实现增加值 45.47 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 142.96 亿元，增长 10.2%；第三产业实现增加值 103.94 亿元，增长 11.1%。三次产业结构由上年的 16.7：48.1：35.2 调整为 15.5：48.9：35.6。

2016~2018 年，叙州区实现全社会固定资产投资分别为 195.50 亿元、209.01 亿元和 169.61 亿元。其中，2018 年，第一产业投资 4.89 亿元，下降 15.3%；第二产业投资 31.2 亿元，增长 11.3%，其中工业投资 31.02 亿元，增长 11.3%；第三产业投资 133.52 亿元，增长 12.4%。

图 2：2014~2018 年叙州区 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：叙州区统计局

总的来看，叙州区撤县设区后，经济实力稳步增长，产业结构继续得到优化，区域的快速发展也为公司的发展创造了良好的外部条件。

竞争及抗风险能力

公司是经叙州区政府批准设立的国有独资企业，是叙州区最重要的基础设施投融资建设及国有资本运营主体，在资产注入以及政府补贴方面获得了叙州区政府的有力支持。

从资产注入方面看，为增强公司资本实力，股东持续向公司注入货币资金及股权等资产。2015~2018 年，叙州区财政局向公司及下属子公司合计注入货币资金 20.35 亿元，均计入资本公积。2017 年 12 月，根据《宜宾县人民政府关于划转国

有股权的批复》(宜县府[2017]302号)文件,叙州区财政局将下属两家重要子公司宜宾金工建设投资集团有限公司(以下简称“金工建投”)和宜宾戎州金成建设投资开发集团有限公司(以下简称“金成建投”)股权划入公司,公司资本实力持续夯实。

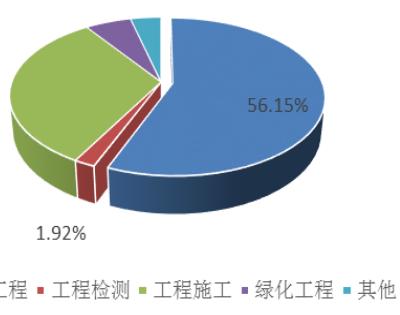
财政补贴方面,公司每年均可获得一定的财政补助,2016~2018年,公司获得政府补贴收入分别为0.62亿元、0.70亿元和0.83亿元,对公司流动性起到一定补充作用。

总体来看,公司在叙州区的开发建设中发挥核心作用,获得叙州区政府在资产注入以及财政补贴方面的有力支持,使公司具有一定的抗风险能力。

业务运营

公司作为叙州区重要的基础设施建设投资主体,主要从事叙州区范围内的基础设施建设、土地整理等业务。2016~2018年,公司分别实现营业总收入2.88亿元、2.74亿元和2.60亿元,主要来源于代建工程和工程施工业务。2018年,以上两项业务分别实现收入1.46亿元和0.84亿元,占营业总收入的比例分别为56.15%和32.31%。

图3: 2018年营业总收入构成



■ 代建工程 ■ 工程检测 ■ 工程施工 ■ 绿化工程 ■ 其他

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

工程委托代建

公司是叙州区城区及工业园区基础设施建设项目的投资与建设主体,自成立以来,公司投资建设了叙州区多个重点基础设施项目。公司委托代建业务主要由宜宾开源建设投资有限公司(以下简称“开源建设”)、宜宾市叙州区城市建设投资开发有限责任公司(以下简称“叙州城建”)及宜宾县创兴城市建设投资有限责任公司(以下简称“创兴投资”)等子公司具体执行。模式方面,相关子公司与叙州区财政局签订《委托代建合同书》,公司通过自有资金和外部融资方式进行资金筹措并组织实施具体项目建设,项目竣工验收合格后移交相关单位,财政局按照项目审定投资总额加成8~10%作为代建管理费与公司进行结算。

截至2018年末,公司已完工项目包括堤防工程1项目、长仁和二期倒迁房项目、宜宾县城“三化”改造工程等项目。2016~2018年,公司分别确认工程代建收入2.81亿元、2.65亿元和1.46亿元,其中2018年下滑较大,主要系工程项目尚未完工及结算所致;公司实际收到回款合计为3.65亿元,整体回款情况一般。

在建项目方面,截至2018年末,公司在建的工程代建项目主要包括宜宾县柏溪镇棚户区(城中村)改造二期项目、宜宾县县城基础设施建设项目等,在建项目预计总投资为71.01亿元,实际已投资23.65亿元,尚需投资47.36亿元。

表2: 截至2018年末公司主要在建工程代建项目情况(万元)

项目	总投资额	已投资额	是否签订代建协议
宜宾县柏溪镇棚户区(城中村)改造二期项目	97,249.00	67,570.04	是
柏溪镇棚户区(城中村)改造项目	76,676.00	15,020.95	是
宜宾县柏溪镇2017年棚户区改造项目	103,000.00	61,259.32	是
宜宾县县城基础设施建设项目	109,819.50	40,007.00	是
渔王桥及周边地块棚户区改造项目	61,711.00	250,08.00	是
黑河沿线整治(一期)杨家祠棚改项目	33,808.00	22,252.83	是
柏溪镇西城区棚户区改造项目	128,566.00	20,172.44	是
宜宾县城北新区综合建设项目	85,000.00	19,993.75	是
安边豆坝棚户区改造金沙家园工程	14,220.77	10,220.00	是
合计	710,050.27	236,502.58	-

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至 2018 年末，公司拟建项目主要为四川省宜宾县综合停车场项目等，项目预计总投资 10.96 亿元。

表 3：截至 2018 年末公司项目情况（亿元）

项目名称	总投资	模式
四川省宜宾县综合停车场项目	8.31	自营
叙州区中心城区城市双修项目	2.65	代建模式
合计	10.96	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建拟建项目投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。此外，公司已完工项目的回款情况较差，中诚信国际将对回款的及时性保持持续关注。

工程施工

公司工程施工业务由子公司四川蜀基建设工程有限公司（以下简称“蜀基建设”）和宜宾鑫顺建设开发有限责任公司（以下简称“鑫顺建设”）负责，主要通过市场公开招投标的模式来承建工程，工程施工业务成本以实际发生成本进行核算，根据公司签订的建造合同约定，工程施工收入按完工百分比法确认收入。

工程施工业务为公司2018年新增业务，当年实现收入0.84亿元，主要结算项目包括凯悦金沙四期1号楼、普安水源迁建项目等。该业务受市场化影响较大，未来可持续性存在一定不确定性。

表4：2018年公司主要工程施工结算项目（万元）

项目名称	已投资	累计确认收入	建设主体
凯悦金沙四期 1 号楼	1,579.54	1,688.75	蜀基建设
宜宾县县城雨污管网改扩建（一期）抢险救灾工程	1,270.27	1,367.40	鑫顺建设
普安水源迁建项目	1,200.89	1,316.95	蜀基建设
集体街项目	855.86	900.90	蜀基建设
西城区棚改项目公房安置房改造工程	345.27	407.32	鑫顺建设
合计	5,251.83	5,681.32	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程检测

公司工程检测业务的运营主体为子公司宜宾市叙州区建设工程质量检测有限公司（以下简称“叙州质检”）。叙州质检成立于2003年5月，注册

资本为418万元，为公司二级子公司，主要负责以依照国家的法律、法规以及工程建设的强制性标准、规范和设计文件，对建筑工程的材料、结构配件、设备以及工程的实体质量、使用功能等进行测试，并确定其质量特性的过程。2016~2018年，工程检测业务的营业收入分别为0.02亿元、0.03亿元和0.05亿元。

绿化工程

公司绿化工程业务主要由子公司宜宾宏厚园林绿化工程有限公司（以下简称“宏厚园林”）负责。宏厚园林成立于2017年1月，注册资本为1,000万元，为公司二级子公司，主要针对宜宾市叙州区内的林木栽种、草坪种植、地坪工程等工程。

宏厚园林按照市场化竞争方式运营。2016~2018年，绿化工程业务分别实现收入为0.02亿元、0.004亿元和0.15亿元。

总体来看，公司其他业务现阶段规模较小，随着后续公司自身的发展以及依托于平台企业的独特优势，其他业务或将成为公司新的利润增长点。

管 理

产权状况

截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，控股股东和实际控制人均为宜宾市叙州区财政局。

法人治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》等有关法律法规的规定，制定了公司章程，并根据公司章程设立了包括董事会和监事会在内的法人治理机构，形成了决策、监督和执行相分离的现代企业管理体系。

公司不设立股东会，由出资人叙州区财政局履行出资人权利。公司设立董事会，董事会成员由 5 人组成，董事长 1 人，董事 4 人，职工董事 1 人，由公司职工代表大会选举产生或更换；董事长和其他董事由叙州区财政局提名报区人民政府任命、委派或更换。董事会行使执行叙州区财政局的决议、

决定公司的经营计划和投融资方案，制订公司的年度财务预算方案等职权。

公司设立监事会，监事会成员 5 名，监事由出资人提名报区人民政府任命、委派或更换，但是监事会成员中的职工监事由公司职工代表大会选举产生或更换。每届监事会的职工监事比例由出资人决定，但不得低于监事会人数的三分之一。监事每届任期 3 年，董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使检查公司财务、对董事及高级管理人员行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 人，副总经理 2 人，由出资人提名报区人民政府聘任或解聘。经理对公司董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议及组织实施公司年度经营计划和投资方案的职权。

组织结构方面，公司下设综合部、经营管理部和财务融资部 3 个职能部门，负责日常经营管理的各方面。

管理水平

根据国家相关政策法规和《公司章程》，公司结合自身实际情况，采取以资本为纽带的母子公司战略管控型的管理体制，实行集中决策、分层与授权管理、自主经营。组织构架实行“母公司—子公司”模式的战略管控型管理体制。

母公司承担宏观决策和管理职能，母公司作为战略管理中心、资金管理中心、财务监控中心和经营协调中心，主要功能是研究和确定发展规划、负责投融资决策、从事资本运营、预算管理、对子公司进行考核、监控业务运行情况、经营计划与公共关系协调管理等。

母公司依法行使对子公司的调控和管理，主要行使重大决策权、考核管理者权以及经营效益监管权。子公司实行独立运作、自主经营、自我管理，子公司之间可以按市场化原则进行业务协作，母公司进行适当协调。

总体来看，公司对子公司的管控能力不强，内部管理制度还需进一步完善来适应公司管理的要求和公司发展的需要。

战略规划

在叙州区撤县设区以及经济发展的良好形势下，公司将依托作为宜宾市叙州区重要的国有资产运营主体的独特优势，以宜宾市叙州区政府“十三五”规划和纲要为立足点，以服务于叙州区经济建设和自身做大做强为使命，通过重大建设项目的投入以及资本和资产的市场化运作、产业化经营，推进叙州区的开发建设，进而促进区内的产业发展。

根据区政府的总体部署和规划的要求，未来公司战略部署分五个部分：（1）积极推动叙州区以及区内工业园区的建设，继续加大城市基础设施建设项目，集中精力做好工程项目的立项、投资、建设，严格核算，降低成本，强化监督，完善制度，提升项目管理水平，提高资金使用效率，扩大经营规模。

（2）稳步推进政策性银行、商业银行贷款等传统融资方式的基础上，加大融资方式创新力度，拓宽融资渠道，优化自身融资结构，有效利用公司债券、短期融资券、信托产品等方式进行融资，使公司从当前间接融资为主走向直接融资为主、间接融资为辅的优良性企业。（3）积极争取区委区政府及有关部门支持，原则上属叙州区管理的国有资产、国有股权，逐步注入区国资公司，对有稳定现金流和持续盈利能力的经营性项目及时注入国资公司，以市场化方式统一运作，持续拓展经营领域和业务范围。（4）人才机制方面，建立市场化用工机制，鼓励公司实施专项人才引进计划，对特殊技能人才实行专门的薪酬标准和特殊津贴，施行人才储备战略计划，促进公司劳动关系规范化，形成以合同管理为核心、以岗位管理为基础，能进能出的用工机制，提升员工整体效率。（5）企业管理方面，公司将进一步完善和细化管理制度，加强检查考核，构建高效、协调的公司管理机制，规范市场运作程序，按照市场化运作标准，提高企业自身竞争力。

总体来看，公司的发展战略与叙州区的规划发展紧密相关，在区政府的支持下，公司也将围绕上述战略进一步拓展业务。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事

务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度三年连审的审计报告。公司各期财务报表均采用新会计准则。

资本结构

近年来，随着业务规模不断扩大以及股东资产注入，公司资产规模稳步增长，2016~2018 年末，公司总资产分别为 35.09 亿元、60.48 亿元和 80.61 亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，流动资产分别为 32.56 亿元、57.62 亿元和 74.46 亿元，占总资产的比重分别为 92.79%、95.28% 和 92.37%。具体来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2016~2018 年末，公司存货余额分别为 11.95 亿元、28.79 亿元和 48.27 亿元，占同期末流动资产的比重分别为 36.70%、49.97% 和 64.82%。公司存货主要由待开发土地使用权、代建工程开发成本及库存商品构成，随着公司代建工程的不断投入，公司存货逐年增长。截至 2018 年末，公司存货中 9 宗待开发土地使用权均为招拍挂所得，面积合计 245,364.30 平方米，账面价值为 2.82 亿元，且均已缴清土地出让金；代建工程开发成本余额为 40.39 亿元，主要用于柏溪镇棚户区改造等项目；库存商品为 10 宗房屋资产，面积合计 69,920.11 平方米，账面价值为 3.49 亿元。2016~2018 年末，公司货币资金分别为 4.76 亿元、7.58 亿元和 10.45 亿元，呈逐年增长趋势，主要系公司业务规模不断拓展，公司的融资现金流入增加所致。截至 2018 年末，公司受限的货币资金为用于质押的定期存单 0.50 亿元和借款保证金 0.02 亿元。2016~2018 年末，公司其他应收款分别为 11.09 亿元、13.20 亿元和 9.28 亿元。截至 2018 年末，公司其他应收款前五大客户占比为 81.21%，集中度较高，主要系与叙州区财政局的往来款 5.10 亿元，其余大部分均为与叙州区其他事业单位和国有企业之间的往来款，坏账风险较小。

表 5：截至 2018 年末公司其他应收款前五大明细（亿元）

项目名称	金额	占比
宜宾市叙州区财政局	5.10	54.85%
宜宾市叙州区国有土地房屋征收办公室	0.93	10.03%

宜宾市叙州区房屋维修管理中心	0.35	3.80%
宜宾伊力过境高速公路投资有限公司	0.34	3.71%
宜宾市叙州区住房城乡规划建设局和城镇管理局	0.82	8.82%
合计	7.55	81.21%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

非流动资产方面，2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 2.53 亿元、2.85 亿元和 6.15 亿元，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。同期，可供出售金融资产分别为 0.14 亿元、0.24 亿元和 3.05 亿元。2018 年末，可供出售金融资产增幅较大，主要系公司分别新增投资宜宾开诚建设投资有限公司 700.08 万元、宜宾丰川动力科技有限公司 800.00 万元、四川宜途汽车电子科技有限公司 100.00 万元以及四川成宜高速公路开发有限公司 2,652.80 万元所致。投资性房地产方面，2016~2018 年末，投资性房地产分别为 0.93 亿元、0.94 亿元和 0.95 亿元，主要由宾馆、办公楼等房屋资产构成；同期末，公司固定资产分别为 1.08 亿元、1.09 亿元和 1.07 亿元，规模相对稳定，主要包括房屋建筑物、机器设备、运输设备、电子设备及其他等资产。此外，2018 年公司新增在建工程 0.62 亿元，主要系对宜宾金润产业示范园和豆坝工业园区污水处理厂项目的投入所致。

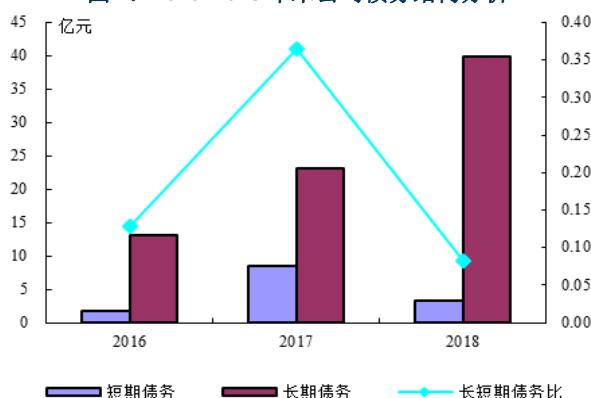
负债方面，2016~2018 年末，公司总负债分别为 20.04 亿元、36.55 亿元和 52.27 亿元。近年来，公司非流动负债比重逐年上升，2016~2018 年末，公司非流动负债分别为 13.08 亿元、23.05 亿元和 39.55 亿元，占负债总额的比重分别为 65.25%、63.08% 和 76.15%。具体来看，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2016~2018 年末，公司长期借款分别为 13.08 亿元、23.05 亿元和 39.55 亿元，随着公司项目量的增加和进度的不断推进，融资需求增长较快。截至 2018 年末，公司长期借款以保证借款为主，占长期借款总额比重为 93.88%。截至 2018 年末，应付债券为 0.25 亿元，系同兴政信壹号宜宾金润应收账款收益权转让及回购资产管理计划，期限为 18 个月。

流动负债方面，2016~2018 年末，流动负债分别为 6.96 亿元、13.49 亿元、12.47 亿元，占比分别为 34.75%、36.92% 和 23.85%。截至 2018 年末，公

司流动负债为 12.47 亿元，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016~2018 年末，公司其他应付款余额为 4.77 亿元、4.00 亿元和 8.23 亿元，主要由押金、保证金和往来款构成。2018 年末公司其他应付款较 2017 年末大幅增加，主要系公司日常经营活动往来款大幅增加所致。同期末，公司一年内到期的非流动负债分别为 0.30 亿元、8.05 亿元和 3.24 亿元，其中 2017 年末较 2016 末大幅增长 7.75 亿元，主要系部分长期借款转入一年内到期部分所致。

随着负债规模的扩大，公司杠杆比率水平也相应上升，2016~2018 末，公司总债务分别为 14.76 亿元、31.48 亿元和 43.08 亿元，资产负债率分别为 57.12%、60.43% 和 64.84%，总资本化比率分别为 49.52%、56.82% 和 60.32%。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，2016~2018 年末，公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.13、0.37 和 0.08，呈波动趋势。2018 年末公司长期债务占比明显增长，以长期债务为主的债务结构符合公司业务发展特点。

图 4：2016~2018 年末公司债务结构分析

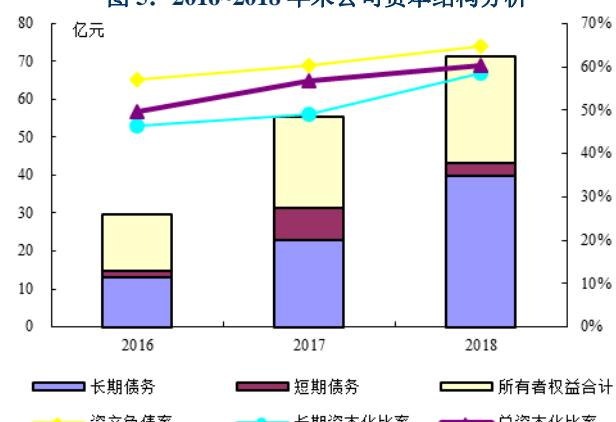


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 15.05 亿元、23.93 亿元和 28.34 亿元，不断增长。具体来看，2016~2018 年末，公司实收资本分别为 0.04 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元。2017 年叙州区财政局以货币资金的方式对公司注资 1.96 亿元，计入实收资本。2016~2018 年末，公司资本公积分别为 13.89 亿元、19.95 亿元和 23.55

亿元，主要为叙州区财政局无偿划入的其他公司股权以及注入的货币资金等资产。

图 5：2016~2018 年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

总体来看，受益于股东对公司持续注资，公司资本实力不断增强，但由于基础设施建设业务投入较大，公司债务规模逐年攀升且处于较高水平。公司资产主要为工程开发成本，其流动性以及未来获利能力较弱，同时其他应收款和应收账款对资金形成一定占用，总体来看，公司资产质量较差。

盈利能力

2016~2018 年，公司营业总收入分别为 2.88 亿元、2.74 亿元和 2.60 亿元。公司营业收入主要由代建工程收入及工程检测收入构成。具体来看，2016~2018 年，公司代建工程收入分别实现 2.81 亿元、2.65 亿元和 1.46 亿元，呈逐年下降趋势，主要系项目正处于建设阶段，完工项目减少所致；同期，公司工程检测收入分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 0.05 亿元，收入较为稳定；2018 年公司新增工程施工收入 0.84 亿元，对营业总收入形成一定补充。此外，其他收入包括绿化工程收入、租赁收入和刻章部收入等，规模均较小。

毛利率方面，2016~2018 年，公司综合毛利率分别为 10.15%、11.21% 和 13.68%，其中代建工程毛利率分别为 8.54%、8.68% 和 8.22%，较为稳定；其他业务均系市场化竞争模式，毛利率变动幅度较大。

表 6: 2016~2018 年公司营业总收入及毛利率情况 (亿元、%)

业务类别	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	2.81	8.54	2.65	8.68	1.46	8.22
工程检测收入	0.02	50.00	0.03	67.35	0.05	43.22
绿化工程收入	0.02	15.62	0.00	39.89	0.15	53.33
工程施工收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.84	10.96
其他收入	0.03	96.57	0.06	90.93	0.10	33.00
合计	2.88	10.15	2.74	11.21	2.60	13.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用分别为 0.10 亿元、0.19 亿元和 0.28 亿元，三费收入占比分别为 3.35%、6.79% 和 10.69%。具体来看，公司期间费用主要由管理费用构成，主要包括职工的薪资和福利、折旧摊销以及日常运营费用等；公司利息支出基本全部进行了资本化处理，致使利息支出小于利息收入，因而财务费用持续为负。总的来看，公司期间费用规模逐年增加，主要系合并范围扩大使得管理费用增加所致。

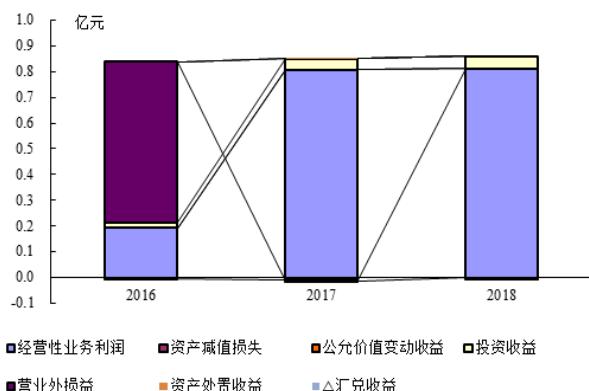
表 7: 2016~2018 年公司三费分析

项目名称	2016	2017	2018
销售费用 (亿元)	-	-	0.0005
管理费用 (亿元)	0.13	0.22	0.32
财务费用 (亿元)	-0.04	-0.03	-0.04
三费合计 (亿元)	0.10	0.19	0.28
营业总收入 (亿元)	2.88	2.74	2.60
三费收入占比 (%)	3.35	6.79	10.69

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2016~2018 年，公司实现利润总额分别为 0.83 亿元、0.84 亿元和 0.86 亿元，较为稳定。其中，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。同期，经营性业务利润分别为 0.19 亿元、0.80 亿元和 0.81 亿元。自 2017 年起，公司将本年政府补助金额从“营业外收入”调整至“其他收益”科目，导致经营性业务利润大幅增加。2016~2018 年，公司分别获得政府补贴收入 0.62 亿元、0.70 亿元和 0.80 亿元。公司经营性业务利润对政府补助的依赖程度较高。

图 6: 2016~2018 年公司利润总额的构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司收入主要来源于代建工程收入，受项目进度的影响，该项收入近年来有所下滑。随着子公司的划入，2018 年公司新增工程施工收入，收入结构有所改善。同时，中诚信国际关注到，公司管理费用不断提升，且利润总额对政府补助依赖较大，公司自身盈利能力偏弱。

现金流

2016~2018 年，公司经营活动净现金流分别为 -13.38 亿元、-20.98 亿元和 -7.62 亿元，持续呈净流出状态，主要系代建项目的持续大幅投入所致。公司经营活动现金流入主要系基础设施项目结算款和其他业务带来的现金流入以及公司获得的政府补贴和其他往来款流入；经营活动现金流出主要系公司支付的工程代建项目开发成本以及往来款形成的现金流出。2016~2018 年，公司收现比分别为 0.30、0.61 和 1.75，获现能力稳步提升。

投资活动方面，2016~2018 年公司投资活动净现金流分别为 -0.56 亿元、-0.33 亿元和 -3.29 亿元。2018 年公司的投资活动净现金流缺口有所增大，主要系新增股权投资所致。

2016~2018 年, 公司筹资活动净现金流分别为 16.47 亿元、23.63 亿元和 13.76 亿元。公司筹资活动产生的现金流入主要为银行借款及政府注资, 现金流出主要表现为偿还债务、偿付利息等方面。近年来, 为了满足资金需求, 公司保持了较大的筹资规模。2016~2018 年, 取得借款收到的现金分别为 14.40 亿元、18.02 亿元和 17.63 亿元。2018 年, 筹资活动净现金流大幅下降, 主要系 2018 年偿还借款大幅增加和吸收到的投资大幅减少所致。

表 8: 2016~2018 年公司现金流情况 (亿元)

项目名称	2016	2017	2018
经营活动产生现金流入	1.58	2.65	8.46
经营活动产生现金流出	14.96	23.63	16.08
经营活动净现金流	-13.38	-20.98	-7.62
投资活动产生现金流入	-	-	0.27
投资活动产生现金流出	0.56	0.33	3.56
投资活动净现金流	-0.56	-0.33	-3.29
筹资活动产生现金流入	17.24	25.96	21.48
其中: 吸收投资所收到的现金	2.84	7.94	3.85
借款所收到的现金	14.40	18.02	17.63
发行债券收到的现金	-	-	-
筹资活动产生现金流出	0.77	2.33	7.72
其中: 偿还债务所支付的现金	0.38	1.30	6.29
筹资活动净现金流	16.47	23.63	13.76
现金及现金等价物净增加额	2.53	2.33	2.85

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

总体来看, 近年来公司投资规模较大, 经营活动净现金流难以满足投资需求, 投资支出资金需求主要依靠外部融资解决。

偿债能力

近年来, 随着近年来公司各类项目的推进, 融资需求增大, 债务规模逐年上升, 2016~2018 年末, 公司总债务分别为 14.76 亿元、31.48 亿元和 43.08 亿元。2016~2018 年, 公司 EBITDA 分别为 0.88 亿元、0.89 亿元和 0.92 亿元, 保持平稳。受总债务规模增加的影响, 公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力逐年减弱。2016~2018 年, 总债务/EBITDA 分别为 16.81、35.33 和 46.65; 同期 EBITDA 利息倍数分别为 2.27、0.86 和 0.64。经营活动净现金流方面, 2016~2018 年, 公司经营活动净现金流均为负, 无法对债务本息形成覆盖。

表 9: 2016~2018 年公司偿债能力指标

项目名称	2016	2017	2018
长期债务(亿元)	13.08	23.05	39.80
总债务(亿元)	14.76	31.48	43.08
EBITDA(亿元)	0.88	0.89	0.92
经营活动净现金流(亿元)	-13.38	-20.98	-7.62
EBITDA 利息倍数(X)	2.27	0.86	0.64
总债务/EBITDA(X)	16.81	35.33	46.65
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-34.59	-20.32	-5.30
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.91	-0.67	-0.18

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

银行授信方面, 截至 2018 年末, 公司及子公司共计获得银行授信额度为 73.47 亿元, 其中已使用授信额度 42.83 亿元, 可用授信额度 30.64 亿元, 授信额度较为充足。

从债务到期情况来看, 公司 2019~2022 年及以后分别需要偿还 4.46 亿元、7.65 亿元、5.57 亿元和 41.63 亿元, 短期债务压力相对不大。

表 10: 截至 2018 年末公司到期债务本息分布表 (亿元)

到期时间	2019	2020	2021	2022 及以后
到期金额	4.46	7.65	5.57	41.63

注: 债务分布合计数与公司总债务有所偏差, 系统计口径不同所致。

资料来源: 公司提供

受限资产方面, 截至 2018 年末, 公司受限资产总计 2.83 亿元, 占同期末总资产比重为 3.51%。其中, 公司将账面价值 1.12 亿元的土地、0.81 亿元的投资性房地产和 0.38 亿元的房屋及建筑物用于抵押, 此外, 公司受限的货币资金为用于质押的定期存单 0.50 亿元和借款保证金 0.02 亿元。

或有负债方面, 截至 2018 年末, 公司对外担保余额共计 8.06 亿元, 占净资产的比例为 28.44%, 公司对外担保对象主要为当地国有企业以及部分涉及叙州区民生工程的民营企业, 有一定的或有负债风险。

表 11: 截至 2018 年末公司对外担保情况 (亿元)

担保对象	担保余额
成都金江投资开发有限责任公司	0.10
四川富兴建筑工程有限公司	0.20
四川国蕊投资有限公司	0.20
宜宾得天商贸有限公司	0.16
宜宾市贝月建材贸易有限公司	0.15
宜宾县九源水务投资有限责任公司	5.19
宜宾县人民医院	1.00

宜宾县兴农投资开发有限责任公司	0.86
宜宾鼎仁汽车销售服务有限公司	0.10
宜宾金色田园农产品销售有限公司	0.10
合计	8.06

资料来源：公司提供

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 7 月 24 日，公司已还清贷款中有关注类贷款 1 笔，该笔授信机构是四川屏山农村商业银行股份有限公司，金额为 200 万元，到期日 2011 年 5 月 24 日，款项于 2011 年 9 月 2 日结清。根据企业提供的说明，该笔贷款逾期为网络故障引起的操作失误所致。除该笔关注类贷款外，公司无其他已结清和未结清不良信贷记录，也未发生已发行债券到期未偿付本息的情况。

担保实力

宜宾国资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。

担保主体概况

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。历经几次增资，截至 2019 年 3 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政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宜宾市国资委”）。截至 2019 年 3 月末，公司总资产 2,526.97 亿元，所有者权益合计 1,365.50 亿元，资产负债率 45.96%。

宜宾国资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。

宜宾国资控股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）、宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“宜宾天原”，股票代码：002386.SZ）、宜宾纸业股份有限公司（以下简称“宜宾纸业”）、宜宾丝丽雅集团有限公司

（以下简称“丝丽雅集团”）等优质公司股权。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 3 月 29 日，宜宾国资直接和间接共计持有五粮液股份 21.28 亿股，根据当日 95.00 元/股的收盘价计算，持股市值达 2,021.6 亿元。同时，宜宾国资控股的五粮液股份、宜宾天原等业内优秀企业能提供持续稳定的投资收益。作为宜宾市国资委全资子公司，宜宾国资一直以来得到市政府的大力支持，宜宾市政府同意宜宾国资留在资本经营中获得的股权分红收益和股权转让收益，并按照市政府规定的用途和审批程序使用（宜府办函[2003]62 号）。

宜宾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。

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 年一季度，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 277.55 亿元。

综合来看，作为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，宜宾国资得到宜宾市政府在资金、人力、业务运营等多方面的支持。同时，中诚信国际认为，宜宾国资承担了助推宜宾市加快建成全省经济副中心政策性职责，随着宜宾国资的业务扩张和发展，其对宜宾市经济金融环境稳定的重要性将进一步提升，宜宾市政府有极强的能力和意愿在有必要时对宜宾国资进行支持。中诚信国际将此因素纳入本次主体评级的综合考虑之中。

综合上述对宜宾国资在市场定位、管理与战略、财务状况以及外部支持等方面考察和分析，中诚信国际评定宜宾市国有资产经营有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

评级展望

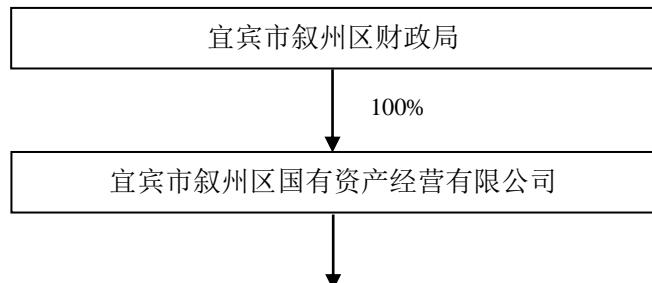
中诚信国际肯定了叙州区经济实力稳步增强和公司地位突出，获得股东支持力度较大等因素对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司未来投资压力较大、资产质量一般以及公司债务规模增长较快，债务水平较高等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期的信用水平将保持稳定。

结 论

中诚信国际评定宜宾市叙州区国有资产经营有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2019 年宜宾市叙州区国有资产经营有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。

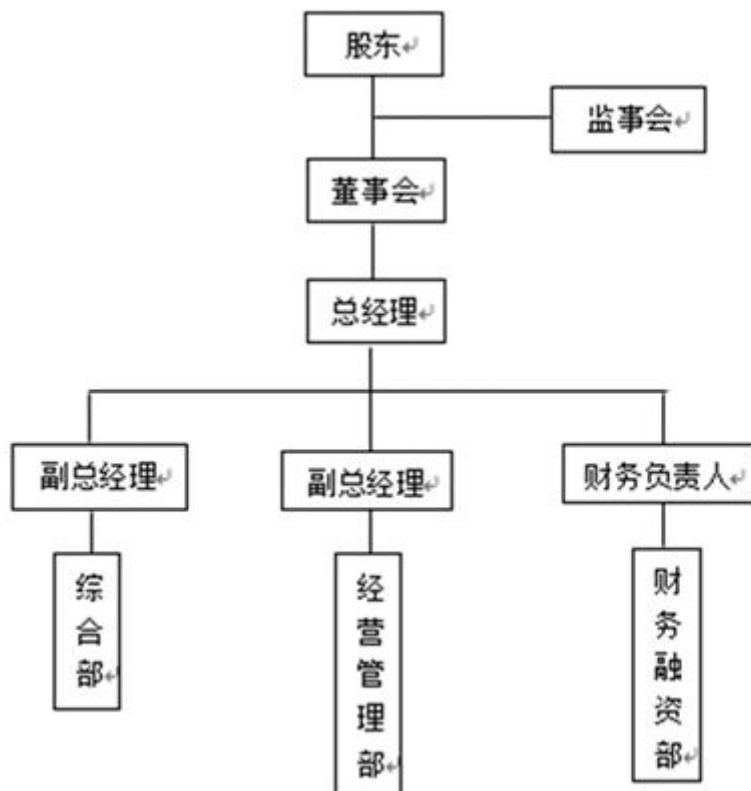
附一：宜宾市叙州区国有资产经营有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	级次
1	宜宾金工建设投资集团有限公司	2,0000.00	100.00	一级子公司
2	宜宾戎州金成建设投资开发集团有限公司	20,000.00	100.00	一级子公司
3	宜宾开源建设投资有限公司	11,797.70	69.51	二级子公司
4	宜宾市叙州区城市建设投资开发有限责任公司	28,402.49	100.00	二级子公司
5	宜宾县创兴城市建设投资有限责任公司	55,085.00	100.00	二级子公司
6	宜宾金庆建设开发投资有限公司	30,000.00	100.00	二级子公司
7	宜宾县兴地投资有限责任公司	3,000.00	100.00	二级子公司
8	宜宾金林业投资开发有限公司	3,000.00	100.00	二级子公司
9	宜宾宏厚园林绿化工程有限公司	1,000.00	100.00	二级子公司
10	宜宾市叙州区建设工程质量检测有限公司	418.00	100.00	二级子公司
11	宜宾源泉广告有限公司	100.00	100.00	二级子公司
12	宜宾金府物业有限公司	200.00	100.00	二级子公司
13	四川中希实业发展有限公司	100,000.00	51.00	二级子公司
14	宜宾金工测绘有限公司	100.00	51.00	二级子公司
15	宜宾叙州鑫顺建设工程有限责任公司	10,000.00	100.00	二级子公司
16	四川蜀基建设工程有限公司	3,000.00	51.00	三级子公司
17	宜宾源茂置业有限公司	1,000.00	100.00	四级子公司

资料来源：公司提供

附二：宜宾市叙州区国有资产经营有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：宜宾市叙州区国有资产经营有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018
货币资金	47,560.67	75,812.26	104,474.20
应收账款	42,273.03	54,386.24	32,647.42
其他应收款	110,895.40	131,981.84	92,752.99
存货	119,496.20	287,942.32	482,653.30
可供出售金融资产	1,420.00	2,420.00	30,548.08
长期股权投资	395.81	509.81	765.71
在建工程	0.00	0.00	6,207.64
无形资产	0.38	1,965.40	1,920.04
总资产	350,900.20	604,766.40	806,132.75
其他应付款	47,691.30	40,022.53	82,251.83
短期债务	16,800.00	84,287.40	32,769.27
长期债务	130,787.70	230,535.55	398,027.95
总债务	147,587.70	314,822.95	430,797.22
总负债	200,432.48	365,481.28	522,685.94
费用化利息支出	0.00	0.00	8.18
资本化利息支出	3,868.28	10,325.90	14,367.61
实收资本	364.59	19,964.59	20,000.00
少数股东权益	0.00	192.52	266.47
所有者权益合计	150,467.72	239,285.12	283,446.81
营业总收入	28,841.24	27,397.52	25,975.95
经营性业务利润	1,927.11	8,070.94	8,107.11
投资收益	225.65	418.44	456.57
营业外收入	6,221.41	1.30	25.73
净利润	8,283.22	8,343.51	8,324.41
EBIT	8,311.82	8,372.78	8,573.80
EBITDA	8,779.73	8,910.22	9,233.91
销售商品、提供劳务收到的现金	8,607.29	16,758.75	45,337.75
收到其他与经营活动有关的现金	7,235.89	9,753.90	39,300.90
购买商品、接受劳务支付的现金	105,250.61	174,393.76	155,600.34
支付其他与经营活动有关的现金	42,998.19	60,200.90	2,134.97
吸收投资收到的现金	28,365.02	79,407.89	38,471.81
资本支出	1,621.16	2,283.75	6,453.86
经营活动产生现金净流量	-133,791.78	-209,781.91	-76,168.44
投资活动产生现金净流量	-5,641.16	-3,283.75	-32,929.90
筹资活动产生现金净流量	164,686.74	236,317.25	137,560.29
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率 (%)	10.15	11.21	13.68
三费收入比 (%)	3.35	6.79	10.69
应收类款项/总资产 (%)	43.65	30.82	15.56
收现比 (X)	0.30	0.61	1.75
总资产收益率 (%)	2.37	1.75	1.22
流动比率 (X)	4.68	4.27	5.97
速动比率 (X)	2.96	2.14	2.10
资产负债率 (%)	57.12	60.43	64.84
总资本化比率 (%)	49.52	56.82	60.32
长短期债务比 (X)	0.13	0.37	0.08
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.91	-0.67	-0.18
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-7.96	-2.49	-2.32
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-34.59	-20.32	-5.30
总债务/EBITDA (X)	16.81	35.33	46.65
EBITDA/短期债务 (X)	0.52	0.11	0.28
货币资金/短期债务 (X)	2.83	0.90	3.19
EBITDA 利息倍数 (X)	2.27	0.86	0.64

注：1、公司各期财务报告执行新会计准则。

附四：宜宾市国有资产经营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	5,839,138.31	6,827,251.31	7,768,160.41	8,453,146.83
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	33,920.66	5,922.45	29,956.56	5,951.98
应收账款净额	332,551.24	419,232.01	490,636.45	2,358,303.64
其他应收款	1,129,164.71	1,136,220.99	1,471,372.59	1,653,328.29
存货净额	1,635,620.95	1,866,785.79	2,368,036.32	2,252,493.33
可供出售金融资产	313,790.62	268,218.01	490,086.09	567,686.09
长期股权投资	127,427.85	290,765.65	394,165.13	389,331.26
固定资产	2,633,883.38	2,867,680.33	2,886,520.79	2,947,534.37
在建工程	2,078,961.33	2,059,827.49	2,690,305.29	2,905,492.65
无形资产	321,956.35	443,221.89	469,853.68	517,128.59
总资产	16,936,926.07	20,232,223.34	24,169,317.29	25,269,669.13
其他应付款	533,007.60	761,712.47	914,163.11	964,326.69
短期债务	2,092,104.89	2,239,636.12	2,605,813.19	1,895,243.57
长期债务	1,916,457.76	2,497,049.51	3,258,326.10	3,735,334.23
总债务	4,008,562.64	4,736,685.62	5,864,139.30	5,630,577.80
净债务	-1,830,575.67	-2,090,565.68	-1,904,021.11	-2,822,569.04
总负债	7,712,230.80	9,430,307.45	11,211,106.64	11,614,715.92
费用化利息支出	127,226.14	151,877.12	231,479.30	70,063.88
资本化利息支出	45,278.89	44,690.33	21,137.14	10,515.73
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	4,341,781.30
所有者权益合计	9,224,695.26	10,801,915.89	12,958,210.65	13,654,953.21
营业收入	6,670,791.89	7,721,408.18	9,587,114.17	2,775,495.77
三费前利润	1,920,364.96	2,286,993.69	2,958,105.36	1,015,626.03
营业利润	994,769.23	1,430,418.31	2,090,279.42	782,730.23
投资收益	34,951.69	10,166.41	17,408.30	3,228.44
营业外收入	69,676.08	13,276.27	23,430.72	11,672.01
净利润	783,736.09	1,044,657.87	1,565,867.08	584,133.23
EBIT	1,185,022.26	1,582,079.38	2,320,401.79	852,191.69
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	2,757,964.03
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	762,610.86
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	1,261,543.21
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	590,244.12
吸收投资收到的现金	60,278.21	90,223.89	477,777.14	47,377.76
资本支出	505,080.23	487,353.54	707,162.90	166,489.40
经营活动产生现金净流量	1,520,879.92	1,348,409.46	395,510.62	829,731.39
投资活动产生现金净流量	-557,086.22	-813,599.46	-411,562.21	-398,351.18
筹资活动产生现金净流量	352,232.35	347,763.02	1,000,319.87	203,532.06
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	32.15	34.60	37.52	45.10
三费收入比(%)	14.13	11.42	10.36	8.40
总资产收益率(%)	7.58	8.51	10.45	--
流动比率(X)	2.13	2.10	2.28	2.33
速动比率(X)	1.80	1.79	1.92	2.00
资产负债率(%)	45.54	46.61	46.39	45.96
总资本化比率(%)	30.29	30.48	31.16	29.20
长短期债务比(X)	1.09	0.90	0.80	0.51
经营活动净现金/总债务(X)	0.38	0.28	0.07	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.73	0.60	0.15	--
经营活动净现金/利息支出(X)	8.82	6.86	1.57	10.30
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	4.46
EBITDA 利息倍数(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年一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。

附五：宜宾市国有资产经营有限公司主要财务数据及指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	97,532.88	115,289.51	102,930.37	114,607.69
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	33,106.11	1,107.21	788.70	785.96
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	967,615.20	953,716.81	1,066,173.66	1,079,550.51
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	100,870.82	101,770.82	112,442.52	112,442.52
长期股权投资	2,449,393.97	2,733,379.56	3,051,251.22	3,100,171.22
固定资产	7,851.57	7,561.64	7,148.97	7,049.56
在建工程	0.00	0.00	0.00	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	4,416,445.40
其他应付款	71,559.31	78,535.61	67,632.79	76,786.75
短期债务	258,602.00	312,935.00	401,800.00	321,800.00
长期债务	686,140.20	990,520.00	1,153,908.00	1,253,578.00
总债务	944,742.20	1,303,455.00	1,555,708.00	1,575,378.00
净债务	847,209.32	1,188,165.49	1,452,777.63	1,460,770.31
总负债	1,016,861.63	1,382,398.26	1,624,145.12	1,652,795.05
费用化利息支出	33,033.18	40,096.28	70,787.43	21,419.13
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	2,763,650.36
营业收入	2,552.87	4,495.48	8,225.96	5,997.68
三费前利润	1,696.03	1,697.67	7,330.32	5,886.13
营业利润	118,736.97	192,854.85	263,834.59	-5,685.86
投资收益	152,437.35	233,016.93	280,564.09	14.43
营业外收入	0.00	120.01	1.70	0.00
净利润	117,487.00	192,880.32	263,655.52	-5,743.86
EBIT	151,606.73	232,944.22	334,404.84	15,675.27
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	16,762.71
收到其他与经营活动有关的现金	1,024.58	10,705.39	12,174.96	9,219.50
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	326.82
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	151.44	148.16	15.04	7.68
经营活动产生现金净流量	10,106.49	35,639.74	63,702.39	24,356.73
投资活动产生现金净流量	4,832.52	-611,163.12	-197,690.25	-61,485.51
筹资活动产生现金净流量	-51,895.85	593,280.01	121,628.72	48,806.10
财务指标	2016	2017	2018	2018.3
营业毛利率(%)	100.00	98.35	100.00	100.00
三费收入比(%)	1,387.91	928.98	290.83	193.18
总资产收益率(%)	4.77	6.15	8.10	--
流动比率(X)	3.32	2.74	2.49	2.99
速动比率(X)	3.32	2.74	2.49	2.99
资产负债率(%)	27.80	35.29	37.38	37.42
总资本化比率(%)	26.34	33.96	36.38	36.31
长短期债务比(X)	0.38	0.32	0.35	0.26
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.03	0.04	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.11	0.16	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.31	0.89	0.90	1.14
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	0.36
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年一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。

附六：基本财务指标的计算公式

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+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

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附七：主体信用等级的符号及定义

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。

附八：债券信用等级的符号及定义

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，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。