

宜宾天原集团股份有限公司
2025 年面向专业投资者公开发
行科技创新公司债券（第一期）
信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕1258号

联合资信评估股份有限公司通过对宜宾天原集团股份有限公司及其拟发行的 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定宜宾天原集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，宜宾天原集团股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年三月三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

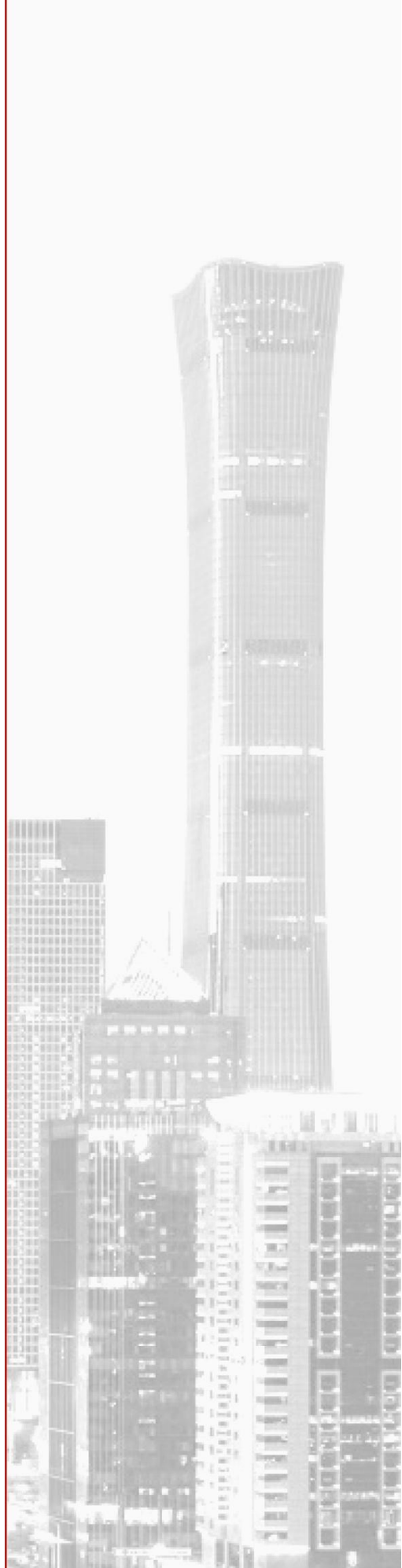
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宜宾天原集团股份有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）

信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA ⁺ /稳定	AAA/稳定	2025/03/03

债项概况 本期公司债券发行规模不超过 5 亿元，期限为 8 年，并附第 5 年末公司票面利率调整选择权及投资者回售选择权，按年付息，到期一次还本；本期公司债券募集资金用于偿还到期债务。股东宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“宜宾发展”）为本期公司债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

评级观点 宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“公司”）为我国西南地区最大的氯碱化工上市企业，区域竞争力强，企业管理较为规范。经营方面，公司氯碱化工基础较好，公司大力拓展产业链，重点发展新能源和新材料产业，并布局煤炭、电石、磷矿等上游资源，用以提高公司综合竞争力，但公司产品价格受市场供需变化影响波动较大，进而对公司业绩产生显著影响，近年来公司盈利水平有所下降。财务方面，公司资产质量好，近年来不断优化自身融资结构，2023 年完成定向增发带动资产流动性和资本实力的提升，公司现金类资产较为充足，但公司新能源和新材料产业项目投资增加，对外融资需求较大，公司整体债务杠杆未能显著降低。2021—2022 年，公司盈利及获现表现较好，但 2023 年以来，受主要产品价格下降影响，公司盈利及获现能力显著下降，需关注公司经营业绩波动对其偿债能力的不良影响。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望 公司坚持“一体两翼”战略布局，在稳固氯碱化工基础上，重点发展以锂电池正极材料为核心产品的新能源产业和以氯化法钛白粉和高分子新材料为核心产品的新材料产业。在建项目投产将有助于公司产业链延伸，加强成本控制能力，提升综合竞争力。

可能引致评级上调的敏感性因素：业务规模明显扩大且产业间保持良好协同效应，并带动公司盈利能力的持续提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：产品价格持续下跌以致公司经营亏损；新产业项目投资明显加重公司偿债压力，但项目建成投产后的经营效益显著不及预期。

优势

- **公司产业协同发展，在西南地区优势明显。**公司基于多年氯碱产业基础，形成“煤—电石—氯碱化工—钛化工”上下游一体化循环产业模式，已为西南最大的氯碱化工企业；同时，公司依托马边磷矿资源并结合高钛渣项目副产铁，构建“磷矿—黄磷—磷酸—磷酸铁—磷酸铁锂”上下游一体化循环产业模式，已逐步形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链。此外，公司为国内 5 家以氯化法生产钛白粉的企业之一，工艺符合行业发展方向，且产品质量优良。
- **公司完成非公开发行股票发行，资本实力有所增强，并带动流动性增强。**2023 年 3 月，公司完成非公开发行股票，新增股本 2.87 亿元，增加资本公积 16.98 亿元。截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 30.93%，货币资金较上年底增长 30.10%；流动比率较上年底提高 20.24 个百分点，现金短期债务比提高至 0.83 倍。
- **持续获得有力的外部支持。**公司股东宜宾发展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，可为公司提供资金支持，并为本期公司债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。此外，公司厂区搬迁及项目投资获得政府补助规模较大。

关注

- **所处行业周期性强，氯碱产品价格下降导致盈利能力下降。此外，钛白粉和磷酸铁锂正极材料项目逐步投产，也需关注其价格波动风险。**受市场供需波动影响，公司主要氯碱产品价格下降，同时，钛化工业务原料价格波动加大了公司成本控制压力。2023 年，公司营业利润率 2.82%，同比下降 3.96 个百分点；经营性净现金流 3.63 亿元，同比下降 61.98%。2024 年前三季度公司利润总额已出现亏损，考虑到公司近两年在建项目投资资本支出力度加大，需关注相关项目投产后效益释放情况。
- **债务负担适中但短期债务占比偏高。**截至 2024 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.06%和 55.59%；全部债务 101.41 亿元，其中 1 年内到期债务占 63.54%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

主要财务数据

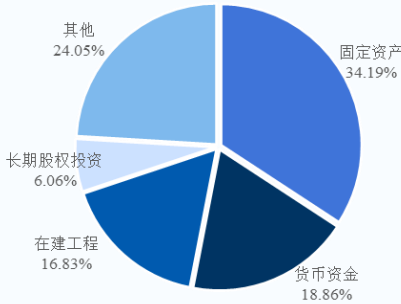
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
现金类资产（亿元）	43.89	34.04	38.65	48.22
资产总额（亿元）	159.04	154.34	182.89	202.81
所有者权益（亿元）	58.56	62.55	81.90	81.00
短期债务（亿元）	68.23	52.09	46.82	64.44
长期债务（亿元）	12.53	20.79	34.33	36.97
全部债务（亿元）	80.76	72.88	81.15	101.41
营业总收入（亿元）	188.25	203.39	183.67	66.00
利润总额（亿元）	7.67	6.51	0.19	0.15
EBITDA（亿元）	14.43	13.63	6.71	--
经营性净现金流（亿元）	10.91	9.55	3.63	-3.12
营业利润率（%）	9.38	6.78	2.82	4.05
净资产收益率（%）	11.15	8.26	0.13	--
资产负债率（%）	63.18	59.47	55.22	60.06
全部债务资本化比率（%）	57.96	53.81	49.77	55.59
流动比率（%）	73.37	70.26	90.50	89.29
经营现金流动负债比（%）	12.67	13.80	5.59	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.65	0.83	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	5.24	5.98	2.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.60	5.35	12.10	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
资产总额（亿元）	124.64	127.49	152.27	160.39
所有者权益（亿元）	46.76	45.74	65.21	64.76
全部债务（亿元）	24.41	18.66	23.16	30.08
营业总收入（亿元）	86.54	105.11	86.87	37.94
利润总额（亿元）	0.36	0.30	0.35	0.59
资产负债率（%）	62.49	64.13	57.17	59.62
全部债务资本化比率（%）	34.30	28.97	26.21	31.72
流动比率（%）	76.36	73.24	75.95	80.28
经营现金流动负债比（%）	4.97	2.93	0.98	--

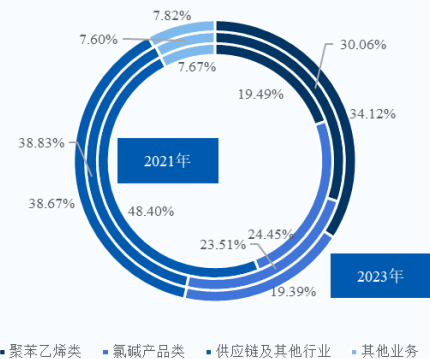
注：1. 公司 2024 年上半年财务报表未经审计，根据会计准则变化，已用 2022 年期初数据对 2021 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

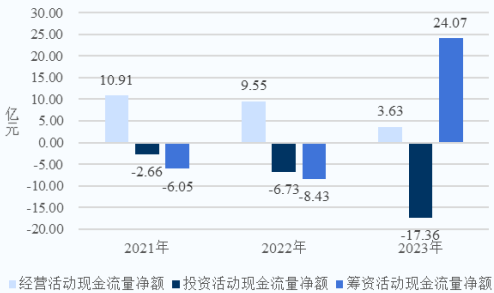
2023 年底公司资产构成



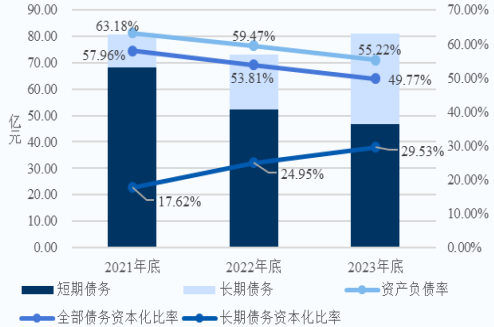
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	2024/08/05	黄露、邓淇匀	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--
AA ⁺	2024/06/03	黄露、邓淇匀	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：黄 露 huanglu@lhratings.com

项目组成员：邓淇匀 dengqy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com
 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696
 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天原股份”）为 1994 年在四川省宜宾天原化工总厂整体改制的基础上以定向募集方式设立的股份有限公司，初始注册资本 1.35 亿元。2010 年 4 月，公司于深圳证券交易所上市（股票代码：002386.SZ），股本增至 4.00 亿元。历经多次股权转让、资本公积转增股本及定向增发等，截至 2024 年 6 月底，公司注册资本 13.02 亿元。宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“宜宾发展”）直接持有公司 17.57% 股权，间接持有公司 6.60% 股权，为公司第一大股东；宜宾市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宜宾市国资委”）持有宜宾发展 90.00% 股权，为公司实际控制人。截至本报告出具日，公司股权未被质押。

公司主要生产氯碱产品、钛白粉和锂电池正极材料等，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2024 年 6 月底，公司本部设有项目管理部、风险及营销管理部、资产财务部、锂电产业战略管理部、营销总公司等多个职能部门（详见附件 1—2）；下属控股子公司 35 家。其中，化工板块业务主要由宜宾海丰和锐有限公司（以下简称“海丰和锐”）和福建天原化工有限公司（以下简称“福建天原”）负责，新材料板块业务主要由宜宾天原海丰和泰有限公司（以下简称“海丰和泰”）和宜宾天亿新材料科技有限公司（以下简称“天亿新材”）负责，新能源板块业务主要由宜宾天原锂电新材有限公司负责，供应链服务板块业务主要由宜宾天原物产集团有限公司（以下简称“物产集团”）负责。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 182.89 亿元，所有者权益 81.90 亿元（含少数股东权益 1.54 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 183.67 亿元，利润总额 0.19 亿元。截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 202.81 亿元，所有者权益 81.00 亿元（含少数股东权益 1.44 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 66.00 亿元，利润总额 0.15 亿元。

公司注册地址：四川省宜宾市临港经济技术开发区港园路西段 61 号；法定代表人：邓敏。

二、本期债项概况

公司已于 2025 年 2 月 5 日完成 10 亿元公司债券注册（证监许可〔2025〕196 号），本期拟发行宜宾天原集团股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）（以下简称“本期公司债券”），发行规模不超过 5 亿元，期限为 8 年，并附第 5 年末公司票面利率调整选择权及投资者回售选择权；本期公司债券按年付息，到期一次还本；本期公司债券募集资金用于偿还到期债务。

票面利率调整选择权：公司有权决定在本期公司债券存续期的第 5 年末调整本期公司债券后 3 年的票面利率。公司将于不晚于票面利率调整实施日前的 2 个交易日发布关于是否调整票面利率以及调整幅度（票面利率的调整方向和幅度不限）的公告。若公司行使票面利率调整选择权，则自票面利率调整生效日起，本期公司债券后续期限票面利率以公司发布票面利率调整实施公告中的票面利率为准；若公司未行使票面利率调整选择权，则本期公司债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：公司将于本期公司债券回售申报起始日前披露三次关于是否调整本期公司债券票面利率及调整幅度的公告，投资者有权选择在本期公司债券存续期内第 5 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期公司债券按面值全部或部分回售给公司或选择继续持有本期公司债券。此外，公司及投资者可以协商决定延长已披露的回售申报期或者新增回售申报期，并及时披露相关公告。

此外，本期公司债券由公司股东宜宾发展提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2024 年三季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

2023 年，中国 PVC、烧碱、纯碱产能同比均有所增长，纯碱及烧碱作为基础原料产能利用率仍保持较高水平；受下游房地产行业需求收缩的影响，PVC 供需矛盾依然突出，价格处于低位，多数 PVC 企业处于亏损状态。2024 年，PVC、烧碱、纯碱仍有新增产能投放，但 PVC 下游需求无明显恢复迹象，供过于求问题突出。中国聚烯烃行业通用产品供应格局偏弱，2024 年，中国聚烯烃仍处于产能扩张周期，进一步限制产品价格和开工率，企业盈利空间有限。但高端聚烯烃产品仍有缺口，未来中国聚丙烯行业需持续扩大出口并加大对高端产品的研发生产力度。完整版行业分析详见 [《2024 年化工行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司为国内西南地区最大的氯碱化工企业，已逐步形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链。公司重视产学研的集合，技术研发实力强，对综合竞争质量形成有效支持。

公司为国内西南地区最大的氯碱化工上市企业，为国家首批循环经济试点企业，在稳固氯碱化工的基础上，逐步向下游延伸以锂电池正极材料为核心产品的新能源产业和以氯化法钛白粉、高分子新材料为核心产品的新材料产业，形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链。产业协同方面，公司基于多年氯碱产业基础，形成“煤—电石—氯碱化工—钛化工”上下游一体化循环产业模式；同时依托马边磷矿资源并结合高钛渣项目副产铁，构建“磷矿—黄磷—磷酸—磷酸铁—磷酸铁锂”上下游一体化循环产业模式。截至 2024 年 6 月底，公司具备年产 50 万吨 PVC、48 万吨烧碱、3 万吨水合肼、10 万吨磷酸铁锂前驱体（试运营阶段）、5 万吨磷酸铁锂正极材料、10 万吨钛白粉、3 万吨 PVC—O、10 万吨聚苯乙烯、2.5 万吨黄磷和 100 万吨水泥的生产能力，整体产能利用率保持较高水平。此外，公司持续向上游拓展资源，煤矿以及电石和高钛渣产线的陆续投产将有助于增强公司成本控制能力。

公司注重科技研发，不断建设并完善“产—学—研—资”科技创新体系，并参与《绿色设计产品评价技术规范聚氯乙烯树脂》《烧碱行业绿色工程评价要求》《工业用三氯乙烯》《钛白粉行业绿色工程评价要求》等多项化工行业标准的制订。截至 2023 年底，公司已获有效专利 365 件，其中发明专利 114 件、实用新型专利 250 件。在新能源方面，公司与四川大学和中科院山西煤化所团队共同研究“还原钛制备磷酸铁锂技术研究项目”“无烟煤制负极材料”等。公司研发的高压实动力型磷酸铁锂正极材料和长循环储能型磷酸铁锂正极材料产品在行业内处于领先水平，同时布局钠电产业新产品，突破层状氧化物钠电正极材料技术、推进聚阴离子型钠电正极材料开发，从循环产业链出发开展电池回收相关技术研发。钛化工方面，公司重点研究“攀西钛矿酸浸制备富钛料技术”“高品质改性钛白粉技术”“电池专用纳米二氧化钛工艺技术”等。公司立足国内攀西钛矿资源战略，从氯化法工艺技术及利用攀西矿原制备氯化法原料等方面研究，以期实现氯化法钛白粉原料国产化减少对进口原料依赖度。公司已实现相关装置的连续稳定运行，降低了对国外矿源的依赖。公司正在进一步开发新的氯化渣氯化工艺技术研发，已完成攀西低硅钛矿制备氯化渣小试研究，正在建设还原钛与磷酸铁中试装置，将制备人造金红石与磷酸铁制备相结合，实现“钛—氯—锂电”产业相结合。

2 人员素质

公司管理人员专业素质高，行业经验丰富；员工中生产人员占比较大，符合公司所属行业特点，员工结构能够满足公司生产经营需要。

截至 2024 年 6 月底，公司拥有董事 11 名（含 4 名独立董事）、监事 5 名（含 2 名职工监事）、非董事高级管理人员 10 名，主要管理人员专业素质高，管理经验丰富。截至 2023 年底，公司在职员工 4982 人，整体素质较高。其中，生产人员占 64.34%、技术人员占 10.60%；本科及以上学历人员占 27.56%，专科学历人员占 24.87%。

公司党委书记、董事长邓敏先生，硕士研究生，高级工程师，高级职业经理，被评为宜宾市第十批拔尖人才、宜宾市第九批工程科学领域学术技术带头人，为四川省委、省政府唯一表彰的“四川省优秀经营团队”成员；历任公司党委委员、党委副书记、副

总裁，宜宾天蓝化工有限责任公司董事长，宜宾天原特种水泥有限责任公司董事长，海丰和锐董事长，云南天原集团有限公司等公司的董事长，宜宾丝丽雅股份有限公司（以下简称“丝丽雅股份”）总经理、董事长，宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“丝丽雅集团”）总裁、党委书记等。

公司党委副书记、董事、总经理廖周荣先生，硕士研究生，正高级工程师；历任丝丽雅股份副总经理，丝丽雅集团党委委员、总裁、董事，惠美线业有限责任公司董事长等。

公司副总经理徐慧远先生，化学工艺专业博士研究生，教授级高级工程师，先后主持（参与）省市级重点研发项目四川省聚氯乙烯工程实验室项目、攀西钛矿制备氯化富钛料技术研发项目、两步法双向拉伸高端 PVC-O 装置设计及工艺技术研究项目、人造金红石母液资源化利用制备纳米铁红新技术项目、非平衡态等离子体强化制备 CO 氧化用纳米金催化剂及其调控机制等，组织开展科研项目 30 余项，产学研、联合攻关等项目 70 余项，累计发表国际知名期刊论文 30 篇，SCI 收录 18 篇，授权国家专利 23 项。

公司总工程师颜华先生，正高级工程师，被评为第十一批四川省学术和技术带头人后备人选、宜宾市科技创新先进个人、四川省油气化工科技创新先进个人，受聘为中国氯碱工业协会专家、全国聚氯乙烯行业协会编委、中南大学资源与环境材料化学专业硕士研究生导师、四川轻化工大学化学工程与技术专业硕士研究生导师、四川省化工协会专家，主持（参与）完成国家“863”计划项目、氯乙烯合成低汞触媒研发、氯乙烯精馏尾气回收再利用等 10 多个重点项目研发工作，以及年产 50 万吨聚氯乙烯项目、年产 32 万吨烧碱项目、年产 5 万吨氯化法钛白粉项目、年产 2 万吨三元正极材料项目和年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目等重大项目新技术成果转化工程建设，获省科技进步奖 5 项、国家专利 54 件，发表核心期刊学术论文 17 篇。

3 信用记录

公司履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91511500MA62A0WP27），截至 2025 年 2 月 26 日，公司本部未结清的信贷信息记录中，无不良及关注类贷款信息，已结清的信贷记录中，有 10 笔关注类借款信息均已正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司按照《公司法》及相关法律、法规的要求，开展公司治理工作。当前公司董事、监事和高级管理人员齐备，专业素质高，有助于公司制度按规落实。

公司设立股东大会，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会和监事会报告，审议批准公司年度财务预算和决算方案，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等。

公司设董事会，董事会对公司股东大会负责。公司董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名。7 名非独立董事中，3 名由宜宾市国资委提名，2 名由第一大股东宜宾发展提名，2 名由第二大股东中国东方资产管理股份有限公司提名，最终由股东大会选举产生。公司董事会合理运用公司股东大会的授权，负责并行使决定公司经营计划和投资方案，制订公司年度财务预算方案、决算方案；制订公司利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成。监事会设主席 1 名，成员中职工监事代表比例不低于 1/3。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事分别由股东大会和职工代表大会选举产生。监事会向董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司的财务，对公司董事、总经理及其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司管理层设总经理 1 名、副总经理 7~10 名、财务总监 1 名、总工程师 1 名。公司高级管理人员负责公司的日常经营决策。

2 管理水平

为满足经营管理需要，公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

财务管理方面，公司根据《会计法》《企业会计准则》《会计基础工作规范》等财经法规和制度要求，结合自身生产经营的特点，从财务管理、会计核算、岗位责任等多方面，制定了包括《会计核算制度及主要会计政策》《资金计划及资金支付管理办法》《债务融资管理办法》《对外担保管理制度》《对外投资及对外担保合同管理办法》《外汇管理办法》《主要财务管理人员委派管理办法》等制度，通过资金（含日常运营资金和投融资资金等）计划统筹与财务人员委派的方式加强集团管控能力。

采购管理方面，公司制定了《采购模式管理办法》《日常生产经营能源、货物及服务类采购管理办法》《建设项目货物及服务类采购管理办法》等制度，规定整体由本部营销总公司和物产集团负责制造型创利组织项目试生产原料、辅料、包装物、配套物流服务等（含仓储）的集中采购以及项目建设所需设备材料类物资的集中采购，并明确了采购过程中涉及的招标管理、额度授权审批、合同管理及采购验收和支付等方面的具体要求和规范。

生产管理方面，公司制定了《集团大宗原料管理大纲》《集团化生产计划管理办法》《集团化生产运行管理办法》《安全事故管理制度》《安全生产应急管理制度》《安全生产检查制度》《建设工程施工安全管理办法》等制度，在原料到产品产出的全流程上，坚持集团统筹的标准化、计划性生产管理，并嵌入信息系统集成和智能化应用，明确安全责任和应急处理模式。一方面提高了生产效率，另一方面加强了生产全流程监管，有助于实时了解和追踪各子公司在生产运行情况，及时发现生产异常，减少重大事故风险。

套期保值管理方面，为规避大宗商品价格波动对生产经营产生的不利影响，化解价格风险，公司开展商品套期保值业务，并制定了《期货套期保值内部控制制度》《套期保值业务核算规则》等内控制度，对管理原则、管理机构、职责划分、审批流程和管理要求等都有明确规则，且年度套期保值总金额需经董事会审批核定。根据公司业务需求看，套保品种对应为公司生产经营相关的产品和原燃材料及贸易活动范围内的产品，期货持仓量不得超过同期现货交易量的 100%，且保持双边持仓时间一致、同进同出原则，锁定产品利润或原料成本。

子公司管理方面，公司按《公司法》、公司章程等法律法规的相关规定，参加子公司股东会、董事会，按股份比例行使相应的股东权利。公司对所属全资子公司及控股公司的高管进行委派，参与下属子公司的企业年度及中长期经营计划、方案，负责组织年度预、决算方案、资金筹措和使用方案，负责资金使用与调度、办理融资；并对下属子公司重大经营计划、方案的执行情况进行监督考核，实现了对下属子公司的控制及管理。

七、经营分析

1 经营概况

公司在氯碱化工基础上向下游延伸产业，当前新业务仍处于拓展期。同时，受产业链产品价格波动以及公司缩减供应链业务规模影响，公司营业总收入波动较大，聚苯乙烯类业务盈利弱，综合毛利率持续下降。

2021—2023 年，公司营业总收入波动较大。其中，2022 年，公司压缩供应链业务规模，但为了拓展市场销售渠道而增加了以原料苯乙烯为主的购销业务规模，受此影响，公司营业总收入同比增长 8.05%；2023 年，公司持续缩减供应链业务规模，同时受主要产品价格下降影响，公司营业总收入同比下降 9.70%。

2021—2023 年，受主要化工产品价格整体下行以及主要原料价格于 2022 年出现峰值的影响，公司综合毛利率持续下降。其中，氯碱产品毛利率持续下降，2023 年受产品价格降幅明显而同比下降 14.93 个百分点；由于自产聚苯乙烯产品占比下降以及产品价格下降，聚苯乙烯类业务毛利率持续下降，2023 年已出现成本倒挂。公司稳固氯碱化工基础，减少供应链业务规模并向下游延伸，公司钛白粉产线于 2020 年正式投产后，钛化工产品分类收入规模快速提升，但由于原料成本提升明显，2022 年该板块毛利率大幅下降；2023 年，钛化工板块原料降幅明显，该板块毛利率同比回升 12.26 个百分点。公司高分子新材料主要为 PVC—O 和生态地板产品，受市场需求不足，销量减少导致该板块毛利率持续下降。公司水电业务规模小，2023 年受来水偏枯影响，该板块毛利率同比下降 13.78 个百分点。

2024 年上半年，公司营业总收入同比大幅缩减 43.96%至 66.00 亿元，主要系供应链及苯乙烯购销等业务缩减所致。同时，由于低盈利性的贸易业务收入占比下降，公司当期综合毛利率较 2023 年全年水平回升至 4.56%。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
氯碱产品类	46.03	24.45%	27.91%	47.81	23.51%	21.91%	35.61	19.39%	6.98%
供应链服务	91.10	48.40%	2.52%	78.97	38.83%	4.21%	71.03	38.67%	3.07%
聚苯乙烯类	36.68	19.49%	4.50%	61.15	30.06%	0.80%	62.67	34.12%	-0.36%
高分子新材料	8.66	4.60%	10.49%	6.35	3.12%	5.29%	4.98	2.71%	5.08%
钛化工产品类	5.31	2.82%	18.99%	8.85	4.35%	1.77%	9.13	4.97%	14.03%
电力类	0.47	0.25%	25.60%	0.27	0.13%	22.07%	0.26	0.14%	8.29%
合计	188.25	100.00%	10.00%	203.39	100.00%	7.30%	183.67	100.00%	3.27%

注：聚苯乙烯类板块收入含自产聚苯乙烯销售收入和相关原料购销收入；小数位差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

公司主营业务以氯碱化工为基础，并向下游延伸高分子新材料和钛化工产品，同时辅以相关产品和原料的供应链服务业务。

（1）“一体两翼”业务格局

公司逐步形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链，公司氯碱产品在西南地区具备竞争力，产能利用率和产销率处于高水平，但产品价格受市场影响较大，且产品价格波动与原燃料价格存在一定滞后，公司成本控制压力加大。

氯碱类业务为公司基础核心优势板块，并在稳固氯碱业务的基础上，逐步向下游延伸以锂电池正极材料为核心产品的新能源产业和以氯化法钛白粉、高分子新材料为核心产品的新材料产业，形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链。

公司氯碱类产品原燃料主要包括电石、工业盐、煤炭、兰炭等。其中，公司具备 35 万吨/年的电石生产能力，电石自给量约占总需求量的 50%~65%；新建 30 万吨/年的煤矿已于 2024 年 6 月进入试生产状态；其他原燃料全部就近外购。公司整体原料供应商较为稳定，单一供应商依赖度低。2021—2023 年，公司主要原燃料采购量有所下降。其中，煤炭主要用于旗下火电机组电力和蒸汽生产，2022 年，受煤价上涨导致自发电量成本提高影响，公司增加外购电量占比，当期煤炭采购量大幅减少；2023 年以来，电石采购价格降幅明显，且采购成本已优于自产电石生产成本，因此公司增加了外部电石采购量；兰炭主要用于电石生产，受外购电石量增加，兰炭采购量同比降幅明显。公司氯碱类产品原燃料价格整体波动下降，采购以询价比价方式为主，并享受 1 至 3 个月的付款账期。

图表 2 • 公司氯碱类产品原燃料采购情况

原燃料		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
工业盐	采购量（万吨）	48.62	48.68	44.81	21.12
	采购价（元/吨）	332.22	448.21	378.04	333.21
煤炭	采购量（万吨）	57.18	44.63	50.00	18.85
	采购价（元/吨）	857.85	928.06	757.19	614.12
兰炭	采购量（万吨）	23.58	24.53	17.32	3.69
	采购价（元/吨）	1644.30	2041.31	1544.28	1322.04
电石	采购量（万吨）	22.15	23.17	27.88	23.53
	采购价（元/吨）	4701.55	3795.03	3106.09	2970.86

注：原料价格均为不含税价格
资料来源：公司提供

公司氯碱类产品主要包括 PVC、烧碱和水合肼等。其中，PVC 产品采用电石乙炔法生产，烧碱产品采用离子膜法生产，水合肼产品采用酮连氮法生产。公司主要产品产能稳定，截至 2024 年 6 月底已具备年产 50 万吨 PVC、48 万吨烧碱和 3 万吨水合肼的生产能力。公司氯碱类产品生产采取以销定产模式，综合考虑循环产业和整体经济效益，公司 PVC 和烧碱产品产能利用率和产销

率均保持较高水平，但受市场供需影响，2023 年产品价格下降明显，公司做了一定囤货处理，导致当期 PVC 产销率降幅明显。水合肼下游市场与农业相关，2021—2022 年，受市场需求不足影响，公司主动减少水合肼生产导致当期产能利用率偏低；2023 年，该产品市场需求好转，公司产能利用率同比回升，但由于原料成本下降以及市场整体供应量提升，该产品价格同比降幅明显。2024 年上半年，烧碱产品仍保持较高的盈利水平，公司综合考虑产业链边际效益，加大烧碱生产，带动公司烧碱产能利用率较 2023 年全年水平增幅明显；同期，PVC 产能利用率有所下降，产销率亦维持略低水平。结算方面，公司氯碱类产品多采用预收或滚动授信方式销售，各类产品前五大客户较为稳定，其中烧碱产品销售集中度较高，前五大客户销售额约占该类产品总销售额的 70%~80%。

图表 3 • 公司氯碱类产品产销情况

产品种类	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
PVC	产量（万吨）	40.17	41.67	40.48	18.61
	产能利用率	80.34%	83.36%	80.96%	74.44%
	产销率	94.10%	98.63%	88.14%	88.93%
	销售均价（元/吨）	8169.79	6561.21	5285.96	5004.75
烧碱	产量（万吨）	39.54	41.52	43.04	24.44
	产能利用率	82.38%	86.50%	89.67%	101.83%
	产销率	86.32%	85.74%	81.60%	84.21%
	销售均价（元/吨）	2456.07	3842.37	3048.56	2827.23
水合肼	产量（万吨）	2.27	2.32	3.01	1.41
	产能利用率	75.67%	77.33%	100.00%	94.00%
	产销率	100.00%	99.57%	100.33%	98.58%
	销售均价（元/吨）	20530.21	20569.44	14172.42	13585.92

注：烧碱因有部分下游产品自用，产销率偏低；产品价格均为不含税价格；2024 年上半年产能利用率数据已做年化处理
 资料来源：公司提供

在稳固氯碱化工基础上，公司逐步拓展新能源和新材料产业。其中，新能源产业方面，截至 2024 年 6 月底，公司已建成 10 万吨/年磷酸铁锂正极材料产线，其中 5 万吨一期项目已于 2023 年 9 月建成，于 2024 年 7 月量产；公司 10 万吨/年磷酸铁前驱体产线正在进行装置调试及认证，尚未正式转固投产，未形成有效收益。新材料产业方面，公司积极推动高性能树脂的研发和推广，主要生产 PVC—O 和生态地板¹，截至 2024 年 6 月底已具备年产 3 万吨 PVC—O 的生产能。但由于市场需求不足，该类产品产销量很低。

此外，公司采用氯化法生产钛白粉，2 条产线分别于 2020 年 9 月底和 2021 年底投产，截至 2024 年 6 月底，公司钛白粉产能 10 万吨/年。2022 年，原料进口风险和能源成本均明显增加，该产品整体经济效益不佳，对此，公司降低负荷或停产检修，导致产线产能利用率偏低。2023 年，随着公司原料高钛渣自给率的提升，生产成本逐步降低，产品整体经济效益得到提升。

为保障适应氯化法产线的高纯度原料，公司钛白粉所需高钛渣原料多为海外采购。2022 年 12 月以来，公司 3 条高钛渣产线（合计产能 7.5 万吨/年）陆续投产，公司可部分转为采购钛矿再加工生产高钛渣，2023 年以来，公司钛矿采购量占比明显提升。该产线满产后，高钛渣自给率将达到 50%以上。近年来，伴随钛白粉产能释放，公司高钛渣和钛矿合计采购量稳步提升，采购价格波动较大。公司钛白粉板块所需原料采购和产品销售均由物产集团负责，主要供应商和客户较为稳定。结算方面，钛白粉板块原料采购一般货到付款，产品销售一般预收货款。2023 年，钛白粉价格同比下降，因预期未来产品价格有所回升，公司做了一定囤货处理导致当期产销率同比下降。2024 年上半年，钛白粉原料价格有所下降，同时工艺技术突破以及市场应用领域拓展带动市场需求提升，产品价格小幅回升，公司加大生产和去库存力度，带动当期产品产能利用率和产销率均较 2023 年全年水平有所提高。

图表 4 • 公司钛白粉业务产销情况

种类	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
高钛渣	采购量（万吨）	4.66	5.71	7.62	5.20
	采购均价（元/吨）	6558.07	7836.93	6695.69	6360.01

¹ 为减少产品出口的国际变动风险，公司正在越南建设 PVC 生态地板产线，一期项目预计总投资 0.195 亿美元，设计产能 500 万平方米/年，目前正在调试设备，预计 2024 年四季度逐步释放产能

钛矿	采购量（万吨）	--	0.11	4.47	6.45
	采购均价（元/吨）	--	2298.07	2579.70	2538.02
钛白粉	销售量（万吨）	3.17	5.13	5.86	3.95
	产能利用率	72.40%	50.90%	65.30%	83.60%
	产销率	87.33%	100.79%	89.74%	94.50%
	销售均价（元/吨）	16750.78	17242.03	15585.45	15710.70

注：原料及产品价格均为不含税价格；2024 年上半年产能利用率已做年化处理
 资料来源：公司提供

（2）其他业务

公司聚苯乙烯生产较为稳定，但受产品价格持续下降，以及为增强原料议价能力和拓展市场销售渠道，公司逐步增加以原料苯乙烯为主的购销业务规模等因素影响，该业务盈利水平持续下降。公司围绕主业协同开展供应链业务，规模较大且盈利偏低，近年来为聚焦主业，公司主动缩减供应链业务体量，调整产品结构，带动供应链业务板块盈利水平的提升。

2006 年，公司成立物产集团，围绕氯碱化工产业整合上下游客户业务需求，开展多元化供应链贸易，以增强公司市场敏感性和渠道掌控力，并根据套保锁价需求逐步拓展大宗物资贸易，目前主要贸易产品包括铝锭、PVC、烧碱、乙二醇等。2021—2023 年，公司供应链服务业务收入持续下降，主要系公司为聚焦实业，主动压缩大宗物资贸易规模所致。公司供应链服务业务上下游结算周期短，且以现金结算为主。该板块供应商主要为实业企业，采购集中度较高，而客户多为贸易商，销售较为分散。2024 年上半年，公司大幅缩减供应链业务规模，该板块收入同比降幅明显。

2016 年，公司以抵债方式受让化工资产并组建福建天原，生产聚苯乙烯。截至 2023 年底，公司具备年产 10 万吨聚苯乙烯的生产能力。2021—2022 年，公司聚苯乙烯产能利用率和产销率均保持 100.00%以上的高水平，2023 年，聚苯乙烯价格降幅明显，公司在市场低迷情况下主动减少生产负荷导致当期产能利用率同比下降至 88.10%，同期产销率保持 99.09%的高水平。2024 年上半年，受新增大客户订单影响，聚苯乙烯产能利用率恢复至 102.80%的高水平，产销率因集中生产及交付延迟等因素影响而小幅下降至 93.58%。2021 年以来，聚苯乙烯和主要原料苯乙烯价格整体呈下降趋势。2023 年，公司聚苯乙烯价格同比下降 11.29%，原料苯乙烯价格同比下降 10.69%；2024 年上半年，原料苯乙烯价格较 2023 年全年水平回升 8.82%，聚苯乙烯价格进一步下降 0.69%；该产品盈利能力持续下滑。此外，为增强原料议价能力，拓展市场销售渠道，2021—2023 年，公司逐步增加以原料苯乙烯为主的购销业务规模；2024 年上半年，在盈利持续走弱的情况下，该业务贸易量大幅缩减。

3 经营效率

公司经营效率指标表现较好。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司营业总收入和营业成本波动较大，应收款项减少带动销售债权周转次数波动增长；同期，由于存货和总资产整体增长，公司存货周转次数和总资产周转次数有所下降，2023 年分别为 23.30 次、18.66 次和 1.09 次。

4 未来发展

公司将坚持“一体两翼”发展格局，向上游拓展资源，向下游细化产业。公司在建项目剩余投资压力尚可，项目有助于完善公司产业布局。由于主要在建项目投产后仍需时间测试及产能爬坡，短期内无法形成明显有效收益，且主要产品价格呈下降趋势，公司收入和利润水平或将有所下降，2024 年前三季度，公司利润已呈现亏损状态。

氯碱化工产业方面，公司将加快产业结构调整，增加高附加值的精细化产品占比，同时以新能源化工、光伏化工等支撑氯碱产业转型，未来将减少电石法 PVC 生产规模。

新材料产业方面，一方面，公司将立足既有氯碱基础，发展高分子新材料及其制品，主要包括 PVC-O 管道和 PVC 地板等。另一方面，公司将构建“氯—钛”循环经济产业发展模式，立足国内钛资源，以技术提升减少对进口钛原料的依赖性。中国钛白粉行业呈现氯化法逐步替代硫酸法、国产原料逐步替代进口原料、行业资源丰富且更加集团化发展的趋势。公司为国内 5 家以氯化法生产钛白粉的企业之一，拥有较为完整的氯钛循环产业体系，工艺绿色环保且产品质量优良。

新能源产业方面，公司将聚焦电池原料及电池回收，加大对电池正极原料、前驱体以及正极材料等环节的投资力度。四川省政府规划布局“1+6”动力电池生态圈，宜宾正以宁德时代新能源科技股份有限公司（以下简称“宁德时代”）为核心引领，不断加速产业集聚，通过延链补链强链，建设全球最大的动力电池生产基地和核心配套生产基地，公司新能源外部市场环境及需求良好。其

中，三元电池材料方面，公司 2017 年参股投资宜宾锂宝新材料有限公司（以下简称“宜宾锂宝”）开始涉足新能源业务，目前宜宾锂宝已建成年产 5 万吨三元正极材料及 2.5 万吨正极前驱体产能，并已于宁德时代签订 10 年战略合作协议，成为其主要供应商之一。磷酸铁锂电池正极材料方面，10 万吨磷酸铁锂正极材料项目已基本建成，在完成全部产品检测流程后，并已于 2024 年 2 月与头部客户签订框架协议，成为其主要供应商之一。

此外，公司持续拓展上游资源，整合形成集水电开发、输电网络建设、磷矿采选、黄磷生产、黄磷“三废”综合利用及精细磷化工生产为一体的“矿—电—磷—精细磷化工产品”及“矿—湿法磷酸—精细磷酸—精细磷化工产品”的产业链，并积极布局煤炭和电石生产基地，增强成本控制能力。其中，昌能煤矿已于 2024 年 6 月进入试生产状态，该矿煤质良好，可为公司整体经营业绩及产业链协同形成有效支持。

图表 5 • 截至 2024 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已完成投资	2024 年下半年计划投资	2025 年计划投资
年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目	13.64	8.02	2.62	3.00
年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料前驱体项目	12.80	8.05	1.75	3.00
昌能煤矿 30 万 t/a 整合技改工程项目	9.29	10.64	0.20	0.80
无穷丁家磷矿采选工程延伸改建项目	1.79	0.53	0.80	0.46
小计	37.52	27.24	5.37	7.26

注：截至 2024 年 6 月底，年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料前驱体项目正在进行装置调试及认证，未正式投产；年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料已建成，其中一期项目（5 万吨）已投产；部分项目投资预算与实际情况存在差异，最终投资金额是实际投资情况为准
 资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年上半年财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司合并范围内新增设立子公司 1 家，吸收合并注销子公司 1 家；2023 年，公司合并范围内新增设立子公司 7 家。2024 年上半年，公司合并范围注销子公司 1 家。截至 2024 年 6 月底，公司合并范围内子公司合计 35 家。

1 资产质量

公司资产结构以非流动资产为主，货币资金较为充裕，受限资产占比尚可，整体资产质量好。

2021—2023 年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长 7.23%，公司非流动资产占比高。2021—2023 年末，公司流动资产规模波动下降，主要系货币资金波动所致。其中，截至 2022 年底，货币资金较年初下降 17.96%，主要由于背书结算票据增加以及投资增加和净融资减少；截至 2023 年底，货币资金较上年底提高 30.10%，主要由于公司以非公开发行股票方式募集资金推进新能源项目建设。公司货币资金受限比例较高，截至 2023 年底为 30.35%。截至 2023 年底，公司其他应收款有所增长，主要系新增 3.02 亿元应收拆迁补偿款所致；存货有所增长，主要系产品价格下降，公司在运营资金充足的情况下增加囤货导致库存商品增加所致。2021—2023 年末，公司非流动资产持续增长。其中，2022 年底较年初的增长主要为新增对宜宾锂宝的投资（4.90 亿元）带动长期股权投资增长；2023 年底较上年底的增长主要系新能源项目投资增加带动在建工程大幅增长所致。截至 2024 年 6 月底，公司资产总额较上年底有所增长。其中，货币资金增幅较为明显，主要系内部结算以银行承兑汇票为主，导致存放银行的保证金规模增加，同时期末贴现带动现金规模增长所致。

截至 2024 年 6 月底，公司受限资产（含 25.18 亿元货币资金和 6.88 亿元固定资产）36.04 亿元，占总资产的 17.77%，受限比例尚可。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	63.13	39.69	48.63	31.51	58.81	32.16	74.29	36.63
货币资金	32.32	51.19	26.51	54.52	34.49	58.65	44.28	59.61

应收款项融资	11.55	18.30	7.52	15.47	4.15	7.06	3.91	5.26
其他应收款	3.79	6.01	1.64	3.37	3.90	6.63	4.28	5.76
存货	8.16	12.92	8.48	17.43	10.56	17.96	14.24	19.17
非流动资产	95.91	60.31	105.71	68.49	124.08	67.84	128.52	63.37
长期股权投资	3.60	3.76	9.81	9.28	11.09	8.94	11.07	8.61
固定资产	65.24	68.02	64.37	60.89	62.54	50.40	67.55	52.56
在建工程	13.44	14.02	14.90	14.09	30.78	24.81	30.98	24.10
无形资产	8.03	8.38	8.34	7.89	8.56	6.90	8.53	6.64
资产总额	159.04	100.00	154.34	100.00	182.89	100.00	202.81	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；在建工程中不含工程物资
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

受益于利润积累和非公开发行股票影响，公司所有者权益规模快速增长，股本和资本公积合计占比高，权益稳定性较好。

2021—2023 年末，受益于利润积累和非公开发行股票，公司所有者权益快速提升，年均复合增长 18.26%。其中，受资本公积转增股本带动，截至 2022 年底，公司股本较年初增长 30.00%。2023 年 3 月，公司完成非公开发行股票，新增股本 2.87 亿元，增加资本公积 16.98 亿元。受此影响，截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 30.93%。截至 2024 年 6 月底，公司所有者权益较上年底变化不大。

图表 7 • 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股本	7.81	13.33	10.15	16.23	13.02	15.89	13.02	16.07
资本公积	23.98	40.95	22.46	35.90	39.69	48.46	39.69	49.00
未分配利润	22.19	37.88	25.53	40.81	24.92	30.42	23.99	29.61
归属于母公司所有者权益	56.54	96.55	60.77	97.15	80.36	98.12	79.57	98.23
少数股东权益	2.02	3.45	1.78	2.85	1.54	1.88	1.44	1.77
所有者权益合计	58.56	100.00	62.55	100.00	81.90	100.00	81.00	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（2）负债

公司负债主要为有息债务，受益于公司权益增加，债务杠杆率下降。但公司流动负债占比高，与资产结构不匹配，且短期债务占比偏高，公司流动性管理要求较高，债务结构有待优化。

2021—2023 年末，公司负债规模有所波动。其中，2022 年底较年初有所下降，主要系公司压减短期借款所致；2023 年底较上年底有所回升，主要由于项目投资增加带动长期借款快速增长。截至 2023 年底，公司短期借款主要由信用借款（占 40.93%）和已贴现未到期内部票据或福费廷贷款（占 41.40%）构成；长期借款主要由信用借款（占 85.78%）构成。截至 2024 年 6 月底，受业务规模扩大、市场低价囤货以及投资增加等因素影响，公司资金需求有所增加，同时公司期末贴现增加，带动长短期借款及一年内到期的非流动负债均较上年底有所增长，负债总额较上年底增长 20.61%。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

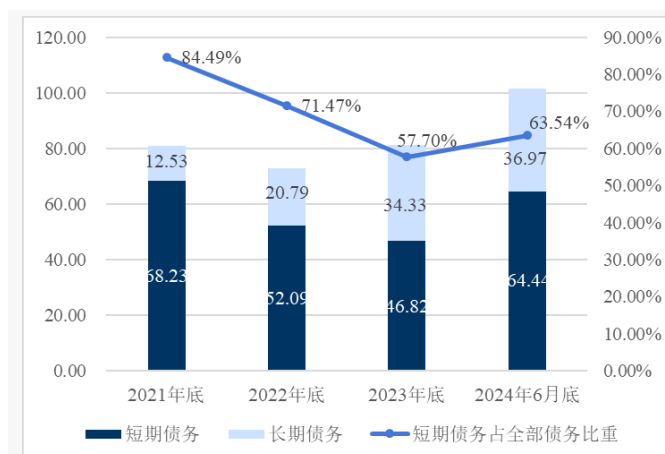
项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	86.05	85.63	69.21	75.40	64.98	64.35	83.19	68.30
短期借款	51.16	59.45	30.67	44.31	22.96	35.34	32.62	39.21
应付票据	14.90	17.32	12.36	17.86	16.34	25.15	16.52	19.86

应付账款	12.28	14.27	10.85	15.67	13.41	20.63	13.98	16.81
一年内到期的非流动负债	2.17	2.52	9.06	13.09	7.51	11.56	15.30	18.39
非流动负债	14.43	14.37	22.58	24.60	36.01	35.65	38.61	31.70
长期借款	10.37	71.86	18.95	83.93	33.34	92.59	36.34	94.11
负债总额	100.48	100.00	91.79	100.00	100.99	100.00	121.81	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

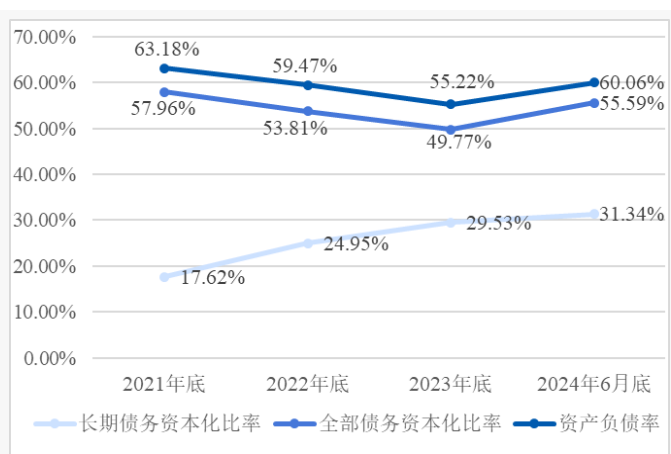
2021—2023 年末，公司全部债务规模波动较大，虽已逐步调整债务结构，但短期债务占比仍偏高。受益于权益规模持续增长，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降。截至 2024 年 6 月底，公司全部债务较上年底进一步增长，整体债务负担有所加重。

图表 9 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司债务负担指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务期限分布看，公司需两年内偿付债务占比高，存在一定短期集中偿付压力。

图表 11 • 截至 2023 年底公司全部债务期限分布情况

到期期限	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3~5 年	5 年以上	合计
到期金额（亿元）	46.82	20.83	9.45	0.80	3.24	81.15
占有息债务的比例	57.70%	25.67%	11.64%	0.99%	3.99%	100.00%

注：小数位差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

3 盈利能力

公司营业总收入波动下降，其中 2021—2022 年，公司盈利能力指标表现较强；2023 年以来，受主要产品价格下降影响，公司利润缩减明显，盈利能力指标弱化。

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降。其中，2022 年同比增长，主要系公司增加以原料苯乙烯为主的购销业务规模以及钛化工产业逐步增产所致；2023 年同比下降主要系公司持续压降供应链业务规模以及主要产品价格下降带动化工相关板块收入下降所致。同时，公司期间费用控制力强，非经常损益对公司利润有一定影响。其中，其他收益主要为产业扶持资金、税收奖励、精准扶贫款及其他政府补助等；2021 年资产减值损失主要为在建工程减值损失，2023 年资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失；2023 年投资收益主要为合营公司广州锂宝新材料有限公司权益法下确认投资收入 1.44 亿元。2021—2023 年，公司利润总额年均复合下降 84.34%；营业利润率、总资产收益率和净资产收益率持续下降，公司 2023 年整体盈利能力下降明显。2024 年上半年，公司营业总收入同比大幅缩减 43.96%，主要系供应链及苯乙烯购销等业务缩减所致；同期，营业成本降幅明显且投资收益和其他收益同比提高，带动公司利润总额同比增长 90.14%，但利润规模仍很小。

图表12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
营业总收入	188.25	203.39	183.67	66.00
营业成本	169.42	188.55	177.67	62.99
期间费用	9.61	7.47	7.23	3.75
期间费用率（%）	5.10	3.67	3.94	5.69
其他收益	0.54	0.52	1.04	0.73
资产减值损失	-0.63	-0.22	-0.41	0.10
投资收益	0.08	0.19	1.21	0.23
利润总额	7.67	6.51	0.19	0.15
营业利润率（%）	9.38	6.78	2.82	4.05
总资本收益率（%）	6.37	5.42	1.08	--
净资产收益率（%）	11.15	8.26	0.13	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

近年来公司经营获现水平趋弱，2023 年，公司经营活动所得现金已无法覆盖投资活动资金需求，但受益于非公开发行股份成功，公司筹资活动现金流量净额大幅增加，保障了公司投资活动资本支出需求。

2021—2023 年，公司整体业务经营稳定，但受产品价格下降影响，经营获现水平趋弱。伴随在建项目投资增加，公司投资活动现金持续净流出且规模快速增长。2023 年，公司经营活动所得现金已无法覆盖投资活动现金支出，对外融资需求增加，筹资活动现金转为大规模净流入。2024 年上半年，受产品价格持续下降、囤货增加以及销售授信期波动影响，公司经营活动现金转为净流出。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	163.35	183.33	161.75	78.22
经营活动现金流出小计	152.45	173.78	158.12	81.34
经营活动现金流量净额	10.91	9.55	3.63	-3.12
投资活动现金流入小计	1.88	2.47	0.69	0.80
投资活动现金流出小计	4.54	9.20	18.05	4.92
投资活动现金流量净额	-2.66	-6.73	-17.36	-4.12
筹资活动前现金流量净额	8.25	2.82	-13.73	-7.24
筹资活动现金流入小计	67.92	57.77	74.11	43.73
筹资活动现金流出小计	73.97	66.20	50.04	41.42
筹资活动现金流量净额	-6.05	-8.43	24.07	2.32
现金收入比（%）	86.08	88.32	86.74	115.26

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

受市场景气度波动影响，公司主要产品价格下降，盈利和获现能力趋弱，公司长期偿债能力指标表现整体弱化。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	73.37	70.26	90.50
	速动比率（%）	63.89	58.02	74.25

长期偿债指标	经营现金流动负债比（%）	12.67	13.80	5.59
	经营短期债务比（倍）	0.16	0.18	0.08
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.65	0.83
	EBITDA（亿元）	14.43	13.63	6.71
	全部债务/EBITDA（倍）	5.60	5.35	12.10
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.13	0.04
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.24	5.98	2.91
	经营现金/利息支出（倍）	3.96	4.19	1.57

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受市场景气度波动影响，公司主要产品价格整体下降，盈利能力和经营获现水平趋弱，公司长期偿债能力指标表现整体趋弱。但受益于 2023 年公司非公开发行股票带动期末货币资金大幅增长影响，公司现金类资产对短期债务保障能力有所增强。

对外担保方面，截至 2024 年 6 月底，联合资信未发现公司存在对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 6 月底，公司存在 2 笔重要未决诉讼，合计涉案金额 4.36 亿元。其中，汕头海洋投资发展有限公司诉北大方正物产集团有限公司、福建方兴化工有限公司、福建鸿润化工有限公司侵犯商业秘密纠纷案件，于 2022 年 3 月追加公司下属全资子公司福建天原为被告，涉案金额 3.00 亿元，2023 年 12 月，合议庭法官要求核实证据。公司下属子公司宜宾天蓝化工有限责任公司诉四川北方红光特种化工有限公司合同纠纷，涉案金额 1.36 亿元，2024 年 2 月已开庭审理，截至目前尚无判决结果。根据案件进展，上述 2 笔未决诉讼短期内对公司无重大影响。

银行授信方面，截至 2024 年 6 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 143.41 亿元，已使用额度 76.97 亿元，公司间接融资渠道通畅；同时，公司为上市企业，具备直接融资条件。

6 公司本部财务分析

公司本部负责氯碱产品产销，收入、成本及往来款规模较大，但利润依赖于对下属子公司的投资收益。公司本部债务负担较轻，但由于盈利能力偏弱，长期偿债能力指标表现弱。

公司本部负责氯碱产品产销，2021—2023 年，公司本部收入波动较大，分别为 86.54 亿元、105.11 亿元和 86.87 亿元。同期，公司本部投资收益约为利润总额的 3.5~6.5 倍。伴随收入波动，公司本部应收款项和应付款项波动较大，且在资产构成中占比较高。截至 2023 年底，公司本部资产总额 152.27 亿元，主要由其他应收款（占 23.71%）和长期股权投资（占 56.59%）构成；负债总额 87.06 亿元，主要由应付票据及应付账款（占 19.84%）、其他应付款（占 13.93%）和合同负债（占 42.48%）构成。受 2023 年非公开发行股票影响，公司本部所有者权益增幅明显，债务负担较轻，但短期债务占比高，债务结构有待优化。截至 2023 年底，公司本部全部债务 23.16 亿元，其中短期债务占 73.31%，全部债务资本化比率为 26.21%。公司本部贸易业务盈利能力弱，导致 EBITDA 对全部债务本息保障能力弱。2023 年，公司本部 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.65 倍和 20.76 倍。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体看，目前公司 ESG 表现较好。

环境方面，作为化工行业企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司在日常生产经营中严格遵守《环境保护法》《大气污染防治法》《水污染防治法》等国家以及地方相关法律法规、标准要求，严格执行《污水综合排放标准》《大气污染物综合排放标准》《锅炉大气污染物排放标准》《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》《水泥工业大气污染物排放标准》《镁、钛工业污染物排放标准》等国家、地方以及行业相关标准要求，保证配套环保设施长周期稳定正常运行要求，确保污染物达标排放，并通过对环保设施进行提标升级改造，逐步提升污染治理设施治污能力和“三废”资源综合利用水平，在保证污染物达标排放的同时实现污染物减量化、资源化。2023 年，公司累计环保投入 1.68 亿元。近年来公司未发生污染与废物排放等相关监管处罚，控股子海丰和锐和天亿新材被国家工信部评为“绿色工厂”示范企业，产品 PVC—O 给水管获得了中国质量认证中心颁发的产品碳足迹证书等。

社会责任方面，公司依法纳税，解决就业 4982 人，建立并逐步完善质量培训和安全健康培训等教育体系，公司注重员工安全及公平雇佣，员工沟通渠道较为顺畅。公司对用户和产品的管理情况较好，用户服务满意度为较高，产品质量处于行业较好水平。公司注重科技研发，2023 年研发投入 2.66 亿元。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司响应政府政策，参与地方帮扶工作，2023 年公益慈善捐赠约 136.95 万元，参与志愿服务活动 1000 人次，志愿服务总时长 600 小时。

公司定期披露社会责任报告，ESG 信息披露质量较好。

十、外部支持

1 支持能力

宜宾发展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，自身资产流动性及盈利能力强，且可获得政府大力支持。

宜宾市经济及财政实力在四川省位居前列，宜宾发展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；同时宜宾发展持有优质经营资源，各板块业务运营向好，控股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，股权价值很高，可为宜宾发展盈利能力和备用流动性提供强有力的支撑。截至 2023 年底，宜宾发展资产总额 5203.55 亿元（含货币资金 1265.59 亿元），所有者权益 2452.48 亿元（含少数股东权益 714.90 亿元）；2023 年，宜宾发展实现营业总收入 1792.92 亿元，利润总额 438.79 亿元，经营活动现金净流入量 434.73 亿元。整体看，宜宾发展综合竞争力和抗风险能力很强。

2 支持可能性

公司为宜宾发展重要化工业务平台，宜宾发展及其关联方参与公司定向增发，为公司提供资金支持。此外，公司厂区搬迁及项目投资获得政府补助较多。

2023 年，公司非公开发行新增股份 2.87 亿股。其中，宜宾发展及其关联方获配 1.43 亿股，对公司增资 10.00 亿元。此外，宜宾发展计划自 2025 年 2 月 11 日期六个月内，通过深交所系统以集中竞价交易方式增持公司股份（1.50~3.00 亿元），将进一步提高对公司的持股比例。

因公司老厂区和子公司宜宾天亿特种树脂有限责任公司（原天亿新材）的土地被纳入城市统一规划，根据与宜宾临港经济技术开发区管理委员会签署的搬迁补偿协议，公司同意相关厂区和产线的搬迁，并可获得政府搬迁补偿金 29.45 亿元，截至 2024 年 6 月底，公司已合计获得补偿金 28.62 亿元。公司子公司宜宾天蓝化工有限责任公司土地被纳入南溪区整体规划，根据与宜宾市南溪区人民政府签署的搬迁补偿协议，公司同意相关厂区和产线的搬迁，并可获得政府搬迁补偿金 2.52 亿元。此外，公司子公司海丰和泰与江安县人民政府签订投资协议，对 10 万吨/年氯化法钛白粉项目、年产 10 万吨磷酸铁锂前驱体项目给予经济贡献奖补、两高人才补贴等。截至 2024 年 6 月底，公司已合计获得奖补超 3000 万元。

十一、担保方分析

1 主体概况

宜宾发展是由宜宾市政府于 1999 年 8 月投资设立的国有独资公司，初始注册资本 600.00 万元。2003 年 10 月，宜宾市国有资产管理局将其所持五粮液股份全部国家股（占五粮液股份总股本的 71.83%）无偿划转给宜宾发展。经多次增资和股权变更，截至 2024 年 3 月底，宜宾发展注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，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%，宜宾发展的控股股东及实际控制人均为宜宾市国资委。

宜宾发展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，主要以控股、参股等方式在授权范围内进行资本经营和资产管理，同时承担宜宾市主要产业投资和基础设施及配套建设任务。2024 年 3 月底，宜宾发展本部内设产业投资部、财务管理部和资金运营部等多个部门；2023 年底，宜宾发展拥有纳入合并范围的一级子公司共 21 家。

截至 2023 年底，宜宾发展资产总额 5203.55 亿元，所有者权益 2452.48 亿元（含少数股东权益 714.90 亿元）；2023 年，宜宾发展实现营业总收入 1792.92 亿元，利润总额 438.79 亿元。截至 2024 年 3 月底，宜宾发展资产总额 5505.97 亿元，所有者权益 2612.67 亿元（含少数股东权益 755.63 亿元）；2024 年 1—3 月，宜宾发展实现营业总收入 503.96 亿元，利润总额 195.16 亿元。

宜宾发展注册地址：四川省宜宾市叙州区航天路中段 4 号莱茵河畔小区阳光半岛独幢商业六 1-3 层独幢商业 6 号；法定代表人：韩成珂。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：915115007118234259），截至 2024 年 10 月 28 日，宜宾发展本部无不良或关注类信贷记录。根据宜宾发展过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现宜宾发展本部存在逾期或违约记录，履约情况良好。截至报告出具日，联合资信未发现宜宾发展本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

2 竞争实力

宜宾发展是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，在宜宾市国资体系中地位显著。宜宾发展参控股企业涉及白酒、化工、纺织及基础设施建设等多个行业，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，宜宾发展持有的五粮液股份股权市值很高、变现能力很强；宜宾发展承担宜宾市大部分基础设施建设任务，业务在宜宾市具有专营优势。

宜宾发展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，承担推动宜宾市发展转型升级、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，区域地位重要。

作为“宜宾国企航母，资本运营引擎”，宜宾发展采用公司本部控股，下属子公司转化经营的模式，业务呈多元化发展态势。宜宾发展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，下属多家上市公司。具体来看，宜宾发展持有五粮液股份、天原股份、宜宾纸业股份有限公司（以下简称“宜宾纸业”）等众多上市公司股权，主要来自宜宾市政府无偿划拨，按照 2024 年 6 月 28 日收盘价格计算，宜宾发展持有的重要上市公司总市值合计约为 2748.66 亿元，股权价值很高、变现能力很强，同时宜宾发展每年能获得丰厚的现金分红。

图表 15 • 截至 2024 年 6 月底宜宾发展持有重要上市公司股权情况

公司名称	股票代码	总市值（亿元）	宜宾发展持股比例（%）	宜宾发展持股市值（亿元）
五粮液股份	000858.SZ	4970.01	54.92	2729.53
天原股份	002386.SZ	49.72	24.17	12.02
宜宾纸业	600793.SH	15.85	44.87	7.11
合计	--	5035.58	--	2748.66

注：1.市值按照 2024 年 6 月 28 日的收盘价计算；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公开资料整理

五粮液股份于 1998 年 4 月在深圳证券交易所挂牌上市，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。五粮液股份形成了以 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，“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表。2016 年以来，得益于良好的品牌效应、产品的升级换代等，五粮液股份营业总收入和归属于上市公司股东的净利润增速均超过 10%，每股盈利和每股净资产等指标保持较好水平。截至 2024 年 3 月底，宜宾发展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 20.43%，宜宾发展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，2021—2023 年，五粮液股份每 10 股派现金分别为 30.23 元（含税）、37.82 元（含税）和 46.70 元（含税），分配现金分别为 117.34 亿元、146.80 亿元和 181.27 亿元（拟分配），连续数年分红超百亿，分红率维持在 50%以上。

天原股份主要从事有机和无机化工产品的生产和销售，目前已成为中国西南地区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 2024 年 3 月底，宜宾发展直接持有和通过旗下子公司间接持有天原股份合计 24.17%股份，为第一大股东。宜宾纸业是国内大型食品包装原纸生产企业之一，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 2024 年 3 月底，宜宾发展通过全资子公司五粮液集团持有宜宾纸业 44.87%股份。

非上市子公司中，宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“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，品牌效益良好，经营稳健。宜宾发展承担宜宾市大部分基础设施投融资及建设任务，主要由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 and 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。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技术开发区（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 and 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；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。

3 经营分析

宜宾发展业务多元化程度高，白酒销售业务是宜宾发展收入的主要来源，贸易、纤维销售、浆粕等销售、化工产品销售业务对宜宾发展收入的贡献也较大。2021—2023年，宜宾发展营业总收入稳步增长，综合毛利率小幅上升。2024年1—3月，宜宾发展实现营业总收入503.96亿元，相当于2023年全年的28.11%；综合毛利率58.76%，较2023年有所上升。

图表 16 • 宜宾发展营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务 板块	2021 年			2022 年			2023 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	639.21	44.52	76.77	706.13	45.54	79.18	785.52	43.81	81.38
贸易	80.65	5.62	0.72	78.97	5.09	4.21	71.03	3.96	3.07
纤维销售	97.51	6.79	5.23	80.10	5.17	5.00	66.21	3.69	14.31
化工产品销售	120.41	8.39	16.51	138.15	8.91	8.57	126.08	7.03	3.33
塑料制品	25.09	1.75	4.59	32.02	2.06	4.10	31.87	1.78	3.76
纸张销售	18.07	1.26	12.80	18.10	1.17	10.49	16.59	0.93	5.08
浆粕等销售	103.91	7.24	1.06	138.49	8.93	0.58	101.93	5.68	1.14
工程业务、土整、代建	33.99	2.37	39.51	37.80	2.44	40.04	52.27	2.92	40.94
其他业务	316.95	22.07	9.64	320.79	20.69	13.53	541.43	30.20	14.70
合计	1435.81	100.00	39.34	1550.56	100.00	41.33	1792.92	100.00	42.35

注：其他业务主要包括机械工具产品销售、房地产、汽车及相关服务、玻璃制品销售、能源、建材等业务
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告及公开资料整理

2 业务经营分析

（1）基础设施建设

宜宾发展承担宜宾市大部分基础设施投融资建设任务，在建项目较多，业务可持续性较强，随着宜宾市城市建设的持续推进，宜宾发展投资规模或将继续扩大，存在一定的资金支出压力。

宜宾发展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开展，主要采用代建、PPP 以及自建模式。代建方面，宜宾发展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部门。PPP 模式方面，宜宾发展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，对项目公司持股比例一般为 10%~20%，不将项目公司纳入合并范围，宜宾发展按照出资份额分享收益。自建自营模式方面，宜宾发展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，项目建设完成后由宜宾发展分期回购，项目进入运营阶段后，通过市场化运营进行资金平衡。

2021—2023 年，宜宾发展分别实现工程业务、土地整理和代建业务收入合计 33.99 亿元、37.80 亿元和 52.27 亿元，毛利率均在 40%左右。

截至 2023 年底，宜宾发展主要在建基础设施项目计划总投资合计 415.55 亿元，已投资 189.45 亿元，尚需投资规模较大。

图表 17 • 截至 2023 年底宜宾发展主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目	承接主体	计划总投资	已投资
高县庆岭镇太源村鞍子上矿山项目、高县庆岭镇太源村鞍子上建筑石料用灰岩采矿权	宜宾城交建	2.35	1.83
商品混凝土搅拌加工基地	宜宾城交建	4.76	0.04
乡村振兴人才实训基地项目	宜宾城交建	3.49	0.02
成贵高铁宜宾东车站前综合体 BQ2-05 地块 13 号楼业务用房改造项目	宜宾城交建	0.68	0.01
西华大学配套项目	三江建设	8.61	5.78
西华大学宜宾校区二期	三江建设	28.58	16.59
成都理工大学产业技术学院一期	三江建设	23.61	13.66
成都理工大学产业技术学院二期	三江建设	11.45	7.66
宜宾市科创城配套学校项目	三江建设	11.72	6.43
四川外国语学院成都学院宜宾校区二期	三江建设	8.60	6.04
长江工业园片区综合开发项目	三江建设	98.34	29.58
宜宾港铁路集疏运中心	三江建设	21.64	18.22
机场建设项目	三江建设	29.26	25.98
竹文化生态产业园	四川港荣	13.78	15.05
新鹏·盛世临港	四川港荣	16.34	14.27
创新基地基础设施项目	四川港荣	11.96	6.45
东部产业园基础设施项目（一期）	四川港荣	55.30	6.09
宜宾龙头山度假酒店项目	四川港荣	9.80	4.28
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	5.34	2.62
东部产业园基础设施项目（二期）	四川港荣	32.00	2.21
三江新区产业配套用房	四川港荣	7.60	2.95
宜宾临港经开区老年养护中心项目	四川港荣	4.23	1.96
河湾湿地片区市政道路建设项目	四川港荣	6.11	1.73
合计	--	415.55	189.45

注：1.项目计划总投资额为预计数，与实际投资规模可能有差异；2.由于部分项目已转固或结转成本，表内已投资额与审计报告披露的项目余额存在差异；3.尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

（2）白酒板块

五粮液股份拥有深厚的品牌积淀和独特的技术优势，在白酒行业地位稳固，核心竞争力很强；宜宾发展酒类业务收入规模持续提高，利润空间大，但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。

宜宾发展白酒业务主要由子公司五粮液股份经营，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。

原材料方面，五粮液股份生产酒所需原材料主要包括高粱、小麦、糯米、大米、玉米等粮食作物。五粮液股份原材料主要依靠外购，外购来源主要为掌握一定规模原材料生产基地、且能生产出符合其酿造标准的原材料的供应商，采购原则为“适价、适质、适量、适地”；同时，五粮液股份自建酿酒专用粮基地，为产品质量提供了坚实的基础。五粮液股份根据销售情况、生产需求确定采购数量，详细了解原材料供应商的品种及质量问题，比较供应商之间的报价及品种质量，最后确定供应商。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。2021—2023 年，五粮液股份前五名供应商合计采购金额占年度采购总额的比重分别为 29.18%、22.22%和 16.57%，供应商集中度持续降低。

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，同时逐步设立直属营销中心，建立了覆盖全国的酒类产品销售网络。五粮液股份销售主要结算方式为银行现金预付款。五粮液股份积极推动终端建设，新增核心终端 2.6 万家，“三店一家”专卖店数量达到 1663 家并覆盖 300 余座城市，同时不断发力商超、电商等渠道。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，2021—2023 年，五粮液股份前五名客户合计销售金额占年度销售总额的比重分别为 9.15%、13.25%和 13.59%，客户集中度持续提高。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。2023 年，五粮液股份销售费用及研发费用分别达到 77.96 亿元和 3.22 亿元，较 2022 年分别增长 13.91%和 36.50%。

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，但产品产量和销量均波动下降，库存量持续上升。2023 年，消费弱复苏背景下，五粮液品牌韧性进一步凸显，五粮液股份酒类业务实现营业收入 764.47 亿元。具体来看，2023 年五粮液产品实现八代五粮液与经典五粮液双轮驱动，实现收入 628.05 亿元，同比增长 13.5%；系列酒产品实现收入 136.43 亿元，同比增长 11.58%。

2021—2023 年，宜宾发展分别实现白酒销售收入 639.21 亿元、706.13 亿元和 785.52 亿元，毛利率分别为 76.77%、79.18%和 81.38%。

图表 18 • 五粮液股份酒类经营情况（单位：吨、亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
销售量	181775	127161	159106
生产量	188717	129328	184100
库存量	21161	23328	48322
酒类收入	617.32	675.63	764.47
其中：五粮液产品收入	491.12	553.35	628.05

资料来源：五粮液股份 2021—2023 年度报告

（3）化工板块

宜宾发展化工业务稳健发展，逐步形成“资源能源—基础化工产品—新能源电池材料及化工新材料”为一体的循环经济产业链。宜宾发展氯碱产品产能利用率较高，但化工行业周期性较强，盈利水平易受宏观经济波动、国家政策变化、供需状况变化等因素的影响。贸易业务主要为现有氯碱化工产业和未来产业发展提供支持和服务，近年来收入规模逐年下降，毛利率维持较低水平。

宜宾发展化工板块主要由子公司天原股份负责运营，具体分析详见天原股份部分内容。

（4）纺织板块

丝丽雅集团作为全球最大的粘胶长丝生产企业之一，品牌效益良好，但受宏观经济、政策调整以及行业景气度等因素影响，宜宾发展纤维销售收入持续下降、毛利率水平波动幅度大，浆粕等产品销售业务利润水平很低。

宜宾发展纺织业务包括纤维销售和浆粕等销售业务，主要由下属子公司丝丽雅集团负责运营。

①纤维销售

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，上述产品是以棉短绒为原料，经碱法蒸煮、漂洗精制而成的一种高纯度纤维素，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。丝丽雅集团拥有 50 余项国际领先技术，100 余项国内领先技术和 1100 余项自主知识产权，建立了遍布北美、东欧、韩国、日本等 40 多个国家和地区的营销网络。

上游客户方面，丝丽雅集团主要向天原股份、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，主要供应商比较分散，2023 年前五大供应商采购额占丝丽雅集团纤维采购总额的 1.42%。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，其中成都交子供应链金融服务有限公司、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，2023 年前五大客户销售额占丝丽雅集团纤维销售总额的 2.30%。此外，丝丽雅集团进出口总额较大，2021—2023 年，丝丽雅

集团（国有板块）进出口总额分别为 3.78 亿美元、3.83 亿美元和 1.31 亿美元，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。

受宏观经济环境、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，丝丽雅集团对产品结构进行了调整，但主营产品价格波动幅度较大，导致宜宾发展纤维销售收入和毛利率变动较大。2021—2023 年，宜宾发展的纤维销售收入分别为 97.51 亿元、80.10 亿元和 66.21 亿元；毛利率分别为 5.23%、5.00%和 14.31%。

图表 19 • 丝丽雅集团主要产品销售收入构成情况（单位：亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
粘胶长丝	16.56	15.70	16.45
粘胶短纤	42.31	33.71	16.50
绣花线	31.29	23.34	7.00
合计	90.16	72.74	39.94

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

图表 20 • 丝丽雅集团主要产品的产量情况（单位：万吨）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
粘胶长丝	3.81	4.15	5.35
粘胶短纤	22.50	16.44	12.82
绣花线	0.97	1.04	1.84
合计	27.27	21.63	20.01

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

图表 21 • 丝丽雅集团主要产品的销量情况（单位：万吨）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
粘胶长丝	3.77	4.50	5.08
粘胶短纤	23.33	17.53	12.63
绣花线	1.21	1.04	1.82
合计	28.31	23.07	19.53

资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

②浆粕等产品销售

宜宾发展浆粕销售业务主要分为两部分，一部分是自加工特种浆，产品全部自用于宜宾发展粘胶纤维生产；另一部分为浆粕贸易。2021—2023 年，宜宾发展浆粕等产品销售收入分别为 103.91 亿元、138.49 亿元和 101.93 亿元，收入波动主要系丝丽雅集团根据市场行情调整浆粕销量所致；毛利率分别为 1.06%、0.58%和 1.14%，毛利率很低。

（5）纸业板块

宜宾纸业纸品产销量总体平稳，但受下游市场需求减弱、主要产品市场价格下跌等因素影响，2023 年纸品销售收入和毛利率均有所下降。纸业板块易受环保及外部环境等因素影响，未来经营情况有待关注。

宜宾发展纸张销售板块主要由子公司宜宾纸业经营，2022 年 1 月，宜宾纸业被国家工信部列入国家级绿色工厂名单。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，其开发的全竹浆本色纸凭借绿色低碳环保、抗菌抑菌、医护级等差异化特性，成为行业中标杆产品。

宜宾市周边丰富的竹资源为宜宾纸业生产提供了充足的原料，宜宾纸业实施竹产业发展模式，不仅促进了当地农户增收，也保障了原料供应。2023 年宜宾纸业的造纸成本中，直接材料和制造费用分别约占 81%和 13%。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，销售模式为直销，销售区域主要为西部地区，其次为中、东部地区，2023 年，宜宾纸业前五大客户占其销售总额的 15.64%，客户相对分散。

2021—2023 年，宜宾发展纸张销售收入分别为 18.07 亿元、18.10 亿元和 16.59 亿元；毛利率分别为 12.80%、10.49%和 5.08%。宜宾纸业近年来纸品产销量总体平稳，但由于下游市场需求减弱、主要产品市场价格下跌，2023 年纸品销售收入和毛利率均有所下降。

图表 22 • 宜宾纸业主要经营情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
纸品产量（万吨）	31.43	32.70	31.98
纸品销量（万吨）	31.81	30.66	31.14

资料来源：宜宾纸业 2021—2023 年度报告

（6）对外投资

宜宾发展投资组合多样化程度较高，近年来通过“股权直投+基金投资”的模式拓展智能制造、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，但亦需关注被投资企业的经营状况。

宜宾发展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，宜宾发展对外投资方向契合宜宾市产业发展，未来具有一定的发展潜力。股权直投方面，宜宾发展本部目前自主投资的产业类企业涉及新能源、类金融等方面，行业分布较广，对宜宾发展投资管控能力提出较高要求。

图表 23 • 截至 2023 年底宜宾发展本部部分自主投资的产业类主体情况

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	57.11%	商业保理
四川三江汇海融资租赁有限公司	100.00%	融资租赁
四川三江汇海小额贷款有限公司	100.00%	小额贷款
双城（重庆）信用增进股份有限公司	2.00%	融资担保
宜宾发展创投资有限公司	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
宜宾人才发展集团有限公司	60.00%	人才服务

注：对外投资包括纳入合并范围的控股企业和不纳入合并的参股企业

资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

基金投资方面，宜宾发展本部目前主要持有两只基金，系宜宾市现代农业产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“现代农业基金”）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”），其中现代农业基金由有限合伙人五粮液集团出资 5.00 亿元，宜宾发展本部出资 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，投向为宜宾市域内或市外愿意落地宜宾的符合全市现代农业“5+2”产业以及地方特色优势产业发展的优质项目。国资基金由宜宾发展本部作为有限合伙人出资 20.00 亿元，普通合伙人宏源汇富创业投资有限公司出资 0.20 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。宜宾发展基金投资资金已完成实缴，现代农业基金已实现 3 个直接投资项目的成功退出，实现投资收益约 300 万元，国资基金尚在投资期，暂无项目退出。

图表 24 • 截至 2023 年底宜宾发展本部主要基金投资情况（万元）

基金名称	成立时间	存续期	基金总规模	宜宾发展认缴金额	宜宾发展实缴金额	资金来源
宜宾市现代农业产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2018 年	13 年	99665.00	49565.00	49565.00	自有资金
宜宾市国资产业投资合伙企业（有限合伙）	2019 年	8 年	202000.00	200000.00	200000.00	自有资金
合计	--	--	301665.00	249565.00	249565.00	--

资料来源：联合资信根据宜宾发展提供资料整理

4 财务分析

2023 年，宜宾发展审计机构变更，主要由于宜宾发展与原审计机构四川华信集团会计师事务所（特殊普通合伙）的服务合同期限届满；按照相关程序，宜宾发展确定天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）为 2023 年审计机构。宜宾发展提供了 2021—2023 年度合并财务报告，四川华信集团会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年和 2022 年财务报告进行审计，天职国际会计师

事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；宜宾发展提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

本报告中宜宾发展 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数。截至 2023 年底，宜宾发展拥有纳入合并范围的一级子公司 21 家。宜宾发展合并范围内的子公司变化较多，但相关子公司规模不大，宜宾发展财务数据可比性较强。

（1）资产质量

宜宾发展资产规模稳步增长，货币资金充裕，白酒、化工、纺织及造纸业务相关资产可产生稳定的营收和现金流，股权类资产可以产生一定投资收益但也需关注投资回收风险；基础设施建设相关资产流动性偏弱。整体看，宜宾发展资产流动性和盈利性好，资产质量高。

图表 25 • 宜宾发展资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	2147.46	54.67	2384.69	52.81	2678.82	51.48	2907.33	52.80
货币资金	967.73	24.64	1033.45	22.89	1265.59	24.32	1285.74	23.35
应收账款	63.15	1.61	99.84	2.21	183.69	3.53	217.91	3.96
应收款项融资	28.53	0.73	302.66	6.70	149.04	2.86	289.19	5.25
其他应收款（合计）	152.40	3.88	156.91	3.48	178.59	3.43	202.35	3.68
存货	418.95	10.67	481.95	10.67	585.63	11.25	594.87	10.80
非流动资产	1780.44	45.33	2130.77	47.19	2524.72	48.52	2598.64	47.20
发放贷款及垫款	110.86	2.82	161.30	3.57	215.50	4.14	230.79	4.19
债权投资	198.38	5.05	162.60	3.60	169.27	3.25	185.96	3.38
其他权益工具投资	120.34	3.06	195.74	4.33	239.96	4.61	247.38	4.49
长期股权投资	118.56	3.02	205.55	4.55	254.28	4.89	257.44	4.68
投资性房地产	71.96	1.83	96.32	2.13	257.31	4.94	259.75	4.72
固定资产（合计）	432.57	11.01	443.21	9.82	395.61	7.60	395.57	7.18
在建工程（合计）	394.86	10.05	377.59	8.36	428.90	8.24	453.57	8.24
资产总额	3927.90	100.00	4515.46	100.00	5203.55	100.00	5505.97	100.00

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2023 年底，宜宾发展货币资金主要由银行存款（占 87.91%）和存放同业款项（占 6.84%）构成，其中受限金额为 41.68 亿元，为保证金、定期存单等。应收账款账龄较短，1 年以内的占 76.59%，坏账准备的期末余额为 16.05 亿元；宜宾发展应收账款前五名合计占应收账款余额的 25.73%，集中度不高。应收款项融资主要为既以到期收取合同现金流量为目标又以出售为目标的应收票据。其他应收款主要为应收宜宾市政府部门和国有企业的往来款、项目款，前五大欠款方占其他应收款合计的 71.41%，集中度较高，回收风险不大；其他应收款坏账准备的期末余额 3.34 亿元。宜宾发展下属基础设施建设主体以及五粮液股份等子公司持续开展业务，带动宜宾发展存货持续增长，2023 年底存货主要由在产品（134.17 亿元）、开发成本（199.10 亿元）、库存商品（144.21 亿元）构成。

2023 年底，宜宾发展发放贷款及垫款主要为五粮液集团子公司四川省宜宾五粮液集团财务有限公司发放的贷款；五粮液集团为支持成员单位和经销商发展，满足其融资需求，加大了贷款投放力度，同时为了优化资产结构，提高贷款在资产中的比重，推动宜宾发展发放贷款及垫款余额持续增长。债权投资（包括一年内到期部分）主要包括债券（26.77 亿元）、信托资金（65.30 亿元）、委托贷款（79.18 亿元）、产业服务投资 11.25 亿元和其他投资（45.82 亿元）。其他权益工具投资主要为对宜宾临港金源产业招商服务有限公司、宜宾金诺产业招商服务有限公司、四川渝昆铁路有限公司、四川银行股份有限公司和川南城际铁路有限责任公司的投资，账面价值分别为 97.13 亿元、37.51 亿元、26.11 亿元、21.45 亿元和 18.81 亿元。长期股权投资的被投资企业数量较多，其中期末余额前五名的被投资企业分别为四川航空集团有限责任公司（50.52 亿元）、宜宾昇拓产业招商服务合伙企业（有限合伙）（39.47 亿元）、宜宾市商业银行股份有限公司（17.94 亿元）、宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）（15.04 亿元）和中铁（宜宾）宜威高速公路有限公司（11.36 亿元），2023 年权益法确认的投资收益合计 5.68 亿元，共获得现金分红 718 万元。宜宾发展投

资性房地产采用成本法计量，其中房屋及建筑物、土地使用权账面原值分别为 243.83 亿元和 31.00 亿元，累计计提折旧 17.45 亿元；期末未办妥产权证的投资性房地产账面价值 149.41 亿元（占 58%），大部分正在办理产权证。宜宾发展固定资产原值 670.04 亿元，累计折旧 305.09 亿元，账面价值 362.34 亿元，其中房屋及建筑物、机器设备分别占 60.44%和 26.23%。宜宾发展在建工程项目主要为自营项目，包括长江工业园片区综合开发项目、宜宾港铁路集疏运中心、竹文化生态产业园等。

图表 26 • 宜宾发展 2023 年底应收账款前五名情况

单位名称	账面余额（亿元）	占应收账款的比例（%）	款项性质	坏账准备（万元）
宜宾三江新区财政金融局	25.83	11.61	土地整理收益	610.38
北京理想汽车有限公司常州分公司	15.58	3.82	货款	--
远东电缆（宜宾）有限公司	8.83	3.6	货款	--
宜宾市自然资源和规划局三江新区分局	8.61	3.59	土地整理收益	86.14
宜宾市南溪区财政局	7.01	3.11	土地整理收益	--
合计	65.85	25.73	--	696.52

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

图表 27 • 宜宾发展 2023 年底其他应收款前五名情况

单位名称	账面余额（亿元）	账龄	占其他应收账款合计的比例（%）	款项性质	坏账准备（万元）
宜宾市翠屏区国有资产经营管理有限责任公司	47.52	1-5 年	26.75	往来款	214.59
宜宾市自然资源和规划局三江新区分局	36.66	1-5 年	20.64	项目款等	246.91
宜宾临港金源产业招商服务有限公司	18.71	1 年以内	10.53	往来款	--
宜宾三江新区财政金融审计局	13.40	1-3 年	7.54	项目款等	133.18
宜宾沿江建设投资开发有限公司	10.56	1-3 年	5.95	往来款等	2007.59
合计	126.84	--	71.41	--	2602.26

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

受限资产方面，截至 2023 年底，宜宾发展受限资产合计 384.38 亿元，受限比例为 7.39%。此外，宜宾发展存在以未来收益权及子公司股权进行质押的情形；根据公开资料，截至 2024 年 9 月底，宜宾发展持有五粮液股份的股权均未质押。总体看，宜宾发展资产受限比例不高。

图表 28 • 宜宾发展 2023 年底受限资产情况（单位：亿元）

项目	余额	受限原因
货币资金	41.68	银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款、信用证保证金等
应收账款	29.24	质押借款
应收款项融资	2.10	银行承兑汇票质押
存货	17.25	抵押借款
其他流动资产	2.50	抵押借款
债权投资	48.13	担保质押
长期股权投资	47.25	担保质押
其他权益工具投资	24.29	质押借款
投资性房地产	56.88	抵押借款
固定资产	27.27	抵押借款
在建工程	14.51	抵押借款、反担保
无形资产	8.10	抵押借款

其他非流动资产	65.18	融资租赁
合计	384.38	--

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

（2）所有者权益

2021 年—2024 年 3 月底，受益于政府注资以及子公司利润累积，宜宾发展所有者权益持续增长；权益中资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较高。由于宜宾发展将五粮液股份、天原股份、宜宾纸业等上市公司纳入合并范围，宜宾发展少数股东权益规模较大。

图表 29 • 宜宾发展所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	13.90	0.71	50.00	2.34	50.00	2.04	50.00	1.91
资本公积	707.28	36.16	704.76	32.92	836.14	34.09	868.49	33.24
未分配利润	616.07	31.50	717.18	33.50	824.72	33.63	911.01	34.87
归属于母公司所有者 权益合计	1354.09	69.22	1492.41	69.70	1737.59	70.85	1857.04	71.08
少数股东权益	601.99	30.78	648.73	30.30	714.90	29.15	755.63	28.92
所有者权益合计	1956.08	100.00	2141.15	100.00	2452.48	100.00	2612.67	100.00

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

（3）负债

宜宾发展承担宜宾市大部分城市建设任务，同时市场化板块稳步发展，大规模的资金需求推动宜宾发展债务规模持续增长，融资渠道以银行借款和债券融资为主，整体债务负担适中，债券市场认可度高，债券融资成本低。

图表 30 • 宜宾发展主要负债情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	1065.95	54.06	1254.83	52.85	1455.07	52.89	1500.59	51.86
短期借款	169.29	8.59	190.13	8.01	239.68	8.71	277.81	9.60
应付票据	118.74	6.02	159.67	6.73	127.68	4.64	112.84	3.90
应付账款	188.77	9.57	253.02	10.66	321.74	11.70	318.43	11.01
其他应付款（合计）	126.21	6.40	148.57	6.26	161.31	5.86	182.75	6.32
一年内到期的非流动负债	77.25	3.92	129.35	5.45	254.55	9.25	259.76	8.98
合同负债	198.20	10.05	201.68	8.49	162.66	5.91	134.60	4.65
非流动负债	905.87	45.94	1119.47	47.15	1295.99	47.11	1392.71	48.14
长期借款	339.99	17.24	489.12	20.60	645.99	23.48	739.44	25.56
应付债券	350.76	17.79	403.23	16.98	376.45	13.68	384.44	13.29
长期应付款（合计）	204.05	10.35	203.23	8.56	251.82	9.15	248.54	8.59
其中：长期应付款	123.51	6.26	150.25	6.33	190.20	6.91	/	/
负债总额	1971.82	100.00	2374.31	100.00	2751.07	100.00	2893.30	100.00

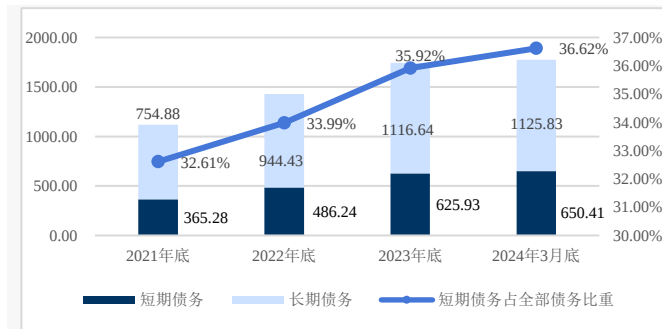
注：未获取2024年3月底宜宾发展长期应付款数据

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2021—2023 年末，由于应付工程款增加以及融资规模扩大等原因，宜宾发展负债规模持续增长。截至 2023 年底，宜宾发展经营性负债主要体现为应付账款（主要为应付工程款）、其他应付款和合同负债。宜宾发展长期应付款主要为应付宜宾市财政局、施工单位款项以及非标融资款，本报告已将有息部分调整至债务计算。

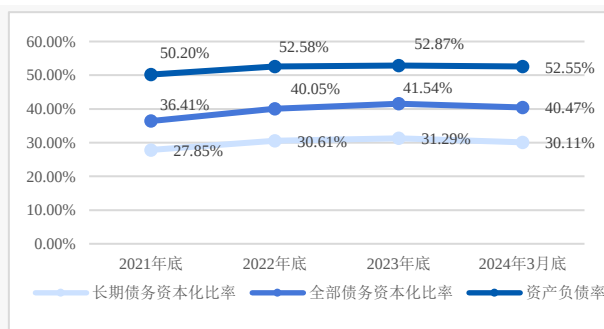
有息债务方面，宜宾发展全部债务持续增长。截至 2023 年底，宜宾发展全部债务 1742.58 亿元，其中短期债务占 35.92%，宜宾发展短期债务占比较高。从融资渠道来看，宜宾发展全部债务中银行借款、债券融资分别约占 58%、27%，剩余为票据融资、租赁负债和非标融资等。从融资成本来看，2024 年以来，宜宾发展本部发行多只中长期债券，票面利率均不高于 3%，宜宾发展债券融资成本低。从债务指标来看，2021—2023 年末，宜宾发展资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升。宜宾发展整体债务负担适中。

图表 31 • 宜宾发展债务结构（单位：亿元）



注：2024 年 3 月底有息债务未经调整
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

图表 32 • 宜宾发展债务杠杆水平



注：2024 年 3 月底有息债务未经调整
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

（4）盈利能力

白酒生产销售业务是宜宾发展营业总收入及利润总额的主要来源，得益于各业务板块持续发展，近年来宜宾发展利润总额持续增长，整体盈利能力良好。

受益于五粮液股份在行业内明显的竞争优势，宜宾发展白酒销售业务收入大幅增长，加之其他板块稳步运营，2021—2023 年，宜宾发展营业总收入持续增长，营业利润率维持在较高水平。

期间费用方面，五粮液股份对品牌宣传以及营销的投入较大，使得宜宾发展销售费用保持在较大规模；随着经营规模的扩大，宜宾发展管理费用逐年增长。宜宾发展期间费用规模较大，但得益于营业总收入的快速增长，2021—2023 年，宜宾发展期间费用率分别为 9.81%、10.76%和 11.31%，整体处于较低水平。

宜宾发展其他收益主要为政府补助和税收返还等，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益和债权投资持有期间取得的利息收入。宜宾发展利润总额持续增长，利润主要来自白酒销售业务，同时其他业务板块呈稳健发展态势。

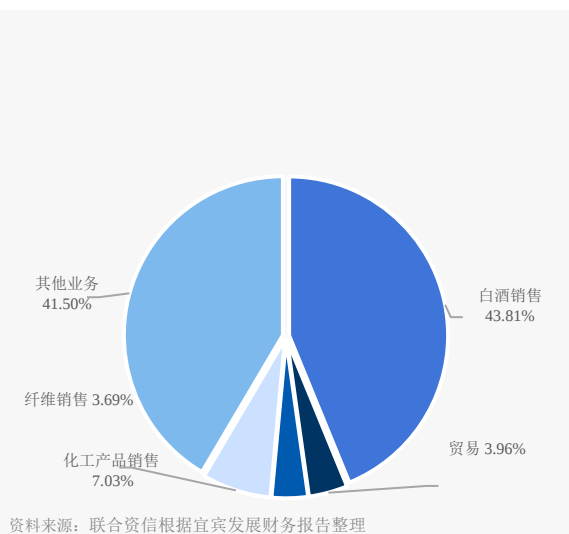
2021—2023 年，宜宾发展总资产收益率和净资产收益率维持高水平，宜宾发展整体盈利能力很强。

图表 33 • 宜宾发展盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	1435.81	1550.56	1792.92	503.96
营业成本	870.97	909.69	1033.61	207.85
费用总额	140.81	166.84	202.75	55.53
其中：销售费用	71.62	80.82	91.50	29.23
管理费用	41.72	46.75	53.51	13.60
研发费用	9.00	8.07	10.12	1.90
财务费用	18.47	31.20	47.61	10.80
信用减值损失	-3.89	-2.49	-2.93	0.01
其他收益	26.22	16.13	10.87	2.73
投资收益	6.38	18.35	7.26	1.70
利润总额	339.21	390.35	438.79	195.16
营业利润率(%)	31.97	33.84	34.79	48.81
总资产收益率(%)	9.14	9.30	9.16	--
净资产收益率(%)	12.71	13.37	13.02	--

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

图表 34 • 2023 年宜宾发展收入构成



资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

（5）现金流

宜宾发展经营获现能力很强，得益于各板块业务经营良好，宜宾发展经营活动现金持续大规模净流入；购买理财产品、发放委托贷款、支付项目投资款等导致宜宾发展投资活动现金持续净流出；宜宾发展融资能力强，随着大规模的项目建设以及债务陆续到期，宜宾发展融资需求仍较大。

图表 35 • 宜宾发展现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1545.03	1589.68	1982.61	439.38
经营活动现金流出小计	1290.10	1376.15	1547.88	440.44
经营活动现金流量净额	254.93	213.53	434.74	-1.07
投资活动现金流入小计	126.54	119.42	146.69	39.84
投资活动现金流出小计	295.34	459.18	533.07	124.19
投资活动现金流量净额	-168.81	-339.75	-386.37	-84.35
筹资活动前现金流量净额	86.13	-126.23	48.36	-85.41
筹资活动现金流入小计	594.89	808.10	945.27	328.95
筹资活动现金流出小计	507.20	616.66	758.85	203.80
筹资活动现金流量净额	87.69	191.44	186.41	125.15
现金收入比(%)	96.98	92.49	98.80	71.42

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

宜宾发展经营活动现金流入主要为白酒销售、贸易、化工产品销售以及纤维销售等主营业务收支以及往来款收支，宜宾发展收入实现质量高，得益于各板块业务良好的经营发展，宜宾发展收入和利润规模持续增加，2021—2023 年，经营活动现金流净额波动增长。同期，受宜宾发展购买理财产品、发放委托贷款、支付项目投资款等影响，投资活动现金持续净流出。宜宾发展筹资活动现金流入主要来自吸收投资、银行借款、发行债券及未到期票据贴现收到的现金，近年来融资规模持续扩大，筹资活动现金持续净流入。

（6）偿债指标

宜宾发展偿债能力很强，间接融资渠道畅通，或有负债风险相对可控。

图表 36 • 宜宾发展偿债指标

项目	2021 年（底）	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年 3 月（底）
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	201.46	190.04	184.10	193.75
速动比率(%)	162.16	151.63	143.85	154.10
现金短期债务比（倍）	3.47	2.80	2.30	2.45
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	411.49	478.99	545.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.72	2.99	3.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.35	9.50	4.56	--

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2021 年—2024 年 3 月底，宜宾发展流动比率、速动比率和现金短期债务比均维持较高水平，宜宾发展短期偿债能力很强。2021—2023 年，宜宾发展 EBITDA 持续增长，EBITDA 对债务本息的保障能力很强，宜宾发展长期偿债能力指标很强。

截至 2023 年底，宜宾发展对外担保金额 170.60 亿元，担保比率为 6.96%，主要为对宜宾市国有企业提供的担保，宜宾发展或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，宜宾发展尚未执行完毕的标的额超过 5000 万的诉讼、仲裁情况如下，联合资信未发现宜宾发展存在其他重大未决诉讼、仲裁。

图表 37 • 宜宾发展存在的重大诉讼、仲裁情况

原告	被告	案由	涉案金额（万元）
汕头海洋投资发展有限公司	北大方正物产集团有限公司、福建方兴化工有限公司、福建鸿润化工有限公司、福建天原化工有限公司	侵害商业秘密纠纷	30000.00
宜宾天蓝化工有限责任公司	四川北方红光特种化工有限公司	合同纠纷	13609.44

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

截至 2023 年底，宜宾发展共获得主要银行授信总额 2270.73 亿元，剩余额度 1167.44 亿元，间接融资渠道畅通。宜宾发展下属的五粮液股份、天原股份、宜宾纸业均为上市公司，具备直接融资渠道。

（7）本部财务分析

宜宾发展本部主要行使管理职能，业务主要由各子公司运营，宜宾发展本部债务负担适中，短期偿债压力不大。

宜宾发展本部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，因此宜宾发展本部资产主要由持有的各类股权投资、内部借款形成的应收类账款和货币资金等构成，2023 年底，宜宾发展本部资产总额 830.20 亿元。宜宾发展本部有息债务主要来源于银行借款及发行债券，2023 年底全部债务为 378.00 亿元，全部债务资本化比率 47.63%，宜宾发展本部债务负担适中。2023 年，宜宾发展本部实现营业总收入 6.13 亿元，利润总额为 78.34 亿元，投资收益为 74.93 亿元。2024 年 3 月底，宜宾发展本部主要财务数据变化不大，现金短期债务比为 0.44 倍，考虑到宜宾发展本部融资能力强，短期偿债压力不大。

（8）外部支持

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，宜宾发展在宜宾市国资体系中地位显著，成立以来在股权划拨、政府补助、资产及资金注入等方面获得宜宾市政府的大力支持。

宜宾发展实际控制人系宜宾市国资委。宜宾市是国家确定的沿江城市带区域中心城市，地理位置优越，已建成“4+4+4”的现代化产业体系。2021—2023 年，宜宾市经济持续发展，一般公共预算收入持续增长，经济规模和一般公共预算收入在四川省排名前列。截至 2023 年底，宜宾市地方政府债务余额为 1101.90 亿元，地方政府债务限额为 1114.56 亿元。整体看，宜宾市政府综合实力很强。

宜宾发展是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，在宜宾市国资体系中地位显著，在业务开展过程中持续获得宜宾市政府的大力支持。自宜宾发展成立以来，宜宾市国资委先后将市属优质国有股权注入宜宾发展，包括以五粮液股份、天原股份、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。其中，2003 年 10 月，宜宾市国有资产管理局将其所持五粮液股份全部国家股（占五粮液股份总股本的 71.83%）无偿划转给宜宾发展；2016 年 3 月，宜宾市国资委将其所持有五粮液集团 49%的股权无偿划转至宜宾发展，宜宾发展对五粮液集团的持股比例达 100%。2021—2023 年，宜宾发展分别收到政府补助 26.22 亿元、16.13 亿元和 10.87 亿元。同时，宜宾发展持续获得宜宾市政府资产和资金注入，2024 年 3 月底实收资本和资本公积分别达 50.00 亿元和 868.49 亿元。整体看，宜宾发展的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

基于对宜宾发展经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定宜宾发展主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期公司债券发行对公司现有债务水平存在一定影响。

本期公司债券拟发行金额上限为 5 亿元，分别占 2024 年 6 月底公司长期债务和全部债务的 13.52%和 4.93%，对公司现有债务水平存在一定影响。以 2024 年 6 月底财务数据为基础，本期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 60.06%、55.59%和 31.34%上升至 61.02%、56.78%和 34.13%。考虑到本期公司债券募集资金将用于偿还到期债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期公司债券发行后长期债务的保障能力一般。

按 2024 年 6 月底公司长期债务和本期公司债券发行额度上限测算，本期公司债券发行后，公司长期债务为 41.97 亿元。本期公司债券发行后，公司 2023 年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

图表 38 • 本期公司债券偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务（亿元）	41.97
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.85
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.09
发行后长期债务/EBITDA（倍）	6.26

注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度上限计入后测算的 2024 年 6 月底长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 增信措施

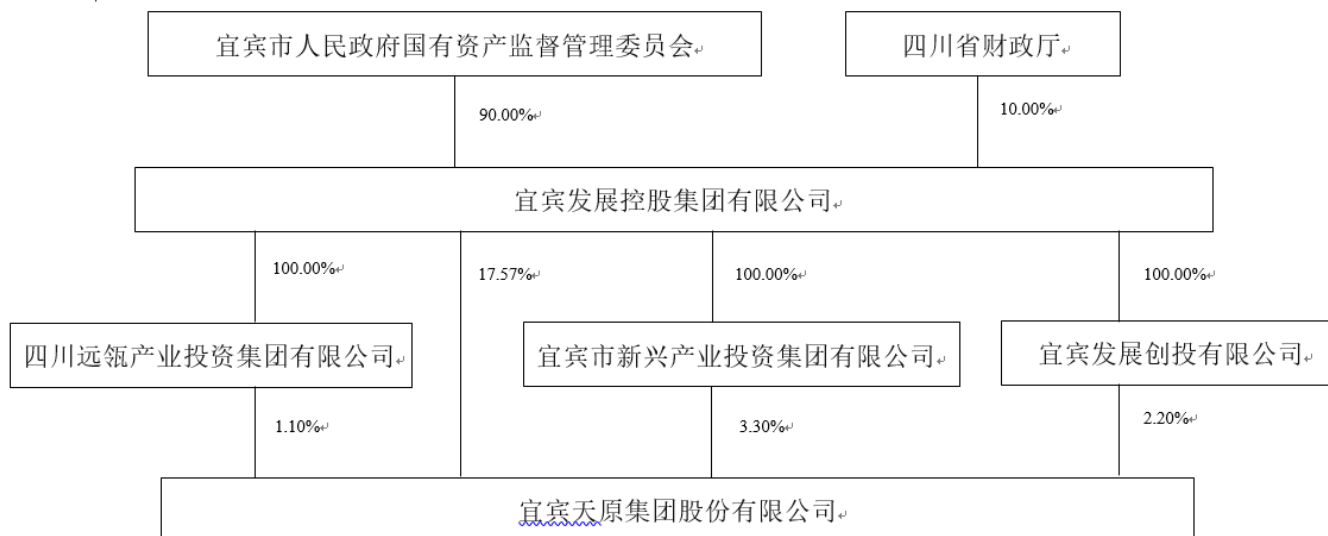
本期公司债券由公司股东宜宾发展提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

2021—2023 年，宜宾发展经营现金分别为本期公司债券发行额度上限的 50.99 倍、42.71 倍和 86.95 倍；EBITDA 分别为本期公司债券发行额度上限的 82.30 倍、95.80 倍和 109.09 倍。截至 2024 年 3 月底，宜宾发展现金类资产为本期公司债券发行额度上限的 319.31 倍。宜宾发展综合竞争实力极强，其担保有效提升本期公司债券本息到期偿付安全性。

十三、评级结论

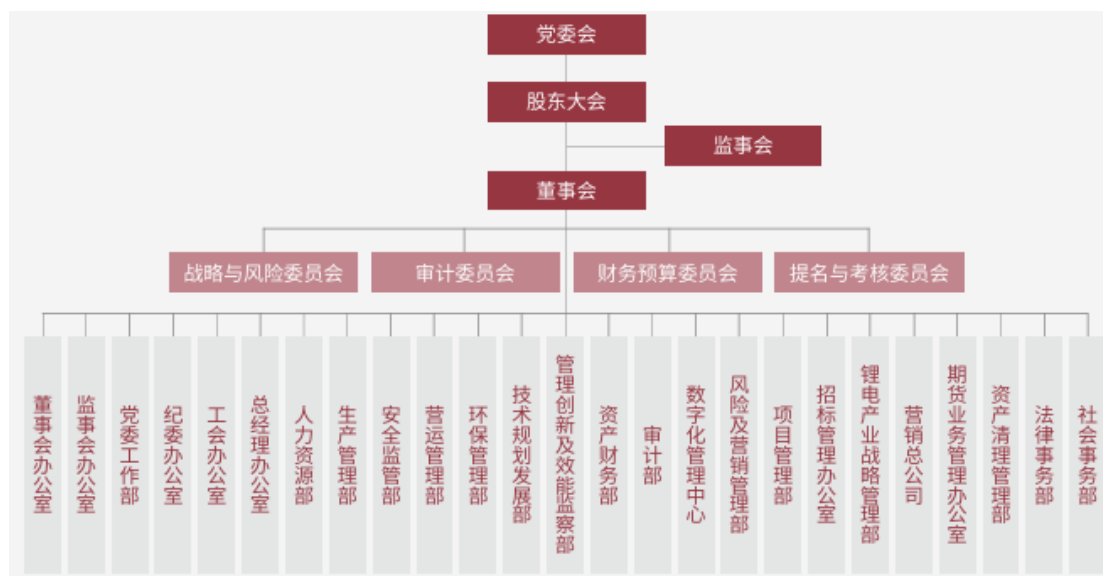
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 6 月底）

板块	公司名称	注册资本（万元）	持股比例
供应链服务板块	宜丰（香港）有限公司	500.00 万港币	100.00%
	宜宾天原物产集团有限公司	10000.00	100.00%
	张家港保税区天泰国际贸易有限责任公司	5000.00	100.00%
	佛山天南兴瑞商贸有限公司	5000.00	100.00%
	泉州戎原新材料有限责任公司	1000.00	100.00%
	宜宾天畅物流有限责任公司	3000.00	80.00%
	宜宾天畅航运有限责任公司	2000.00	100.00%
	宜宾天港物流有限责任公司	1000.00	60.00%
	四川天瑞行新能源商用运力科技有限责任公司	5000.00	51.00%
化工板块	宜宾海丰和锐有限公司	212832.00	99.87%
	宜宾和锐科技有限公司	20000.00	100.00%
	福建天原化工有限公司	20000.00	100.00%
	宜宾天蓝化工有限责任公司	20000.00	99.83%
新能源板块	宜宾天原锂电新材有限公司	128000.00	100.00%
	宜宾天程锂电新材有限公司	40000.00	100.00%
新材料板块	宜宾天原海丰和泰有限公司	100000.00	100.00%
	四川屏山天原钛业股份有限公司	9185.00	77.87%
	宜宾天亿新材料科技有限公司	31173.18	64.16%
	广东天瑞德新材料有限公司	10000.00	51.00%
	越南天祥新材料科技有限公司	9348571.43USD	100.00%
原料板块	云南天原集团有限公司	100000.00	100.00%
	云南天力煤化有限公司	35000.00	100.00%
	彝良县许家院煤矿有限公司	5060.00	100.00%
	大关天达化工有限公司	15000.00	90.67%
	昭通天泓能源有限公司	8000.00	51.00%
	水富金明新材料科技有限公司	4800.00	76.25%
	昭通天力新材料有限公司	35000.00	100.00%
	昭通天力矿业有限公司	35000.00	100.00%
磷化工板块	马边长和电力有限责任公司	19283.88	100.00%
	美姑罗姑水电开发有限公司	3000.00	100.00%
	四川马边中天电力有限公司	10900.00	100.00%
	马边无穷矿业有限公司	13000.00	100.00%
技术服务板块	宜宾天原科创设计有限公司	19000.00	100.00%
	四川天原长行数字科技有限公司	1000.00	100.00%
	宜宾科捷检测技术有限公司	500.00	100.00%

注：公司名称及注册资本或有变更
 资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.89	34.04	38.65	48.22
应收账款（亿元）	2.72	1.88	2.22	2.97
其他应收款（亿元）	3.79	1.64	3.90	4.28
存货（亿元）	8.16	8.48	10.56	14.24
长期股权投资（亿元）	3.60	9.81	11.09	11.07
固定资产（亿元）	65.24	64.37	62.54	67.55
在建工程（亿元）	13.44	14.90	30.78	30.98
资产总额（亿元）	159.04	154.34	182.89	202.81
实收资本（亿元）	7.81	10.15	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	2.02	1.78	1.54	1.44
所有者权益（亿元）	58.56	62.55	81.90	81.00
短期债务（亿元）	68.23	52.09	46.82	64.44
长期债务（亿元）	12.53	20.79	34.33	36.97
全部债务（亿元）	80.76	72.88	81.15	101.41
营业总收入（亿元）	188.25	203.39	183.67	66.00
营业成本（亿元）	169.42	188.55	177.67	62.99
其他收益（亿元）	0.54	0.52	1.04	0.73
利润总额（亿元）	7.67	6.51	0.19	0.15
EBITDA（亿元）	14.43	13.63	6.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	162.04	179.64	159.31	76.07
经营活动现金流入小计（亿元）	163.35	183.33	161.75	78.22
经营活动现金流量净额（亿元）	10.91	9.55	3.63	-3.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.66	-6.73	-17.36	-4.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-6.05	-8.43	24.07	2.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.51	17.19	23.30	--
存货周转次数（次）	23.47	22.67	18.66	--
总资产周转次数（次）	1.23	1.30	1.09	--
现金收入比（%）	86.08	88.32	86.74	115.26
营业利润率（%）	9.38	6.78	2.82	4.05
总资本收益率（%）	6.37	5.42	1.08	--
净资产收益率（%）	11.15	8.26	0.13	--
长期债务资本化比率（%）	17.62	24.95	29.53	31.34
全部债务资本化比率（%）	57.96	53.81	49.77	55.59
资产负债率（%）	63.18	59.47	55.22	60.06
流动比率（%）	73.37	70.26	90.50	89.29
速动比率（%）	63.89	58.02	74.25	72.18
经营现金流动负债比（%）	12.67	13.80	5.59	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.65	0.83	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	5.24	5.98	2.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.60	5.35	12.10	--

注：1. 公司 2024 年上半年财务报表未经审计，根据会计准则变化，已用 2022 年期初数据对 2021 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.81	13.24	15.09	17.01
应收账款（亿元）	2.07	7.11	7.03	8.21
其他应收款（亿元）	36.85	32.80	36.10	39.96
存货（亿元）	0.46	1.20	0.19	0.10
长期股权投资（亿元）	59.32	66.38	86.17	85.34
固定资产（合计）（亿元）	0.16	0.16	0.13	0.12
在建工程（合计）（亿元）	0.06	0.07	0.07	0.07
资产总额（亿元）	124.64	127.49	152.27	160.39
实收资本（亿元）	7.81	10.15	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	46.76	45.74	65.21	64.76
短期债务（亿元）	22.68	13.80	16.98	22.20
长期债务（亿元）	1.73	4.86	6.18	7.89
全部债务（亿元）	24.41	18.66	23.16	30.08
营业总收入（亿元）	86.54	105.11	86.87	37.94
营业成本（亿元）	85.90	104.47	87.70	37.36
其他收益（亿元）	0.01	0.04	0.12	0.00
利润总额（亿元）	0.36	0.30	0.35	0.59
EBITDA（亿元）	1.71	0.82	1.12	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	61.94	35.02	126.17	47.41
经营活动现金流入小计（亿元）	62.53	35.82	126.93	48.57
经营活动现金流量净额（亿元）	3.78	2.26	0.79	-0.29
投资活动现金流量净额（亿元）	2.86	-6.06	-18.45	0.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.15	1.02	20.28	-4.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.28	14.28	8.83	--
存货周转次数（次）	344.12	125.62	126.36	--
总资产周转次数（次）	0.69	0.83	0.62	--
现金收入比（%）	71.57	33.31	145.23	124.97
营业利润率（%）	0.72	0.56	-0.98	1.51
总资本收益率（%）	2.25	1.15	1.17	--
净资产收益率（%）	0.77	0.65	0.54	--
长期债务资本化比率（%）	3.57	9.60	8.66	10.86
全部债务资本化比率（%）	34.30	28.97	26.21	31.72
资产负债率（%）	62.49	64.13	57.17	59.62
流动比率（%）	76.36	73.24	75.95	80.28
速动比率（%）	75.76	71.67	75.72	80.17
经营现金流动负债比（%）	4.97	2.93	0.98	--
现金短期债务比（倍）	0.79	0.96	0.89	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.85	1.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.25	22.76	20.76	--

注：1. 公司 2024 年上半年财务报表未经审计，根据会计准则变化，已用 2022 年期初数据对 2021 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-3 主要财务数据及指标（宜宾发展合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1266.87	1363.37	1437.40	1596.53
应收账款（亿元）	63.15	99.84	183.69	217.91
其他应收款（亿元）	146.89	151.03	174.26	202.35
存货（亿元）	418.95	481.95	585.63	594.87
长期股权投资（亿元）	118.56	205.55	254.28	257.44
固定资产（亿元）	412.72	408.86	362.34	395.57
在建工程（亿元）	394.13	376.37	425.88	453.57
资产总额（亿元）	3927.90	4515.46	5203.55	5505.97
实收资本（亿元）	13.90	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	601.99	648.73	714.90	755.63
所有者权益（亿元）	1956.08	2141.15	2452.48	2612.67
短期债务（亿元）	365.28	486.24	625.93	650.41
长期债务（亿元）	754.88	944.43	1116.64	1125.83
全部债务（亿元）	1120.16	1430.67	1742.58	1776.24
营业总收入（亿元）	1435.81	1550.56	1792.92	503.96
营业成本（亿元）	870.97	909.69	1033.61	207.85
其他收益（亿元）	26.22	16.13	10.87	2.73
利润总额（亿元）	339.21	390.35	438.79	195.16
EBITDA（亿元）	411.49	478.99	545.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1392.47	1434.12	1771.43	359.92
经营活动现金流入小计（亿元）	1545.03	1589.68	1982.61	439.38
经营活动现金流量净额（亿元）	254.93	213.53	434.74	-1.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-168.81	-339.75	-386.37	-84.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	87.69	191.44	186.41	125.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.55	3.97	4.62	--
存货周转次数（次）	2.29	2.02	1.94	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.37	0.37	--
现金收入比（%）	96.98	92.49	98.80	71.42
营业利润率（%）	31.97	33.84	34.79	48.81
总资本收益率（%）	9.14	9.30	9.16	--
净资产收益率（%）	12.71	13.37	13.02	--
长期债务资本化比率（%）	27.85	30.61	31.29	30.11
全部债务资本化比率（%）	36.41	40.05	41.54	40.47
资产负债率（%）	50.20	52.58	52.87	52.55
流动比率（%）	201.46	190.04	184.10	193.75
速动比率（%）	162.16	151.63	143.85	154.10
经营现金流动负债比（%）	23.92	17.02	29.88	--
现金短期债务比（倍）	3.47	2.80	2.30	2.45
EBITDA 利息倍数（倍）	10.35	9.50	4.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.72	2.99	3.19	--

注：1. 宜宾发展 2024 年一季度财务报表未经审计，根据会计准则变化，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至全部债务测算，2024 年 3 月底有息债务未经调整

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告及公开资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。