



宜宾发展控股集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0698 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	宜宾发展控股集团有限公司	AAA/稳定
---------------------	--------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“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”、“21 宜宾发展 03/21 宜宾 03”、“22 宜宾发展 01/22 宜宾 01”、“22 宜宾发展 02/22 宜宾 02”	AAA
--------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为宜宾市 2022 年保持强劲的发展势头，潜在的支持能力强；宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“宜宾发展”或“公司”）仍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，区域重要性强且与政府的关联度高；同时公司持有优质经营资源，各板块业务运营向好，资产流动性及盈利能力强；但需关注未来公司在地方项目建设方面的资本支出压力、产业类投资面临的市场化运作风险及经营管理方面面临的挑战等对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

正 面

- **区域发展向好。**宜宾市享有独特的地理位置，资源优势明显，2022年保持强劲的发展势头，经济及财政实力均位列四川省前三，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位重要。**跟踪期内，公司仍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，也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，并继续获得宜宾市政府的大力支持。
- **持有优质经营资源。**公司业务多元化发展，涉及白酒、化工、纺织及基建等众多行业，其中白酒业务经营主体宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液股份”）是国内白酒行业龙头企业之一，核心竞争力很强，截至 2023年3月31日，公司持有的五粮液股权市值达4,192.72亿元，股权价值很高，可为公司提供良好的备用流动性。
- **资产流动性及盈利能力强。**公司账面货币资金充足，且持有众多变现能力强的优质上市公司股权，整体资产流动强；同时，公司各业务板块经营向好，经营获现能力强，且公司近年来持续获得高额的现金分红，盈利能力保持在较高水平。

关 注

- **需关注项目建设带来的资本支出压力及产业投资面临的市场化运作风险。**公司承担了宜宾市较多产业投资及项目建设任务，未来面临较大的资本支出压力，同时亦需关注产业类投资受外部环境变化及市场化运营的影响。
- **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。

项目负责人：袁 野 yyuan@ccxi.com.cn
项目组成员：郑远航 yzhzheng@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(027)87339288

财务概况

宜宾发展（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	3,315.07	3,927.90	4,514.33
所有者权益合计（亿元）	1,731.43	1,956.08	2,141.13
负债合计（亿元）	1,583.64	1,971.82	2,373.21
总债务（亿元）	909.39	1,120.16	1,430.67
营业总收入（亿元）	1,371.07	1,435.81	1,550.56
净利润（亿元）	213.98	248.68	286.34
EBIT（亿元）	321.27	375.51	435.36
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	167.78	254.93	213.53
营业毛利率（%）	35.56	39.34	41.33
总资产收益率（%）	9.69	10.37	10.31
资产负债率（%）	47.77	50.20	52.57
总资本化比率（%）	34.44	36.41	40.05
总债务/EBITDA (X)	2.56	2.70	2.99
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	8.71	10.45	9.48
宜宾发展（母公司口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	531.32	609.10	753.68
负债合计（亿元）	249.33	304.82	395.18
总债务（亿元）	231.90	285.88	374.52
所有者权益合计（亿元）	281.99	304.28	358.49
投资收益（亿元）	123.28	36.23	63.10
净利润（亿元）	122.92	38.47	64.44
EBIT（亿元）	129.91	48.53	76.92
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.00	12.72	12.08
经调整的净资产收益率（%）	43.59	13.12	19.45
资产负债率（%）	46.93	50.04	52.43
总资本化比率（%）	45.13	48.44	51.09
总债务/投资组合市值（%）	5.76	8.84	8.92
现金流利息覆盖倍数 (X)	18.94	4.85	6.58

注：1、中诚信国际根据四川华信（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 2020~2022 年审计报告，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、公司未提供母公司口径 2020~2022 年度现金流量表补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际将其他应付款、其他流动负债科目中的有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

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	22 宜宾发展 02/22 宜宾 02 (AAA)	2022/11/03	袁野、郑远航	中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100 2022_01	阅读全文
AAA/稳定	22 宜宾发展 01/22 宜宾 01 (AAA)	2022/09/19	袁野、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 03/21 宜宾 03 (AAA)	2022/06/24	袁野、郑远航	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
	21 宜宾发展 02/21 宜宾 02 (AAA)				
	21 宜宾发展 01/21 宜宾 01 (AAA)				
	20 宜宾国资 06/20 宜国 06				

	(AAA)				
	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	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)	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

注：中诚信国际口径

同行业比较（2022 年）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	净利润 (亿元)
宜宾发展	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	4,514.33	2,141.13	52.57	286.34
宿迁产发	宿迁市重要的产业资产经营和金融投资主体	921.23	546.28	40.70	97.00

中诚信国际认为，与同行业相比，宜宾发展的投资策略处于较优水平，投资风险较低，资本实力强，投资组合中上市公司占比高，资产流动性强，财务风险很低。

注：宿迁产发系“宿迁产业发展集团有限公司”的简称。

本次跟踪债项情况

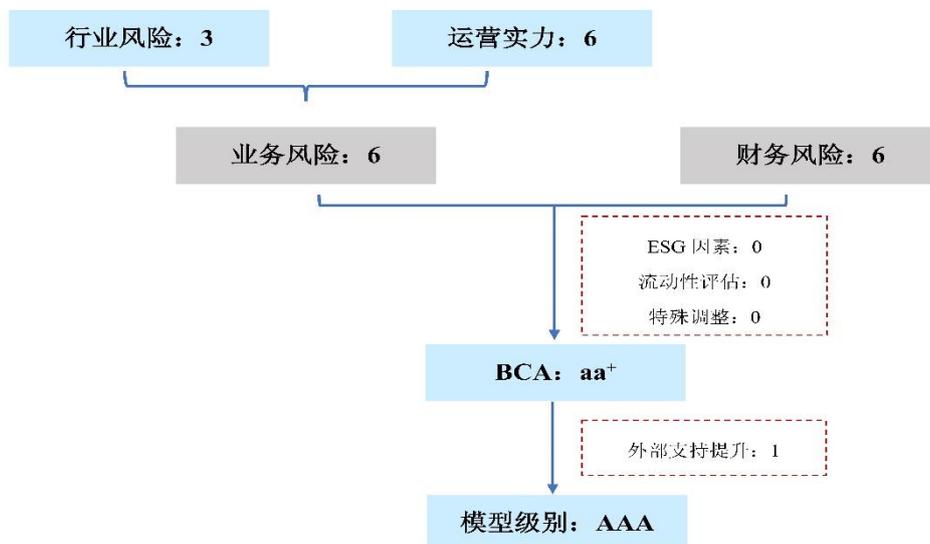
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 宜宾国资 01 /20 宜国 01	AAA	AAA	2022/06/24	17.00	17.00	2020/03/30~2025/03/30	--
20 宜宾国资 02 /20 宜国 02	AAA	AAA	2022/06/24	5.00	5.00	2020/05/19~2028/05/19	--
20 宜宾国资 03 /20 宜国 03	AAA	AAA	2022/06/24	22.00	22.00	2020/08/06~2025/08/06	--
20 宜宾国资 04 /20 宜国 04	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	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

20 宜宾国资 06 /20 宜国 06	AAA	AAA	2022/06/24	14.00	14.00	2020/12/11~2028/12/11	投资者回售选择权 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 /21 宜宾 01	AAA	AAA	2022/06/24	22.00	22.00	2021/08/03~2029/08/03	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 02 /21 宜宾 02	AAA	AAA	2022/06/24	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	2022/06/24	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
22 宜宾发展 01/22 宜宾 01	AAA	AAA	2022/09/19	22.00	22.00	2022/10/14~2027/10/14	--
22 宜宾发展 02/22 宜宾 02	AAA	AAA	2022/11/03	23.00	23.00	2022/12/15~2030/12/15	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

评级模型

宜宾发展控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,公司维持重要地位,持续获得宜宾市政府大力的政策支持和资源倾斜;公司投资管理机制良好,投资组合多样化程度较高,控参股企业涉及白酒、化工、纺织及基础设施建设等众多行业,被投标的部分系行业龙头上市企业,经营总体向好,在为公司贡献丰厚投资收益的同时,也有力提升了公司的资产流动性;但也需关注未来公司在项目建设方面的资本支出压力及产业类投资面临的市场化运作风险。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,母公司持有众多变现能力强的优质股权,继续获得高额现金分红,盈利能力强;由于资金需求的增加,母公司债务规模及财务杠杆水平持续上升,同时短期债务增速较快,但投资组合市值及投资获现对债务本息的覆盖能力强,整体偿债指标保持在较好水平。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对宜宾发展个体基础信用等级无影响,宜宾发展具有 aa⁺ 的个体基础信用等级,反映了其很低的业务风险和财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,宜宾市经济及财政实力在四川省位居前列,对公司具有强的支持能力;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,业务开展与市政府具有高度的关联性,宜宾市政府对公司的支持意愿很强;公司下属五粮液股份是国内白酒行业龙头企业之一,核心竞争力很强,股权价值高,可为公司资产质量、盈利能力、备用流动性形成强有力增幅。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 2022 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，全部用于宜宾市国资产业投资合伙企业（有限合伙）的出资。根据公司提供的资料，截至 2022 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 2022 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 2022 年末，募集资金已使用 16.75 亿元，尚余 1.25 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 2022 年末，募集资金已使用 23.57 亿元，尚余 0.43 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 亿元用于宜宾市国资产业投资合伙企业（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 2022 年末，募集资金已使用 13.97 亿元，尚余 0.03 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 2022 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 2022 年末，募集资金已使用完毕。

“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 2022 年末，募集资金已使用 7.44 亿元，尚余 2.46 亿元。

“22 宜宾发展 01/22 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 2022 年末，募集资金已使用 19.54 亿元，尚余 2.46 亿元。

“22 宜宾发展 02/22 宜宾 02”募集资金 23.00 亿元，22.50 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 2022 年末，募集资金已使用 10.60 亿元，尚余 11.40 亿元。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

中诚信国际认为，2022 年我国股权投资市场募资总量整体维持稳定，募资结构两极化趋势仍然显著；但投资节奏明显放缓，投资案例和金额均有所降低，市场热度集中于科创行业，投资阶段以中后期项目为主；随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，被投资企业 IPO 数量及占比同步减少，并购、股转和回购的交易热度明显提升。

2022 年，中国股权投资市场外部环境承压，总体平稳发展。根据清科研究中心数据显示：2022 年中国股权投资市场新募基金 7,061 支，同比微升 1.2%，共募集 21,582.55 亿元，同比小幅下滑 2.3%；投资案例发生 10,650 起，同比下降 13.6%，投资总金额为 9,076.79 亿元，同比减少 36.2%，投资节奏明显放缓；退出共发生 4,365 笔，同比下降 3.7%，被投资企业 IPO 数量及占比同步减少，并购、股转和回购的交易热度明显提升。

募资方面，2022 年中国股权投资市场募资总量同比变动较小。根据清科研究中心数据，募资结构两极化趋势仍然显著，一方面，在国有资本股权投资参与度加深、新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，占百亿以上基金的比例约达七成；另一方面，小规模、出资灵活的小规模基金数量和占比均有提升，推动在我国股权投资市场在新募基金数量增长情况下，募集规模小幅回调；分币种看，2022 年人民币基金募集金额同比上升 0.4%，外币基金募集金额同比下降 18.6%，外币基金募资节奏持续放缓；从基金类型来看，创业投资基金的数量继续维持领先，共 4,445 支创业投资基金完成新一轮募集，数量占比达到 63.0%，成长基金数量占比则下滑至 32.6%；此外，多支聚焦于房地产创新发展、房地产纾困、高科技园区、商业投资

的房地产投资基金完成新一轮募集，房地产投资基金的规模同比上升 55.5%。

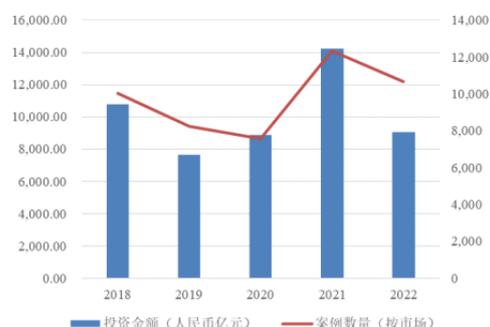
投资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场回归平稳，投资案例数和投资金额有所降低；从投资行业看，2022 年投资市场热度集中于科创行业，IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康 and 机械制造，前四大行业投资案例数占比为 72.1%；分市场来看，早期投资市场较青睐机械制造行业，创业投资市场加速布局汽车领域，私募股权投资市场积极参投清洁技术项目和半导体及电子设备项目；国有资本引领攻坚关键核心技术，活跃投资科创企业；投资机构避险情绪延续，中后期项目获投案例数占比达 61.0%。

图 1：2018~2022 年中国股权投资市场基金募资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

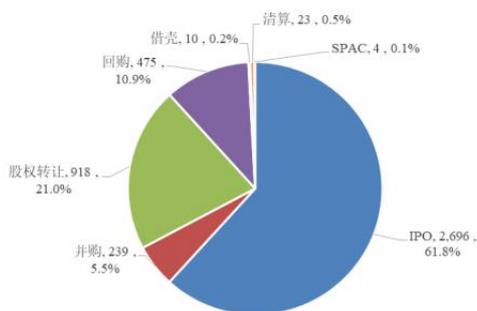
图 2：2018~2022 年中国股权投资市场投资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投企业 IPO 案例数占比 61.8%，相较上年下降了 6.6 个百分点；股权投资机构积极寻求二级市场以外的退出渠道以获取现金收益，随着越来越多行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加 IPO 项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，企业端被收购意愿有所增加，带动并购退出交易热度提升，2022 年并购/借壳/SPAC 案例数同比上升 29.7%。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

区域环境

宜宾市地处四川、云南、贵州三省结合部，金沙江、岷江、长江三江交汇处，区位条件得天独厚。

全市辖 3 区 7 县，面积 1.33 万平方公里。宜宾市产业基础雄厚，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，拥有五粮液股份（股票代码：000858）、天原集团（股票代码：002386）、宜宾纸业（股票代码：600793）等多家知名上市公司，工业经济综合效益连续多年位居四川前茅。近年来，在特色优势产业持续高质量发展下，宜宾市新兴产业也转型效果显著，智能终端、新能源汽车、动力电池、晶硅光伏等战略性新兴产业发展势头强劲，逐步成为宜宾经济与城市快速发展的关键支撑。依托资源优势及产业的发展，宜宾市的经济实力快速提升，在四川省名列前茅，2022 年完成地区生产总值（GDP）为 3,427.84 亿元，在全省排名第 3，较上年增长 4.5%；同年全市全社会固定资产投资比上年增长 10.2%。

表 1：2022 年四川省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
四川省	56,749.81	--	6.78	--	4,882.20	--
成都市	20,817.50	1	9.82	2	1,722.40	1
绵阳市	3,626.94	2	7.43	5	159.40	5
宜宾市	3,427.84	3	7.44	4	275.80	2
德阳市	2,816.87	4	8.14	3	156.50	6
南充市	2,685.45	5	4.83	14	112.10	10
泸州市	2,601.52	6	6.11	9	192.50	3
达州市	2,502.72	7	4.66	15	150.07	8
乐山市	2,308.81	8	7.33	6	147.98	9
凉山彝族自治州	2,081.36	9	4.27	16	184.18	4
内江市	1,656.95	10	4.11	18	76.01	14
自贡市	1,638.42	11	6.64	7	61.22	16
眉山市	1,635.51	12	5.53	12	156.09	7
遂宁市	1,614.47	13	5.80	10	103.30	11
广安市	1,425.02	14	3.14	19	95.30	12
攀枝花市	1,220.52	15	10.05	1	83.29	13
广元市	1,139.78	16	4.99	13	61.08	17
资阳市	948.16	17	2.82	21	60.99	18
雅安市	902.51	18	6.31	8	65.57	15
巴中市	765.01	19	2.86	20	51.85	19
甘孜藏族自治州	471.94	20	5.79	11	46.42	20
阿坝藏族羌族自治州	462.51	21	4.20	17	34.30	21

注：2022 年末常住人口数据暂未发布，故人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口数据测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长为宜宾市财政实力提供了有力的支撑，2022 年，宜宾市实现一般公共预算收入 275.8 亿元，为预算的 103.1%，增长 9.8%，目前稳居四川省第 2，仅次于成都市，同时财政自给能力有所提升，但税收收入占比有所下降；受房地产市场整体低迷的影响，2022 年宜宾市政府性基金收入有所下降，但仍保持在 200 亿以上的规模。再融资环境方面，持续建设三江新区等功能区及招商引资对资金的需求持续推动政府显性债务增加，截至 2022 年末宜宾市地方政府债务余额 903.49 亿元，居四川省前列，但广义政府债务率在省内排名靠后，区域债券市场发行利率及利息差也处于全国较低水平，同时 2022 年宜宾市融资额仍呈现净流入趋势，区域整体再融资环境尚可。

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。为巩固城市竞争力及提升城市能级，目前宜宾市正在加快建设形成川南省域经济副中心，将重点建设三江新区，同时致力于打造世界级优质白酒产业集群、全球一流动力电池产业集群、国家级晶硅光伏产业集群、全国同类城市领先的数字经济产业集群这 4 个产业集群，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。

表 2：近年来宜宾市地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,601.89	2,802.12	3,148.08	3,427.84
GDP 增速（%）	8.8	4.6	8.9	4.5
固定资产投资增速（%）	12.9	11.3	12.2	10.2
一般公共预算收入（亿元）	175.49	200.03	251.17	275.8
政府性基金收入（亿元）	232.11	255.53	239.48	214.73
税收收入占比（%）	65.56	64.47	61.24	58.92
公共财政平衡率（%）	37.85	36.05	44.54	45.19

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：宜宾市人民政府，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍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，区域地位显著，并持续获得宜宾市政府的大力支持；公司投资管理机制良好，投资组合多样化程度较高，控参股企业涉及白酒、化工、纺织及基础设施建设等众多行业，被投标的部分系行业龙头上市企业，经营总体向好且风险相对可控，在为公司贡献丰厚投资收益的同时，也有力提升了公司的资产流动性，但也需关注地方项目建设给公司带来的资本支出压力以及产业类投资面临的市场化运作风险。

公司在宜宾市国资体系中地位显著，在展业过程中持续获得宜宾市政府的大力支持，同时全面的投融资及风险管理体系也对公司在国资管理及展业的过程中提供了较好的支持；公司持有优质产业类资源，整体投资业绩良好，随着投资组合价值的增值，投资业绩仍有提升空间。但公司承担宜宾市较多产业投资及项目建设任务，需关注项目建设带来的资本支出压力以及产业类投资受外部环境变化和市场化运营影响的情况；此外，公司下属部分产业类企业受到行业周期性影响，经营存在一定的波动。

跟踪期内，公司仍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，围绕产业发展和城市发展两条主线，承担推动宜宾发展转型升级、推动国有资本优化布局、推动国资国企深化改革三大功能，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，拥有非常重要的区域地位，在展业过程中继续获得宜宾市政府各方面的大力支持。

投资管理和风险控制能力方面，公司已构建“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、风险合规管理中心”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，公司制定了较完善的投资决策和管理制度，覆盖投前、投中、投后等阶段，投资管理环节无明显漏洞，投资效率较高但在一定程度上受到政府决策流程的影响；同时风险合规管理中心是公司实施全面风险管理的核心抓手，主要聚焦企业债务风险、投资风险、法律风险、

金融风险等，对融资、担保、借款、投资等业务，建立有效的全面风险管理机制和体制，有效进行项目风险识别、风险衡量、风险监测、风险化解，能实现全业务覆盖、全流程监控。

投资业绩方面，公司持有优质的产业类资源，特别是白酒资源具有稀缺性，可贡献稳定可观的现金分红，随着公司投资组合价值的增值，投资业绩仍有提升空间。但公司承担宜宾市较多产业投资及项目建设任务，需关注项目建设带来的资本支出压力以及产业类投资受外部环境变化和市场化运营影响的情况；此外，公司下属部分产业类企业受到行业周期性影响，经营存在一定的波动。

公司投资组合多样化程度较高，控参股企业涉及白酒、化工及基础设施建设等众多行业，被投标的中上市公司占比很高，部分系行业龙头之一，经营总体向好且风险相对可控，在为公司贡献丰厚投资收益的同时，也有力提升了公司的资产流动性；同时，公司近年来还在通过“股权直投+基金投资”的模式拓展进行智能制造、新能源、类金融等诸多领域的投资，未来该板块具有一定的发展潜力。

作为“宜宾国企航母，资本运营引擎”，公司采用集团母公司控股，辖属子公司转化经营的模式，业务整体呈多元化发展态势。公司投资组合多样化程度较高，控参股企业涉及白酒、化工及基础设施建设等众多行业，有利于形成资源整合和业务协同效应，抗风险能力较强；被投标的中上市公司占比很高，部分系行业龙头之一，经营总体向好且风险相对可控，在为公司贡献丰厚投资收益的同时，也有力提升了公司的资产流动性。

具体来看，公司持有五粮液、天原集团、宜宾纸业等众多上市公司股权，均来自于宜宾市委市政府的股权划拨，按照 2023 年 3 月 31 日收盘价格计算，公司持有的上市公司总市值合计约为 4,214.87 亿元，股权价值很高，可为公司提供良好的备用流动性，同时公司每年能获得丰厚的现金分红收益，但近期占比最大的五粮液股份股票市场行行情波动较大，中诚信国际对公司所持上市公司股票价格波动情况保持关注。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司持有重要上市公司股权情况（亿元）

股权名称	股票代码	总市值	持股比例	公司持股市值
五粮液股份	000858.SZ	7,646.77	54.83%	4192.72
天原集团	002386.SZ	72.17	16.88%	12.18
宜宾纸业	600793.SH	22.20	44.87%	9.96
合计	--	7,741.14	--	4,214.87

注：1、按照 2023 年 3 月 31 日的收盘价计算；2、合计数与实际投入有差别主要系四舍五入所致。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司旨在发挥国有资本引领撬动优势，以“股权直投+基金”产融结合方式及“以投促产、产引结合”新模式，在新材料、新能源、高端装备制造、医疗器械（健康）、电子信息、乡村振兴等产业以及智慧城市建设上发力。该板块主要为契合宜宾市产业发展方向，成为公司近年来重点发展方向，未来具有一定的发展潜力。

股权直投方面，公司目前自主投资的产业类企业涉及地产、新能源、类金融等方面，行业分布较广，对公司投资管控能力提出较高要求，考虑到对该部分企业的投资虽属于市场化投资，但也需兼顾社会效率与经营效益，中诚信国际将对该部分企业的经营情况保持关注。

表 4：截至 2022 年末母公司部分参控股公司情况

企业名称	持股比例	经营范围
四川能投发展股份有限公司	6.08%	电力垂直综合电力供应商和服务供应商
四川三江汇海商业保理有限公司	50.00%	商业保理
四川三江汇海融资租赁有限公司	100.00%	融资租赁
双城信用增进股份有限公司	2.00%	融资担保
宜宾发展创投有限公司	100.00%	创业投资
宜宾发展产城投资有限公司	100.00%	城市片区开发
四川长宁天然气开发有限责任公司	10.00%	天然气开发

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基金投资方面，母公司目前持有的基金主要有两只，系宜宾五粮液乡村振兴发展基金（有限合伙）（以下简称“乡村振兴基金”）和宜宾市国资产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“国资基金”），其中乡村振兴基金由有限合伙人四川省宜宾五粮液集团有限公司出资 5.00 亿元，母公司出资 4.96 亿元，普通合伙人宜宾港信资产管理有限公司出资 0.01 亿元组成，投向为符合全市特色农业“5+2”产业、现代农业园区建设、乡村建设行动等方面的农业农村项目和重点龙头企业。国资基金由公司作为有限合伙人出资 20 亿元，普通合伙人宏源汇富创业投资有限公司出资 0.2 亿元组成，投向为符合国家支持的非基本公共服务领域、基础设施领域、住房保障领域、生态环境领域、区域发展领域、战略性新兴产业和先进制造业领域、创业创新领域等政府支持产业。公司基金投资资金来源均为自有资金，且均已完成实缴，但该两只基金尚处于培育期，投资业绩有待持续观察。

表 5：截至 2022 年末母公司主要基金投资情况（万元）

基金名称	成立时间	存续期	基金总规模	公司认缴金额	公司实缴金额	资金来源
宜宾五粮液乡村振兴发展基金（有限合伙）	2018 年	13	99,700	49,600	49,600	自有资金
宜宾市国资产业投资合伙企业（有限合伙）	2019 年	8	202,000	200,000	200,000	自有资金
合计	--	--	299,700	249,600	249,600	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司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，跟踪期内来营业总收入持续增加。具体来看，2022 年，公司白酒销售业务收入继续大幅增长，且始终保持较强的盈利能力，是公司营业收入及利润的主要来源；由于公司化工产品销售业务行业内具有较强竞争力，该业务收入规模保持增幅，但由于其主营产品价格的波动导致毛利率水平下降较多；公司对贸易业务进行了结构优化和调整，其规模持续收缩，但利润水平有所提升；受益于行业景气度提升及自身业务规划，塑料制品业务、纸张销售业务及浆粕销售业务收入均有所增加，且毛利率水平相对稳定；此外，其他业务涉及行业众多，该部分收入整体维持在较大规模。

表 6：公司合并口径营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒销售	556.10	40.56	76.69	639.21	44.52	76.77	706.13	45.54	79.18
贸易	132.95	9.70	1.21	80.65	5.62	0.72	78.97	5.09	4.21
纤维销售	74.67	5.45	4.54	97.51	6.79	5.23	80.10	5.17	5.00
化工产品销售	90.28	6.58	8.36	120.41	8.39	16.51	138.15	8.91	8.57
塑料制品	26.19	1.91	5.33	25.09	1.75	4.59	32.02	2.06	4.10
纸张销售	14.24	1.04	9.29	18.07	1.26	12.80	18.90	1.17	10.49
浆粕等销售	111.75	8.15	1.91	103.91	7.24	1.06	138.49	8.93	0.58
其他	364.89	26.61	11.99	350.94	24.44	12.54	358.59	23.13	13.38

合计/综合	1,371.07	100.00	35.56	1,435.81	100.00	39.34	1,550.56	100.00	41.33
-------	----------	--------	-------	----------	--------	-------	----------	--------	-------

注：1、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、贸易及基础设施代建等业务；2、因四舍五入，合计数与单项累计计数略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设业务板块

跟踪期内，公司下属基础设施投融资建设主体的职能定位和展业范围较为明晰，基础设施建设业务稳步推进，续建项目和储备项目较多，业务稳定性和可持续性均较强，但未来也面临一定的投资压力。

跟踪期内，公司城市基础设施建设业务仍主要由子公司宜宾三江投资建设集团有限公司（以下简称“三江建设”）、宜宾市城市和交通建设投资集团有限公司（以下简称“宜宾城交建”）和四川港荣投资发展集团有限公司（以下简称“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，宜宾三江新区目前围绕 4 大先进制造业、4 大产业赋能方式，结合现代农业共同构建新区“4+4+1”的产业发 展体系；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；四川港荣主要负责宜宾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，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。

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。同时，公司部分项目也采用自建自营模式及 PPP 模式等，其中，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，按照出资比例分享收益；自建自营模式方面，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，项目建设完成后由公司分期回购，项目进入运营阶段后，通过市场化运营进行资金平衡。

公司承担大部分宜宾市基础设施投融资及建设任务，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 2022 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	计划建设期
高县庆岭镇太源村鞍子上建筑用料石灰岩矿山项目	宜宾城交建	1.07	0.36	24 个月
城乡建设用地增减挂钩项目	宜宾城交建	13.3	0.22	36 个月
垦造水田项目	宜宾城交建	8.00	0.00	12 个月
新增耕地项目	宜宾城交建	4.50	0.00	12 个月
绿色一体化产业基地项目	宜宾城交建	1.95	0.00	12 个月

川南城际铁路宜宾临港长江大桥长江以北段道路连接工程	三江建设	10.20	3.50	32 个月
三江新区绿色低碳优势产业园项目一期-长江工业园	三江建设	4.21	0.60	23 个月
四川时代 110 千伏输变电工程				
三江新区民生补短板二标段	三江建设	2.65	0.30	24 个月
临港-南溪滨江路及宜南快速拓宽改造项目	三江建设	31.78	20.00	27 个月
三江新区产教园区及配套设施项目(二期)一产教	三江建设	12.05	0.40	12 个月
施项目(宜三中高中部)				
大学城 G93 高速公路出入口工程	三江建设	5.16	0.00	12 个月
三江新区绿色低碳优势产业园项目一期	三江建设	52.00	18.00	43 个月
竹文化生态产业园博物馆建设项目	四川港荣	2.60	0.85	32 个月
竹文化生态产业园大师工作室及竹里香街	四川港荣	3.75	2.30	32 个月
竹主题酒店	四川港荣	4.76	3.00	32 个月
铁路交叉口项目	四川港荣	2.80	0.00	12 个月
中材锂膜(西南)基地年产 20 亿平方米锂电池隔膜项目	四川港荣	6.70	1.67	8 个月
三江新区产业配套用房建设项目(80 亩)	四川港荣	7.60	0.90	12 个月
东部产业园基础设施项目(一期)--港东纵一路一段(南)道路工程项目	四川港荣	1.00	0.80	36 个月
白沙堰湿地水生态修复工程(含竹文化、竹科普、酒店边坡等)	四川港荣	2.00	1.33	12 个月
宜宾三江新区人工智能产业科技园企业孵化中心	四川港荣	1.00	0.00	12 个月
宜宾三江新区创新孵化服务中心	四川港荣	2.50	0.02	12 个月
宜宾三江新区龙峰村农旅融合项目农业新业态室外拓展工程	四川港荣	1.16	0.02	12 个月
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	4.10	2.67	18 个月
乡村道路建设	四川港荣	3.80	0.00	12 个月
三江新区康养中心(白沙湾社区卫生服务中心迁建)	四川港荣	4.23	1.88	18 个月
三江新区竹产业园基础设施建设项目附属工程(口袋公园二期)	四川港荣	1.10	0.00	12 个月
宜宾三江新区市政雨污管网整治工程(二期)	四川港荣	2.00	0.20	24 个月
长江工业园燃气门站及储气调峰站项目	四川港荣	1.50	0.00	24 个月
三江新区未来三江商业综合体项目	四川港荣	10.00	0.00	12 个月
合计	--	209.47	59.02	--

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：公司财务报表，中诚信国际整理

白酒板块

跟踪期内，五粮液股份的产品保持了市场畅销，核心竞争力很强，其业务收入规模及盈利能力均持续提高；公司持有的五粮液股份股权流通性好，市场价值高，变现能力很强，同时公司能获得五粮液股份丰厚的现金分红。

公司白酒业务主要由控股上市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 2023 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%。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归属于上市公司股东的净利润仍保持超过 10% 的增速。

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波动增长趋势。2022 年，前五名供应商合计采购金额为 28.16 亿元，占年度采购总额的 22.22%，占比较 2021 年减少 6.96 个百分点，供应商集中度有所降低。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。

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。截至 2022 年末，五粮液股份经销商量达到 3,144 家，较 2021 年末增加 488 家。其中，大单品五粮液经销商量 2,489 家，同比增加 435 家；五粮浓香经销商 655 家，增加 53 家。依托强大的品牌拉动力和经销商自身的市场开发与管理能力，五粮液股份销售渠道结构持续优化，2022 年，前五名销售客户合计销售金额为 98.00 亿元，占年度销售总额的 13.25%，占比较 2021 年同比上升 4.1 个百分点，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、仓储以及生产工艺研发的投入，销售费用及研发费用持续增加，2022 年，五粮液股份销售费用及研发费用分别达到 68.44 亿元和 2.36 亿元，较 2021 年分别增长 5.24% 和 32.90%。

从产品结构来看，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，近年来酒类收入逐年增加，但产品整体产销量波动下降，主要系五粮液股份优化产品结构，向中高价位产品聚焦所致。2022 年，五粮液酒类产品的产销量均同比下降超过 30%，但当期实现酒类收入 675.63 亿元，同比增长 9.45%，且毛利率高达 81.88%，创下历史新高，剔除低价位产品的影响，2022 年五粮液产品的产量达 33,791 吨，同比增长 19.0%；销量达 32,768 吨，同比增长 12.2%，与酒类高端市场扩容速度相匹配，量减价增稳固高端市场的战略取得良好成效。

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。截至 2023 年 3 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 197.00 元/股的收盘价计算，持股市值达 4,192.72 亿元，并且公司每年都能收到五粮液股份丰厚的分红款。根据其现金分配方案，2022 年，五粮液股份每 10 股派现金为 37.82 元（含税），拟分配现金为 146.80 亿元，连续三年分红超百亿，分红率维持在 50% 以上。自上市至今，五粮液股份累计实施了 21 次现金分红，分红金额共计 760 亿元，是上市以来募集资金总额的近 20 倍。

表 8：近年来五粮液股份酒类经营情况（吨、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022
----	------	------	------	------

生产量	168,272	158,831	188,717	129,328
销售量	165,411	160,443	181,775	127,161
库存量	15,831	14,219	21,161	23,328
酒类收入	463.02	524.34	617.32	675.63
其中：五粮液产品收入	395.71	440.61	491.12	553.35

资料来源：五粮液股份 2019~2022 年度报告，中诚信国际整理

整体来看，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之一，跟踪期内仍保持了市场畅销，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丰厚的投资收益，其股权流通性好，变现能力很强，但仍需关注行业竞争及经济下行对消费需求的冲击及其对五粮液股份经营情况的影响。

化工板块

跟踪期内，化工板块产销量保持较高水平，营业收入保持增长态势，但受化工产品价格波动的影响，当期业务利润有所下降，同时产业升级及转型取得较好成效，供应链业务收入规模持续下降，其毛利率持续增加；考虑到化工产品行业周期性较强，该板块发展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宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“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，目前已成为西南最大的氯碱化工企业及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 2023 年 3 月末，公司持有天原集团 17,140.18 万股，持股比例为 16.88%，为第一大股东。

天原集团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，2022 年来天原集团营业总收入同比增长 8.05%，但归属于上市公司股东的净利润同比减少 14.58%，主要系化工产品价格波动所致。化工业务和供应链服务业务为天原集团主要收入来源，2022 年该两项业务收入分别占天原集团营业总收入的 57.92% 和 38.83%，其中化工业务收入占比较 2021 年上升 33.84%，产业升级及调整成效显著。2022 年，天原集团主营的 PVC 产品和烧碱产品的产销量仍保持较高水平，产能利用率均超过 80%。由于产业链及物流优势，烧碱产品的单位盈利能力很强，2022 年产品毛利率为 21.92%，虽较上年同比下降 6%，但仍为天原集团主要的利润来源。

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和西南地区，2022 年，这两个区域对天原集团收入的贡献合计高达 77.30%，其中华东地区销售额为 103.36 亿元，同比增加 67.82%。天原集团主要销售客户和主要供应商较为稳定，2022 年，其前五名客户合计销售金额为 35.84 亿元，占年度销售总额比例为 17.62%；前

五名供应商合计采购金额为 44.42 亿元，占年度采购总额比例为 28.05%。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。

表 9：近年来天原集团经营情况（亿元、万吨）

指标	2019	2020	2021	2022	
营业总收入	231.03	216.46	188.2	203.39	
归属于上市公司股东的净利润	0.79	1.16	6.41	5.51	
PVC	产量	40.88	42.86	40.17	41.67
	销量	38.75	40.65	37.80	41.10
烧碱	产量	40.68	43.02	39.54	41.52
	销量	35.10	36.63	34.13	35.60

资料来源：天原集团 2019~2022 年度报告，中诚信国际整理

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，2022 年供应链服务收入为 78.97 亿元，同比下降 13.32%，但毛利率同比增加 1.69% 至 4.21%。未来，天原集团将进一步巩固贸易上下游渠道，确保在风险可控的前提下持续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，目前“一体两翼”新产业布局已经构建完成，并正在向协同化、规模化、效益化方向发力拓展。2022 年，为抢抓发展的市场机遇，天原集团更加坚定在锂电材料、化工新材料产业进行产业布局和优化结构，包括全面推进年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料及配套前驱体项目建设、推进宜宾锂宝三元战略引资事项、建设绿色高性能聚氯乙烯改性材料项目等。

整体来看，跟踪期内，天原集团化工业务保持了较高的产能利用率；同时，产业升级及转型成效显著，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，但化工产品行业周期性较强，产品价格易受国际、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，加之外部环境的影响，天原集团也面临一定的环保压力及宏观环境下行压力。

纺织板块

跟踪期内，丝丽雅集团主营纺织产品价格的上升，带动纺织业务盈利情况有所好转，但各类纺织产品的产销量仍呈现波动趋势，需持续关注全球经济形势等外部环境对纺织业务经营的影响。

公司纺织业务主要由下属子公司宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“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 2022 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。

从经营情况来看，2022 年，丝丽雅集团营业总收入持续增至 352.19 亿元，同时在主营纺织产品价格上升的带动下，其净利润规模也增至 0.22 亿元；产销量方面，当期仅粘胶长丝实现产销量齐增，粘胶短纤及绣花线的产销量仍处于持续波动状态。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，2022 年，丝丽雅集团实现浆粕等销售收入 138.26 亿元，同比增加 33.06%。

上游客户方面，2022 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、重庆市棉麻集团有限公司、四川圣山禾旭进出口贸易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，四川省宜宾惠美线业有限责任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。纤维销售板块的进出口方面，2022 年，丝丽雅集团（国有板块）进出口总额为 3.83 亿美元，实现连年增长，但考虑到受外部环境变化的影响，纺织产品海外需求持续波动，丝丽雅集团出口业务承压。

总的来看，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，盈利情况有所好转，但需关注全球经济形势等外部环境对丝丽雅集团经营的影响。

表 10：近年来丝丽雅集团主营产品经营情况

指标	2019	2020	2021	2022
营业总收入（亿元）	192.15	272.45	305.13	352.19
其中：粘胶长丝（亿元）	20.91	14.48	16.56	15.70
绣花线（亿元）	18.43	26.57	31.29	23.34
粘胶短纤（亿元）	44.56	27.55	42.31	33.71
产量（吨）				
其中：粘胶长丝（吨）	45,634	37,002	38,066.94	41,496.55
绣花线（吨）	15,993	11,339	9,650.85	10,429.87
粘胶短纤（吨）	264,745	237,052	224,953.20	164,375.75
销量（吨）				
其中：粘胶长丝（吨）	45,588	28,782	37,729.92	45,006.05
绣花线（吨）	15,592	9,118	12,086.65	10,429.87
粘胶短纤（吨）	265,275	188,710	233,321.46	175,271.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

纸业板块

跟踪期内，纸业销售营业收入持续上升，产能持续增加，随着未来消费升级和品牌影响力的持续扩大，叠加海外市场拓展的因素，仍有市场上升的空间和潜力，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股份有限公司（以下简称“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 2023 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，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，同时，“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。2022 年，宜宾纸业继续实现营业收入及归属于上市公司股东的净利润同增；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，纸品单价的波动也导致了毛利率的波动，2022 年，纸产品的毛利率为 10.49%，较上年下降了 2.31 个百分点。

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部区，其次为中、东部区。2022 年，宜宾纸业积极开拓海外市场，食品纸和生活纸实现向周边国家出口，全年纸品出口收入 0.17 亿元，同比增长 672.74%，出口市场逐步打开。产销量方面，宜宾纸业近年来纸品产销量呈现一定波动，其中 2022 年，在受到高温限电减产等外部影响下，宜宾纸业纸品产量达到历史新高，为 32.70 万吨。

总的来看，跟踪期内，宜宾纸业营业收入持续上升，产能持续增加，随着未来消费升级和品牌影响力的持续扩大，叠加海外市场拓展的因素，仍有市场上升的空间和潜力，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的影响。

表 11：近年来公司纸品经营情况

项目	2019	2020	2021	2022
纸品产量（万吨）	28.30	27.93	31.43	32.70
纸品销量（万吨）	29.06	27.58	31.81	30.66
营业总收入（亿元）	16.01	18.67	21.17	23.02
归属于上市公司股东的净利润（亿元）	0.12	-1.00	0.28	0.30

资料来源：宜宾纸业 2019-2022 年度报告，中诚信国际整理

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，母公司持有众多变现能力强的优质股权，继续获得高额现金分红，盈利能力强；由于资金需求的增加，母公司债务规模及财务杠杆水平持续上升，同时短期债务增速较快，但投资组合市值及投资获现对债务本息的覆盖能力强，整体偿债指标保持在较好水平。

母公司营业收入主要由对子公司资金拆借及担保形成的利息收入和担保收入构成，2022 年持续增加，叠加期间费用波动减少，带动母公司经营性业务利润持续增加。母公司利润主要来自五粮液等子公司的分红，受益于五粮液股份的优质经营及高额的分红方案，母公司当期实现投资收益 63.10 亿元，同时利润总额及经调整的净资产收益率也随之增加，未来随着投资组合价值的增值，投资收益仍有提升空间。

母公司主要通过股权出资及资金拆借为下属子公司各类业务提供支持，因此母公司资产主要由持有的各类股权对应的长期股权投资、内部借款形成的应收类账款和货币资金等构成。具体来看，跟踪期内，母公司投资组合呈现多元化发展，被投标的主要覆盖涉及白酒、化工、纺织及基础设施建设等众多行业，经营业绩总体稳定，同时公司还在拓展进行智能制造、新能源、类金融等诸多领域的投资，带动投资组合账面价值持续增长；母公司持有的上市公司股权较多，投资组合市值远超账面价值，但受五粮液股份股价变化影响较大。公司资金需求较高的业务主要由子公司开

展,但母公司会对有资金需求的子公司提供一定拆借,2022 年以来应收类账款账面余额持续增加,其占比因会计科目的重分类小幅上升至 11.82%。负债方面,母公司有息债务主要来源于银行借款及发行债券,基本用于项目支出及偿还债务,跟踪期内母公司持续加大融资力度,债务规模及财务杠杆水平继续上升,同时因短期借款的增加,母公司短期债务增速较快。整体来看,母公司目前财务杠杆水平相对合理,且资本实力在股东的持续注资下不断夯实,但考虑到母公司仍需深化其在宜宾市建设发展中战略投资及国有资本引领撬动职能,预计未来投资资金需求仍较大,整体杠杆水平存在上升风险。

2022 年,母公司经营活动现金流规模较小,投资活动流入和流出主要表现为拆借款的收支、收到的投资收益及股权出资的持续投入,当期由于股权出资的加大使得投资活动净现金流持续为负且缺口大幅扩大。同时,由于公司从五粮液股份收到可观的现金分红,投资收益获现比例保持在较高水平。母公司主要通过外部融资叠加股东注资解决资金缺口,筹资活动现金保持净流入状态。偿债指标方面,2022 年末,因短期债务规模的扩大,母公司货币等价物对短期债务的覆盖能力大幅下降,但投资组合市值对总债务本息的覆盖能力较强,同时较强的外部融资能力亦能实现到期债务的续接及覆盖,偿债指标保持在较好水平。

表 12: 母公司口径主要财务数据及指标情况 (亿元)

	2020	2021	2022
营业收入	3.04	3.76	4.31
期间费用合计	3.11	1.41	1.66
经营性业务利润	-0.26	2.31	2.52
投资收益	123.28	36.23	63.10
利润总额	122.92	38.54	65.60
经调整的净资产收益率(%)	42.08	13.12	19.45
货币资金	35.98	36.05	20.13
债权投资	0.00	105.18	110.21
长期股权投资	305.13	331.95	414.53
总资产	199.36	210.55	253.56
应收类款项占比(%)	31.59	9.90	11.82
投资组合账面价值	362.65	494.89	567.66
投资组合市值	4,026.35	3,233.84	4,198.30
上市公司占比 (%)	97.75	93.06	92.57
实收资本	13.90	13.90	50.00
资本公积	258.33	277.65	293.03
未分配利润	1.24	4.21	0.50
所有者权益合计	281.99	304.28	358.49
短期借款	21.47	21.82	72.18
其他应付款	17.73	34.67	36.06
长期借款	21.11	20.16	13.47
应付债券	182.66	217.56	245.84
短期债务	28.14	48.16	115.21
长期债务	203.76	237.72	259.31
总债务	231.90	285.88	374.52
资产负债率(%)	46.93	50.04	52.43
总资本化比率(%)	45.13	48.44	51.09
经营活动产生的现金流量净额	7.00	12.72	12.08
投资活动产生的现金流量净额	-4.73	-41.93	-95.42
其中:收回投资收到的现金	1.64	1.00	0.00
取得投资收益收到的现金	123.48	35.76	62.32
投资支付的现金	48.52	29.25	82.58

取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.00	0.99	0.99
筹资活动产生的现金流量净额	28.80	29.27	67.42
货币等价物/短期债务(X)	1.28	0.75	0.17
现金流利息覆盖倍数(X)	18.94	4.85	6.58
总债务/投资组合市值(%)	5.76	8.84	8.92

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，随着业务开展及合并范围的扩大，公司合并口径资产及负债持续扩增，同时白酒业务的良好经营带动公司营业收入及利润也保持增势；公司资产质量较好，整体资本实力持续提升，财务杠杆水平相对合理，但债务结构有待进一步优化；公司母子公司均保持独立畅通的融资渠道，对短期债务覆盖倍数较高。

2022 年，公司各业务板块稳健发展，营收规模不断增加，同时受益于白酒行业高景气度及白酒业务在行业内具备极强的竞争优势，毛利率维持高位，带动公司利润总额保持增势。期间费用方面，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，使得销售费用增至较大规模；同时随着经营规模的扩大，公司管理费用也逐年提升；在上述因素的共同作用下，公司当期期间费用规模增至 166.84 亿元，但得益于营业总收入的快速增长，期间费用收入占比仅小幅升至 10.76%，整体处于较低水平。

跟踪期内，随着经营规模和合并范围的扩大，公司资产总额持续增长，资产质量较好。具体来看，公司旗下拥有众多从事制造业的上市子公司，产品销售区域覆盖海内外，充足的货币资金是其拓展销售领域、稳定生产的必备条件，2022 年末账面货币资金已增至 1,033.45 亿元；同时为扩大销售及抢占市场，该类公司放宽经销商票据结算政策，使得应收票据及应收款项融资合计持续增加。作为宜宾市最重要的资本运营主体，公司合并范围内众多主体参与了宜宾市各行业及产业的投资，同时也增加了较多同业存单及债券的投资，使得长期股权投资、其他权益工具、发放贷款及垫款等科目账面余额持续增加，上述资产能带来一定投资收益，但需关注投资回收风险。此外，公司下属基础设施投融资建设平台的业务主要涉及基础设施建设、土地整治、资产运营等，随着该类企业的持续展业，也带动存货、应收类账款、在建工程、固定工程、其他非流动资产等科目账面余额整体呈现增幅，该部分资产变现能力偏弱，一定程度影响了公司整体资产的流动性。

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，跟踪期内，公司继续加大融资规模，带动以有息债务为主的负债规模亦呈扩张态势。公司市场认可度相对较高，同时下属子公司也具有债务和股权融资能力，合并口径内母子公司有息债务均有分布，其中母公司近年来开始承担更多的融资任务，其债务规模上升较快，截至 2022 年末占比已趋至合并口径总债务的三成；从债务结构来看，同期末，公司合并口径及母公司口径短期债务占比偏大，均超过三成，债务结构有待进一步优化。2022 年，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，其中 2022 年末，母公司口径和合并口径的资产负债率基本相当，但总资本化比率高于合并口径 11.04 个百分点。

2022 年，得益于各板块业务良好的经营发展，公司经营活动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，投资活动净现金流缺口大幅扩大。为覆盖投资支出及还本付息的资金缺口，公司当期加大了融资力度，筹资活动净现金流大幅增加。偿债指标方面，公司合并口径内的子公司均保持独立畅通的融资渠道，2022 年末合并口径货币等价物规模仍保持在千亿以上，对短期债务覆盖倍数较高，同时现金流及 EBITDA 对利息支出的覆盖能力也较强，整体流动性压力可控。

表 13：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022
营业总收入（亿元）	1,371.07	1,435.81	1,550.56
利润总额	290.21	339.21	390.35
经调整的净资产收益率（%）	12.36	13.49	13.98
总资产	3,315.07	3,927.90	4,514.33
总债务	909.39	1,120.16	1,430.67
所有者权益合计	1,731.43	1,956.08	2,141.13
资产负债率（%）	47.77	50.20	52.57
总资本化比率（%）	34.44	36.41	40.05
经营活动产生的现金流量净额	167.78	254.93	213.53
投资活动产生的现金流量净额	-265.95	-168.81	-339.75
筹资活动产生的现金流量净额	86.36	87.69	191.44
货币等价物/短期债务(X)	3.33	3.39	2.18
现金流利息保障倍数（X）	4.24	6.57	4.54
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.71	10.45	9.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 366.24 亿元，占总资产的比重为 8.11%，受限资产主要包括货币资金 54.13 亿元、固定资产 85.27 亿元、存货 34.35 亿元、其他非流动资产 57.70 亿元和投资性房地产 35.76 亿元等；同期末，母公司无受限资产。

截至 2022 年末，公司合并口径对外担保余额为 181.29 亿元，占公司净资产的 8.47%，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》，截至 2023 年 2 月，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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹

假设

- 2023 年，母公司业务稳步开展，营业总收入有所增幅。
- 2023 年，母公司存在股权投资及对子公司资金拆借等计划，同时继续获得较大规模的投资收益。

¹中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，母公司债务规模持续上升，投资组合市值对总债务本息的覆盖能力仍较强。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
经调整的净资产收益率(%)	13.12	19.45	16.85
总债务/投资组合市值(%)	8.84	8.92	10.48

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成良好覆盖。

母公司经营活动净现金流规模不大，截至 2022 年末，母公司货币资金 20.13 亿元，相对于短期债务规模，资金储备一般；但公司持有的上市公司股份价值高，可为公司提供良好的备用流动性；同时公司亦可灵活安排对子公司拆借资金的收付以匹配债务本息的偿付；此外，公司与银行的合作关系良好，未使用授信充足，重要的区域地位及良好的资产质量使得公司融资渠道畅通。

母公司资金流出主要用于债务的还本付息、资金拆借及对外投资，其中对外投资主要系契合宜宾市产业发展的战略类投资，能得到市财政的部分资金支持；债权类支出的对象主要系合并范围内的子公司，整体现金回流情况较好；外部债务集中到期压力也较为可控，基本能实现接续，同时债务成本压降效果较好，利息支出并未随债务规模的扩大而同比快速增长。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成良好覆盖。

公司合并口径经营活动净现金流及等价物储备情况良好，且备用流动性较充足。截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 1,977.37 亿元，其中尚未使用额度为 1,198.74 亿元；同期末，公司合并口径货币资金为 1,033.45 亿元，受限货币资金仅 54.13 亿元，亦可对偿债资金形成有力支持。总体看，母公司及下属主要子公司融资渠道通畅，财务弹性良好。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司环境和社会因素表现一般，治理结构较优，内控制度健全，但较长的管理链条对公司经营管理提出一定挑战；ESG 整体表现一般，但对持续经营和信用风险无明显不利影响。

环境方面，作为投资控股类企业，母公司面临的环境问题较少，但下属子公司涉及基础设施建设、白酒、化工、纺织等众多业务，可能会面临发生安全事故及对生态环境产生损害等的问题，对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面有一定投入。截至目前，由于公司排放物相关信息、能源与资源相关信息披露较少，需关注该方面的隐含风险。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；其依据国家有关法律法规，

结合生产经营特点，制定安全生产管理规章制度，针对投资集团安全机构设置、检查考核、事故管理、教育培训、档案管理以及各级管理人员的安全责任等方面做出了明确规定，近年来未发生重大安全生产事故、产品质量事故以及劳动诉讼事项。

治理方面，公司严格按照有关法律法规的规定，并结合公司实际情况，制定了公司章程，设立了由股东会、董事会、监事会和经理层组成的健全的法人治理结构，同时，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。

外部支持

中诚信国际认为，宜宾市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

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，为公司发展提供了良好的外部环境。宜宾市目前地方政府债务余额体量在四川省内排名靠前，与其近年来固定资产投资及招商引资投入力度相匹配，虽依托资源优势及产业的发展，区域整体债务风险可控，但仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的区域债务压力。

同时，宜宾市政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：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，综合实力位列宜宾市企业首位，对当地财政贡献程度很高，也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，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由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”）控股，以实现宜宾市政府战略布局为主要任务，股权结构和业务开展与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：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，包括以五粮液股份、天原集团、丝丽雅集团、宜宾纸业等为主的竞争性企业，以及以三江建设、四川港荣、宜宾城交建等为主的功能性企业。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趋势，资产质量优良，投资收益稳定，整体竞争力持续增强，抗风险能力极强。

表 15：宜宾市市级平台 2022 年数据比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	境内债券余额
宜宾发展	宜宾市国资委 90%	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	4,514.33	2,141.13	52.57	1,550.56	286.34	289.80
三江建设	宜宾发展 100%	宜宾市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主体	1,002.29	305.78	69.49	101.18	2.93	35.00
宜宾城交建	宜宾发展 100%	宜宾市城市交通和铁路投资、建设及运营主体，主要负责宜宾市三江新区外基础设施投融资业务	243.14	128.40	47.19	22.35	0.90	0.00
四川港荣	宜宾发展 100%	宜宾临港经开区基础设施投融资建设主体	548.90	175.92	67.95	41.03	1.89	39.90
宜宾市新兴产业投资集团有	三江建设	宜宾市新兴产业的引导及投融资主体	303.38	76.42	74.81	52.96	1.20	30.00

限公司								
宜宾市科教产业投资集团有限公司	三江建设	宜宾大学城和科技创新城的投融资建设主体	369.57	135.99	63.20	17.64	1.14	20.00

注：债券余额截至 2023 年 4 月 30 日。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，宜宾市政府强的支持能力和对公司很强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，宜宾发展与可比公司宿迁产发的外部经营环境并无显著差异，当地政府均具有强的支持能力，并对上述公司均具有很强的支持意愿，相较于可比对象，公司业务风险及财务风险均处于很低水平，同时比较组下属均持有优质产业类经营资源，最终主体信用等级处于同一档次。

中诚信国际选取宿迁产发为宜宾发展的可比公司，两者的外部经营环境并无显著差异，所在的区域均具备强的支持能力，但部分经济和财政数据因各地人口、产业结构、经济发展及财税体制等不同而呈现一定差异。公司与宿迁产发均为各地政府实际控制的国有投资控股平台，业务具有显著的竞争优势，当地政府对它们均具有很强的支持意愿。

公司的业务风险及财务风险均处于很低水平。相较于可比对象，公司投资管理和风险控制机制良好，投资策略处于较优水平，整体业务风险较为可控。公司资产和权益规模高于宿迁产发，总体资本实力较好，同时公司持有的上市公司股权占比高，整体资产流动性强，净利润及投资收益也高于宿迁产发。比较组下属均持有优质产业类经营资源，其中公司控股的五粮液股份是国内白酒行业龙头企业之一，核心竞争力很强，股权价值高；宿迁产发控股的江苏洋河酒厂股份有限公司亦在国内白酒行业排名靠前。综合考虑政府、股东的支持及下属优质产业类资源的加持，最终两者主体信用等级处于同一档次。

表 16：2022 年同行业对比表

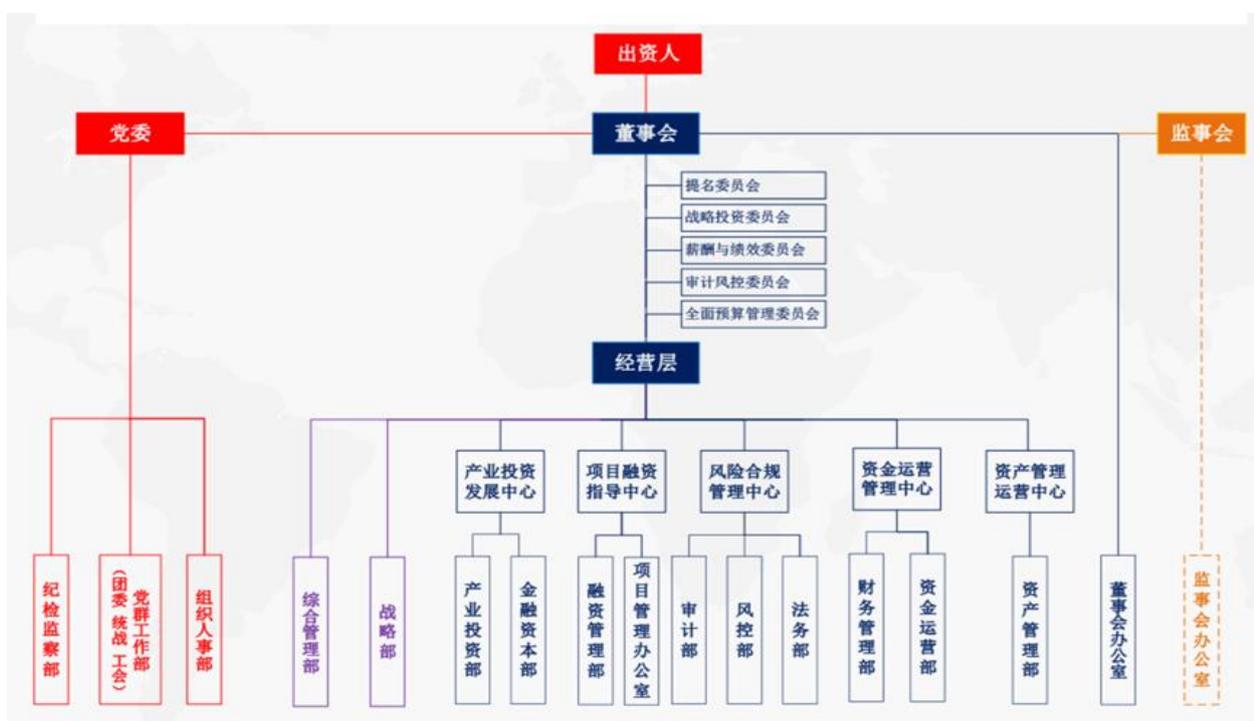
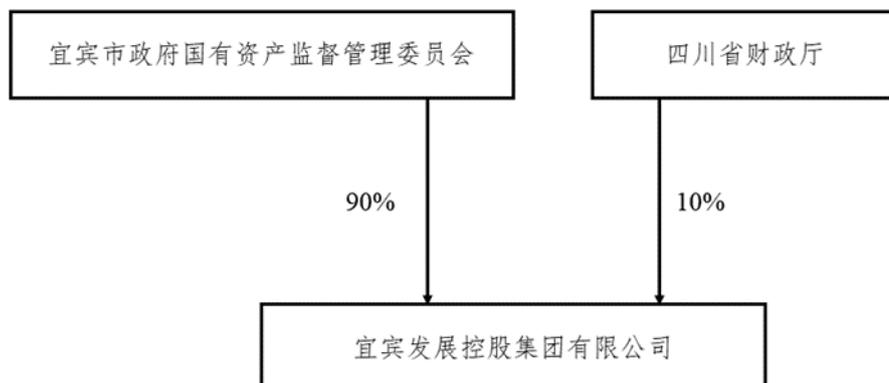
	宜宾发展	宿迁产发
最新主体信用等级	AAA	AAA
地区	四川省宜宾市	江苏省宿迁市
GDP (亿元)	3,427.84	4,111.98
GDP 增速 (%)	4.5	3.6
人均 GDP (万元)	6.85	8.26
一般公共预算收入 (亿元)	275.80	271.78
公共财政平衡率	0.45	0.44
政府债务余额 (亿元)	903.49	902.15
控股股东及持股比例	宜宾市国资委 90%	宿迁市人民政府 100%
职能及地位	宜宾市最大及最重要的国有资本投融资及综合运营管理平台	宿迁市重要的产业资产经营和金融投资主体
业务风险	很低	较低
财务风险	很低	很低
总资产 (亿元)	4,514.33	921.23
所有者权益合计 (亿元)	2,141.13	546.28
资产负债率 (%)	52.57	40.70
营业总收入 (亿元)	1,550.56	310.44
净利润 (亿元)	286.34	97.00
投资收益 (母公司口径) 亿元	63.10	17.01

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

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”、“21 宜宾发展 03/21 宜宾 03”、“22 宜宾发展 01/22 宜宾 01”和“22 宜宾发展 02/22 宜宾 02”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 2022 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）	2020	2021	2022
货币资金	7,833,397.93	9,677,278.84	10,334,543.27
应收账款	405,231.83	631,485.44	998,354.89
其他应收款	1,790,848.13	1,524,022.21	1,569,127.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/ 交易性金融资产	350.18	42,126.97	69,959.29
债权投资	0.00	1,983,752.02	1,626,044.27
其他债权投资	0.00	700.00	0.00
持有至到期投资	1,667,128.44	0.00	0.00
可供出售金融资产	1,341,138.95	0.00	0.00
长期股权投资	742,230.35	1,185,644.38	2,055,469.38
其他权益工具投资	0.00	1,203,419.70	1,957,365.54
其他非流动金融资产	0.00	226,920.14	526,094.77
固定资产	3,944,545.53	4,325,673.93	4,432,079.30
投资性房地产	541,409.53	719,621.62	963,189.27
资产总计	33,150,745.13	39,279,012.71	45,143,346.59
投资组合账面价值	11,584,245.85	14,319,842.05	16,569,476.51
投资组合市值	48,221,270.01	41,709,290.46	52,875,866.42
其他应付款	1,137,216.64	1,262,081.49	1,485,664.26
短期债务	3,045,748.98	3,652,795.65	4,862,362.43
长期债务	6,048,162.58	7,548,808.48	9,444,320.26
总债务	9,093,911.55	11,201,604.13	14,306,682.69
净债务	1,260,513.63	1,524,325.29	3,972,139.43
负债合计	15,836,408.00	19,718,247.33	23,732,093.01
所有者权益合计	17,314,337.13	19,560,765.38	21,411,253.59
利息支出	408,418.47	326,372.80	504,153.02
营业总收入	13,710,686.70	14,358,067.37	15,505,602.15
经营性业务利润	2,961,391.95	3,443,993.91	3,740,037.09
投资收益	67,291.31	63,766.19	183,528.10
净利润	2,139,824.86	2,486,798.15	2,863,371.64
EBIT	3,212,698.02	3,755,071.74	4,353,563.75
经营活动产生的现金流量净额	1,677,814.39	2,549,325.23	2,135,267.31
投资活动产生的现金流量净额	-2,659,477.98	-1,688,065.74	-3,397,523.03
筹资活动产生的现金流量净额	863,554.53	876,895.80	1,914,393.92

财务指标	2020	2021	2022
总资产收益率(%)	9.69	10.37	10.31
经调整的净资产收益率(%)	12.36	13.49	13.98
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.82	0.99	0.84
应收类款项占比(%)	9.28	6.87	7.18
资产负债率(%)	47.77	50.20	52.57
总资本化比率(%)	34.44	36.41	40.05
短期债务/总债务(%)	33.49	32.61	33.99
总债务/投资组合市值(%)	78.50	78.22	86.34
现金流利息覆盖倍数(X)	4.24	6.57	4.54
货币等价物/短期债务(X)	3.33	3.39	2.18
总债务/EBITDA(X)	2.56	2.70	2.99
EBITDA/短期债务(X)	1.17	1.14	0.98
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.71	10.45	9.48
EBIT 利息覆盖倍数(X)	7.87	9.45	8.64

注：1、中诚信国际根据四川华信（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 2020~2022 年审计报告，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、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；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

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）	2020	2021	2022
货币资金	359,823.04	360,491.42	201,273.46
其他应收款	1,678,306.14	602,817.35	890,574.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/ 交易性金融资产	15.85	0.00	0.00
债权投资	0.00	1,051,750.00	1,102,080.00
可供出售金融资产	215,328.59	0.00	0.00
长期股权投资	3,051,293.21	3,319,536.63	4,145,319.78
其他权益工具投资	0.00	0.00	227,928.59
其他非流动金融资产	0.00	217,128.59	0.00
固定资产	6,608.71	17,084.42	16,301.48
资产总计	5,313,209.24	6,091,037.16	7,536,785.64
投资组合账面价值	3,626,460.69	4,948,906.64	5,676,601.82
投资组合市值	40,263,484.85	32,338,355.05	41,982,991.73
其他应付款	177,268.35	346,670.49	360,610.38
短期债务	281,400.00	481,648.99	1,152,104.38
长期债务	2,037,643.48	2,377,189.29	2,593,115.61
总债务	2,319,043.48	2,858,838.27	3,745,219.99
净债务	1,959,220.44	2,498,346.85	3,543,946.54
负债合计	2,493,327.43	3,048,239.86	3,951,844.62
所有者权益合计	2,819,881.81	3,042,797.29	3,584,941.02
利息支出	68,907.85	99,871.44	112,985.80
营业总收入	30,431.32	37,554.95	43,111.26
经营性业务利润	-2,605.25	23,101.67	25,214.65
投资收益	1,232,845.13	362,303.78	631,004.46
净利润	1,229,193.20	384,689.07	644,428.88
EBIT	1,299,148.47	485,276.15	769,204.90
经营活动产生的现金流量净额	69,974.17	127,196.62	120,814.26
投资活动产生的现金流量净额	-47,318.01	-419,251.45	-954,219.42
筹资活动产生的现金流量净额	287,976.99	292,723.21	674,187.19

财务指标	2020	2021	2022
总资产收益率(%)	24.45	8.51	11.29
经调整的净资产收益率(%)	43.59	13.12	19.45
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.00	0.99	0.99
应收类款项占比(%)	31.59	9.90	11.82
资产负债率(%)	46.93	50.04	52.43
总资本化比率(%)	45.13	48.44	51.09
短期债务/总债务(%)	12.13	16.85	30.76
总债务/投资组合市值(%)	5.76	8.84	8.92
现金流利息覆盖倍数(X)	18.94	4.85	6.58
货币等价物/短期债务(X)	1.28	0.75	0.17
总债务/EBITDA(X)	1.79	5.89	4.87
EBITDA/短期债务(X)	4.62	1.01	0.67
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	18.85	4.86	6.81
EBIT 利息覆盖倍数(X)	18.85	4.86	6.81

注：1、中诚信国际根据四川华信（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 2020~2022 年审计报告，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、公司未提供母公司口径 2020~2022 年度现金流量表补充表，故相关指标失效；3、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；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn