

宜宾发展控股集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：袁 野 yyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1141 号

宜宾发展控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 宜宾国资 01/20 宜国 01”、“20 宜宾国资 02/20 宜国 02”、“20 宜宾国资 03/20 宜国 03”、“20 宜宾国资 04/20 宜国 04”、“20 宜宾国资 05/20 宜国 05”、“20 宜宾国资 06/20 宜国 06”、“21 宜宾发展 01/21 宜宾 01”、“21 宜宾发展 02/21 宜宾 02”和“21 宜宾发展 03/21 宜宾 03”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

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“宜宾发展”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 宜宾国资 01/20 宜国 01”、“20 宜宾国资 02/20 宜国 02”、“20 宜宾国资 03/20 宜国 03”、“20 宜宾国资 04/20 宜国 04”、“20 宜宾国资 05/20 宜国 05”、“20 宜宾国资 06/20 宜国 06”、“21 宜宾发展 01/21 宜发 01”、“21 宜宾发展 02/21 宜发 02”和“21 宜宾发展 03/21 宜发 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了保持较快增长的区域经济为公司发展提供良好的外部环境，跟踪期内公司维持重要的区域地位，持有优质经营资源，业务维持多元化，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仍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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	2,883.95	3,315.07	3,927.90
所有者权益合计（亿元）	1,558.32	1,731.43	1,956.08
总债务（亿元）	708.43	909.39	1,119.35
营业总收入（亿元）	1,169.20	1,371.07	1,435.81
净利润（亿元）	192.67	213.98	248.68
经营活动净现金流（亿元）	245.39	167.78	254.93
营业毛利率(%)	38.18	35.56	39.34
资产负债率(%)	45.97	47.77	50.20
总资本化比率(%)	31.25	34.44	36.40
宜宾发展（母公司口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	442.10	531.32	609.10
所有者权益合计（亿元）	302.26	281.99	304.28
总债务（亿元）	131.86	231.90	285.88
营业总收入（亿元）	3.03	3.04	3.76
净利润（亿元）	35.98	122.92	38.47
经营活动净现金流（亿元）	7.73	7.00	12.72
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00
资产负债率(%)	31.63	46.93	50.04
总资本化比率(%)	30.37	45.13	48.44

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 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 2019~2021 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。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

宜宾发展控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	27.37	10
	总资产收益率(%)*	10.52	10
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	36.40	10
	总债务/EBITDA(X)*	2.49	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	9.06	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	9.59	6
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	1,435.81	10
	业务多样性	8	8
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正 面

■ **区域经济保持较快增长。**宜宾市享有独特的地理位置，资源优势明显，2021 年，宜宾市延续了良好的发展态势，完成地区生产总值(GDP) 3,148.08 亿元，在四川省 21 个地州市中排第 3 位，按可比价格计算增速为 8.9%，良好的发展态势为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **维持重要的地位。**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川南省域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。

■ **拥有优质的经营资源。**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）等优质上市公司股权，截至 2022 年 4 月 29 日持有的五粮液股份市值达 3,450.13 亿元。同时，随着各业务板块的稳步运营，跟踪期内公司营业总收入和净利润仍呈持续增长趋势。

■ **业务维持多元化，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，公司经营活动现金流呈现持续净流入状态，主营业务获现能力较强。

■ **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 2021 年末，公司本部未使用授信额度高达 209.39 亿元，备用流动性充足。

关 注

■ **未来仍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，未来仍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。**2021 年末，公司短期债务/总债务为 0.33，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，重要资产划出或重要子公司盈利能力及市值大幅下滑等。

评级历史关键信息

宜宾发展控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA / 稳定	21 宜宾发展 03/21 宜宾 03 (AAA)	2021/12/06	张敏、郑远航	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	21 宜宾发展 02/21 宜宾 02 (AAA)	2021/08/27	张敏、郑远航	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	21 宜宾发展 01/21 宜宾 01 (AAA)	2021/07/13	张敏、郑远航	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 06/20 宜国 06 (AAA)	2021/06/28	张敏、郑远航	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
	20 宜宾国资 05/20 宜国 05 (AAA)				
	20 宜宾国资 04/20 宜国 04 (AAA)				
	20 宜宾国资 03/20 宜国 03 (AAA)				
	20 宜宾国资 02/20 宜国 02 (AAA)				
	20 宜宾国资 01/20 宜国 01 (AAA)				
AAA / 稳定	20 宜宾国资 06/20 宜国 06 (AAA)	2020/11/06	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 05/20 宜国 05 (AAA)	2020/11/06	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 04/20 宜国 04 (AAA)	2020/09/14	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 03/20 宜国 03 (AAA)	2020/06/28	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 02/20 宜国 02 (AAA)	2020/04/09	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA / 稳定	20 宜宾国资 01/20 宜国 01 (AAA)	2020/03/17	高哲理、洪少育	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文

同行业比较

2021 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	3,927.90	1,956.08	50.20	1,435.81	248.68	254.93
四川发展（控股）有限责任公司	15,081.02	4,103.50	72.79	3,383.01	84.21	118.78
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	2,195.19	920.67	58.06	2,252.91	198.55	283.02

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 宜宾国资 01 /20 宜国 01	AAA	AAA	2021/06/28	17.00	17.00	2020/03/30~2025/03/30	--
20 宜宾国资 02 /20 宜国 02	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2020/05/19~2028/05/19	--
20 宜宾国资 03 /20 宜国 03	AAA	AAA	2021/06/28	22.00	22.00	2020/08/06~2025/08/06	--
20 宜宾国资 04 /20 宜国 04	AAA	AAA	2021/06/28	18.00	18.00	2020/10/21~2025/10/21	附第 3 年末公司调整 票面利率选择权及投 资者回售选择权
20 宜宾国资 05 /20 宜国 05	AAA	AAA	2021/06/28	24.00	24.00	2020/11/23~2028/11/23	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
20 宜宾国资 06 /20 宜国 06	AAA	AAA	2021/06/28	14.00	14.00	2020/12/11~2028/12/11	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
21 宜宾发展 01	AAA	AAA	2021/07/13	22.00	22.00	2021/08/03~2029/08/03	附第 5 年末公司调整

/21 宜宾 01							票面利率选择权及投资者回售选择权
21 宜宾发展 02 /21 宜宾 02	AAA	AAA	2021/08/27	13.00	13.00	2021/10/19~2029/10/19	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
21 宜宾发展 03 /21 宜宾 03	AAA	AAA	2021/12/06	10.00	10.00	2021/12/24~2029/12/24	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

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 宜宾国资 01/20 宜国 01”募集资金 17.00 亿元，其中 13.00 亿元用于项目建设，4.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末募集资金已全部使用完毕。

“20 宜宾国资 02/20 宜国 02”募集资金 5.00 亿元，全部用于宜宾市国有资产投资合伙企业（有限合伙）的出资。根据公司提供的资料，截至 2021 年末募集资金已全部使用完毕。

“20 宜宾国资 03/20 宜国 03”募集资金 22.00 亿元，15.00 亿元用于项目建设，7.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末募集资金已全部使用完毕。

“20 宜宾国资 04/20 宜国 04”募集资金 18.00 亿元，4.00 亿元用于项目建设，14.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 16.64 亿元，尚余 1.36 亿元。

“20 宜宾国资 05/20 宜国 05”募集资金 24.00 亿元，17.00 亿元用于项目建设，7.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 23.42 亿元，尚余 0.58 亿元。

“20 宜宾国资 06/20 宜国 06”募集资金 14.00 亿元，1.00 亿元用于项目建设，5.00 亿元用于宜宾市国有资产投资合伙企业（有限合伙）的出资，8.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 13.79 亿元，尚余 0.21 亿元。

“21 宜宾发展 01/21 宜宾 01”募集资金 22.00 亿元，全部用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末募集资金已全部使用完毕。

“21 宜宾发展 02/21 宜宾 02”募集资金 13.00 亿元，全部用于项目建设。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 11.27 亿元，尚余 1.73 亿元。

“21 宜宾发展 03/21 宜宾 03”募集资金 10.00 亿元，9.50 亿元用于项目建设，0.50 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 0.10 亿元，尚余 9.90 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区

域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此

前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

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

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，2021年全国白酒产量为715.63万千升，同比下降0.59%。

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。

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，疫情对各白酒企业的影响程度有所不同

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，2021 年全国规模以上白酒企业实现销售收入 6,033 亿元，同比增长 18.6%；实现利润总额 1,702 亿元，同比增长 33%，同期全国上市白酒企业实现营业收入 3,055.5 亿元，同比增长 18%，销售回款金额达 3,602.7 亿元，同比增长 27.2%，回款幅度的较大提升反映出酒企对渠道话语权的增强，同期受益于白酒行业的费用投放模式从渠道逐渐转向消费者，使多数酒企的销售和管理费用效率提升。

2021 年以来，在经济增速回升和消费回暖的双重驱动下，我国白酒市场产品结构得到进一步升级，

上市白酒企业盈利普遍增长，中高端白酒市场竞争加剧，行业集中度有所提高。市场份额方面，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。行业竞争方面，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 1：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元、%）

2021 年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
贵州茅台	1,094.64	11.71	557.21	12.52
五粮液	662.09	15.51	245.07	17.19
洋河股份	253.50	20.14	75.13	0.37
泸州老窖	206.42	23.95	79.37	33.19
山西汾酒	199.71	42.75	53.90	72.98
古井贡酒	132.70	28.94	23.74	28.46

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，高档白酒较大的盈利空间促使众多白酒企业产品转型升级，吸引资源禀赋较好的企业乘势建厂扩能，行业集中度进一步上升。此外，2021年受益于国内疫情得到控制，国民经济增速回升，居民消费意愿向好，白酒市场较快回暖，使得2021年国内白酒消费规模创下新高，但亦推动了各企业产品升级和竞争加剧的局面。

2021 年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，化工行业需求回升，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；2022 年，需关注海外地缘政治、经济摩擦、疫情反复、政策限制等不确定性因素对化工行业景气度的影响

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。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，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大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将影响 2022 年需求端变化。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年，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。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 2：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	19,897.6	2.4

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。

天然气	1,888.5	9.8	2,052.6	8.2
原油加工量	67,440.8	3.0	70,355.4	4.3
硫酸（折 100%）	8,332.3	-1.2	9,382.7	5.0
烧碱（折 100%）	3,643.2	5.7	3,891.3	5.2
纯碱（碳酸钠）	2,812.4	-2.9	2,913.3	3.4
乙烯	2,160.0	4.9	2,825.7	18.3
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,395.8	-0.9	5,446.0	0.8
化学农药原药（折有效成分 100%）	214.8	-1.1	249.8	7.8
初级形态塑料	10,355.3	7.0	11,039.1	5.8
合成橡胶	739.8	0.5	811.7	2.6
化学纤维	6,167.9	3.4	6,708.5	9.1
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	89,910.8	10.8
塑料制品	7,603.2	-6.4	8,004.0	5.9

注：1,113 立方米天然气折算 1 吨原油。

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。2021 年以来，在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势。具体来看，2021 年原油价格波动与疫情的反复密切相关，2021 年 3 月末，全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压。各国石油部长决定 5 月起逐步放松减产，但因增量仍无法覆盖全球石油产品需求增长幅度，原油供需处于紧平衡状态，美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货和布伦特原油期货价格维持高位震荡。受德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，原油价格暴跌；随后受美国飓风影响，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，原油价格快速回升；2021 年 10 月 26 日，WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平。但受奥密克戎毒株的快速传播影响，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/

桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。近期随着俄乌冲突的不断演化，国际原油价格急速走高，2022 年 3 月 8 日，WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别攀升至 123.7 美元/桶和 127.98 美元/桶。俄罗斯作为国际原油第二大出口国，在 OPEC+增产有限，伊朗核谈未有实质性进展的背景下，俄乌冲突使得未来国际原油价格走势存在较大不确定性。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升 52.42%。2020~2021 年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，从蒙古进口煤炭亦受疫情影响，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021 年 10 月末，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格为 2,678.6 元/吨，较年初的 900 元/吨大幅上升 197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内煤炭市场价格有所回落。总体来看，2021 年化工行业主要原材料和产品价格整体上涨，且原油价格的大幅提高及需求增加等令主要化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上涨的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）

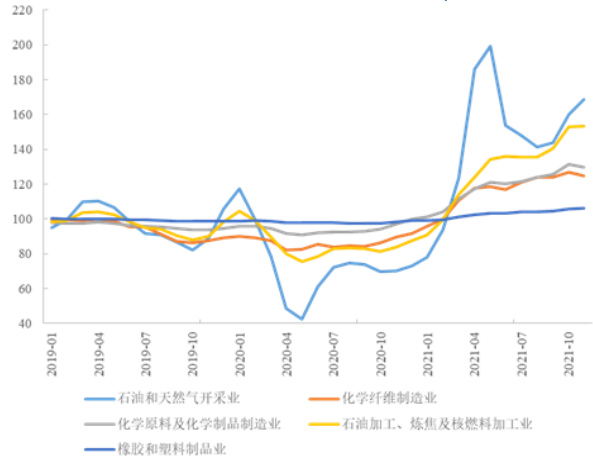


资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且出口需求修复改善，多数化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来

看，自 2021 年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022 年一季度，地缘政治等因素导致国际能源价格剧烈波动，推动国内化工各子行业 PPI 大幅上涨；原材料价格持续高位运行，预计将对 2022 年全年各化工子行业 PPI 形成一定支撑。

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

2020 年 9 月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在 2021 年 10 月提出到 2025 年单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，非化石能源消费比重达到 20%左右。对业内企业来说，在工艺技术水平的提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行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。

中诚信国际认为，2022 年，国内宏观经济及海外地缘政治、经济摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”政策、限电限产等政策的限制，化工行业景气度的变化存在一定不确定性。

依托于较好的产业基础及突出的区位条件优势，2021 年宜宾市延续了良好的发展势头，投资增速保持较快增长，经济及财政发展水平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。

2021 年，宜宾市完成地区生产总值(GDP) 3,148.08 亿元，在四川省 21 个地市州中排第 3 位，按可比价格计算，比上年增长 8.9%。三次产业结构上年的 12.2:48.9:38.9 调整为 11.3:49.8:38.9，仍然以第二产业为主，2021 年第一产业占比小幅减少。同期，固定资产投资比上年增长 12.2%，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。

2021 年，宜宾市实现一般公共预算收入 251.17 亿元，规模在四川省 21 个地市州中排第 2 位，比上年增长 25.6%，税收收入为 153.82 亿元，同比增长 19.3%，占比 61.24%；同期，宜宾市一般公共预

算支出为 563.96 亿元，一般公共预算平衡率为 44.54%，自身财政平衡能力一般，对上级补助依赖较大；2021 年，宜宾市实现政府性基金收入 239.48 亿元，其中土地出让收入 225.74 亿元。

表 3：2019~2021 年宜宾市经济及财政概况

主要指标	2019	2020	2021
GDP（亿元）	2,601.89	2,802.12	3,148.08
GDP 增速（%）	8.8	4.6	8.9
一般公共预算收入（亿元）	175.49	200.03	251.17
其中：税收收入（亿元）	115.04	128.96	153.82
政府性基金收入（亿元）	232.11	255.53	239.48
一般公共预算支出（亿元）	463.62	554.87	563.96
财政平衡率（%）	37.85	36.05	44.54

资料来源：宜宾市人民政府网站，中诚信国际整理

根据四川省及川南经济区“十四五”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。目前宜宾市正在加快建设形成川南省域经济副中心，依托于独特的地理位置及雄厚的产业基础，将重点建设三江新区，打造宜宾综合保税区、国家创新型现代产业发展示范区和国家产教融合示范市。预计未来一段时期内宜宾市地区经济将持续快速发展的势头。

跟踪期内，公司产权结构未发生变化，拥有较为完善的法人治理结构和管理体系，但公司参控股公司众多，经营管理仍面临一定的挑战

跟踪期内，公司产权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司的注册资本及实收资本均为 50.00 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。

表 4：截至 2021 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	87.67%
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%

宜宾市城市和交通建设投资集团有限公司	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

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。

跟踪期内，公司下属平台职能定位和业务区域较为明晰，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

跟踪期内，公司下属平台职能定位和业务区域较为明晰，城市基础设施建设业务仍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 2021 年末，公司承接的宜宾市重要基础设施建设项目总投资为 238.44 亿元，已完成投资 71.72 亿元，未来需投资规模仍较大。

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 5：截至 2021 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
滨江环线	宜宾城交建	6.52	8.09	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	7.91	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
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	0.32	招商（DBB）
五水厂净水厂（二期）工程	三江建设	3.47	0.00	自建
城北新区场站建设	三江建设	0.60	0.21	代建
宜宾五粮液机场临时口岸建设项目	三江建设	1.56	0.11	招商（EPC）
机场建设项目	三江建设	29.26	16.09	招商（DBB）
宜宾港铁路集疏运中心项目	三江建设	25.00	5.52	招商（EPC）
西华大学配套项目	三江建设	5.80	5.23	招商
宜宾市“双城”大学科技园产教融合实训基地建设项目（一期）	三江建设	32.36	1.26	招商（EPC）
双城二期基础设施项目一、二、三期	三江建设	35.18	1.10	招商（EPC）
宜宾市科创城配套学校项目	三江建设	11.77	1.04	招商（EPC）
竹文化生态产业园	四川港荣	13.00	11.44	自建
临港高级中学	四川港荣	5.87	1.08	自建
长江生态保护·宜宾临港退岸入园项目（一期）	四川港荣	18.48	2.89	自建
白沙湾青少年教育示范中心新建	四川港荣	2.60	2.28	自建
双城小学校（双城教育活动中心）	四川港荣	2.27	0.25	自建
区老年养护中心（白沙湾社区卫生服务中心迁建）	四川港荣	4.23	0.00	自建
宜宾三江新区产业配套用房建设项目	四川港荣	7.67	0.00	自建
宜宾三江新区龙峰村农旅融合项目	四川港荣	9.00	0.00	自建
三江新区龙峰村农旅融合项目农业科普教育展厅项目（三江之眼）	四川港荣	3.00	0.00	自建
动力电池公园	四川港荣	4.00	0.00	自建
合计	--	238.44	71.72	--

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

跟踪期内，受益于良好的品牌效应及核心竞争力，公司白酒业务市场地位稳固，白酒业务收入和净利润均持续增长，但需关注行业竞争及疫情反复对白酒业务经营的影响

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。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。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。

截至 2022 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 1,378.04 亿元，归属于上市公司股东的净资产 1,098.91 亿元。跟踪期内，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的增长态势。2021 年及 2022 年 1~3 月，五粮液股份实现营业总收入分别为 662.09 亿元和 275.48 亿元，分别同比增长 15.51%和 13.25%；归属于上市公司股东的净利润分别为 33.77 亿元和 108.23 亿元，分别同比增长 17.15%和 16.08%。

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。2021 年，前五名供应商合计采购金额为 30.81 亿元，占年度采购总额的 29.18%，占比较 2020 年增加 7.4 个百分点，供应商集中度进一步提高。

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。2021 年，由于销售渠道多元化，前五名销售客户合计销售金额为 60.58 亿元，占年度销售总额的 9.15%，占比较 2020 年同比下降 8.92 个百分点，客户集中度有所下降。近年来，五粮液股份根据市场需求加大了品牌宣传、营销、仓储以及研发费用的投入，2021 年，五粮液股份销售费用及研发费用分别达到 65.04 亿元和 1.77 亿元，较 2020 年分别增长 16.57%和 35.10%。

五粮液股份以销售五粮液产品为主，系列酒产品作为战略协同，品牌结构持续优化。2021 年，五粮液产品体系持续完善，核心大单品第八代五粮液整体实现“价稳量升”，终端动销再创新高，量价关系更趋良性，当期实现五粮液产品销售收入 491.12 亿元，同比增长 11.46%，延续了良好的涨势；同时系列酒产品体系更加聚焦自营品牌、中高价位品牌和优势品牌，当期实现系列酒产品销售收入 126.20 亿元，同比增长 50.71%，进一步推动了业绩上涨。

表 6：2019~2021 年五粮液股份酒类经营情况（吨、亿元）

项目名称	2019	2020	2021
生产量	168,272	158,831	188,717
销售量	165,411	160,443	181,775
库存量	15,831	14,219	21,161
酒类收入	463.02	524.34	617.32
其中：五粮液产品收入	395.71	440.61	491.12

资料来源：五粮液股份 2019~2021 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水平，但近期五粮液股份的股价呈现一定的波动趋势。截至 2022 年 4 月 29 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 162.13 元/股的收盘价计算，持股市值达 3,450.13 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，2021 年，五粮液股份每 10 股派现金分别为 30.23 元（含税），分配现金为 117.34 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，跟踪期内，其业务收入规模及盈利能力仍持续提高，市值处于较好水平，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，但仍需关注行业竞争及疫情反复对消费需求的冲击及其对五粮液股份经营情况的影响。

跟踪期内，因化工行业周期性复苏及产业升级转型成效显著，化工业务盈利水平达到历史最好水平；供应链业务收入规模持续下降，但毛利率有所增加；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，位列中国制造业企业 500 强和中国石油和化学工业 100 强。截至 2022 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。

天原集团作为西南最大的氯碱化工企业，已成为氯碱行业产品最为齐全的企业之一，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。

从经营情况来看，2021 年天原集团营业总收入为 188.2 亿元，较上年同比减少 13.03%；但归属于上市公司股东的净利润大幅增至 6.41 亿元，同比增幅为 453.23%，主要系传统产业周期复苏导致化工

产品价格上升所致。化工业务和供应链服务业务为天原集团主要收入来源，2021 年收入分别占天原集团营业总收入的 46.75 %和 48.40%，其中化工业务收入占比较 2020 年上升 15.46%，产业升级及调整成效显著。

化工业务方面，2021 年，天原集团主要的化工产品产能利用率均超过 80%，产销量有所下降但仍处于较高水平。同时，由于产业链及物流优势，烧碱产品的单位盈利能力很强，为天原集团主要利润来源。

表 7：2019~2021 年天原集团 PVC、烧碱产销情况（万吨）

项目名称		2019	2020	2021
PVC	产量	40.88	42.86	40.17
	销量	38.75	40.65	37.80
烧碱	产量	40.68	43.02	39.54
	销量	35.10	36.63	34.13

资料来源：天原集团 2019~2021 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。2021 年，天原集团销售市场主要分布于华东、西南和华南地区，该三个区域对天原集团收入的贡献分别为 32.72%、30.67%和 15.04%。天原集团主要销售客户和主要供应商较为稳定，2021 年，天原集团前五名客户合计销售金额为 42.71 亿元，占年度销售总额比例为 22.69%；前五名供应商合计采购金额为 51.38 亿元，占年度采购总额比例为 30.63%。

供应链服务业务方面，近年来天原集团对供应链业务进行了结构优化和调整，2021 年，供应链服务业务收入为 91.10 亿元，同比下降 31.47%，但毛利率上升 1.85 个百分点至 2.54%。未来，天原集团将进一步巩固贸易上下游渠道，以期在风险可控的前提下提升供应链服务业务的盈利能力。

天原集团是国内氯碱化工行业中转型最早且转型成功的企业之一，2021 年，公司“一体两翼”（即以优势氯碱产业为基础，重点发展以高性能材料氯化法钛白粉为核心产品的钛化工和锂电池正

极材料为核心产品的新能源先进化学电池及材料产业）的发展成效显著，其中氯碱装置高水平运行，为全年经营业绩大幅度增长贡献最大，海丰和泰氯化法钛白粉扩建工程顺利完成，产能规模进一步扩大。

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；跟踪期内，因化工行业周期性复苏及产业升级转型成效初显，化工业务盈利水平达到历史最好水平，但仍需关注化工产品价格可能受国际、国内宏观经济波动、国家政策变化、供需状况变化等因素的影响；此外，节能减排、提高能源效率和产业结构调整成为我国氯碱行业可持续发展的重要方向，国家各项能耗控制措施的逐步实施加速了行业内企业优化整合的进度，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，天原集团也面临一定的环保压力及宏观环境下行压力。

跟踪期内，纺织业务收入持续增加，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 2021 年末，公司合计持有丝丽雅集团 87.67%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。截至 2021 年末，丝丽雅集团总资产为 235.13 亿元，净资产为 22.04 亿元，财务杠杆水平较高；2021 年，丝丽雅集团实现营业总收入 305.13 亿元，较上年持续增长，但净利润仅 0.03 亿元，盈利能力较弱。

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。2021 年，丝丽雅集团主营产品中，绣花线和粘胶短纤产量均有所下降，但销量均有所增长；粘胶

长丝产销量均有所增长，对公司利润贡献较大。丝丽雅集团同时也开展浆粕等销售业务，浆粕系黏胶纤维类产品的主要原材料，近年来浆粕价格上涨，为稳固经营盈利能力，丝丽雅集团利用采购渠道优势，以稳定的货源和相对的价格优势迅速占领市场，加大了浆粕产品销售，2021 年，丝丽雅集团实现浆粕等销售收入 103.91 亿元。

上游客户方面，2021 年，丝丽雅集团主要向宜宾天原集团股份有限公司、四川省宜宾惠美线业有限责任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，武汉裕大华纺织服装集团有限公司和四川省宜宾惠美线业有限责任公司为丝丽雅集团的主要

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。纤维销售板块的进出口方面，2021 年，丝丽雅集团（国有板块）进出口总额 3.78 亿美元，同比增长 15.9%，但考虑到受中美贸易摩擦叠加疫情等影响，纺织产品海外需求严重波动，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，跟踪期内营业收入稳步提升，但盈利能力较弱，且仍需关注全球经济形势和新冠疫情等外部环境对丝丽雅集团经营的影响以及丝丽雅集团自身财务杠杆水平。

表 8：近年来丝丽雅集团经营情况

项目	2019	2020	2021
营业总收入（亿元）	192.15	272.45	305.13
其中：粘胶长丝（亿元）	20.91	14.48	16.56
绣花线（亿元）	18.43	26.57	31.29
粘胶短纤（亿元）	44.56	27.55	42.31
产量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	45,634	37,002	38,066.94
绣花线（吨）	15,993	11,339	9,650.85
粘胶短纤（吨）	264,745	237,052	224,953.20
销量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	45,588	28,782	37,729.92
绣花线（吨）	15,592	9,118	12,086.65
粘胶短纤（吨）	265,275	188,710	233,321.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，造纸行业的市场景气度持续提升，宜宾纸业收入规模及盈利水平均有所增加，但纸业产品下游竞争压力较大，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 2022 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，跟踪期内，“限塑令”、“禁废令”等政策已有序在各地实施，造纸行业的市场景气度持续提升。2021 年，宜宾纸业实现营业收入 21.17 亿元，同比增长 13.41%；归属于上市公司股东的净利润为 0.28 亿元，同比增加 1.28 亿元。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，2021 年，纸品单价的上涨也带动纸产品的毛利率增加 7.73 个百分点至 12.80%。

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。2021年，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，2021年，宜宾纸业纸品生产量和销量分别为31.43万吨和31.81万吨，均达到公司搬迁以来历史新高。

表 9：近年来公司纸品经营情况

项目	2019	2020	2021
纸品产量（万吨）	28.30	27.93	31.43
纸品销量（万吨）	29.06	27.58	31.81
营业总收入（亿元）	16.01	18.67	21.17

资料来源：宜宾纸业 2019~2021 年度报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内，宜宾纸业营业收入持续上升，盈利水平也有所增加，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。

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 2019~2021 年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制，各期数据均为审计报告期末数。

跟踪期内，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，公司整体收入规模及净利润持续增加；母公司收入规模较小，利润主要来自五粮液股份等子公司分红收益

2021 年以来，公司业务继续呈多元化发展态势，营业总收入延续良好增长势头，毛利率水平也有所提升。分板块来看，2021 年，白酒销售业务受益于白酒行业良好的景气度以及五粮液股份合理的发展策略，白酒销售收入继续大幅增长，占当期总收入比重也上升至 44.52%，是公司营业收入增长的最重要助力，同时该业务较高的毛利率也有力地

保障了公司整体的盈利水平；由于化工行业周期性复苏，化工产品销售收入及毛利率均大幅增加，同时也带动了公司营业毛利率的提升；公司对贸易业务进行了结构优化和调整，其规模持续收缩，且该板块毛利率依然持续处于低位；由于公司纤维及造纸业务在各自行业内均具有较强竞争力，该两项业务收入规模也有所增加；塑料制品业务、浆粕销售业务及其他业务收入均小幅下降。

表 10：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

	2019	2020	2021
白酒销售	497.58	556.10	639.21
贸易	150.33	132.95	80.65
纤维销售	92.28	74.67	97.51
化工产品销售	75.07	90.28	120.41
塑料制品	25.45	26.19	25.09
纸张销售	16.01	14.24	18.07
浆粕等销售	83.45	111.75	103.91
其他	229.03	364.89	350.94
合计	1,169.20	1,371.07	1,435.81
	2019	2020	2021
白酒销售	42.56	40.56	44.52
贸易	12.86	9.70	5.62
纤维销售	7.89	5.45	6.79
化工产品销售	6.42	6.58	8.39
塑料制品	2.18	1.91	1.75
纸张销售	1.37	1.04	1.26
浆粕等销售	7.14	8.15	7.24
其他	19.59	26.61	24.44
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

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2019	2020	2021
白酒销售	75.98	76.69	76.77
贸易	0.46	1.21	0.72
纤维销售	3.59	4.54	5.23
化工产品销售	15.54	8.36	16.51
塑料制品	4.95	5.33	4.59
纸张销售	10.87	9.29	12.80
浆粕等销售	5.05	1.91	1.06
其他	19.85	11.99	12.54
综合	38.18	35.56	39.34

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，2021 年，由于白酒行业景气度持续提升，五粮液股份对品牌宣传以及营销的投入

较大，使得销售费用有所增加。管理费用方面，随着经营规模的扩大，公司管理费用也随之提升。此外，财务费用因利息资本化且叠加部分利息收入，保持在合理规模。在上述因素的共同作用下，公司2021年期间费用规模有所增加，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%以下，整体处于较低水平。

2021年，公司白酒销售业务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继续大幅增加。2021年，公司收到政府补助及税收返还26.88亿元，对公司利润总额形成有益补充；同期，公司实现投资收益6.38亿元，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为-1.68亿元，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 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
期间费用合计	124.01	122.76	140.81
其中：销售费用	66.86	60.63	71.62
管理费用	38.33	36.54	41.72
财务费用	13.20	18.43	18.47
期间费用率(%)	10.61	8.95	9.81
经营性业务利润	255.78	296.14	344.40
资产减值损失	-2.50	-11.92	-1.68
投资收益	6.82	6.73	6.38
其他收益	7.70	17.65	26.22
利润总额	260.46	290.21	339.21

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借款业务，2021年，母公司营业收入较上年小幅增长至3.76亿元，整体规模仍偏小。母公司期间费用主要由财务费用构成，同时经营性业务利润持续增加，并于2021年由负转正。母公司利润主要来自五粮液等子公司分红收益，2021年，母公司获得投资收益36.23亿元。

跟踪期内，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长较快，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；此外，公司短期债务占比较高，债务结构有待进一步优化

2021年以来，随着经营规模和合并范围的扩大，公司资产总额持续增长。从资产结构上看，流动资产为总资产的重要构成，截至2021年末，流动资产占总资产比重由上年末的51.05%增至54.67%。

流动资产方面，公司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2021年末，公司受限货币资金为66.41亿元，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。2021年以来，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，公司存货账面余额有所增加。公司应收票据也持续增加至较大规模，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收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，2021年因收回部分往来款呈现一定降幅。非流动资产方面，2021年以来，公司在建工程及固定资产规模均有所增加，主要系下属平台类子公司对经营性建设项目的投入及购置设备和房产所致。作为宜宾市最重要的资本运营主体，2021年，公司继续增加对宜宾市众多行业及产业的投资，同时也增加了较多同业存单及债券的投资，当期末可供出售金融资产、长期股权投资、持有至到期投资、债权投资及其他权益工具投资等科目账面余额合计数持续增加，公司自2021年起执行新的会计准则，当期末部分科目因调整使得账面余额为0。

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 13：截至 2022 年 4 月 29 日公司持有重要上市公司股权情况

股票名称	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	6,292.41	54.83	3,450.13
天原集团	002386	69.49	16.88	11.73
宜宾纸业	600793	17.27	44.87	7.75
合计	--	6,379.17	--	3,469.61

注：2022 年 4 月 29 日当日汇率按 1 港币=0.84306 元人民币计算。

资料来源：中诚信国际整理

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，截至 2021 年末，流动负债占总负债比重为 54.06%，与上年末基本持平，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。2021 年以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，因此公司对外融资保持在较大规模，使得短期借款、长期借款、应付债券及长期应付款等科目的余额均呈现一定程度的增幅。

2021 年以来，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，公司财务杠杆水平虽有所上升，但仍维持在合理水平。2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.20%和 36.40%。此外，公司债务规模亦持续增加，债务结构方面，2021 年末，公司短期债务/总债务为 0.33，短期债务占比仍处于较高水平，债务结构有待进一步优化。

表 14：近年来公司主要资产及负债情况（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
总资产	2,883.95	3,315.07	3,927.90
货币资金	776.47	783.34	967.73
存货	316.52	341.54	418.95
应收票据	202.64	232.23	266.40
其他应收款	158.59	179.08	152.40
可供出售金融资产	81.48	134.11	0.00
持有至到期投资	122.72	166.71	0.00

债权投资	0.00	0.00	198.38
长期股权投资	57.72	74.22	118.56
其他权益工具投资	0.00	0.00	120.34
固定资产	286.39	394.45	432.57
在建工程	331.86	345.64	394.86
总负债	1,325.63	1,583.64	1,971.82
短期借款	107.78	131.79	169.29
预收款项	192.24	217.64	53.32
应付账款	122.49	122.27	188.77
长期借款	330.72	307.50	339.99
应付债券	62.02	268.79	350.76
长期应付款	120.77	137.17	204.05
所有者权益合计	1,558.32	1,731.43	1,956.08
实收资本	13.90	13.90	13.90
资本公积	537.65	658.74	707.28
未分配利润	497.60	505.38	616.07
少数股东权益	492.95	536.11	601.99

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

项目名称	2019	2020	2021
资产负债率(%)	45.97	47.77	50.20
总债务（亿元）	708.43	909.39	1,119.35
总资本化比率(%)	31.25	34.44	36.40
短期债务/总债务(X)	0.39	0.33	0.33
应收类款项/总资产(X)	9.06	9.28	6.87

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，作为投资控股主体，母公司资产主要由长期股权投资、债权投资和其他应收款构成。截至 2021 年末，母公司上述三个科目占母公司总资产比重分别为 54.50%、17.27%和 9.90%。母公司 2021 年融资力度较上年有所减小，总债务增速放缓，财务杠杆水平仍处于合理区间，截至 2021 年末，母公司总债务增至 285.88 亿元，其中应付债券 217.56 亿元，资产负债率和总资本化比率分别升至 50.04%和 48.44%。同期末，母公司短期债务占总债务比重增至 0.17，债务结构较为合理。

2021 年，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，筹资活动净现金流入持续处于高位；公司各项偿债指标较强，短期偿债压力可控

2021 年，得益于各板块业务良好的经营发展，公司营收规模持续增加，经营活动净现金流也随之增长；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，投资活动净现金流仍呈大规模净流出状态，但缺口有所收缩。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，2021年，公司融资规模仍较大；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。

2021年，公司各项偿债指标表现较强，EBITDA及经营活动净现金流对总债务的覆盖能力仍保持在较好水平，且能完全覆盖各期利息支出。此外，虽然2021年以来公司短期债务规模持续增长，但由于账面货币资金充足，货币资金均能完全覆盖各期末短期债务。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况

项目名称	2019	2020	2021
经营活动净现金流（亿元）	245.39	167.78	254.93
投资活动净现金流（亿元）	-329.46	-265.95	-168.81
筹资活动净现金流（亿元）	86.87	86.36	87.69
经营净现金流/总债务(X)	0.35	0.18	0.23
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.20	4.11	6.41
EBITDA（亿元）	322.80	354.40	411.23
总债务/EBITDA(X)	2.19	2.57	2.72
EBITDA 利息倍数(X)	8.15	8.68	10.35
货币资金/短期债务(X)	2.84	2.57	2.65

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小，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。2021年，母公司经营活动净现金流持续为正，但整体流入规模较低，对债务本金覆盖能力偏弱，但能对当期利息支出形成覆盖。

表 17：近年来母公司现金流及偿债指标情况

项目名称	2019	2020	2021
经营活动净现金流（亿元）	7.73	7.00	12.72
投资活动净现金流（亿元）	16.62	-4.73	-41.93
筹资活动净现金流（亿元）	-29.72	28.80	29.27
经营净现金流/总债务(X)	0.06	0.03	0.04
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.99	1.02	1.27
货币资金/短期债务(X)	0.13	1.28	0.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司融资渠道畅通，备用流动性充足

根据公司提供的资料，截至2021年末，母公司未来三年到期债务金额分别为48.16亿元、32.03亿元和35.68亿元。

表 18：截至2021年末公司母公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2022	2023	2024	2025 及以后
到期金额	48.16	32.03	35.68	170.01

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有所差异。

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2021年末，公司本部拥有国有商业银行、股份制商业银行等金融机构授信总额303.23亿元，已使用授信余额93.84亿元，尚未使用授信余额为209.39亿元，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2021年末，公司受限资产账面价值合计357.71亿元，占总资产的比重为9.11%，受限资产主要包括货币资金66.41亿元、固定资产83.19亿元、存货30.42亿元、其他非流动资产45.72亿元和债权投资41.50亿元等。

表 19：截至2021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	66.41	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	3.97	质押借款
应收账款	1.48	应收款项质押贷款
应收款项融资	10.74	为取得银行借款或换开小面额票据而质押等
存货	30.42	抵押贷款
其他流动资产	4.65	质押贷款
投资性房地产	39.28	抵押贷款
固定资产	83.19	抵押贷款
在建工程	19.45	抵押借款
无形资产	10.89	抵押贷款
其他非流动资产	45.72	融资租赁
债权投资	41.50	担保质押
合计	357.71	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项方面，截至2021年末，公司合并口径对外担保余额为172.84亿元，占公司净资产的

8.84%，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：根据公司提供的母公司《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 20 日，母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

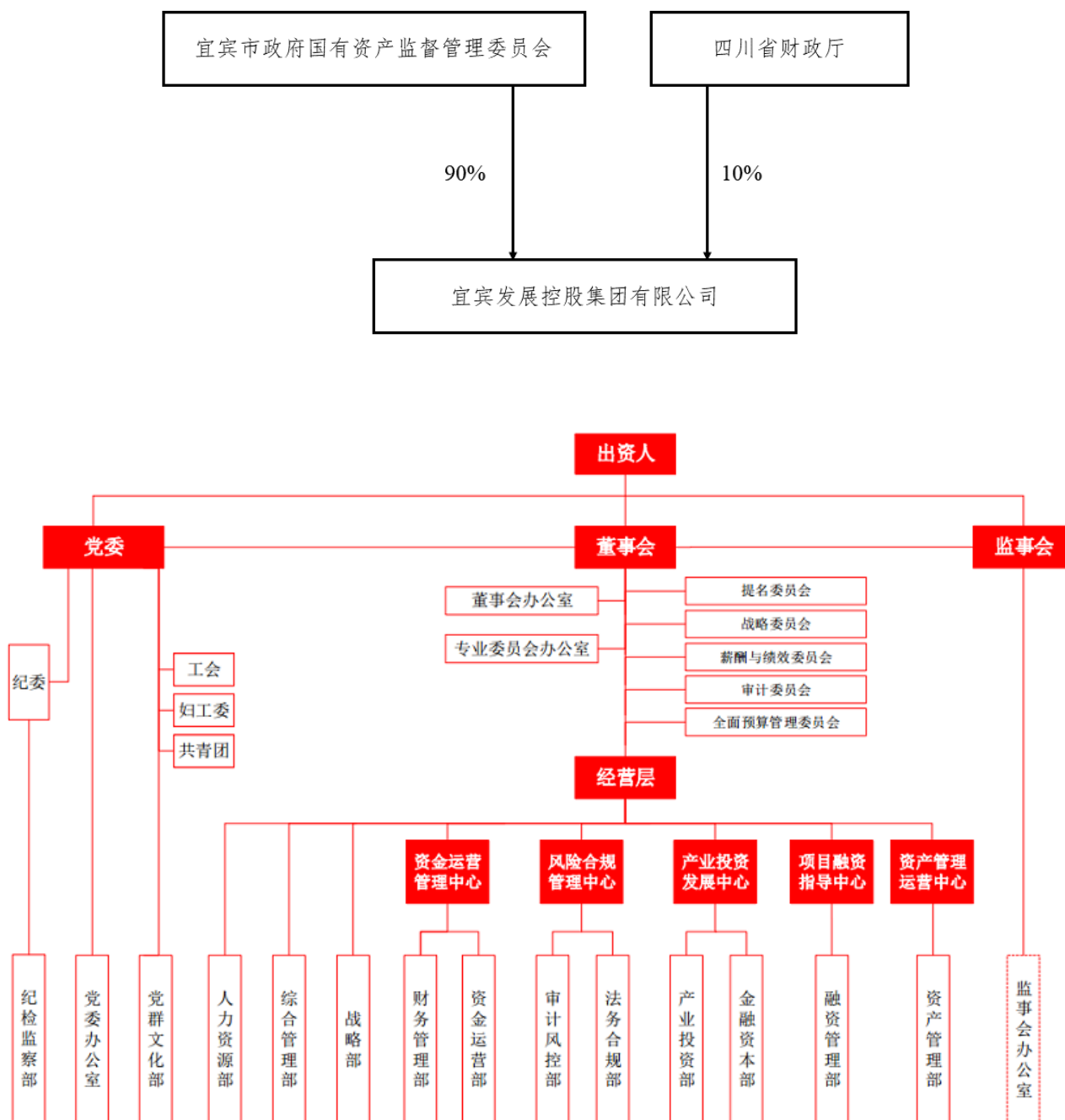
公司作为宜宾市最大及最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台，区域地位非常重要，宜宾市政府在各方面给予了公司大力支持

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，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。同时，公司控股的五粮液股份等业内优秀企业能为公司提供持续稳定的投资收益。此外，2021 年以来，宜宾市政府在资源协调、资产划拨、资金注入、财政补贴等方面继续给予公司大力支持，公司资本实力持续夯实，业务经营愈加稳健。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持宜宾发展控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 宜宾国资 01/20 宜国 01”、“20 宜宾国资 02/20 宜国 02”、“20 宜宾国资 03/20 宜国 03”、“20 宜宾国资 04/20 宜国 04”、“20 宜宾国资 05/20 宜国 05”、“20 宜宾国资 06/20 宜国 06”、“21 宜宾发展 01/21 宜国 01”、“21 宜宾发展 02/21 宜国 02”和“21 宜宾发展 03/21 宜国 03”的债项信用等级为 **AAA**。

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）	2019	2020	2021
货币资金	7,764,722.45	7,833,397.93	9,677,278.84
应收账款净额	561,772.65	405,231.83	631,485.44
其他应收款	1,585,872.95	1,790,848.13	1,524,022.21
存货净额	3,165,155.76	3,415,425.14	4,189,501.71
长期投资	2,619,261.37	3,750,497.74	4,600,436.24
固定资产	2,863,872.91	3,944,545.53	4,325,673.93
在建工程	3,318,630.70	3,456,386.81	3,948,555.84
无形资产	488,821.65	742,499.26	879,995.04
总资产	28,839,529.86	33,150,745.13	39,279,012.71
其他应付款	931,842.52	1,137,216.64	1,262,081.49
短期债务	2,730,741.71	3,045,748.98	3,652,795.65
长期债务	4,353,564.57	6,048,162.58	7,540,656.99
总债务	7,084,306.27	9,093,911.55	11,193,452.64
净债务	-680,416.17	1,260,513.63	1,516,173.79
总负债	13,256,289.69	15,836,408.00	19,718,247.33
费用化利息支出	302,616.26	297,293.57	326,372.80
资本化利息支出	93,256.58	111,124.90	71,037.19
所有者权益合计	15,583,240.17	17,314,337.13	19,560,765.38
营业总收入	11,691,953.26	13,710,686.70	14,358,067.37
经营性业务利润	2,557,797.98	2,961,391.95	3,443,993.91
投资收益	68,182.74	67,291.31	63,766.19
净利润	1,926,669.22	2,139,824.86	2,486,798.15
EBIT	2,907,181.06	3,199,416.41	3,718,471.00
EBITDA	3,228,016.77	3,543,994.66	4,112,270.15
经营活动产生现金净流量	2,453,932.02	1,677,814.39	2,549,325.23
投资活动产生现金净流量	-3,294,593.41	-2,659,477.98	-1,688,065.74
筹资活动产生现金净流量	868,743.33	863,554.53	876,895.80
资本支出	1,304,207.22	1,286,376.13	1,221,736.62
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	38.18	35.56	39.34
期间费用率(%)	10.61	8.95	9.81
EBITDA 利润率(%)	27.61	25.85	28.64
总资产收益率(%)	10.97	10.32	10.27
净资产收益率(%)	13.50	13.01	13.49
流动比率(X)	2.08	1.96	2.01
速动比率(X)	1.69	1.57	1.62
存货周转率(X)	2.61	2.69	2.29
应收账款周转率(X)	22.22	28.36	27.70
资产负债率(%)	45.97	47.77	50.20
总资本化比率(%)	31.25	34.44	36.40
短期债务/总债务(%)	38.55	33.49	32.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.35	0.18	0.23
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.90	0.55	0.70
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.20	4.11	6.41
总债务/EBITDA(X)	2.19	2.57	2.72
EBITDA/短期债务(X)	1.18	1.16	1.13
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.15	8.68	10.35
EBIT 利息保障倍数(X)	7.34	7.83	9.36

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 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）	2019	2020	2021
货币资金	49,189.89	359,823.04	360,491.42
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	908,528.63	1,678,306.14	602,817.35
存货净额	1.68	1.34	1.42
长期投资	3,454,447.22	3,266,621.81	4,588,415.22
固定资产	7,038.15	6,608.71	17,084.42
在建工程	27.52	69.47	0.00
无形资产	0.00	0.00	34.41
总资产	4,420,996.52	5,313,209.24	6,091,037.16
其他应付款	110,920.06	177,268.35	346,670.49
短期债务	365,178.00	281,400.00	481,648.99
长期债务	953,416.05	2,037,643.48	2,377,189.29
总债务	1,318,594.05	2,319,043.48	2,858,838.27
净债务	1,269,404.16	1,959,220.44	2,498,346.85
总负债	1,398,398.89	2,493,327.43	3,048,239.86
费用化利息支出	77,874.05	68,907.85	99,871.44
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,022,597.63	2,819,881.81	3,042,797.29
营业总收入	30,290.25	30,431.32	37,554.95
经营性业务利润	-14,988.03	-2,605.25	23,101.67
投资收益	376,781.70	1,232,845.13	362,303.78
净利润	359,766.50	1,229,193.20	384,689.07
EBIT	437,715.59	1,298,137.73	485,265.35
EBITDA	--	--	--
经营活动产生现金净流量	77,277.81	69,974.17	127,196.62
投资活动产生现金净流量	166,160.80	-47,318.01	-419,251.45
筹资活动产生现金净流量	-297,179.09	287,976.99	292,723.21
资本支出	356.74	59.20	742.60
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	147.14	102.17	37.44
总资产收益率(%)	9.99	26.67	8.51
净资产收益率(%)	12.53	42.08	13.12
流动比率(X)	2.15	4.47	2.21
速动比率(X)	2.15	4.47	2.21
存货周转率(X)	0.00	0.00	0.00
资产负债率(%)	31.63	46.93	50.04
总资本化比率(%)	30.37	45.13	48.44
短期债务/总债务(%)	27.69	12.13	16.85
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.03	0.04
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.21	0.25	0.26
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.99	1.02	1.27
EBIT 利息保障倍数(X)	5.62	18.84	4.86

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 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 2019~2021 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
	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
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

附五：信用等级的符号及定义

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。