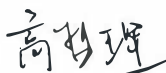


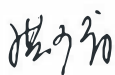
2020 年第三期宜宾市国有资产经营有限公司

公司债券信用评级报告

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn



项目组成员：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn



电话：(027)87339288

2020 年 06 月 28 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。

■ 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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 [2020]2180D 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 年第三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

二零二零年六月二十八日

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	22 亿元	5 年	每年付息一次，到期一次还本付息	10 亿元用于新能源产业制造园区项目，5 亿元用于宜宾南溪经济开发区“3+1”产业推进项目，7 亿元用于补充公司流动资金

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”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年第三期宜宾市国有资产经营有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了宜宾国资地处位置优越、经济实力快速增强的宜宾市，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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,023.22	2,416.93	2,883.95	2,969.60
所有者权益合计（亿元）	1,080.19	1,295.82	1,558.32	1,632.54
总负债（亿元）	943.03	1,121.11	1,325.63	1,337.06
总债务（亿元）	473.67	586.41	708.43	774.08
营业总收入（亿元）	772.14	958.71	1,169.20	308.36
经营性业务利润（亿元）	144.28	204.45	255.78	92.07
净利润（亿元）	104.47	156.59	192.67	68.15
EBITDA（亿元）	207.32	259.60	322.80	--
经营活动净现金流（亿元）	134.84	39.55	245.39	-12.20
收现比(X)	0.87	0.89	1.00	0.73
营业毛利率(%)	34.60	37.52	38.18	47.31
应收类款项/总资产(%)	7.77	8.98	9.06	8.63
资产负债率(%)	46.61	46.39	45.97	45.02
总资本化比率(%)	30.48	31.16	31.25	32.16
总债务/EBITDA(X)	2.28	2.26	2.19	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.55	10.28	8.23	--
宜宾国资（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	391.69	434.46	442.10	463.80
所有者权益合计（亿元）	253.45	272.05	302.26	313.13
总负债（亿元）	138.24	162.41	139.84	150.66
总债务（亿元）	130.35	155.57	131.86	142.55
营业总收入（亿元）	0.45	0.82	3.03	0.62
经营性业务利润（亿元）	-4.01	-1.66	-1.50	-0.20
净利润（亿元）	19.29	26.37	35.98	9.87
EBITDA（亿元）	23.34	33.48	--	--
经营活动净现金流（亿元）	3.56	6.37	7.73	1.43
收现比(X)	9.63	7.36	2.34	2.32
营业毛利率(%)	98.35	100.00	100.00	100.00
应收类款项/总资产(%)	24.35	24.59	20.55	19.32
资产负债率(%)	35.29	37.38	31.63	32.48
总资本化比率(%)	33.96	36.38	30.37	31.28
总债务/EBITDA(X)	5.59	4.65	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.82	4.73	--	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度及母公司口径 2019 年度现金流量表补充表，故相关指标失效；4、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

■ **区域经济实力快速增强。**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 2020 年 6 月 1 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 158.59 元/股的收盘价计算，持股市值达 3,374.80 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、化工及纺织行业等，其中白酒及化工业务在业内具备极强的竞争优势。近年来，得益于各业务板块的良好运营，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 2020 年 3 月末，母公司总债务为 142.55 亿元，其中短期债务为 30.62 亿元，结合当期末母公司账面货币资金来看，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，备用流动性大幅减少等。

同行业比较

2019 年四川省同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	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	2,883.95	1,558.32	45.97	1,169.20	192.67	245.39
四川发展（控股）有限责任公司	11,470.07	3,103.58	72.94	2483.17	84.09	108.12
四川省投资集团有限责任公司	827.84	384.92	53.50	124.24	26.75	6.43
成都产业投资集团有限公司	768.16	329.47	57.11	65.40	9.07	-19.35

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

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2020年3月末，公司的注册资本及实收资本均为13.90亿元。公司的实际控制人和唯一股东均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”）。

公司作为宜宾市人民政府的投资主体，为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，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，同时公司亦承担部分宜宾市产业投资和基础设施及配套建设任务。

表 1：截至 2020 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	简称	持股比例
宜宾五粮液股份有限公司	五粮液股份	54.84%
宜宾丝丽雅集团有限公司	丝丽雅集团	68.08%
宜宾天原集团股份有限公司	天原集团	16.88%
宜宾纸业股份有限公司	宜宾纸业	44.87%
四川港荣投资发展集团有限公司	四川港荣	100.00%
宜宾市新兴产业投资集团有限公司	宜宾新兴产投	100.00%
宜宾市城市和交通投资集团有限公司	宜宾城交投	100.00%
宜宾市城市和交通工程建设集团有限公司	宜宾城交建	100.00%
宜宾市科教产业投资集团有限公司	宜宾科教投	70.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模为22.00亿元，发行期限为5年。本期债券采用单利按年计息，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。

募集资金用途方面，10.00亿元用于新能源产业制造园区项目，5.00亿元用于宜宾南溪经济开发区“3+1”产业推进项目，7.00亿元用于补充公司流动

资金。

表 2：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
新能源产业制造园区项目	14.99	10.00	66.71%
宜宾南溪经济开发区“3+1”产业推进项目	20.48	5.00	24.42%
补充营运资金		7.00	
合计	35.47	22.00	--

资料来源：公司提供

新能源产业制造园区项目由四川港荣实施建设，项目建设内容主要包括厂房建设及配套工程建设。本项目总投资14.99亿元，建设期为14个月，总用地需求约517.5亩，建筑面积约24.50万平方米，项目主要收入来源于建成后的新能源厂房（含宿舍）租赁收入和食堂出租收入等。

宜宾南溪经济开发区“3+1”产业推进项目由宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司（以下简称“罗龙投资”）实施建设，罗龙投资为公司的参股子公司，直接持股比例为35.00%。项目建设内容主要包括南溪区粮食现代物流建设项目，宜宾惠美精纺新增年产10,000吨纺纱项目，宜宾罗龙工业集中区污水处理厂技术改造工程，南溪区九龙食品园区污水处理厂项目，南溪区一般工业固废垃圾填埋场工程，经开区特色轻工产业园项目，南溪区六尺巷酒业标准厂房扩建项目，经开区蓝领公寓项目8个子项目。本项目总投资20.48亿元，建设期为36个月，项目主要收入来源于建成后租金及物业费、广告收入、停车位（经开区特色轻工产业园项目）收入、污水处理垃圾填埋服务收入等。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中

国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演

变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

近年来大众消费逐步成为白酒消费的主要方式，人均可支配收入的提升和消费升级成为影响白酒销量的重要因素，新冠肺炎疫情短期内将冲击白酒消费市场

白酒是我国特有的酒种。白酒按香型分类，可

以分为浓香型（也称泸香型，以五粮液、泸州老窖和古井贡酒为代表）、酱香型（也称茅香，以茅台为代表）、清香型（也称汾香型，以汾酒为代表）的三大香型，还有兼香型（浓酱结合）、凤香型（西凤酒）等。三大香型白酒都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经长时间发酵而成，最后用“甑”蒸馏而成原酒，原酒经过长时间储存老熟，经勾调后成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

2012年以来，受“勾兑门”及“塑化剂”等行业负面事件以及中央出台“八项规定”、限制“三公”消费等因素影响，高档白酒需求迅速下滑，行业进入调整期。目前白酒行业已进入平稳发展时期，根据国家统计局数据，2019年全国白酒产量为785.9万千升，同比略有下降。

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。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。但同世界其他国家相比，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。

长期以来，在国家发改委的产业目录中，白酒始终作为限制类产业，在生产经营许可、异地生产、产业拓展审批等方面予以严格限制，但自2020年1月1日起《产业结构调整指导目录（2019年本）》施行，第二类的“限制类”产业中去掉了白酒产业，这意味着白酒产业已不再是国家限制类产业，中诚信国际将对行业准入门槛放宽的后续影响保持关注。

近年来白酒行业品牌集中度不断提升，企业间业绩分化持续扩大，部分中小型酒企或面临生存压力

从白酒行业发展趋势来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。2016年以来，随着个人消费占比逐步提高，市场景气度回暖，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等先后调高其高档白酒销售价格，中高端白酒市场持续向好。根据国家统计局数据，2019年，全国规模以上白酒企业实现销售收入5,617.82亿元，同比增长8.24%；实现利润总额1,404.09亿元，同比增长14.54%。

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。2019年在大众消费升级的带动下，贵州茅台、五粮液及泸州老窖作为高档白酒龙头企业，收入增速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，加之2020年初新冠病毒疫情影响，部分企业或面临生存压力。

表3：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元，%）

2019年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
贵州茅台	888.54	15.10	412.06	17.05
五粮液	501.18	25.20	174.02	30.02
洋河股份	231.26	-4.28	73.83	-9.02
老窖股份	158.17	21.15	46.42	33.17
山西汾酒	118.80	26.63	19.39	32.16

资料来源：中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。此外，经过前一阶段行业内深度调整，部分企业经营业绩出现下滑且并持续处于经营困境，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。

2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令化工行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化，行业集中度持续提升；行业收入保持平稳，但整体盈利能力下降，行业间盈亏变动存在分化

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸同比负增长外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模

式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 4：近年我国部分化工产品产量统计（万吨、亿立方米、万条、%）

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平，中美两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一

业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

¹本文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采

定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下行业对化工产品的需求预计将反弹。

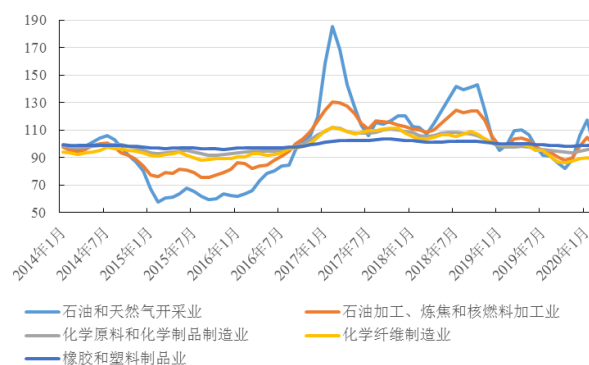
从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动将自 5 月 1 日起生效，后续原油价格走势需持续关注。

中诚信国际认为，低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数

（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度较上年下行，大多数化工产品价格同比下降，使得行业营业收入虽然仍呈增长态势，但增幅大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6% 和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020 年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

补足基建短板方面，监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

规范政府投资方面，2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

中诚信国际认为，一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。此外，肺炎疫情的爆发进一步突显了城市医疗卫生基础设施领域的短板，预计各地区都将加大医疗卫生领域的基建投资，地区基建平台的参与度或将进一步提升。

依托于较好的产业基础及突出的区位优势，宜宾市近年来发展势头强劲，经济及财政发展水平均位于四川省前列

财政级次及特殊地位：宜宾市为四川省地级市，区位优势得天独厚，地处四川、云南、贵州三省结合部，金沙江、岷江、长江三江交汇处，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。全市辖3区7县，面积1.33万平方公里。

经济发展水平：近年来，宜宾市发展势头强劲，经济实力快速增强。2019年，宜宾市完成地区生产总值(GDP)2,601.89亿元，在四川省21个地州市中排第3位，按可比价格计算，比上年增长8.8%。三次产业结构由上年的10.8: 50.3: 38.9调整为10.7: 50.3: 39.0。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。2019年末，宜宾市常住人口457.3万人，常住人口城镇化率为51.19%；按常住人口计算，宜宾市人均地区生产总值57,003元，增长8.3%。

财政情况：2019年，宜宾市实现公共财政预算收入175.49亿元，在四川省21个地州市中排第2位，比上年增长9.1%，其中税收收入为115.04亿元，增长7.64%；同期宜宾市公共财政预算支出为463.62亿元，公共财政预算平衡率为38%，自身财政平衡能力一般，对上级补助依赖较大；2019年，宜宾市土地出让情况较好，实现政府性基金收入232.11亿元，同比增长75.59%。

表 5：2019 年四川省各地市州经济财政概况（亿元）

地区	GDP	GDP 增速	公共预算收入
成都市	17,012.65	7.80%	1,483.00
绵阳市	2,856.20	8.10%	131.15
宜宾市	2,601.89	8.80%	175.49
德阳市	2,335.90	7.20%	125
南充市	2,322.22	8.00%	123.32
泸州市	2,081.26	8.00%	159.64
达州市	2,041.50	7.70%	107.6
乐山市	1,863.31	7.60%	116.73
凉山州自治州	1,676.30	5.60%	153.59
内江市	1,433.30	7.80%	63.64
自贡市	1,428.49	7.80%	61.25
眉山市	1,380.20	7.50%	110.77
遂宁市	1,345.73	8.10%	69.27

广安市	1,250.40	7.50%	85.7
攀枝花市	1,010.13	6.30%	62.96
广元市	941.85	7.50%	48.49
资阳市	777.80	7.00%	53.1
巴中市	754.29	6.00%	47.67
雅安市	723.79	8.00%	43.01
阿坝自治州	390.08	6.10%	26.4
甘孜自治州	388.46	6.50%	34.12

资料来源：各地市州统计公报、政府工作报告，中诚信国际整理

未来发展机遇：根据川南经济区“十三五”发展规划纲要及重要部署，宜宾市未来定位为长江上游区域中心城市、全国性综合交通枢纽及四川南向开放枢纽门户。目前宜宾市正在培育形成全省经济副中心城市，力争建成全省第二经济增长极，依托于独特的地理位置及雄厚的产业基础，预计未来一段时期内宜宾市地区经济将延续快速发展的势头。

业务运营

公司系宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，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，同时亦承担部分宜宾市产业投资和基础设施及配套建设任务。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。

公司业务呈多元化发展态势，下属企业涉及行业众多，业务涵盖白酒销售、化工产品销售、贸易、纤维、纸张销售等，其中白酒及化工等业务在行业内具备极强的竞争优势。具体来看，受益于白酒行业景气度维持高位，五粮液产销规模持续扩大，产品价格持续上浮，公司白酒销售业务收入连年大幅增长，是公司营业收入增长的最重要助力；由于公司化工产品销售、塑料制品及纸张销售业务在各自行业内都处于较高发展水平，上述业务收入规模均稳步提升；贸易业务随着各子公司对贸易上下游渠道的巩固，收入规模持续扩增；纤维销售业务受纺织市场行情的影响，收入存在小幅波动；其他业务涉及行业众多，收入规模整体呈现增长趋势。

表 6：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

	2017	2018	2019
白酒销售	319.76	410.37	497.58

贸易	94.40	110.78	150.33
纤维销售	92.56	95.28	92.28
化工产品销售	52.75	65.27	75.07
塑料制品	18.14	18.52	25.45
纸张销售	12.86	12.92	16.01
其他	181.68	245.58	312.48
合计	772.14	958.71	1,169.20
占比	2017	2018	2019
白酒销售	41.41	42.80	42.56
贸易	12.23	11.55	12.86
纤维销售	11.99	9.94	7.89
化工产品销售	6.83	6.81	6.42
塑料制品	2.35	1.93	2.18
纸张销售	1.66	1.35	1.37
其他	23.53	25.62	26.73
合计	100.00	100.00	100.00

注：其他业务板块主要包括浆粕销售、机械加工、房地产销售、橡胶制品销售、玻璃制品销售和基础设施代建等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司基础设施建设业务模式清晰，项目量充足，业务稳定性和可持续性均较好，但未来也面临一定投资压力

公司城市基础设施建设业务主要由子公司宜宾城交投、宜宾城交建和四川港荣负责运营。

从职能定位来看，宜宾城交投及宜宾城交建主要负责宜宾市城区的重要基础设施和保障房建设业务，其中宜宾城交投主要突出投融资职能，宜宾城交建主要突出工程施工职能。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，不足部分自行融资，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。

四川港荣主要负责宜宾临港经济开发区（以下简称“临港经开区”）范围内的土地开发整理、基础设施及保障房建设等业务。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”）行使对四川港荣的监管职责。业务模式方面，四川港荣主要采用委托代建模式承接基础设施项目建设，为分散投资压力，部分项目也采用 PPP 及招商模式。临港经开区管委会按照项目

投资规模对前期工作阶段和建设实施阶段的代建管理费实施费率上限控制，费率区间为0.27%~4.06%。

截至2020年3月末，公司承接的重要基础设施建设项目总投资为193.64亿元，已完成投资44.18

亿元，尚有149.46亿元的投资缺口。**中诚信国际认为**，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，续建项目和储备项目较多，业务稳定性及可持续性均较强，但未来公司存在一定的资本支出压力。

表7：截至2020年3月末公司重要承建项目（单位：亿元）

在建项目	承接主体	计划建设期	总投资	已投资	项目模式
宜宾市便民服务中心	宜宾城交建	24个月	3.81	0.30	代建
宜宾市民中心绿地景观	宜宾城交建	24个月	3.79	0.30	代建
成贵铁路金沙江公铁两用桥南连接线二期外江路立交工程	宜宾城交建	24个月	2.30	2.27	代建
宜宾市市民健康活动中心	宜宾城交建	24个月	2.48	0.00	代建
四川宜宾军民合用机场迁建项目	宜宾城交投	48个月	29.26	17.80	自建
宜宾市博物馆项目	宜宾城交投	16个月	3.70	0.90	代建
宜宾市文化馆项目	宜宾城交投	16个月	2.44	0.90	代建
宜宾市中心城区水源迁建和供水保障抢险救灾工程	宜宾城交投	12个月	23.96	17.43	代建
宜宾市第五水厂工程	宜宾城交投	24个月	3.32	1.69	自建
竹文化生态产业园	四川港荣	24个月	26.8	1.36	自建
东部产业园基础设施项目（一期）	四川港荣	28个月	55.3	0.29	自建
宜宾国际会展中心二期项目	四川港荣	8个月	7.31	0.03	自建
极米智能光电项目	四川港荣	--	10.00	0.02	代建
龙头山生态旅游项目一期	四川港荣	42个月	2.37	0.30	自建
裕同科技宜宾智能包装及竹浆环保纸塑项目	四川港荣	12个月	6.00	0.35	代建
酒融仓南溪地块项目	四川港荣	48个月	10.8	0.24	自建
其他项目	--	--	7.38	1.44	--
合计		--	193.64	44.18	--

注：1、表内总投资额和建设周期为预计情况；2、其他项目为项目总投资小于2.00亿元的多个项目汇总。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

白酒业务市场地位稳固，核心竞争力稳居高位；近年来，随着五粮液股份对产品结构、价格及营销策略持续调整及优化，白酒业务收入规模及盈利能力均持续提高

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2020年3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%。同期末，五粮液股份总资产1,054.52亿元，归属于上市公司股东的净资产819.95亿元。2019年，得益于良好的品牌效应、产品的升级换代以及合理的营销战略，五粮液股份营业总收入达到501.18亿元，同比大幅增长25.20%；

归属于上市公司股东的净利润为174.02亿元，同比大幅增长30.02%。

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，在全球市场具有较大的影响力，品牌价值感持续提升。2019年，五粮液位居世界品牌实验室发布的2019年“中国500最具价值品牌”第19位，较2018年提升1位；“世界品牌500强”第302位，较2018年上升24位；位列亚洲品牌500强第40名，较2018年提升8位。目前五粮液股份主要产品为五粮春、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。

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，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。2019年，前五名供应商合计采购金额为20.25亿元，较2018年同比增长4.37亿元，占年度采购总额的21.17%。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。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。

产品销售方面，五粮液股份通过以宜宾五粮液酒类销售有限责任公司为一级供应商，遍布全国各地的酒类经销商为二级销售渠道的销售模式，同时逐步推动直属营销中心的设立，建立了覆盖全国的酒类产品销售网络。销售客户方面，2019年，前五名销售客户合计销售金额为66.56亿元，占年度销售总额的13.28%，前五大客户的销售金额较2018年同比增长22.80亿元，客户集中度进一步提高。2019年，五粮液股份根据市场需求加大了品牌宣传、营销以及研发费用的投入，导致销售费用及研发费用较2018年分别同比增加31.85%和50.28%，分别达到49.86亿元和1.26亿元。随着营销变革、数字化转型和营销队伍建设，五粮液市场营销能力显著增强，销售收入逐年增长。五粮液股份主要以销售高价位酒为主，高价酒收入占酒类收入比重逐年递增，并于2019年升至85.46%。2019年，五粮液股份顺利实现了经典五粮液第八代的换包上市，市场反应良好，市场价格稳步提升突破1,000元，高价位酒的调价进一步推动了业绩上涨。

产销量方面，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。但2019年以来，五粮液股份通过系列酒产品的结构优化，清理了部分低价位产品，使得当期五粮液股份商品酒销售量及生产量分别较上年同比下降13.67%和12.34%。

表 8：2017~2019 年五粮液股份酒类经营情况

项目名称	2017	2018	2019
生产量（吨）	180,239	191,968	165,411
销售量（吨）	180,007	191,596	168,272
库存量（吨）	12,598	12,970	15,831
酒类收入（亿元）	280.92	377.52	463.02
其中：高价位酒收入（亿元）	213.94	301.89	395.71

资料来源：五粮液股份 2017~2019 年度报告，中诚信国际整理

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2020年6月1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158.59元/股的收盘价计算，持股市值达3,374.80亿元，并且公司每年都能收到五粮液丰厚的分红款。从近年来五粮液股份现金分配方案来看，分红金额较高，其中2019年，五粮液股份每10股派现金22元（含税），拟分配现金高达85.40亿元，较2018年同比增长29.41%。

中诚信国际认为，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，在白酒行业地位稳固，核心竞争力稳居高位。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。但2020年以来，受新冠病毒疫情影响，餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力；若疫情延续时间超预期，将影响下游经销商和零售商库存消化，疫情对消费需求的冲击及其对五粮液股份经营情况的影响仍需关注。

化工业务整体向好发展，产品产销量达到较高水平，但氯碱产品价格的波动影响了化工业务的利润水平；贸易业务收入规模持续扩增，但毛利率保持低位；此外，公司未来仍面临宏观环境下行压力及环保压力

公司化工及供应链服务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。近年来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 2020 年 3 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。

天原集团目前已经拥有完整的“资源能源-氯碱化工-化工新材料及新能源电池材料”的一体化制造业循环产业链，主营产品包括 PVC、离子膜烧碱、水合肼、水泥、钛白粉、苯乙烯、PVC-O 管材、LVT 地板、塑胶管路系列产品等。近年来，天原集团营业总收入持续增长，2019 年，天原集团实现营业总收入 231.03 亿元，较上年同比增长 27.48%；归属于上市公司股东的净利润为 0.79 亿元，同比大幅减少 49.25%。天原集团收入来源主要为供应链服务业务和化工业务，2019 年上述两项业务收入分别占天原集团营业总收入的 65.07%和 31.57%。

化工业务方面，近年来，天原集团主要的化工产品生产完成情况均超过预期，各项产品产销量均达到较高水平。其中，PVC 产品的产能及产销量较为平稳；烧碱产销量稳步上涨，由于产业链及物流优势，烧碱产品的单位盈利能力很强。2019 年，受外部经济环境影响及冲击，烧碱产品单价降幅较大，对公司营业毛利率产生了较大影响，但仍为天原集团第一大利润来源。

表 9：2017~2019 年天原集团 PVC、烧碱产销情况（万吨）

项目名称		2017	2018	2019
PVC	产量	37.55	40.03	40.88
	销量	37.57	39.15	38.75
烧碱	产量	35.21	39.45	40.68
	销量	29.92	34.12	35.10

资料来源：天原集团 2017~2019 年度报告，中诚信国际整理

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，其销售模式主要以直销为主、

代理商和经销商为辅。2019 年，天原集团销售市场主要分布于华东、西南和华南地区，三者对 2019 年天原集团收入的贡献分别约为 52.73%、23.80%和 15.96%。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，加大精细化化工产品生产。2018 年，天原集团通过定增投资了一系列项目，根据定增预案，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。2019 年，募投项目年产 5 万吨氯化法钛白粉项目成功实现一次性开车并产出优质产品，技术风险完全释放，项目建设周期优于国内同行业水平，项目已部分转固；高分子新材料产业年产 1000 万平方米 LVT 项目及年产 3 万吨 PVC-O 项目已建成投产，并实现产销两旺；新能源锂电产业年产 2 万吨锂电三元正极材料及前驱体项目已大部分建成，装置具备正常生产条件，后续随着宜宾宁德时代 30G 电池生产项目投产，将为天原集团锂电产业带来巨大的发展机会。

供应链服务业务方面，天原集团供应链服务规模逐年扩大，其收入由 2015 年的 71.86 亿元增至 2019 年的 150.33 亿元，但毛利率一直维持低位，2019 年仅为 0.46%，该板块存在一定的经营风险。天原集团贸易品种较丰富，供应链服务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供应链服务业务的盈利能力。

中诚信国际认为，化工业务整体向好发展，保持了较高的产能利用率；同时，产业链协同效应明显，原材料的就近采购亦增强了产品成本优势；但近年来氯碱产品价格的波动对公司盈利产生了一定的影响；此外，受中美贸易及新冠肺炎疫情的影响，经济下行的压力进一步加大；同时，供给侧结构性改革是目前化工行业发展的主导方向，绿色发展已成为化工行业的共识和选择，随着国家环保安全监管力度的持续加强，再加上各种相关标准和要求逐步提高，天原集团面临一定的环保压力。

受外部环境及棉花价格波动影响，各板块纺织产品的产销量及价格均呈现波动趋势

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 2020 年 3 月末，公司持有丝丽雅集团 68.08% 的股份，为其控股股东。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。截至 2019 年末，丝丽雅集团总资产为 195.55 亿元，净资产为 22.83 亿元；2019 年，丝丽雅集团实现营业总收入 192.15 亿元，较 2018 年略有增加；净利润 0.32 亿元，同比大幅下降 4.43 亿元。

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，对公司纺织业务的利润水平产生了较大影响。虽然丝丽雅集团对产品进行了结构性调整，但是各产品价格依然处于波动状态。具体来看，近年来，粘胶长丝产品价格波动上涨，产销量逐年提升；绣花线产品价格波动上涨，产量波动减少，销量逐年下降；短纤产品的供过于求较为严重，产销量及产品价格均逐年递减，对纺织业务收入及利润水平产生了较大影响。

上游客户方面，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。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，“丝转债”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。但 2020 年以来，受中美贸易摩擦叠加疫情等影响，纺织产品海外需求严重下滑，丝丽雅集团出口业务承压。

中诚信国际认为，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，但需关注中美贸易摩擦及新冠疫情等外部环境对公司纺织业务的影响。

表 10：近年来丝丽雅集团经营情况

项目	2017	2018	2019
营业总收入（亿元）	168.23	190.04	192.15
其中：粘胶长丝（亿元）	20.43	21.78	20.91
绣花线（亿元）	11.03	14.72	18.43
粘胶短纤（亿元）	60.09	58.78	44.56
产量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	40,632	43,555	45,634
绣花线（吨）	17,113	17,249	15,993
粘胶短纤（吨）	314,750	311,598	264,745
销量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	39,504	44,243	45,588
绣花线（吨）	18,019	16,330	15,592
粘胶短纤（吨）	302,090	313,055	265,275

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生活用纸生产线的投产为公司提供了新的收入增长点，但纸业产品以食品包装及生活用纸原纸为主，下游竞争压力较大，同时易受环保政策影响

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。1997年，宜宾纸业在上海证券交易所上市。截至2020年3月末，公司通过全资子公司五粮液集团持有宜宾纸业5,669.18万股，持股比例为44.87%。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和生活用纸原纸，目前已形成年产能25万吨食品包装原纸和年产能10万吨生活用纸原纸的生产能力。

近年宜宾纸业经营情况向好，营业收入逐年增长。其中，2019年，造纸行业受益于国家环保整治及供给侧结构性改革等因素的影响，加速了行业内的落后产能淘汰和资源整合，行业市场情况得到改善，同时，宜宾纸业生活用纸生产线的投产带动了营业收入的增长，为公司提供了新的利润增长点。2019年，宜宾纸业实现营业总收入16.01亿元，较上年同比大幅增加23.85%；归属于上市公司股东的净利润为0.12亿元，同比大幅减少92.92%。由于宜宾纸业产品毛利对食品包装原纸和生活用纸的市场价格非常敏感，纸品单价下跌导致毛利率从2018年的16.14%降至2019年的10.87%。

宜宾纸业采取“以销定产”的经营模式，根据客户的需求和订单安排生产，有效的提高存货周转率，降低了公司成本。2019年，宜宾纸业销售区域主要为西南地区，其次为中南地区，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。

产销量方面，宜宾纸业近年来食品纸纸品产销量较为稳定，2019年，宜宾纸业生产纸品28.30万吨，比2018年增长24.76%，主要系新投入的生活用纸生产所致。

表 11：近年来纸品经营情况

项目	2017	2018	2019
食品纸产量（万吨）	22.62	22.46	20.69
食品纸销量（万吨）	22.13	21.93	21.58
营业总收入（亿元）	11.58	12.93	16.01

资料来源：宜宾纸业 2017~2019 年度报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着宜宾纸业新生产线的建成投产，其产能进一步提升，营业收入持续上升。但受新冠肺炎疫情影响，国内国际经济下行压力进一步加大，给造纸市场带来了不确定性。

战略规划及管理

公司未来将致力于构建“一体两翼”的发展体系，成为助推宜宾市加快建成全省经济副中心的重要助力之一

公司未来将构建以资本运营为主体、以股权投资和金融服务为两翼的“一体两翼”业务体系，切实发挥“投融资、资本运作、产业培育、金融服务、改革创新”五重平台功能，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，成为全国领先的国有资本投资运营集团，并助推宜宾市加快建成全省经济副中心。

公司拥有较为完善的法人治理结构和管理体系，随着各项管理制度的不断完善，公司管理水平及效率有望进一步提高

公司已建立了由董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。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。此外，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，并根据业务特点完善了各项管理规章制度，建立了监管体系。随着公司各项管理制度的不断完善，公司管理水平将

得到进一步提升，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。

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、2018~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期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。

盈利能力

得益于白酒业务收入和净利润规模的上升以及其他业务板块的稳步发展，公司整体盈利能力持续增强

公司营业毛利率整体呈上升趋势。分板块看，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，白酒板块毛利率稳步提升，有力地提升了公司整体的盈利水平；贸易和纤维销售业务毛利率持续处于低位；化工产品销售、塑料制品和纸张销售业务毛利率尚可，但受市场行情的影响呈现波动趋势；此外，公司其他业务板块毛利率较为稳定。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2017	2018	2019
白酒销售	69.16	73.60	75.98
贸易	0.41	0.46	0.46
纤维销售	4.97	0.37	3.59
化工产品销售	17.12	20.02	15.54
塑料制品	7.62	8.67	4.95
纸张销售	8.59	16.14	10.87
其他	16.24	16.32	15.90
合计	34.60	37.52	38.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，由于白酒行业景气度持续提升，五粮液股份加大了对品牌宣传以及营销的投入，使得销售费用逐年升高。管理费用方面，随着经营规模的扩大，公司管理费用也随之逐年提升。此外，

财务费用因利息资本化且叠加部分利息收入，保持在较小规模。在上述因素的共同作用下，公司期间费用规模逐年攀升，但得益于公司营业总收入扩增幅度更大，期间费用收入占比仍保持在 10% 左右，整体处于较低水平。

近年来，公司白酒销售业务始终保持较强的盈利能力，是公司利润的主要来源，同时其他业务板块也呈稳健发展趋势，公司经营性业务利润逐年大幅增加。此外，2017~2019 年，公司分别收到政府补助及税收返还 3.73 亿元、7.92 亿元和 7.70 亿元，对公司利润总额形成有益补充。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	88.15	99.29	124.01	30.21
期间费用率(%)	11.42	10.36	10.61	9.80
经营性业务利润	140.55	204.45	255.78	92.07
其他收益	3.73	7.92	7.70	0.61
利润总额	143.02	208.89	260.46	91.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司层面来看，母公司营业收入主要来源于担保业务及贷款业务，近年来母公司营业收入虽由 2017 年的 0.45 亿元增至 2019 年的 3.03 亿元，但整体规模偏小。母公司期间费用主要由财务费用构成，近年来经营性业务利润持续为负，利润主要来自五粮液等子公司分红收益。2017~2019 年，母公司分别获得投资收益 23.30 亿元、28.06 亿元和 37.68 亿元。

资产质量

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，且公司持有优质上市公司股权，资产流动性及收益性良好；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

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。从资产结构上看，流动资产为总资产的重要构成，占总资产比重在 60% 左右。具体来看，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。其中，公司旗下拥有众多从事制造业的上市子公司，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 年末，公司受限货币资金为 42.80 亿元，主要为不可提前支取的结构性存款、保证金及定期存单等。公司存货主要构成为在产品、库存商品、基础设施建设业务对应的开发成本和原材料等，其中在产品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。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。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。由于公司持有众多优质上市公司股权，也拥有较大规模的投资性房地产及固定资产，能产生一定规模的稳定现金流入，整体来看，公司资产流动性及收益性良好。

近年来公司负债总额亦呈扩张态势，其中流动负债占负债总额比重在 60% 左右，主要为预收酒款和工程款以及应付供应商款项和未结算工程款项金额。公司下属各板块子公司近年来发展较快，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，因此借款规模逐年递增并保持在较大规模。

近年来，公司所有者权益的持续增长，主要来自利润的累积以及宜宾市各级政府的资产和资金注入。随着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，未来融资空间较大。此外，公司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。

表 14：近年来公司主要资产及负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	2,023.22	2,416.93	2,883.95	2,969.60
货币资金	682.73	776.82	776.47	781.33
存货	186.68	236.80	316.52	293.58
应收票据	148.67	189.75	202.64	221.65
其他应收款	113.62	157.93	158.59	164.12
固定资产	286.77	288.84	286.39	283.65

在建工程	205.98	270.67	331.86	350.50
总负债	943.03	1,121.11	1,325.63	1,337.06
预收款项	99.42	104.97	192.24	120.63
应付账款	115.96	122.47	122.49	123.56
短期借款	114.23	135.03	107.78	115.03
长期借款	204.71	282.04	330.72	329.08
应付债券	0.00	8.78	62.02	103.54
长期应付款	48.47	145.06	120.77	131.01
所有者权益	1,080.19	1,295.82	1,558.32	1,632.54
实收资本	13.90	13.90	13.90	13.90
资本公积	371.11	444.79	537.65	550.36
未分配利润	364.68	421.34	497.60	529.30
少数股东权益	321.95	407.24	492.95	522.76

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 15：近年来公司资本结构及资产质量情况

	2017	2018	2019	2020.3
资产负债率（%）	46.61	46.39	45.97	45.02
总债务（亿元）	473.67	586.41	708.43	774.08
总资本化比率（%）	30.48	31.16	31.25	32.16
短期债务/总债务（X）	0.47	0.44	0.39	0.38
应收类款项/总资产（X）	7.77	8.98	9.06	8.63

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，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，资产质量较为优良。截至 2020 年 3 月末，母公司长期股权投资和其他应收款占母公司总资产比重分别为 71.90% 和 19.32%。母公司总债务逐年增长，但得益于资本实力的增强，财务杠杆处于较低水平。同时，母公司近年来债务结构有所优化，截至 2020 年 3 月末，母公司短期债务占总债务比重由 2018 年末的 0.26 降至 0.21。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流持续为正，但投资活动净现金流缺口较大，筹资活动净现金流流入持续处于高位；公司各项偿债指标较强

近年来，得益于各板块业务良好的经营发展，公司营收规模不断增加，经营活动净现金流持续呈现净流入状态。受公司购买理财产品、发放委托贷款、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。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、发行债券及未到期内部票据

贴现收到的现金净额，近年来融资规模持续扩大，且直接融资比例有所增加；同时，公司筹资活动现金流出也保持较大规模，主要系偿还债务所支付的现金较多所致。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状态短期内也不会改变。

公司各项偿债指标较强，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均保持在较好水平。虽然公司短期债务规模逐年增长，但由于账面货币资金充足，货币资金能完全覆盖短期债务。

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，整体流入规模较低，对债务本息覆盖能力偏弱。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流（亿元）	134.84	39.55	245.39	-12.20
投资活动净现金流（亿元）	-81.36	-41.16	-329.46	-30.64
筹资活动净现金流（亿元）	34.78	100.03	86.87	49.57
经营净现金流/总债务（X）	0.28	0.07	0.35	-0.06
经营活动净现金流/利息支出（X）	6.86	1.57	5.85	-1.15
EBITDA（亿元）	207.32	259.60	322.80	--
总债务/EBITDA（X）	2.28	2.26	2.19	--
EBITDA 利息倍数（X）	10.55	10.28	8.23	--
货币资金/短期债务（X）	3.05	2.98	2.84	2.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资信记录良好，融资渠道畅通，备用流动性充足，但母公司存在一定的短期偿债压力

债务到期分布来看，母公司于 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年和 2023 年及以后，到期债务金额分别为 27.42 亿元、18.48 亿元、18.00 亿元和 78.04 亿元，结合当期末母公司账面货币资金来看，母公司存在一定的短期偿债压力。

表 17：截至 2020 年 3 月末母公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020.4~12	2021	2022	2023 及以后
到期金额	27.42	18.48	18.00	78.04

资料来源：公司提供

公司与银行的合作关系良好。截至 2020 年 3 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 1,176.54 亿元，已使用授信余额 322.21 亿元，尚未使用授信余额为 854.33 亿元，授信额度充足，为公司经营发展及债务偿付提供了有力支持。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 222.95 亿元，占总资产的比重为 8.08%，受限资产主要包括货币资金 50.03 亿元、部分子公司股权 27.80 亿元以及其他应收款 63.56 亿元等。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额为 151.11 亿元，占公司净资产的 9.26%，主要担保对象为宜宾市内的国有企业等。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 17 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到期未偿付本息的情形。

外部支持

公司作为宜宾市最大的资本及资产运营主体，区域地位非常重要，宜宾市政府在各方面给予了公司大力支持

支持能力

资源投入及协调能力：宜宾市享有独特的地理位置，资源优势明显，产业基础雄厚，近年发展势头强劲，经济及财政实力均位列四川省前三，良好的发展势态为公司的发展提供了良好的外部环境。

支持意愿

区域垄断性及地位重要性：公司作为宜宾市最大的资产经营和资本经营平台，代表宜宾市政府整合区域优质资源，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。同时，公司下属产业类企业众多，综合实力

位列宜宾市企业首位，为区域经济和产业发展提供了有力支持，对当地财政贡献程度很高。

历史支持记录：自公司成立以来，宜宾市国资委先后将市属国有最优质的股权注入公司，公司目前控股企业包括五粮液股份（股票代码：000858）、天原集团（股票代码：002386）、宜宾纸业（股票代码：600793）及丝丽雅集团等。其中，2016年3月8日，根据宜国资委[2016]32号文件，宜宾市国资委将其所持有五粮液集团公司49%的股权无偿划转至公司，至此，公司对五粮液集团的持股比例为100%，拥有绝对控制权。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2020年6月1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158.59元/股的收盘价计算，持股市值达3,374.80亿元。同时，公司控股的五粮液股份、天原集团等业内优秀企业能为公司提供持续稳定的投资收益。

得益于宜宾市政府的大力支持，公司业务经营呈多元化发展，资产质量优良，投资收益稳定，股权变现能力很强，公司抗风险能力极强。

中诚信国际认为，鉴于宜宾市快速增强的经济及财政实力、公司是宜宾市最重要的资本及资产经营平台以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的大力支持。

评级结论

综上所述，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；评定“2020年第三期宜宾市国有资产经营有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年第三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

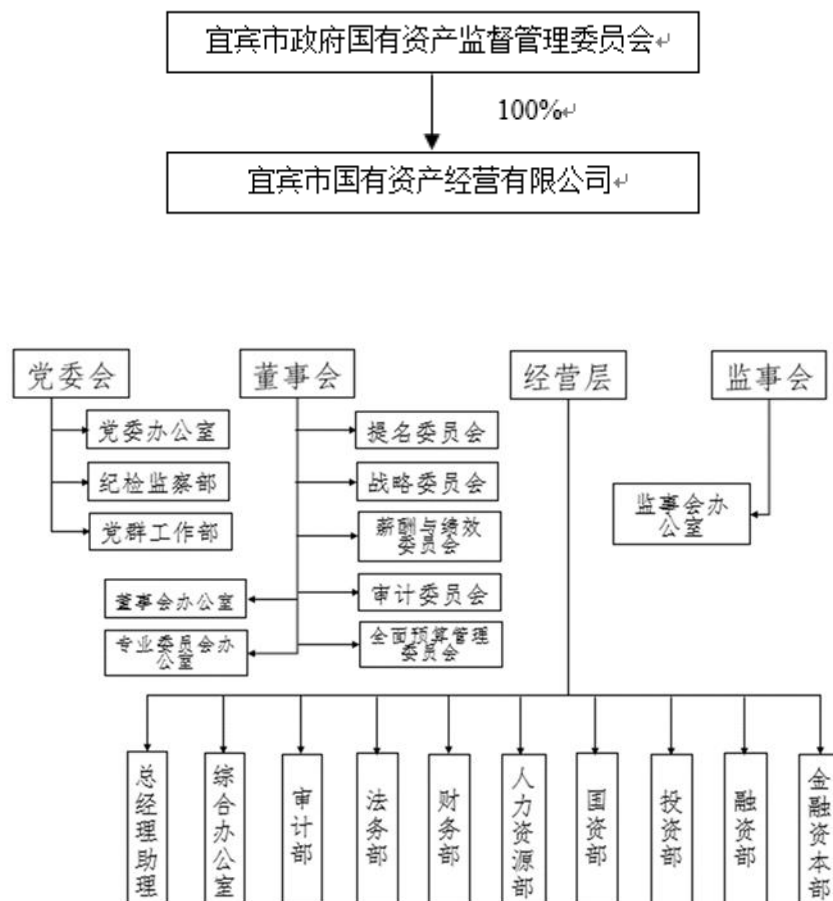
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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 06 月 28 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 2020 年 3 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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	6,827,251.31	7,768,160.41	7,764,722.45	7,813,270.80
应收账款	419,232.01	490,636.45	561,772.65	505,619.42
其他应收款	1,136,220.99	1,579,330.99	1,585,872.95	1,641,153.42
存货	1,866,785.79	2,368,036.32	3,165,155.76	2,935,802.89
长期投资	652,255.70	976,109.49	2,619,261.37	2,798,028.97
在建工程	2,059,827.49	2,706,724.61	3,318,630.70	3,504,963.39
无形资产	443,221.89	469,853.68	488,821.65	605,151.41
总资产	20,232,223.34	24,169,317.29	28,839,529.86	29,695,984.55
其他应付款	761,712.47	914,163.11	931,842.52	959,384.33
短期债务	2,239,636.12	2,605,813.19	2,730,741.71	2,934,595.14
长期债务	2,497,049.51	3,258,326.10	4,353,564.57	4,806,164.50
总债务	4,736,685.62	5,864,139.30	7,084,306.27	7,740,759.64
总负债	9,430,307.45	11,211,106.64	13,256,289.69	13,370,576.61
费用化利息支出	151,877.12	231,479.30	329,485.66	76,066.90
资本化利息支出	44,690.33	21,137.14	89,834.05	30,115.83
实收资本	139,000.00	139,000.00	139,000.00	139,000.00
少数股东权益	3,219,505.45	4,072,353.66	4,929,477.04	5,227,644.12
所有者权益合计	10,801,915.89	12,958,210.65	15,583,240.17	16,325,407.94
营业总收入	7,721,408.18	9,587,114.17	11,691,953.26	3,083,622.72
经营性业务利润	1,442,778.62	2,044,460.49	2,557,797.98	920,718.63
投资收益	10,166.41	17,408.30	68,182.74	6,988.89
净利润	1,044,657.87	1,565,867.08	1,926,669.22	681,495.38
EBIT	1,582,079.38	2,320,401.79	2,907,181.06	994,927.39
EBITDA	2,073,213.84	2,596,000.76	3,228,016.77	--
销售商品、提供劳务收到的现金	6,753,358.55	8,555,481.85	11,661,118.91	2,256,077.05
收到其他与经营活动有关的现金	1,954,574.07	2,388,487.06	1,578,388.89	619,951.04
购买商品、接受劳务支付的现金	3,817,482.76	5,813,505.05	6,160,821.91	1,163,164.84
支付其他与经营活动有关的现金	1,804,475.84	2,326,478.46	1,984,299.89	619,157.19
吸收投资收到的现金	90,223.89	477,777.14	772,392.38	112,896.92
资本支出	487,353.54	707,162.90	1,304,207.22	233,058.63
经营活动产生现金净流量	1,348,409.46	395,510.62	2,453,932.02	-122,008.85
投资活动产生现金净流量	-813,599.46	-411,562.21	-3,294,593.41	-306,430.18
筹资活动产生现金净流量	347,763.02	1,000,319.87	868,743.33	495,709.63
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	34.60	37.52	38.18	47.31
期间费用率(%)	11.42	10.36	10.61	9.80
应收类款项/总资产(%)	7.77	8.98	9.06	8.63
收现比(X)	0.87	0.89	1.00	0.73
总资产收益率(%)	8.51	10.45	10.97	--
资产负债率(%)	46.61	46.39	45.97	45.02
总资本化比率(%)	30.48	31.16	31.25	32.16
短期债务/总债务(X)	0.47	0.44	0.39	0.38
FFO/总债务(X)	0.35	0.33	0.35	-0.06
FFO 利息倍数(X)	8.53	7.76	6.26	-1.15
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.86	1.57	6.25	-1.15
总债务/EBITDA(X)	2.28	2.26	2.19	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	1.00	1.18	--
货币资金/短期债务(X)	3.05	2.98	2.84	2.66
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.55	10.28	8.23	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度合并口径现金流量表补充表，故相关指标失效；4、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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	115,289.51	102,930.37	49,189.89	242,835.59
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	953,716.81	1,068,219.62	908,528.63	896,116.78
存货	0.00	0.00	1.68	1.68
长期投资	2,835,150.38	3,163,693.74	3,454,447.22	3,490,247.22
在建工程	0.00	0.00	27.52	69.47
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	3,916,908.09	4,344,619.33	4,420,996.52	4,637,963.48
其他应付款	78,535.61	67,632.79	110,920.06	112,475.31
短期债务	312,935.00	401,800.00	365,178.00	306,178.00
长期债务	990,520.00	1,153,908.00	953,416.05	1,119,369.33
总债务	1,303,455.00	1,555,708.00	1,318,594.05	1,425,547.33
总负债	1,382,398.26	1,624,145.12	1,398,398.89	1,506,618.80
费用化利息支出	40,096.28	70,787.43	77,874.05	15,198.02
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	2,534,509.83	2,720,474.21	3,022,597.63	3,131,344.68
营业总收入	4,495.48	8,225.96	30,290.25	6,174.38
经营性业务利润	-40,064.39	-16,592.84	-14,988.03	-1,952.41
投资收益	233,016.93	280,564.09	376,781.70	100,695.08
净利润	192,880.32	263,655.52	359,766.50	98,747.05
EBIT	232,944.22	334,404.84	437,715.59	113,945.07
EBITDA	233,364.09	334,829.50	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	43,274.18	60,541.49	71,017.13	14,323.48
收到其他与经营活动有关的现金	10,705.39	12,174.96	76,479.85	1,813.65
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	11,069.14	3,922.46	55,777.79	355.56
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	148.16	15.04	356.74	45.27
经营活动产生现金净流量	35,639.74	63,702.39	77,277.81	14,261.32
投资活动产生现金净流量	-611,163.12	-197,690.25	166,160.80	77,647.87
筹资活动产生现金净流量	593,280.01	121,628.72	-297,179.09	101,736.51
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	98.35	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	928.98	290.83	147.14	129.64
应收类款项/总资产(%)	24.35	24.59	20.55	19.32
收现比(X)	9.63	7.36	2.34	2.32
总资产收益率(%)	6.15	8.10	9.99	--
资产负债率(%)	35.29	37.38	31.63	32.48
总资本化比率(%)	33.96	36.38	30.37	31.28
短期债务/总债务(X)	0.24	0.26	0.28	0.21
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	--	--
FFO 利息倍数(X)	0.92	0.77	--	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.89	0.90	0.99	0.94
总债务/EBITDA(X)	5.59	4.65	--	--
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.83	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.37	0.26	0.13	0.79
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.82	4.73	--	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、公司未提供母公司 2019 年度及 2020 年一季度现金流量表补充表，故相关指标失效；4、中诚信国际将其他应付款中的有息部分调整至短期债务。

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+租赁负债+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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。