



宜宾发展控股集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0362 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 31 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 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
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。	
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 2023 年保持强劲的发展势头，潜在的支持能力很强；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，区域重要性很强且与政府的关联度很高；同时公司持有优质经营资源，资产流动性及盈利能力强。中诚信国际预计，公司未来仍将维持核心地位，业务布局将进一步多元化，资本实力及市场竞争力将持续增强；同时，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：公司外部支持明显弱化，财务指标出现明显恶化，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，2023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，并持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，公司持有的五粮液股权价值很高，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，整体资产流动性强；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：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：郑远航 yzhzheng@ccxi.com.cn

黄雅琴 yqhuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

宜宾发展（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	3,927.90	4,514.33	5,203.55
所有者权益合计（亿元）	1,956.08	2,141.13	2,452.48
负债合计（亿元）	1,971.82	2,373.21	2,751.07
总债务（亿元）	1,120.16	1,430.67	1,742.58
营业总收入（亿元）	1,435.81	1,550.56	1,792.92
净利润（亿元）	248.68	286.34	319.30
EBIT（亿元）	375.51	435.36	499.85
EBITDA（亿元）	415.15	478.11	541.75
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	254.93	213.53	434.74
营业毛利率（%）	39.34	41.33	42.35
总资产收益率（%）	9.56	10.31	10.29
EBIT 利润率（%）	26.15	28.08	27.88
资产负债率（%）	50.20	52.57	52.87
总资本化比率（%）	36.41	40.05	41.54
总债务/EBITDA (X)	2.70	2.99	3.22
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	10.45	9.48	4.53
FFO/总债务 (X)	0.26	0.21	0.17

宜宾发展（母公司口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	609.10	753.68	830.20
负债合计（亿元）	304.82	395.18	414.55
总债务（亿元）	285.88	374.52	393.00
所有者权益合计（亿元）	304.28	358.49	415.65
投资收益（亿元）	36.23	63.10	74.93
净利润（亿元）	38.47	64.44	77.49
EBIT（亿元）	48.53	76.92	92.58
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.72	12.08	16.50
经调整的净资产收益率（%）	12.64	19.45	20.02
资产负债率（%）	50.04	52.43	49.93
总资本化比率（%）	48.44	51.09	48.60
总债务/投资组合市值（%）	8.25	12.60	15.59
现金流利息覆盖倍数 (X)	4.85	6.58	6.48

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 2021~2022 年审计报告和天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、公司未提供母公司口径 2021~2023 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。

同行业比较（2023 年母公司口径数据）

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 (%)	投资收益 (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	830.20	415.65	49.93	74.93
宿迁产发	宿迁市重要的产业资产经营和金融投资主体	161.34	64.14	60.25	15.51

中诚信国际认为，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防控机制良好，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。

注：宿迁产发系“宿迁产业发展集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

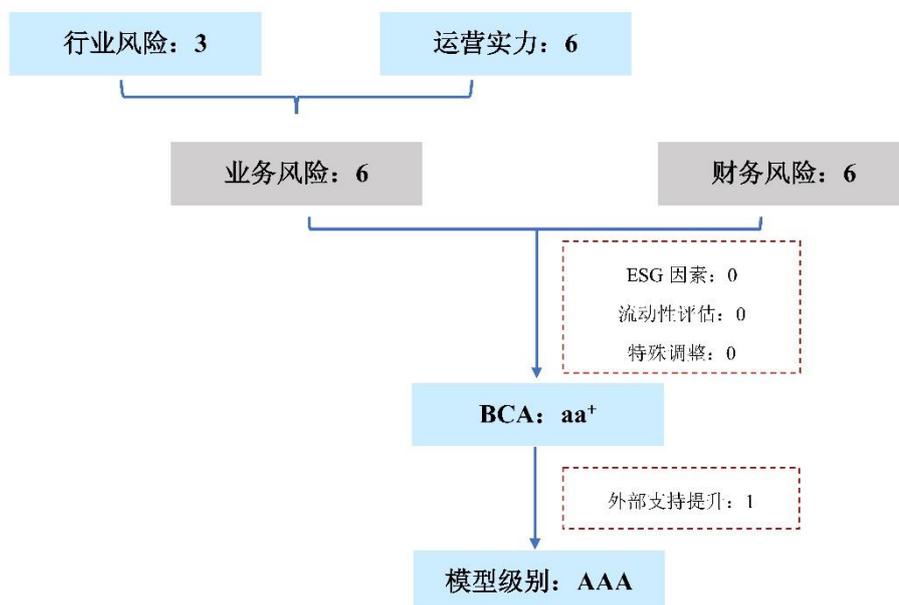
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/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	2023/06/21 至本报告出 具日	17.00/17.00	2020/03/30~2025/03/30	--
20 宜宾国资 02 /20 宜国 02	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	5.00/5.00	2020/05/19~2028/05/19	--
20 宜宾国资 03 /20 宜国 03	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	22.00/22.00	2020/08/06~2025/08/06	--
20 宜宾国资 05 /20 宜国 05	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	24.00/24.00	2020/11/23~2028/11/23	附第 5 年末公司调整 票面利率选择权及投 资者回售选择权
20 宜宾国资 06 /20 宜国 06	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	14.00/14.00	2020/12/11~2028/12/11	附第 5 年末公司调整 票面利率选择权及投 资者回售选择权
21 宜宾发展 01 /21 宜宾 01	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	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	2023/06/21 至本报告出 具日	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	2023/06/21 至本报告出 具日	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	2023/06/21 至本报告出 具日	22.00/22.00	2022/10/14~2027/10/14	--
22 宜宾发展 02/22 宜宾 02	AAA	AAA	2023/06/21 至本报告出 具日	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

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
宜宾发展	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/21 至本报告出具日

评级模型

宜宾发展控股集团有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为，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，以实现宜宾市政府战略布局为主要任务，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，宜宾市对公司支持能力和支持意愿很强，并持续在划入优质资源和业务培育等方面对公司提供支持。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。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。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，化债背景下，城投转型投资控股企业逐渐增多，科技创新领域投资推动机构的投资阶段前移，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《中国投资控股企业特别评论》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11017?type=1>

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，在展业过程中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，在展业过程中持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。

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，主要来自于宜宾市委市政府的股权划拨，按照 2024 年 3 月 29 日收盘价格计算，公司持有的重要上市公司总市值合计约为 3,292.00 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情持续波动，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 1：截至 2024 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	5,958.66	54.86%	3,269.27
天原集团	002386.SZ	58.57	24.17%	14.16
宜宾纸业	600793.SH	19.11	44.87%	8.57
合计	--	6,036.34	--	3,292.00

注：按照 2024 年 3 月 29 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，中诚信国际将对这部分企业的经营情况保持关注。

表 2：截至 2023 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	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

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。国资基金由母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。

表 3：截至 2023 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
宜宾市现代农业产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2018 年	13	99,665.00	49,565.00	49,565.00	自有资金
宜宾市国资产业投资合伙企业（有限合伙）	2019 年	8	202,000.00	200,000.00	200,000.00	自有资金
合计	--	--	301,665.00	249,565.00	249,565.00	--

注：1、现代农业基金原名为宜宾五粮液乡村振兴发展基金（有限合伙）。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司下属企业涉及行业众多，涵盖白酒销售、化工产品销售、贸易、纤维、纸张销售等，近年来营业总收入持续增加。具体来看，2023 年，公司白酒销售业务收入继续大幅增长，且始终保持很强的盈利能力，是公司营业收入及利润的主要来源；化工产品销售、纤维销售等业务在行业内具有较强竞争力，但受行业下行等外部因素影响，上述业务收入规模均呈现下滑趋势；公司对贸易业务进行了结构优化和调整，其规模持续收缩；塑料制品、纸张销售等业务收入相对平稳；此外，其他业务涉及行业众多，随着业务开展该部分收入持续增加至较大规模。

表 4：公司合并口径营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	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
其他	350.94	24.44	12.54	358.59	23.13	16.33	593.70	33.11	17.01
合计/综合	1,435.81	100.00	39.34	1,550.56	100.00	41.33	1,792.92	100.00	42.35

注：1、其他业务板块主要包括机械加工、房地产销售、汽车销售、玻璃制品销售、能源销售及基础设施代建等业务；2、因四舍五入，合计数与单项累计数略有差异；3、收入的财务统计口径的与业务统计口径有所差别。

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，各基础设施投融资建设主体的职能定位和展业范围未发生变化。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。同时，公司部分项目也采用自建自营等模式，项目进入运营阶段后，通过市场化运营进行资金平衡。从业务开展情况来看，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较强，未来随着宜宾市城市建设的持续推进，公司投资规模还将继续扩大，将给公司带来一定的资金压力。

表 5：截至 2023 年末公司重要承建项目情况（亿元）

在建项目	承接主体	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
成贵高铁宜宾东站站前综合体 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
四川外国语大学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、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，其业务收入及净利润规模仍保

持超过 10% 的增速；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。

跟踪期内，公司白酒业务主要仍主要由控股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，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。截至 2024 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 20.43%。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持续保持超过 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。2023 年，前五名供应商合计采购金额为 22.54 亿元，占年度采购总额的 16.57%，占比较 2022 年减少 5.65 个百分点，供应商集中度持续降低。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。2023 年，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 1,663 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，2023 年，前五名销售客户合计销售金额为 113.19 亿元，占年度销售总额的 13.59%，占比较 2022 年同比上升 0.34 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，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。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收 764.47 亿元，其中量增 25%，价减 9.6%。具体来看，全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%；系列酒产品动销提速，日均开瓶扫码量同比增超 70%，实现营收 136.43 亿元，同比增长 11.58%。

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 2024 年 3 月 29 日，公司直接和间接共计持有五粮液股份 2,129,675,974 股，按照当日 153.51 元/股的收盘价计算，持股市值约 3,269.27 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，2023 年，五粮液股份每 10 股派现金为 46.70 元（含税），分配现金为 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。

表 6：近年来五粮液股份酒类经营情况（吨、亿元）

指标	2021	2022	2023
----	------	------	------

生产量	188,717	129,328	184,100
销售量	181,775	127,161	159,106
库存量	21,161	23,328	48,322
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，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，氯碱行业步入下行周期，化工产品价格的持续走低导致化工业务板块的盈利水平大幅下降，且该板块发展未来仍面临宏观环境下行压力及环保压力；此外，供应链业务收入规模和毛利率也有所下降。

跟踪期内，公司化工及供应链服务业务仍主要由下属上市子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，目前已成为氯碱行业产品最为齐全的企业之一、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 2024 年 3 月末，公司直接持有和通过旗下子公司间接持有合计 31,466.83 万股，合计持股比例为 24.17%，为第一大股东。

从经营情况来看，2023 年，天原集团营业总收入同比下降 9.70%，归属于上市公司股东的净利润同比下降 92.74%，主要系氯碱行业步入下行周期，化工产品价格的持续走低所致。化工业务和供应链服务业务为天原集团主要收入来源，2023 年该两项业务收入分别占天原集团营业总收入的 58.48% 和 38.67%，其中化工业务收入占比较 2022 年同比下降 8.83%。同期，天原集团主营的 PVC 产品和烧碱产品的产销量仍保持在较高水平，产能利用率均超过 80%，但受行业下行的影响，当期氯碱产品毛利率同比下降 14.93 个百分点至 6.98%。

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，2023 年该两个区域对天原集团收入的贡献合计高达 83.52%，其中华东地区销售额为 112.84 亿元，同比增加 9.17%。天原集团主要销售客户和主要供应商较为稳定，2023 年，其前五名客户合计销售金额为 30.02 亿元，占年度销售总额比例为 16.35%；前五名供应商合计采购金额为 33.10 亿元，占年度采购总额比例为 19.72%。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 7：近年来天原集团经营情况（亿元、万吨）

指标	2021	2022	2023
----	------	------	------

	营业总收入	188.25	203.39	183.67
	归属于上市公司股东的净利润	6.41	5.51	0.40
PVC	产量	40.17	41.67	40.48
	销量	37.80	41.10	35.68
烧碱	产量	39.54	41.52	43.04
	销量	34.13	35.60	35.12

资料来源：天原集团 2021-2023 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，2023 年，供应链服务收入同比下降 10.06% 至 71.03 亿元，毛利率也同比下降 1.14% 至 3.07%。未来，天原集团将进一步巩固贸易上下游渠道，计划实现由传统商贸经营模式向现代大宗商贸经营模式的转变，不进行垫资，赚取信息差、区域差、供应链服务利润，确保在风险可控的前提下提升供应链服务业务的盈利能力。

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。2023 年，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，包括加快完成磷酸铁锂正极材料募投项目及其前驱体项目建设、布局推进南溪 10 万吨磷酸铁锂一体化项目、三元正极材料扩建产能等。

整体来看，跟踪期内，天原集团化工业务整体稳健发展，保持了较高的产能利用率，但氯碱行业步入下行周期，化工产品价格的持续走低导致化工业务板块的盈利水平大幅下降，且该板块发展未来仍面临宏观环境下行压力及环保压力。

纺织板块

跟踪期内，纺织业务板块的利润水平受各类纺织产品价格的下降影响较大，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。

跟踪期内，公司纺织业务仍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 2023 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，2023 年，丝丽雅集团营业总收入增至 385.51 亿元，但净利润规模较低；主营产品方面，长纤产品产销量持续走高，短纤产品的产销量则持续降低，同时各纺织产品的价格下降对纺织业务收入及利润水平产生了较大影响。此外，浆粕系黏胶纤维类产品的主要原材料，为稳固经营盈利能力，丝丽雅集团也开展浆粕等销售业务，2023 年，丝丽雅集团实现浆粕等销售收入 101.93 亿元，同比下降 36.33 亿元。

上游客户方面，2023 年，丝丽雅集团主要向宜宾天原集团股份有限公司、四川省宜宾惠美线业有限责任公司等公司采购纺织产业所需的化工原料，主要供应商较为稳定。下游客户方面，丝丽雅集团的主要客户为国内外的纺织企业，客户较为分散，其中四川省宜宾惠美线业有限责任公司为丝丽雅集团的主要客户。此外，2023 年，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（国有板块）进出口总额下降至 1.31 亿美元，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，但利润水平受各类纺织产品价格的下降影响较大，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 8：近年来丝丽雅集团主营产品经营情况

指标	2021	2022	2023
营业总收入（亿元）	305.13	352.19	385.51
其中：粘胶长丝（亿元）	16.56	15.70	16.45
绣花线（亿元）	31.29	23.34	7.00
粘胶短纤（亿元）	42.31	33.71	16.50
产量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	38,066.94	41,496.55	53,509.68
绣花线（吨）	9,650.85	10,429.87	18,395.62
粘胶短纤（吨）	224,953.20	164,375.75	128,162.01
销量（吨）			
其中：粘胶长丝（吨）	37,729.92	45,006.05	50,847.52
绣花线（吨）	12,086.65	10,429.87	18,150.12
粘胶短纤（吨）	233,321.46	175,271.38	126,272.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

纸业板块

跟踪期内，宜宾纸业经营业绩下行，下游竞争压力较大，同时易受环保政策及外部环境影响，但未来依托控股股东五粮液集团的资源优势及品牌影响力的持续扩大，仍有市场上升的空间和潜力。

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。截至 2024 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%。

跟踪期内，面对宏观经济形势低迷、市场需求疲软、行业新产能释放等诸多因素影响，国内造纸行业整体也面临挑战。宜宾纸业经营情况方面，2023 年，宜宾纸业纸品产销量总体平稳，销售区域主要为西部区，其次为中、东部区。但受下游市场需求减弱的影响，宜宾纸业主要产品市场价格下跌，纸产品毛利率较上年下降 5.41 个百分点至 5.08%，导致业绩出现亏损。

总的来看，跟踪期内，宜宾纸业经营业绩下行，下游竞争压力较大，同时易受环保政策及外部环境影响，但未来依托控股股东五粮液集团的资源优势及品牌影响力的持续扩大，仍有市场上升的空间和潜力。

表 9：近年来公司纸品经营情况

项目	2021	2022	2023
纸品产量（万吨）	31.43	32.70	31.98
纸品销量（万吨）	31.81	30.66	31.14
营业总收入（亿元）	21.17	23.02	16.71
归属于上市公司股东的净利润（亿元）	0.28	0.30	-0.78

资料来源：宜宾纸业 2021~2023 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，2023 年持续增加，带动母公司经营性业务利润随之增长。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 74.93 亿元，利润总额及经调整的净资产收益率也随之增加。

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，2023 年以来应收类账款账面余额持续增加，其占比在 11% 左右。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，2023 年母公司持续加大融资力度，债务规模持续上升，同时因短期借款的增加及长期借款转入一年内到期的非流动负债，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。

2023 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，得益于五粮液高额的分红，叠加拆借款支出的减少，当期投资活动净现金流由负转正。此外，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，由于 2023 年到期债务规模较大，当期筹资活动现金流转为净流出状态。偿债指标方面，2023 年末，因短期债务规模的扩大，母公司货币等价物对各期末短期债务的覆盖能力较弱，但投资组合市值能对总债务本息形成有力覆盖，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，整体偿债指标保持在较好水平。截至 2023 年末，母公司口径共获得银行授信额度 410.88 亿元，其中尚未使用额度为 215.15 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司未对下属子公司的资金进行归集，主要通过数字化资金管理系统实现线上资金的分类管理。

表 10：母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
营业收入	3.76	4.31	6.13
期间费用合计	1.41	1.66	2.55
经营性业务利润	2.31	2.52	3.43
投资收益	36.23	63.10	74.93
利润总额	38.54	65.60	78.34

经调整的净资产收益率(%)	12.64	19.45	20.02
货币资金	36.05	20.13	45.44
债权投资	105.18	110.21	111.86
长期股权投资	331.95	414.53	479.78
总资产	609.10	753.68	830.20
应收类款项占比(%)	9.90	11.82	11.71
投资组合账面价值	494.89	567.66	660.10
投资组合市值	3,465.68	2,972.31	2,521.26
上市公司占比(%)	87.26	82.20	76.22
实收资本	13.90	50.00	50.00
资本公积	277.65	293.03	342.48
所有者权益合计	304.28	358.49	415.65
短期借款	21.82	72.18	84.50
其他应付款	34.67	36.06	36.11
长期借款	20.16	13.47	13.87
应付债券	217.56	245.84	238.05
短期债务	48.16	115.21	141.09
长期债务	237.72	259.31	251.91
短期债务/总债务(%)	16.85	30.76	35.90
总债务	285.88	374.52	393.00
资产负债率(%)	50.04	52.43	49.93
总资本化比率(%)	48.44	51.09	48.60
经营活动产生的现金流量净额	12.72	12.08	16.50
投资活动产生的现金流量净额	-41.93	-95.42	28.57
其中：收回投资收到的现金	1.00	0.00	0.57
取得投资收益收到的现金	35.76	62.32	75.68
投资支付的现金	29.25	82.58	66.91
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.99	0.99	1.01
筹资活动产生的现金流量净额	29.27	67.42	-19.75
货币等价物/短期债务(X)	0.75	0.17	0.32
现金流利息覆盖倍数(X)	4.85	6.58	6.48
总债务/投资组合市值(%)	8.25	12.60	15.59

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，同时白酒销售业务的良好经营带动公司营业收入及利润保持增势；公司资产质量较好，整体的资本实力持续提升，财务杠杆水平相对合理，但债务结构有待进一步优化；公司母子公司融资渠道畅通，相关短期偿债指标表现较好。

2023 年，公司业务呈多元化发展态势，其中受益于白酒行业景气度持续提高，及白酒业务在行业内具备极强的竞争优势，公司白酒销售业务收入大幅增长，毛利率维持高位，带动公司营业收入及利润持续实现增长。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，使得销售费用保持在较大规模；同时随着经营规模的扩大，公司管理费用也随之增长；在上述因素的共同作用下，公司当期期间费用规模增至 202.75 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 11.31%，整体处于较低水平。总的来看，白酒销售业务是公司营业收入及利润增长的最重要助力，同时其他业务板块也呈稳健发展趋势，公司利润总额大幅增加。

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，2023 年末账面货币资金已增至 1,265.59 亿元。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、其他非流动资产等科目账面余额呈现增幅，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。

近年来公司下属各板块子公司发展较快，业务规模和业务类型不断增加，仅靠自有资金无法满足发展需要，跟踪期内，公司合并口径继续加大融资规模，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 2023 年末占比已趋至合并口径总债务的两成；从债务结构来看，公司合并口径及母公司口径短期债务占比偏大，债务结构有待进一步优化。2023 年，公司所有者权益合计持续增长，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，其中母公司口径和合并口径的资产负债率基本相当，但 2023 年末总资本化比率低于母公司口径约 7 个百分点。

2023 年，得益于各板块业务良好的经营发展，公司营收规模不断增加，经营活动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、支付项目投资款等影响，投资活动现金流仍呈大规模净流出状态。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，筹资活动净现金流虽有所下降，但仍保持在较大规模。预计公司投资规模短期内不会明显下降，筹资活动仍将保持较大规模的净流入状态。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，2023 年末合并口径货币等价物规模保持在千亿以上，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。此外，截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 2,270.73 亿元，其中尚未使用额度为 1,167.44 亿元，备用流动性充足。

表 11：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
利润总额	339.21	390.35	438.79
经调整的净资产收益率（%）	12.71	13.98	13.90
总资产	3,927.90	4,514.33	5,203.55
总债务	1,120.16	1,430.67	1,742.58
短期债务/总债务（%）	32.61	33.99	35.92
所有者权益合计	1,956.08	2,141.13	2,452.48
资产负债率（%）	50.20	52.57	52.87
总资本化比率（%）	36.41	40.05	41.54
经营活动产生的现金流量净额	254.93	213.53	434.74
投资活动产生的现金流量净额	-168.81	-339.75	-386.37
筹资活动产生的现金流量净额	87.69	191.44	186.41
货币等价物/短期债务(X)	3.21	2.07	1.99
现金流利息保障倍数（X）	6.41	4.24	3.63
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.45	9.48	4.53

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 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 384.38 亿元，占总资产的比重为 7.39%，受限资产主要包括货币资金 41.68 亿元、债权投资 48.13 亿元、长期股权投资 47.25 亿元、投资性房地产 56.88 亿元和其他非流动资产 65.18 亿元等；同期末，母公司无受限资产。

截至 2023 年末，公司合并口径对外担保余额为 170.6 亿元，占公司净资产的 6.96%，主要担保对象为宜宾市内的国有企业等。

表 12：截至 2023 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保对象	企业性质	担保余额
宜宾市翠屏区国有资产经营管理有限责任公司	国企	27.29
宜宾市高新投资集团有限公司	国企	20.50
宜宾市叙州区国有资产经营有限公司	国企	6.40
四川宜宾港（集团）有限公司	国企	4.11
川南城际铁路有限责任公司	国企	15.00
宜宾罗龙工业集中区投资开发有限责任公司	国企	5.84
宜宾戎州金成建设投资开发集团有限公司	国企	5.00
长宁县发展控股有限公司	国企	5.00
屏山县兴胜投资建设有限公司	国企	10.00
其他	--	71.46
合计	--	170.6

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 12 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

- 2024 年，母公司保持投资力度，同时主要子公司经营向好，仍贡献可观的投资收益。
- 2024 年，母公司投资组合仍以参控股的子公司为主，且上市公司占比高。
- 2024 年，母公司通过直接融资、间接融资及财政注资满足投资运营出资及偿债需求。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率(%)	19.45	20.02	15.28
总债务/投资组合市值(%)	12.60	15.59	17.77

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

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。

调整项

流动性评估

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；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。综上所述，母公司资金平衡状况良好，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。

公司合并口径的资金流出主要是项目建设以及对外权益类投资，亦主要通过政府支持叠加外部融资补足资金缺口。公司合并口径资金储备充足，且备用流动性强，财务弹性良好。

ESG 分析²

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

宜宾市的支持能力和对公司的支持意愿很强，持续在划入优质资源和业务培育等方面对公司提供支持，为公司发展提供了良好的基础。

公司实际控制人为宜宾市国资委。宜宾市为四川省地级市，地处四川、云南、贵州三省结合部，享有独特的地理位置，区位优势得天独厚，且产业基础雄厚，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

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

（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，2023 年完成地区生产总值（GDP）为 3,806.64 亿元，在全省排名第 3，较上年增长 7.5%；同年全市全社会固定资产投资比上年增长 3.5%。稳定的经济增长为宜宾市财政实力提供了有力的支撑，2023 年，其一般公共预算收入突破 300 亿元，目前稳居四川省第 2，仅次于成都市，同时财政自给能力持续提升，但税收收入占比有所下降；受房地产市场整体低迷的影响，2023 年宜宾市政府性基金收入有所下降，但仍保持在 200 亿左右的规模。再融资环境方面，在持续建设三江新区等功能区及招商引资的过程中，宜宾市较大的融资需求持续推动政府债务增加，目前宜宾市存量政府债务规模居四川省前列，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差也处于全国较低水平，同时 2023 年来宜宾市净融资额仍呈现净流入趋势，区域整体再融资环境较好。

表 14：近年来宜宾市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	3,148.08	3,427.84	3,806.64
GDP 增速（%）	8.9	4.5	7.5
固定资产投资增速（%）	12.2	10.2	3.5
一般公共预算收入（亿元）	251.17	275.8	313.90
政府性基金收入（亿元）	239.48	214.73	199.39
税收收入占比（%）	61.24	58.92	58.81
公共财政平衡率（%）	44.54	45.19	47.30

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

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，以实现宜宾市政府战略布局为主要任务，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。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。

跟踪债券信用分析

“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 2023 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 2023 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 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

“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 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

“20 宜宾国资 06/20 宜国 06”募集资金 14.00 亿元，1.00 亿元用于项目建设，5.00 亿元用于宜宾市国有资产投资合伙企业（有限合伙）的出资，8.00 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

“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 2023 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 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

“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 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

“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 2023 年末募集资金已全部使用完毕。

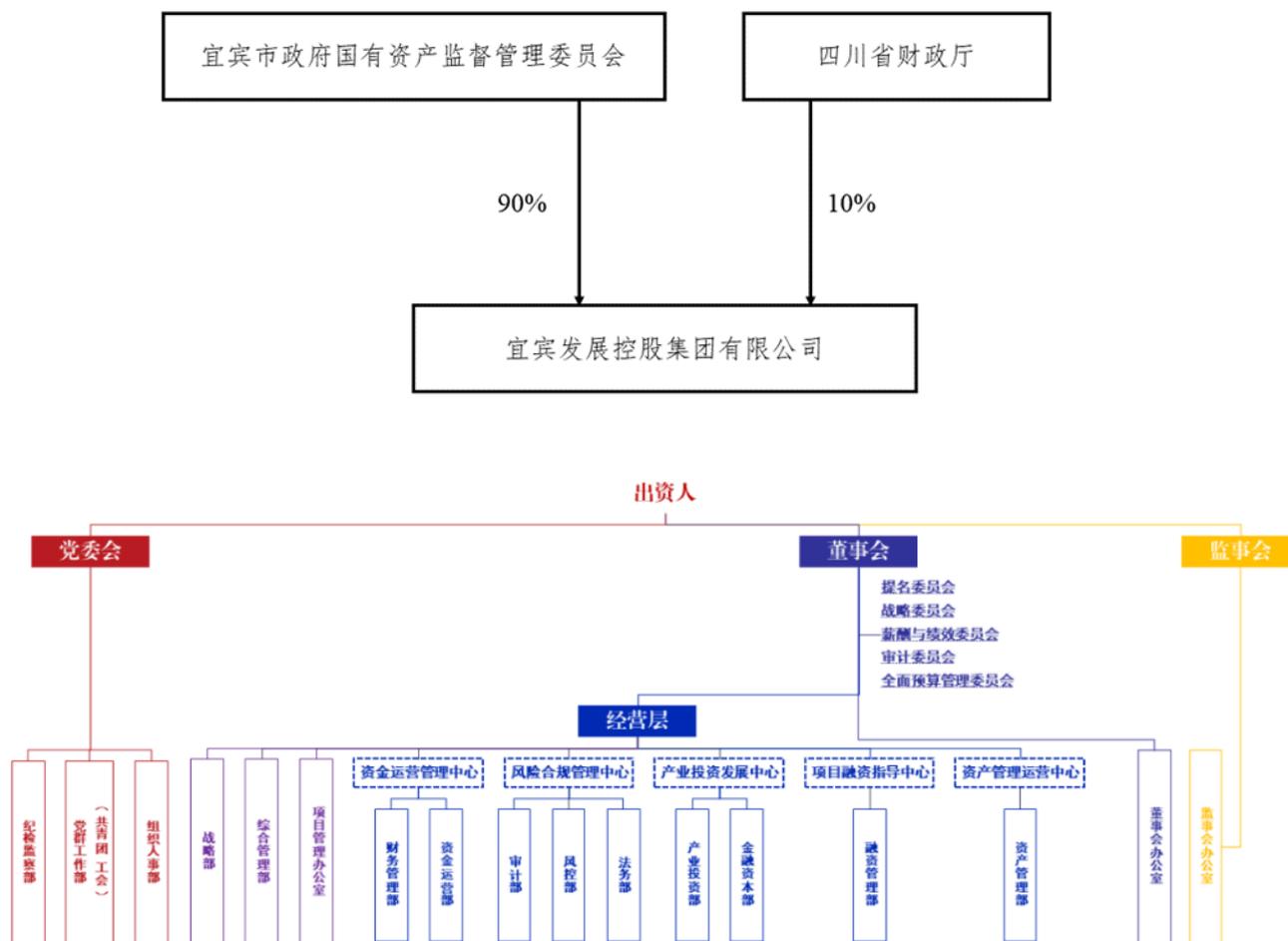
“22 宜宾发展 02/22 宜宾 02”募集资金 23.00 亿元，22.50 亿元用于项目建设，0.50 亿元用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年末，募集资金已使用 22.11 亿元，尚余 0.89 亿元。

公司存续债券未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，持有优质经营资源，资产流动性及盈利能力强，仍保持很强的区域竞争力，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。公司部分存续债券将于 2025 年可能涉及到行权事项，目前债券到期偿付的压力较小。

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 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 2023 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）	2021	2022	2023
货币资金	9,677,278.84	10,334,543.27	12,655,879.84
应收账款	631,485.44	998,354.89	1,836,924.81
其他应收款	1,524,022.21	1,569,127.13	1,785,861.29
存货	4,189,501.71	4,819,521.29	5,856,315.15
长期投资	4,600,436.24	6,164,973.96	7,259,009.46
固定资产	4,325,673.93	4,432,079.30	3,956,073.05
在建工程	3,948,555.84	3,775,881.97	4,289,034.65
无形资产	879,995.04	1,501,091.47	1,778,219.31
资产总计	39,279,012.71	45,143,346.59	52,035,497.36
其他应付款	1,262,081.49	1,485,664.26	1,613,067.99
短期债务	3,652,795.65	4,862,362.43	6,259,333.54
长期债务	7,548,808.48	9,444,320.26	11,166,444.44
总债务	11,201,604.13	14,306,682.69	17,425,777.98
净债务	2,188,472.77	4,513,431.21	5,186,716.29
负债合计	19,718,247.33	23,732,093.01	27,510,660.40
所有者权益合计	19,560,765.38	21,411,253.59	24,524,836.96
利息支出	397,409.99	504,153.02	1,197,160.02
营业总收入	14,358,067.37	15,505,602.15	17,929,190.98
经营性业务利润	3,443,993.91	3,740,037.09	4,318,971.26
投资收益	63,766.19	183,528.10	72,627.25
净利润	2,486,798.15	2,863,371.64	3,192,988.53
EBIT	3,755,071.74	4,353,563.75	4,998,470.81
EBITDA	4,151,539.12	4,781,144.93	5,417,474.47
经营活动产生的现金流量净额	2,549,325.23	2,135,267.31	4,347,362.19
投资活动产生的现金流量净额	-1,688,065.74	-3,397,523.03	-3,863,740.88
筹资活动产生的现金流量净额	876,895.80	1,914,393.92	1,864,108.65
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	39.34	41.33	42.35
期间费用率（%）	9.81	10.76	11.31
EBIT 利润率（%）	26.15	28.08	27.88
总资产收益率（%）	9.56	10.31	10.29
流动比率（X）	2.01	1.90	1.84
速动比率（X）	1.62	1.52	1.44
存货周转率（X）	2.08	2.02	1.94
应收账款周转率（X）	22.74	19.03	12.65
资产负债率（%）	50.20	52.57	52.87
总资本化比率（%）	36.41	40.05	41.54
短期债务/总债务（%）	32.61	33.99	35.92
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.19	0.11	0.18
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.59	0.34	0.50
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	6.41	4.24	3.63
总债务/EBITDA（X）	2.70	2.99	3.22
EBITDA/短期债务（X）	1.14	0.98	0.87
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.45	9.48	4.53
EBIT 利息保障倍数（X）	9.45	8.64	4.18
FFO/总债务（X）	0.26	0.21	0.17

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 2021~2022 年审计报告和天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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）	2021	2022	2023
货币资金	360,491.42	201,273.46	454,399.35
其他应收款	602,817.35	890,574.63	972,269.99
债权投资	1,051,750.00	1,102,080.00	1,118,550.00
可供出售金融资产	215,328.59	0.00	0.00
长期股权投资	3,319,536.63	4,145,319.78	4,797,825.14
其他权益工具投资	0.00	227,928.59	230,178.59
固定资产	17,084.42	16,301.48	15,290.71
资产总计	6,091,037.16	7,536,785.64	8,302,048.25
投资组合账面价值	4,948,906.64	5,676,601.82	6,600,953.08
投资组合市值	34,656,849.16	29,723,144.35	25,212,595.60
其他应付款	346,670.49	360,610.38	361,078.74
短期债务	481,648.99	1,152,104.38	1,410,861.12
长期债务	2,377,189.29	2,593,115.61	2,519,111.37
总债务	2,858,838.27	3,745,219.99	3,929,972.49
净债务	2,498,346.85	3,543,946.54	3,475,573.14
负债合计	3,048,239.86	3,951,844.62	4,145,523.16
所有者权益合计	3,042,797.29	3,584,941.02	4,156,525.08
利息支出	99,871.44	112,985.80	142,193.60
营业总收入	37,554.95	43,111.26	61,278.00
经营性业务利润	23,101.67	25,214.65	34,282.25
投资收益	362,303.78	631,004.46	749,340.17
净利润	384,689.07	644,428.88	774,883.75
EBIT	485,276.15	769,204.90	925,816.02
经营活动产生的现金流量净额	127,196.62	120,814.26	164,986.65
投资活动产生的现金流量净额	-419,251.45	-954,219.42	285,674.50
筹资活动产生的现金流量净额	292,723.21	674,187.19	-197,535.26
财务指标	2021	2022	2023
总资产收益率(%)	7.97	11.29	11.69
经调整的净资产收益率(%)	12.64	19.45	20.02
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.99	0.99	1.01
应收类款项占比(%)	9.90	11.82	11.71
资产负债率(%)	50.04	52.43	49.93
总资本化比率(%)	48.44	51.09	48.60
短期债务/总债务(%)	16.85	30.76	35.90
总债务/投资组合市值(%)	8.25	12.60	15.59
现金流利息覆盖倍数(X)	4.85	6.58	6.48
货币等价物/短期债务(X)	0.75	0.17	0.32
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	4.86	6.81	6.51

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 2021~2022 年审计报告和天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、公司未提供母公司口径 2021~2023 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
	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
现金流	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，影响报表使用人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）66428877

传真：+86（10）66426100

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) 66428877

Fax: +86 (10) 66426100

Web: www.ccxi.com.cn