宜宾天原集团股份有限公司
2025 年跟踪评级报告

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

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2025〕5320 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宜宾天原集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“25 天原 K1”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：

二〇二五年六月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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 年跟踪评级报告

项　目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
宜宾天原集团股份有限公司	AA⁺/稳定	AA⁺/稳定	2025/06/25
宜宾发展控股集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 天原 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	

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，跟踪期内，公司管理较为规范，区域竞争力仍强。经营方面，公司氯碱化工基础较好，且一体化经营具备一定协同效应，但受行业下行影响，2024 年该板块整体效益有所下降；同期，公司大力拓展产业链，重点发展新能源和新材料产业，已对公司收入形成有效补充，但当期新能源尚处于拓展期，该业务毛利亏损；受部分产品价差倒挂影响，公司主动缩减供应链业务规模和苯乙烯原料购销规模，导致公司收入同比下降。此外，公司布局煤炭、电石、磷矿等上游资源，用以提高公司综合竞争力，但受开采条件和产品价格波动影响，当前成本控制作用有限。2025 年一季度，受益于综合成本降幅明显以及部分产品价格回升，公司经营业绩有所向好。财务方面，公司整体资产结构变化不大，货币资金较为充裕；但由于业务规模扩张以及投资需求增加，公司债务规模增长快，且由于化工行业景气度趋弱，公司经营亏损导致权益规模有所下降，公司整体债务负担有所加重。同期，公司收入实现质量良好，但由于收入和利润同比下降，经营获现水平有所趋弱。需关注公司经营业绩波动对其偿债能力的不利影响。公司股东宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“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，公司为其重要的化工业务平台，综合考虑股东支持情况，公司整体偿债能力很强。

公司经营现金和 EBITDA 对“25 天原 K1”本金保障能力尚可。此外，股东宜宾发展为“25 天原 K1”提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保，可有效提升其偿债安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

在股东支持下，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。公司信用状况有望保持稳定。

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严重亏损；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。
- **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，2024 年公司经营亏损。**受市场供需波动影响，2024 年，公司主要氯碱产品价格下降，且新增新能源业务仍处于产能爬坡和市场拓展期，当期毛利亏损；此外，由于资产减值损失增加以及投资收益减少，公司 2024 年利润总额亏损 5.00 亿元。
- **债务负担有所加重且短期债务占比偏高。**跟踪期内，公司债务规模快速增长，且由于经营亏损导致权益规模下降，公司债务负担有所加重。截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.21%和 57.52%；全部债务 103.37 亿元，其中 1 年内到期债务占 68.32%。

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	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	6
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				**a^+**
个体调整因素：--				--
个体信用等级				**a^+**
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				**AA^+**

个体信用状况变动说明：由于公司 2024 年经营亏损，经营获现下降，公司指示评级结果和个体信用等级均由上次评级的 aa^-调整为 a^+。

外部支持变动说明：公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信新披露评级技术文件。

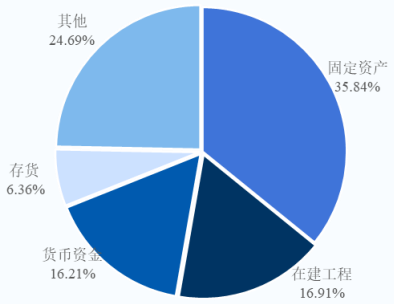
主要财务数据

合并口径			
项　目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	34.04	38.65	35.44
资产总额（亿元）	154.34	182.89	196.42
所有者权益（亿元）	62.55	81.90	76.26
短期债务（亿元）	52.09	46.82	63.33
长期债务（亿元）	20.79	34.33	31.25
全部债务（亿元）	72.88	81.15	94.57
营业总收入（亿元）	203.39	183.67	133.67
利润总额（亿元）	6.51	0.19	-5.00
EBITDA（亿元）	13.63	6.71	2.21
经营性净现金流（亿元）	9.55	3.63	2.30
营业利润率（%）	6.78	2.82	2.01
净资产收益率（%）	8.26	0.13	-6.71
资产负债率（%）	59.47	55.22	61.18
全部债务资本化比率（%）	53.81	49.77	55.36
流动比率（%）	70.26	90.50	72.56
经营现金流动负债比（%）	13.80	5.59	2.65
现金短期债务比（倍）	0.65	0.83	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	5.98	2.91	0.93
全部债务/EBITDA（倍）	5.35	12.10	42.72
公司本部口径			
项　目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	127.49	152.27	168.04
所有者权益（亿元）	45.74	65.21	64.72
全部债务（亿元）	18.66	23.16	30.44
营业总收入（亿元）	105.11	86.87	83.02
利润总额（亿元）	0.30	0.35	0.54
资产负债率（%）	64.13	57.17	61.49
全部债务资本化比率（%）	28.97	26.21	31.99
流动比率（%）	73.24	75.95	76.69
经营现金流动负债比（%）	2.93	0.98	-2.09

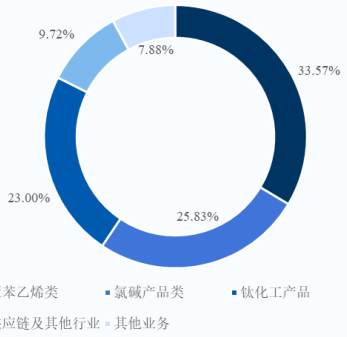
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 已将长期应付款中有息债务调整至债务测算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

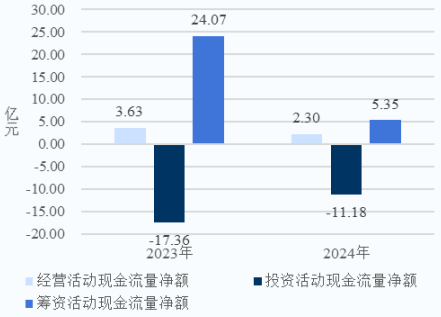
2024 年底公司资产构成



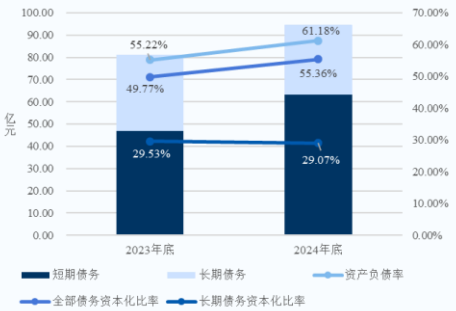
2024 年公司收入构成



2023－2024 年公司现金流情况



2023－2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
25 天原 K1	5.00 亿元	5.00 亿元	2033/04/07	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

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 天原 K1	AAA/稳定	AA^{+}/稳定	2025/03/03	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天原股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本增至 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 18.20%股权，间接持有公司 6.60%股权，为公司第一大股东；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。

跟踪期内，公司组织结构无变化，截至 2025 年 3 月底，公司下属控股子公司 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 2024 年底，公司合并资产总额 196.42 亿元，所有者权益 76.26 亿元（含少数股东权益 1.53 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 133.67 亿元，利润总额-5.00 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 202.01 亿元，所有者权益 76.35 亿元（含少数股东权益 1.47 亿元）；2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入 31.41 亿元，利润总额 0.18 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告日出具，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“25 天原 K1”募集资金 5 亿元，已全部用于偿还有息债务，目前尚未到第一个付息日。

图表 1 • 截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
25 天原 K1	5.00	5.00	2025/04/07	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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》

五、行业分析

2024 年，中国盐化工主要产品（PVC、烧碱、纯碱）产能仍保持增长，在需求下降和产能扩张的双重挤压下，盐化工主要产品均呈现供大于求的状态，企业运营压力较大。2025 年，PVC 出口有望缓解部分内需不足问题，但整体仍呈现供大于求的局面；烧碱下游氧化铝行业处于投产周期，烧碱整体供应增量或将低于需求增量，基本面整体向好。纯碱行业新增产能较多，受房地产低迷等因素影响纯碱下游需求疲软，行业产能利用率或将下降，企业经营业绩预将承压。

完整版化工行业分析详见《2025 年化工行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化，因 2025 年一季度大股东以集中竞价交易方式增持公司股份，截至 2025 年 3 月底，宜宾发展对公司的持股比例由 2024 年底的 17.57%提升至 18.20%。

企业规模和竞争力方面，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－新能源电池材料产业及化工新材料”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。跟踪期内，公司主要产线产能无变化，截至 2025 年 3 月底，公司具备年产 50 万吨 PVC、48 万吨烧碱、3 万吨水合肼、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、磷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。

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 6 月 11 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（跟踪期内无新增）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。截至查询日，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。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理制度等方面均无重大变化。公司部分董事有所变更，但对公司经营未造成重大影响。

图表 2 • 跟踪期内公司董事变更情况

姓名	担任职务	类型	时间	个人简介
潘自强	独立董事	离任	2024 年 1 月 14 日	--
梁鹏	董事	离任	2024 年 2 月 8 日	--
张宗才	董事	离任	2024 年 11 月 23 日	--
周静	独立董事	被选举	2024 年 1 月 15 日	41 岁，金融学博士，西南财经大学国际商学院教授，博士生导师，国际商务研究所所长，注册会计师，四川省天府万人计划（天府金融菁英）入选者，四川省学术和技术带头人后备人选，倍施特科技（集团）股份有限公司独立董事
韩成珂	董事	被选举	2024 年 3 月 14 日	43 岁，研究生学历；曾任宜宾市财政局预算科科长、党组成员、副局长；宜宾市政府驻成都办事处党组副书记、副主任（主持工作）；市委政研室副主任（兼）；现任宜宾发展党委书记、董事长，公司董事
陈洪	副董事长	被选举	2025 年 1 月 16 日	53 岁，本科学历，高级工程师；曾任公司董事会秘书、常务副总裁；宜宾五粮液集团有限公司党委委员、副总经理；宜宾纸业股份有限公司董事长等职务；现任公司副董事长

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司持续压缩供应链和苯乙烯购销业务规模导致营业收入有所下降，其综合盈利能力受原料和产品价格波动较大。

2024 年，公司营业总收入降幅明显，主要系公司持续压缩低盈利性的供应链和苯乙烯购销业务规模所致。同期，钛白粉产能释放，产销量提升带动该板块收入同比增长。此外，2024 年 8 月，5 万吨磷酸铁锂正极材料开始量产，当期实现收入 5.43 亿元。但由于 2024 年主要产品价格下行，公司主业盈利性均有所下降，综合毛利率同比下降 0.71 个百分点，其中建材产品（含水泥、熟料和高分子材料产品）已毛利亏损。

2025 年一季度，受春节假期等影响，公司主要产品产销量偏低，当期营业总收入为 2024 年全年收入的 23.50%。虽部分产品价格仍延续下行趋势，但受益于原料端成本降幅更高以及烧碱产品价格回升，公司综合盈利能力阶段性向好。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
聚苯乙烯类	62.67	34.12	-0.36	44.88	33.57	-0.03	13.17	41.94	0.24
氯碱产品类	35.61	19.39	6.98	34.53	25.83	6.37	6.74	21.46	21.06
钛化工产品	9.13	4.97	14.03	12.99	9.72	12.77	3.21	10.19	15.99
供应链及其他行业	71.03	38.67	3.07	30.74	23.00	1.22	6.36	20.25	-1.12
建材行业	4.98	2.71	5.08	4.18	3.13	-7.96	1.17	3.73	0.08
电力行业	0.26	0.14	8.29	0.91	0.68	23.22	0.20	0.64	32.02
锂电产品类	--	--	--	5.43	4.06	-12.32	0.56	1.79	-5.03
合计	**183.67**	**100.00**	**3.27**	**133.67**	**100.00**	**2.56**	**31.41**	**100.00**	**6.14**

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

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，但产品价格受市场影响较大。

氯碱类业务为公司基础核心优势板块，其原燃料主要包括电石、工业盐、煤炭、兰炭等，跟踪期内采购模式无重大变化。其中，公司具备 35 万吨/年的电石生产能力，自给量约占总需求量的 50%~65%，但 2024 年以来因自产电石成本偏高，公司外采电石占比持续提升；30 万吨/年的昌能煤矿已于 2024 年 6 月进入试生产状态，但因必须开展煤层突出危险性鉴定，该矿井于 2024 年 11 月底停产，目前仍处于鉴定中，预计 2025 年三季度可转入正式生产。公司其他原燃料全部就近外购，原料供应商较为稳定，且各类原料的主要供应商集中度很高。跟踪期内，氯碱化工主要原料采购量和采购均价均有所下降，整体成本压力有所下降。

图表 4 • 公司氯碱类产品原燃料采购情况

原燃料		2023 年	2024 年	2025 年一季度	2024 年同比变化情况（%）
工业盐	采购量（万吨）	44.81	39.65	8.24	-11.52
	采购价（元/吨）	378.04	318.95	283.26	-15.63
煤炭	采购量（万吨）	50.00	42.96	7.34	-14.08
	采购价（元/吨）	757.19	598.67	614.45	-20.94
兰炭	采购量（万吨）	17.32	13.32	0.34	-23.09
	采购价（元/吨）	1544.28	1299.52	985.80	-15.85
电石	采购量（万吨）	27.88	37.40	11.73	34.15
	采购价（元/吨）	3106.09	2864.83	2628.03	-7.77

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。跟踪期内，公司主要氯碱产品生产和销售模式无重大变化，产能保持稳定。

其中，PVC 已成本倒挂，但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同比提升。同期，受市场供需影响，2024 年产品价格均有所下降。2025 年一季度受春节影响，PVC 和烧碱产销量均偏低，但市场行情好转，成本保持下行趋势，而烧碱价格大幅回升带动氯碱板块盈利提高。公司氯碱产品客户较为稳定，其中烧碱销售集中度较高，PVC 和水合肼销售集中度尚可。

图表 5 • 公司氯碱类产品产销情况

产品种类	项目	2023 年	2024 年	2025 年一季度	2024 年同比变化情况
PVC	产量（万吨）	40.48	39.65	8.65	-2.05%
	产能利用率	80.96%	79.30%	72.08%	-1.66 个百分点
	产销率	88.14%	98.46%	76.18%	10.32 个百分点
	销售均价（元/吨）	5285.43	4865.96	4451.29	-7.94%
烧碱	产量（万吨）	43.04	44.71	9.77	3.88%
	产能利用率	89.67%	93.15%	81.42%	3.48 个百分点
	产销率	81.60%	81.82%	77.69%	0.22 个百分点
	销售均价（元/吨）	3048.84	2846.6	3452.94	-6.63%
水合肼	产量（万吨）	3.00	2.96	0.68	-1.33%
	产能利用率	100.00%	98.67%	90.67%	-1.33 个百分点
	产销率	100.33%	100.00%	101.47%	-0.33 个百分点
	销售均价（元/吨）	14172.42	13539.54	14524.3	-4.47%

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；2025 年一季度产能利用率数据已做年化处理
资料来源：公司提供

新能源产业方面，截至 2025 年 3 月底，公司拥有 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 8 月量产；5 万吨二期项目预计 2025 年 6 月达到试运营条件；公司 10 万吨/年磷酸铁前驱体部分产线开始进入试生产阶段。因仍处于产能爬坡阶段，公司新能源产线产能利用率水平偏低。2024 年，公司所售正极材料全部供应宁德时代旗下宜春时代新能源科技有限公司；同期，公司磷酸铁规模未量产，尚未形成有效收益。2025 年一季度，受当期订单量减少影响，正极材料产销量规模均偏小。

图表 6 • 公司新能源产品经营情况

产品种类	项目	2024 年	2025 年一季度	产品种类	项目	2024 年	2025 年一季度
前驱体	产量（万吨）	--	0.25	正极材料	产量（万吨）	2.48	0.12
	采购量（万吨）	2.62	0.10		销量（万吨）	1.92	0.19
	采购价（元/吨）	9599.91	9279.88		产能利用率	49.60%	9.60%
碳酸锂	采购量（万吨）	0.90	0.05		产销率	77.42%	158.33%
	采购价（元/吨）	70804.31	57894.51		销售均价（元/吨）	28278.86	29729.16

注：产品价格均为不含税价格；2025 年一季度产能利用率数据已做年化处理
资料来源：公司提供

新材料产业方面，公司采用氯化法生产钛白粉，并为保障高纯度原料，布局高钛渣产线。跟踪期内，公司钛白粉相关产线产能无变化，自产高钛渣快速增长带动钛矿采购量大幅提升。同期，伴随钛白粉市场回暖以及公司产能逐步释放，公司钛白粉产销量快速提高，产品价格维持较高水平，业务整体盈利性较好。跟踪期内，钛白粉产销模式无重大变化，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。

图表 7 • 公司钛白粉业务运营情况

种类	项目	2023 年	2024 年	2025 年一季度	2024 年同比变化情况
高钛渣	采购量（万吨）	7.62	6.08	0.47	-20.21%
	采购均价（元/吨）	6695.69	6478.02	5717.64	-3.25%
	产量（万吨）	1.93	6.47	2.27	235.23%
钛矿	采购量（万吨）	4.47	13.32	3.16	197.99%
	采购均价（元/吨）	2579.70	2453.86	2300.77	-4.88%

钛白粉	销售量（万吨）	6.53	8.87	1.86	35.84%
	产能利用率	65.30%	88.70%	74.40%	23.40 个百分点
	产销率	89.74%	96.05%	114.52%	6.31 个百分点
	销售均价（元/吨）	15713.94	15431.15	14503.55	-1.80%

注：原料及产品价格均为不含税价格；2025 年一季度产能利用率已做年化处理
资料来源：公司提供

公司聚苯乙烯生产较为稳定，同时围绕主业协同开展供应链以及原料购销业务。跟踪期内，为聚焦主业，公司主动缩减盈利偏弱的供应链和原料购销业务体量。

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，主要贸易产品包括铝锭、PVC、烧碱、乙二醇等。跟踪期内，物产集团业务模式无重大变化，但为聚焦实业，公司持续压缩大宗物资贸易规模。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，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。

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。跟踪期内，公司聚苯乙烯产能无变化。受新增大客户订单以及产品价格回升带动板块盈利性提升影响，公司加大生产，带动当期产能利用率同比提高 22.60 个百分点至 110.70%；但由于集中生产及交付延迟等因素影响，聚苯乙烯产销率同比下降 8.75 个百分点至 90.42%。此外，在盈利走弱的情况下，公司主动缩减原料苯乙烯购销业务规模。

从经营效率指标看，2024 年，公司整体经营效率有所弱化，因供应链和苯乙烯购销业务规模缩减，公司营业收入和营业成本均同比下降，但受新能源业务规模扩大影响，公司应收款项和存货有所提升，导致销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别同比下降至 15.27 次、11.30 次和 0.70 次。

2 未来发展

公司整体战略规划较为可行，当前主要在建项目集中在煤矿和新能源项目，项目投资压力尚可。但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，项目投产后收益或不达预期。

公司在坚定“一体两翼”总体战略定位的基础上结合国家未来的战略性发展趋势，与宜宾市未来重点发展的产业相融合，在已经形成的产业基础上进行产业布局深化和结构优化。主要包括（1）围绕产业链上下游协同及资源优势，加快打造“氯-钛磷-铁-锂”一体化循环产业链，实现资源最大程度利用；（2）加快具有优势的钛化工扩产建设，包括氯化法钛白粉扩能和同步匹配原料项目，实现氯化法钛白粉产业规模效应发挥；（3）抓住宜宾作为制造业重要基地对基础化工原料有着巨大市场需求机遇，夯实氯碱产业的基础地位，适时启动氯碱产业链项目的建设；（4）加快磷矿扩建，尽快实现项目投产见效；加快在建锂电项目建设和产品导入工作，实现锂电产业的高质量运营。

图表 8 • 截至 2025 年 3 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	2025 年 4—12 月计划投资	2026 年计划投资
彝安煤矿项目	9.30	11.06	0.30	0.00
年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料前驱体项目	12.80	8.91	0.63	1.00
年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料生产项目	13.64	10.05	1.30	1.00
天程锂电年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目	19.29	1.39	2.58	3.00
小计	**55.03**	**31.41**	**4.81**	**5.00**

注：年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料前驱体项目部分产线开始进入试生产阶段，未正式投产转固；年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料生产一期项目（5 万吨）已投产，二期项目（5 万吨）预计 2025 年 6 月进入试生产；天程锂电年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目一期（5 万吨）预计 2025 年 6 月建设完成；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

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内减少 1 家子公司；2025 年一季度，公司合并范围内无变化；公司主营业务无重大变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司整体资产结构变化不大，货币资金较为充裕；但由于债务规模扩大以及经营亏损导致权益规模缩减，公司整体债务负担有所加重。同期，公司收入实现质量有所提升，但由于收入和利润同比下降，经营获现水平有所趋弱，2025 年一季度经营活动现金流已转为净流出状态。

跟踪期内，公司资产总额持续增长，资产结构变化不大。其中，货币资金较为充裕，包含了 6.30 亿元 2023 年定向增发尚未使用的专户募集资金；应收账款波动增长且增幅较大，主要系正极材料销售收入增加且存在三个月账期所致，账龄在一年以内的应收款占比提升（2024 年底占 80.90%），且应收欠款集中度大幅高，2024 年底前五名客户的应收款占应收账款余额的 76.27%；存货持续增长，主要系新能源板块材料价格较高以及产销率偏低，导致库存商品和原材料增长所致；固定资产和在建工程有所增长，主要系新能源项目追加投资及转固所致。

截至 2024 年底，公司受限资产账面价值合计 19.99 亿元（含 11.32 亿元货币资金、4.79 亿元固定资产），受限比例 10.18%。

图表 9 • 公司资产构成情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**58.81**	**32.16**	**62.98**	**32.07**	**66.10**	**32.72**
货币资金	34.49	58.65	31.84	50.55	32.67	49.43
应收账款	2.22	3.77	7.54	11.98	6.81	10.31
应收款项融资	4.15	7.06	3.60	5.72	5.64	8.53
存货	10.56	17.96	12.48	19.82	13.31	20.14
非流动资产	**124.08**	**67.84**	**133.44**	**67.93**	**135.91**	**67.28**
长期股权投资	11.09	8.94	11.01	8.25	11.02	8.11
固定资产	62.54	50.40	70.39	52.75	69.58	51.19
在建工程	30.78	24.81	33.22	24.89	35.71	26.27
无形资产	8.56	6.90	8.44	6.33	8.57	6.31
资产总额	**182.89**	**100.00**	**196.42**	**100.00**	**202.01**	**100.00**

注：流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司所有者权益结构变化不大，但规模波动下降，主要系 2024 年经营亏损导致未分配利润明显减少所致。

图表 10 • 公司所有者权益构成情况

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	13.02	15.89	13.02	17.07	13.02	17.05
资本公积	39.69	48.46	39.69	52.04	39.69	51.98
未分配利润	24.92	30.42	18.95	24.85	19.06	24.97
归属于母公司所有者权益合计	**80.36**	**98.12**	**74.73**	**98.00**	**74.88**	**98.07**
少数股东权益	1.54	1.88	1.53	2.00	1.47	1.93
所有者权益合计	**81.90**	**100.00**	**76.26**	**100.00**	**76.35**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司负债持续增长，主要系投资需求带动长期借款（部分即将到期转入一年内到期的非流动负债科目）增加以及新能源业务增量带动应付票据和应付账款增长所致。截至 2024 年底，公司短期借款仍主要由信用借款（占 30.85%）和已贴现未到期内部票据或福费廷贷款（占 45.96%）构成，长期借款仍主要由信用借款（占 76.25%）构成，但信用借款占比均有所下降。

图表 11 • 公司负债构成情况

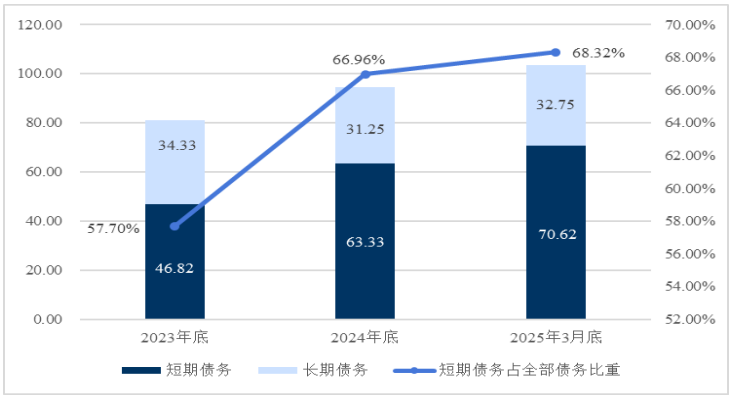
项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**64.98**	**64.35**	**86.80**	**72.24**	**90.83**	**72.28**

短期借款	22.96	35.34	22.77	26.23	24.50	26.98
应付票据	16.34	25.15	20.70	23.84	21.01	23.13
应付账款	13.41	20.63	17.60	20.28	15.03	16.55
一年内到期的非流动负债	7.51	11.56	19.86	22.88	25.10	27.64
非流动负债	**36.01**	**35.65**	**33.36**	**27.76**	**34.84**	**27.72**
长期借款	33.34	92.59	30.88	92.58	31.63	90.79
负债总额	**100.99**	**100.00**	**120.16**	**100.00**	**125.66**	**100.00**

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

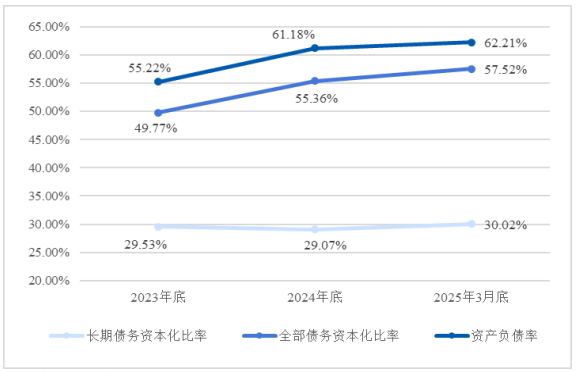
跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，其中受应付票据增加以及部分长期借款即将到期转入流动负债等因素影响，公司短期债务占比增幅较大，存在一定集中兑付压力。同时，由于 2024 年经营亏损导致公司权益规模下降，公司整体债务负担有所加重。

图表 12 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司持续压降供应链业务以及苯乙烯购销业务规模，导致当期营业收入和成本降幅明显。同期，公司期间费用控制较好，但非经常损益对公司利润有一定影响。其中，资产减值损失包含对存货跌价损失 0.32 亿元和增幅较大的固定资产减值损失 0.81 亿元；其他收益主要为政府补助和增加的先进制造企业增值税加计抵减；投资收益减少主要系权益法核算的长期股权投资收益亏损所致。受上述因素综合影响，公司当期利润亏损，盈利能力明显下滑。2025 年一季度，受主要原料成本下降以及烧碱产品价格大幅提高影响，公司盈利水平有所回升，已实现微盈。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年一季度
营业总收入	183.67	133.67	31.41
营业成本	177.67	130.24	29.48
费用总额	7.23	7.97	1.96
其中：管理费用	4.41	4.87	1.26
财务费用	1.03	1.30	0.36
资产减值损失	-0.41	-1.14	-0.02
其他收益	1.04	1.27	0.47
投资收益	1.21	0.52	0.01
利润总额	0.19	-5.00	0.18
营业利润率（%）	2.82	2.01	5.57
总资本收益率（%）	1.08	-1.86	--
净资产收益率（%）	0.13	-6.71	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年一季度
经营活动现金流入小计	161.75	126.74	36.21
经营活动现金流出小计	158.12	124.44	38.17
经营活动现金流量净额	**3.63**	**2.30**	**-1.96**
投资活动现金流入小计	0.69	1.48	1.03
投资活动现金流出小计	18.05	12.65	4.47
投资活动现金流量净额	**-17.36**	**-11.18**	**-3.44**
筹资活动前现金流量净额	**-13.73**	**-8.88**	**-5.40**
筹资活动现金流入小计	74.11	50.15	18.41
筹资活动现金流出小计	50.04	44.81	18.10
筹资活动现金流量净额	**24.07**	**5.35**	**0.31**
现金收入比（%）	86.74	92.84	110.07

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，公司经营获现能力尚可，收入实现质量有所提升，但由于当期收入和利润同比下降，经营活动现金净流入量规模同比有所缩减；同期，公司项目支出同比减少，并收回部分搬迁补偿款带动当期投资活动现金净流出规模同比缩减；公司筹资活动现金仍保持净流入状态，但受上期收到定增资金影响，当期筹资活动现金流入量同比缩减明显。2025 年一季度，受春节减产以及年终结算等周期性波动影响，公司经营活动现金转为净流出。

2 偿债债指标变化

跟踪期内，公司经营获现及盈利能力均有所下降，整体偿债指标表现弱化。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年一季度
短期偿债指标	流动比率（%）	90.50	72.56	72.77
	速动比率（%）	74.25	58.18	58.12
	经营现金流动负债比（%）	5.59	2.65	-2.16
	经营现金/短期债务（倍）	0.08	0.04	-0.03
	现金短期债务比（倍）	0.83	0.56	0.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	6.71	2.21	--
	全部债务/EBITDA（倍）	12.10	42.72	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.91	0.93	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.57	0.96	--

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

2024 年，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，公司长短期偿债能力指标表现整体趋弱。

对外担保方面，截至报告出具日，公司对外担保 5 亿元，为以子公司海丰和泰 61.59%股权质押予股东宜宾发展作为“25 天原 K1”的反担保，公司或有负债风险较小。

未决诉讼方面，截至 2024 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（以下简称“海洋投资”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，2025 年 3 月，福建省高院出具民事判决书驳回海洋投资诉讼请求，海洋投资已向最高人民法院提起上诉，尚无判决结果。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，目前处于二审阶段，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 2025 年 3 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 142.78 亿元，已使用额度 83.26 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。

3 公司本部主要变化情况

公司本部负责氯碱产品采销，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采销，2024 年，公司本部实现收入 83.02 亿元，同比变化不大；同期，公司本部投资收益 1.81 亿元，为利润总额的 3.35 倍。截至 2024 年底，公司本部资产总额 168.04 亿元，主要由应收票据及应收账款（占 9.11%）、其他应收款（占 25.33%）和长期股权投资（占 53.16%）构成；负债总额 103.32 亿元，主要由应付票据及应付账款（占 15.59%）、其他应付款（占 18.48%）和合同负债（占 38.71%）构成。公司本部所有者权益变化不大，债务负担较轻，但短期债务占比高，债务结构有待优化。截至 2024 年底，公司本部全部债务增长 31.43%至 30.44 亿元，其中短期债务占 78.08%，全部债务资本化比率为 31.99%。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。2024 年，公司本部 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.74 倍和 21.69 倍。

（五）ESG 方面

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。2024年，公司累计环保投入1.02亿元，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，海丰和泰成功创建国家级绿色工厂，并获得中国石油和化学工业联合会颁发的“2023年度能效领跑者标杆企业（钛白粉）”称号。2024年，公司重点排放单位碳排放量同比下降7.09%，较“十三五”末下降24.23%。

社会责任方面，公司依法纳税，解决就业 5464 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，2024 年研发投入 2.40 亿元，同期，公司安全生产投入 5161.37 万元，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，2024 年公益慈善捐赠约 149.48 万元。

公司定期披露社会责任报告，ESG 信息披露质量较好。

七、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 2024 年底，宜宾发展资产总额 5861.81 亿元（含货币资金 1405.75 亿元），所有者权益 2650.54 亿元（含少数股东权益 698.58 亿元）；2024 年，宜宾发展实现营业总收入 1815.08 亿元，利润总额 443.71 亿元，经营活动现金净流入量 366.97 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 日起六个月内，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。截至 2025 年 3 月底，宜宾发展对公司的持股比例已由 2024 年底的 17.57%提升至 18.20%。

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 2025 年 3 月底，公司已合计获得补偿金 28.66 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，公司已于 2024 年上半年收到搬迁补偿款 3000 万元，于 2025 年 1 月收到搬迁补偿款 1.01 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 2025 年 3 月底，公司已合计获得奖补 4776 万元。

八、担保方分析

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宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“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 年底，宜宾发展注册资本和实收资本均为 55.77 亿元，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。

（一）经营方面

1 经营概况

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，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。2022－2024 年，宜宾发展营业总收入稳步增长，综合毛利率小幅上升，毛利率水平较高。

图表 17 • 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	2022 年			2023 年			2024 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	706.13	45.54	79.18	785.52	43.81	81.38	864.23	47.61	81.51
贸易	78.97	5.09	4.21	71.03	3.96	3.07	--	--	--
纤维销售	80.10	5.17	5.00	66.21	3.69	14.31	72.07	3.97	12.47
化工产品销售	138.15	8.91	8.57	126.08	7.03	3.33	100.09	5.51	4.18
塑料制品	32.02	2.06	4.10	31.87	1.78	3.76	31.26	1.72	3.55
纸张销售	18.10	1.17	10.49	16.59	0.93	5.08	14.21	0.78	-0.63
浆粕等销售	138.49	8.93	0.58	101.93	5.68	1.14	87.11	4.80	2.15
工程业务、土整、代建	37.80	2.44	40.04	52.27	2.92	40.94	--	--	--
其他业务	320.79	20.69	13.53	541.43	30.20	14.70	646.12	35.60	15.49
合计	**1550.56**	**100.00**	**41.33**	**1792.92**	**100.00**	**42.35**	**1815.08**	**100.00**	**45.21**

注：2024 年，贸易业务和工程业务、土整、代建收入计入其他业务核算；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、贸易以及工程业务、土整、代建等业务
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告及提供资料整理

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，业务可持续性强，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。

宜宾发展承担宜宾市大部分基础设施投融资建设任务，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。宜宾发展基础设施建设业务可持续性强，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。

（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。2022－2024 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 22.22%、16.57%和 20.18%，供应商集中度有所波动。

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，2024 年新增核心终端 1.6 万家，直营渠道“三店一家”专卖店数量超过 1700 家，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，2022－2024 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 13.25%、13.59%和 15.67%，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。2024 年，五粮液股份销售费用及研发费用分别达到 106.92 亿元和 4.05 亿元，较 2023 年分别增长 37.15%和 25.85%。

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，产品销量持续增加，但产品产量有所波动，库存量波动上升。2024 年，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 831.27 亿元，其中五粮液产品收入 678.75 亿元、系列酒产品实现收入 152.51 亿元。

2022－2024 年，宜宾发展分别实现白酒销售收入 706.13 亿元、785.52 亿元和 864.23 亿元，毛利率分别为 79.18%、81.38%和 81.51%。

图表 18 • 五粮液股份酒类经营情况（单位：吨、亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售量	127161	159106	161984
生产量	129328	184100	146461
库存量	23328	48322	32799
酒类收入	675.63	764.47	831.27
其中：五粮液产品收入	553.35	628.05	678.75

资料来源：五粮液股份年度报告

（3）化工板块

宜宾发展化工业务主要由天原股份负责，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。

（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，宜宾发展纺织板块收入增长承压。

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。

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。2022－2024 年，宜宾发展纤维销售收入波动下降，毛利率波动提升。

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。2022－2024 年，宜宾发展浆粕等产品销售收入逐年下降，毛利率逐年提升，毛利率很低。

（5）纸业板块

宜宾纸业纸品销量波动下降，同时受下游市场需求减弱、主要产品市场价格下跌等因素影响，纸品销售收入和毛利率均持续下降。

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。2024 年，宜宾纸业的造纸成本中，直接材料和制造费用分别约占 80%和 14%。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，2024 年，宜宾纸业前五大客户占其销售总额的 21.46%，客户相对分散。

2022－2024 年，宜宾发展纸张销售收入逐年下降，2024 年业务出现亏损。宜宾纸业近年来纸品销量波动下降，同时由于下游市场需求减弱、主要产品市场价格下跌，纸品销售收入和毛利率均持续下降。

图表 19 • 宜宾纸业主要经营情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
纸品产量（万吨）	32.70	31.98	25.98
纸品销量（万吨）	30.66	31.14	28.12

资料来源：宜宾纸业年度报告

（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。

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。

3 未来发展

宜宾发展最初业务模式主要是接受宜宾市国资委划拨的股权、实物资产等国有资产，并依据授权对其进行管理，随着国有资产管理体制和思路的转变，宜宾发展逐步转变为主动投资管理，在消化原有存量国有资产的基础上，加大自主投资和重组并购力度，通过主动筛选投资、重组项目，提高国有资产的经济效益水平，更好地实现国有资产的保值增值。

未来，宜宾发展将以成为全国领先的国有资本投资运营集团为目标，瞄准产业转型升级，围绕“防风险、优布局、提速度、强能力”四大发展主题，推动经营管理向市场化转变，主体业务由融资担保向投融结合转变，对子公司管控由股权管理向资本管理转变，打造国企改革样板。

（二）财务方面

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对宜宾发展 2023 年和 2024 年财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。本报告中宜宾发展 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数。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，股权类资产规模较大，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，宜宾发展资产质量高。

图表 20 • 宜宾发展资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	**2384.69**	**52.81**	**2678.82**	**51.48**	**3103.39**	**52.94**
货币资金	1033.45	22.89	1265.59	24.32	1405.75	23.98
应收账款	99.84	2.21	183.69	3.53	248.00	4.23
应收款项融资	302.66	6.70	149.04	2.86	203.17	3.47
其他应收款（合计）	156.91	3.48	178.59	3.43	201.05	3.43
存货	481.95	10.67	585.63	11.25	677.88	11.56
非流动资产	**2130.77**	**47.19**	**2524.72**	**48.52**	**2758.42**	**47.06**
发放贷款及垫款	161.30	3.57	215.50	4.14	260.63	4.45
债权投资	162.60	3.60	169.27	3.25	80.27	1.37
其他权益工具投资	195.74	4.33	239.96	4.61	311.55	5.31
长期股权投资	205.55	4.55	254.28	4.89	232.00	3.96
投资性房地产	96.32	2.13	257.31	4.94	351.72	6.00
固定资产（合计）	443.21	9.82	395.61	7.60	455.22	7.77
在建工程（合计）	377.59	8.36	428.90	8.24	396.36	6.76
资产总额	**4515.46**	**100.00**	**5203.55**	**100.00**	**5861.81**	**100.00**

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2024 年底，宜宾发展货币资金主要由银行存款（占 89.89%）和存放同业款项（占 4.62%）构成，其中受限金额为 46.43 亿元，为保证金、质押的定期存单等。应收账款账龄较短，1 年以内的占 71.83%，坏账准备的期末余额为 13.79 亿元；宜宾发展应收账款前五名合计占应收账款余额的 29.35%，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 56.89%，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 3.61 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，2024 年底存货主要由在产品（160.52 亿元）、开发成本（220.99 亿元）、库存商品（156.00 亿元）构成，计提跌价准备 5.03 亿元。

2024 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）包括债券（29.55 亿元）、信托资金（38.70 亿元）、委托贷款（59.73 亿元）、产业服务投资（11.84 亿元）和其他投资（29.27 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、宜宾金航产业招商服务有限公司、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 139.29 亿元、41.91 亿元、26.11 亿元、24.33 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（48.32 亿元）、宜宾市商业银行股份有限公司（19.22 亿元）、宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）（14.51 亿元）、中铁（宜宾）宜威高速公路有限公司（12.72 亿元）和瑞庆发动机技术有限公司（10.59 亿元）。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 330.24 亿元和 48.30 亿元，累计计提折旧 26.76 亿元，未办妥产权证书的投资性房地产账面价值合计 211.42 亿元。宜宾发展固定资产原值 741.95 亿元，累计折旧 325.31 亿元，计提减值准备 4.11 亿元，账面价值 412.53 亿元，其中房屋及建筑物、机器设备分别占 59.21%和 26.03%。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 21 • 2024 年底宜宾发展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（%）	坏账准备（亿元）
北京理想汽车有限公司常州分公司	21.55	8.23	0.00
宜宾市南溪区财政局	17.42	6.66	0.14
宜宾三江新区财政金融局	17.17	6.56	0.16
宜宾三江新区财政局	11.80	4.51	0.01
远东电缆（宜宾）有限公司	8.87	3.39	0.00
合计	**76.80**	**29.35**	**0.32**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

图表 22 • 2024 年底宜宾发展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（亿元）
宜宾市翠屏区国有资产经营管理有限责任公司	47.71	1~5 年	23.85	往来款	0.02
宜宾市自然资源和规划局三江新区分局	28.83	5 年以内、5 年以上	14.41	项目款等	0.03
宜宾临港金源产业招商服务有限公司	13.75	1 年以内	6.87	往来款	0.00
宜宾三江新区财政局	12.39	5 年以内、5 年以上	6.20	项目款等	0.01
四川省宜宾市投资有限责任公司	11.12	1~3 年	5.56	往来款	0.00
合计	**113.80**	--	**56.89**	--	**0.06**

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 2024 年底，宜宾发展受限资产合计 445.23 亿元，受限比例为 7.60%，宜宾发展资产受限比例不高。

2 资本结构

（1）所有者权益

2022－2024 年底，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 23 • 宜宾发展所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	50.00	2.34	50.00	2.04	55.77	2.10
资本公积	704.76	32.92	836.14	34.09	934.73	35.27
未分配利润	717.18	33.50	824.72	33.63	929.21	35.06
归属于母公司所有者权益合计	**1492.41**	**69.70**	**1737.59**	**70.85**	**1951.95**	**73.64**
少数股东权益	648.73	30.30	714.90	29.15	698.58	26.36
所有者权益合计	**2141.15**	**100.00**	**2452.48**	**100.00**	**2650.54**	**100.00**

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

（2）负债

图表 24 • 宜宾发展主要负债情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	**1254.83**	**52.85**	**1455.07**	**52.89**	**1916.28**	**59.67**
短期借款	190.13	15.15	239.68	16.47	251.49	13.12

应付票据	159.67	12.72	127.68	8.77	171.67	8.96
应付账款	253.02	20.16	321.74	22.11	380.98	19.88
其他应付款（合计）	148.57	11.84	161.31	11.09	190.77	9.96
一年内到期的非流动负债	129.35	10.31	254.55	17.49	403.00	21.03
合同负债	201.68	16.07	162.66	11.18	254.06	13.26
非流动负债	**1119.47**	**47.15**	**1295.99**	**47.11**	**1294.99**	**40.33**
长期借款	489.12	43.69	645.99	49.85	722.72	55.81
应付债券	403.23	36.02	376.45	29.05	379.55	29.31
长期应付款（合计）	203.23	18.15	251.82	19.43	172.97	13.36
其中：长期应付款	150.25	6.33	190.20	6.91	142.09	4.42
负债总额	**2374.31**	**100.00**	**2751.07**	**100.00**	**3211.27**	**100.00**

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2022－2024 年底，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 2024 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（主要是预提费用及未付款、保证金、其他往来款和工程款等）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。

3 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快速增长，加之其他板块稳步运营，2022－2024 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，2022－2024 年，宜宾发展期间费用率分别为 10.76%、11.31%和 13.37%，逐年提升。

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。

2022－2024 年，宜宾发展总资本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良好。

图表 25 • 宜宾发展盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	1550.56	1792.92	1815.08
营业成本	909.69	1033.61	994.45
费用总额	166.84	202.75	242.70
其中：销售费用	80.82	91.50	121.85
管理费用	46.75	53.51	57.39
研发费用	8.07	10.12	11.61
财务费用	31.20	47.61	51.86
信用减值损失	-2.49	-2.93	-2.28
其他收益	16.13	10.87	10.38
投资收益	18.35	7.26	6.16
利润总额	390.35	438.79	443.71
营业利润率（%）	33.84	34.79	37.32
总资本收益率（%）	9.30	9.16	/
净资产收益率（%）	13.37	13.02	12.18

注：部分数据未获取，用“/”表示
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告和提供资料整理

4 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持续推进以及债务陆续到期，宜宾发展融资需求仍较大。

图表 26 • 宜宾发展现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	1589.68	1982.61	1997.92
经营活动现金流出小计	1376.15	1547.88	1630.95
经营活动现金流量净额	**213.53**	**434.74**	**366.97**
投资活动现金流入小计	119.42	146.69	215.77
投资活动现金流出小计	459.18	533.07	499.75
投资活动现金流量净额	**-339.75**	**-386.37**	**-283.98**
筹资活动前现金流量净额	**-126.23**	**48.36**	**82.99**
筹资活动现金流入小计	808.10	945.27	1118.51
筹资活动现金流出小计	616.66	758.85	1065.61
筹资活动现金流量净额	**191.44**	**186.41**	**52.90**
现金收入比（%）	92.49	98.80	96.89

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，2022－2024 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。

5 偿债指标

宜宾发展偿债能力很强，下属上市公司具备直接融资渠道，或有负债风险相对可控。

图表 27 • 宜宾发展偿债指标

项目	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	190.04	184.10	161.95
速动比率(%)	151.63	143.85	126.57
现金短期债务比（倍）	2.80	2.30	/
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	478.99	545.47	571.57
全部债务/EBITDA（倍）	2.99	3.19	/
EBITDA 利息倍数（倍）	9.50	4.56	/

注：“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告、提供资料和公开资料整理

2022 年－2024 年底，宜宾发展流动比率、速动比率均维持较高水平，宜宾发展短期偿债能力很强。2022－2024 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 2024 年底，宜宾发展对外担保金额 233.14 亿元，相当于净资产的 8.80%，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 2024 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 28 • 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
宜宾天原锂电新材有限公司	志存锂业集团有限公司等	合同纠纷	7586.39

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

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。

（三）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。2022－2024 年，宜宾市经济稳步发展，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。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。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%。2021－2024 年，宜宾发展分别收到政府补助 26.22 亿元、16.13 亿元、10.87 亿元和 10.38 亿元。同时，宜宾发展持续获得宜宾市政府资产和资金注入，带动实收资本和资本公积增加，2024 年，宜宾市国资委向宜宾发展增资 180.55 亿元，四川省财政厅向宜宾发展增资 20.06 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。

（四）结论

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个体信用等级为 aaa，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

九、债券偿还能力分析

公司对本报告跟踪债券本金保障能力尚可，担保方宜宾发展对本报告跟踪债券本金保障能力极强。

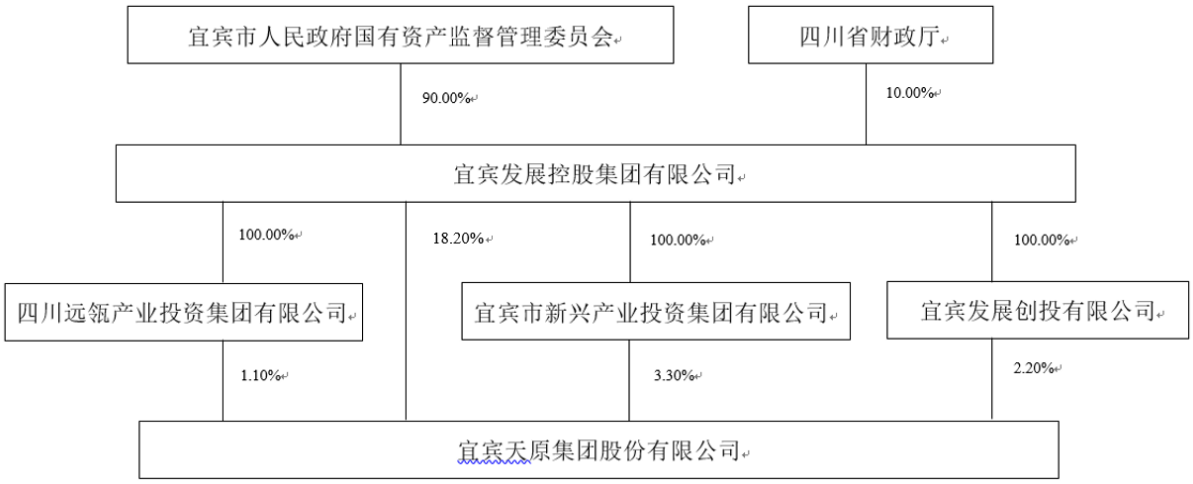
本报告跟踪债券“25 天原 K1”余额 5.00 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为本报告跟踪债券余额的 25.34 倍、0.46 倍和 0.44 倍，公司经营现金和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障能力尚可。

“25 天原 K1”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。2024 年，宜宾发展现金类资产、经营现金和 EBITDA 分别为本报告跟踪债券余额的 325.43 倍、73.39 倍和 114.31 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、跟踪评级结论

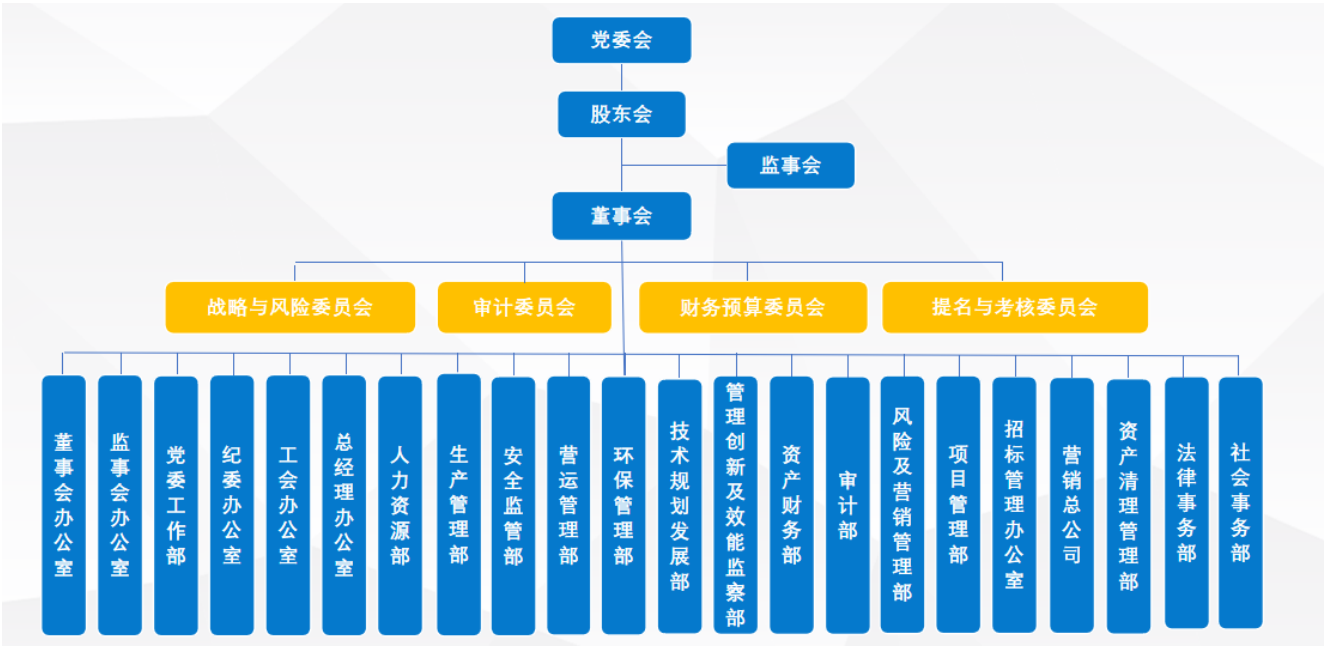
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“25 天原 K1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2025 年 3 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 2025 年 3 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 2025 年 3 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；宜宾和锐科技有限公司目前正在办理注销事宜
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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	38.65	35.44	38.32
应收账款（亿元）	2.22	7.54	6.81
其他应收款（亿元）	3.90	3.35	2.90
存货（亿元）	10.56	12.48	13.31
长期股权投资（亿元）	11.09	11.01	11.02
固定资产（亿元）	62.54	70.39	69.58
在建工程（亿元）	30.78	33.22	35.89
资产总额（亿元）	182.89	196.42	202.01
实收资本（亿元）	13.02	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	1.54	1.53	1.47
所有者权益（亿元）	81.90	76.26	76.35
短期债务（亿元）	46.82	63.33	70.62
长期债务（亿元）	34.33	31.25	32.75
全部债务（亿元）	81.15	94.57	103.37
营业总收入（亿元）	183.67	133.67	31.41
营业成本（亿元）	177.67	130.24	29.48
其他收益（亿元）	1.04	1.27	0.47
利润总额（亿元）	0.19	-5.00	0.18
EBITDA（亿元）	6.71	2.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	159.31	124.10	34.57
经营活动现金流入小计（亿元）	161.75	126.74	36.21
经营活动现金流量净额（亿元）	3.63	2.30	-1.96
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.36	-11.18	-3.44
筹资活动现金流量净额（亿元）	24.07	5.35	0.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	23.30	15.27	--
存货周转次数（次）	18.66	11.30	--
总资产周转次数（次）	1.09	0.70	--
现金收入比（%）	86.74	92.84	110.07
营业利润率（%）	2.82	2.01	5.57
总资本收益率（%）	1.08	-1.86	--
净资产收益率（%）	0.13	-6.71	--
长期债务资本化比率（%）	29.53	29.07	30.02
全部债务资本化比率（%）	49.77	55.36	57.52
资产负债率（%）	55.22	61.18	62.21
流动比率（%）	90.50	72.56	72.77
速动比率（%）	74.25	58.18	58.12
经营现金流动负债比（%）	5.59	2.65	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.56	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.91	0.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.10	42.72	--

注：1. 2025 年一季度财务数据未经审计，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；2. 已将长期应付款中有息债务调整至债务测算
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	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	15.09	13.50
应收账款（亿元）	7.03	15.31
其他应收款（亿元）	36.10	42.56
存货（亿元）	0.19	0.13
长期股权投资（亿元）	86.17	89.32
固定资产（合计）（亿元）	0.13	0.11
在建工程（合计）（亿元）	0.07	0.07
资产总额（亿元）	152.27	168.04
实收资本（亿元）	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	65.21	64.72
短期债务（亿元）	16.98	23.77
长期债务（亿元）	6.18	6.67
全部债务（亿元）	23.16	30.44
营业总收入（亿元）	86.87	83.02
营业成本（亿元）	87.70	83.05
其他收益（亿元）	0.12	0.06
利润总额（亿元）	0.35	0.54
EBITDA（亿元）	1.12	1.40
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	126.17	126.78
经营活动现金流入小计（亿元）	126.93	127.46
经营活动现金流量净额（亿元）	0.79	-2.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.45	-3.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.28	4.82
财务指标		
销售债权周转次数（次）	8.83	6.05
存货周转次数（次）	126.36	531.95
总资产周转次数（次）	0.62	0.52
现金收入比（%）	145.23	152.71
营业利润率（%）	-0.98	-0.06
总资本收益率（%）	1.17	1.42
净资产收益率（%）	0.54	0.84
长期债务资本化比率（%）	8.66	9.35
全部债务资本化比率（%）	26.21	31.99
资产负债率（%）	57.17	61.49
流动比率（%）	75.95	76.69
速动比率（%）	75.72	76.56
经营现金流动负债比（%）	0.98	-2.09
现金短期债务比（倍）	0.89	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	1.65	1.74
全部债务/EBITDA（倍）	20.76	21.69

注：1. 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；2. 已将长期应付款中有息债务调整至债务测算
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	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1363.37	1437.40	1627.17
应收账款（亿元）	99.84	183.69	248.00
其他应收款（亿元）	156.91	178.59	201.05
存货（亿元）	481.95	585.63	677.88
长期股权投资（亿元）	205.55	254.28	232.00
固定资产（亿元）	443.21	395.61	455.22
在建工程（亿元）	377.59	428.90	396.36
资产总额（亿元）	4515.46	5203.55	5861.81
实收资本（亿元）	50.00	50.00	55.77
少数股东权益（亿元）	648.73	714.90	698.58
所有者权益（亿元）	2141.15	2452.48	2650.54
短期债务（亿元）	486.24	625.93	/
长期债务（亿元）	944.43	1116.64	/
全部债务（亿元）	1430.67	1742.58	/
营业总收入（亿元）	1550.56	1792.92	1815.08
营业成本（亿元）	909.69	1033.61	994.45
其他收益（亿元）	16.13	10.87	10.38
利润总额（亿元）	390.35	438.79	443.71
EBITDA（亿元）	478.99	545.47	571.57
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1434.12	1771.43	1758.69
经营活动现金流入小计（亿元）	1589.68	1982.61	1997.92
经营活动现金流量净额（亿元）	213.53	434.74	366.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-339.75	-386.37	-283.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	191.44	186.41	52.90
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.97	4.62	4.41
存货周转次数（次）	2.02	1.94	1.57
总资产周转次数（次）	0.37	0.37	0.33
现金收入比（%）	92.49	98.80	96.89
营业利润率（%）	33.84	34.79	37.32
总资本收益率（%）	9.30	9.16	/
净资产收益率（%）	13.37	13.02	12.18
长期债务资本化比率（%）	30.61	31.29	/
全部债务资本化比率（%）	40.05	41.54	/
资产负债率（%）	52.58	52.87	54.78
流动比率（%）	190.04	184.10	161.95
速动比率（%）	151.63	143.85	126.57
经营现金流动负债比（%）	17.02	29.88	19.15
现金短期债务比（倍）	2.80	2.30	/
EBITDA 利息倍数（倍）	9.50	4.56	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.99	3.19	/

注：1. 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；2. 本报告中宜宾发展 2022 年和 2023 年末数据已用 2023 年和 2024 年期初数据做追溯调整；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债务测算；4. “/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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。

件 4-4　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