

# 白酒制造企业主体信用评级方法

2017年12月26日



**联合资信评估有限公司**

---

电话：010-85679696      地址：北京市朝阳区建国门外大街      邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228      2号PICC大厦17层      网址：www.lhratings.com

---

# 白酒制造企业主体信用评级方法

作者：联合资信 工商企业一部

## 概要

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约可能性（评估）概率。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断白酒制造企业主体信用风险的主要评级要素，是评定白酒制造企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖白酒制造企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。白酒制造企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

## 一、适用范围

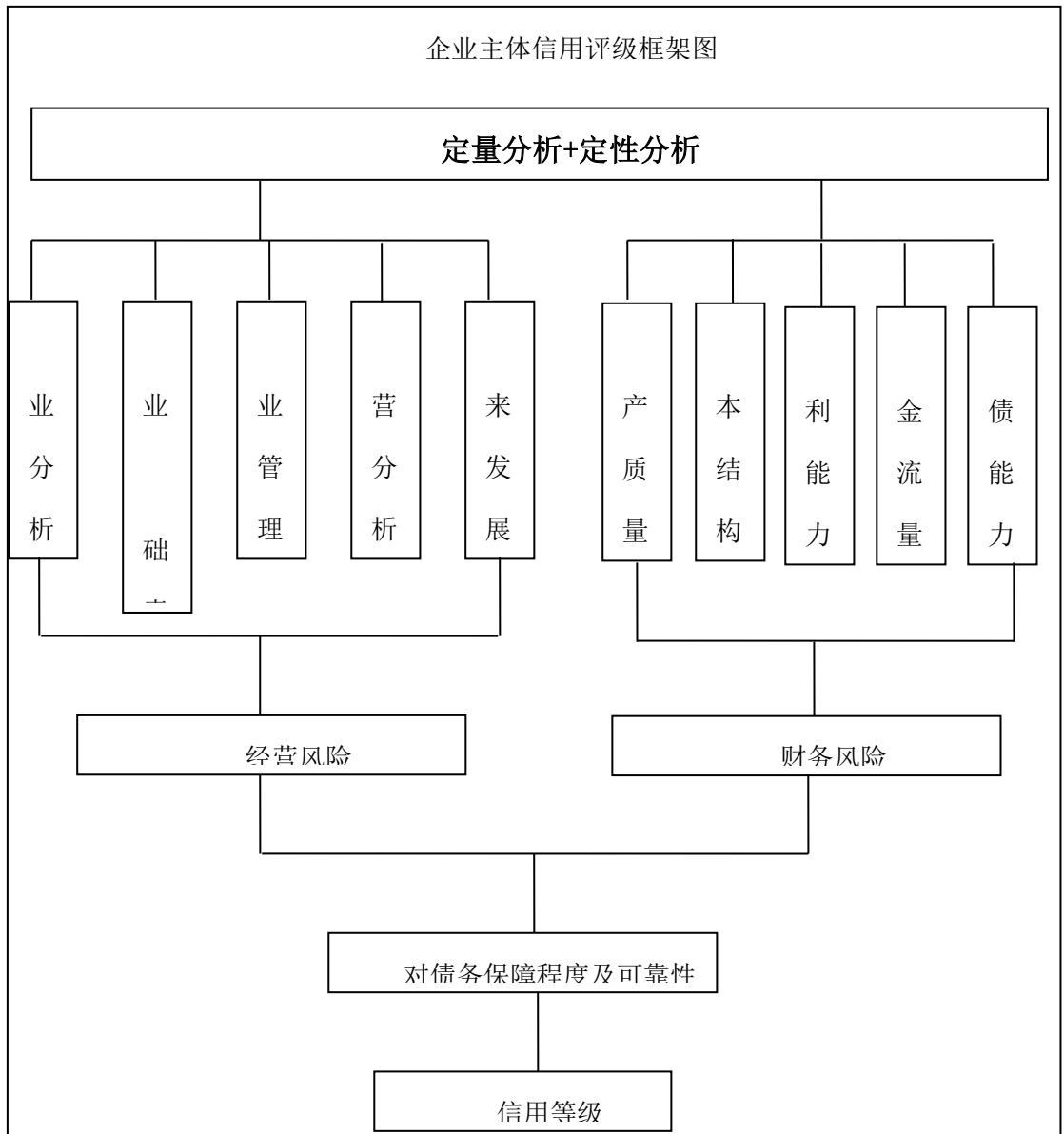
白酒是以粮谷或含淀粉质和糖质为原料，以曲类、酵母或糖化酶为糖化发酵剂，采用固态、半固态或液态发酵方式，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾调等环节制成原酒，原酒再经长时间存储，经勾兑后成为出厂的成品酒。在《国民经济行业分类和代码表》（GB/T4754-2011）中，白酒制造行业是“酒、饮料和精制茶制造业”大类、“酒的制造”中类下属的细分行业。联合资信白酒制造企业主体信用评级方法适用于以白酒制造及销售为主营业务的企业，界定标准为营业收入或利润总额 50% 以上来自于白酒制造及销售业务。

## 二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约可能性的大小。受评主体违约可能性的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对白酒制造企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



### 三、评级要素

#### (一) 经营风险评级要素

##### 1、行业分析

###### 行业概况

白酒作为可选消费品，其可持续发展与整体国民经济发展水平、人均可支配收入、消费结构及产业政策等因素密切相关。国民经济健康增长、居民可支配收入提高推动消费结构升级，均对白酒制造行业产生积极作用；而产业政策的出台与实施亦会通过调整供给端与需求端进而影响行业发展态势。

2012年在“禁酒令”、严控“三公”消费等政策出台及宏观经济增速放缓综合作用下，白酒制造行业内企业各项经济运行指标（如产量、销售收入、产品价格及利润）增速显著放缓，库存高企及渠道利润挤压等现象突出，行业逐步从“黄金发展期”进入深度调整期，政军务消费逐渐被大众及商务消费承接，下游需求结构产生转变。2015年以来，在居民购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业整体景气度企稳复苏，并于2016~2017年延续回暖态势。长期来看，在未来市场需求平稳增长背景下，白酒制造行业将进入整合重组阶段，行业集中度将有效提高。

联合资信在白酒制造行业发展现状分析时重点关注白酒制造行业市场增长与变化趋势、需求与供给环境、库存水平及变化趋势、行业内企业经济运行质量与效益等。

###### 上下游产业

白酒产品品牌附加值高及存在较强消费者品牌认可度等特点使得白酒制造行业在上下游产业链中具备很强的话语权，大部分原材料价格的上涨与产品销

售价格的下跌均可在经销商层面得到消化。

白酒制造行业的上游产业分析应重点关注原材料（如粮食、包装）供应情况，如原材料市场供需状况、价格变化趋势及其对公司盈利能力的影响、未来原材料采购价格的预测等。

白酒制造行业的下游需求可分为政务、商务及个人三个部分。2012年严控“三公”消费等政策出台前，政务、商务及个人消费占比分别约为40%、42%和18%；经过本轮调整后，政务消费占比大幅下降至5%左右，个人及商务需求承接能力持续增强，在消费结构占比分别提升至50%和45%左右。本轮消费结构的调整虽然一定程度导致下游需求价格弹性提高，但大众消费需求相较于政务消费具有更稳固的基础，且随着购买力提升以及消费升级，未来行业下游需求具备稳定增长驱动力。

### 产业政策

白酒制造为国家限制发展的产业，根据国家发改委公布实行的《产业结构调整指导目录（2011年本）》（2013年第21号令），继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”目录，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导。国家对白酒制造行业总体发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。

在行业发展历程中，政府及有关部门通过一系列产业政策、消费需求引导政策、税收政策等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。产业政策分析应重点关注白酒制造行业发展规划、行业去产能、消费需求引导、环境保护、税收等政策。

表 1 近年来中国白酒制造行业主要政策梳理

名称	时间	部门	政策内容
严控“三公”消费	2012.3.26	国务院	国务院召开第五次廉政工作会议要求严格控制“三公”消费，禁止公款购买香烟、高档酒和礼品
《中央军委加强自身作风建设十项规定》	2012.12.21	中央军委	中央军委要求不安排宴请、不喝酒、不上高档菜肴等
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年第 21 号令）	2013.2.16	国家发改委	继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”，遵循优胜劣汰原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级。
《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的通知》	2015.7.15	国家税务总局	白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下、年销售额 1000 万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定。
《中国酒业“十三五”发展指导意见》	2016.4.13	中国酒业协会	坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐。预计到 2020 年酿酒产业销售收入达到 12938 亿元，比 2015 年 9229.17 亿元增长 40.19%，年均复合增长 6.99%。

资料来源：公开资料整理

## 行业地位

白酒制造行业是“酒、饮料和精制茶制造业”下属的细分行业。根据 Wind 数据统计，2016 年酒、饮料和精制茶制造业实现主营业务收入 1.84 万亿元，占当期 GDP 总量的 2.47%，相较 2015 年占比（2.51%）略有下降。

## 行业竞争

白酒制造属于完全竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈，但各档次白酒竞争环境差异较大，竞争核心要素不同。高端白酒<sup>1</sup>以商务宴请、送礼、政务消费等为主，价格弹性低，品牌力最为关键，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，存在很高的进入壁垒，因此高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。次高端白酒<sup>2</sup>主要消费定位商务宴请等，核心竞争要素是品牌力以及渠道布局，近年来次高端白酒市场集中度上升较为明显，整体竞争格局较为清晰。中低端白酒<sup>3</sup>则属于完全竞争市场，主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和全国化大众品牌，产品同质性较强，定价权较弱。目前大多数省级白酒制造企业主力布局于中低端酒产品，依托本土化优势加之

<sup>1</sup> 指 600 元/瓶以上的白酒产品。

<sup>2</sup> 指 300~600 元/瓶的白酒产品。

<sup>3</sup> 指 300 元/瓶以下的白酒产品

深耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度，对当地经销商、终端资源等渠道控制力强，具备较强竞争力。对于低端产品（光瓶酒）来说，目前市场参与者以地方小酒企为主，虽然低端酒市场份额在行业内占比较高，但产能过剩、需求增长乏力等问题尤为突出，竞争环境较其他细分格局恶劣。

竞争格局分析应重点关注白酒制造行业集中度、细分产品领域龙头企业及占有率等。

### 行业周期性和季节性

从消费角度而言，白酒属于快速消费品，受短期宏观经济波动的影响较小，对宏观经济波动具有较强的抵御能力。

白酒消费具有较为明显的节日效应。节日期间，由于各种社会活动频繁，亲朋好友相聚等因素，使得居民消费量大幅增加，白酒消费集中释放并出现高峰。一季度和四季度的节日较多，白酒制造企业销售收入会更多地集中于上述期间，2016年国内上市白酒制造企业四个季度的销售额占比分别为31%、20%、22%和27%。

### 行业发展

白酒制造行业为国家限制发展的产业。国家对白酒制造行业总体的发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。

除上述行业宏观发展导向外，白酒制造行业发展与消费结构、城乡居民收入与消费水平、白酒消费理念、等因素关系密切。应重点分析居民收入水平和消费观念、经济和人口增长等因素从需求侧对行业发展和转变产生的推动力。



## 2、企业基础素质

### 产地和区域环境

区域文化和水土气候条件造就了白酒独特的风味特征，使得白酒制造行业具有明显的区域特征，主要集中在西南地区（四川、贵州）、华东地区（山东、江苏、安徽）和华中地区（河南、湖北）等。部分区域性白酒制造企业的销售高度集中于其所在省份，应重点分析企业所在区域经济发展环境、居民收入及消费水平、人口基数、白酒消费习惯、地方环保政策标准等。

### 企业所有制性质

分析企业为国有企业还是民营企业。国有企业要关注是中央企业，还是地方国有企业。民营企业主要关注是否为一人所有制企业等因素。目前，白酒制造行业集中度不高，但具备规模与品牌竞争优势的仍以地方国有企业为主，民营企业相对较少。

### 企业规模及竞争力

随着白酒制造行业逐渐过渡至“稳定发展期”，行业发展呈现出龙头企业增速提升，区域性企业竞争加剧的分化态势。已在经营规模、品牌认可度、产品结构完善度、销售网络与渠道建设等方面形成竞争优势的白酒制造企业在行业景气度波动的环境下具备更强的抗风险能力。从经营规模来看，部分白酒制造企业在全国范围或在其所在省份具有十分突出的竞争优势，在上下游产业链中拥有更强的话语权，利于其有效分摊营销费用及管理费用，同时还有助于公司聚集优秀技术、营销、管理团队、白酒工匠队伍。从品牌力来看，具有较高品牌认可度的白酒通常蕴含悠久的酿酒历史、独特的地域风俗及丰富的文化内涵，消费者对产品已形成忠诚度，是新进入者依靠技术与资金在短期内难以获取的核心经营资源。

应重点分析白酒制造企业整体经营规模（产销量及收入规模等）、行业地位、生产能力与工艺水平，产品香型、知名品牌系列与品牌知名度等。

## 外部支持

重点分析企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度：

政府支持方面：1) 是否享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持，判断企业获得支持力度的大小；2) 是否有政府明确担保且有政府救助历史；3) 公司经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业。

股东支持方面：1) 分析母公司背景和实力及企业在股东的发展战略上所处的地位；2) 获得股东注资支持和补贴等支持力度的大小；3) 股东是否为企业债务提供担保。

## 3、企业管理

### 公司治理

重点分析：1) 董事会与管理层之间是否实现角色分离，对实际控制人的依赖程度；2) 控制权是否存在严重纠纷；3) 管理层变动情况；4) 企业对资金控制能力及对主要子公司管控力度。

目前债券市场中白酒制造企业多数为国有企业，需要关注董事会的独立性，公司实际的领导体制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制等。

### 管理水平

组织机构设置是否完备，能否满足企业经营发展方向；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从服务质量管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。

### 食品安全保障及管理

白酒产品主要供消费者直接饮用，产品卫生状况和产品质量直接关系到消

费者的身体健康。白酒的上游原材料采购，白酒的发酵、酿造、陈化老熟、勾调储存、产品包装等直接接触食品的生产环节，以及产品存放、成品运输等食品销售环节，均涉及到食品安全和食品卫生，使得白酒制造企业面临着较大的食品安全管理压力。白酒制造企业需要制定严格的食品安全制度，涵盖原材料采购过程中的食品安全检测、生产过程中的食品卫生监督、储存过程中的食品卫生检查等环节，如果上述食品安全制度及措施不能满足国家法律法规的要求，或者出现执行环节的问题，将会带来食品安全的风险，并对公司的生产经营造成不利影响。若白酒制造企业发生严重的食品安全事故，导致消费者对公司产品安全失去信任，或将使得企业业绩发生大幅下滑。

#### 4、经营分析

主要从原材料采购、产品生产、产品销售、环境保护等方面分析白酒制造企业经营情况。

##### 原材料采购

白酒制造企业生产成本构成以原材料（主要包括粮食、包装）、直接人工、制造费用等为主，其中原材料成本（约 50%~60%）占比较大。白酒制造行业上游主要为粮食种植业以及包装行业，其中粮食成本所占比重较小，且主要粮食价格与国家相关收储政策密切相关，整体保持稳定或小幅增长态势，对白酒生产成本影响不大。白酒生产所需包装物主要包括酒瓶、瓶盖、外包装等，近年来箱板纸和玻璃价格有所波动，但由于白酒产品包装的升级，整体包装物成本仍呈上升态势。包装印刷产业市场参与主体众多，行业发展成熟且竞争充分，白酒制造企业普遍采取竞标、市场比较等方式采购，集中度不高，对供应商依赖性不强。

在原材料采购分析中，应重点关注原材料采购方式、主要原材料采购价格变动情况、主要原材料供应商集中度和稳定性、是否存在外协加工或贴牌生产、采购结算方式以及原材料质量控制等。

## 产品生产

白酒的生产需先经过制曲、酿造（发酵、蒸馏）、陈化老熟等步骤生产出基酒，再按照一定比例勾兑、包装生产出成品酒（最终产品）。陈化老熟环节是将酿造的基酒灌坛封装并贮藏，贮藏时间越长，品质越高，因此基酒生产周期较长，酿造时间因香型不同存在差异；受夏季酒醅易被有害菌感染和破坏影响，基酒生产也具有季节性特点（6~9月进入“压窖”阶段）。基酒对于白酒产品风格的典型性非常重要，对于保证成品酒质量及成本控制也具有关键意义，是白酒制造企业核心经营资源之一。具备基酒生产能力、拥有较为丰富基酒储备对白酒制造企业生产经营具有积极作用。此外，中国白酒制造行业整体产能过剩，生产效率与产能利用率水平均对企业经营效益产生影响。

受上述生产特点影响，白酒制造企业基酒与成品酒生产计划一般基于企业未来销售计划、销售产品结构、产品库存及经销商反馈提前制定。应重点分析白酒制造企业基酒与成品酒生产模式、生产能力、产能利用率、基酒储备与成品酒库存、产品结构及产量变化等。

## 产品销售

(1) 销售模式与渠道建设方面：白酒制造企业销售模式主要包括经销，商超/酒店和直销模式，目前较为主流的是经销模式。经销模式即以地、县级城市和产品系列为单位，选择具备一定实力的经销商，代理该地区的白酒产品经销业务，网络健全、稳定性高、实力较强的经销商体系有利于公司产品销售实现。商超/酒店模式下，白酒制造企业直接通过商超、酒店等渠道将白酒产品销售给终端客户。直销模式下，白酒制造企业以批发或零售的方式直接将白酒产品销售给终端客户，主要包括直营专卖店、网络商城等。互联网、专卖店等直销模式有助于企业熟悉和把握终端销售者，进而提升其在产业链中的话语权，随着白酒制造行业进入调整期，加之消费市场及群体逐步多元化，直销模式被更多主流企业所重视。应重点分析企业各销售模式（经销、商超/酒店或直销）占比、销售网络布局、销售队伍建设（经销商体系建设、管理与维护，自有销售团队

架构等)、销售激励措施、产品销售区域分布、销售运输、销售结算方式以及销售费用控制等。

(2) 定价策略方面：关注企业产品定价模式，是主要产品价格的制订者还是价格的跟进者；主要产品销售价格变化趋势、频率是否与整体行业及行业内对标企业相符；针对区域经济环境、居民消费能力、居民消费心理及其他因素，对主要产品未来价格趋势进行判断。

(3) 产品结构方面：由于不同产品价格带及区域所面临的竞争环境有所差异，应重点关注企业产品结构体系、细分产品销量与销售额构成（分产品档次、销售区域）、细分产品毛利率水平及变动等。

### 环境保护

环境保护方面重点关注生产过程中是否会排放废水、废气、废渣；如何处理三废；企业在环保方面投入情况，采取的环保措施以及通过相关认证情况；受到环保部门的处罚情况。

## 5、未来发展

发展战略方面，主要关注企业未来五年发展规划；重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对企业经营预测进行分析，分析实现的可能性。

重点关注企业未来的资本支出对债务负担的影响程度，白酒制造企业的投资主要集中于白酒产能的扩张和升级，资金需求量较为可控，重点分析投资规模、资金来源、偿债压力等。

此外，还要重点关注企业权益增减情况，是否通过股东增资、定向增发等方式提高权益，或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益；关注企业新项目投产、重大合同签订情况。

## （二）财务风险评级要素

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

从财务数据综合分析来看，上市白酒制造企业主营业务结构普遍较集团型白酒制造企业单纯，由于白酒制造业务拥有良好的盈利获现能力，上市白酒制造企业普遍整体债务负担极轻，财务弹性、偿债能力、资产质量及现金流状况良好。部分集团型白酒制造企业自身为地方政府国有资产运营平台，除承担一定政府融资职能外，还控股其他国有产业类企业；其余集团型企业经营格局普遍较为多元化，多伴有贸易、房地产、酒店等资金密集型业务。由于白酒主业造血能力突出，集团型企业普遍存在较大规模关联方往来占款及对外担保，在分析中应重点关注其他应收款（集中度、形成原因、账龄、回收风险等）、或有负债风险、母公司债务负担及偿债能力、母公司盈利对下属上市公司分红依赖度、上市公司分红规模及可持续性。

### 1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，进一步分析相关事项对企业信用的影响；结合企业经营情况分析近三年公司会计政策及财务数据变化情况，判断财务数据的真实性和可比性。

### 2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。需重点关注企业资产构成，资产流动性和受限情况。白酒制造企业资产主要以流动资产为主，其中现金类资产（货币资金、应收票据、理财等）、存货和其他应收款占比普遍较高。从存货构成来看，白酒制造企业通常拥有较大规模的自制半成品，即处于陈化老熟储存阶段的白酒（基酒），为了增加优质白酒的产量，储备企业发展后续动力，企业通常会前瞻性地规划储备相应规模的基酒；考虑到白酒的储存特性，白酒存货跌价风险较小，跌价减值准备主要为包装原材料等。其他应收款形成原因主要为关

关联方往来占款，如股东及关联方占款、政府融资平台往来占款及基础设施建设投资垫款等，多形成于集团型白酒制造企业，具有账龄较长，坏账计提比例较低等特点，对资产质量造成负面影响。白酒制造企业非流动资产主要为固定资产、在建工程以及无形资产，需关注固定资产的明细、折旧情况，对于在建工程，关注项目进展情况，与企业过往年份所披露的投资计划是否有变动。

### 3、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。非集团型白酒制造企业的资本性支出主要集中在产能建设方面，整体投资规模较为可控；企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况，权益占比越大，对债权人保障程度越高。由于白酒制造企业销售结算方式以先款后货为主，较大规模的预收款项导致资产负债率在反应企业杠杆水平上存在一定程度失真，因此衡量指标主要选取长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等。在分析上述指标后，综合判断企业自身债务负担、与战略发展及资产结构匹配程度、权益稳定性及自身分红政策、同行业企业对比、未来融资需求。

### 4、盈利能力

受益于品牌附加值高及产业链中话语权强等特点，横向对比其他产业，白酒制造企业盈利能力很强。随着 2015 年以来白酒制造行业景气度呈现企稳复苏态势，白酒制造企业经营规模及盈利能力均呈现同比持续提升态势，2016 年白酒制造发债企业营业利润率及净资产收益率均值分别为 45.29% 和 10.74%。从利润构成来看，白酒制造企业利润核心来源主业，非经营性损益为利润的有益补充，但贡献度不高。行业内企业利润可持续性强，但盈利水平稳定性易受行业景气度波动影响。

分析盈利能力时应关注企业近三年主营业务收入及构成变化、毛利率、期间费用率、净资产收益率、总资本收益率等指标；利润构成情况（主营业务利润及非经营性损益占比）。

## 5、现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。白酒制造企业普遍采取先款后货的结算模式，预收款项规模大，经营获现能力强。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

## 6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于白酒制造企业偿债能力的分析，主要关注以下几点：

(1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；重点关注流动比率、速动比率、经营现金流动负债比等计算指标。白酒制造企业流动资产以货币资金和存货为主，加之货币资金较为充裕，流动比率处于较高水平，对短期债务保障能力较好。

(2) 长期偿债能力，主要分析 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；主要考察的财务指标包括 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

## 7、其他重大问题

母公司财务状况分析：部分集团控股型发债企业依赖下属上市公司经营，



其母公司报表与合并报表相比差异大，多具有现金类资产匮乏、债务负担较重、偿债能力弱、盈利对下属上市公司分红依赖度高等特点。应重点分析母公司财务实力、上市公司现金分红规模及可持续性。

**抵质押情况：**是否存在股权、土地、设备、厂房等资产抵质押及比重。

**对外担保风险：**部分集团型白酒制造企业因自身为地方政府国有资产运营平台，需承担一定政府融资职能，其对外担保规模相对较大。重点关注：1) 对外担保规模，担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2) 担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况、主要被担保对象经营情况；3) 被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

**未决诉讼风险重点关注：**1) 诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2) 因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；3) 诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

**关联交易风险重点关注：**1) 企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2) 企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入 50% 以上；3) 企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到 50%（含）以上。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

### (三) 主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	行业概况	宏观经济发展、社会消费总额、人口增长、人均可支配收入水平、消费结构、节假日数量、行业供需变化趋势、行业内企业经营效益变化趋势等
	上下游产业	原材料（如粮食、包装）市场供需情况、价格变化趋势、未来原材料价格预测、下游需求结构变化与供需变化等
	产业政策	白酒制造行业发展规划、行业去产能政策、消费需求引导政策、税收政策、环保政策等
	行业竞争	行业集中度、细分行业龙头企业排名及区域市场占有率等
	行业周期性与季节性	对经济波动的敏感性、抗跌性等
	行业发展	行业政策引导方向、消费结构及变化、城乡居民收入水平和消费观念、经济和人口增长等
基础素质	区域环境	区域经济水平及产业结构布局、产区配套设施建设、资源供应条件、交通条件、区域白酒制造行业规模及变化趋势，人口基数、居民收入和消费水平、居民消费观念和习惯等
	企业所有制性质	中央企业、地方国有企业、民营企业
	企业规模及竞争力	企业行业排名与奖项、生产能力、产销量及营收规模、品牌系列与品牌知名度等
	外部支持	资本金注入、财政补贴、税收优惠、股东担保、经济政治地位等
公司管理	治理结构	董事会与管理层的独立性、对实际控制人的依赖程度、股权集中度等
	管理水平	股权结构及股东表决权，治理结构是否符合公司法要求、重大决策制定机制，决策与监督机制与企业所有制适应程度，组织机构设置，管理职责划分，规章制度及执行，人员激励措施，对子公司的管控方式等
	安全保障及管理	安全生产与保障，采购、生产、储存等过程中涉及的食品安全监测制度完善性与执行力度
经营分析	原材料采购	原材料采购模式、主要原材料采购量及价格变动情况、采购结算方式、供应商稳定性和集中度、运输条件和质量管控等
	产品生产	基酒与成品酒生产能力、产能利用率、基酒储备规模、产品产量及变化、产品结构、成品酒库存规模等

	产品销售	销售模式占比，销售区域分布，经销商体系维护与拓展能力，产品定价策略，销售费用控制，细分产品销售量、销售额、毛利率水平及变动、细分产品销售价格变化、销售结算方式等
	环境保护	三废排放及处理；环保投入、环保措施、环保认证、环保部分处罚情况等
	未来发展	项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），并购和重组计划、资金筹措手段、未来规划定位的准确性和可行性等
财务分析	财务信息质量	审计机构从业资质，近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论；合并范围变动，会计政策一致性；应收账款计提方式等
	资产质量	存货构成及减值准备，其他应收款形成原因及账龄、资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用程度，非经营性投资的盈利能力、回收风险及风控措施；长期股权投资盈利情况、分红情况、减值计提，投资性房地产计价，固定资产折旧方式、成新率、在建工程及商誉价值风险等
	资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性；长期债务资本化比率，全部债务资本化比率
	盈利能力	收入变动，营业利润率，期间费用率，非经营性损益来源及稳定性，资产收益率，总资本收益率
	现金流	现金收入比，经营活动现金流净额及稳定性，各类现金流与资产负债表的勾稽关系，对外投资资金来源及去向，未来投资规模及资金需求
	偿债能力	流动比率、速动比率、经营性现金流动负债比，全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数，直接及间接融资渠道
其他重大事项	--	母公司财务分析、资产抵质押、对外担保、未决诉讼、关联交易、信贷履约历史记录