

信用等级通知书

信评委函字 [2018]0893D 号

泸州老窖集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“泸州老窖集团有限责任公司2019年度第
一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信
用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展
望为稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年七月十六日

泸州老窖集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	泸州老窖集团有限责任公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	35 亿元
本期规模	16 亿元
发行期限	3+2 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式	每年付息一次, 到期还本付息
发行目的	偿还有息债务, 补充营运资金

概况数据

老窖集团	2015	2016	2017	2018.3
总资产 (亿元)	849.17	796.05	902.06	1,006.53
所有者权益合计 (亿元)	232.64	254.90	307.72	370.48
总负债 (亿元)	616.53	541.14	594.35	636.05
总债务 (亿元)	256.85	283.08	243.82	274.67
营业总收入 (亿元)	129.52	126.73	149.23	46.65
净利润 (亿元)	36.68	36.87	41.28	14.33
EBIT (亿元)	57.46	51.78	60.45	--
EBITDA (亿元)	60.71	54.92	63.57	--
经营活动净现金流 (亿元)	41.69	-71.63	41.35	-18.01
营业毛利率 (%)	48.31	59.99	67.31	66.23
总资产收益率 (%)	7.57	6.29	7.12	--
资产负债率 (%)	72.60	67.98	65.89	63.19
总资本化比率 (%)	52.47	52.62	44.21	42.57
总债务/EBITDA (X)	4.23	5.15	3.84	--
EBITDA 利息倍数 (X)	9.13	9.05	10.35	--

注: 各期财务报表均按照新会计准则编制; 2018 年一季度财务报告未经审计; 中诚信国际在分析时已将公司发行的短期融资券由“其他流动负债”计入“短期债务”。

分析师

项目负责人: 余 蕾 qyu@ccxi.com.cn
项目组成员: 柳 青 qliu@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877
传真: (010)66426100

2018 年 7 月 16 日

基本观点

中诚信国际评定泸州老窖集团有限责任公司(以下简称“老窖集团”或“公司”)的主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“泸州老窖集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了老窖集团所处白酒行业较好的发展前景、突出的窖池和基酒资源、很强的品牌优势、酒类业务近年来盈收水平稳步增长、多元化业务布局和政府支持力度较大, 融资渠道畅通等因素对公司未来发展起到了良好支撑。但同时, 中诚信国际也关注到经营活动净现金流波动以及费用控制能力有待提升等因素对其经营及整体信用状况的影响。

优势

- **白酒行业发展较好。**白酒是我国城乡居民重要的消费品之一, 其消费需求与人均收入水平的相关性很高。我国城乡居民收入稳步上升, 为白酒消费增长提供了坚实的基础。
- **窖池和基酒资源突出, 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、窖口最多的老窖池群, 储存的基酒价值极高, 质量和数量在行业内名列前茅。“国窖 1573”、“老窖特曲”等白酒产品具有较强的品牌影响力。
- **产品结构优化, 酒类业务稳步发展。**泸州老窖股份有限公司(以下简称“老窖股份”)通过品牌瘦身, 聚焦中高端产品, 近年来经营业绩保持稳步增长态势, 2017 年实现营业总收入 103.95 亿元, 净利润 26.02 亿元, 三年平均复合增长率近 30%。
- **多元化业务布局有助于分散单一行业波动风险。**公司在发展白酒主业的同时, 目前已形成包括金融、商贸以及大健康等多个业务板块的经营模式, 多元化的经营结构能有效分散白酒业务单一行业风险, 提升整体竞争优势和抗风险能力。
- **政府支持力度较大, 融资渠道畅通。**2016 年泸州市国资委将部分老窖股份国有股无偿划转给公司, 公司对其控制力进一步增强。此外, 控股子公司老窖股份和华西证券股份有限公司(以下简称“华西证券”)分别于 2017 年 8 月和 2018 年 2 月完成定向增发和 IPO 上市, 股权融资渠道畅通。

关注

- **经营活动净现金流有所波动。**近年来, 受证券业务规模扩大影响, 公司经营活动净现金流有所波动, 2015~2017 年及 2018 年一季度分别为 41.69 亿元、-71.63 亿元、41.35 亿元和 -18.01 亿元。
- **期间费用控制能力有待提升。**较高的销售费用和管理费用支出使得公司三费收入占比逐年增长, 2015~2017 年分别为 29.41%、31.10%和 33.81%, 较高的期间费用支出对其利润水平产生一定的不利影响。

声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

泸州老窖集团有限责任公司经泸州市人民政府泸市府函[2000]110号文批准于2000年12月设立。泸州老窖是我国浓香型白酒的发源地，拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保护最完整的窖池群，其酿造的“国窖1573”为中国白酒鉴赏标准级酒品，“老窖特曲”（大曲）是中国古老的四大名酒之一。截至2018年3月末，公司总股本为27.99亿元，泸州市国资委持有公司100%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。

2014年，泸州市国资委将所持老窖股份6,000万股股票无偿划转给老窖集团，将所持老窖股份5,000万股股票无偿划转给泸州市兴泸投资集团有限公司，2014年4月1日已办完过户登记手续。2015年12月，公司与兴泸集团签署一致行动人协议，约定在意见不一致时，以公司意见为主。2016年7月，泸州市国资委将其持有的老窖股份21,088,320股国有股无偿划转给老窖集团。¹本次划转完成后，公司对老窖股份的持股比例由26.61%提高至28.11%，仍为老窖股份控股股东，对其控制能力进一步增强。2017年8月，老窖股份非公开发行62,500,000股，募集资金总额30.00亿元。截至2018年3月末，老窖集团对老窖股份直接持股比例为26.02%，间接持股比例为0.38%，合计持有其股权的26.40%。

2014年6月，华西证券有限责任公司整体变更为股份有限公司，本次变更完成后，华西证券注册资本为21.00亿元。2018年2月，华西证券于深圳证券交易所完成上市，首次公开发行股数5.25亿股，募资总额为49.67亿元。截至2018年3月末，老窖集团对华西证券直接持股比例为18.13%，通过老窖股份间接持股比例为10.39%，合计持有其股权的28.52%，为其控股股东。

截至目前，公司主要经营范围包括泸州老窖系列酒的产销、证券业务、贸易以及房地产业务等。老窖股份以及华西证券为老窖集团核心子公司，是

公司主营收入的主要来源。

截至2017年末，公司总资产902.06亿元，所有者权益（含少数股东权益，下同）为307.72亿元；2017年公司实现营业总收入149.23亿元，净利润41.28亿元，经营活动净现金流41.35亿元。

截至2018年3月末，公司总资产1,006.53亿元，所有者权益为370.48亿元；2018年一季度公司实现营业总收入46.65亿元，净利润14.33亿元，经营活动净现金流-18.01亿元。

本期中期票据概况

本次中期票据注册额度为35亿元，本次拟发行16亿元，发行期限为3+2年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

公司有权决定在本期中期票据存续期的第3年末调整本期中期票据后2年的票面利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续期前3年票面利率加公司提升和降低的基点。公司作出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。具体事宜以公司在主管部门指定媒体上发布的具体回售登记办法为准。

募集资金用途

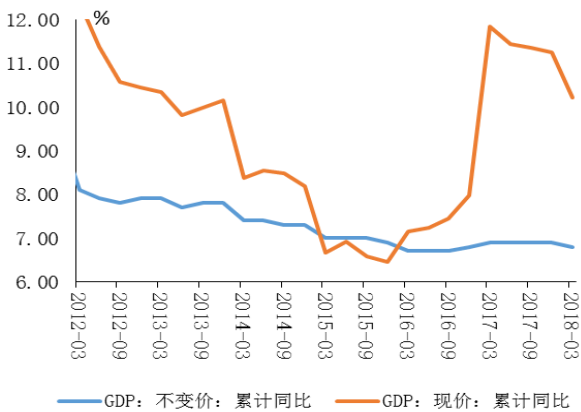
本期中期票据拟募集资金16亿元，拟用于公司及下属子公司偿还有息债务及补充营运资金。

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于2017年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

¹2016年7月18日，泸州市国资委将所持2,108.83万股国有股权无偿划转给老窖集团，将所持3,400万股国有股权无偿划转给兴泸集团。本次划转登记过户后，老窖集团、兴泸集团和泸州市国资委分别持有老窖股份28.11%、26.10%和0.08%的股权。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率

攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信国际认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

行业及区域经济环境

白酒行业

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，可以分为浓香型（也叫泸香型，以泸州老窖和五粮液为代表）、酱香型（也叫茅香型，以茅台为代表）、清香型（也叫汾香型，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

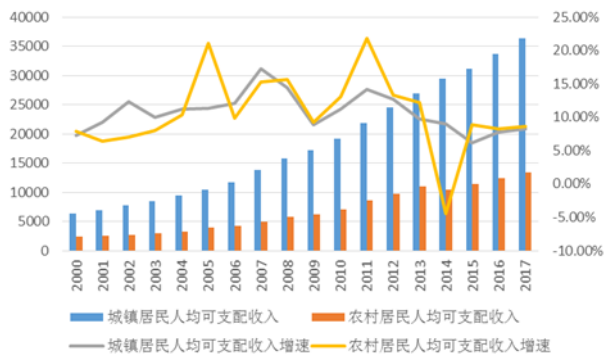
白酒都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经长时间发酵而成，最后用“甑”蒸馏而成原酒，原酒经过长时间储存老熟，勾兑调味成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

近年来白酒消费中个人消费需求逐渐替代政务消费，人均收入水平的提升成为影响白酒销量的重要因素

白酒在我国历史悠久，是我国传统文化的重要组成部分，是社会生活不可缺少的饮品。酒文化作为一种特殊的文化形式，在传统的中华文化中具有独特的地位，白酒已不仅是普通的物质产品，更是一种精神消费品，一种情感润滑剂。在政务、商务宴请中，高端白酒已成为必不可少的消费品。2003年以来，在固定资产投资增速上升，政商社交活动增加的背景下，白酒行业迎来了发展的十年黄金期，政商务消费成为白酒市场需求增长的主要推动因素，行业收入大幅提升；同时由于较低的价格敏感度，高端白酒价格不断攀升，行业盈利能力连续多年大幅攀升。2012年新一届国家领导层上台以后，把党风廉政建设和反腐败斗争作为全面从严治党的重要内容，严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。受此影响，高端白酒消费市场需求被严重挤压，政务商务白酒消费量大幅下降。白酒行业进入调整期，个人消费需求占比提高，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。从人均可支配收入来看，2017年我国城镇居民人均可支配收入3.64万元，自2002年以来一直保持在6%以上的增长率。同时随着我国三农政策效果的显现，农村居民人均收入也保持了较快增速，2002~2017年复合增长率达到11.25%。购买力上，根据麦肯锡“解读中国”划分，2000年中国的城市中只有4%的家庭属于中产阶级；截至2012年，这一比例提升至68%，预计到2022年将增至76%，随着中产阶级占比的提升，消费升级势在必行。作为传统酒类饮品，白酒尤其是中、高端白酒消费市场将进一步扩大。消费习惯方面，白酒在我国有5,000年的历史，白酒消费作为传统文化的一部分，市场需求刚性较强。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1升左右。但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。但中诚信国际也关注到，啤酒、红酒以及果酒等酒精类产品越发受到年轻人的青睐，对白酒市场造成一定影响，对此中诚信国际将保持关注。

图2：近年来我国居民人均年收入情况（元，%）



资料来源：聚源资讯，中诚信国际整理

整体来看，近年来，个人消费需求逐渐取代政务消费成为白酒消费的主导力量，且受益于人均收入水平提升带动消费能力增强，白酒价格有所回升。

近年来随着行业调整的逐步深入，高端白酒率先提价，白酒行业景气度持续回暖

在白酒行业的“黄金十年”期间，受到白酒高利润率的吸引，全国各地政府积极推动白酒行业发展，如四川省制定了“十二五”期间打造宜宾、泸州两个白酒千亿产业基地的计划，湖北省政府提出以宜昌、荆州和襄阳为中心，打造鄂西北白酒的“金三角”，贵州政府以仁怀市为基地，争取白酒总产值在2015年达到1,000亿元等。在地方政府的大力支持下，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等多家知名白酒企业也制定了跨越式的产能扩张计划，纷纷大举投资兴建白酒产业基地。2008~2010年，全国白酒产量年均增速较快。但2012年以来受限制“三公”消费政策影响，白酒行业进入了调整期，产量增速呈下降趋势。2014年，全国白酒累计产量为1,257万千升，同比增长2.52%，增速同比下降3.81个百分点，为近十年来最低水平。2015年，白酒行业景气

度有所回暖，全国白酒累计产量达1,313万千升，增速同比提升1.91个百分点至4.43%。2016年，中高端白酒行业景气度持续回升，全国白酒累计产量升至1,358万千升，同比增长3.47%。2017年，全国规模以上白酒企业白酒产量为1,198.10万千升，同比增长6.86%。

价格方面，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。2012年政府严格控制“三公”经费，尤其是十八大以来，中央提出“八项规定”、“六项禁令”，进一步加强对“三公”经费的控制力度，高档白酒需求受到较大影响。在新的市场环境下，各大酒企纷纷下调高档白酒价格，2014年初，贵州茅台将53度飞天茅台零售价格下调至980元/瓶，随后五粮液公司将52度水晶瓶五粮液出厂价格下调至609元/瓶，2014年中秋前，泸州老窖宣布将52度国窖1573价格由1,589元/瓶下调至779元/瓶。在高档白酒渠道下沉的背景下，中低档白酒价格空间受到挤压，市场竞争愈发激烈。2015年以来，茅台、五粮液、泸州老窖等先后调高其高档白酒销售价格，高端白酒价格持续上行，截至2018年3月末，53度飞天茅台零售价格已升至1,499元/瓶，中高端白酒市场景气度持续向好。预计随着白酒行业调整的逐步深入，未来高端白酒价格有进一步提升的空间。

行业集中度方面，目前国内白酒行业集中度较低，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。中档酒方面，2012年以来，由于产品价位适中、消费群体固定、受宏观消费环境影响小等原因，在高档酒市场低迷的背景下，中档酒市场规模有所扩大。目前，中档酒市场除茅台、五粮液、泸州老窖、洋河等品牌中端产品外，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。

行业销售情况方面，2002~2012年是国内白酒行业发展的“黄金十年”，白酒行业销售收入节节攀升。2007~2011年，国内白酒行业销售收入年平均增长率达到30%，并于2011年达到3,746.67亿元。2012年下半年以来，受到政府严格控制“三公”经费等因素影响，白酒行业收入增速下降，2014年全年行业销售收入虽增至5,283亿元，但同比增速为2012年以来最低水平。2015年以来，白酒行业去泡沫、去库存已较为充分，部分企业逐步实现产品升级，行业呈现复苏迹象。2017年，规模以上白酒企业累计实现销售收入5,654亿元，同比增长14.42%。以贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份和古井股份等为代表的国内白酒龙头企业凭借良好的品牌地位和口碑，营业收入和净利润增速高于行业平均水平。

总体来看，高端白酒市场集中度较高，整体盈利能力较强，而中低端酒市场则竞争相对激烈。近年来随着行业调整的逐步深入，白酒行业景气度持续回升。

行业政策

白酒行业属于酿酒食品工业。近年来，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，我国先后在行业规划、税收法规、行业许可、流通管理和环保等方面出台了一系列针对白酒行业的政策措施。国家发改委还出台系列政策对白酒产业的新增产能进行限制，其中最新出台的《产业结构调整指导目录（2015年本）》继续将白酒生产线、酒精生产线等列入限制类目录。限制产能增长政策在一定程度上抑制了白酒行业产能的无序扩张，有助于行业供给的稳定增长和现有产能的充分发挥，从长期来看，亦将促进白酒行业的产业结构调整，推动大中型优秀白酒制造企业的发展，提高行业集中度。

表 1：影响白酒行业的相关政策

政策或事件名称	相关影响
行业规划 《关于国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	扩大国内需求，增强消费，大力发展食品工业，提高精深加工水平，保障食品安全。

	《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定的决定〉》	产业结构优化升级，优胜劣汰，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。
	2009年1月至2月，国务院常务会议陆续审议通过了包括轻工业在内的十大重点产业的调整和振兴规划	走绿色生态、质量安全和循环经济的新型发展之路；积极扩大城乡消费；支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度；培育发展轻工业特色区域和产业集群。
	《产业结构调整指导目录（2015年本）》	继续将“白酒生产线”列入“限制类”科目。
税收法规	《关于加强白酒消费税征收管理的通知》	白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关核定。
生产许可证	《白酒生产许可证审查细则（2006版）》	年销售额500万元以上的白酒生产企业由国家质检总局审查发放白酒生产许可证，有效期为3年。
流通管理	《酒类流通管理办法》	包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。
流通管理	《酒类流通管理办法》	包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。
环境保护	《发酵酒精和白酒工业水污染排放标准》	规定了酒类企业水污染物、大气污染物、环境噪声和固体废物等污染物排放标准。

资料来源：中诚信国际整理

竞争及抗风险能力

老窖集团是四川省大型名优白酒生产企业，综合竞争力很强，其竞争优势主要体现在公司独一无二的历史、文化积淀凝聚产生的较强的品牌价值以及稀缺的窖池资源和独特的酿酒技艺等方面。

公司品牌、窖池、酿制技艺和库存基酒价值突出

白酒企业的核心经营资源包括品牌、窖池、基酒储备以及人才资源。泸州老窖商标实际价值很高，“泸州老窖特曲”（大曲）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。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。泸州老窖拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保存最完整、数量最多的老窖池群，其中以四

口始建于公元1573年的老窖池为中心的窖池群，于2006年被国家文物局列入“世界文化遗产预备名录”，是目前行业里唯一的酿酒活文物。2013年3月，公司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”，并入选第四批保护名单。目前，公司还拥有50年窖龄以上老窖池上万口。同时，公司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。以目前的年销量来衡量，公司的酿造能力和基酒储存数量可以满足产品总量的增长需求。

公司拥有国家级非物质文化遗产代表性传承人3名，“中国酿酒大师”3名、中国白酒大师2名，正高级工程师6名、享受国务院特殊津贴专家8名，同时拥有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。公司白酒产品质量的保证来自“老窖、老酒、老工人”，三者互相依存；拥有的无形资产、窖池和库存基酒等资源集科学、文化、历史和经济等多重价值于一体，具有不可复制、不可替代的特性，其基酒实际价值远高于账面价值。2015~2017年，老窖股份分别实现净利润15.51亿元、19.50亿元和26.02亿元，盈利能力逐年增长。

政府支持力度较大，多元化经营有助于抵抗单一行业风险

作为泸州市国资委全资子公司，老窖集团在资金、政策等方面获得了政府有力支持。2006年，根据泸州市政府第34次会议纪要“泸州市国资委以股份公司股改承诺每股收益为基数，将超基数分红按一定比例注入老窖集团”。根据老窖股份超基数分红政策，泸州市国资委将2006~2012年度老窖股份超基数分红资金合计14.57亿元作为国有资金分次注入老窖集团。2016年3月，老窖股份发布公告称，泸州市国资委拟将对其持有的21,088,320股无偿划转给老窖集团。2016年7月，公司已完成泸州市国

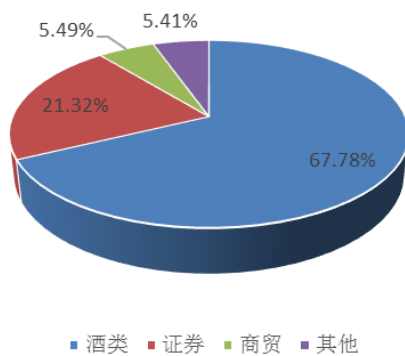
资委部分老窖股份国有股无偿划转的过户登记手续，对老窖股份控制能力进一步增强。此外，2015~2017年公司分别收到政府补助款1.29亿元、1.96亿元和1.28亿元，保持在一定规模。

近年来，公司在重点发展白酒业务的基础上，通过开展积极开展其他业务，目前已形成了包括金融、商贸、房地产等多个业务板块的经营模式，且证券业务经营主体华西证券已于2018年2月完成上市，自身融资渠道得到拓宽。公司多元化的经营结构有效分散了白酒业务单一行业风险，进一步提高其竞争优势和抗风险能力。

业务运营

近年来，公司业务规模不断扩大，现已形成了酒类、金融双轮驱动的产业结构，其中白酒业务以上市公司老窖股份为运营主体，是公司最重要的收入和利润来源。2017年，公司实现营业总收入149.23亿元，其中白酒业务实现营业收入101.15亿元，占总收入的67.78%。2018年1~3月，公司实现营业总收入46.65亿元，其中白酒业务实现收入33.26亿元，占当期营业总收入的比重为71.30%。

图 3：2017 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供

酒类

公司白酒业务运营主体是老窖股份，截至 2018 年 3 月末，公司对老窖股份合计持股比例为 26.40%，为其控股股东。截至 2017 年末，老窖股份资产总额 197.56 亿元，负债总额 44.43 亿元，所有者权益合计 153.13 亿元；2017 年实现营业总收入 103.95 亿元，净利润 26.02 亿元，经营活动净现金流 36.93

亿元，经营业绩较上年有所提升。

原材料采购

公司酒类业务主营业务成本中，原材料成本占比较高，2017 年原材料成本占总成本的比例约为 80%，其他成本包括水电耗费及人工成本等，占比较低。

粮食原料方面，为确保食品安全，泸州老窖酿制所采用的泸州特有糯红高粱通过委托泸州红高粱现代农业开发有限公司²（以下简称“红高粱公司”）组织采购，采取现款现货的结算方式。公司采用“公司+农户”的模式，率先建立了浓香型白酒第一家有机原粮基地，并对糯红高粱从品种培育、栽培技术、试验示范推广、基地设施建设、质量认证等方面实施专业化管理和运作。2008 年 8 月，公司首批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，成为行业内首家农业产业化国家重点龙头企业。近年来，公司糯红高粱原料采购价格稳定，成本得到有效控制。除了泸州本地糯红高粱外，公司使用的其他粮食均采用招标方式采购，由中标单位供应合格粮食。

公司产品所需包装材料包括瓶、盒、箱、盖以及手袋、泡沫等，主要由下属酿酒公司统一进行采购。包装材料的供应商为公司长期合作客户，位于泸州酒业集中发展区，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，收货后由质量部进行质量检测，验收合格再进行组装，从而有效保证原材料质量的稳定。价格方面，近年来公司包装材料采购价格略有波动，但由于单位价值较低，对成本影响较小。

生产

公司的核心业务为白酒生产和销售。目前，公司生产基地主要位于泸州市江阳区和龙马潭区。

近年来，公司逐步淘汰老化、产能低的生产线，进行技术工艺改革，以提高运营效率。2016 年 4 月，老窖股份发布《关于子公司投资酿酒工程技改项目

²2015 年 12 月，老窖股份审议通过了《关于受让红高粱公司 60% 股权关联交易的议案》，酿酒公司受让老窖集团所持全部红高粱公司 60% 股权，交易价格按评估价格 794.214 万元执行，2016 年 4 月完成合同签订及款项支付，纳入公司合并报表范围。

的公告》中称拟实施酿酒工程技改项目，计划总投资 74.14 亿元，项目分两期实施，其中一期计划建设优质基酒窖池 7,000 口，并配套建成制曲车间、酒库等设施，计划总投资 33.41 亿元，预计于 2020 年 12 月完工，届时将增加优质基酒产能 3.5 万吨/年。2017 年 8 月，老窖股份非公开发行股票事项完成，共发行 62,500,000 股，募集资金净额 29.55 亿元。此次非公开发行完成后，公司资本实力得到进一步增强，募集资金拟全部用于酿酒工程技改项目，预计未来技改项目的完成将对现有白酒生产布局、生产设备设施、配套功能实现全方位优化升级，提升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。中诚信国际将对老窖股份酿酒工程技改项目建设进度情况及相应筹资方案保持关注。

产量方面，近年来，公司顺应行业消费升级趋势，优化产品结构，淘汰落后产能并缩减弱势产品种类，成品酒产量逐年下降，2015~2017 年分别为 19.12 万吨、17.41 万吨和 16.08 万吨。

2017 年 3 月，老窖股份以自有资金，按评估价格 0.11 亿元收购老窖集团养生酒业有限责任公司（以下简称“养生酒公司”）100% 股权。此次交易将有助于促进公司以白酒为主线的产业资源整合和有效利用，进一步延伸老窖股份产业链。2017 年，养生酒公司体制、架构基本搭建完成，并成功开发滋补大曲、茗酿等 10 余款健康养生酒品，实现了产品类型全覆盖。

食品安全方面，公司在包装材料、运输管线、封坛储存等生产流程中，采用“泥窖发酵、陶坛储存、宣纸封口”的古法技艺，结合现代不锈钢灌装生产线，从根本上有效防止了生产过程的污染。此外，公司在行业内最早引入专业的科学分析仪器，对酿造出来的白酒进行严格的科学分析，包括从简单的成分分析到复杂的白酒色谱分析。

质量监测方面，公司利用 RFID 和二维码技术建立了产品溯源系统，严格实行生产单位、驻点质量监管队伍和质量部三级质量监管模式，所有产品均委托国家酒检中心进行质量检测，以确保产品质量安全得以有效控制。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和先进的硬件保障，在生产、运输过程中做到“源头预防，过程控制，结果监测”，使公司产品质量得到充分保证。

总的来看，随着公司淘汰落后产能，优化产品结构，近年来成品白酒产量小幅缩减；同时通过对养生酒进行布局，不断推出创新酒品；未来，酿酒工程技改项目的完成将有助于提升公司固态白酒酿造能力，但该项目投资规模较大，中诚信国际将对此保持关注。

销售

近年来，为应对市场需求的变化，公司积极调整营销策略，推进扁平化营销组织体系，拓宽市场覆盖面。

销售组织体系方面，根据竞争型市场的特点，公司构建了“四总三线一中心”营销组织体系，并逐步实现了营销管理由“垂直型”向“蜂窝状扁平化”方向的转变。公司在北京、上海、广州等重点地区设立营销服务中心，大力推动行政、人资、财务、企划、市场监管、KA 等后勤服务职能前移。在市场布局上，公司实施“聚焦资源、分区推进”的策略，集中资源重点打造全国多个核心市场，通过核心市场辐射，影响带动周边市场。

品牌策略方面，近年来公司坚持“国窖 1573”和“泸州老窖”的双品牌定位，加快构建“三线五大超级单品”品牌体系，即：由高、中、低档三大产品线和由国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的五大超级单品。为配合该策略，公司深入推动品牌“瘦身”，将部分品牌进行收回、整合，对弱势品牌进行考核、淘汰，构建更为合理的品牌体系，将优势资源聚焦主力产品。

价格策略方面，公司通过价格物流治理、市场库存清理、终端动销促进和统一计划内外价格等举措，实施了中高档产品的市场定位恢复与品牌提升工作，稳定了渠道利润，同时，对“国窖 1573”实行按年份定价，成为行业内第一家出台年份酒标价的企业，顺应了老酒价值回归的消费趋势，有力提升了“国窖 1573”的品牌影响力和市场竞争力，有

助于其价格的回升。

产品品类方面，近年来，公司顺应行业消费升级趋势，优化产品结构，增加中高档产品销售收入比重。具体来看，公司实施“三线、五大超级单品”的产品策略，聚焦打造主力产品，同时统一价格。受此影响，近年来中高档酒产品销售收入逐年提升，2015~2017 年高档酒类产品销售收入分别为 15.42 亿元、29.20 亿元和 46.48 亿元，其中 2017 年增幅超过 59.18%；同期，中档酒类产品销售收入分别为 16.54 亿元、27.91 亿元和 28.75 亿元。同时，受益于中高端白酒市场景气度持续回暖，公司中高端白酒产品价格提升，2017 年高档及中档酒类产品毛利率分别升至 90.36% 和 75.14%。低档产品方面，2015~2017 年销售收入分别为 34.10 亿元、23.63 亿元和 25.92 亿元，受公司产品结构调整影响，整体呈下降态势，且毛利率水平整体偏低。

表 2：近年来公司各类产品销售情况

	2015	2016	2017
高档酒类			
销售收入（亿元）	15.42	29.20	46.48
毛利率（%）	82.30	88.13	90.36
中档酒类			
销售收入（亿元）	16.54	27.91	28.75
毛利率（%）	57.68	68.37	75.14
低档酒类			
销售收入（亿元）	34.10	23.63	25.92
毛利率（%）	26.72	21.62	34.53

注：高端酒为“国窖 1573”及其以上价位段产品，中端酒为泸州老窖特曲至“国窖 1573”价位段产品，低端酒为泸州老窖特曲以下产品。

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司主要销售区域包括西南、华北和华中地区，西南地区为公司产品的传统核心销售区域，近年来区域销售收入较为稳定，2017 年为 39.69 亿元。受益于白酒行业景气度提升以及公司“聚焦资源、分区推进”的营销策略逐步施行，公司在华北及华中区域的销售收入逐年提升，2017 年区域销售收入分别为 20.07 亿元及 27.94 亿元，带动酒类业务销售收入大幅提升。

表 3：近年来公司白酒业务销售区域分布情况（亿元）

	2015	2016	2017
华北地区	9.87	13.75	20.07

华中地区	8.16	9.75	27.94
西南地区	34.88	39.85	39.69
其他地区	16.10	19.70	16.25

资料来源：公司年报

销售模式方面，公司主要采取经销模式，并采用“先款后货”的结算方式与经销商合作，仅当产品存在质量问题时允许退货；截至 2017 年末，老窖股份预收款项较上年末同比提升 79.73% 至 19.57 亿元。公司通过构建核心客户联盟，稳固核心大客户，形成了核心战略品牌全国核心市场控盘分利模式，并通过客户联盟为主导的直分销渠道，持续扩大直营渠道占比，缩减渠道层级，提升了终端网点控制力。

总体来看，公司根据市场情况及时调整产品结构与销售策略。受益于“三线、五大超级单品”战略以及行业景气度持续向好，近年来公司酒类产品销售情况良好，盈收水平持续提升。

证券

公司证券业务由华西证券负责运营，根据 2016 年中国证券业协会发布的数据，华西证券在总资产、净资产、净利润等主要经营指标方面均居于行业前三十五位，并于 2016~2017 年证监会分类评级中均被评为 A 类。2017 年，华西证券实现营业收入 26.70 亿元，实现净利润 10.20 亿元；截至 2017 年末，净资产达 115.72 亿元，核心净资产达 100.22 亿元。2018 年 2 月，华西证券于深圳证券交易所完成上市，首次公开发行股数为 5.25 亿股，募资总额 49.67 亿元，此次成功发行使得华西证券资本实力有所增强，品牌效应得到进一步增强，公司对其合计持股比例为 28.52%，仍为其控股股东。

华西证券主要业务包括经纪及财富管理业务、信用业务、投资银行业务、资产管理业务、投资业务以及其他业务³。其中经纪及财富管理业务为其核心业务，2017 年该业务在营业收入占比达 51.45%。经纪及财富管理业务主要包括证券和期货经纪业

³2017 年华西证券调整业务统计口径，变更前公司业务主要划分为经纪业务、自营业务、投行业务、资产管理、期货业务以及其他业务 6 个业务分部，其中经纪业务包含融资融券业务；变更后主要划分为经纪及财富管理业务、信用业务、投资银行业务、资产管理业务、投资业务以及其他业务 6 个业务分部。

务、推广和代理销售金融产品业务、提供专业化研究和咨询服务业务等。近年来，受国内证券市场处于震荡调整阶段，股票基金市场交易量及佣金费率持续下滑影响，经纪及财富管理业务收入规模有所下滑，2017年该业务实现收入13.74亿元，同比减少28.42%。为应对日趋激烈的行业竞争格局，华西证券贯彻“立足西南，深耕四川、在全国范围内实现有效布局”的发展方针，持续优化网点布局；在开拓川内市场的同时，不断向省外地区扩张营业网点，目前已覆盖了北京、上海、广东等主要地区，2017年华西证券在长春、长沙、合肥、宁波等地新设8家分支机构，截至2017年末，华西证券已在全国范围共设立81家营业部，其中57家位于四川省及重庆地区，营业网点在四川地市州覆盖率超过70%，区域竞争力较强。

近年来异地券商营业部快速进入四川省，网上开户数量增加，佣金市场化进程加速。为缓解佣金率下滑的趋势，公司在努力开拓传统股票客户的同时，通过提升投资咨询服务水平、加快推进投顾团队建设及加大金融产品的研发等方面增强客户粘性，使经纪业务保持良好的发展态势。2015~2017年公司佣金收入占四川省市场份额分别为21.46%、21.29%和23.61%。

表4：近年来公司证券业务收入构成（亿元）

	2016	2017
经纪及财富管理业务	19.19	13.74
信用业务	2.87	4.15
投资银行业务	2.93	3.36
资产管理业务	0.66	1.12
投资业务	3.38	4.15
其他业务	-1.93	0.17
合计	27.10	26.70

资料来源：公司提供

总的来看，随着2018年华西证券完成上市，其资本实力得到进一步增强；近年来除传统经纪业务外，华西证券对信用业务、投行业务进行布局，积极开拓省外市场，业务范围有所拓展。但中诚信国际也关注到国内金融市场监管趋严，行业竞争日趋激烈，证券行业存在一定的波动性。

商贸

公司商贸业务主要由子公司泸州老窖智同商贸股份有限公司（以下简称“智同商贸”）和泸州海蛎子跨境电子商务股份有限公司（以下简称“海蛎子公司”）负责运营。2015~2017年，公司商贸业务分别实现收入1.50亿元、1.80亿元和8.20亿元，2017年同比大幅增长，主要由于沥青及建材产品贸易规模扩大所致。

智同商贸由老窖集团等16个股东在2013年9月份共同投资设立，主要经营业务为商品贸易（包括一般贸易、政府采购、集团采购、国际贸易）及整合服务等。智同商贸销售的产品主要包括建筑材料、白酒、沥青材料、非金属矿业和广告促销品等。智同商贸以大宗商贸贸易为主，上游合作客户主要为大型建材生产企业、贸易商，以现款的形式结算，下游客户包括建筑单位、建材贸易商、物资公司等，结算方式主要为现款、银行承兑汇票等。智同商贸计划在全国范围开展经营活动，目前的业务开展区域主要在长三角、华北、西南地区。2017年，智同商贸实现营业收入6.03亿元，其中建筑材料收入3.60亿元、沥青材料收入1.51亿元。

海蛎子公司成立于2015年11月，主营食品、农副产品、水产品、蔬菜、花卉、水果、化妆品、日化用品、厨卫用品的销售（含网上）及其他进出口业务，以电子商务与传统商场体验馆相结合的方式为消费者提供生活日用品、美食、化妆品等进口商品的零距离购买。2017年海蛎子公司实现营业收入8,829.16万元。

其他业务

房地产业务

泸州老窖房地产开发有限公司（以下简称“老窖地产”）于1999年成立，曾下设泸州老窖园林公司、重庆房地产开发有限公司和老窖建筑安装工程有限公司三个子公司。老窖地产业务主要围绕泸州酒业集中发展区配套设施建设展开，分为两个方面，一是泸酒发展区配套房地产住宅建设，二是泸酒发展区基础设施建设。老窖地产主要开发了泸州国窖花园项目、重庆国窖名城项目和安居苑项目，目前

都已完工并销售完毕，其中泸州国窖花园未售房屋公司自持，用于物业出租，每年为公司贡献稳定的租金收入。

2018年3月，公司以泸州老窖房地产开发有限公司、泸州老窖永盛置业投资管理有限公司、泸州老窖园林工程有限公司、泸州老窖建筑安装工程有限公司以及泸州大江新城投资有限公司等7家公司为基础组建了四川康润投资集团有限公司（以下简称“康润集团”），其业务主要涵盖房地产开发、建筑安装工程、园林绿化、资产经营及物业管理等方面的投资及运营。目前，康润集团积极推进中国泸州大江新城产、城、乡融合项目；同时正在实施“泸高城西校区项目”、“星耀天地房屋建筑总承包工程”等项目，中诚信国际将对康润集团业务开展及经营情况保持关注。

其他投资业务

公司除白酒业务、证券业务、房地产业务外，还从事其它金融投资业务，为公司产业发展提供了一定的支持和补充。

2010年3月，公司作为主发起人与其他法人企业、自然人共同投资设立泸州市龙马兴达小额贷款股份公司（后更名为龙马兴达小额贷款股份有限公司，以下简称“龙马兴达”），注册资本12亿元。截至2018年3月末，公司及子公司共拥有龙马兴达17.55%股份，并通过接受表决权让渡共拥有51.20%的表决权，具有实际控制权，纳入公司合并报表范围。龙马兴达成立主要是为了满足老窖集团产业链上下游企业资金需求，为酒业集中发展区入园企业及泸州中小企业、个人提供融资支持，其主要资金来源为股东注资和银行拆借资金。小贷公司按照专业的评级授信体系对贷款风险进行严格管控，且大部分贷款客户业务依托白酒业务产业链，风险相对较小。截至2017年末，龙马兴达累计贷款余额30.61亿元，贷款损失准备余额1.91亿元，不良率为4.14%，2017年全年实现营业收入1.89亿元，净利润1.03亿元，风险控制较好。

截至2018年3月末，老窖集团直接和间接持有泸州市商业银行股份有限公司（以下简称“泸州

商行”）22.09%的股份，为其第一大股东。泸州商行是泸州市唯一一家地方性商业银行，1997年9月创建。经过十多年的发展，泸州商行资产规模、存款余额、贷款余额均达到成立之初的5倍以上。截至2017年末，泸州商行总资产达708.79亿元，净资产为43.35亿元；2017年实现营业总收入16.81亿元，净利润6.19亿元。

表5：截至2017年末公司金融业务板块总体状况

(亿元)				
公司名称	持股比例 (%)	注册资本	总资产	营业收入
小贷公司	17.55	12.00	31.64	1.89
泸州商行	22.09	16.37	708.79	16.81

资料来源：公司提供

公司租赁业务由四川汇鑫融资租赁有限公司（以下简称“四川汇鑫”）负责经营，四川汇鑫于2016年1月在泸州市工商行政管理局登记成立，2017年2月和3月，公司分别对其增资1.8亿元和1.2亿元，截至当年末，四川汇鑫注册资本增至5亿元。四川汇鑫主要经营范围为融资租赁业务、租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保（以上不包括须经银监会批准的金融租赁业务和国家禁止或限制外商投资的业务；涉及许可证的，凭许可证在有效期内经营）。截至2017年末，四川汇鑫总资产为14.61亿元，负债总额为7.25亿元，所有者权益为5.36亿元；2017年实现营业收入0.87亿元，净利润0.32亿元。

管理

产权结构

老窖集团是泸州市国资委下属全资子公司，泸州市国资委为其出资人和实际控制人。截至2018年3月末，公司拥有控股一级子公司18家，其中老窖股份和华西证券为上市公司，公司对其合计持股比例分别为26.40%和28.52%。

法人治理结构

公司是泸州市国资委受泸州市人民政府委托投资组建的国有独资有限公司。为完善其经营管理

制度，公司将原有的董事局变更为董事会。董事会是公司经营管理的最高决策机构。2017年1月19日，公司发布公告称，根据泸州市国资委文件《泸州市国有资产监督管理委员会关于董事会监事会组成人选的通知》（泸国资委发【2016】157号），董事会成员由3名变更为9名，其中职工董事一名，由公司职工代表大会选举产生，其余由泸州市国资委委派。公司设立监事会，监事5人，其中职工代表2人，非职工代表监事由泸州市国资委委派或更换，职工代表监事由职工代表大会民主选举产生。

管理水平

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《财务管理制度》、《内部审计制度》、《生产及质量管理制度》、《销售管理制度》、《对外投资管理制度》、《对外担保管理制度》、《关联交易制度》、《控股子公司管理制度》等一系列管理制度在内的完整的内部控制体系。

组织架构方面，公司合理设置了内部管理机构，明确划分各部门的职责和权限，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。

子公司控制方面，公司对下属子公司通过全面预算，实行统一管理。在经营决策、对外担保、关联交易、对外投资、信息披露等方面进行明确规定，严格履行必要的审批程序，严禁子、分公司擅自进行证券和金融衍生产品的投资。

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》、《募集资金管理制度》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。

食品安全方面，公司高度重视产品质量，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，还在原辅料采购、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。

总体来看，公司已经建立了较为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规范的管理。同时，公司高度重视食品安全，从采购到生产的各环节严格把关，确保公司产品达到各项食品质量安全标准，降低了经营的风险。

战略规划

公司以“成为具有全球影响力的产融控股集团”为发展愿景，确立了“11265”战略。第一个“1”是指公司发展坚持一个中心，即以资本经营为中心，发挥集团国有独资企业优势，利用国企良好的社会信誉，聚集社会资本，以控股参股形式实施多元化发展，实现快速做实做大的目标。第二个“1”是指一个目标，即用十年时间发展，让公司进入世界500强之列。“2”是指以金融和实业两个轮子驱动企业发展，是以实业为基础，以金融为支撑，互相融合，打造产业发展的“双引擎”，增强产业转型升级的新动力。“6”是指公司发展所依托的六大产业，分别是贸易、食品、金融、酒业、物流以及大健康。“5”是指利用五年时间，实现公司的资产规模指标，再造一个“泸州老窖”。

基于公司的发展战略以及对白酒行业的市场分析，公司拟实施酿酒工程技改项目，该项目计划总投资74.14亿元，截至2017年末已投资11.59亿元。该项目资金来源主要为自筹资金及募集资金，其中，2017年8月老窖股份非公开发行股份事项完成，共发行62,500,000股，募集资金净额29.55亿元用于项目一期工程建设。

表 6: 截至 2017 年末公司主要在建项目及未来投资情况 (亿元)

在建项目	投资规模	已投金额	投资建设安排
酿酒工程技改项目	74.14	11.59	一期 2016.6~2020.12 二期预计 2025.12 完成

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司未来每年资金投入将维持在一定水平, 投资规模相对其利润及现金流而言压力不大; 公司发展战略将有利于进一步增加白酒产能, 提高配套能力, 适应未来销量扩张, 并创造规模效应。

财务分析

以下分析基于经四川华信(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 2015~2017 年财务报告和未经审计的 2018 年一季度财务报告, 公司财务报告均按照新会计准则编制; 中诚信国际在分析时已将公司发行的短期融资券由“其他流动负债”计入短期债务。

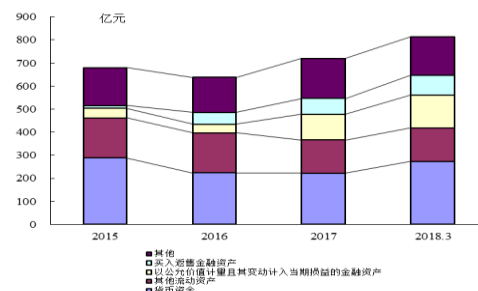
资本结构

资产结构方面, 近年来公司总资产规模有所波动, 2015~2018 年 3 月末分别为 849.17 亿元、796.05 亿元、902.06 亿元和 1,006.53 亿元。

公司资产以流动资产为主, 近年来流动资产占总资产比重均在 80% 左右, 货币资金、其他流动资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及买入返售金融资产在流动资产中占比较高。货币资金方面, 2015~2018 年 3 月末公司货币资金分别为 288.89 亿元、223.75 亿元、222.94 亿元和 274.07 亿元, 保持在较大规模。2017 年末, 货币资金与上年末基本持平, 其中受限货币资金为 10.44 亿元; 截至 2018 年 3 月末, 受华西证券完成上市, 收到募集资金净额 48.62 亿元影响, 货币资金增至 274.07 亿元。整体上看, 公司货币资金余额较大且受限资金占比较小, 可较好地保证公司营运资金需求。公司其他流动资产主要包括融出资金以及项目投资, 2017 年末以上科目分别为 92.72 亿元和 44.77 亿元。公司证券业务融出资金主要对象为个人客户, 截至当年末账龄在 1~3 月的占比为 63.60%, 且无逾期情况; 公

司的项目投资主要包括城建项目、总部基地项目和白酒产业园区土地整理项目, 其中城建项目是泸州市政府为优化城市功能而推进的城市建设改造项目, 由泸州市住房和城乡建设局作为项目业主组织实施, 公司作为投资主体, 根据项目运行情况, 确定当年应支付给公司的投资回报金额, 截至 2017 年末项目投资余额为 25.00 亿元。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为华西证券以交易目的而持有的金融资产, 包括债券、基金及股票等, 近年来账面余额均保持较大规模, 2015~2018 年 3 月末分别为 41.58 亿元、37.69 亿元、111.88 亿元和 142.09 亿元, 其中, 2017 年末同比增长 196.82%, 主要系华西证券固定收益证券投资规模扩大所致。近年来, 受华西证券股票质押式回购业务规模增加影响, 公司买入返售金融资产增长较快, 2015~2018 年 3 月末分别为 12.45 亿元、50.42 亿元、67.47 亿元和 86.13 亿元。此外, 截至 2017 年末, 公司其他应收款为 37.13 亿元, 主要由对柒泉酒业营销公司借款、泸州市财政局借款以及老窖股份纠纷存款构成。截至 2018 年 3 月末, 公司其他应收款小幅降至 34.48 亿元。2018 年 6 月, 老窖股份发布上述存款合同纠纷最新进展, 截至 2018 年 6 月 6 日, 老窖股份共追回储蓄存款合同纠纷款项 1.92 亿元, 中诚信国际将对存款合同纠纷后续进展以及涉案存款追回情况保持关注。

图 4: 近年来公司流动资产构成



资料来源: 公司财务报告

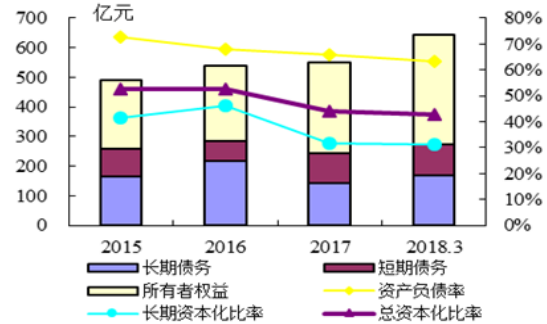
非流动资产方面，2015~2018年3月末公司非流动资产规模分别为169.62亿元、157.58亿元、182.31亿元和192.31亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。近年来随着华西证券业务的发展，可供出售金融资产逐年增加，2015~2018年3月末分别为66.31亿元、74.53亿元、78.06亿元和85.20亿元。同期末，公司长期股权投资分别为11.63亿元、13.41亿元、22.07亿元和22.60亿元，呈逐年增长态势，主要系近年来加大对外投资所致。固定资产方面，受近年来公司无大型固定资产购入及在建项目转固影响，固定资产规模受计提折旧影响呈下降态势，2015~2018年3月末分别为25.03亿元、23.46亿元、21.05亿元和20.46亿元。2017年，公司酿酒工程技改项目启动，受此影响，期末在建工程同比增长330.07%至19.78亿元，该项目投资规模较大，建设周期较长，中诚信国际将对公司酿酒工程技改项目建设进度保持关注。

所有者权益方面，近年来受益于经营积累，公司所有者权益持续增长，2015~2017年末分别为232.64亿元、254.90亿元和307.72亿元，其中，2017年老窖股份完成非公开发行，募集资金净额29.55亿元，期末公司所有者权益同比增加20.72%。2018年3月末，受益于华西证券完成上市、募集资金净额48.62亿元，公司所有者权益进一步上升至370.48亿元，其中少数股东权益增至264.02亿元，占比较高。

负债方面，近年来公司总负债规模有所波动，2015~2018年3月末分别为616.53亿元、541.14亿元、594.35亿元和636.05亿元，其中短期借款、卖出回购金融资产款和应付债券在负债中占比较高。短期借款方面，近年来随着公司业务规模扩大，营运资金需求增加，短期借款呈逐年增长态势，2018年3月末26.74亿元。卖出回购金融资产款主要为华西证券回购业务所产生的款项，2015~2018年3月末分别为36.51亿元、25.17亿元、138.32亿元和142.02亿元，其中，2017年末该科目规模大幅增加主要由于华西证券当期双融收益权转让回购及交易所质押式回购规模大幅增加所致。应付债券方面，2015~2018年3月末分别为161.00亿元、207.56亿元、121.95亿

元和145.96亿元，其中，受华西证券偿还部分收益权凭证及次级债影响，2017年末应付债券同比减少41.25%。资本结构方面，随着所有者权益快速增长，近年来公司资产负债率逐年下降，2015~2018年3月末分别为72.60%、67.98%、65.89%和63.19%。

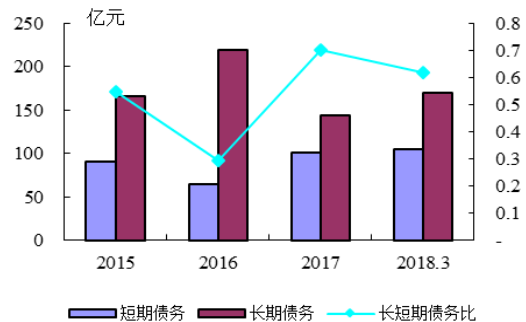
图 5：近年来公司资本结构



资料来源：公司财务报告

债务方面，近年来公司债务规模有所波动，2015~2018年3月末总债务分别为256.85亿元、283.08亿元、243.82亿元和274.67亿元，但受益于资本实力的不断增强，总资本化比率整体有所下降，同期末分别为52.47%、52.62%、44.21%和42.57%。债务结构方面，长期债务在总债务中占比较高，2015~2018年3月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.55倍、0.29倍、0.70倍和0.62倍，呈波动态势。

图 6：近年来公司债务结构



资料来源：公司财务报告

总体看，随着利润积累以及旗下上市公司完成股权融资，近年来净资产规模增速较快，资本结构不断优化；受证券业务规模不断扩大的影响，公司债务规模保持在较高水平，但总体债务压力可控。

盈利能力

受益于近年来良好的发展，2015~2017 年公司营业总收入分别为 129.52 亿元、126.73 亿元和 149.23 亿元，其中 2017 年同比增幅超过 17%。具体来看，酒类板块为公司收入的主要来源，受益于中高端白酒市场持续回暖，产品价格提升，白酒板块收入持续增长，2015~2017 年分别为 66.06 亿元、83.94 亿元和 101.15 亿元。证券业务方面，受金融市场行情波动影响，证券业务收入逐年下降，2015~2017 年分别为 54.92 亿元、35.22 亿元和 31.82 亿元。商贸板块在收入构成中占比较小，2015~2017 年分别实现收入 1.50 亿元、1.80 亿元和 8.20 亿元，其中，2017 年受沥青及建材产品贸易规模扩大影响，商贸板块收入大幅提升。公司其他板块收入主要由老窖股份非酒类业务及类金融业务等构成，近年来有所波动，2015~2017 年分别为 7.04 亿元、5.77 亿元和 8.07 亿元。2018 年一季度，受益于酒类板块收入同比提升，公司营业总收入同比增长 23.81% 至 46.65 亿元。

表 7：近年来公司收入构成情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~3
酒类	66.06	83.94	101.15	33.26
证券	54.92	35.22	31.82	7.02
商贸	1.50	1.80	8.20	4.56
其他	7.04	5.77	8.07	1.81

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 48.31%、59.99% 和 67.31%，保持逐年增长态势。酒类方面，近年来受益于白酒行业景气度持续上升，公司中高端白酒产品售价上涨，2015~2017 年及 2018 年一季度酒类业务毛利率分别为 47.46%、60.30%、71.73% 和 74.38%，盈利能力显著提升。公司证券业务盈利能力较强，2015~2017 年毛利率分别为 99.80%、64.17% 和 61.21%，其中，2016 年由于财务报表编制方法变更，证券板块毛利率降至 64.17%⁴。近年来商贸板块毛利率均处于较低水平，

⁴为了保持收入、成本的一致性，2015 年公司在合并报表时将华西证券手续费及佣金、利息收入根据收入与支出按抵销后的净额列示，2016 年以来公司在合并报表时将手续费及佣金、利息收入根据收入和手续费及佣金支出分别在收入、成本列示，由于财务报表编制方法变化，导致 2016 年度证券板块营业毛利率较 2015 年度大幅下降；此外，公司在核

2016 年以来有所增加，2017 年为 7.42%，但由于收入规模较小，对整体毛利率水平影响有限。2018 年一季度，公司营业毛利率为 66.23%，与上年基本持平。综合来看，在主业白酒板块毛利率增长的带动下，公司营业毛利率稳步提升，整体盈利能力较强。

表 8：近年来公司各板块毛利率情况（%）

	2015	2016	2017	2018.1~3
酒类	47.46	60.30	71.73	74.38
证券	99.80	64.17	61.21	54.08
商贸	0.39	6.11	7.42	6.28
其他	87.37	84.92	81.69	77.10

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，近年来白酒行业景气度持续提升，公司加大市场宣传投入，销售费用快速增长，2015~2017 年分别为 8.95 亿元、15.67 亿元和 24.33 亿元。公司管理费用主要由职工薪酬以及折旧摊销构成，随着经营规模扩大，近年来管理费用亦保持在较高水平，2015~2017 年分别为 25.57 亿元、19.74 亿元和 22.31 亿元。公司财务费用较为稳定，2015~2017 年分别为 3.56 亿元、4.00 亿元和 3.82 亿元。在上述因素的共同作用下，2015~2017 年，公司三费合计分别为 38.09 亿元、39.41 亿元和 50.46 亿元，三费收入占比分别为 29.41%、31.10% 和 33.81%，均呈增长态势。2018 年一季度，受益于营业总收入提升，公司三费收入占比降至 26.54%。整体而言，公司期间费用规模较大，费用控制能力仍有待提升。

表 9：近年来公司期间费用分析（亿元、%）

	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	8.95	15.67	24.33	6.27
管理费用	25.57	19.74	22.31	5.07
财务费用	3.56	4.00	3.82	1.05
三费合计	38.09	39.41	50.46	12.38
营业总收入	129.52	126.73	149.23	46.65
三费收入占比	29.41	31.10	33.81	26.54

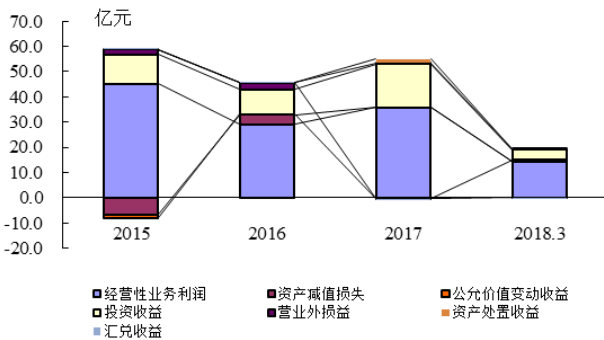
资料来源：公司财务报告

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2015~2017 年利润总额分

算时将华西证券收入中投资收益纳入合并口径投资收益中计算，未列入证券板块收入，因此华西证券收入和证券板块收入存在差异。

别为 50.81 亿元、45.71 亿元和 54.31 亿元。近年来公司经营性利润有所波动，2015~2017 年分别为 45.25 亿元、29.00 亿元和 35.83 亿元。其中 2016 年由于证券业务收入下滑，经营性业务利润同比减少 35.91%。2017 年，受益于公司白酒板块销售情况良好，盈利能力提升，当期经营性利润回升至 35.83 亿元。投资收益方面，2015~2017 年分别为 11.61 亿元、9.90 亿元和 17.26 亿元。其中，2017 年同比增长 74.36%，主要由于处置长期股权投资产生的投资收益增加所致。此外，2015~2017 年公司获得政府补助分别为 1.29 亿元、1.96 亿元和 1.28 亿元，较为稳定。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 19.22 亿元，其中经营性业务利润 14.33 亿元，占比达 74.56%。

图 7：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，2017 年以来，受益于酒类产品良好的销售情况，收入和经营性业务利润稳步提升，同时投资收益对公司利润水平形成良好补充，但费用控制能力仍有待提升。

现金流

经营活动现金流方面，2015~2017 年分别为 41.69 亿元、-71.63 亿元和 41.35 亿元。其中，2016 年华西证券购买交易性金融资产增加且回购业务增多，导致当年公司经营活动现金流呈大规模净流出状态。2017 年，受益于白酒主业经营状况良好、预收款项增加，同时华西证券回购业务资金净增加额大幅提升等因素，当期经营活动净现金流由负转正，为 41.35 亿元。2018 年一季度，公司经营活动净现金流为-18.01 亿元，受处置金融资产和回购业

务净增加额减少，以及客户贷款及垫款净增加额提升影响，当期经营活动现金流呈现净流出状态。

投资活动现金流方面，2015~2017 年分别为 -16.31 亿元、4.75 亿元、-23.10 亿元。2016 年，公司投资活动净现金流为 4.75 亿元，呈净流入状态，主要是收回委托贷款以及理财产品收到的现金增加所致。2017 年，受公司酿酒工程技改项目启动、固定资产投入增加以及理财等投资支出增加影响，当年投资活动净现金流为-23.10 亿元。2018 年一季度，投资活动净现金流为-19.13 亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017 年筹资活动净现金流分别为 74.80 亿元、-14.96 亿元和-19.81 亿元，2016 年以来公司加大债务偿还力度，2016~2017 年筹资活动现金流呈净流出状态。2018 年一季度，公司筹资活动净现金流为 78.89 亿元，主要系华西证券完成上市，募集资金到位所致。

表 10：近年来公司现金流量情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~3
经营活动现金流入	197.19	112.02	287.22	49.35
经营活动现金流出	155.50	183.66	245.87	67.36
经营活动净现金流	41.69	-71.63	41.35	-18.01
投资活动现金流入	52.97	63.49	95.48	78.59
投资活动现金流出	69.28	58.74	118.59	97.72
投资活动净现金流	-16.31	4.75	-23.10	-19.13
筹资活动现金流入	275.74	182.69	224.83	96.72
其中：吸收投资	1.63	1.61	29.93	48.73
借款	41.84	41.70	47.51	10.25
筹资活动现金流出	200.94	197.64	244.64	17.83
其中：偿还债务	138.68	147.45	208.67	11.83
筹资活动净现金流	74.80	-14.96	-19.81	78.89
现金净增加额	100.19	-81.82	-1.59	41.75

资料来源：公司财务报告

总体来看，公司白酒业务获现能力较好，经营活动净现金流波动主要受证券业务经营影响。近年来购建固定资产等投资支出金额较小，自有资金基本可满足投资支出，对外融资压力较小。2017 年公司酿酒工程技改项目启动，未来随着项目推进，固定资产等资金投入将有所增加。

偿债能力

偿债能力方面，2015~2018年3月末，公司总债务分别为256.85亿元、283.08亿元、243.82亿元和274.67亿元，同期末净债务分别为-32.04亿元、59.33亿元、20.87亿元和0.60亿元，受益于较充足的货币资金规模，2016年以来净债务水平逐年下降。偿债指标方面，2016年，由于公司经营活动现金流呈净流出状态，无法对债务本息形成有效覆盖。2017年，公司经营活动净现金流大幅回升，其对债务本息的覆盖能力相应提高，当期经营活动净现金流/总债务及经营活动净现金流/利息支出分别为0.17倍和6.73倍。近年来，EBITDA虽有所波动但整体仍处于较高水平，其对债务本息覆盖能力有所波动，2015~2017年总债务/EBITDA分别为4.23倍、5.15倍和3.84倍；同期EBITDA利息倍数分别为9.13倍、9.05倍和10.35倍，整体处于良好水平。总体来看，虽然部分偿债指标有所波动，但货币资金对债务覆盖能力较强，偿债压力可控。

表 11: 近年来公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金(亿元)	288.89	223.75	222.94	274.07
总债务(亿元)	256.85	283.08	243.82	274.67
净债务(亿元)	-32.04	59.33	20.87	0.60
EBITDA(亿元)	60.71	54.92	63.57	--
资产负债率(%)	72.60	67.98	65.89	63.19
总资本化比率(%)	52.47	52.62	44.21	--
总债务/EBITDA(X)	4.23	5.15	3.84	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	-0.25	0.17	-0.26*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.27	-11.81	6.73	--
EBITDA利息倍数(X)	9.13	9.05	10.35	--

注：加“*”数据已经过年化处理。

资料来源：根据公司财务报表整理

此外，公司下属老窖股份现金分红能力很强，根据公告，2015~2017年，公司分别收到其现金分红3.40亿元、3.15亿元和3.78亿元，老窖股份较强的现金分红能力为公司本部提供了稳定的现金流入。按照2018年5月31日股市收盘价69.10元/股计算，公司持有的老窖股份股票市值267.18亿元且均未质押，为其偿债能力提供了有力保障。

公司银企关系稳定，截至2018年3月末，共获得银行授信90.50亿元，其中未使用授信额度38.37亿元；且控股的老窖股份及华西证券作为上市公司，股权融资渠道畅通。

截至2017年末，公司受限资产为161.50亿元，占当年末总资产的17.90%，一定程度上降低了公司该部分资产的流动性。

对外担保方面，截至2018年3月末，公司对外担保余额为3.90亿元，被担保对象均为泸州市国资委下属企业。截至目前，被担保公司经营情况良好，对应的借款均按时付息，老窖集团对上述被担保企业进行代偿的可能性较小。

过往债务履约情况

根据公司提供的征信报告和相关资料，截至2018年3月末，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

表 12: 截至 2018 年 3 月末公司本部银行间公开市场存续期债务情况

债券名称	发行时间	发行金额	期限
14 泸州窖 MTN001	2014.04.21	20 亿元	5 年
15 泸州窖 MTN001	2015.05.05	10 亿元	5 年
16 泸州窖 MTN001	2016.08.18	20 亿元	5 年
18 泸州窖 SCP001	2018.04.16	30 亿元	270 日
合计		80 亿元	

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

评级展望

中诚信国际肯定了老窖集团所处白酒行业较好的发展前景、突出的窖池和基酒资源、很强的品牌优势、酒类业务近年来盈收水平稳步增长、多元化业务布局和政府支持力度较大，融资渠道畅通等因素对公司未来发展起到了良好支撑。但同时，中诚信国际也关注到经营活动净现金流波动以及费用控制能力有待提升等因素对其经营及整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为老窖集团的信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定泸州老窖集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。评定“泸州老窖集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于泸州老窖集团有限责任公司 2019 年度第一期 中期票据的跟踪评级安排

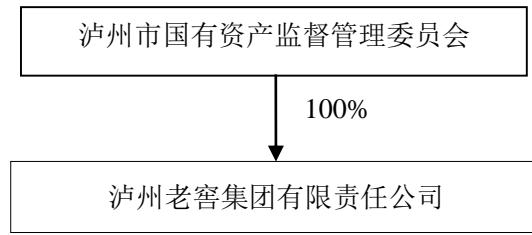
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注泸州老窖集团有限责任公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如泸州老窖集团有限责任公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

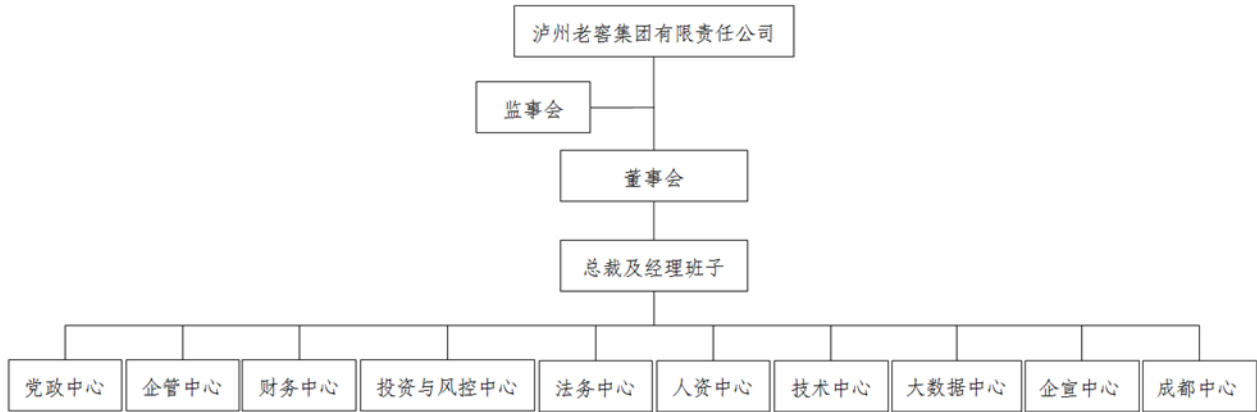
2018 年 7 月 16 日

附一：泸州老窖集团有限责任公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：泸州老窖集团有限责任公司组织机构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：泸州老窖集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	2,888,931.72	2,237,471.33	2,229,449.57	2,740,721.37
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	415,840.21	376,919.27	1,118,783.06	1,420,949.05
应收账款净额	31,299.36	26,055.10	42,655.70	43,069.08
其他应收款	386,981.40	535,437.64	371,290.52	344,823.14
存货净额	326,518.21	265,943.83	298,183.88	312,884.21
长期投资	779,397.57	879,385.86	1,001,353.55	1,078,033.16
固定资产	250,271.69	234,590.98	210,491.14	204,588.49
在建工程	53,012.63	45,982.00	197,753.03	210,274.41
无形资产	101,680.88	89,061.76	75,642.29	74,782.41
总资产	8,491,709.48	7,960,452.06	9,020,609.29	10,065,293.19
其他应付款	129,739.17	110,132.09	168,438.40	137,052.86
短期债务	909,800.00	644,623.14	1,005,157.53	1,051,329.81
长期债务	1,658,700.00	2,186,136.21	1,433,017.03	1,695,379.12
总债务	2,568,500.00	2,830,759.34	2,438,174.56	2,746,708.93
净债务	-320,431.72	593,288.01	208,725.00	5,987.56
总负债	6,165,293.24	5,411,426.93	5,943,451.23	6,360,479.22
费用化利息支出	66,470.10	60,659.22	61,439.54	-
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	2,326,416.24	2,549,025.13	3,077,158.06	3,704,813.97
营业总收入	1,295,191.63	1,267,307.06	1,492,287.20	466,455.09
三费前利润	833,373.76	684,093.86	852,996.93	266,712.30
投资收益	116,100.04	99,019.40	172,649.06	39,749.13
净利润	366,793.48	368,684.49	412,763.26	143,326.14
EBIT	574,589.36	517,796.66	604,494.29	-
EBITDA	607,147.64	549,249.47	635,722.73	-
经营活动产生现金净流量	416,922.70	-716,337.50	413,499.76	-180,071.20
投资活动产生现金净流量	-163,077.67	47,457.79	-231,015.74	-191,330.61
筹资活动产生现金净流量	747,986.40	-149,556.40	-198,111.62	788,943.71
现金及现金等价物净增加额	1,001,911.70	-818,248.18	-15,927.82	417,455.72
资本支出	18,080.00	38,052.49	168,778.44	34,291.55
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	48.31	59.99	67.31	66.23
三费收入比(%)	29.41	31.10	33.81	26.54
EBITDA/营业总收入(%)	46.88	43.34	42.60	-
总资产收益率(%)	7.57	6.29	7.12	-
流动比率(X)	1.55	2.06	1.63	1.77
速动比率(X)	1.47	1.97	1.56	1.70
存货周转率(X)	1.15	1.64	1.77	2.16*
应收账款周转率(X)	33.16	44.19	43.44	43.53*
资产负债率(%)	72.60	67.98	65.89	63.19
总资本化比率(%)	52.47	52.62	44.21	42.57
短期债务/总债务(%)	35.42	22.77	41.23	38.28
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	-0.25	0.17	-0.26*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.46	-1.11	0.41	-0.69*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.27	-11.81	6.73	-
总债务/EBITDA(X)	4.23	5.15	3.84	-
EBITDA/短期债务(X)	0.67	0.85	0.63	-
EBITDA 利息倍数(X)	9.13	9.05	10.35	-

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；公司2018年一季度报告数据未经审计；加“*”指标已年化处理；中诚信国际在分析时已将公司发行的短期融资券由“其他流动负债”计入短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

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+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+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

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-营业税金及附加-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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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 = 营业成本/存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入/应收账款平均净额

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））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

注：经营性业务利润中“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、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。