



信用等级通知书

信评委函字[2019]G350-F1 号

泸州老窖股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“泸州老窖股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年八月十五日

泸州老窖股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	泸州老窖股份有限公司
发行规模	本期发行的规模为不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元），发行人和主承销商将根据网下询价情况，协商一致后决定最终发行规模。
债券期限	本期公司债券的期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期公司债券票面利率为固定利率，本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券的票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加/减调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
资金用途	本期公司债券募集资金扣除发行费用后，将用于酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目。发行人将根据本期债券募集资金的实际到位时间和项目资金需求，灵活安排募投项目投资的具体事宜。

概况数据

泸州老窖	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	111.04	153.13	171.24	187.56
总资产（亿元）	139.66	197.56	226.05	239.27
总债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业总收入（亿元）	86.27	103.95	130.55	41.69
营业毛利率（%）	60.90	71.93	77.53	79.15
EBITDA（亿元）	27.34	36.37	48.87	21.24
所有者权益收益率（%）	17.82	16.99	20.50	33.15*
资产负债率（%）	20.49	22.49	24.25	21.61
总债务/EBITDA（X）	-	-	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	162.10	105.87	75.54	68.77

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、带“*”指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“泸州老窖股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司突出的窖池和酿造技艺、很强的品牌优势、近年来收入规模和盈利能力同步提升、财务结构稳健等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到公司所处中高端白酒市场竞争加剧以及销售费用支出较高等不利因素对公司整体信用状况的影响。

正 面

- 窖池和酿造技艺突出，品牌优势明显。公司拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保存最完整、规模最大的老窖池群，且“泸州老窖传统酿制技艺”被载入“国家级非物质文化遗产名录”，酿酒数量和质量在行业内领先。泸州老窖是中国四大名酒之一，品牌知名度很高，“国窖 1573”、“泸州老窖特曲”等白酒产品具有较强的品牌影响力。
- 收入规模和盈利能力同步提升。受益于行业复苏、产品结构上移和产品价格上调，2016~2018 年公司营业总收入分别为 86.27 亿元、103.95 亿元和 130.55 亿元，复合增长率达到 23.02%。同期，公司毛利率分别为 60.90%、71.93%和 77.53%，收入规模和经营业绩稳步提升。
- 财务结构稳健，偿债能力极强。得益于 2017 年通过非公开方式成功发行股票以及近年留存利润积累，公司自有资本实力进一步增强，

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn



李婧喆 jzhli@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月15日

财务结构稳健。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 21.61%，财务杠杆比率低，偿债能力极强。

关注

- 销售费用逐年增长。2016~2018 年公司销售费用分别为 15.57 亿元、24.12 亿元和 33.93 亿元，复合增长率 47.59%，远超同期业务收入增速。作为白酒企业，公司在营销方面的支出刚性较强，销售费用控制压力较大。
- 中高端白酒市场竞争加剧。在高端白酒价格快速上涨以及消费升级驱动下，传统中高端酒企深耕市场及二线名酒产品升级向上突破，导致未来中高端白酒市场竞争激烈，中诚信证评对此予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）前身为泸州老窖酒厂，始建于1950年3月，1993年9月经四川省经济体制改革委员会川体改（1993）105号文批准，由泸州老窖酒厂以其经营性资产独家发起以募集方式设立的股份有限公司。1993年10月，公司经四川省人民政府川府函（1993）673号文和中国证券监督管理委员会证监发审字（1993）108号文批准公开发行股票，并于1994年5月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码为“000568”。后经股权分置改革、定增和出售股票，泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）持股比例由69.56%降至53.32%。2008年公司以资本公积和未分配利润转增股本，总股本增至13.94亿股，泸州市国资委持股比例不变。2009年经国务院国有资产管理委员会批准，泸州市国资委将其持有公司41.60%的股份无偿划转给旗下全资子公司泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）和泸州市兴泸投资集团有限公司（实际控制人为泸州市国资委，为老窖集团一致行动人，以下简称“兴泸集团”），至此，老窖集团、兴泸集团和泸州市国资委的持股比例分别为21.52%、20.08%和11.92%，老窖集团成为公司第一大股东。2012年和2013年公司通过股票股权激励计划两次行权后股本增至14.02亿股。2014年和2016年泸州市国资委进行两次股权无偿划转，将其所持有的共计8,108.83万股和8,400.00万股分别无偿划转给老窖集团和兴泸集团，泸州市国资委持股比例降至0.08%。2017年2月老窖集团将其通过集中竞价方式在二级市场购买的泸州老窖13,137,100股份转让与其全资子公司四川金舵投资有限责任公司（以下简称“金舵投资”），金舵投资于2017年至2018年间将上述股份在二级市场减持完毕。2017年8月，公司定增增加股本6,250万股，实际募集资金29.53亿元，资本公积增加28.93亿元。截至2019年3月末，公司总股本为14.65亿股，其中老窖集团、兴泸集团和泸州市国资委分别持有26.02%、24.99%和0.08%的股份，公司控股股东为老窖集团，实际

控制人为泸州市国资委。

泸州老窖是我国浓香型白酒的起源，拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保护最完整的窖池，其酿造的“国窖1573”成为中国白酒鉴赏标准级酒品，“泸州老窖特曲”是中国古老的四大名酒之一。2018年公司白酒生产量为15.68万吨，销售量14.64万吨，库存量5.02万吨，具备良好的市场竞争力和品牌知名度。

截至2018年末，公司资产总额226.05亿元，资产负债率24.25%，所有者权益（含少数股东权益）171.24亿元；2018年公司实现营业总收入130.55亿元，净利润35.10亿元，经营活动净现金流42.98亿元。

截至2019年3月末，公司资产总额239.27亿元，资产负债率21.61%，所有者权益（含少数股东权益）187.56亿元；2019年一季度公司实现营业总收入41.69亿元，净利润15.54亿元，经营活动净现金流5.61亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	泸州老窖股份有限公司
债券名称	泸州老窖股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期发行的规模为不超过人民币25亿元（含25亿元），发行人和主承销商将根据网下询价情况，协商一致后决定最终发行规模。
债券期限	本期公司债券的期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率为固定利率，本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加/减调整基点，在债券存续期后2年固定不变。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期公司债券募集资金扣除发行费用后，将用于酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目。发行人将根据本期债券募集资金的实际到位时间和项目资金需求，灵活安排募投项目投资的具体事宜。

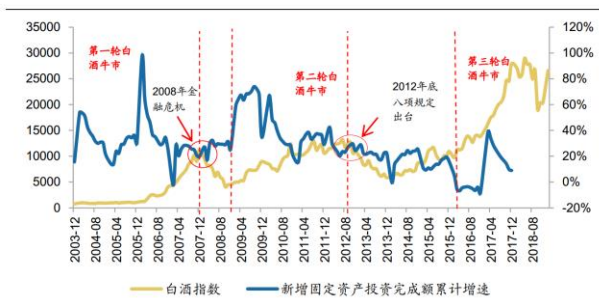
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

白酒在我国历史悠久，是我国传统文化的重要组成部分和社会生活不可缺少的饮品。白酒是我国特有的酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒（又称金酒）等并列为世界六大蒸馏酒。白酒按香型分类，可以分为酱香型（也叫茅香，以茅台为代表）、浓香型（也叫泸香型，以泸州老窖和五粮液为代表）、清香型（也叫汾香型，以汾酒为代表）三大香型，还有兼香型（浓酱结合）、凤香型（西凤酒）等。三大香型白酒都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经长时间发酵而成，最后用“甑”蒸馏而成原酒，原酒经过长时间储存老熟，勾兑调味成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

图1：2014~2018年白酒指数走势



资料来源：广发证券发展研究中心

2003~2012 年是我国白酒行业的黄金扩张期。我国经济保持较快发展，居民收入稳步提升，加之政务需求旺盛，推动中高端白酒消费，整体呈现量价齐升的局面。在此期间，白酒行业产量从 331 万吨提升至 1,153 万吨，收入规模从 545 亿元增长至 4,466 亿元。在十年白酒行业高速发展后，行业泡沫逐渐积累，高端白酒价格远高于居民消费能力，且三公消费占高档酒收入的比例较高，2011 年底，国家开始限制三公消费，2012 年底，中央“八项规定”出台更加严格的限制三公消费和公务用酒，白酒行业步入深度调整期。2015 年开始，经过两年的深度调整，行业自身积累的弊病得以出清，渠道库存得以清理，消费结构得以持续改善，三公消费占比大幅缩减。与此同时，伴随着国家经济的转型发展，居民收入和消费能力逐步提升，2016 年城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民人均现金收入

分别为 33,616 元和 12,363 元，分别同比增长 7.8% 和 8.2%。大众消费得以有效承接，2016 年商务和大众消费占比分别为 55% 和 40%。消费需求支撑行业进入复苏期，其中，高端白酒多次提高出厂价，终端销售情况向好，次高端紧随着高端酒采取谨慎提价策略，通过放量抢占市场，中端酒则以放量为主。2016 年白酒行业总产量为 1,358.37 万千升，同比增长 3.23%。2017 年白酒市场以控量保价消化库存为主，全行业产量为 1,198.10 万千升，同比下降 11.80%，同期全国规上白酒企业销售收入 5,654.42 亿元，同比增长 14.42%。在行业调整期渠道库存基本出清后，随着终端需求回暖和渠道利润改善，行业将进入加库存周期。2018 年 3~8 月，全国白酒产量延续跌势，9 月后产量缓慢回升，全年实现产量 871.20 万吨，同比下降 27.28%。

图2：2012~2018年全国白酒总产量及增速



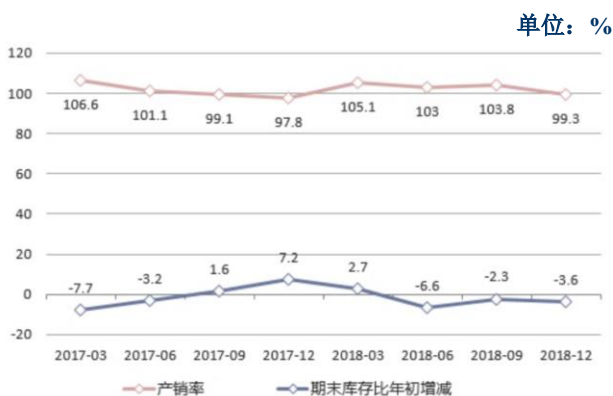
资料来源：国家统计局

消费升级带动行业趋好。根据招商银行统计数据，国内高净值人群持续增加，到目前为止国内高净值人群已达 187 万人，同比增长 18.35%，呈持续扩容状态。其中，资产在 1,000-5,000 万元的高净值人群占比最大，达 88.76%。随着中产阶级群体的持续扩张，叠加家庭人均可支配收入的持续稳定增长，消费升级进一步加速。高端和次高端白酒受益于这一大环境的改善，相关消费具备客观的需求支撑，市场容量有望进一步扩张。同时，根据尼尔森最新研究数据显示，与以往概念里定位的高端白酒消费者年龄段为 30-35 岁不同，80 后开始成为高端白酒消费的主流群体，白酒消费年龄层次开始年轻化，其中 18-25 年龄段白酒消费者占比已接近 8%，高端和次高端白酒消费具备可观的消费者梯度支撑。此外，在经历白酒行业深度调整压抑后消费开始反弹，大众消费和商务消费成为行业主流，有

效地承接了行业去政务化后留下的市场空间，白酒市场需求也由金字塔型向纺锤型转变。随着人们手中可支配收入的持续增加，在满足生存等基本物质条件外，人们会争取更大程度地改善生活，生活理念也将随之发生变化。人们更加关注营养和健康，“少喝酒、喝好酒”成为一种共识。为了满足消费者市场变迁健康化的需求，白酒行业进入“结构调整持续创新增长”的新常态，各酒企重视产品创新，培养健康、理性的白酒消费群体。整个消费需求结构更合理，从而支撑行业良好发展。

行业调整去库存后进入加库存周期。2012年之前白酒行业受投资和地产带动，加上“三公消费”助推，在2011年左右茅台五粮液价格上升，渠道库存大量囤积，次高端白酒也处在持续加库存状态。2012年下半年“限三公消费”和“酒驾入刑”等政策推出，消费需求受到较大影响，行业从“卖方市场”转向“买方市场”，渠道堆积的库存加剧了各酒企销售压力。2013-2014年整个高端和次高端白酒企业基本处于去库存状态。2015年渠道库存基本出清，得以合理化，高端和次高端白酒回暖并重新开启上升通道。随着消费的持续升级，终端需求开始增加。各家酒企开始通过控量保价等手段理顺渠道价格，以前价格倒挂的产品逐渐实现了顺价，经销商的渠道利润亦得到了有效改善，2017年行业进入加库存周期，全年白酒产销率为97.8%，白酒期末库存比年初增加了7.2%。2018年，中国白酒产销率为99.3%，同比增加了1.5个百分点，期末库存比年初减少3.6%。

图3：2017.3~2018年全国白酒产销率及期末库存比



资料来源：国家统计局

品牌集中度提升，行业复苏呈结构性分化。随

着人民生活水平的持续改善和消费理念的转变，兼具“面子”和“里子”的全国名优酒和地方强势品牌更加受到消费者的青睐，品牌开始向全国名优酒和地方强势品牌集中。一线高端白酒基本以“飞天茅台”、五粮液和“国窖1573”为主，二线次高端白酒基本以剑南春、水井坊、洋河、汾酒、沱牌舍得和酒鬼酒等品牌为主，地方强势品牌白酒基本以各地方龙头企业构成，包括古井贡酒、口子窖等。在此轮行业调整中，高产品品质驱动下的高品牌影响力的酒企优势明显。从目前情况来看行业的分化趋势非常明显，强者恒强、弱者愈弱已是行业常态，具有较高品牌影响力的酒企抗风险能力强，也易调整恢复并具有业绩增长的持续性，高端、次高端和部分地方强势品牌白酒业绩持续趋好并呈加速增长状态。其中一线白酒业绩持续加快，贵州茅台2018年营业收入和归母净利润分别同比增长26.49%和30.00%，增长势头强劲。次高端白酒因前期行业调整后的低基数和行业景气度的持续改善业绩呈爆发式增长势头。而三线白酒却呈现出分化趋势，口子窖、今世缘等地方强势品牌因长期深耕大本营市场，保持了相对较好增长势头。各名酒企业业绩增速普遍快于行业整体业绩增速，品牌逐渐向名优酒集中，行业复苏呈结构性分化。

价格方面，白酒行业进入门槛较低，业内企业数量庞大。但高档酒进入门槛相对较高，以茅台、五粮液和泸州老窖为代表的少数兼具品牌、质量、历史文化底蕴的白酒生产企业占据了高端白酒的绝大多数市场份额。随着消费者理念的成熟以及食品安全意识的增强，白酒行业呈现出向品牌企业集中的趋势，在这种背景下，一线白酒及区域品牌优势突出的二线白酒定价权很强，在产业链中处于强势地位。在市场行情火爆时，掌控了价格话语权的白酒企业忽略了消费市场需求的变化，一再地通过“增产-提价”的简单方式获取了超额利润。白酒企业在获取高额利润动力的驱使下，将中高端白酒作为其主要投入对象。茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒、郎酒、水井坊、沱牌舍得等知名酒企在过去几年都把销售重点放在中高端白酒上，这些白酒企业在获得实质性利益的同时，也直接促成了行业价

格水平的虚高。但 2012 年下半年以后，受到政府严格控制“三公”经费的影响，以政商宴请为主要用途的中高端白酒需求下滑虽白酒公款消费方面受到抑制，但近年来我国居民消费升级趋势较为强烈，个人对于高端白酒的需求和消费的增加已一定程度上消除了三公消费限制带来的负面影响。此外，在白酒行业深度调整后，无论是企业库存还是渠道库存都得到一定程度的释放，渠道供需关系达到了新的平衡点，茅台、五粮液和泸州老窖都陆续对其高端产品进行提价或提价准备，截至 2019 年 2 月 1 日，“飞天茅台”（53 度）500ml 和五粮液（52 度）500ml 最新零售价分别为 1,499 元/瓶和 1,016 元/瓶，未来高端白酒价格将维持强势。

总体来看，白酒作为我国特有的酒品，拥有广大的消费人群，市场基础较为坚实。经过深度调整后，白酒消费逐渐回归大众消费，消费需求逐渐年轻化、健康化，而且消费升级带动了大众对于名优酒的消费需求，行业品牌集中度提升，并在去库存后进入量价齐升的加库存周期，2016 年以来各大高端白酒先后上调出厂价，白酒行业逐步复苏，高端白酒市场也开始回暖。

行业政策

白酒行业的主管部门是国家发改委以及地方各级人民政府相应的职能部门。白酒行业的全国性行业自律组织为中国酿酒工业协会白酒分会和中国食品工业协会白酒专业委员会。白酒行业属于酿酒食品工业。为保障食品安全，实现绿色生态和循环经济发展，扩大内需，增强消费，我国先后出台了一系列影响行业发展方向的政策措施。

表2：影响白酒行业的相关政策

时间	政策	内容或影响
2011.12	食品工业“十二五”发展规划	鼓励白酒行业通过改造升级，加快淘汰落后产能，优化产品结构，完善质量保障体系，提高产品质量安全水平
2012.2	西部大开发“十二五”规划	明确提出在西部地区推动酿酒、制糖等食品加工业发展，着力打造贵州遵义和四川宜宾、泸州白酒“金三角”生产基地
2012.3	国务院召开第五次廉政工作会议	提出要严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高端酒和礼品
2012.4	国务院常务会议	对2012年中央部委“三公经费”的公开做出了更为严格的要求
2012.12	中共中央政治局会议	审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定
2013.11	关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知	严格落实白酒生产企业主体责任，从源头保障白酒质量安全，着重强调了对塑化剂污染物的控制措施，严禁使用非食品原料生产白酒，严禁超范围使用食品添加剂
2016.4	中国酒业“十三五”发展指导意见	预计到2020年，酿酒产业预计实现总产量8,960万千升（含酒精及白、啤、葡、黄、其他酒等六个子行业），比2015年7,370.06万千升增长21.57%，年均复合增长3.98%
2017.1	关于促进食品工业健康发展的指导意见	优化产业结构，促进转型升级、强化创新驱动，加快“两化”融合
2017.9	关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见	鼓励和支持白酒企业开展技术创新、工艺创新和产品创新，加强关键技术及设备研发，推动企业实施机械化、智能化、信息化改造
2018.1	国家发展改革委价监局《关于召开白酒行业价格法规政策提醒告诫会》	引导和推动白酒生产流通企业守法经营，维护市场价格秩序，营造公平竞争环境，促进白酒行业持续健康发展
2019.4	关于就《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》公开征求意见的公告	征求意见稿第二类限制类中列明白酒生产线，但是备注“白酒优势产区除外”，表明了国家相关部门对名优白酒的发展给予积极支持的态度，利于白酒优势产区的发展

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

受行业政策的影响，部分规模较小的白酒生产企业面临淘汰，行业规模进一步集中，名优白酒生产企业的规模优势和品牌优势进一步增强。同时，由于国家产业政策淘汰落后产能限制了新增产能，白酒生产企业的现有产能得到充分发挥，供给增长较稳定。

行业关注

大众消费逐步成为白酒消费的主要方式，消费结构的变化对行业渠道建设和营销方式产生一定影响

白酒作为消费品，除了城镇化率提高和庞大人口基数带来的人口红利以及居民收入提高带动消费升级外，渠道分销能力是拉动白酒行业成长的重要因素，尤其在行业景气度下滑阶段，渠道是支持白酒企业穿越周期的强大力量。渠道服务于营销，需求端的变化会带动营销模式和渠道方式的演进，最终决定行业的发展程度。

目前，白酒行业的渠道包括两种，一种是传统的流通渠道，如酒店、餐饮、团购、直营店、专卖店等；一种是新兴的电子商务渠道。随着公务消费大幅萎缩，大众消费逐步成为白酒的主要消费方式，白酒销售渠道也呈现扁平化态势。消费主体的变化对酒企的营销渠道方面产生了较大影响，各酒企着重线下渠道的深耕及线上渠道的开拓，向中大城市进行核心销售终端建设，包括专卖店、旗舰店和其他有社会影响力的销售终端，大力整合资源，在产品陈列、品牌宣传和推广各方面给予支持。同时，酒企不断强化终端营销，精细营销团队，重视细分领域的建设。此外，以价格优势取胜的电商渠道异军突起，一线品牌白酒企业也更加重视自有的电子商务平台，如茅台云商、五粮液e店。市场环境的转变迫使白酒企业重新思考传统渠道的发展，在消费结构发生变化的情况下，不断调整、改善现有的渠道模式，探索新的营销渠道，深挖新常态下的新零售价值。

高端白酒挤压式增长，中高端白酒市场竞争加剧

高端白酒的竞争格局经历三轮变化后，高端龙头逐渐形成寡头垄断地位，由贵州茅台、五粮液和泸州老窖主导，2018年分别实现营业收入736.39亿元、400.30亿元和130.55亿元，分别增长26.49%、32.61%和25.60%。同期，全国规模以上白酒企业累计完成销售收入5,363.83亿元，比上年增长29.96%。在行业收入规模增速放缓的情况下，高端白酒的快速扩张意味着行业内其他酒企的生存空间被挤压。

在经历了几年的销售低迷、减产降价后，自

2015年后行业回暖以来，中高端以上板块呈现出快速增长态势，中高端市场平均消费价格上移，名酒企不断加大在细分市场的投入，着力产品升级向上突破，竞争日趋白热化。利用高端白酒产量有限的特性，各名酒企通过“推陈出新”、“品牌复兴”、“品质至上”、“价格带上移”等举措突围中高端市场空间，次高端和高端白酒市场亦承压。

低酒精、健康化酒类产品抢占白酒市场

白酒作为一种重要的中国传统饮品，虽然会长期存在，但随着人们健康观念的转变和对健康的日益重视，酒品消费趋势向低酒精度、健康化转变。2015年锐澳引领的预调鸡尾酒市场表现抢眼，加之八零九零后消费需求上升，年轻消费者更青睐于口感细腻的啤酒，葡萄酒和洋酒也符合年轻化趋势，同时，黄酒、补酒以及保健酒的消费观念逐渐被消费者广泛接受，使其与白酒的市场竞争日益激烈。尽管各酒企也开始向健康酒市场逐渐发力，五粮液推出贵泓国养健康酒、泸州老窖推出绿豆大曲保健酒，均是以滋补或具备某种功效的健康白酒，但值得注意的是，国内健康酒类市场竞争格局尚不成熟，大量的小微企业涌入，客观存在着全国性品牌和区域性品牌共存的局面，行业竞争相对单一。总体来看，各种低酒精、健康化产品逐步蚕食白酒市场份额，将给白酒生产企业的经营管理带来一定挑战。

竞争实力

特色品牌优势

品牌系白酒企业的核心经营资源之一。“泸州老窖”商标及其他无形资产进入上市公司时，无形资产已经摊销完毕，账面价值为零，但其实际价值很高。“泸州老窖特曲”是中国最古老的四大名酒之一，在白酒行业内有相当的知名度。公司采取“国窖1573”和“泸州老窖”双品牌运作，前者定位浓香国酒，与飞天茅台、五粮液一同作为高端白酒的代表；后者主打品牌复兴。在白酒市场份额逐渐向品牌集中趋势下，公司凭借深厚的历史文化背景，品牌价值底蕴突出，多元化品牌驱动渠道优化升级，增强了公司竞争力。

窖池、酿制技艺突出

老窖池是浓香型白酒企业的核心资源，是产出好酒的根本条件。泸州老窖拥有行业规模大、品种多、保护完整、连续使用至今的“酿酒活态文物”，其中始建于公元 1573 年的老窖池为中心的窖池群，于 1996 年被国务院颁布为“全国重点文物保护单位”，2006、2012 年相继入选《中国世界文化遗产预备名单》，是目前行业里唯一的酿酒活文物。2013 年 3 月，泸州老窖 1,619 口百年以上酿酒窖池、16 家明清酿酒作坊及三大藏酒洞，一并入选“全国重点文物保护单位”，并入第四批保护名单。同时，泸州老窖的酿制技艺具有悠久的历史，是川酒及浓香型白酒酿制方法的典型代表，“泸州老窖酒传统酿制技艺”已于 2006 年 5 月入选首批“国家级非物质文化遗产名录”。较强的品牌知名度、丰富的窖池资源以及传统的酿制技艺为公司生产提供了良好的保障。

泸州老窖拥有国家级非物质文化遗产代表性传承人 1 名，中国酿酒大师 2 名、中国白酒大师 2 名、中国白酒工艺大师 3 名、中国评酒大师 2 名、教授级高级工程师 4 名、享受国务院特殊津贴专家 6 名、全国技术能手 3 名、四川省学术和技术带头人 3 名、天府工匠 1 名、天府科技菁英 1 名，同时培养包括国家级白酒评委、酿酒高级技师、技师在内的技能型人才数百名。泸州老窖拥有着不可复制的地域资源优势、窖池优势、质量优势、品牌优势、人才优势。

业务运营

公司主营酒类业务，以专业化白酒产品设计、生产和销售为主要经营模式，主要产品包括“国窖 1573”、“泸州老窖”等系列白酒。2016~2018 年，公司分别实现营业总收入 86.27 亿元、103.95 亿元和 130.55 亿元，年均增长率为 23.02%；其中酒类业务分别实现收入 83.96 亿元、101.15 亿元和 128.60 亿元，占营业总收入的比重超过 97%；其他收入分别为 2.30 亿元、2.80 亿元和 1.96 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 41.69 亿元，较上年同期增长 23.72%。整体来看，公司业务规模不断扩大，以白酒产品为主导的收入结构布局稳定。

酒类

原材料采购

公司白酒成本主要包括粮食、包装材料等生产成本和销售费用。2018 年公司营业成本中，除人工工资外，最主要的为原材料及制造费用，占营业成本的 93.98%，其中原材料占 84.99%，包装材料和粮食价格的变化对公司的生产成本会带来直接影响。

表 3：2016~2018 年公司酒类营业成本构成情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	27.63	81.91	24.66	84.51	24.93	84.99
人工工资	1.96	5.80	1.85	6.33	1.76	6.01
制造费用	3.06	9.07	2.66	9.11	2.64	8.99

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

粮食采购方面，公司产品系单粮酿造的浓香型白酒，原材料主要为高粱。子公司泸州红高粱现代农业开发有限公司（以下简称“红高粱公司”）负责管理泸州老窖有机生态原粮种植基地，自产有机糯红高粱，主要用于酿造高端产品。基地采取“公司+农场+农户”的模式，种子、有机肥和生物农药由公司提供，农户提供土地并负责种植，公司负责回收高粱。公司通过加强对有机高粱基地的监管，采取统一种子繁育、统一农资发放、统一技术培训、统一病虫害防控、统一收储管理的“五统一”措施，保证泸州老窖酒有机高粱的质量和安全性。2008 年 8 月，公司有机原粮基地通过中绿华夏有机食品认证中心的有机产品认证，成为首家也是唯一一家通过有机认证的浓香型白酒企业。其他酿酒生产原辅料采购，通过公开招选的方式建立了供应商名录，采用定期竞争性谈判方式，由中标单位供应合格粮食。

公司原材料仓储和运输由供应商负责，在选择供应商时明确其仓储能力和运输能力，除保障 2~3 天的粮食用量外实行零库存管理。公司原材料采购按季度、按月等方式实施。生产期间，公司会提前一天向供应商下达次日保障需求。原材料需经检验部门抽检、每包拆分检验、班组二次检验等多重检验合格后方可进入车间使用，从而保证产品质量安

全。

公司产品所需包装材料包括瓶、盒、箱、盖以及泡沫杂件等，主要由包材采供中心统一进行采购。包装材料采购采取招标、评选等公开竞争模式，相应供应商库包括七十余家供应商，受限于运输半径，主要供应商位于泸州酒业集中发展区域，采购较为便利。公司根据生产计划用量和各类产品的采购周期向供应商直接下订单，同时设立安全库存储备制度。收货后由质量管理中心进行质量控制，验收合格再进行灌装，从而有效保证原材料供给和质量的稳定

在与粮食供应商进行竞争性谈判之前，公司会自行调查市场价格，并结合当地粮食批发市场行情、第三方机构粮食价格市场分析报告，判断供应商价格合理性，在预判价格上涨前加大采购量或避开价格波动期的高峰期，从而有效应对粮食价格波动。粮食的供应商和采购品种相对固定，采购价格较为稳定。2016~2018年，公司前五大供应商采购额占年度采购总额的比例分别为 30.40%、50.56% 和 35.55%。

采购结算方面，粮食和包装材料的采购价均为到岸价，公司每月对粮食供应商通过银行转账方式结算二到三次；包装材料系当月使用次月结算，结算通过银行转账方式。

总体来看，公司原材料供给较稳定，定价机制较合理，但粮食采购价格的波动对公司生产成本带来的直接影响仍需关注。

生产

公司前身是由 36 家酿酒作坊合并而成，现生产基地包括国窖基地、罗汉基地、小市基地和黄舥基地（建设中），沿长江和沱江分布。

公司设供应链管理中心，负责规划灌装生产能力、制定和下达生产订单以及协调酿酒公司的生产联排，酒源保障环节的具体实施由酿酒公司负责。白酒生产工艺一般包括高粱粉碎、混合拌料、上甑蒸馏、摊晾下曲、入窖发酵、入洞储藏、基酒处理、包装生产等。公司酿酒工艺的独特优势体现在地、窖、艺、曲、水、粮、洞七个方面。泸州是长江和沱江的交汇之处，位于中国白酒金三角（宜宾、泸

州、遵义）的核心腹地，温润的气候适合白酒酿造；公司拥有“建造时间最早、保存最完整、持续使用时间最长”的 1573 国宝窖池群，其繁衍出丰富多样的微生物菌落，目前公司拥有上万口老窖池，并制定了规范的窖池维护制度；“泸州老窖酒传统酿制技艺”作为浓香型白酒唯一代表入选首批“国家非物质文化遗产”；大曲是酿造白酒的发酵生香剂，1324 年，元代酿酒大师、“制曲之父”郭怀玉发明的“甘醇曲”开启了中国白酒大曲酒的历史；长江、沱江、赤水河和永宁河均在泸州境内，水质纯净、硬度适宜的丰富水资源适合白酒酿造；公司采用川南特有的有机糯红高粱进行单粮酿造，其酒体更为纯净；泸州老窖拥有纯阳洞、醉翁洞和龙泉洞三大天然藏酒洞，温度常年保持在 20℃ 左右，相对湿度常年保持在 80% 左右，恒温恒湿、微生物种群丰富的环境为白酒酒体的酯化、老熟、生香提供了环境。

泸州老窖从原粮种植、酿酒生产、酒源储存、白酒勾调、包材保障等各个环节，均严控产品质量；产品在投放市场前，需经过第三方专业机构国家酒检中心对产品进行多个指标的检验。同时，公司充分利用国家级标准化农业示范区、国家固态酿造工程研究中心、国家酒检中心，坚持科学严谨的质量管理运行体系、先进完善的硬件保障，做到“源头预防，过程控制，结果监测”，使泸州老窖的产品质量得到充分保证。

公司在坚持传统酿酒工艺的前提下，深入研究传统酿酒工艺科学原理的基础上大量探索，形成了制曲自动化等较为成熟的技术方案，并进行了一定规模的技改运用。2016 年公司启动酿酒工程技改项目（一期工程）的建设，并于 2017 年 8 月定增实际募集资金 29.53 亿元，截至 2018 年末项目累计投入 13.80 亿元，投资进度为 46.75%，预计 2020 年 12 月 31 日前投入使用。该项目将对公司现有生产布局、生产设备设施、配套功能实现优化升级，提升公司现有固态白酒酿造能力，提高生产体系运营效率以及降低生产成本。

表 4: 此次公司债募投项目情况

募投项目	总投资	影响
酿酒工程技术改造项目(二期工程)	40.73 亿元	一方面提升优质基酒生产能力和储酒能力, 另一方面通过生产环节的自动化、智能化升级建设, 提高生产体系现代化水平, 降低生产成本, 提升品质管控能力。
信息管理系统智能化升级建设项目	7.17 亿元	进一步完善公司生产、销售、管理等各业务板块信息化系统建设, 提高运营和管理效率, 降低生产经营成本, 提升公司竞争力和盈利能力。
黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目	2.83 亿元	提高白酒产品品质的稳定性, 可实现整个酿酒生产现场更加整洁, 亦可节约泥土、水资源, 实现生产资源多效利用, 同时通过提升窖池密封装置高度, 提高了白酒产品产量。
黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	1.00 亿元	实现制曲过程的自动化、智能化, 为白酒行业实现工业 4.0 转型升级提供示范效应, 提高大曲发酵环节的可控性和产品品质的稳定性, 并实现生产资源多效利用及土地资源的最大化利用。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

本次公司债计划募集资金总额不超过 40 亿元, 将用于酿酒工程技术改造项目(二期工程)、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目和黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目, 项目总投资 51.73 亿元, 其中 11.73 亿元的资金缺口将通过自有资金补充。项目的实施可进一步提升公司核心竞争力, 对于公司战略目标的实现具有重要意义, 但其财务杠杆或将相应提高。

近年来, 随着公司产品结构优化以及品牌清理, 公司白酒产量有所下降, 2016 年~2018 年分别为 17.62 万吨、16.08 万吨和 15.68 万吨, 同期公司加大优良基酒的储存, 成品酒库存量分别为 3.32 万吨、3.98 万吨和 5.02 万吨。

表 5: 2016~2018 年公司白酒产销情况

	单位: 吨		
	2016	2017	2018
生产量	176,217.11	160,760.38	156,750.50
库存量	33,206.13	39,845.59	50,169.95
销售量	178,991.90	154,120.92	146,426.14

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

此外, 须注意的是, 2019 年 5 月 9 日, 生态环

境部网站报道中央第五生态环境保护督察组 2018 年 11 月 3 日至 12 月 3 日督察情况, 反馈公司罗汉酿酒基地污水处理站污水处理能力不足、污水漏排、污泥处置不规范。一是关于污水处理站污水处理能力不足问题。罗汉基地污水处理站建于上世纪 80 年代, 设备设施使用年限长, 公司不断进行技术改造, 加强工艺措施管控, 确保了达标排放, 公司法定排污口在线监测数据实时上传四川省重点监控企业污染源监测信息公开平台。公司于 2017 年 11 月立项实施污水站提标技改项目。技改后, 废水处理排放标准限值在行业内将率先达到《发酵酒精和白酒工业水污染物排放标准》的表 3 直接排放标准限值(现行标准为表 2 直接排放标准)。截至 2018 年 12 月底, 该项目已经完成了集水井、均质池、UASB 厌氧罐、沼气火炬的土建和安装工作, 目前正在加快推进, 预计在 2019 年 9 月底前建成投用。二是关于污水漏排问题。因酒库围墙侧地基沉降导致该处污水管网接头处出现裂缝渗漏, 2018 年 11 月初发现后公司及时对该处渗漏点进行了排查修复, 同时对全厂区污水管网进行了排查改造, 公司已完成污水管网改造 3,000 米左右, 下一步污水管网将由地理式改为地上压力输送管网系统, 计划在 2019 年 9 月底前完成, 彻底排除渗漏隐患。三是关于污泥处理不规范问题。2018 年 12 月 17 日, 公司与四川泸州川南发电有限责任公司签订协议, 委托其对污泥进行焚烧处理。此外, 公司正与西南大学联合开展活性污泥(酿酒废水处理副产物活性菌种)生产有机肥的研究。目前, 试验所生产的有机肥各项指标符合《有机肥料》(NY525-2012)标准, 并已进展至田间肥效试验阶段。上述事项并未导致发生重大环保污染事件, 未导致公司生产经营出现中断、终止等情况, 未对公司正常生产经营造成重大不利影响。目前公司正在积极整改, 正加快推进污水处理设施提标技改项目、全厂污水管网排查改造工程; 公司将严格持续履行与具备专业资质第三方的污泥处理协议、落实已建立的污泥处置全过程监管机制, 开展污泥资源化利用研究, 防止环境污染隐患。随着国家环保政策不断加码, 绿色、环保生产是企业实现可持续发展的必由之路, 中诚信证

评对公司绿色环保生产风险保持关注。

综合而言，公司白酒生产工艺精细，并注重技术升级改造优化产能，在保障基酒质量的同时夯实业绩增长基础。

销售

泸州老窖白酒产品按照产品价格带分为高端、中端、低端三大类。高端酒主要代表为“国窖 1573”系列产品；中端酒主要代表为“泸州老窖窖龄酒”系列、“泸州老窖特曲”系列等产品；低端酒主要代表为“泸州老窖头曲”、“泸州老窖二曲”系列产品。公司从 2015 年开始实施“泸州老窖五大战略单品”的产品策略，即“国窖 1573”、“泸州老窖窖龄酒”和“泸州老窖特曲、头曲和二曲”构成的泸州老窖核心五大战略单品，构建出泸州老窖市场运营的核心主线产品。为配合核心营销战略，公司将优势资源聚焦五大战略单品。除以上传统中式白酒外，公司还大力推进以传统中式白酒为基础的养生酒和创新酒类产品作为未来的业绩增长点。2017 年初以自有资金现金收购泸州老窖集团养生酒业有限责任公司（现更名为泸州老窖养生酒业有限责任公司），并投资设立了泸州老窖百调酒业有限公司。

公司采取“四点三线一中心”的营销组织架构，并建立七大营销服务中心。公司按照不同的产品线配备专业销售人员，并以地级市为单位进行业务统筹，根据业务需要由多个地级市共同构成销售片区的销售组织机构。

公司对五大单品实行专业化营销模式，根据不同品牌的动销和库存情况，实现精细化管理；针对专属销售渠道，公司设立泸州老窖电子商务股份有

限公司和泸州老窖优选供应链管理有限公司，分别对接电商渠道和专卖店渠道，负责全产品线的专属渠道销售；国外的销售网络主要由泸州老窖国际发展（香港）有限公司管理，为加快北美市场的快速发展，还设立了北美办事处。

公司在产品价格体系和产品库存管理上精细化管理。产品定价方面，公司产品依据“市场定价”原则，在定价过程中主要考虑产品品牌价值、产品价格带定位、文化价值、竞品标杆产品价格、市场消费水平、国家宏观经济情况等因素，来确定不同产品的销售价格体系。在产品销售价格体系管控与执行方面，公司在全国范围内调查产品价格，分析市场价格的合理性和执行效果。在库存管控和动销管理方面，公司实施以安全库存为基数的销售订单配额制。精细化的管控使公司更加了解市场需求，有利于价格与供货量的平衡。

2016~2018 年，公司高档酒销售收入分别为 29.20 亿元、46.48 亿元和 63.78 亿元，在酒类收入中的占比分别为 34.78%、45.95%和 49.60%，呈现逐年增长态势；同期，中档酒销售收入分别为 27.91 亿元、28.75 亿元和 36.75 亿元，占酒类收入比重基本稳定。得益于公司明确了五大单品的市场定位，将优势资源聚焦五大战略单品，理顺价格体系，实现了中高端产品量价齐升，产品结构持续向中高档倾斜。此外，公司近年来不断增加销售投入，通过广告投放和事件营销等方式扩大品牌影响力。2016~2018 年，公司低档酒销售收入分别为 26.85 亿元、25.92 亿元和 28.07 亿元。

表 6：2016~2018 年公司白酒分档次销售情况

单位：元、%

项目	2016		2017		2018	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
高档白酒	2,920,091,807.96	34.78	4,648,164,314.50	45.95	6,377,822,866.84	49.60
中档白酒	2,790,776,078.98	33.24	2,874,921,442.63	28.42	3,674,967,125.89	28.58
低档白酒	2,685,393,398.50	31.98	2,591,514,828.68	25.62	2,806,733,832.83	21.83
合计	8,396,261,285.44	100.00	10,114,600,585.81	100.00	12,859,523,825.56	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司主要销售区域包括西南、华中和华北地区，西南地区是公司最主要销售市场，收入规

模较稳定，近年公司华北和华中地区营业收入增长明显。目前，公司正在积极拓展华东市场，该区域

经济体量大，群众消费能力较强，且偏好品牌认可度，利于中高端产品的开拓。

总体来看，得益于白酒市场景气度的回升和公司白酒品牌较强的竞争实力，产品结构的上移带动了公司酒类业务收入的增长。同时，公司理顺各品类价格渠道，实现三线产品价格的全面提升，盈利能力呈上升趋势。

公司治理

治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、行政法规、部门规章、规范性文件的规定，不断完善公司法人治理结构，规范公司运作，建立了以公司《章程》为基础，以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等为主要架构的规章体系，形成了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的治理体系。股东大会是公司的权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项的决定权。公司董事会是公司的常设决策机构，对股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，外部董事 2 名，董事会下设战略、审计、提名和薪酬与考核委员会四个专业委员会，各专业委员会对董事会负责，根据《上市公司治理准则》、《公司章程》、《董事会议事规则》以及各专业委员会议事规则赋予的职权和义务，认真履行职责。公司监事会对股东大会负责，对董事、高级管理人员履行公司职务的行为进行监督，检查公司财务状况以及行使其它由公司章程赋予的权利，公司监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 名，监事会主席 1 名。公司高级管理人员包括经理、副经理、财务负责人和董事会秘书。董事会秘书负责公司股东大会和董事会会议的筹备、文件保管以及公司股东资料管理，办理信息披露事务等事宜。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会和经理层能够按照相关法律、法规和《公司章程》赋予的职权依法独立规范运作，履行各自的权利和义务，没有违法违规情况的发生。

内部控制

公司通过建立、健全各项内部控制制度，确保公司股东大会、董事会、监事会和高管人员的职责及制衡机制基本能够有效运作，公司内部监督和反馈系统基本健全。公司已按照现代企业制度建立健全了各种内部管理机构，并制定了包括一系列管理制度在内的完整的内部控制体系。

生产运营方面，公司具有独立完整的生产经营系统和自主决策能力。公司与控股股东及其控股子公司有日常关联交易发生，该部分日常关联交易属于合理配置资源的需要。对于关联交易，公司严格履行了相关决策程序和信息披露义务，实行独立董事事前审查，关联董事（股东）回避制度。组织架构方面，公司合理设置了内部管理机构，明确划分部门的职责和权限，各项经济业务活动均由公司高级管理人员及各部门负责人在授权范围内进行审批。业务控制方面，管理层在执行业务控制过程中，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，强化对业务处理过程中关键点的控制。

财务管理方面，公司根据企业会计准则及相关法律法规的规定，完善并实施了《内部审计制度》、《内部控制制度》、《货币资金管理办法》、《投资管理制度》等内部财务管理制度。同时制订了财务内部稽核制度，实行会计稽核责任制，对原始凭证、记账凭证、会计账簿、包括资产负债表、利润表和现金流量表在内的财务报表等各项业务进行稽核。

资金管理方面，公司于 2014 年 5 月和 2015 年 1 月分别披露了在中国农业银行长沙迎新支行、中国工商银行南阳中州支行等三处储蓄存款合计 5 亿元的合同纠纷，公司已报请公安机关介入，采取了资产保全措施，相关案侦和资产保全工作正在进行中，公司已启动了民事诉讼程序向责任单位追偿损失。截至 2019 年 5 月 7 日，公司共计收回上述三处储蓄存款合同纠纷款项 21,259.97 万元。中诚信证评认为，本次事件反应了当时公司制度流程存在一定的疏漏。2014 年底以来，公司加强整改，全面梳理业务流程，对财务人员岗位职责进行了完善，规范了相关制度，并加强对员工风险意识的强化宣

贯，对包括《货币资金管理办法》等制度进行了重新修订，并制定了多项业务的工作流程，提高了公司整体风险防范能力，内控管理体系得到有效完善。中诚信证评将对该事件的后续进展持续关注。

食品安全方面，公司设立质量管理中心，高度重视产品质量，制定了一系列质量管理办法，不仅依照食品企业卫生要求等相关法规标准化建厂，还在原料采购、生产加工以及包装运输过程中执行严格的质量控制标准，确保产品的质量安全，现已建立起来的质量管理体系符合国内食品法规的要求。同时，公司设立知识产权保护中心，职能包括在全国打击假仿冒产品、协调及维护全国执法部门、管理民事索赔等，着力维护品牌形象。

总体来看，公司已经建立健全的治理结构并不断完善内控制度，在人员、资金、生产、销售、财务等各重要环节都有较规范的管理。同时，公司高度重视食品安全，确保产品达到各项食品质量安全标准，降低了整体经营风险。

战略规划

为适应公司发展需要，健全投资决策程序，加强决策与战略制定的科学性，强化公司战略规划的执行力，完善公司治理结构，根据《中华人民共和国公司法》、《上市公司治理准则》和《公司章程》等有关规定，公司设立董事会战略委员会，主要负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。战略委员会由3名董事组成，其中包括1名独立董事，并担任主任委员。

公司“十三五”期间总体规划为“一二三四五”战略，即：明确重回中国白酒行业“前三”一个目标；坚持“做专做强”与“和谐共生”两个原则；深入贯彻落实加强销售、加强管理和加强人才队伍建设“三个加强”；把握在2015年—2020年间的稳定期、调整期、冲刺期和达成期等四个关键发展步骤；实现公司在中国白酒行业的市场占有领先、公司治理领先、品牌文化领先、质量技术领先和人才资源领先。

2019年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，将对泸州老窖的未来发展产生深远而重大的影响，公司将紧紧围绕“坚定、管理、规模”的发展主题，坚定必胜决心、坚持以我为主、抢抓发展

机遇，全力冲刺努力实现跨越发展。主要措施如下：

1、保持五个坚定。一是坚定做专做强的发展定位。要心无旁骛地聚焦酒业发展，专心致志地聚焦“双品牌”，打造“三品系”和“五大单品”。二是坚定前瞻务实的战略眼光。要重点加强外部竞争形势与内部工作动态分析，保持战略决策的前瞻性、系统性和科学性。三是坚持科学高效的治理模式。要不断完善决策授权体系，坚持科学民主决策，将先进的管理理念、机制和工具为我所用。四是坚持创新驱动的发展路径。要以科技创新推动公司高质量发展，以产品创新顺应消费升级和新生代消费者的崛起，以理念创新为品牌赋能，通过跨界融合实现渠道创新和服务创新。五是坚定和谐共生的责任担当。要主动履行大型骨干酿酒企业的社会责任，持续在精准扶贫、社会公益、企业税收和扩大就业等方面作出贡献，严守环保底线和安全红线，维护行业的团结和谐与上下游产业链的健康发展。

2、加强五项管理。一是加强战略管理。按“战略与企业文化融合、与组织职能匹配、与考核激励关联、与权责分配对应、与资源配置挂钩”的原则，构建起一以贯之的战略执行体系。二是加强系统管理。加快构建权责分明、层级清晰、闭环管理的系统与横向到边、纵向到底的管理链条，增强前后协同。三是加强精准管理。按照标准化、专业化、数字化、精细化的要求实施管理细化工程，树立和增强管理的权威性、指导性和实操性。四是加强风险管理。要防范决策风险、市场风险、管理风险、业务风险和廉洁风险。五是加强人本管理。要增强员工归属感，实施目标激励与成长激励，激发员工主动履职、快乐成长的主观动能。

3、扩大五个规模。一是扩大市场规模。要深入推进全域化市场精耕，加快推进全国化市场布局，攻抢空白市场，巩固成熟市场。二是扩大资源规模。要充分发挥泸州老窖文化底蕴、质量技术的核心竞争优势与公司品牌金字塔整体优势，使其转化为品牌资源、营销资源，利用企业影响力集聚社会资源。三是扩大生产规模。要全力推进技改项目，实施质量溯源管理，推动质量管理向产业链上下游延伸。四是扩大企业规模。要做好重大战略投融资研究和市值管理，加强投资者关

系管理，不断巩固提升泸州老窖在资本市场的良好形象，适时推动公司的扩张发展。五是扩大人才规模。要规划和构建以企业领军人物、行业专家等高层次人才为塔尖，以管理、营销和生产板块的复合型人才和专业技术骨干为塔身，以扎根一线基础业务的专业人才为塔基的泸州老窖“金字塔”型复合人才团队。

在建项目方面，截至 2018 年末，公司主要在建项目为酿酒工程技改项目，计划总投资 74.14 亿元，已投资 23.62 亿元。其中一期工程已于 2016 年

启动，预计 2020 年 12 月完工，投资资金为非公开发行股票筹集和公司自筹。未来技改项目的完成将对公司现有生产布局、生产设备设施和配套功能实现全方位优化升级，提升公司现有固态白酒酿造能力，提高生产体系运营效率，降低生产成本。总体来看，公司在建及拟建项目主要围绕白酒主业，着力增加优质白酒的生产能力，未来存在一定的投资需求，但公司自有资金充裕，且拟通过资本市场筹集项目资金，未来资金压力尚可。

表 7：2018 年末公司主要在建工程项目情况

单位：亿元、%

在建工程	预算数	已投资金额	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
酿酒工程技改项目	74.14	23.62	31.86	40.00	募集+自筹
国窖广场升级改造项目	4.20	3.96	94.39	95.00	自筹
营销网络指挥中心办公区域改扩建项目	2.72	0.42	15.37	30.00	自筹
固态法白酒智能化生产车间新模式应用项目	2.45	0.42	16.98	20.00	自筹
污水站提标技改项目	0.77	0.07	9.11	40.00	自筹
罗汉酿酒生产自动化设备改造项目	0.63	0.18	28.87	60.00	自筹
藏酒洞库打造项目	0.65	0.66	101.93	98.00	募集
合计	85.56	29.34	-	-	-

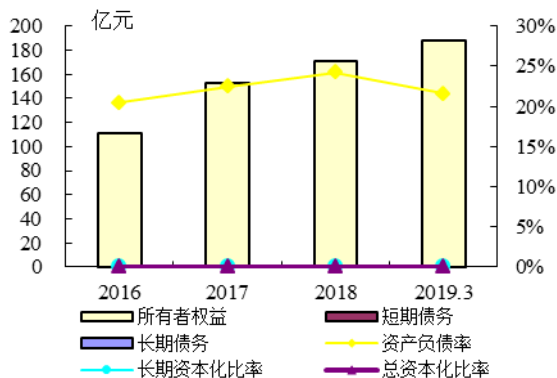
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构



数据来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2017 年 9 月，公司完成非公开发行人民币普通股 6,250 万股，实际募集资金金额 29.53 亿元，截至 2018 年末，公司所有者权益合计 171.24 亿元，三年复合增长率为 24.18%。公司拥有很强的上下游议价能力，获现能力强，日常运营对外部融资的依赖程度低，2016~2018 年，总负债规模分别为 28.62 亿元、44.43 亿元和 54.81 亿元。得益于收入规模的扩张，2018 年公司占用下游客户的资金规模扩大且应交的企业所得税、增值税和消费税相应增加，当年负债规模同比增长 23.35%。同期，公司总资产规模分别为 139.66 亿元、197.56 亿元和 226.05 亿元，复合增长率为 27.23%。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 20.49%、22.49% 和 24.25%。截至 2019 年 3 月末，公司总资产 239.27 亿元，总负债 51.70 亿元，所有者权益 187.56 亿元，资产负债率为 21.61%，财务杠杆比率低。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，以及 2019 年 3 月末，流动资产分别为 99.75 亿元、142.69 亿元、154.94 亿元和 160.84

亿元，占资产总额的比例分别为 71.43%、72.23%、68.54% 和 67.22%。截至 2018 年末，公司流动资产包括货币资金 93.67 亿元、存货 32.30 亿元、应收票据 23.88 亿元和其他应收款 1.67 亿元。其中，货币资金基本为银行存款，仅 140 万元保证金受限，流动性良好。2014 年，公司在中国农业银行长沙迎新支行、中国工商银行南阳中州支行等三处储蓄存款合计 5.00 亿元，因涉及合同纠纷事项，不具备货币资金性质，已转入其他应收款科目，并计提坏账准备 2 亿元。公司存货主要为基酒等自制半成品、库存商品和在产品等，2017 年以来公司顺应白酒行业进入加库存周期进行库存储备，公司库存商品及自制半成品均有所提升。公司与部分经销商采取银行承兑汇票方式结算，一般是半年到期托收，亦根据资金市场价差选择性进行贴现业务。

2016~2018 年末，以及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 39.90 亿元、54.87 亿元、71.10 亿元和 78.42 亿元，占资产总额的比例分别为 28.57%、27.77%、31.46% 和 32.78%。2018 年末，公司非流动资产包括在建工程 30.00 亿元、长期股权投资 20.91 亿元、固定资产 10.30 亿元、递延所得税资产 4.36 亿元、可供出售金融资产 2.76 亿元和无形资产 2.32 亿元。2016 年 6 月公司启动酿酒工程技改项目，该项目分两期实施；2017 年公司完成定增投入一期工程的建设，当年末在建工程规模同比增长 752.37%；目前该项目正按建设计划推进，工程投入逐年增多，2018 年末在建工程同比增幅为 91.45%，截至 2019 年 3 月末，在建工程进一步增至 36.34 亿元。公司长期股权投资对象主要系华西证券，并于 2018 年收购四川发展酒业投资有限公司 42% 的股权，将上述两者作为联营企业采用权益法核算。公司固定资产主要为房屋建筑物、专用设备和通用设备等。公司年末可供出售金融资产主要为国泰君安证券股份有限公司、四川北方硝化棉股份有限公司和泸州市商业银行股份有限公司的股票投资。无形资产主要为土地使用权。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2016~2018 年末，以及 2019 年 3 月末流动负债分别为 27.76 亿元、43.67 亿元、54.15 亿元和 50.79 亿

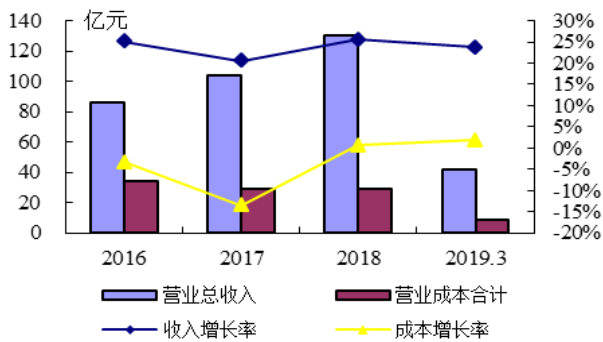
元，占负债总额的比重分别为 96.99%、98.29%、98.81% 和 98.24%。2018 年末公司流动负债主要包括应交税费 16.48 亿元、预收款项 16.04 亿元、应付账款 12.92 亿元和其他应付款 6.03 亿元。在收入规模增长的情况下，公司应缴纳的企业所得税、增值税和消费税相应增加，公司年末应交税费增长 66.77%；公司下游议价能力较强，销售环节要求客户预付货款，预收款项保持较大规模；2018 年公司加大对原材料和包装材料采购量，同时伴随酿酒工程技改项目工程投入逐年增多，应付工程设备款相应增加，当年末应付账款同比增长 74.44%；其他应付款主要为经销商货款保证金。截至 2019 年 3 月末，公司应交税费、应付账款、预收款项和其他应付款分别为 15.84 亿元、14.30 亿元、12.86 亿元和 5.65 亿元。公司近三年及一期无有息债务余额。

总体而言，公司财务杠杆比率低，现有负债集中于无债务偿还压力的预收账款。2016~2018 年公司现金分红金额（含税）分别为 13.46 亿元、18.31 亿元和 22.70 亿元，其占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比率分别为 68.78%、71.58% 和 65.13%。受利润分配影响，公司近年来自有资本积累较为缓慢，但得益于 2017 年非公开发行股票的完成，公司自有资本实力进一步增强，财务结构稳健。

盈利能力

近年来，个人消费增长带动白酒市场逐步回暖，公司加大布局高端白酒业务，不断梳理渠道价格体系并上调产品单价，酒类业务收入持续扩张，2016~2018 年，公司分别实现营业收入 86.27 亿元、103.95 亿元和 130.55 亿元，三年复合增长率达到 23.02%。从毛利水平来看，公司高档酒销售占比逐年增加，产品结构得以优化，加之产品价格的上调，公司近三年毛利率分别为 60.90%、71.93% 和 77.53%，2019 年 1~3 月，公司毛利率进一步提高至 79.15%，业务初始获利能力强。

图 5: 2016~2019.Q1 公司成本收入构成



资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 公司期间费用逐年增长, 2016~2018年分别为20.50亿元、28.74亿元和39.62亿元, 同期三费收入占比分别为23.77%、27.65%和30.35%, 主要由销售费用和管理费用构成。2018年, 为提升品牌影响力促进销售, 公司继续加大广告宣传和市场营销力度, 当年销售费用为33.93亿元, 同比增长40.67%; 公司管理费用(包括研发费用)主要包括折旧摊销费和职工薪酬等, 2018年为7.85亿元, 同比增长37.78%。公司无有息债务, 存量资金增长使得公司存款利息收入相应增加, 当年财务费用-2.15亿元。2019年1~3月, 公司三费合计8.18亿元, 三费收入占比为19.61%, 费用控制能力一般。在品牌复兴战略下, 公司品牌营销费用支出刚性较强, 销售费用控制压力较大。

表 8: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

单位: 亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	15.57	24.12	33.93	7.06
管理费用	5.52	5.69	7.85	1.63
财务费用	-0.59	-1.07	-2.15	-0.51
三费合计	20.50	28.74	39.62	8.18
营业总收入	86.27	103.95	130.55	41.69
三费收入占比	23.77%	27.65%	30.35%	19.61%

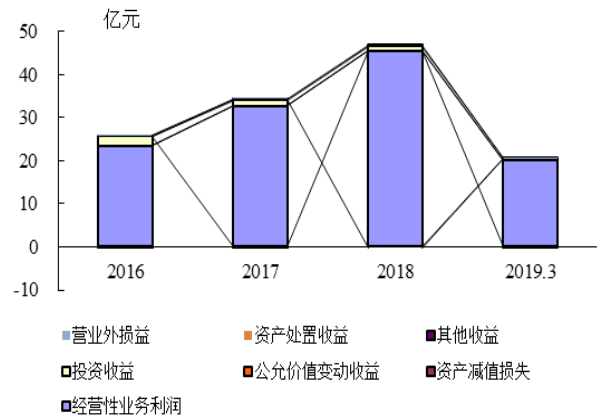
注: 研发费用计入管理费用。

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 公司利润总额的主要构成为经营性业务利润。2016~2018年公司利润总额分别为25.59亿元、34.34亿元和46.59亿元, 其中经营性业务利润分别为23.45亿元、32.68亿元和45.53亿元, 公司近年来持续调整销售策略, 梳理价格体系, 经营性业务利润不断提升。同期, 公司投

资收益分别为2.25亿元、1.38亿元和0.98亿元, 主要来自于对华西证券的投资收益。2016~2018年以及2019年1~3月, 公司分别实现净利润19.79亿元、26.02亿元、35.10亿元和15.54亿元, 盈利能力持续向好。

图 6: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



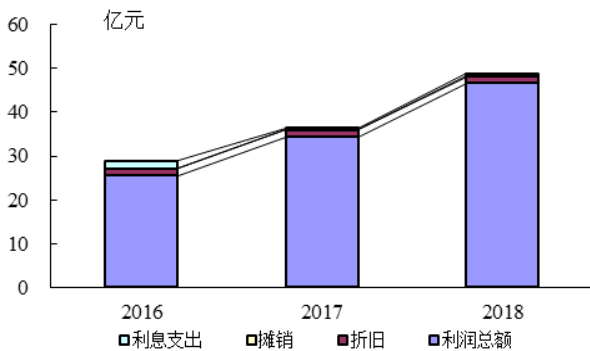
资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

总体来看, 在白酒行业逐步回暖的背景下, 公司顺应行业趋势, 积极优化产品结构、调整销售策略, 营业收入稳步提升, 盈利能力逐年增强。未来随着白酒行业景气度的持续回升, 公司业绩表现有望进一步向好。但作为白酒企业, 公司在营销方面的支出刚性较强, 期间费用占比逐年提升, 中诚信对此予以关注。

偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成, 2016~2018 年分别为 27.34 亿元、36.37 亿元和 48.87 亿元。公司年末无有息债务余额, 利息支出仅为银行承兑汇票贴息, 规模有限, EBITDA 对债务本息的覆盖程度良好, 2016~2018 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 162.10 倍、105.87 倍和 75.54 倍。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

经营活动方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 27.50 亿元、37.04 亿元和 42.98 亿元。2016 年以来，公司中高端白酒收入增长明显，经营活动现金流入逐年增长，加之低端产品销售减少造成的采购支出下降，公司经营性净现金流大幅好转。同期，公司经营活动净现金/利息支出分别为 162.10 倍、107.50 倍和 66.43 倍，经营性现金流对债务利息的保障程度高。

表 9：近年来公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
资产负债率 (%)	20.49	22.49	24.25	21.61
EBITDA (亿元)	27.34	36.37	48.87	21.24
EBITDA 利息倍数 (X)	162.10	105.87	75.54	68.77
经营活动净现金流/利息支出 (X)	163.16	107.80	66.43	18.17

数据来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无未清对外担保，且无重大诉讼、仲裁等或有负债事项，亦无资产抵质押情况。

财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司无银行授信额度，但公司现金流充裕且基本无有息债务，并且作为上市公司，直接融资渠道畅通，财务弹性强。

综合来看，国内白酒行业持续回暖，公司窖池和基酒资源丰富，品牌价值很高。公司近年来年末均无有息债务余额，财务结构稳健，货币资金充沛，经营性现金流保持持续的净流入，偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评评定泸州老窖股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“泸

州老窖股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于泸州老窖股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

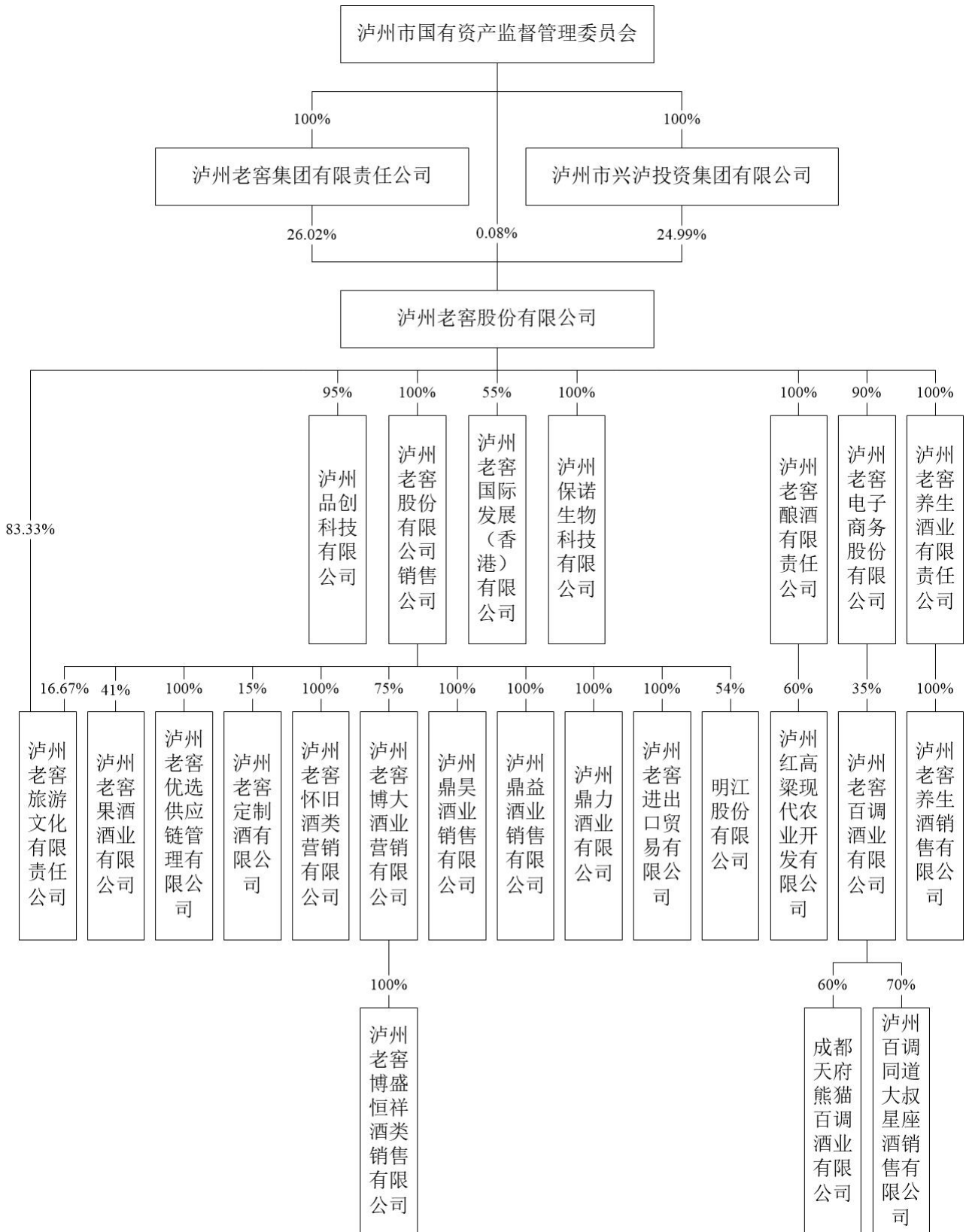
据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：泸州老窖股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：泸州老窖股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：泸州老窖股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	482,644.80	844,962.22	936,738.66	938,055.34
应收账款净额	389.87	800.89	1,033.37	1,020.46
存货净额	251,377.52	281,186.65	323,041.57	325,805.71
流动资产	997,546.78	1,426,872.93	1,549,446.84	1,608,440.03
长期投资	203,481.84	214,746.84	236,692.28	250,095.07
固定资产合计	136,273.16	269,715.88	403,015.62	462,652.76
总资产	1,396,555.07	1,975,576.11	2,260,492.96	2,392,652.34
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债	286,160.70	444,316.69	548,071.70	517,038.05
所有者权益（含少数股东权益）	1,110,394.37	1,531,259.42	1,712,421.26	1,875,614.29
营业总收入	862,669.65	1,039,486.75	1,305,546.58	416,922.76
三费前利润	439,568.93	614,194.61	851,562.88	281,943.36
投资收益	22,505.36	13,831.64	9,799.36	4,912.04
净利润	197,914.65	260,202.43	351,046.59	155,439.96
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	273,431.58	363,747.74	488,743.51	212,387.12
经营活动产生现金净流量	274,956.28	370,373.41	429,791.60	56,102.45
投资活动产生现金净流量	-23,645.71	-140,676.43	-146,541.60	-55,071.31
筹资活动产生现金净流量	-123,335.14	132,635.46	-191,666.71	350.00
现金及现金等价物净增加额	127,982.30	362,317.41	91,656.45	1,316.67
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	60.90	71.93	77.53	79.15
所有者权益收益率（%）	17.82	16.99	20.50	33.15*
EBITDA/营业总收入（%）	31.70	34.99	37.44	50.94
速动比率（X）	2.69	2.62	2.26	2.53
经营活动净现金/总债务（X）	-	-	-	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-	-	-	-
经营活动净现金/利息支出（X）	163.16	107.80	66.43	18.17
EBITDA 利息倍数（X）	162.10	105.87	75.54	68.77
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.00	0.00	0.00*
资产负债率（%）	20.49	22.49	24.25	21.61
总资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2019 年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
= 债权投资 + 其他债权投资 + 其他权益工具投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入占比 = (财务费用 + 管理费用 (含研发费用) + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本 (营业成本) / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 (营业总收入净额) / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。