

2021 年第一期宜宾发展控股集团有限公司

公司债券信用评级报告

项目负责人：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 07 月 13 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]5116D 号

宜宾发展控股集团有限公司：

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“2021 年第一期宜宾发展控股集团有限公司公司债券”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

二零二一年七月十三日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
宜宾发展控股集团有限公司	22 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	拟用于补充营运资金

评级观点: 中诚信国际评定宜宾发展控股集团有限公司 (以下简称“宜宾发展”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“2021 年第一期宜宾发展控股集团有限公司公司债券”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, 持有优质经营资源, 获现能力较强; 融资渠道通畅及备用流动性充足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、经营管理面临一定挑战及短期债务占比较高, 债务结构有待优化等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

宜宾发展 (合并口径)	2018	2019	2020
总资产 (亿元)	2,416.93	2,883.95	3,315.07
所有者权益合计 (亿元)	1,295.82	1,558.32	1,731.43
总债务 (亿元)	586.41	708.43	909.39
营业总收入 (亿元)	958.71	1,169.20	1,371.07
净利润 (亿元)	156.59	192.67	213.98
经营活动净现金流 (亿元)	39.55	245.39	167.78
营业毛利率 (%)	37.52	38.18	35.56
资产负债率 (%)	46.39	45.97	47.77
总资本化比率 (%)	31.16	31.25	34.44
宜宾发展 (母公司口径)	2018	2019	2020
总资产 (亿元)	434.46	442.10	531.32
所有者权益合计 (亿元)	272.05	302.26	281.99
总债务 (亿元)	155.57	131.86	231.90
营业总收入 (亿元)	0.82	3.03	3.04
净利润 (亿元)	26.37	35.98	122.92
经营活动净现金流 (亿元)	6.37	7.73	7.00
营业毛利率 (%)	100.00	100.00	100.00
资产负债率 (%)	37.38	31.63	46.93
总资本化比率 (%)	36.38	30.37	45.13

注: 1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理; 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 2019~2020 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核算, 将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

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。

■ **重要的地位。**作为宜宾市最大及最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台, 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) 等优质上市公司, 2021 年 5 月末, 公司持五粮液股份市值达 6,705.75 亿元。同时, 随着各业务板块的稳步运营, 近年来公司营业总收入和净利润呈持续增长趋势。

■ **业务板块多元化及获现能力较强。**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, 其中白酒业务在业内具备较强的竞争优势; 同时, 公司主营业务板块收现比指标较好, 经营活动现金流呈现持续净流入状态, 获现能力较强。

■ **融资渠道通畅, 备用流动性充足。**公司货币资金储备充足, 且外部融资渠道通畅; 此外, 截至 2020 年末, 公司未使用授信额度高达 779.14 亿元, 备用流动性充足。

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。

■ **短期债务占比较高, 债务结构有待优化。**2020 年末, 公司短期债务/总债务为 0.33, 短期债务占比有所下降但仍处于较高水平, 债务结构有待进一步优化。

评级展望

中诚信国际认为, 宜宾发展控股集团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, 重要子公司盈利能力及市值大幅下滑等。

同行业比较

2020 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)
宜宾发展控股集团有限公司	3,315.07	1,731.43	47.77	1,371.07	213.98	167.78
四川发展 (控股) 有限责任公司	13,308.18	3,631.98	72.71	2,562.35	22.89	213.56
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	1,923.08	737.64	61.64	1,716.83	84.98	154.07

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

公司原名为“宜宾市国有资产经营有限公司”，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 600 万元。2021 年 2 月 9 日，公司名称变更为“宜宾发展控股集团有限公司”。历经增资及股权划转，截至 2021 年 3 月末，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、参股及投资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%
宜宾三江投资建设集团有限公司	三江建设	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

本期债券发行金额为 22.00 亿元，发行期限 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。

本期债券募集资金拟全部用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性或不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下，信用缺口或有所扩大，

同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

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，疫情对各白酒企业的影响程度有所不同

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，根据中国酒业协会数据，2020年全国白酒产量为740.73万千升，同比下降2.46%。

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档系列产品布局，白酒消费结构不断调整升级，逐步完成由中低档向中高档产品消费的转换。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，然而我国中低档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、法国的高档伏特加酒消费量占比分别达到12.5%和9.4%，我国高档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。

2020 年以来，受新冠病毒疫情影响，上市公司白酒板块内主营中低档白酒产品的企业业绩下滑较为明显，而同期主营高档白酒的企业营收同比增长 11.1%，毛利率同比增长 0.48%，实现了销售规模和盈利能力的平稳增长。2021 年春节期间白酒销售业绩迎来开门红，整体来看高档酒动销略超预期，个别高档白酒品牌出现供不应求现象。因 2020 年一季度基数较低，若同 2019 年一季度相比，2021 年一季度白酒行业营收增速为 23.83%。

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，产品差异化竞争趋势明显

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，中高档白酒市场持续向好。根据中国酒业协会数据，2020 年全国规模以上白酒企业实现销售收入 5,836.39 亿元，同比增长 4.61%；实现利润总额 1,585.41 亿元，同比增长 13.35%。

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。2020 年在产品结构升级的推动下，贵州茅台、五粮液及泸州老窖作为高档白酒企业，总营收增速达到

11.1%。同期主营次高档和中低档白酒的酒企受疫情影响较为严重，总营收增速分别为 -0.99% 和 -3.16%，其中一些酒企为应对疫情压力，积极减少库存并疏通销售渠道。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，部分企业或面临生存压力。

表 2：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元、%）

2020 年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
贵州茅台	979.93	10.29	495.23	12.63
五粮液	573.21	14.37	209.13	14.73
洋河股份	211.01	-8.76	74.85	1.34
泸州老窖	166.53	5.29	59.59	28.37
山西汾酒	139.90	17.76	31.16	51.70
古井贡酒	102.92	-1.20	18.48	-14.37

资料来源：中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着大众白酒消费档次的逐步提高，白酒龙头企业的行业地位更加稳固，同时高档白酒较大的盈利空间激发了更多白酒企业通过产品结构转型升级的战略加入到高档白酒的市场竞争，这使高档白酒的市场竞争愈演愈烈。另外，2020 年受疫情影响，白酒行业增速下滑，而 2021 年宏观经济形势较为理想，同时白酒企业在高档和次高档产品上发力较密集，为未来需求的释放打下了较好的产品布局。

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。

2020 年化工¹行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、

施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品的需求；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 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间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，其中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

¹ 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。

工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表 3：我国部分化工产品产量统计（万吨、亿立方米、万条、%）

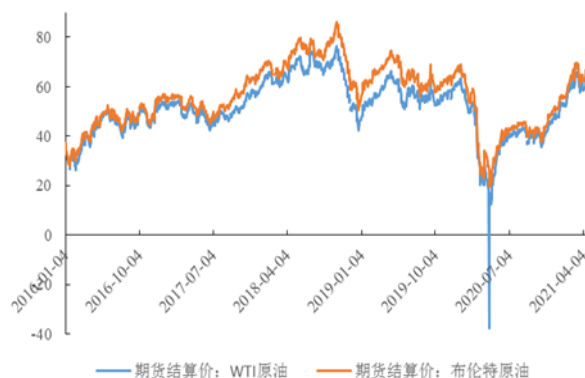
产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸（折 100%）	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱（折 100%）	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱（碳酸钠）	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药（折有效成分 100%）	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020 年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4 月 20 日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货 5 月结算价暴跌至-37.63 美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶，同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020 年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG 市场价格较上半年增长 7.99%，不过全年均价仍同

比下降约 16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020 年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至 12 月末国内无烟煤（2 号洗中块）市场价为 900 元/吨，较年初下降 15.75%。总体来看，2020 年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；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。预计 2021 年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

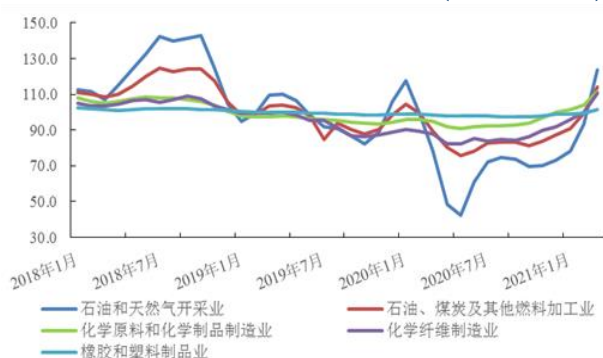
图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020 年 1~5 月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2：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

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020 年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降 15.5%和 8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020 年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用

能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020 年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业²普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至 89 家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6 月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至 43 家。总体来看，2020 年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 4：2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

²根据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，中诚信国际选取 A 股 381 家化工上市公司，剔除 2019 年以来上市但缺少单一季度数据的 20 家公司后保留 361 家为样本进行分析，

其中包括石油开采企业 3 家，石油化工企业 19 家，化学原料企业 36 家、化学制品企业 228 家，化学纤维企业 24 家，塑料和橡胶制品企业 51 家。

中诚信国际认为，2021 年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

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均位于四川省前列

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、成渝经济区联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。

近年来，宜宾市发展势头强劲，经济实力快速增强。2018~2020 年，宜宾市完成地区生产总值(GDP)分别为 2,026.37 亿元、2,601.89 亿元和 2,802.12 亿元，按可比价格计算，增速分别为 9.2%、8.85 和 4.6%。2020 年，宜宾市地区生产总值在四川省 21 个地州市中排第 3 位，三次产业结构由上年的 10.7: 50.3: 39.0 调整为 12.2: 48.2: 39.6，仍然以第二产业为主，2020 年一、三产业占比均小幅增加。同期，固定资产投资比上年增长 11.3%，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。

近年来宜宾市财政实力快速增长，2018~2020 年，宜宾市实现一般公共预算收入分别为 160.89 亿元、175.49 亿元和 200.03 亿元，其中 2020 年，宜宾市一般公共预算收入规模在四川省 21 个地州市中排第 2 位，比上年增长 13.98%，税收收入为 128.96 亿元，同比增长 12.1%，占比 64.47%；同期，宜宾市一般公共预算支出为 544.87 亿元，一般公共预算平衡率为 36.05%，自身财政平衡能力一般，对上级补助依赖较大；近年来宜宾市土地出让情况较好，政府性基金收入逐年增长，2020 年，宜宾市实现政府性基金收入 255.53 亿元，其中土地出让收入 240.84 亿元。

表 5：2018~2020 年宜宾市经济及财政概况

主要指标	2018	2019	2020
GDP (亿元)	2,026.37	2,601.89	2,802.12
GDP 增速 (%)	9.2	8.8	4.6
一般公共预算收入 (亿元)	160.89	175.49	200.03
其中：税收收入 (亿元)	106.88	115.04	128.96
政府性基金收入 (亿元)	132.19	232.11	255.53
一般公共预算支出 (亿元)	413.85	463.62	554.87
财政平衡率 (%)	38.88	37.85	36.05

资料来源：宜宾市人民政府网站，中诚信国际整理

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

公司系宜宾市最大及最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台，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、浆粕销售业务及塑料制品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保持在较大规模，但受产品价格变动影响呈现波动趋势；纤维销售业务受纺织市场行情的影响，收入存在持续下降；纸张销售业务收入存在波动，主要系自身经营及疫情等外部因素影响所致；此外，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、%）

	2018	2019	2020
白酒销售	410.37	497.58	556.10
贸易	110.78	150.33	132.95
纤维销售	95.28	92.28	74.67
化工产品销售	65.27	75.07	90.28
塑料制品	18.52	25.45	26.19
纸张销售	12.92	16.01	14.24
浆粕等销售	67.93	83.45	111.75
其他	177.64	229.03	364.89
合计	958.71	1,169.20	1,371.07
	2018	2019	2020
白酒销售	42.80	42.56	40.56
贸易	11.55	12.86	9.70
纤维销售	9.94	7.89	5.45
化工产品销售	6.81	6.42	6.58
塑料制品	1.93	2.18	1.91
纸张销售	1.35	1.37	1.04
浆粕等销售	7.09	7.14	8.15
其他	18.53	19.59	26.61
合计	100.00	100.00	100.00

注：其他业务板块主要包括机械加工、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三江建设、宜宾城交建和四川港荣负责开展。从职能定位来看，三江建设定位为宜宾市三江新区开发建

设和综合运营的主要载体，主要负责三江新区的基础设施建设、城市综合运营、新兴产业投资及产教融合发展业务，宜宾三江新区为四川省首个省级新区，设立于 2020 年 2 月 18 日，规划面积 389 平方公里，空间范围包括现宜宾临港经济开发区（以下简称“临港经开区”）、翠屏区宋家镇和南溪区罗龙街道局部、江南镇局部；宜宾城交建定位为宜宾市城市和交通投资、建设及运营集团，主要负责宜宾市三江新区外基础设施投融资建设业务；四川港荣主要负责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。临港经开区为国家级经济技术开发区，也是三江新区的核心区域，位于宜宾市中心城区东部，规划核心管辖面积 168 平方公里，目前已初步建设了新能源汽车、智能终端、轨道交通、新材料四大主导产业及现代商贸物流业“4+1”产业园。

业务模式方面，公司下属子公司项目运营模式及资金结算情况主要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，代建费率提取标准根据“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。此外，公司部分项目也采用自建模式、PPP 模式、招商模式及政府专项债券模式，其中，自建模式方面，公司子公司自筹建设资金，通过项目建成后的运营收入平衡前期投入；PPP 模式方面，公司子公司作为政府方出资代表与社会资本方成立 PPP 项目公司，子公司股权占比一般为 10%~20%，不将项目公司纳入合并范围，按照出资份额分享收益；招商模式方面，公司子公司通过公开招投标选定项目建设方，由项目建设方垫资修建项目，项目建设完成后由子公司分期回购，相关部门按照子公司实际回购金额的一定比例支付子公司代建管理费。

截至 2020 年末，公司承接的宜宾市重要基础设施建设项目总投资为 392.07 亿元，已完成投资

148.82 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 年末公司重要承建项目（亿元）

在建项目	承接主体	总投资	已投资	项目模式
南部新区城乡一体化建设一期	宜宾城交建	56.74	11.01	代建
宜宾市中心城区一二四水厂迁建和供水保障项目抢险救灾工程	宜宾城交建	9.80	7.51	代建
滨江环线	宜宾城交建	6.52	7.27	代建
天柏组团-翠柏大道及天池片区综合开发	宜宾城交建	5.86	6.90	代建
四川理工白酒学院（二期）	三江建设	29.24	24.60	招商
西华大学宜宾研究院（一期）及配套道路	三江建设	14.50	13.16	招商
电子科大宜宾研究院（一期）	三江建设	5.92	4.28	招商
宜宾市科技创新中心（一期）	三江建设	17.34	15.24	招商
大学路西段等四条道路及四块大学用地场平	三江建设	7.82	2.53	EPC
宜宾学院临港校区一期	三江建设	15.62	8.70	EPC
四川大学宜宾园区	三江建设	9.82	3.59	EPC
四川外国语大学成都学院宜宾校区	三江建设	36.58	8.05	EPC
西南交通大学宜宾产教融合实训基地	三江建设	10.10	1.87	EPC
成都理工大学产业技术学院	三江建设	39.37	8.68	EPC
成都理工大学周边市政道路及地块场平等基础设施项目	三江建设	12.08	1.61	EPC
成都工业学院宜宾园区	三江建设	27.41	4.87	EPC
宜宾新机场军航配套设施建设项目机场建设项目	三江建设	1.14	0.03	EPC
竹文化生态产业园	四川港荣	13.00	7.93	自建
裕同临港 J-03-02（j）地块	四川港荣	4.81	3.90	自建
东部产业园基础设施项目（一期）	四川港荣	8.27	1.59	自建
创新基地基础设施项目（二期【智能终端】）	四川港荣	11.96	2.02	自建
宜宾龙头山度假酒店项目	四川港荣	3.75	1.43	自建
竹文化生态产业园竹里商业街及大师工作室项目	四川港荣	3.75	1.06	自建
临港高级中学	四川港荣	5.87	0.41	代建
南溪地块项目	四川港荣	9.80	0.30	自建
宜宾临港经开区职业技术培训基地建设项目	四川港荣	11.20	0.28	代建
东部产业园邻里中心项目	四川港荣	8.60	0.00	自建
80 亩地块工业服务中心	四川港荣	5.20	0.00	自建
合计	--	392.07	148.82	--

注：1、表内总投资额和建设周期为预计数，随项目的实际规划存在调整；2、由于部分项目已完成转固或结转，表内已投资额与审计报告披露的项目余额存在差异；3、合计数与实际投入有差别主要系四舍五入所致。

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 2021 年 3 月末，公司直接持有五粮液股份的股权比例为

34.43%，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 20.40%。同期末，五粮液股份总资产 1,202.23 亿元，归属于上市公司股东的净资产 950.30 亿元。

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。目前五粮液股份形成了 501 五粮

液、经典五粮液、第八代五粮液、五粮液 1618、低度五粮液为主的产品体系，以及五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄 4 个全国性大单品。近年来，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和利润均呈现快速增长态势。2020 年及 2021 年 1~3 月，五粮液股份实现营业总收入分别为 573.21 亿元和 243.25 亿元，分别同比增长 14.37%和 20.19%；归属于上市公司股东的净利润分别为 199.55 亿元和 93.24 亿元，同比大幅增长 14.67%和 21.02%。

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。2020 年，前五名供应商合计采购金额为 21.25 亿元，占年度采购总额的 21.78%。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 600 多年）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。五粮液股份的客户集中度逐年提高，2020 年，前五名销售客户合计销售金额为 103.58 亿元，占年度销售总额的 18.07%，前五大客户的销售金额较 2019 年同比增长 37.02 亿元，客户

集中度进一步提高。近年来，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，2020 年，五粮液股份销售费用及研发费用分别达到 55.79 亿元和 1.31 亿元，较 2019 年分别同比增加 11.90%和 3.92%。

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。2020 年 9 月，五粮液股份推出战略性高端大单品“经典五粮液”市场反应良好，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，但产销量却逐年下降，主要系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，增加了高价酒类的生产。

表 8：2018~2020 年五粮液股份酒类经营情况（吨、亿元）

项目名称	2018	2019	2020
生产量	191,968	165,411	158,831
销售量	191,596	168,272	160,443
库存量	12,970	15,831	14,219
酒类收入	377.52	463.02	524.34
其中：高价位酒收入	301.89	395.71	440.61

资料来源：五粮液股份 2018~2020 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 2021 年 5 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 315.12 元/股的收盘价计算，持股市值达 6,705.75 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保持大幅增长态势，根据其现金分配方案，2018~2020 年，五粮液股份每 10 股派现金分别为 17 元（含税）、22 元（含税）和 25.80 元（含税），分配现金分别为 65.99 亿元、85.40 亿元和 100.15 亿元（拟分配）。

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，业务收入规模及盈利能力

均持续提高，市值不断增长，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，但仍需关注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。

化工业务整体向好发展，产销量达到较高水平，其中化工新材料产业链正在形成，但氯碱产品价格的波动影响了化工业务的利润水平；贸易业务收入规模有所波动，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（SZ002386）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 2021 年 3 月末，公司持有天原集团 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。天原集团拥有“江水牌”、“天材牌”、“天原牌”三大驰名商标，“江水牌”悬浮法聚氯乙烯更是被认定为中国名牌产品。目前，天原集团已成为氯碱行业产品最为齐全的企业之一，也正在全力转型为绿色化工新材料和先进化学电池材料的技术型企业集团。近年来，天原集团营业总收入持续增长，2020 年，天原集团实现营业总收入 216.46 亿元，较上年同比减少 6.31%，主要系贸易收入下降所致；归属于上市公司股东的净利润为 1.16 亿元，同比大幅增加 47.13%，主要系部分化工产品价格上升所致。天原集团收入来源主要为供应链服务业务和化工业务，2020 年上述两项业务收入分别占天原集团营业总收入的 61.42 %和 35.22 %。

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。2020 年，天原集团化工业务收入实现 76.24 亿元，较 2019 年同比增长 4.53%。分产品来看，2020 年，PVC 产品的产能利用率达到 85.70%，产量 42.86 万吨，完成年计划的 107.68%；PVC 产品实现收入 23.60 亿元，毛利率 16.34%，较 2019 年分别同比增长 2.53%和 5.14%。烧碱产品的产能利用率达到 89.63%，产量 43.02 万吨，完成年计划的 108.89%；烧碱产品实现收入 11.07 亿元，毛利率 32.44%，较 2019 年分别同比减少 16.83%和 18.14%。受外部经济环境影响及冲击，烧碱产品成本增幅较大，虽然仍为天原集团主要利润来源，但对公司化工业务毛利率产生了较大影响。

表 9：2018~2020 年天原集团 PVC、烧碱产销情况（万吨）

项目名称		2018	2019	2020
PVC	产量	40.03	40.88	42.86
	销量	39.15	38.75	40.65
烧碱	产量	39.45	40.68	43.02
	销量	34.12	35.10	36.63

资料来源：天原集团 2018~2020 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。近年来，天原集团销售市场主要分布于华东、西南和华南地区，2020 年，这三个区域对天原集团收入的贡献分别为 53.33%、26.80%和 8.99%。天原集团主要销售客户和主要供应商较为稳定，2020 年，天原集团前五名客户合计销售金额为 53.93 亿元，占年度销售总额比例为 24.91%；前五名供应商合计采购金额为 56.31 亿元，占年度采购总额比例为 27.53%。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，致力于化工新材料产业链的形成。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 年以来，募投项目年产 5 万吨氯化法钛白粉项目已建成投产，产品品质不断提升，质量与国际知名企业接近，2020 年产品价格多次上调，客户接受度高，市场反映良好；高分子新材料产业年产 1,000 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，2020 年以来天原集团正在加快 PVC-O 项目扩建，打造成为国内产能最大、质量最优的 PVC-O 头部企业；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于 2020 年正式向宁德时代供货，目前供货量已经超过 1000 吨/月，2020 年销售收入同比增长 84%，随着宁德时代电池项目在宜宾产业布局的不断扩大，未来正极材料需求也将十分巨大，必将为宜宾锂宝三元正极材料带来巨大的发展机遇。

供应链服务业务方面，天原集团供应链服务规模较大，其收入由 2018 年的 110.70 亿元增至 2020 年的 132.95 亿元，但毛利率一直维持低位，2020 年仅为 0.69%，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，天原集团化工业务整体向好

发展，保持了较高的产能利用率；同时，传统氯碱产业链及化工新材料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，同时，供应链服务业务毛利率较低且存在一定的垫资风险；此外，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及各种相关标准和要求逐步提高，加之疫情及经济环境的影响，天原集团面临一定的环保压力及宏观环境下行压力。

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 2020 年末，丝丽雅集团总资产为 227.80 亿元，净资产为 26.30 亿元，自身财务杠杆水平较高；2020 年，丝丽雅集团实现营业总收入 272.45 亿元，较上年增加 80.30 亿元，主要系浆粕等收入增长所致；净利润 0.11 亿元，较上年下降 0.21 亿元，主要系主营的纺织产品单价下降所致。

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及产销量均波动下降；绣花线产品价格波动上涨，产销量波动下降；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，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，但需关注全球经济形势和新冠疫情等外部环境对公司纺织业务的影响以及公司自身财务杠杆水平。

表 10：近年来丝丽雅集团经营情况

项目	2018	2019	2020
营业总收入（亿元）	190.04	192.15	272.45
其中：粘胶长丝（亿元）	21.78	20.91	12.83
绣花线（亿元）	14.72	18.43	5.28
粘胶短纤（亿元）	58.78	44.56	32.55
产量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	43,555	45,634	37,002
绣花线（吨）	17,249	15,993	11,339
粘胶短纤（吨）	311,598	264,745	237,052
销量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	44,243	45,588	28,782
绣花线（吨）	16,330	15,592	9,118
粘胶短纤（吨）	313,055	265,275	188,710

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，同时易受环保政策及外部环境影响

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 2021 年 3 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。

经营情况方面，近年来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深化，行业低端产能或主动退出或被动出局，行业竞争格局进一步优化，且得益于生活用纸生产线的投产及贸易业务的拓展，宜宾纸业营业收入逐年增长。2020 年，宜宾纸业实现营业总收入 18.67 亿元，较 2019 年同比增加 16.57%；但归属于上市公司股东的净利润为 -1.00 亿元，同比大幅减少 906.00%，出现亏损主要系疫情冲击、碱回收厂改造产生停工损失以及销售下滑所致。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 2019 年的 10.87% 降至 2020 年的 5.07%。

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。近年来，宜宾纸业销售区域主要为西南地区，其次为华东地区和中南地区。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，宜宾纸业近年来纸品产销量呈现一定波动。2020 年，宜宾纸业纸品生产量和销量分别为 27.93 万吨和 27.58 万吨，较 2019 年分别下降 1.31% 和 5.09%。

表 11：近年来纸品经营情况

项目	2018	2019	2020
纸品产量（万吨）	22.46	28.30	27.93
纸品销量（万吨）	21.93	29.06	27.58
营业总收入（亿元）	12.93	16.01	18.67

资料来源：宜宾纸业 2018~2020 年度报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，宜宾纸业营业收入持续上升，产能有所增加，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，易受环保政策及外部环境影响，同时宜宾纸业经营亏损情况也值得关注。

战略规划及管理

公司未来将突出投资融资、产业培育及资本运营三大核心功能，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

公司定位为全市最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台，未来将围绕“一带一路”、“成渝地区双城经济圈”、“双轮驱动”、“双城建设”及三江新区开发等进行战略布局，着力构建“资产管理运营中心、项目融资指导中心、资金运营管理中心、产业投资发展中心、风险合规管控中心”五大中心，突出投资融资、产业培育及资本运营三大核心功能，致力于成为宜宾市要素资源聚合的平台，并助推宜宾市如期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，公司下设人力资源部、综合管理部、战略部、财务管理部、资金运营部、审计风控部、法务合规部、产业投资部、金融资本部、融资管理部、资产管理部 11 个经营职能部门。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（集团）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 2018~2020 年审计报告，各期数据均为审计报告期末数。

盈利能力

得益于白酒业务的较高的盈利能力以及其他业务板块的稳步发展，公司整体净利润持续增加；母公司收入规模较小，利润主要来自五粮液等子公司分红收益

近年来公司营业毛利率略有波动。分板块看，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；得益于公司供应链管理能力的增强和产品价差的增大，贸易业务毛利率稳中有升，但仍处于低位；受行业周期及外部环境的影响，化工产品销售、纸张销售及浆粕等销售业务毛利率均呈现下降趋势；纤维销售及塑料制品业务毛利率尚可；此外，公司其他业务板块毛利率逐年下降。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2018	2019	2020
白酒销售	73.60	75.98	76.69
贸易	0.46	0.46	1.21
纤维销售	0.37	3.59	4.54
化工产品销售	20.02	15.54	8.36

塑料制品	8.67	4.95	5.33
纸张销售	16.14	10.87	9.29
浆粕等销售	7.03	5.05	1.91
其他	19.87	19.85	11.99
综合	37.52	38.18	35.56

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，使得销售费用保持在较大规模。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。2018~2020 年，公司分别收到政府补助及税收返还 8.54 亿元、7.86 亿元和 18.38 亿元，对公司利润总额形成有益补充；同期，公司分别实现投资收益 1.74 亿元、6.82 亿元和 6.73 亿元，主要系部分股权及理财产品投资所取得的收益；此外，公司资产减值损失同期分别为-2.51 亿元、-2.50 亿元和-11.92 亿元，主要系发放贷款减值损失及坏账损失，对公司利润形成一定侵蚀。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
期间费用合计	104.32	124.01	122.76
其中：销售费用	56.15	66.86	60.63
管理费用	37.95	38.33	36.54
期间费用率(%)	10.36	10.61	8.95
经营性业务利润	204.45	255.78	296.14
资产减值损失	-2.51	-2.50	-11.92
投资收益	1.74	6.82	6.73
其他收益	7.92	7.70	17.65
利润总额	208.89	260.46	290.21

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，2018~2020 年，母公司营

业收入分别为 0.82 亿元、3.03 亿元和 3.04 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。2018~2020 年，母公司分别获得投资收益 28.06 亿元、37.68 亿元和 123.28 亿元。

资产质量

随着业务规模的扩大、利润的不断累积以及股东的持续支持，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，资产整体质量较好；公司债务规模亦持续增加，但财务杠杆维持在合理水平，近年来公司短期债务占比虽持续下降，但仍处于较高水平，债务结构有待进一步优化

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 年末，流动资产占总资产比重为 51.05%。

流动资产方面，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 年末，公司受限货币资金为 68.70 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以及下属各平台子公司对基础设施项目的持续投入，存货呈逐年上升趋势。公司应收票据逐年增加，保持在较大规模，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。非流动资产方面，近年来公司固定资

产规模波动增加，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对经营性建设项目的投入，近年来随着项目建设的推进而逐年增长。作为宜宾市最重要的资本运营主体，公司参与了对宜宾市众多行业及产业的投资，使得可供出售金融资产及长期股权投资逐年增长；同时，由于同业存单及债券投资的增加，公司持有至到期投资大幅增至 2020 年末的 166.71 亿元。

资产质量方面，公司账面货币资金充足，持有众多变现能力强的优质上市公司股权，能为公司提供持续稳定的投资收益；同时，公司拥有较大规模的投资性房地产及固定资产，也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。

表 14：截至 2021 年 3 月末公司持有重要上市公司股权情况

股 权 名 称	股票代码	总市值（亿元）	持股比例（%）	公司持股市值（亿元）
五粮液股份	000858	11,298	54.83	5,703
天原集团	002386	24	16.88	4
宜宾纸业	600793	33	44.87	15
合计	--	11,355	--	5,722

注：2021 年 3 月 31 日当日汇率按 1 港币=0.84518 元人民币计算；

资料来源：中诚信国际整理

近年来公司负债总额亦呈扩张态势，从负债结构上看，流动负债为总负债的重要构成，但近年来呈波动下降趋势，截至 2020 年末，流动负债占总负债比重为 54.46%，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。近年来公司下属各板块子公司发展较快，业务规模和业务类型不断增加，仅靠自有资金无法满足发展需要，因此公司融资总规模逐年递增并保持在较大规模，其中公司近年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，公司财务杠杆率

虽有所增长，但仍维持在合理水平。2020 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.77% 和 34.44%。此外，公司债务规模亦持续增加，债务结构方面，2020 年末，公司短期债务/总债务为 0.33，短期债务占比有所下降但仍处于较高水平，债务结构有待进一步优化。

表 15：近年来公司主要资产及负债情况（亿元）

	2018	2019	2020
总资产	2,416.93	2,883.95	3,315.07
货币资金	776.82	776.47	783.34
存货	236.80	316.52	341.54
应收票据	189.75	202.64	232.23
其他应收款	157.93	158.59	179.08
可供出售金融资产	49.01	81.48	134.11
持有至到期投资	9.19	122.72	166.71
长期股权投资	39.42	57.72	74.22
固定资产	288.84	286.39	394.45
在建工程	270.67	331.86	345.64
总负债	1,121.11	1,325.63	1,583.64
预收款项	104.97	192.24	217.64
应付账款	122.47	122.49	122.27
短期借款	135.03	107.78	131.79
长期借款	282.04	330.72	307.50
应付债券	8.78	62.02	268.79
长期应付款	145.06	120.77	137.17
所有者权益合计	1,295.82	1,558.32	1,731.43
实收资本	13.90	13.90	13.90
资本公积	444.79	537.65	658.74
未分配利润	421.34	497.60	505.38
少数股东权益	407.24	492.95	536.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 16：近年来公司资本结构及资产质量情况

	2018	2019	2020
资产负债率(%)	46.39	45.97	47.77
总债务（亿元）	586.41	708.43	909.39
总资本化比率(%)	31.16	31.25	34.44
短期债务/总债务(X)	0.44	0.39	0.33
应收类款项/总资产(X)	8.98	9.06	9.28

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，母公司资产主要由长期股权投资和其他应收款构成。截至 2020 年末，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 57.43% 和 31.59%。母公司近年来增加了融资力度，总债务规模快速增长，财务杠杆也随之上升，截至 2020 年末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为

46.93%和 45.13%。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，当期末母公司短期债务占总债务比重大幅降至 0.12，债务结构得到大幅优化。

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。同期，受公司购买理财产品、发放委托贷款、支付项目投资款及厂区搬迁款影响，投资活动净现金流呈大规模净流出状态，但波动较大。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。考虑到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，预计公司筹资活动仍将保持较大规模的净流入状态。

近年来，公司各项偿债指标较强，EBITDA 及经营活动净现金流对总债务的覆盖能力均保持在较好水平，且能完全覆盖各期利息支出。此外，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各期短期债务。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	39.55	245.39	167.78
投资活动净现金流（亿元）	-41.16	-329.46	-265.95
筹资活动净现金流（亿元）	100.03	86.87	86.36
经营净现金流/总债务(X)	0.07	0.35	0.18
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.57	6.20	4.11
EBITDA（亿元）	259.60	322.80	354.40
总债务/EBITDA(X)	2.26	2.19	2.57
EBITDA 利息倍数(X)	10.28	8.15	8.68
货币资金/短期债务(X)	2.98	2.84	2.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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及获现能力均较强，对债务本息的保障能力较强。此外，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 18：近年来母公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	6.37	7.73	7.00
投资活动净现金流（亿元）	-19.77	16.62	-4.73
筹资活动净现金流（亿元）	12.16	-29.72	28.80
经营净现金流/总债务(X)	0.04	0.06	0.03
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.90	0.99	1.02
EBITDA（亿元）	33.48	--	--
总债务/EBITDA(X)	4.65	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.73	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.26	0.13	1.28

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，截至 2020 年末，母公司未来三年到期债务金额分别为 34.14 亿元、10.00 亿元和 21.00 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小。

表 19：截至 2020 年末母公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021	2022	2023	2024 及以后
到期金额	34.14	10.00	21.00	164.11

注：由于统计口径的不同，公司所提供的债务数据与财报数据略有差异。

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 1,118.58 亿元，已使用授信余额 339.44 亿元，尚未使用授信余额为 779.14 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 年末，公司受限资产账面价值合计 215.08 亿元，占总资产的比重为 6.49%，受限资产主要包括货币资金 68.70 亿元、固定资产 62.22 亿元以及存货 33.33 亿元等。

表 20：截至 2020 年末公司受限资产明细（亿元）

项目名称	账面价值	受限原因
货币资金	68.70	银行承兑汇票保证金、已质押的定期存单、用于担保的存款及结构性存款等

应收票据	5.41	为取得银行借款或换开小面额票据而质押等
应收账款	0.26	应收款项质押贷款
存货	33.33	为取得银行借款或换开小面额票据而质押等
投资性房地产	14.29	抵押贷款
固定资产	62.22	抵押贷款
在建工程	14.18	抵押借款
无形资产	2.09	抵押贷款
可供出售金融资产	14.61	质押借款
合计	215.08	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2020 年末，公司合并口径对外担保余额为 167.16 亿元，占公司净资产的 9.65%，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：根据公司本部提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 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及最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台，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

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，快速增强的区域经济实力为公司的发展提供了良好的外部环境。

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。

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，根据宜宾国资委[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 2021 年 5 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 315.12 元/股的收盘价计算，持股市值达 6,705.75 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发展控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2021 年第一期宜宾发展控股集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2021 年第一期宜宾发展控股集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

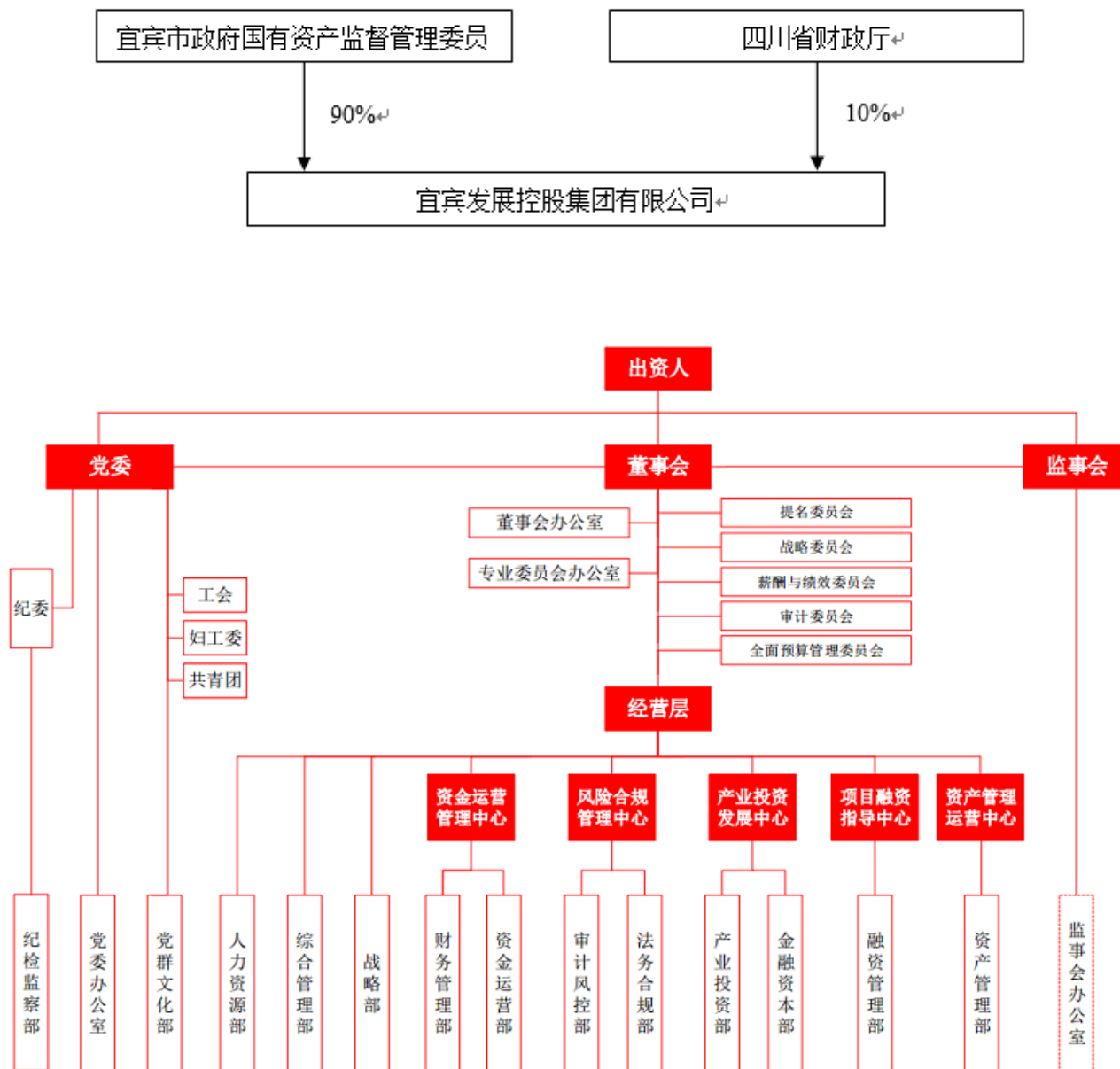
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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

2021 年 07 月 13 日

附一：宜宾发展控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：宜宾发展控股集团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)	2018	2019	2020
货币资金	7,768,160.41	7,764,722.45	7,833,397.93
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29,956.56	115,002.83	350.18
应收账款净额	490,636.45	561,772.65	405,231.83
其他应收款	1,579,330.99	1,585,872.95	1,790,848.13
存货净额	2,368,036.32	3,165,155.76	3,415,425.14
可供出售金融资产	490,086.09	814,822.80	1,341,138.95
长期股权投资	394,165.13	577,197.29	742,230.35
固定资产	2,888,368.25	2,863,872.91	3,944,545.53
在建工程	2,706,724.61	3,318,630.70	3,456,386.81
无形资产	469,853.68	488,821.65	742,499.26
总资产	24,169,317.29	28,839,529.86	33,150,745.13
其他应付款	914,163.11	931,842.52	1,137,216.64
短期债务	2,605,813.19	2,730,741.71	3,045,748.98
长期债务	3,258,326.10	4,353,564.57	6,048,162.58
总债务	5,864,139.30	7,084,306.27	9,093,911.55
净债务	-1,904,021.11	-680,416.17	1,260,513.63
总负债	11,211,106.64	13,256,289.69	15,836,408.00
费用化利息支出	231,479.30	302,616.26	297,293.57
资本化利息支出	21,137.14	93,256.58	111,124.90
实收资本	139,000.00	139,000.00	139,000.00
少数股东权益	4,072,353.66	4,929,477.04	5,361,090.28
所有者权益合计	12,958,210.65	15,583,240.17	17,314,337.13
营业总收入	9,587,114.17	11,691,953.26	13,710,686.70
三费前利润	2,958,105.36	3,720,866.86	4,012,519.88
营业利润	2,090,279.42	2,623,218.88	2,917,001.96
投资收益	17,408.30	68,182.74	67,291.31
营业外收入	23,430.72	14,383.48	28,142.09
净利润	1,565,867.08	1,926,669.22	2,139,824.86
EBIT	2,320,401.79	2,907,181.06	3,199,416.41
EBITDA	2,596,000.76	3,228,016.77	3,543,994.66
销售商品、提供劳务收到的现金	8,555,481.85	11,661,118.91	12,584,301.17
收到其他与经营活动有关的现金	2,388,487.06	1,578,388.89	1,287,296.70
购买商品、接受劳务支付的现金	5,813,505.05	6,160,821.91	7,000,633.21
支付其他与经营活动有关的现金	2,326,478.46	1,984,299.89	1,776,739.35
吸收投资收到的现金	477,777.14	772,392.38	1,228,330.23
资本支出	707,162.90	1,304,207.22	1,286,376.13
经营活动产生现金净流量	395,510.62	2,453,932.02	1,677,814.39
投资活动产生现金净流量	-411,562.21	-3,294,593.41	-2,659,477.98
筹资活动产生现金净流量	1,000,319.87	868,743.33	863,554.53
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	37.52	38.18	35.56
期间费用率(%)	10.88	10.61	8.95
总资产收益率(%)	10.45	10.97	10.32
流动比率(X)	2.28	2.08	1.96
速动比率(X)	1.92	1.69	1.57
资产负债率(%)	46.39	45.97	47.77
总资本化比率(%)	31.16	31.25	34.44
长短期债务比(X)	0.80	0.63	0.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.35	0.18
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.90	0.55
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.57	6.20	4.11
总债务/EBITDA(X)	2.26	2.19	2.57
EBITDA/短期债务(X)	1.00	1.18	1.16
货币资金/短期债务(X)	2.98	2.84	2.57
EBITDA 利息倍数(X)	10.28	8.15	8.68

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；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核算，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

附三：宜宾发展控股集团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)	2018	2019	2020
货币资金	102,930.37	49,189.89	359,823.04
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	788.70	0.52	15.85
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,068,219.62	908,528.63	1,678,306.14
存货净额	0.00	1.68	1.34
可供出售金融资产	112,442.52	155,482.52	215,328.59
长期股权投资	3,051,251.22	3,298,964.70	3,051,293.21
固定资产	7,148.97	7,038.15	6,608.71
在建工程	0.00	27.52	69.47
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	4,344,619.33	4,420,996.52	5,313,209.24
其他应付款	67,632.79	110,920.06	177,268.35
短期债务	401,800.00	365,178.00	281,400.00
长期债务	1,153,908.00	953,416.05	2,037,643.48
总债务	1,555,708.00	1,318,594.05	2,319,043.48
净债务	1,452,777.63	1,269,404.16	1,959,220.44
总负债	1,624,145.12	1,398,398.89	2,493,327.43
费用化利息支出	70,787.43	77,874.05	68,907.85
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	139,000.00	139,000.00	139,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,720,474.21	3,022,597.63	2,819,881.81
营业总收入	8,225.96	30,290.25	30,431.32
三费前利润	7,330.32	29,580.34	27,905.98
营业利润	263,834.59	362,093.82	1,230,240.62
投资收益	280,564.09	376,781.70	1,232,845.13
营业外收入	1.70	0.78	0.00
净利润	263,655.52	359,766.50	1,229,193.20
EBIT	334,404.84	437,715.59	1,298,137.73
EBITDA	334,829.50	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	60,541.49	71,017.13	74,828.66
收到其他与经营活动有关的现金	12,174.96	76,479.85	8,337.73
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	3,922.46	55,777.79	5,193.84
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	15.04	356.74	59.20
经营活动产生现金净流量	63,702.39	77,277.81	69,974.17
投资活动产生现金净流量	-197,690.25	166,160.80	-47,318.01
筹资活动产生现金净流量	121,628.72	-297,179.09	287,976.99
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	290.83	147.14	102.17
总资产收益率(%)	8.10	9.99	26.67
流动比率(X)	2.49	2.15	4.47
速动比率(X)	2.49	2.15	4.47
资产负债率(%)	37.38	31.63	46.93
总资本化比率(%)	36.38	30.37	45.13
长短期债务比(X)	0.35	0.38	0.14
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.06	0.03
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.21	0.25
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.90	0.99	1.02
总债务/EBITDA(X)	4.65	--	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.26	0.13	1.28
EBITDA 利息倍数(X)	4.73	--	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；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 2019~2020 年度现金流量表补充表，故相关指标失效；4、中诚信国际将母公司其他应付款中的有息部分调整至短期债务核算。

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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	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。