

宜宾天原集团股份有限公司

2026 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

信用评级公告

联合〔2026〕3380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_{sti}，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：

二〇二六年六月二十四日

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。

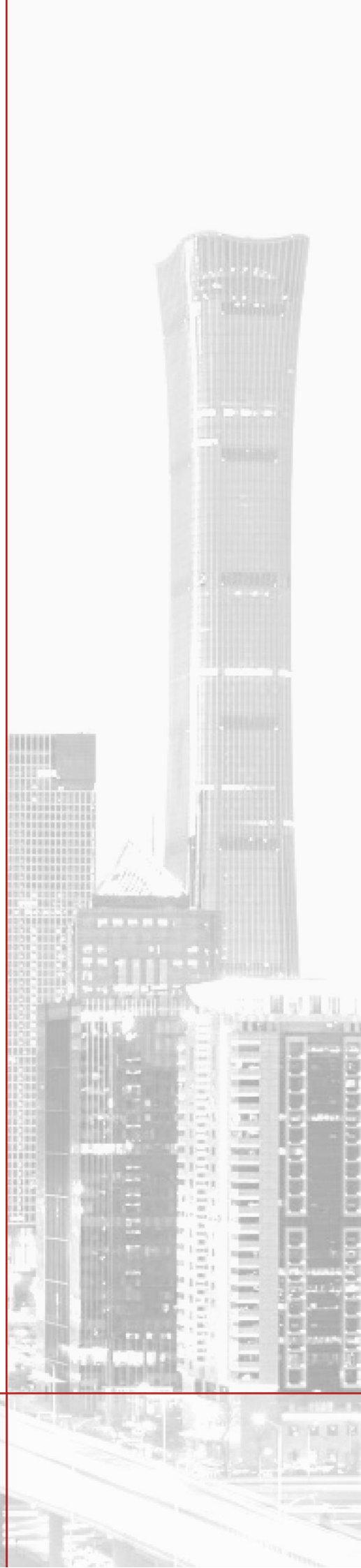
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/06/24
25 天原 K1	AAA _{stb} /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，管理较为规范，区域竞争力仍强。经营方面，公司仍保持多元化业务发展，且上下游一体化循环产业模式具备一定协同效应。跟踪期内，公司主动压缩低效业务，收入规模有所下降；同时新能源板块产能逐步释放，盈利贡献稳步提升。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，公司盈利易受行业景气度波动影响。综合来看，公司区域优势明显，新能源业务发展态势良好，整体经营风险较低。财务方面，跟踪期内，随着投资增加以及新能源业务规模扩大，公司资产总额小幅增长，且应收账款和存货对资金形成一定占用；同时，公司债务规模波动增长，债务负担有所加重。2025 年，受益于主业盈利水平提升以及资产处置收益贡献，公司利润总额实现扭亏为盈；受新能源业务应收款规模较大影响，公司经营活动现金流净额表现不佳，导致短期偿债指标表现趋弱，但受益于利润改善，长期偿债指标有所增强，整体财务风险较低。公司股东宜宾发展控股集团有限公司（以下简称“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，公司为其重要的化工业务平台，能够获得强有力的资金与信用支持。综合公司经营风险、财务风险和股东支持情况，公司整体偿还债务的能力很强。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“25 天原 K1”本金保障能力较强。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，宜宾发展主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹，评级展望为稳定，其担保可有效提升债券偿付的安全性。

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—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。
- **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。

¹ 本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

- **公司新能源板块产能逐步释放，盈利贡献稳步提升。**跟踪期内，公司新能源板块产能逐步释放，磷酸铁锂正极材料产销量大幅增长，带动锂电产品收入和毛利率均保持增长。2025 年，公司锂电产品收入同比增长 100.92%至 10.91 亿元，毛利率同比提升 15.29 个百分点至 2.97%。2026 年一季度，公司锂电产品收入进一步增至 15.07 亿元，毛利率上升至 14.74%。

关注

- **公司所处行业周期性强，盈利能力易受周期波动影响。**公司主要产品为化工产品和锂电产品，相关行业均属于周期性行业，盈利状况易受宏观经济及行业景气度变化影响。跟踪期内，公司主要产品及原材料价格波动较大，对公司盈利水平影响显著。
- **公司经营活动现金流净额表现不佳；债务负担有所加重，且短期债务占比偏高。**2025 年和 2026 年一季度，公司经营活动现金流净额分别为-2.32 亿元和-2.72 亿元，主要系新能源业务规模快速扩大，相关销售形成的应收款项尚未收回所致；同期，伴随在建项目投入增加，公司融资需求上升，债务规模波动增长，债务负担有所加重。截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.99%和 59.02%；全部债务规模 111.38 亿元，其中短期债务占 66.04%。

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/科技创新债券信用评级方法 V4.0.202507](#)

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	5
			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：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均未发生变动。

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

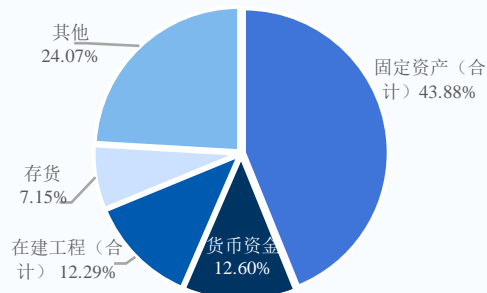
合并口径				
项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	38.65	35.44	27.57	29.11
资产总额（亿元）	182.89	196.42	198.42	214.82
所有者权益（亿元）	81.90	76.26	76.59	77.35
短期债务（亿元）	46.82	63.33	60.44	73.55
长期债务（亿元）	34.33	31.25	33.05	37.83
全部债务（亿元）	81.15	94.57	93.49	111.38
营业总收入（亿元）	183.67	133.67	112.99	36.55
利润总额（亿元）	0.19	-5.00	1.16	0.90
EBITDA（亿元）	6.71	2.21	8.83	--
经营性净现金流（亿元）	3.63	2.30	-2.32	-2.72
营业利润率（%）	2.82	2.01	7.20	9.99
净资产收益率（%）	0.13	-6.71	0.39	--
资产负债率（%）	55.22	61.18	61.40	63.99
全部债务资本化比率（%）	49.77	55.36	54.97	59.02
流动比率（%）	90.50	72.56	69.66	78.51
经营现金流动负债比（%）	5.59	2.65	-2.68	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.56	0.46	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.91	0.93	3.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.10	42.72	10.59	--

公司本部口径			
项目	2023年	2024年	2025年
资产总额（亿元）	152.27	168.04	190.52
所有者权益（亿元）	65.21	64.72	66.12
全部债务（亿元）	23.16	30.44	31.87
营业总收入（亿元）	86.87	83.02	80.33
利润总额（亿元）	0.35	0.54	1.38
资产负债率（%）	57.17	61.49	65.29
全部债务资本化比率（%）	26.21	31.99	32.52
流动比率（%）	75.95	76.69	86.08
经营现金流动负债比（%）	0.98	-2.09	3.36

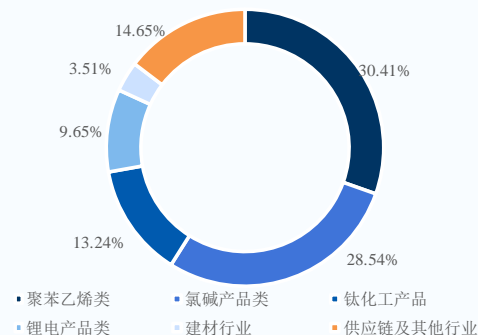
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 已将长期应付款中有息债务调整至债务测算；3. 公司2026年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

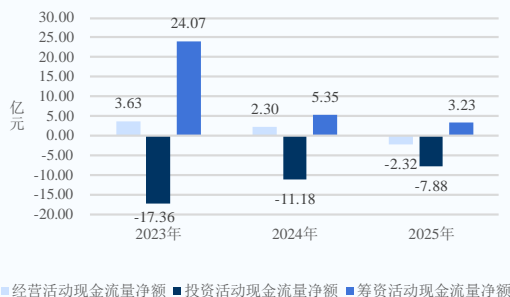
2025年底公司资产构成



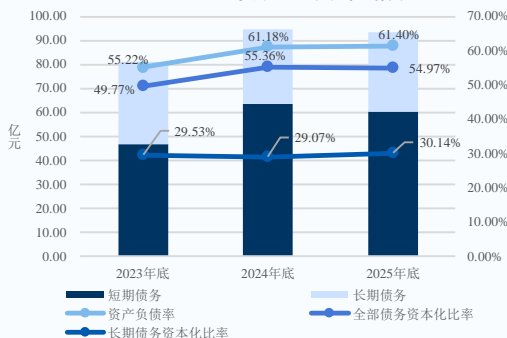
2025年公司收入构成



2023—2025年公司现金流情况



2023—2025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	2025/06/25	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
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：牛文婧 niuwi@lhratings.com

项目组成员：樊 思 fansi@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 2026 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 20.08% 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。同期末，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。

2025 年以来，公司进一步优化管理架构，整合管理部门，提升管理效率，截至 2026 年 3 月底，公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 33 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料有限公司和宜宾天程锂电新材料有限公司（以下简称“天程锂电”）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 2025 年底，公司合并资产总额 198.42 亿元，所有者权益 76.59 亿元（含少数股东权益 0.85 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 112.99 亿元，利润总额 1.16 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 214.82 亿元，所有者权益 77.35 亿元（含少数股东权益 0.81 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 36.55 亿元，利润总额 0.90 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，并在付息日正常付息。

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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

2025年化工行业景气指数于底部温和回升，前三季度样本企业营收小幅下滑，盈利明显改善，但行业投资结构分化，行业整体债务杠杆小幅上升。具体看，2025年纯碱产能大幅扩张、库存高企，叠加玻璃下游需求不振，行业供需宽松、价格持续低位运行，预计2026年纯碱延续产能过剩行业格局。2025年，PVC产能稳步增长，地产内需疲软，但出口大幅增长有效消化过剩产能，预计2026年PVC行业景气度有望改善。2025年，烧碱供需紧平衡，氧化铝与新能源行业需求拉动显著，行业景气度领跑盐化工，预计2026年烧碱行业景气度持续向好。2026年，化工行业供给端将持续结构优化，但传统行业需求承压，高端产品需求有望高速增长。成本端，石油价格大涨推高石油化工成本，但我国煤化工优势凸显，海外部分供给受损有望助推我国化工品出口增长。完整版行业分析详见[《2026年化工行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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，综合竞争力较强。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化，因2025年大股东以集中竞价交易方式增持公司股份，截至2025年底，宜宾发展对公司的持股比例由2024年底的17.57%提升至20.08%。

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—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，公司磷酸铁锂正极材料产能大幅增长，其他主要产线产能无变化，截至2026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、15万吨磷酸铁锂正极材料、10万吨钛白粉、10万吨聚苯乙烯和100万吨水泥的生产能力。此外，公司持续向上游拓展资源，截至2025年末，公司煤炭资源储量6270万吨，设计产能90万吨/年²，相关煤矿项目暂未投产；磷矿资源储量3183.1万吨³，设计产能90万吨/年，2025年实际产量45.44万吨；公司现有电石产能35万吨/年、高钛渣产能7.5万吨/年。随着上游资源项目逐步投产，公司成本管控能力将进一步提升。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2026年3月23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本部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被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

² 其中，彝安煤矿资源储量2104万吨，设计产能30万吨/年；许家院煤矿资源储量4166万吨，设计产能60万吨/年

³ 保有资源量31831千吨，其中探明资源量6844千吨、控制资源量15656千吨、推断资源量9331千吨。

（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，部分董事有所变更。其中，2026年6月9日，邓敏先生因工作调整原因申请辞去公司董事、董事长及董事会下属战略与风险委员会主任委员、财务预算委员会委员及法定代表人职务，辞职后不再担任公司及子公司任何职务。截至本报告出具日，公司董事长暂时空缺，邓敏先生辞职未导致公司董事会成员低于法定最低人数，不会影响公司日常生产经营和董事会正常运作。

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	原因	个人简介
陈洪	董事、副董事长	被选举	2025年01月16日	工作调动	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。
陈洪	董事、副董事长	离任	2025年07月08日	工作调动	--
陈洪	职工董事、副董事长	被选举	2025年07月09日	工作调动	--
叶勇飞	独立董事	被选举	2025年12月29日	个人原因	54岁，法学硕士，现任职于浙江大学光华法学院，副研究员；西藏华钰矿业股份有限公司独立董事。
王敏志	独立董事	任期满离任	2025年12月29日	个人原因	--
魏红英	外部董事	离任	2026年03月26日	个人原因	--
邓敏	董事长	离任	2026年06月09日	工作调动	--

资料来源：联合资信根据公司公开资料整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司仍保持多元化业务发展。2025年，因主动收缩低效业务，公司营业总收入同比下降；部分产品产能逐步释放以及成本优化，综合毛利率得到明显改善；2026年一季度，受益于磷酸铁锂正极材料量价齐升，公司收入规模与毛利率均实现同比增长。

2025年，公司营业总收入延续下降态势，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，钛白粉和磷酸铁锂正极材料产能释放，分别带动钛化工产品收入和锂电产品收入增长，氯碱产品和建材行业收入规模小幅下降。毛利率方面，聚苯乙烯和建材行业景气度不佳，毛利率仍呈现亏损；氯碱产品价格走势有所分化，得益于原材料价格下降以及毛利率较高的烧碱等产品收入占比提升，氯碱产品毛利率同比大幅提升；随着磷酸铁锂正极材料产销量大幅增长摊薄固定成本，公司锂电产品毛利率同比扭亏为盈；供应链及其他行业包括供应链、电力、磷矿、副产品以及其他业务等，公司持续压缩低盈利性的供应链业务规模，以及2025年磷矿收入同比大幅增长，共同带动该板块毛利率实现明显提升。

2026年一季度，得益于磷酸铁锂正极材料量价齐升，公司锂电产品收入和毛利率均大幅增长，并带动营业总收入同比增长16.38%，综合毛利率同比提升4.47个百分点。此外，聚苯乙烯毛利率亏损规模扩大，主要系受地缘政治影响，原材料苯乙烯价格大幅上涨所致。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024年			2025年			2026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	44.88	33.57%	-0.03%	34.36	30.41%	-0.05%	5.53	15.13%	-2.50%
氯碱产品类	34.53	25.83%	6.37%	32.24	28.54%	15.99%	6.86	18.76%	13.31%
钛化工产品	12.99	9.72%	12.77%	14.96	13.24%	12.32%	3.98	10.88%	15.14%
锂电产品类	5.43	4.06%	-12.32%	10.91	9.65%	2.97%	15.07	41.22%	14.74%
建材行业	4.18	3.13%	-7.96%	3.96	3.51%	-3.32%	0.67	1.84%	-3.56%
供应链及其他行业	31.65	23.68%	1.85%	16.55	14.65%	11.99%	4.45	12.17%	6.91%
合计	133.67	100.00%	2.56%	112.99	100.00%	8.11%	36.55	100.00%	10.62%

注：尾差系四舍五入导致；聚苯乙烯类收入包含聚苯乙烯销售收入和苯乙烯购销收入
资料来源：公司提供

2025年，氯碱化工主要原材料采购均价均有所下降，整体成本压力有所减轻；氯碱板块产能保持稳定，但氯碱产品价格走势有所分化，公司根据市场形势加大烧碱生产。

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，工业盐是烧碱的主要原材料，2025年，随着烧碱产量增加，工业盐采购量同比增长；公司具备35万吨/年的电石生产能力，但2025年以来因自产电石成本偏高，公司电石自产量大幅下降，导致对原材料兰炭的采购量显著减少，同时电石对外采购量有所增长；公司拥有年产能30万吨的彝安煤矿，2024年6月进入试生产状态，但自2024年11月起因瓦斯突出风险停产，导致煤炭自给率下滑，对外采购量同比增长。公司氯碱业务主要原材料以就近外购为主，原料供应商较为稳定，且各类原料的主要供应商集中度高。价格方面，跟踪期内，受市场行情影响，氯碱化工主要原材料采购均价均有所下降，整体成本压力有所减轻。

图表4·公司氯碱类产品原材料采购情况

原燃料		2024年	2025年	2026年一季度	2025年同比变化情况
工业盐	采购量(万吨)	39.65	42.53	5.72	7.26%
	采购价(元/吨)	318.95	259.79	259.51	-18.55%
煤炭	采购量(万吨)	42.96	49.50	12.14	15.22%
	采购价(元/吨)	598.67	526.49	485.46	-12.06%
兰炭	采购量(万吨)	13.32	6.26	--	-53.00%
	采购价(元/吨)	1299.52	1014.75	--	-21.91%
电石	采购量(万吨)	37.40	46.19	14.62	23.50%
	采购价(元/吨)	2864.83	2595.37	2596.12	-9.41%

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。2025年，受市场供需影响，PVC产品价格同比下降，而烧碱价格年内呈现“高开低走”态势，全年均价同比有所上升。2026年一季度，受春节影响，PVC和烧碱产销量均偏低；受行业内产能释放以及需求下降影响，烧碱和水合肼价格均明显回落。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	2024年	2025年	2026年一季度	2025年同比变化情况
PVC	产量(万吨)	39.65	39.22	8.86	-1.08%
	产能利用率	79.30%	78.44%	70.88%	-0.86个百分点
	产销率	98.46%	97.48%	92.26%	-0.98个百分点
	销售均价(元/吨)	4858.82	4204.71	4192.91	-13.46%
烧碱	产量(万吨)	44.71	45.70	11.09	2.21%
	产能利用率	93.15%	95.21%	92.44%	2.06个百分点
	产销率	81.82%	78.53%	78.53%	-3.29个百分点
	销售均价(元/吨)	2846.49	3065.26	2634.49	7.69%
水合肼	产量(万吨)	2.96	3.07	0.77	3.72%
	产能利用率	98.67%	102.33%	102.44%	3.66个百分点
	产销率	100.00%	102.61%	92.07%	2.61个百分点
	销售均价(元/吨)	13827.30	13050.55	11974.95	-5.62%

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；2026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

跟踪期内，受益于产能逐步释放，公司磷酸铁锂正极材料产销量保持增长，但下游客户集中度很高；同时，受市场行情影响，原材料和产品价格均呈现大幅波动态势。

新能源产业方面，跟踪期内，公司新能源业务产能逐步释放，截至2026年3月底，公司拥有10万吨/年磷酸铁前驱体和15万

吨/年磷酸铁锂正极材料的生产能力。2025年，由于新增产能处于爬坡阶段，以及上半年市场行情不好，公司主动减产，磷酸铁锂正极材料产能利用率同比下降，且处于较低水平。2026年一季度，随着市场行情好转，公司新能源板块相关产能已实现满负荷生产。公司所售正极材料主要供应给宁德时代新能源科技股份有限公司，2025年销量占比约80%；结算方式以银行承兑为主，存在一定账期。价格方面，2025年，公司磷酸铁锂正极材料销售主要集中于下半年，市场价格有所回升，因此2025年公司销售均价同比增长6.29%；2026年一季度，随着碳酸锂市场供需格局阶段性改善、价格快速反弹，其销售均价显著回升。

图表6·公司新能源产品经营情况

种类	项目	2024年	2025年	2026年一季度	2025年同比变化情况
磷酸铁前驱体	产量(万吨)	0.82	3.86	2.32	370.73%
	采购量(万吨)	2.62	1.82	2.31	-30.53%
	采购均价(元/吨)	9599.91	8763.47	9509.79	-8.71%
碳酸锂	采购量(万吨)	0.88	0.96	0.90	9.09%
	采购均价(元/吨)	70667.55	72564.91	131030.31	2.68%
磷酸铁锂正极材料	产量(万吨)	2.48	4.94	3.20	99.19%
	产能利用率	48.43%	39.52%	102.32%	-8.91个百分点
	产销率	77.42%	92.91%	94.38%	15.49个百分点
	销售均价(元/吨)	28278.86	30058.86	48035.97	6.29%

注：产品价格均为不含税价格；2026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

跟踪期内，公司钛白粉产销量保持增长，且高钛渣自给率有所提升；2025年，钛白粉原材料价格和产品价格均呈下降态势，但毛利率保持稳定。

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。2025年，公司高钛渣产量增加带动钛矿采购量有所提升，同时高钛渣对外采购量同比下降。同期，伴随公司产能爬坡，钛白粉产销量保持增长；受市场供需影响，原材料价格和产品价格均有所下降，但毛利率保持稳定。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	2024年	2025年	2026年一季度	2025年同比变化情况
高钛渣	采购量(万吨)	4.08	2.85	0.45	-30.15%
	采购均价(元/吨)	6182.66	4962.82	3905.62	-19.73%
钛矿	采购量(万吨)	13.32	14.19	2.37	6.53%
	采购均价(元/吨)	2453.86	1844.56	1525.64	-24.83%
钛白粉	产量(万吨)	8.87	10.82	2.65	21.98%
	产能利用率	88.70%	108.20%	106.20%	19.50个百分点
	产销率	96.05%	103.60%	115.81%	7.55个百分点
	销售均价(元/吨)	15431.15	13507.40	12420.52	-12.47%

注：原料及产品价格均为不含税价格；2026年一季度产能利用率已做年化处理
 资料来源：公司提供

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；此外，受市场行情影响，公司聚苯乙烯盈利水平有所下降。

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。跟踪期内，物产集团业务模式无重大变化，但为聚焦主业，公司持续压缩与主业无关的大宗产品贸易，目前供应链业务主要围绕公司自有产品和原料开展。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。2025年，受行业供需失衡、产品价格下跌影响，公司聚苯乙烯产能利用率同比下降22.37个百分点至88.33%，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，聚苯乙烯类收入规模同比下降23.43%至34.36亿元。

从经营效率指标看，2025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增长，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9.31次、7.79次和0.57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，且主要产品价格波动较大，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，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，主要内容包括：（1）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；（2）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；（3）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；（4）磷矿项目已建成投产，未来实现产能逐步释放。

图表 8 • 截至 2025 年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	2026 年计划投资	2027 年计划投资
彝安煤矿项目	9.30	12.56	1.09	0.68
天程锂电年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目	19.29	5.09	4.15	暂未估算
氯碱厂离子膜电解槽优化项目	1.36	1.07	0.30	--
60MW/120MWh 天原工业储能	0.95	0.74	0.21	--
年产 60 万吨硫磺制酸项目	4.50	1.94	2.56	--
合计	35.40	21.40	8.31	0.68

注：天程锂电年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料前驱体项目已部分投产；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

（四）财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内减少 2 家子公司；2026 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，随着投资增加以及新能源业务规模扩大，公司资产总额小幅增长，且应收账款和存货对资金形成一定占用；同时，公司债务规模波动增长，债务负担有所加重。2025 年，公司营业总收入同比下降，但受益于主业盈利水平提升以及资产处置收益贡献，公司利润总额实现扭亏为盈；受新能源业务销售存在账期影响，公司经营活动现金流净额表现不佳。

跟踪期内，公司资产总额小幅增长，资产结构变化不大。其中，随着在建项目的推进，公司货币资金有所下降，2025 年底货币资金受限规模为 11.47 亿元，主要为保证金和质押的定期存单；受新能源业务规模扩大影响，公司应收款项和存货有所增长，对资金形成一定占用；公司应收账款账龄以一年内为主，2025 年底坏账计提比例为 9.12%，同时应收欠款集中度高，2025 年底前五名客户的应收款占应收账款余额的 73.12%；公司存货主要由库存商品和原材料构成，2025 年底计提的跌价准备为 0.78 亿元；随着在建项目的推进并转固，公司固定资产有所增长。

截至 2025 年底，公司受限资产账面价值合计 18.40 亿元，受限比例 9.27%。

图表 9 • 公司资产构成情况

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	62.98	32.07	60.23	30.35	76.36	35.54
货币资金	31.84	50.55	25.01	41.52	25.39	33.26
应收账款	7.54	11.98	10.57	17.56	21.65	28.36
存货	12.48	19.82	14.19	23.56	16.52	21.63
其他流动资产	2.67	4.23	3.16	5.24	2.78	3.64
非流动资产	133.44	67.93	138.19	69.65	138.46	64.46
长期股权投资	11.01	8.25	11.12	8.05	11.13	8.04
固定资产 (合计)	70.39	52.75	87.07	63.01	85.84	61.99
在建工程 (合计)	36.84	27.61	24.39	17.65	25.56	18.46
无形资产	8.44	6.33	8.65	6.26	9.10	6.57
资产总额	196.42	100.00	198.42	100.00	214.82	100.00

注: 1.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; 2.固定资产(合计)包含固定资产和固定资产清理,在建工程(合计)包含在建工程和工程物资,下同

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内,公司所有者权益规模和结构变化不大。截至 2026 年 3 月底,公司所有者权益合计 77.35 亿元。其中,实收资本占 16.83%,资本公积占 51.34%,未分配利润占 26.44%,权益结构稳定性较强。

跟踪期内,公司负债持续增长,主要系在建投资增加以及新能源业务增量带动相关融资需求增长所致。截至 2025 年底,公司短期借款主要由信用借款(占 55.43%)和已贴现未到期内部票据或福费廷贷款(占 40.17%)构成,长期借款主要由信用借款(占 62.21%)和抵押借款(占 29.99%)构成。

图表 10 • 公司负债构成情况

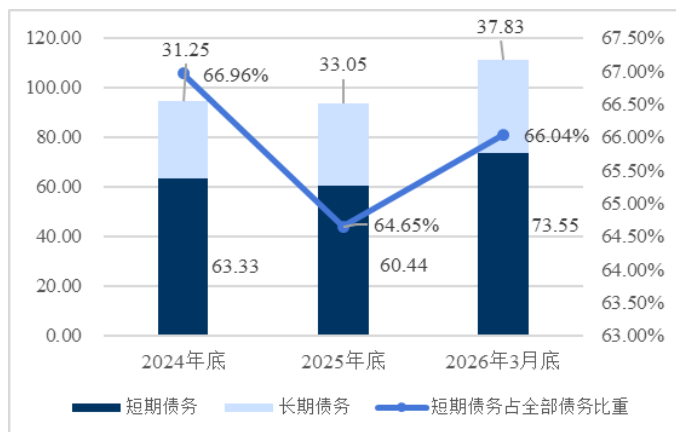
项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	86.80	72.24	86.45	70.96	97.25	70.74
短期借款	22.77	26.23	24.14	27.92	26.40	27.15
应付票据	20.70	23.84	14.55	16.83	26.90	27.66
应付账款	17.60	20.28	20.00	23.14	17.12	17.60
一年内到期的非流动负债	19.86	22.88	21.25	24.58	19.71	20.27
非流动负债	33.36	27.76	35.38	29.04	40.22	29.26
长期借款	30.88	92.58	27.31	77.19	32.08	79.77
应付债券	0.00	0.00	4.87	13.78	4.87	12.12
负债总额	120.16	100.00	121.83	100.00	137.47	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

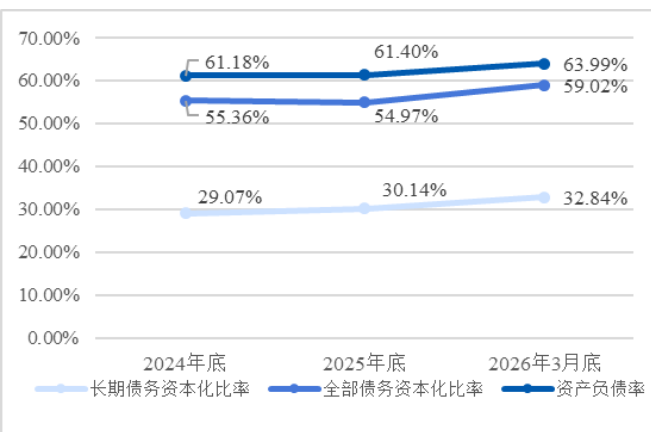
跟踪期内,公司有息债务规模波动增长,截至 2026 年 3 月底,公司全部债务为 111.38 亿元,其中短期债务占比较高,存在一定集中兑付压力。同期,随着债务规模增长,公司整体债务负担有所加重。

图表 11 • 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 12 • 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

2025 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，但营业利润率同比提升。同期，受利息收入减少影响，公司财务费用同比增加，期间费用率同比上升 1.45 个百分点至 7.41%。此外，非经常损益对公司利润有一定影响。其中，资产减值损失包含存货跌价损失 0.25 亿元和固定资产减值损失 0.39 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；资产处置收益增长主要系公司以公开挂牌方式转让 2.5 万吨/年黄磷产能指标形成的收益。受上述因素综合影响，公司当期利润扭亏为盈，盈利指标明显回升，但利润主要由非经营性项目支撑，主业盈利仍偏弱。2026 年一季度，受益于锂电产品效益增长，公司盈利水平进一步提升。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2024 年	2025 年	2026 年一季度
营业总收入	133.67	112.99	36.55
营业成本	130.24	103.83	32.67
费用总额	7.97	8.38	2.31
其中：管理费用	4.87	4.89	1.41
财务费用	1.30	1.63	0.48
资产减值损失	-1.14	-0.65	0.32
其他收益	1.27	1.31	0.17
资产处置收益	0.28	1.83	0.00
利润总额	-5.00	1.16	0.90
营业利润率 (%)	2.01	7.20	9.99
总资本收益率 (%)	-1.86	1.27	--
净资产收益率 (%)	-6.71	0.39	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2024 年	2025 年	2026 年一季度
经营活动现金流入小计	126.74	108.22	26.18
经营活动现金流出小计	124.44	110.53	28.90
经营活动现金流量净额	2.30	-2.32	-2.72
投资活动现金流入小计	1.48	3.45	0.02
投资活动现金流出小计	12.65	11.33	2.72
投资活动现金流量净额	-11.18	-7.88	-2.70
筹资活动前现金流量净额	-8.88	-10.19	-5.42
筹资活动现金流入小计	50.15	50.03	24.09
筹资活动现金流出小计	44.81	46.79	21.04
筹资活动现金流量净额	5.35	3.23	3.05
现金收入比 (%)	92.84	94.16	69.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司经营活动现金流净额同比由正转负，主要系新能源业务规模快速扩大，相关销售形成的应收款项尚未回收所致；公司项目投资支出下降，叠加上售黄磷指标取得了资产处置收入，共同导致投资活动现金净流出规模同比缩减；公司经营活动现金流净额不能满足投资支出，筹资活动现金仍保持净流入状态。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标趋弱，但长期偿债指标增强；同时，考虑到公司股东背景良好，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

图表 15 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年一季度
短期偿债指标	流动比率 (%)	72.56	69.66	78.51
	速动比率 (%)	58.18	53.25	61.53
	经营现金流动负债比 (%)	2.65	-2.68	--
	现金短期债务比 (倍)	0.56	0.46	0.40
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	2.21	8.83	--
	全部债务/EBITDA (倍)	42.72	10.59	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	0.93	3.93	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，受经营获现规模和现金类资产下降影响，公司短期偿债指标表现有所弱化；但受益于利润改善，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保 5.75 亿元，均为对股东宜宾发展提供的反担保，公司或有负债风险较小。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司存在 1 笔重要未决诉讼，涉案金额 3.00 亿元。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。该未决诉讼短期内对公司无重大影响。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司共获得各类银行授信额度合计 149.33 亿元，已使用额度 79.06 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

公司本部负责部分产品采销，债务负担较轻，但利润依赖于对下属子公司的投资收益。

公司本部为子公司提供部分产品采销业务，2025 年，公司本部实现收入 80.33 亿元，同比小幅下降；同期，公司本部投资收益 2.75 亿元，利润总额 1.38 亿元。截至 2025 年底，公司本部资产总额 190.52 亿元，主要由应收账款（占 12.76%）、预付款项（占 12.56%）、其他应收款（占 19.12%）和长期股权投资（占 48.46%）构成；负债总额 124.39 亿元，主要由短期借款（占 6.96%）、应付票据及应付账款（占 9.68%）、合同负债（占 59.16%）和其他流动负债（占 7.69%）构成。截至 2025 年底，公司本部全部债务 31.87 亿元，全部债务资本化比率为 32.52%，债务负担较轻。

（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。2025 年，公司环保投入 1.03 亿元，三废排放合规率 100%，旗下多家子公司获评国家级“绿色工厂”，聚氯乙烯和氯化法钛白粉产品连续多年位列行业“能效领跑者”。

社会责任方面，公司依法纳税，解决就业 5270 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，2025 年研发投入 2.47 亿元，同期，公司安全生产投入 5447.55 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，2025 年乡村振兴投入 110.39 万元、公益慈善捐赠 128.38 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 2025 年底，宜宾发展资产总额 6255.33 亿元，所有者权益 2589.44 亿元（含少数股东权益 637.14 亿元）；2025 年，宜宾发展实现营业总收入 1162.37 亿元，利润总额 132.39 亿元，经营活动现金净流入量 328.54 亿元。整体看，宜宾发展综合竞争力和抗风险能力非常强。

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。2025 年，宜宾发展通过深交所系统以集中竞价交易方式增持公司股份。此外，公司计划于 2026 年向股东宜宾发展发行股票，金额不超过 4.79 亿元，定增完成后，将进一步充实公司资本实力。

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。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。

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 2026 年 3 月底，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、汽车及相关服务和机械工具产品销售等业务对公司收入的贡献也较大。2023—2025 年，宜宾发展营业总收入和综合毛利率均波动下降。2026 年 1—3 月，宜宾发展实现营业总收入 352.35 亿元，相当于 2025 年全年的 30.31%，综合毛利率为 61.93%。

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	2023 年			2024 年			2025 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	785.52	43.81%	81.38%	864.23	47.61%	81.51%	383.44	32.99%	82.64%

纤维销售	66.21	3.69%	14.31%	72.07	3.97%	12.47%	54.53	4.69%	14.40%
化工产品销售	126.08	7.03%	3.33%	100.09	5.51%	4.18%	88.36	7.60%	8.58%
塑料制品	31.87	1.78%	3.76%	31.26	1.72%	3.55%	0.00	0.00%	--
纸张销售	16.59	0.93%	5.08%	14.21	0.78%	-0.63%	15.07	1.30%	9.93%
浆粕等销售	101.93	5.68%	1.14%	87.11	4.80%	2.15%	54.45	4.68%	1.99%
汽车及相关服务	37.08	2.07%	21.76%	33.36	1.84%	20.83%	66.73	5.74%	11.74%
机械工具产品销售	113.26	6.32%	9.39%	124.07	6.84%	8.73%	108.59	9.34%	11.21%
其他业务	514.38	28.69%	16.42%	488.69	26.92%	16.85%	391.20	33.66%	24.03%
合计	1792.92	100.00%	42.35%	1815.08	100.00%	45.21%	1162.37	100.00%	38.62%

注：1.其他业务板块主要包括房地产销售、玻璃制品销售、能源销售及工程建设等业务；2.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，但白酒行业进入深度调整期，消费场景收缩、存量竞争加剧，或对五粮液股份经营业绩产生一定影响。

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。2023—2025 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 16.57%、20.18%和 29.57%，供应商集中度有所提高。

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。

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，2025 年新增合作终端 1.2 万家，全年进货终端达 5.5 万家，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。2023—2025 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 13.59%、15.67%和 14.55%，客户集中度波动上升。2025 年，五粮液股份市场投入有所减少，销售费用同比下降 28.65%至 76.29 亿元。

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。2025 年，由于白酒行业进入深度调整期，消费场景收缩、存量竞争加剧，导致销量下降，五粮液股份阶段性库存增加。基于对 2025 年业务模式的梳理及谨慎性原则，五粮液股份调整部分业务收入确认核算方式，2025 年，五粮液股份实现营业总收入 405.29 亿元，净利润 93.17 亿元，较上年均明显下降。

图表 17 • 五粮液股份酒类经营情况（单位：吨、亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年
销售量	159106	161984	112960
生产量	184100	146461	127777
库存量	48322	32799	47616
酒类收入	764.47	831.27	371.04
其中：五粮液产品收入	628.05	678.75	279.36

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。2023—2025 年，宜宾发展纤维销售收入波动下降，毛利率小幅波动。

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。2023—2025 年，宜宾发展浆粕等产品销售收入逐年下降，毛利率很低。

（5）纸业板块

国内纸业市场需求疲软且行业竞争加剧，宜宾纸业纸品销量持续下降。同时，宜宾纸业进行了业务范围拓展，增加了醋酸纤维素产品品类，2025 年经营业绩有所好转。

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、生活用纸原纸以及生活用纸成品纸、瓦楞纸箱，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。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。2025 年，宜宾纸业生产纸品 27.25 万吨，同比增长 4.89%，销售纸品 26.18 万吨，同比下降 6.90%；瓦楞纸箱年产量 3771.68 万平方米，销量 3450.81 万平方米。

2024 年，宜宾纸业收购了四川普什醋酸纤维素有限责任公司（以下简称“醋纤公司”）67% 股权，增加了醋酸纤维板块，醋纤公司是全球六家拥有醋酸纤维素生产技术的公司之一，具有一定的技术优势。2025 年，宜宾纸业醋酸纤维素产量为 2.60 万吨，同比下降 9.18%；销量为 2.54 万吨，同比下降 6.19%。

2025 年，宜宾纸业实现营业总收入 23.27 亿元，同比增长 3.99%；净利润 1.22 亿元，实现扭亏为盈。

图表 18 • 宜宾纸业主要经营情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
纸品产量（万吨）	31.98	25.98	27.25
纸品销量（万吨）	31.14	28.12	26.18

资料来源：宜宾纸业年度报告

（6）对外投资

宜宾发展通过“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。宜宾发展参股的宜宾银行定位于“服务地方经济、服务中小企业，服务城镇居民”，经营业绩表现平稳。

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。

同时，宜宾发展子公司宜宾发展创投有限公司作为宜宾市重要的国有资本投资及运营主体，通过基金投资和股权投资的方式持续参与区域内主导产业项目，投资组合以符合宜宾市优势产业的投资基金为主，以对宜宾市动力电池、晶硅光伏等重大产业化企业的直接投资为辅，投资领域涵盖动力电池、晶硅光伏、数字经济以及智能网联新能源汽车、通用人工智能、新型储能等宜宾市优势产业。其中，对外投资的基金主要包含宜宾绿能股权投资合伙企业（有限合伙）、四川省绿色低碳产业发展基金合伙企业（有限合伙）等。

银行投资方面，截至 2025 年底，宜宾发展持有宜宾银行 7.80 亿股，持股比例 16.99%。宜宾银行是根据原中国银监会四川监管局批准，由原宜宾市城市信用社改制设立的地方性法人金融机构，于 2006 年 12 月 27 日成立。截至 2025 年底，宜宾银行共设有 66 个营业网点，其中宜宾市 42 个、内江市 24 个。宜宾银行定位于“服务地方经济、服务中小企业，服务城镇居民”，积极融入宜宾乃至成渝地区区域经济和产业集群，确立了助力产业集群发展的战略合作银行、服务白酒产业链的特色银行、陪伴小微企业的可信赖伙伴银行和科技赋能的零售银行的定位。从业务开展情况来看，2025 年，宜宾银行经营业绩表现平稳，实现营业收入 22.74 亿元，较上年小幅增长，归属于股东的净利润为 5.60 亿元；截至 2025 年底，宜宾银行不良贷款率为 1.65%，较上年下降 0.03 个百分点，近 5 年持续下降。

（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 2024 年和 2025 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 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数。宜宾发展 2026 年一季度财务数据未经审计。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、化工和纺织等业务相关资产可产生较稳定的营收和现金流，股权类资产规模较大，需关注收益性和投资回收风险；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 19 • 宜宾发展资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	2678.82	51.48%	3103.39	52.94%	3221.04	51.49%	3421.65	52.89%
货币资金	1265.59	24.32%	1405.75	23.98%	1504.43	24.05%	1471.80	22.75%
应收账款	183.69	3.53%	248.00	4.23%	267.31	4.27%	309.22	4.78%
应收款项融资	149.04	2.86%	203.17	3.47%	108.20	1.73%	220.25	3.40%
其他应收款（合计）	178.59	3.43%	201.05	3.43%	191.40	3.06%	206.69	3.19%
存货	585.63	11.25%	677.88	11.56%	726.16	11.61%	732.52	11.32%

非流动资产	2524.72	48.52%	2758.42	47.06%	3034.28	48.51%	3048.21	47.11%
发放贷款及垫款	215.50	4.14%	260.63	4.45%	264.68	4.23%	260.59	4.03%
债权投资	169.27	3.25%	80.27	1.37%	99.01	1.58%	54.80	0.85%
其他权益工具投资	239.96	4.61%	311.55	5.31%	390.52	6.24%	403.42	6.24%
长期股权投资	254.28	4.89%	232.00	3.96%	240.18	3.84%	248.44	3.84%
投资性房地产	257.31	4.94%	351.72	6.00%	452.73	7.24%	450.78	6.97%
固定资产（合计）	395.61	7.60%	455.22	7.77%	501.18	8.01%	508.43	7.86%
在建工程（合计）	428.90	8.24%	396.36	6.76%	384.07	6.14%	394.55	6.10%
资产总额	5203.55	100.00%	5861.81	100.00%	6255.33	100.00%	6469.86	100.00%

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2025 年底，宜宾发展货币资金主要由银行存款（占 85.63%）和存放同业款项（占 6.23%）构成，其中受限金额为 103.82 亿元，为保证金、质押的定期存单等。宜宾发展应收账款账龄较短，1 年以内的占 64.40%，1~2 年的占 18.56%，坏账准备的期末余额为 15.70 亿元；宜宾发展应收账款前五名合计占应收账款余额的 22.99%，集中度不高，其中宜宾远东电缆有限公司为民营企业，需关注其款项回收情况。应收款项融资主要为银行承兑汇票。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总额的 64.08%，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 3.75 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，带动公司存货持续增长，2025 年底存货主要由在产品（183.18 亿元）、开发成本（114.80 亿元）、库存商品（200.87 亿元）、开发产品（121.92 亿元）构成，计提跌价准备 5.90 亿元。

图表 20 • 2025 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）
宜宾三江新区财政局	18.03	6.37	0.01
宜宾三江新区财政金融局	15.57	5.5	0.27
宜宾远东电缆有限公司	12.15	4.29	0.00
宜宾市自然资源和规划局三江新区分局	10.30	3.64	0.01
宜宾市南溪区财政局	9.01	3.19	0.18
合计	65.06	22.99	0.47

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 21 • 2025 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	44.40	1-5 年	23.55	往来款	0.00
宜宾临港金源产业招商服务有限公司	31.30	1 年以内、1-2 年	16.60	项目款等	0.00
宜宾市自然资源和规划局三江新区分局	16.99	5 年以内、5 年以上	9.01	往来款	0.02
宜宾三江新区财政局	16.64	5 年以内、5 年以上	8.83	项目款等	0.01
四川省宜宾市投资有限责任公司	11.49	1-4 年	6.09	往来款	0.00
合计	120.82	--	64.08	--	0.03

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2025 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，系五粮液集团为支持成员单位和经销商发展、满足其融资需求发放的贷款。宜宾发展债权投资（包括一年内到期部分）包括债券（31.62 亿元）、信托资金（34.89 亿元）、委托贷款（36.23 亿元）、产业服务投资（10.89 亿元）和其他投资（36.34 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 182.65 亿元、70.77 亿元、26.42 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（45.29 亿元）、宜宾银行（20.17 亿元）、宜宾高新投资集团有限公司（15.29 亿元）、宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）（13.07 亿元）和中铁（宜宾）宜威高速公路有限公司（12.91 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 432.98 亿元和 55.32 亿元，累计计提折旧 35.50 亿元，未办妥产权证书的投资性房地产账面价值合计 139.05 亿元。宜宾发展固定资产原值 780.33 亿元，累计折旧 329.69 亿元，计提减值准备 3.78 亿元，账面价值 446.86 亿元，其中房屋及建筑物、机器设备分别占 54.77%和 27.77%。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。

2026 年 3 月底，宜宾发展资产总额和资产结构较 2025 年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年底，宜宾发展受限资产合计 400.57 亿元，主要为受限货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产等，受限比例为 6.40%，宜宾发展资产受限比例不高。

2 资本结构

(1) 所有者权益

2023—2026 年 3 月底，受政府注资、子公司利润累积以及分配股利等综合影响，宜宾发展所有者权益波动增长；权益中资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较高。由于五粮液股份、天原集团、宜宾纸业等为上市公司，宜宾发展少数股东权益规模较大。

图表 22 • 宜宾发展所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	50.00	2.04%	55.77	2.10%	55.77	2.15%	55.77	2.07%
资本公积	836.14	34.09%	934.73	35.27%	992.44	38.33%	1066.69	39.52%
未分配利润	824.72	33.63%	929.21	35.06%	869.00	33.56%	866.25	32.09%
归属于母公司所有者权益合计	1737.59	70.85%	1951.95	73.64%	1952.30	75.39%	2023.97	74.99%
少数股东权益	714.90	29.15%	698.58	26.36%	637.14	24.61%	675.08	25.01%
所有者权益合计	2452.48	100.00%	2650.54	100.00%	2589.44	100.00%	2699.05	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

宜宾发展承担宜宾市大部分城市建设任务，同时市场化业务板块稳步发展，负债规模持续增长，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 23 • 宜宾发展主要负债情况（单位：亿元）

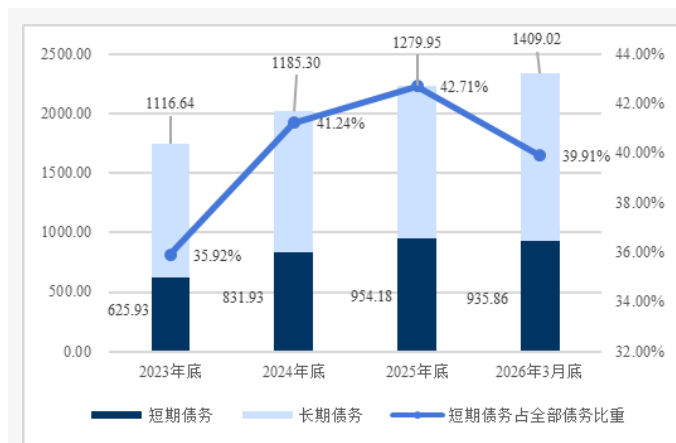
科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1455.07	52.89%	1916.28	59.67%	2194.62	59.87%	2120.75	56.24%
短期借款	239.68	8.71%	251.49	7.83%	318.40	8.69%	349.08	9.26%
应付票据	127.68	4.64%	171.67	5.35%	207.09	5.65%	193.18	5.12%
应付账款	321.74	11.70%	380.98	11.86%	366.27	9.99%	340.04	9.02%
其他应付款（合计）	161.31	5.86%	190.77	5.94%	138.70	3.78%	141.41	3.75%
一年内到期的非流动负债	254.55	9.25%	403.00	12.55%	416.19	11.35%	393.02	10.42%
合同负债	162.66	5.91%	254.06	7.91%	275.74	7.52%	265.00	7.03%
其他流动负债	28.01	1.02%	86.97	2.71%	347.00	9.47%	331.45	8.79%
非流动负债	1295.99	47.11%	1294.99	40.33%	1471.27	40.13%	1650.06	43.76%
长期借款	645.99	23.48%	722.72	22.51%	891.17	24.31%	1010.75	26.80%
应付债券	376.45	13.68%	379.55	11.82%	386.07	10.53%	394.58	10.46%
长期应付款（合计）	251.82	9.15%	172.97	5.39%	168.63	4.60%	210.86	5.59%
其中：长期应付款	190.20	6.91%	142.09	4.42%	131.03	3.57%	--	--
负债总额	2751.07	100.00%	3211.27	100.00%	3665.89	100.00%	3770.81	100.00%

资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

2023—2025 年底，由于应付工程款增加、融资规模扩大以及合同负债增加等原因，宜宾发展负债规模持续增长。截至 2025 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等。2026 年 3 月底，宜宾发展负债总额和结构较上年底变化不大。

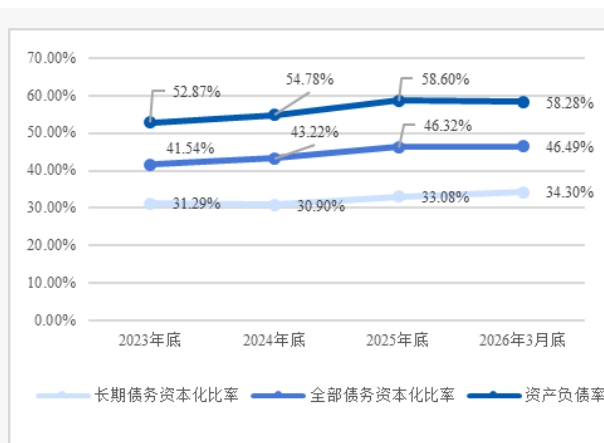
有息债务方面，截至 2026 年 3 月底，宜宾发展全部债务 2344.89 亿元（未进行债务调整），其中短期债务占 39.91%，宜宾发展短期债务占比较高。从融资成本来看，2024 年以来，宜宾发展本部发行多只中长期债券，票面利率均不高于 3%，且呈现下降态势，债券融资成本低。宜宾发展整体债务负担适中。

图表 24 • 宜宾发展债务结构（单位：亿元）



注：2025 年底和 2026 年 3 月底债务数据未经调整
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

图表 25 • 宜宾发展债务杠杆水平



注：2025 年底和 2026 年 3 月底债务数据未经调整
资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告整理

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，由于五粮液股份调整部分业务收入确认核算方式，2025 年，宜宾发展营业总收入和利润总额明显下降。

基于对 2025 年业务模式的梳理及谨慎性原则，五粮液股份调整部分业务收入确认核算方式，2025 年，宜宾发展营业总收入同比明显下降，经调整的营业利润率下滑 13.20 个百分点。

期间费用方面，五粮液股份 2025 年市场投入有所减少，使得宜宾发展销售费用同比下降。2023—2025 年，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，2023—2025 年，期间费用率逐年上升，分别为 11.31%、13.37%和 17.67%。

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等。宜宾发展利润总额波动下降，利润主要来自白酒销售业务。

2023—2025 年，宜宾发展总资产收益率和净资产收益率持续下降，2025 年盈利能力明显减弱。

2026 年 1—3 月，宜宾发展实现营业总收入 352.35 亿元，利润总额 107.99 亿元，分别同比增长 7.48%和 73.08%。

图表 26 • 宜宾发展盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1792.92	1815.08	1162.37	352.35
营业成本	1033.61	994.45	713.48	134.15
费用总额	202.75	242.70	205.41	74.77
其中：销售费用	91.50	121.85	91.48	40.83
管理费用	53.51	57.39	57.87	16.08
研发费用	10.12	11.61	11.86	2.68
财务费用	47.61	51.86	44.20	15.19
信用减值损失	-2.93	-2.28	-3.34	-0.27
其他收益	10.87	10.38	12.08	2.22

投资收益	7.26	6.16	6.43	2.47
利润总额	438.79	443.71	132.39	107.99
经调整的营业利润率	24.09%	24.52%	11.33%	30.28%
总资本收益率	9.16%	8.39%	3.09%	--
净资产收益率	13.02%	12.18%	3.48%	--

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整理

4 现金流

宜宾发展经营获现能力很强，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，融资需求仍较大。

图表 27 • 宜宾发展现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1982.61	1997.92	1815.91	270.29
经营活动现金流出小计	1547.88	1630.95	1487.38	342.41
经营活动现金流量净额	434.74	366.97	328.54	-72.12
投资活动现金流入小计	146.69	215.77	257.41	61.37
投资活动现金流出小计	533.07	499.75	513.72	123.12
投资活动现金流量净额	-386.37	-283.98	-256.31	-61.75
筹资活动前现金流量净额	48.36	82.99	72.23	-133.87
筹资活动现金流入小计	945.27	1118.51	1200.35	454.86
筹资活动现金流出小计	758.85	1065.61	1231.12	304.18
筹资活动现金流量净额	186.41	52.90	-30.77	150.67
现金收入比	98.80%	96.89%	137.12%	52.74%

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，收入实现质量高，2023—2025 年，经营活动现金净流入规模大。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，筹资活动现金流出主要用于债务还本付息以及支付现金股利，2025 年，宜宾发展筹资活动现金转为净流出。

2026 年 1—3 月，宜宾发展经营活动现金转为净流出，投资活动现金继续净流出，筹资活动现金净流入规模较大。

5 偿债指标

宜宾发展偿债能力指标表现很强，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 28 • 宜宾发展偿债指标

项目	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年（底）	2026 年 3 月（底）
短期偿债能力指标				
流动比率	184.10%	161.95%	146.77%	161.34%
速动比率	143.85%	126.57%	113.68%	126.80%
经营现金流入量/流动负债（倍）	1.36	1.04	0.83	--
现金短期债务比(倍)	2.30	1.96	1.71	1.83
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	545.47	571.57	251.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.19	3.53	8.90	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.56	4.29	4.26	--

注：“--”表示不适用；2025年底和2026年3月底有息债务未经调整，且未获取2025年资本化利息数据，实际指标与上表或存在差异
 资料来源：联合资信根据宜宾发展财务报告和公开资料整理

2023 年—2026 年 3 月底，宜宾发展流动比率、速动比率均波动下降，2026 年 3 月底现金短期债务比为 1.83 倍，短期偿债能力很强。2023—2025 年，宜宾发展 EBITDA 对债务本息的保障能力很强，长期偿债能力指标很强。

截至 2025 年底，宜宾发展对外担保金额 266.59 亿元，相当于净资产的 10.30%，主要为对宜宾市国有企业提供的担保，或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，宜宾发展重大未决诉讼、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 29 • 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

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。

6 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。

宜宾发展本部主要通过股权投资及资金拆借为下属子公司各类业务提供支持，因此本部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等构成，2025 年底，宜宾发展本部资产总额 968.54 亿元，所有者权益 557.96 亿元。2025 年，宜宾发展本部实现营业总收入 7.31 亿元，利润总额为 118.16 亿元，投资收益为 113.63 亿元。

（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。2023—2025 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和支撑能力很强。

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—2025 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、10.38 亿元和 12.08 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_{pi}**，评级展望为稳定。

九、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告跟踪债券本金保障能力较强，担保方宜宾发展对本报告跟踪债券本金保障能力极强。

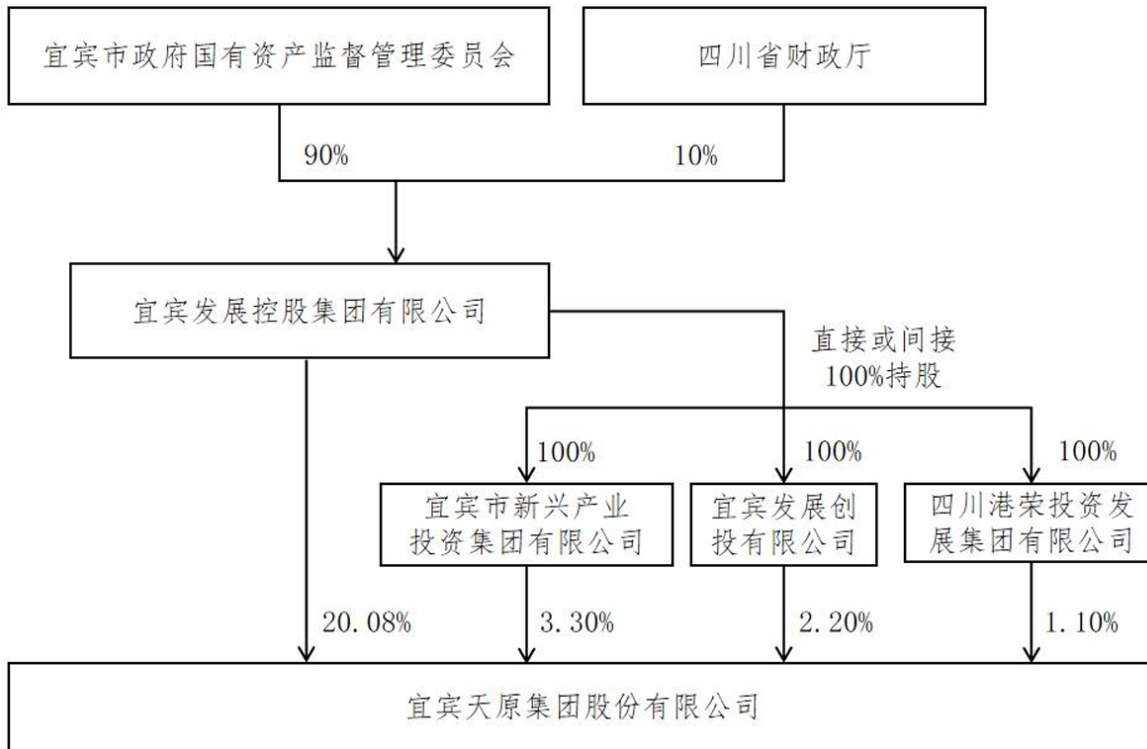
本报告跟踪债券“25 天原 K1”余额 5.00 亿元。2025 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为本报告跟踪债券余额的 21.64 倍、-0.46 倍和 1.77 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障能力较强。

“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。2025 年，宜宾发展现金类资产、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为本报告跟踪债券余额的 327.06 倍、65.71 倍和 50.23 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

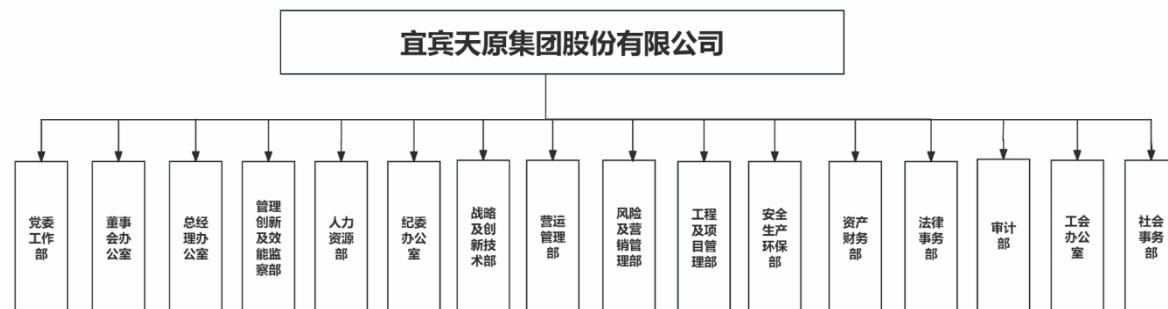
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“25 天原 K1”的信用等级为 AAA_{st1}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 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%
	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	200000.00	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%
原料板块	越南天祥新材料科技有限公司	9348571.43USD	100.00%
	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	9000.00	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%

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	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	38.65	35.44	27.57	29.11
应收账款（亿元）	2.22	7.54	10.57	21.65
其他应收款（亿元）	3.90	3.35	2.44	2.36
存货（亿元）	10.56	12.48	14.19	16.52
长期股权投资（亿元）	11.09	11.01	11.12	11.13
固定资产（合计）（亿元）	62.54	70.39	87.07	85.84
在建工程（合计）（亿元）	32.93	36.84	24.39	25.56
资产总额（亿元）	182.89	196.42	198.42	214.82
实收资本（亿元）	13.02	13.02	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	1.54	1.53	0.85	0.81
所有者权益（亿元）	81.90	76.26	76.59	77.35
短期债务（亿元）	46.82	63.33	60.44	73.55
长期债务（亿元）	34.33	31.25	33.05	37.83
全部债务（亿元）	81.15	94.57	93.49	111.38
营业总收入（亿元）	183.67	133.67	112.99	36.55
营业成本（亿元）	177.67	130.24	103.83	32.67
其他收益（亿元）	1.04	1.27	1.31	0.17
利润总额（亿元）	0.19	-5.00	1.16	0.90
EBITDA（亿元）	6.71	2.21	8.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	159.31	124.10	106.39	25.33
经营活动现金流入小计（亿元）	161.75	126.74	108.22	26.18
经营活动现金流量净额（亿元）	3.63	2.30	-2.32	-2.72
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.36	-11.18	-7.88	-2.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	24.07	5.35	3.23	3.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	23.30	15.27	9.31	--
存货周转次数（次）	18.66	11.30	7.79	--
总资产周转次数（次）	1.09	0.70	0.57	--
现金收入比（%）	86.74	92.84	94.16	69.30
营业利润率（%）	2.82	2.01	7.20	9.99
总资本收益率（%）	1.08	-1.86	1.27	--
净资产收益率（%）	0.13	-6.71	0.39	--
长期债务资本化比率（%）	29.53	29.07	30.14	32.84
全部债务资本化比率（%）	49.77	55.36	54.97	59.02
资产负债率（%）	55.22	61.18	61.40	63.99
流动比率（%）	90.50	72.56	69.66	78.51
速动比率（%）	74.25	58.18	53.25	61.53
经营现金流动负债比（%）	5.59	2.65	-2.68	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.56	0.46	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.91	0.93	3.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.10	42.72	10.59	--

注：1. 2026 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	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.09	13.50	11.28
应收账款（亿元）	7.03	15.31	24.30
其他应收款（亿元）	36.10	42.56	36.43
存货（亿元）	0.19	0.13	0.11
长期股权投资（亿元）	86.17	89.32	92.33
固定资产（合计）（亿元）	0.13	0.11	0.09
在建工程（合计）（亿元）	0.07	0.07	0.07
资产总额（亿元）	152.27	168.04	190.52
实收资本（亿元）	13.02	13.02	13.02
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	65.21	64.72	66.12
短期债务（亿元）	16.98	23.77	19.19
长期债务（亿元）	6.18	6.67	12.68
全部债务（亿元）	23.16	30.44	31.87
营业总收入（亿元）	86.87	83.02	80.33
营业成本（亿元）	87.70	83.05	80.12
其他收益（亿元）	0.12	0.06	0.05
利润总额（亿元）	0.35	0.54	1.38
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	126.17	126.78	119.15
经营活动现金流入小计（亿元）	126.93	127.46	119.52
经营活动现金流量净额（亿元）	0.79	-2.02	3.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.45	-3.96	-1.86
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.28	4.82	-5.86
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.83	6.05	3.46
存货周转次数（次）	126.36	531.95	664.92
总资产周转次数（次）	0.62	0.52	0.45
现金收入比（%）	145.23	152.71	148.33
营业利润率（%）	-0.98	-0.06	0.22
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	0.54	0.84	2.09
长期债务资本化比率（%）	8.66	9.35	16.09
全部债务资本化比率（%）	26.21	31.99	32.52
资产负债率（%）	57.17	61.49	65.29
流动比率（%）	75.95	76.69	86.08
速动比率（%）	75.72	76.56	85.98
经营现金流动负债比（%）	0.98	-2.09	3.36
现金短期债务比（倍）	0.89	0.57	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1437.40	1627.17	1635.32	1715.98
应收账款（亿元）	183.69	248.00	267.31	309.22
其他应收款（合计）（亿元）	178.59	201.05	191.40	206.69
存货（亿元）	585.63	677.88	726.16	732.52
长期股权投资（亿元）	254.28	232.00	240.18	248.44
固定资产（合计）（亿元）	395.61	455.22	501.18	508.43
在建工程（合计）（亿元）	428.90	396.36	384.07	394.55
资产总额（亿元）	5203.55	5861.81	6255.33	6469.86
实收资本（亿元）	50.00	55.77	55.77	55.77
少数股东权益（亿元）	714.90	698.58	637.14	675.08
所有者权益（亿元）	2452.48	2650.54	2589.44	2699.05
短期债务（亿元）	625.93	831.93	954.18	935.86
长期债务（亿元）	1116.64	1185.30	1279.95	1409.02
全部债务（亿元）	1742.58	2017.23	2234.13	2344.89
营业总收入（亿元）	1792.92	1815.08	1162.37	352.35
营业成本（亿元）	1033.61	994.45	713.48	134.15
其他收益（亿元）	10.87	10.38	12.08	2.22
利润总额（亿元）	438.79	443.71	132.39	107.99
EBITDA（亿元）	545.47	571.57	251.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1771.43	1758.69	1593.82	185.81
经营活动现金流入小计（亿元）	1982.61	1997.92	1815.91	270.29
经营活动现金流量净额（亿元）	434.74	366.97	328.54	-72.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-386.37	-283.98	-256.31	-61.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	186.41	52.90	-30.77	150.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.62	4.41	2.71	--
存货周转次数（次）	1.94	1.57	1.02	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.33	0.19	--
现金收入比（%）	98.80	96.89	137.12	52.74
营业利润率（%）	34.79	37.32	27.96	50.87
总资本收益率（%）	9.16	8.39	3.09	--
净资产收益率（%）	13.02	12.18	3.48	--
长期债务资本化比率（%）	31.29	30.90	33.08	34.30
全部债务资本化比率（%）	41.54	43.22	46.32	46.49
资产负债率（%）	52.87	54.78	58.60	58.28
流动比率（%）	184.10	161.95	146.77	161.34
速动比率（%）	143.85	126.57	113.68	126.80
经营现金流动负债比（%）	29.88	19.15	14.97	--
现金短期债务比（倍）	2.30	1.96	1.71	1.83
EBITDA 利息倍数（倍）	4.56	4.29	4.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.19	3.53	8.90	--

注：1. 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将宜宾发展有息债务按照长短分别调整至对应债务核算，2025 年和 2026 年 3 月底债务数据未经调整，且未获取 2025 年资本化利息数据，部分数据可能与实际有差异；3. “--” 表示不适用

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	
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 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAAsti、AAsti、Asti、BBBsti、BBsti、Bsti、CCCsti、CCsti、Csti。除 AAAsti 级、CCCsti 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
AAAsti	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AAsti	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
Asti	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBBsti	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BBsti	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
Bsti	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCCsti	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CCsti	科技创新债券在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Csti	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-3 主体公开信用评级信用等级设置及含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级，CCC_{pi} 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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断