

2020 年第五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 11 月 6 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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]4123D 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 年第五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

二零二零年十一月六日

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	24 亿元	8 (5+3) 年, 附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	每年付息一次, 到期一次还本付息	17.00 亿元用于项目建设, 7.00 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”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“2020 年第五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**。中诚信国际肯定了公司地处位置优越、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; 公司业务板块多元化, 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; 财务杠杆处于较低水平, 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以及经营管理面临一定挑战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	2020.6
总资产 (亿元)	2,023.22	2,416.93	2,883.95	2,961.30
所有者权益合计 (亿元)	1,080.19	1,295.82	1,558.32	1,631.42
总负债 (亿元)	943.03	1,121.11	1,325.63	1,329.87
总债务 (亿元)	473.67	586.41	708.43	809.21
营业总收入 (亿元)	772.14	958.71	1,169.20	571.27
经营性业务利润 (亿元)	144.28	204.45	255.78	148.43
净利润 (亿元)	104.47	156.59	192.67	111.14
EBITDA (亿元)	207.32	259.60	322.80	187.77
经营活动净现金流 (亿元)	134.84	39.55	245.39	12.59
收现比(X)	0.87	0.89	1.00	0.88
营业毛利率(%)	34.60	37.52	38.18	44.32
应收类款项/总资产(%)	7.77	8.98	9.06	8.94
资产负债率(%)	46.61	46.39	45.97	44.91
总资本化比率(%)	30.48	31.16	31.25	33.16
总债务/EBITDA(X)	2.28	2.26	2.19	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.55	10.28	8.15	6.60
宜宾国资 (母公司口径)	2017	2018	2019	2020.6
总资产 (亿元)	391.69	434.46	442.10	503.58
所有者权益合计 (亿元)	253.45	272.05	302.26	354.87
总负债 (亿元)	138.24	162.41	139.84	148.71
总债务 (亿元)	130.35	155.57	131.86	140.66
营业总收入 (亿元)	0.45	0.82	3.03	1.74
经营性业务利润 (亿元)	-4.01	-1.66	-1.50	0.04
净利润 (亿元)	19.29	26.37	35.98	74.97
EBITDA (亿元)	23.34	33.48	--	--
经营活动净现金流 (亿元)	3.56	6.37	7.73	3.29
收现比(X)	9.63	7.36	2.34	2.03
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	19.14
资产负债率(%)	35.29	37.38	31.63	29.53
总资本化比率(%)	33.96	36.38	30.37	28.39
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 年半年度未经审计财务报告整理; 2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制; 3、公司未提供母公司口径 2019 年度及 2020 年半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。

■ **优质的经营资源。**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。

■ **业务板块多元化且获现能力极强。**公司业务多元化发展, 涉及白酒、化工、纺织及基础设施建设等众多行业, 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。

■ **公司经营管理面临一定挑战。**公司参控股子公司众多, 涉及行业较为分散, 较长的管理链条对公司经营管理提出挑战。

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 年同级别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	2,483.17	84.09	108.12
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	1,321.00	567.75	57.02	1,363.29	48.40	102.34

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司成立于 1999 年 8 月 4 日，是经宜宾市机构编制委员会根据“宜市机编[1997]72 号”文件批准设立的国有独资公司，初始注册资本人民币 600 万元。历经增资及股权划转，截至 2020 年 11 月 5 日，公司的注册资本及实收资本均为 13.90 亿元，其中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”）持股 90%；四川省财政厅持股 10%。公司的控股股东及实际控制人均为宜宾市国资委。

公司作为宜宾市国有资产的投资主体，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 6 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	54.83%
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	100.00%

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 24.00 亿元，发行期限为 8（5+3）年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。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。

本期债券募集资金 24.00 亿元，其中 1.00 亿元用于宜宾市绿色建材产业发展项目一期和二期，1.06 亿元用于蜀南竹海文旅融合及配套设施建设项目

目，3.60 亿元用于蜀南竹海特色商业街区及配套设施建设项目，0.34 亿元用于观海楼片区提升改造项目，2.00 亿元用于宜宾市翠屏区冠英街建设项目（一期），3.00 亿元用于宜宾市翠屏区李庄月亮田景区建设项目，3.00 亿元用于宜宾市科技馆及配套设施项目，3.00 亿元用于四川外国语大学成都学院宜宾校区项目（二期），7.00 亿元用于补充营运资金。

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
宜宾市绿色建材产业发展项目一期和二期	2.16	1.00	46.30%
蜀南竹海文旅融合及配套设施建设项目	1.55	1.06	68.39%
蜀南竹海特色商业街区及配套设施建设项目	5.18	3.60	69.50%
观海楼片区提升改造项目	0.49	0.34	69.39%
宜宾市翠屏区冠英街建设项目（一期）	5.70	2.00	35.09%
宜宾市翠屏区李庄月亮田景区建设项目	8.50	3.00	35.29%
宜宾市科技馆及配套设施项目	4.32	3.00	69.41%
四川外国语大学成都学院宜宾校区项目（二期）	6.86	3.00	43.71%
补充营运资金	--	7.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宜宾市绿色建材产业发展项目一期和二期的建设主体为宜宾长和建材股份有限公司，该公司为宜宾城交建的控股子公司。本项目占地面积约 189 亩，分为三期工程建设，其中一期工程占地面积 56.4 亩，建设内容包括：建筑面积 31,020 m²，建设预拌混凝土 270 生产线 2 条；自用办公楼、自住宿舍楼、产品实验楼及附属设施；原料堆场；设备厂房，购置 60 辆混凝土搅拌车及其他车辆，2 辆 52 米泵车及相应的辅助配套设施、装备。二期工程占地面积 30 亩，建设内容包括：建筑面积 5,000 m²，采用一体化方式建设湿拌砂浆 180 生产线 2 条，采用地仓式建设配料仓 5 个，最大产能 30 万 m³/年；同步购置 12 台砂浆运输车辆。宜宾市绿色建材产业发展项目一期和二期总投资 21,600.00 万元，其中项目资本金 7,000.00 万元，工期为 2019 年 7 月至 2021 年 6 月，主要收入来源于建材销售收入。

蜀南竹海文旅融合及配套设施建设项目的建设主体为公司全资子公司蜀南文化旅游健康产业投资集团有限公司(以下简称“蜀南文旅”),本项目分为蜀南竹海光影演艺项目、蜀南竹海团队拓展基地建设项目、蜀南竹海景区原住民“农文旅共融共建(一期)”和蜀南竹海景区原住民“农文旅共融共建(二期)”,项目总投资 15,500.00 万元,其中,项目资本金 4,900.00 万元,计划建设期为 6 个月,主要收入来源于景区运营收入。

蜀南竹海特色商业街区及配套设施建设项目的建设主体为宜宾市蜀南竹海旅游发展有限公司,该公司为蜀南文旅的全资子公司。该项目主要建设内容包括:蜀南竹海景区照明,蜀南竹海景区景点风貌整治,蜀南竹海精品旅游线路综合整治,蜀南竹海挂榜岩观光栈道改建,蜀南竹海博物馆改造,蜀南竹海景区综合整治,蜀南竹海东片区游步道提升改造,蜀南竹海景区七彩飞瀑提升及旅游设施改造,蜀南竹海景区万岭房屋改造提升建设,蜀南竹海景区万江湖环境治理及供水系统提升改造,蜀南竹海景区智慧旅游,蜀南竹海景区西片区游步道提升改造。本项目总投资 51,799.00 万元,其中,项目资本金 15,539.70 万元,计划建设期为 24 个月,主要收入来源于景区运营收入。

观海楼片区提升改造项目的建设主体为宜宾蜀南文旅旅游交通运业集团有限公司,该公司为蜀南文旅的全资子公司。本项目主要建设内容包括:改造观海楼片区售票厅、后勤用房、休闲设施、新建观景塔并进行亮化、改造景观、新建特色休闲体验场所及配套辅助设施;配套旅游综合体。该项目总投资 4,900.00 万元,其中,项目资本金 1,500.00 万元,计划建设期为 12 个月,主要收入来源于景区运营收入。

宜宾市翠屏区冠英街建设项目(一期)的建设主体为宜宾市蜀南古街旅游开发有限公司,该公司为蜀南文旅的控股子公司。本项目用地面积约 36.00 亩,建设内容包括院落修缮、复建及新建、王府庙修缮、新建仿古建筑、新建地下停车库、新建夹镜

楼、放生池整治、古城墙修缮、配套设施建设等。该项目总投资 57,000.00 万元,其中,项目资本金 17,100.00 万元,计划建设期为 12 个月,主要收入来源于景区运营收入。

宜宾市翠屏区李庄月亮田景区建设项目的建设主体为宜宾恒锐商业管理有限公司,该公司为蜀南文旅的控股子公司。本项目建设内容包括:月亮田景区游客服务中心、月亮田亲子建造院子、观光车站,月亮田景区月映荷池及周边景观打造、沿江路、景区入口连接线道路、月亮田景区地表村落、月亮田生态修复建设含沿江带景观打造及生态修复设施建设等。该项目总投资 85,000.00 万元,其中,项目资本金 25,500.00 万元,计划建设期为 12 个月,主要收入来源于景区运营收入。

宜宾市科技馆及配套设施项目的建设主体为公司全资子公司宜宾科教投。本项目主要建设内容包括:科技馆建设、科技馆配套设施 A 栋和 B 栋和科技馆配套设施地下车库建设、以及相关配套附属设施建设。本项目用地面积约 39,603.00 平方米(约 59.40 亩),总投资 43,220.12 万元,其中,项目资本金 13,120.12 万元,计划建设期为 18 个月。

四川外国语大学成都学院宜宾校区项目(二期)的建设主体为公司全资子公司宜宾科教投。本项目总用地面积约 200.00 亩;总建筑面积约为 131,083.90 m²。具体建设内容包括:体育馆、学生宿舍(公寓)、食堂、教师周转楼、地下停车库以及相关配套设施等。该项目总投资 68,630.18 万元,其中,项目资本金 24,020.56 万元,计划建设期为 29 个月。

宏观经济和政策环境

宏观经济:虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长,但随着疫情防控和复工复产成效的显现,二季度 GDP 当季同比由负转正,上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头,但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约,复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国的挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，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。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，

加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

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

¹ 本报告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。

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，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

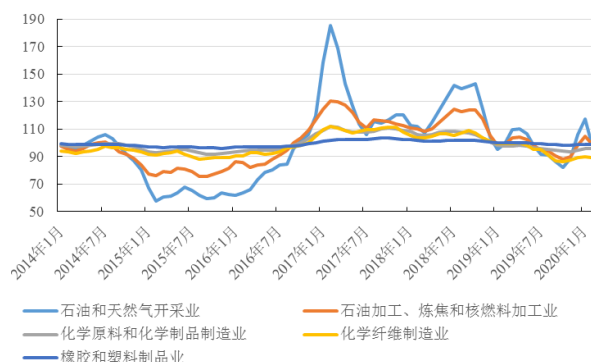
从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动将自 5 月 1 日起生效，后续原油价格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

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，之后化工产品价格小幅回升，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条件优势，宜宾市近年来发展势头强劲，经济及财政发展水平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，区位条件得天独厚，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，宜宾市实现一般公共预算收入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，宜宾市一般公共预算支出为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	一般公共预算收入
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。目前宜宾市正在着力推进四川省首个省级新区——宜宾三江新区的建设，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国有资产和资本经营平台，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均具有较强竞争力，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	2020.1~6
白酒销售	319.76	410.37	497.58	300.64
贸易	94.40	110.78	150.33	65.25
纤维销售	92.56	95.28	92.28	31.50
化工产品销售	52.75	65.27	75.07	31.43
塑料制品	18.14	18.52	25.45	16.75
纸张销售	12.86	12.92	16.01	5.65
其他	181.68	245.58	312.48	120.05
合计	772.14	958.71	1,169.20	571.27
占比	2017	2018	2019	2020.1~6
白酒销售	41.41	42.80	42.56	52.63
贸易	12.23	11.55	12.86	11.42
纤维销售	11.99	9.94	7.89	5.51
化工产品销售	6.83	6.81	6.42	5.50
塑料制品	2.35	1.93	2.18	2.93
纸张销售	1.66	1.35	1.37	0.99
其他	23.53	25.62	26.73	21.01
合计	100.00	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投²、宜宾城交建和四川港荣负责开展。从职能定位来看，宜宾城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，部分基础设施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

² 宜宾市城市交通投资集团有限公司已于 2020 年 7 月更名为宜宾三江投资建设集团有限公司。

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 模式、招商模式及政府专项债券模式。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 6 月末，公司承接的重要基础设施建设项目总投资为 263.57 亿元，已完成投资 51.80 亿元，尚有较大投资缺口。**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，未来随着四川省首个省级新区—宜宾三江新区开发建设的持续推进，公司投资规模还将继续扩大，将给公司带来一定的资金压力。

表 7：截至 2020 年 6 月末公司重要承建项目（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	0.40	代建
宜宾市民中心绿地景观	宜宾城交建	24 个月	3.79	0.40	代建
宜宾市总工会二中心	宜宾城交建	12 个月	1.10	0.35	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	18.09	自建
宜宾市博物馆项目	宜宾城交投	14 个月	3.70	1.24	代建
宜宾市文化馆项目	宜宾城交投	14 个月	2.44	1.06	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	17.93	代建
宜宾市第五水厂工程	宜宾城交投	24 个月	3.32	1.76	自建
临港-南溪滨江路及宜南快速通道拓宽改造项目	宜宾城交投	18 个月	32.04	0.0017	--
宜宾市智能轨道快运系统 T2 线项目	宜宾城交投	18 个月	6.57	0.1203	招商
宜宾市智能轨道快运系统 T4 线项目	宜宾城交投	18 个月	9.96	0.0217	招商
东部产业园基础设施项目（一期）	四川港荣	25 个月	55.30	6.00	自建
极米智能光电项目	四川港荣	12 个月	7.00	2.70	自建
伴山悦城房项目	四川港荣	30 个月	10.00	0.03	代建
裕同科技宜宾智能包装及竹浆环保纸塑项目	四川港荣	16 个月	4.80	1.70	代建
长江生态保护·宜宾临港退岸入园项目（一期）—港东纵四路中段、港东横一路二段、港东横二路二段道路及管廊工程	四川港荣	30 个月	18.47	0.00	--
东部产业园基础设施项目（二期）	四川港荣	36 个月	31.40	0.00	--
龙兴路隧道工程	四川港荣	36 个月	9.70	0.00	--
纬五路及纬六路道路工程	四川港荣	18 个月	6.95	0.00	--
合计	--	--	263.57	51.80	--

注：1、表内总投资额和建设周期为预计情况；2、表中合计数与实际投入有差别主要系四舍五入所致；3、部分项目模式尚未确定，故以“--”列示。
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，核心竞争力很强；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 6 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 943.89 亿元，归属于上市公司股东的净资产 766.07 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 年同比增加 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（吨、亿元）

项目名称	2017	2018	2019
生产量	180,239	191,968	165,411
销售量	180,007	191,596	168,272
库存量	12,598	12,970	15,831
酒类收入	280.92	377.52	463.02
其中：高价位酒收入	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 8 月 31 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 240.00 元/股的收盘价计算，持股市值达 5,107.20 亿元，并且公司每年都能收到五粮液丰厚的分红款。近年来五粮液股份现金分红金额均较高，2019 年每 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 6 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 6 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，2017~2019 年，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。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，产销量均下降幅度较大，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	2020.1~6
营业总收入（亿元）	168.23	190.04	192.15	116.05
其中：粘胶长丝（亿元）	20.43	21.78	20.91	3.83
绣花线（亿元）	11.03	14.72	18.43	1.91
粘胶短纤（亿元）	60.09	58.78	44.56	6.58

产量（吨）				
其中：粘胶长丝（吨）	40,632	43,555	45,634	22,542
绣花线（吨）	17,113	17,249	15,993	6,993
粘胶短纤（吨）	314,750	311,598	264,745	97,473
销量（吨）				
其中：粘胶长丝（吨）	39,504	44,243	45,588	13,736
绣花线（吨）	18,019	16,330	15,592	5,315
粘胶短纤（吨）	302,090	313,055	265,275	81,942

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6月末，公司通过全资子公司五粮液集团持有宜宾纸业7,936.85万股，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，但公司参控股子公司众多，经营管理仍面临一定的挑战

公司已建立了由股东会、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。公司股东会由全体股东组成，为公司的最高权力机构，决定公司的重大事项；董事会是公司的执行机构，在授权范围内行使职权。此外，公司下设融资部、投资部、综合办公室、人力资源部、国资部、财务部、金融资本部、审计部和法务部等 9 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，但公司参控股子公司众多，涉及行业较为分散，较长的管理链条对公司经营管理提出挑战。

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 2020 年半年度未经审计财务报告，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很高知名度影响，公司白酒板块毛利率稳步提升，有力地提升了整体的盈利水平；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	2020.1~6
白酒销售	69.16	73.60	75.98	76.99
贸易	0.41	0.46	0.46	0.46
纤维销售	4.97	0.37	3.59	1.76
化工产品销售	17.12	20.02	15.54	11.44
塑料制品	7.62	8.67	4.95	8.73
纸张销售	8.59	16.14	10.87	11.22
其他	16.24	16.32	15.90	12.65
合计	34.60	37.52	38.18	44.32

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的快速增长，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，2017~2020 年 6 月，公司分别收到政府补助及税收返还 3.73 亿元、7.92 亿元、7.70 亿元和 3.11 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	2020.6
期间费用合计	88.15	99.29	124.01	64.05
期间费用率(%)	11.42	10.36	10.61	11.21
经营性业务利润	140.55	204.45	255.78	148.43
其他收益	3.73	7.92	7.70	3.11
利润总额	143.02	208.89	260.46	151.59

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，2017~2020 年 6 月，母公司营业收入分别为 0.45 亿元、0.82 亿元、3.03 亿元和 1.74 亿元，虽呈现增长趋势，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。2017~2020年6月，母公司分别获得投资收益23.30亿元、28.06亿元、37.68亿元和74.92亿元。

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，公司债务规模亦有所增加，但近年来长期债务占比有所提升，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，但近年来呈波动下降趋势，截至2020年6月末，流动资产占总资产比重为54.32%。

公司资产主要由货币资金、存货、应收票据、其他应收款、固定资产及在建工程构成。具体来看，公司近年来账面货币资金保持在较大规模，主要系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2020年6月末，公司受限货币资金为53.98亿元，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。2017~2019年，公司应收票据逐年增加，主要系为扩大销售及抢占市场，公司逐渐放宽经销商票据结算政策所致。公司其他应收款主要系应付区域内政府部门及国有企业棚户区拆迁补偿款、垫付工程款以及往来款等，近年因拆出资金较多呈逐年增加趋势，截至2020年6月末，公司其他应收款前五大客户占比合计为77.94%，集中度较高。近年来公司固定资产规

模稳步增加，主要为房屋建筑物及设备。公司在建工程主要系下属平台类子公司的经营性建设项目，近年来随着项目建设的投入而逐年增长。

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，因此融资规模逐年递增并保持在较大规模，同时，公司自2018年以来增加了直接融资比例，应付债券余额大幅攀升。

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。此外，公司债务规模亦持续增加，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	2020.6
总资产	2,023.22	2,416.93	2,883.95	2,961.30
货币资金	682.73	776.82	776.47	750.53
存货	186.68	236.80	316.52	311.08
应收票据	148.67	189.75	202.64	164.79
其他应收款	113.62	157.93	158.59	165.32
固定资产	286.77	288.84	286.39	295.15
在建工程	205.98	270.67	331.86	374.93
总负债	943.03	1,121.11	1,325.63	1,329.87
预收款项	99.42	104.97	192.24	125.75
应付账款	115.96	122.47	122.49	119.59
短期借款	114.23	135.03	107.78	116.48
长期借款	204.71	282.04	330.72	326.96
应付债券	0.00	8.78	62.02	143.30
长期应付款	48.47	145.06	120.77	120.17
所有者权益	1,080.19	1,295.82	1,558.32	1,631.42
实收资本	13.90	13.90	13.90	13.90
资本公积	371.11	444.79	537.65	573.26
未分配利润	364.68	421.34	497.60	525.29
少数股东权益	321.95	407.24	492.95	502.76

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	2020.6
资产负债率(%)	46.61	46.39	45.97	44.91
总债务（亿元）	473.67	586.41	708.43	809.21
总资本化比率(%)	30.48	31.16	31.25	33.16
短期债务/总债务(X)	0.47	0.44	0.39	0.36
应收类款项/总资产(X)	7.77	8.98	9.06	8.94

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 6 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 69.43% 和 19.14%。母公司总债务规模控制较好，且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存在波动，2020 年以来，得益于对短期债务的偿还及置换，母公司短期债务占总债务比重大幅降至 0.13。

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现状短期内也不会改变。

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	2020.6
经营活动净现金流（亿元）	134.84	39.55	245.39	12.59
投资活动净现金流（亿元）	-81.36	-41.16	-329.46	-54.78
筹资活动净现金流（亿元）	34.78	100.03	86.87	18.74
经营净现金流/总债务(X)	0.28	0.07	0.35	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.86	1.57	6.20	0.44
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	8.15	6.60
货币资金/短期债务(X)	3.05	2.98	2.84	2.55

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

债务到期分布来看，母公司于 2020 年 7~12 月、2021 年、2022 年和 2023 年及以后，到期债务金额分别为 14.88 亿元、15.48 亿元、18.00 亿元和 90.89 亿元，考虑到当期末母公司账面货币资金较为充足，母公司短期偿债压力不大。

表 17：截至 2020 年 6 月末母公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020.7~12	2021	2022	2023 及以后
到期金额	14.88	15.48	18.00	90.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司与银行的合作关系良好。截至 2020 年 6 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 1,182.35 亿元，已使用授信余额 393.82 亿元，尚未使用授信余额为 788.53 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 6 月末，公司受限资产账面价值合计 249.49 亿元，占总资产的比重为 8.43%，受限资产主要包括货币资金 53.98 亿元

其他应收款 61.64 亿元以及固定资产 64.42 亿元等。

或有事项方面，截至 2020 年 6 月末，公司合并口径对外担保余额为 133.34 亿元，占公司净资产的 8.17%，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 8 月 31 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 240.00 元/股的收盘价计算，持股市值达 5,107.20 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。

总的来看，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 年第五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 年第五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

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

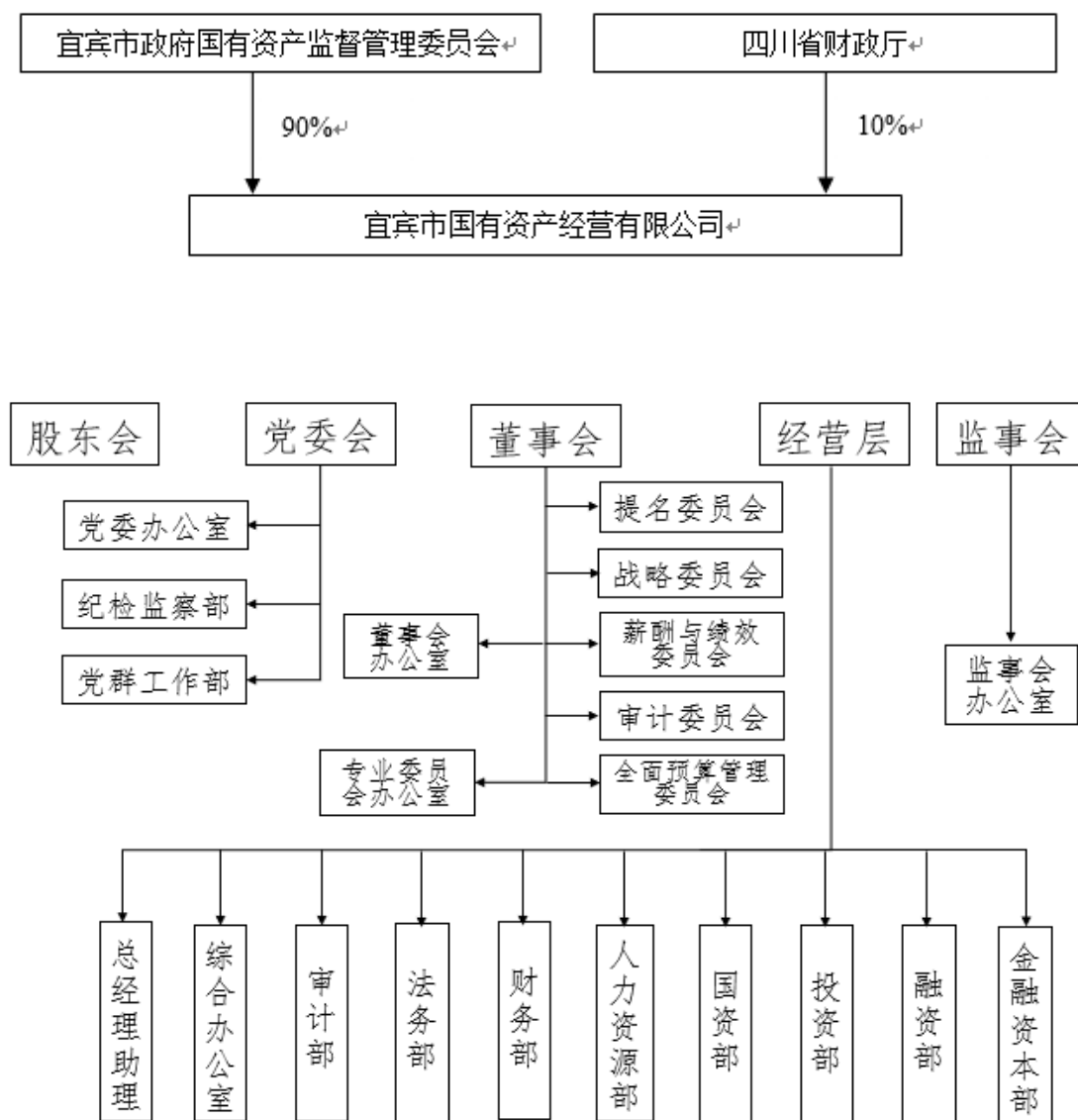
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 11 月 6 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 11 月 5 日）



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	2020.6
货币资金	6,827,251.31	7,768,160.41	7,764,722.45	7,505,295.05
应收账款	419,232.01	490,636.45	561,772.65	483,724.23
其他应收款	1,136,220.99	1,579,330.99	1,585,872.95	1,653,223.93
存货	1,866,785.79	2,368,036.32	3,165,155.76	3,110,783.83
长期投资	652,255.70	976,109.49	2,619,261.37	2,564,110.75
在建工程	2,059,827.49	2,706,724.61	3,318,630.70	3,749,256.48
无形资产	443,221.89	469,853.68	488,821.65	665,128.09
总资产	20,232,223.34	24,169,317.29	28,839,529.86	29,612,984.02
其他应付款	761,712.47	914,163.11	931,842.52	1,070,850.31
短期债务	2,239,636.12	2,605,813.19	2,730,741.71	2,942,353.13
长期债务	2,497,049.51	3,258,326.10	4,353,564.57	5,149,753.58
总债务	4,736,685.62	5,864,139.30	7,084,306.27	8,092,106.72
总负债	9,430,307.45	11,211,106.64	13,256,289.69	13,298,741.24
费用化利息支出	151,877.12	231,479.30	329,485.66	214,489.83
资本化利息支出	44,690.33	21,137.14	93,256.58	69,966.98
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	5,027,555.91
所有者权益合计	10,801,915.89	12,958,210.65	15,583,240.17	16,314,242.78
营业总收入	7,721,408.18	9,587,114.17	11,691,953.26	5,712,731.06
经营性业务利润	1,442,778.62	2,044,460.49	2,557,797.98	1,484,282.54
投资收益	10,166.41	17,408.30	68,182.74	16,369.18
净利润	1,044,657.87	1,565,867.08	1,926,669.22	1,111,385.54
EBIT	1,582,079.38	2,320,401.79	2,907,181.06	1,730,373.84
EBITDA	2,073,213.84	2,596,000.76	3,228,016.77	1,877,675.62
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	5,022,906.99
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	1,388,634.91
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	3,100,530.77
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	874,286.77
吸收投资收到的现金	90,223.89	477,777.14	772,392.38	373,819.58
资本支出	487,353.54	707,162.90	1,304,207.22	516,894.12
经营活动产生现金净流量	1,348,409.46	395,510.62	2,453,932.02	125,949.29
投资活动产生现金净流量	-813,599.46	-411,562.21	-3,294,593.41	-547,787.22
筹资活动产生现金净流量	347,763.02	1,000,319.87	868,743.33	187,442.91
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	34.60	37.52	38.18	44.32
期间费用率(%)	11.42	10.36	10.61	11.21
应收类款项/总资产(%)	7.77	8.98	9.06	8.94
收现比(X)	0.87	0.89	1.00	0.88
总资产收益率(%)	8.51	10.45	10.97	--
资产负债率(%)	46.61	46.39	45.97	44.91
总资本化比率(%)	30.48	31.16	31.25	33.16
短期债务/总债务(X)	0.47	0.44	0.39	0.36
FFO/总债务(X)	0.35	0.33	0.35	0.36
FFO 利息倍数(X)	8.53	7.76	6.20	5.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.86	1.57	6.20	0.44
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	2.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.55	10.28	8.15	6.60

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年半年度未经审计财务报告整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；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）	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	115,289.51	102,930.37	49,189.89	412,807.46
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	963,771.33
存货	0.00	0.00	1.68	1.34
长期投资	2,835,150.38	3,163,693.74	3,454,447.22	3,650,593.30
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	5,035,823.73
其他应付款	78,535.61	67,632.79	110,920.06	111,651.20
短期债务	312,935.00	401,800.00	365,178.00	180,778.00
长期债务	990,520.00	1,153,908.00	953,416.05	1,225,807.25
总债务	1,303,455.00	1,555,708.00	1,318,594.05	1,406,585.25
总负债	1,382,398.26	1,624,145.12	1,398,398.89	1,487,074.70
费用化利息支出	40,096.28	70,787.43	77,874.05	31,277.97
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	3,548,749.02
营业总收入	4,495.48	8,225.96	30,290.25	17,414.93
经营性业务利润	-40,064.39	-16,592.84	-14,988.03	447.81
投资收益	233,016.93	280,564.09	376,781.70	749,237.13
净利润	192,880.32	263,655.52	359,766.50	749,689.52
EBIT	232,944.22	334,404.84	437,715.59	780,967.49
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	35,363.39
收到其他与经营活动有关的现金	10,705.39	12,174.96	76,479.85	3,664.42
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	3,297.04
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	45.67
经营活动产生现金净流量	35,639.74	63,702.39	77,277.81	32,923.19
投资活动产生现金净流量	-611,163.12	-197,690.25	166,160.80	493,248.28
筹资活动产生现金净流量	593,280.01	121,628.72	-297,179.09	-162,553.90
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	98.35	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	928.98	290.83	147.14	95.81
应收类款项/总资产(%)	24.35	24.59	20.55	19.14
收现比(X)	9.63	7.36	2.34	2.03
总资产收益率(%)	6.15	8.10	9.99	--
资产负债率(%)	35.29	37.38	31.63	29.53
总资本化比率(%)	33.96	36.38	30.37	28.39
短期债务/总债务(X)	0.24	0.26	0.28	0.13
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.06	0.05
FFO 利息倍数(X)	0.92	0.77	0.99	1.05
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.89	0.90	0.99	1.05
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	2.28
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 年半年度未经审计财务报告整理；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 年半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。