

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）、2020 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1954 号

泸州老窖股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 老窖 01”和“20 老窖 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19老窖01”和“20老窖01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司白酒产业资源优势、产能进一步优化升级、酒类产品结构进一步优化、经营业绩稳步发展及公司偿债能力极强等因素均对未来发展起到了良好支撑。同时，中诚信国际也关注到中高端白酒市场竞争加剧、新冠肺炎疫情对公司经营造成一定不利影响以及销售费用进一步增长等因素对其经营及整体信用状况的影响。

概况数据

泸州老窖（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	197.56	226.05	289.20	297.55
所有者权益合计（亿元）	153.13	171.24	195.55	212.42
总负债（亿元）	44.43	54.81	93.65	85.13
总债务（亿元）	--	--	24.91	39.86
营业总收入（亿元）	103.95	130.55	158.17	35.52
净利润（亿元）	26.02	35.10	46.42	17.26
EBIT（亿元）	34.68	47.23	62.43	--
EBITDA（亿元）	36.37	48.87	64.11	--
经营活动净现金流（亿元）	36.93	42.98	48.42	-3.16
营业毛利率(%)	71.93	77.53	80.62	86.85
总资产收益率(%)	20.57	22.30	24.23	31.24*
资产负债率(%)	22.49	24.25	32.38	28.61
总资本化比率(%)	--	--	11.30	15.80
总债务/EBITDA(X)	--	--	0.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	105.87	75.54	42.34	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **维持白酒产业资源优势，产能进一步优化升级。**公司拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保存最完整、窖口最多的老窖池群，储存的基酒价值高，“国窖 1573”、“老窖特曲”等产品具有突出的品牌影响力。跟踪期内，随着黄舣酿酒生态园投粮生产，公司产能实现优化升级。

■ **产品结构进一步优化，经营业绩稳步提升。**跟踪期内，公司通过品牌瘦身、聚焦中高端产品，经营业绩保持稳步增长态势，行业排名靠前。2019 年公司营业总收入同比增长 21.15%；净利

润同比增长 32.24%。

■ **继续保持极强的偿债能力。**跟踪期内，由于公司加大在建项目投入，债务规模有所增长。但杠杆水平仍然较低，且受益于公司良好的盈利和获现能力，以及充裕的货币资金储备，公司偿债能力仍然保持极强的水平。

关注

■ **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，加之二线名酒产品升级向上突破，导致中高端白酒市场竞争激烈，中诚信国际对此予以关注。

■ **新冠肺炎疫情对公司经营造成一定不利影响。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力，对公司产品销售产生一定不利影响，公司营业收入及获现水平均较上年同期出现一定下滑。

■ **销售费用进一步增长。**跟踪期内，公司继续加大产品营销力度，销售费用持续增长，且增速快于销售收入增速，对利润造成一定的侵蚀。公司期间费用管控能力有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，泸州老窖股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**市场需求超预期下行；出现严重的食品安全风险事件；经营业绩大幅下滑；债务规模大幅增加导致偿债能力下滑等。

同行业比较

2019 年部分白酒企业指标对比					
公司名称	酒类产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
贵州茅台	茅台酒 4.99 万吨；其他系列酒 2.51 万吨	1,830.42	22.49	888.54	439.70
五粮液	酒类 16.83 万吨	1,063.97	28.48	501.18	182.28
洋河股份	白酒 17.93 万吨	534.55	31.73	231.26	73.86
泸州老窖	白酒 13.79 万吨	289.20	32.38	158.17	46.42

注：“贵州茅台”为“贵州茅台酒股份有限公司”简称；“五粮液”为“宜宾五粮液股份有限公司”简称；“洋河股份”为“江苏洋河酒厂股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19老窖01	AAA	AAA	25.00	25.00	2019/8/28~2024/8/28（3+2）
20老窖01	AAA	AAA	15.00	15.00	2020/3/17~2025/3/17

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2019年8月28日，公司发行“19老窖01”，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，募集资金25.00亿元，债券余额为25.00亿元。“19老窖01”募集资金拟用于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。截至2019年末，“19老窖01”的募集资金已累计使用20.04亿元，全部用于酿酒工程技改项目（二期工程）。

2020年3月17日，公司发行“20老窖01”，期限为5年，募集资金15.00亿元，债券余额为15.00亿元。“20老窖01”募集资金拟用于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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近

乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降

息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为， 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

近年来大众消费逐步成为白酒消费的主要方式，人均可支配收入的提升和消费升级成为影响白酒销量的重要因素，新冠肺炎疫情短期内将冲击白酒消费市场

白酒是我国特有的酒种。白酒按香型分类，可以分为浓香型（也称泸香型，以五粮液、泸州老窖和古井贡酒为代表）、酱香型（也称茅香，以茅台为代表）、清香型（也称汾香型，以汾酒为代表）的三大香型，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，经勾调后成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

2012年以来，受“勾兑门”及“塑化剂”等行业负面事件以及中央出台“八项规定”、限制“三公”消费等因素影响，高档白酒需求迅速下滑，行业进入调整期。目前白酒行业已进入平稳发展时期，根据国家统计局数据，2019年全国白酒产量为785.9万千升，同比略有下降。

从需求结构来看，随着国家严控“三公”消费，政务商务白酒消费量大幅下降，个人消费需求占比不断提高，人均可支配收入和消费习惯成为影响白酒市场需求和价格变动的重要驱动因素。受益于我国居民收入水平的持续提升，加之白酒厂商加大高端系列产品布局，白酒消费结构不断调整升级，逐步完成由中低端向中高端产品消费的转换。但同世界其他国家相比，目前我国人均烈酒年消费量约为4.34升，超过世界平均水平约3升左右，然而我国中低端白酒消费量占比较高，600元/升的白酒消费量占比仅为1.6%，200~600元/升的消费量占比2.4%，合计4%；相比德国、法国的高端伏特加酒消费量占比分别达到12.5%和9.4%，我国高端白酒市场仍有较大发展潜力，随着人均可支配收入的增长，市场有望进一步扩大。

长期以来，在国家发改委的产业目录中，白酒始终作为限制类产业，在生产经营许可、异地生产、产业拓展审批等方面予以严格限制，但自 2020 年 1 月 1 日起《产业结构调整指导目录(2019 年本)》施行，第二类的“限制类”产业中去掉了白酒产业，这意味着白酒产业已不再是国家限制类产业，中诚信国际将对行业准入门槛放宽的后续影响保持关注。

2020 年以来，受新冠病毒疫情影响，餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力，但由于高端白

酒经销商备货回款已基本于春节前完成，高端白酒生产企业受影响较小。但若疫情扩散时间超预期，将影响下游经销商和零售商库存消化，疫情对消费需求的冲击及其对公司经营情况的影响仍需关注。

近年来白酒行业品牌集中度不断提升，企业间业绩分化持续扩大，部分中小型酒企或面临生存压力

从白酒行业发展趋势来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。2016年以来，随着个人消费占比逐步提高，市场景气度回暖，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等先后调高其高档白酒销售价格，中高端白酒市场持续向好。根据国家统计局数据，2019年，全国规模以上白酒企业实现销售收入5,617.82亿元，同比增长8.24%；实现利润总额1,404.09亿元，同比增长14.54%。

行业集中度方面，目前国内白酒行业整体集中度较低，但受品牌形象积累、产能受限以及渠道拓展等因素影响，高档酒进入门槛相对较高。以贵州茅台、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档白酒70%左右的市场份额。高档酒销量占行业总销量的比重虽低，但贡献了整个行业约一半的利润。2019年在大众消费升级的带动下，贵州茅台、五粮液及泸州老窖作为高档白酒龙头企业，收入增速远高于行业平均水平。中档酒方面，受产品价位适中、消费群体扩充以及受宏观消费环境影响小等因素影响，其市场规模有所扩大。目前，中档酒市场除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河等品牌的中端产品外，还包括山西汾酒、古井贡酒、剑南春、水井坊等品牌产品，市场竞争较为激烈。低档酒市场则由于进入门槛较低，业内企业数量庞大，竞争十分激烈，并以地方性酒企为主，且由于电商等新渠道对传统市场的冲击，低档白酒市场竞争愈发激烈，加之2020年初新冠肺炎疫情影响，部分企业或面临生存压力。

表 1：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元、%）

2019年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
-------	-------	------	-----	------

贵州茅台	888.54	15.10	412.06	17.05
五粮液	501.18	25.20	174.02	30.02
洋河股份	231.26	-4.28	73.83	-9.02
泸州老窖	158.17	21.15	46.42	33.17
山西汾酒	118.80	26.63	19.39	32.16
古井贡酒	104.17	19.93	21.58	23.95

资料来源：中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着前期调整的基本完成，国内白酒行业进入到相对平稳的发展阶段，整体增速放缓，而龙头企业凭借着品牌地位以及对渠道的不断深耕，马太效应愈发明显，行业集中度不断提升。此外，经过前一阶段行业内深度调整，部分企业经营业绩出现下滑且并持续处于经营困境，出售意愿有所提升。近年来，衡水老白干收购丰联酒业、古井贡酒收购黄鹤楼酒业、今世缘拟收购景芝酒业等并购事项频出，名优企业通过整合地方优质品牌，增强其区域布局和渠道销售能力，并对产品类型进行补充，未来行业内资源整合情况或将进一步常态化。

跟踪期内，公司继续保持产业资源优势，产销量有所下滑，但受益于产品结构优化，盈利持续增长；2020年以来，新冠肺炎疫情对公司经营造成一定不利影响

跟踪期内，公司保持了其在品牌、窖池、基酒储备以及人才资源等方面的优势。根据“华樽杯”第十一届中国酒类品牌价值评议组委会评测，公司2019年度的品牌价值为862.52亿元，位列全国酒企第七名。截至2020年3月末，公司拥有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”，白酒产业资源优势突出。

跟踪期内，随着黄舣酿酒生态园（以酿酒工程技术改造项目为主体）投粮生产，公司白酒产能进一步优化升级，有助于产品结构优化、基酒生产和储酒能力提升、生产效率和产品质量控制水平提高，公司竞争实力有所增强。产量方面，2019年公司进一步贯彻落实“双品牌和五大单品”战略，进一步清

理品牌并优化产品结构，白酒产量同比下降。受益于销售渠道优化，去库存力度加大，截至 2019 年末，白酒库存量较 2018 年末有所下降。

表 2：近年来公司白酒板块生产情况（万吨）

	2017	2018	2019
生产量	16.08	15.68	13.79
库存量	3.98	5.02	4.54
销售量	15.41	14.64	14.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司与供应商合作关系良好，原材料供应维持稳定。受产品结构调整影响，2019 年公司原材料成本和制造费用小幅上升。2019 年公司白酒业务前五大供应商采购金额为 12.30 亿元，占年度采购总额的比例为 38.97%，集中度尚可。

表 3：近年来公司酒类营业成本构成情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	24.66	84.51	24.93	84.99	26.18	85.42
人工工资	1.85	6.33	1.76	6.01	1.70	5.56
制造费用	2.66	9.11	2.64	8.99	2.77	9.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，尽管 2019 年公司白酒销量随产量减少有所下降，但受益于销售推广力度加大，白酒销量下降幅度小于产量。分产品来看，2019 年公司各类产品销售额均有所增长，其中高档酒国窖 1573 和低档酒泸州老窖头曲等产品销售增幅较为明显，产品结构持续向中高档倾斜。

从销售区域来看，跟踪期内，西南地区仍为公

表 4：截至 2019 年末公司主要在建工程项目情况（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
酿酒工程技改项目	74.14	63.63	85.82
泸州老窖智能化包装中心技改项目	15.78	0.08	0.51
泸州老窖酒文化博物馆及配套设施建设项目	15.00	4.01	26.75
泸州老窖生产配套提升技改项目	8.89	0.11	1.28
国窖文化公园乾坤酒堡文旅项目	3.38	2.29	67.85
营销网络指挥中心办公区域改扩建项目	2.72	2.21	81.23
固态法白酒智能化生产车间新模式应用项目	2.45	1.89	77.28
合计	124.30	73.23	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经四川华信（集团）会计师事务所

司最重要的销售市场，华北和华中地区营业收入增幅较大。华东地区市场规模尽管仍然较小，但增速明显，主要系公司将华东地区列为未来重点销售拓展区域，加大销售拓展力度所致。

中诚信国际关注到，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。截至 2020 年 3 月末，公司已对相关问题进行解决，中诚信国际对未来公司绿色环保生产情况保持持续关注。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力；若疫情持续时间超预期，将影响下游经销商和零售商库存消化，疫情对消费需求的冲击及其对公司经营情况的影响仍需关注。

公司在建项目主要围绕白酒主业，尽管投资规模较大，但受益于自有资金充裕、融资渠道畅通，投资压力尚可

在建项目方面，公司在建及拟建项目主要围绕白酒主业。截至 2020 年 3 月末，公司在建项目规模较大，未来公司仍存在一定的投资需求，但公司自有资金充裕，且作为上市公司，直接融资渠道畅通，资金压力尚可。

所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照

新会计准则编制。

受益于业务规模扩张,产品结构升级优化,2019年公司盈利能力进一步提升;新冠肺炎疫情对公司销售收入形成一定影响

2019年受益于下游需求旺盛加之公司产品结构继续向中高端倾斜,以国窖1573为代表的高档白酒销售收入增幅较大,带动公司白酒业务收入较快增长。毛利率方面,受益于高毛利的高端白酒销量占比提升,公司营业毛利率进一步上升。2020年以来,受新冠肺炎疫情影响,餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力,公司销售收入同比下降14.79%至35.52亿元。

表5:近年来公司白酒业务盈利情况(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
高档白酒	46.48	63.78	85.96
中档白酒	28.75	36.75	37.49
低档白酒	25.92	28.07	32.71
合计	101.15	128.60	156.16
毛利率	2017	2018	2019
高档白酒	91.23	91.85	92.81
中档白酒	72.42	79.71	82.20
低档白酒	20.55	42.51	48.36
营业毛利率	71.93	77.53	80.62

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司期间费用呈持续增长态势。其中,由于公司为进一步提升品牌影响力,继续加大广告宣传和市场营销投入,公司销售费用进一步增长;受人工薪酬增长影响,公司管理费用呈增长态势;受益于公司货币资金充裕,银行理财收益可完全覆盖利息支出,公司财务费用持续为负。

跟踪期内,公司利润总额主要由经营性业务利润构成,受益于酒类业务规模扩大,产品盈利水平提升,公司经营性业务利润增幅较为明显。同时,华西证券产生的投资收益对公司利润形成一定的补充。受益于盈利水平的提升,2019年公司EBITDA利润率及总资产收益率均有所提升。

表6:近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	24.12	33.93	41.86	4.86
管理费用	5.69	7.85	9.01	1.73
财务费用	-1.07	-2.15	-2.05	-0.50
期间费用合计	28.74	39.62	48.82	6.09
期间费用率(%)	27.65	30.35	30.86	17.13
经营性业务利润	32.68	45.77	59.38	22.75
投资收益	1.38	0.98	1.55	0.38
利润总额	34.34	46.59	61.04	22.91
EBITDA 利润率(%)	34.99	37.44	40.53	--
总资产收益率(%)	20.57	22.30	24.23	--

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

随着项目建设投入力度的加大以及业务规模的增加,公司总资产及总债务规模均有增长;财务杠杆水平有所上升,但仍处于较低水平

跟踪期内,随着公司在建项目投入加大,加之业务规模扩张带动存货及货币资金增长,公司总资产规模进一步上升。流动资产为公司资产的主要构成部分。受益于良好的经营获现能力,公司货币资金充沛,加之受限货币资金规模很小,公司流动性充足。存货方面,随着业务规模的扩张,公司存货规模有所增长,但存货减值准备风险很低。整体来看,公司资产流动性很好。非流动资产方面,随着公司对酿酒工程技改项目投入的加大,公司在建工程增长明显;随着部分项目转固,公司固定资产规模持续增长;受益于华西证券盈利稳定增长,公司长期股权投资规模有所增长。

表7:近年来公司主要资产情况(亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	84.50	93.67	97.54	105.04
应收票据/应收款项融资 ¹	24.93	23.88	23.94	20.66
存货	28.12	32.30	36.41	37.75
流动资产	142.69	154.94	163.14	169.97
长期股权投资	18.25	20.91	22.31	22.73
固定资产	11.30	10.30	15.19	21.98
在建工程	15.67	30.00	72.57	70.92
非流动资产	54.87	71.10	126.06	127.58
总资产	197.56	226.05	289.20	297.55

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

¹ 公司管理应收票据的业务模式既以收取合同现金流为目标又以出售该金融资产为目标,所以列报为应收款项融资。

跟踪期内，公司负债规模显著增长。其中，随着公司业务规模的扩张，公司预收款项规模增长幅度较大。由于公司加大项目建设投入力度，资金需求增长，带动公司债务明显增长。债务全部为长期债务，期限结构合理。跟踪期内，受益于良好的盈利水平，利润不断累积使得公司所有者权益规模不断增长。财务杠杆方面，随着债务规模的扩张，公司财务杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。

表 8：近年来公司债务及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
预收款项	19.57	16.04	22.44	6.26
短期债务	--	--	--	--
长期债务	--	--	24.91	39.86
总债务	--	--	24.91	39.86
总负债	44.43	54.81	93.65	85.13
所有者权益	153.13	171.24	195.55	212.42
资产负债率	22.49	24.25	32.38	28.61
总资本化比率	--	--	11.30	15.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年受益于业务规模增长，公司获现水平进一步提升；2020 年以来，新冠肺炎疫情对公司获现能力产生不利影响，债务规模有所扩张，但公司偿债能力依然很强

公司的白酒业务获现能力很强。2019 年受益于销售收入保持增长态势，公司经营活动净现金流有所增长。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司收入规模下降使得公司经营活动净现金流为负。跟踪期内，由于公司投资规模加大，投资活动现金流流出规模明显加大；跟踪期内，公司发行公司债券以满足资金需求的增长，使得筹资活动现金流流入规模加大。

偿债能力方面，2019 年以来随着公司债务规模不断增长，公司各项偿债指标较 2018 年有所弱化，但由于盈利水平良好，债务规模仍然较小，公司偿债能力依然很强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况

（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	36.93	42.98	48.42	-3.16
投资活动净现金流	-13.96	-14.65	-45.51	-4.35

筹资活动净现金流	13.26	-19.17	0.93	14.99
经营活动净现金流/利息支出	107.50	66.43	31.98	--
经营活动净现金流/总债务	--	--	1.94	-0.32
经调整的经营净现金流/总债务（%）	--	--	98.41	--
EBITDA 利息保障倍数	105.87	75.54	42.34	--
总债务/EBITDA	--	--	0.39	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司无对外担保金额小，无重大未决诉讼，受限资产规模很小，并拥有畅通的融资渠道

截至 2020 年 3 月末，公司无银行授信额度，但公司现金流充裕且财务杠杆水平低，债务压力小；且作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。截至 2020 年 3 月末，公司参股股东泸州市兴泸投资集团有限公司质押公司股份 1.62 亿股，占其所持有公司股份的 45.35%，占公司总股本的 11.33%。

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保，无影响生产经营的重大未决诉讼及仲裁事项。受限资产仅有受限货币资金 140 万元，规模很小。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

外部支持

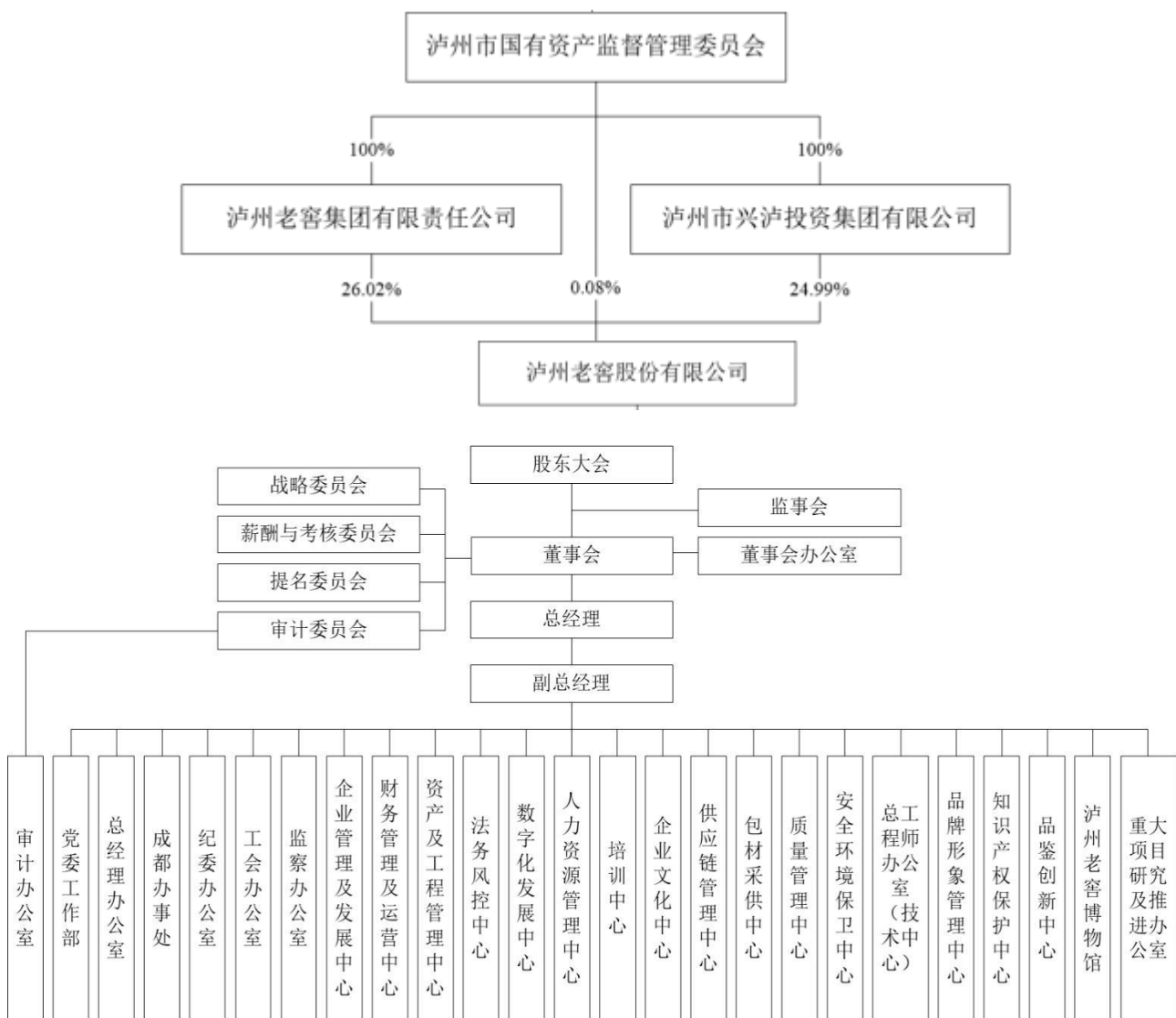
公司为控股股东核心产业运营主体，经营发展受到股东及实际控制人的大力支持

公司是控股股东老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）下属主要子公司，2019 年公司收入占老窖集团的 24.17%，净利润占老窖集团的 85.76%，对股东重要性很强。老窖集团对公司支持意愿极强，在经营发展上为公司提供了一定支持。公司综合实力位列泸州市前列，为区域经济和产业发展提供了有力支持。公司获得了政府在资金及政策等方面的有力支持。2017~2019 年公司分别收到政府补助款 2,234.26 万元、3,512.70 万元和 6,716.48 万元，呈持续增长态势。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持泸州老窖股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 老窖 01”和“20 老窖 01”信用等级为 **AAA**。

附一：泸州老窖股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：泸州老窖股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	844,962.22	936,738.66	975,366.65	1,050,399.16
应收账款净额	800.89	1,033.37	1,829.39	1,536.93
其他应收款	22,117.91	16,652.50	15,975.34	19,895.96
存货净额	281,186.65	323,041.57	364,123.51	377,492.87
长期投资	214,746.84	236,692.28	258,311.70	258,298.25
固定资产	112,989.48	102,966.69	151,886.54	219,849.01
在建工程	156,726.40	300,048.92	725,739.31	709,170.21
无形资产	23,103.91	23,196.74	33,223.40	32,858.29
总资产	1,975,576.11	2,260,492.96	2,891,996.91	2,975,536.40
其他应付款	53,869.24	60,288.70	69,894.24	65,291.84
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	0.00	249,088.37	398,556.37
总债务	0.00	0.00	249,088.37	398,556.37
净债务	-844,962.22	-936,738.66	-726,278.29	-651,842.79
总负债	444,316.69	548,071.70	936,523.81	851,342.67
费用化利息支出	3,435.66	6,469.80	13,960.31	--
资本化利息支出	0.00	0.00	1,181.51	--
所有者权益合计	1,531,259.42	1,712,421.26	1,955,473.10	2,124,193.73
营业总收入	1,039,486.75	1,305,546.58	1,581,693.43	355,246.75
经营性业务利润	326,750.54	457,744.50	593,802.11	227,548.46
投资收益	13,831.64	9,799.36	15,471.20	3,846.98
净利润	260,202.43	351,046.59	464,223.55	172,628.13
EBIT	346,807.47	472,338.36	624,341.93	--
EBITDA	363,747.74	488,743.51	641,080.79	--
经营活动产生现金净流量	369,340.75	429,791.60	484,161.92	-31,628.46
投资活动产生现金净流量	-139,643.77	-146,541.60	-455,069.71	-43,485.52
筹资活动产生现金净流量	132,635.46	-191,666.71	9,343.54	149,944.14
资本支出	141,599.66	146,848.28	460,522.62	43,521.89
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	71.93	77.53	80.62	86.85
期间费用率(%)	27.65	30.35	30.86	17.13
EBITDA 利润率(%)	34.99	37.44	40.53	--
总资产收益率(%)	20.57	22.30	24.23	--
净资产收益率(%)	19.70	21.64	25.31	33.85*
流动比率(X)	3.27	2.86	2.40	3.82
速动比率(X)	2.62	2.26	1.87	2.97
存货周转率(X)	1.10	0.97	0.89	0.50*
应收账款周转率(X)	1,745.93	1,423.51	1,105.01	844.24*
资产负债率(%)	22.49	24.25	32.38	28.61
总资本化比率(%)	0.00	0.00	11.30	15.80
短期债务/总债务(%)	--	--	0.00	0.00
经营活动净现金流/总债务(X)	--	--	1.94	-0.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	107.50	66.43	31.98	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	--	--	98.41	-31.74*
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	0.39	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	105.87	75.54	42.34	--
EBIT 利息保障倍数(X)	100.94	73.01	41.23	--

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；2020年一季度报告数据未经审计；加“*”指标已年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/（营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额））
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。