

白酒制造行业研究



白酒制造行业研究报告

报告编号:

时间: 2017 年 12 月 20 日

分析师: 刘晓濛

010-85679696

lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lhratings.com

报告概要

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品,其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关。2012 年,在严控“三公”消费、中央军委“禁酒令”等政策出台及宏观经济增速放缓的综合作用下,白酒制造行业逐步进入深度调整期,下游需求结构重塑,政军务消费逐渐被大众及商务消费承接。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带动下,白酒制造行业景气度复苏,并于 2016 年延续回暖态势,行业内龙头企业业绩率先回升,但不同价格带产品因竞争环境差异业绩呈现分化趋势,品牌力、销售渠道、资金及规模等方面更具竞争优势的白酒制造企业呈现出更强的抗风险能力。

白酒制造企业具备很强的盈利水平及良好的经营获现能力,现金类资产较为充沛、债务负担较轻,整体偿债能力很强。集团控股型发债企业需重点关注母公司偿债能力、下属公司分红规模及可持续性、关联方往来款规模与回收风险等。

长期来看,在居民消费升级的趋势下,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,产能过剩风险有望得到一定缓解。

一、行业概况

1. 行业概述

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。白酒又名烧酒，是中国特有的一种蒸馏酒。白酒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（一般在 1 年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后成为出厂的成品酒。

按香型分类，中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率约为 70%，以五粮液、泸州老窖等为代表；清香型白酒市场占有率约为 10%，以汾酒、牛栏山等为代表；酱香型白酒占比约为 10%，以茅台酒等为代表；其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。随着白酒市场消费结构逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”及“酱香”型转化的趋势，口味的变化将有利于清香型、酱香型等白酒市场份额的提升。

表 1 中国白酒香型主要分类

香型	特点	发酵工艺	代表企业
浓香型	酒香浓郁，口味丰满，入口绵甜，纯正	中温大曲（55~60℃）采用万年槽发酵工艺	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒
酱香型	以酱香为主，香味细腻、复杂	高温大曲（60℃以上）原料清蒸，采用八次发酵八次蒸酒	贵州茅台、郎酒
清香型	入口绵甜，香气清正	低温大曲（不得超过 50℃）并用清蒸工艺，地缸发酵	汾酒、红星二锅头、牛栏山、衡水老白干

资料来源：公开资料整理

2. 行业运行概况

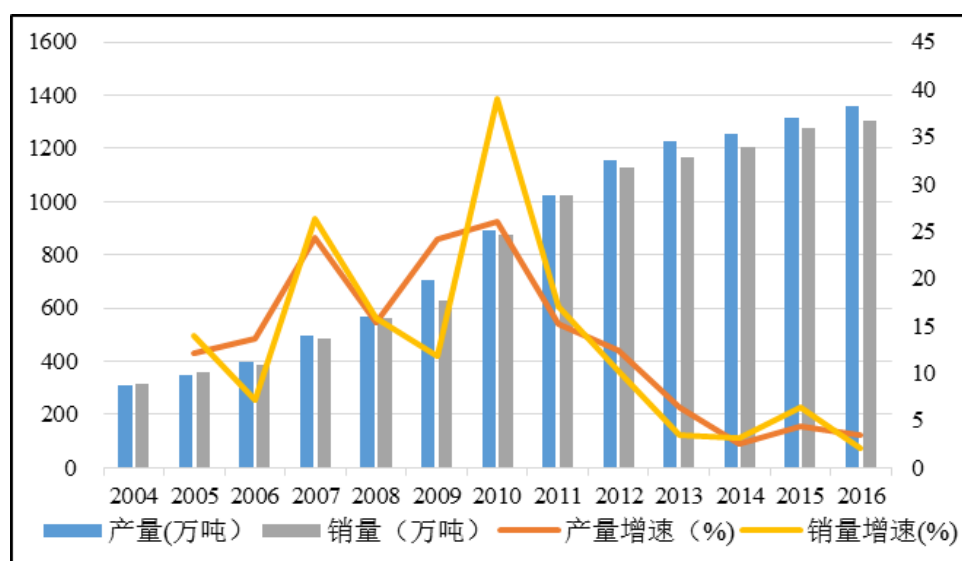
白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关，且产品自身保值增值的特点使其具备一定投资属性。

2002~2012 年，在经济快速发展带动政商务需求增长下，白酒制造行业经历了“黄金十年”高速发展期，除 2008 年因金融危机导致产销量增速短暂下滑外，其余均保持 10%以上增速。2004~2012 年，全国规模以上白酒制造企业白酒产量年复合增长 15.65%，白酒消费量年复合增长 15.25%；白酒制造企业毛利率处于 25%~38%区间。

2012~2014 年，受政府严控“三公”消费及中央军委“禁酒令”等政策陆续出台叠加经济增速放缓影响，下游政军务消费需求受到大幅冲击，导致白酒制造行业各项经营指标如产量、销售收入、产品价格及利润规模增速显著放缓，库存高企及渠道利润挤压等现象突出，白酒制造行业进入深度调整期。自 2012 年起，全国规模以上白酒制造企业产销量增速呈现持续下滑态势并处于历史低位，其中产、销量增速分别由 2011 年的 15.12%和 17.00%下降至 2014 年的 2.52%和 3.12%。

2015 年以来，随着低价格弹性的政军务消费泡沫挤出，白酒价格尤其高端酒呈现波动下降态势。与此同时，大众及商务消费需求持续增长，并逐渐成为白酒需求结构的主力军，政务消费边际负面效应递减。在居民购买能力不断提升、餐饮业触底企稳回升、渠道库存去化较充分等因素综合作用下，白酒制造行业产销量增速止跌回升，进入企稳复苏态势；茅台、五粮液、洋河等龙头企业业绩率先回升，行业出现分化。

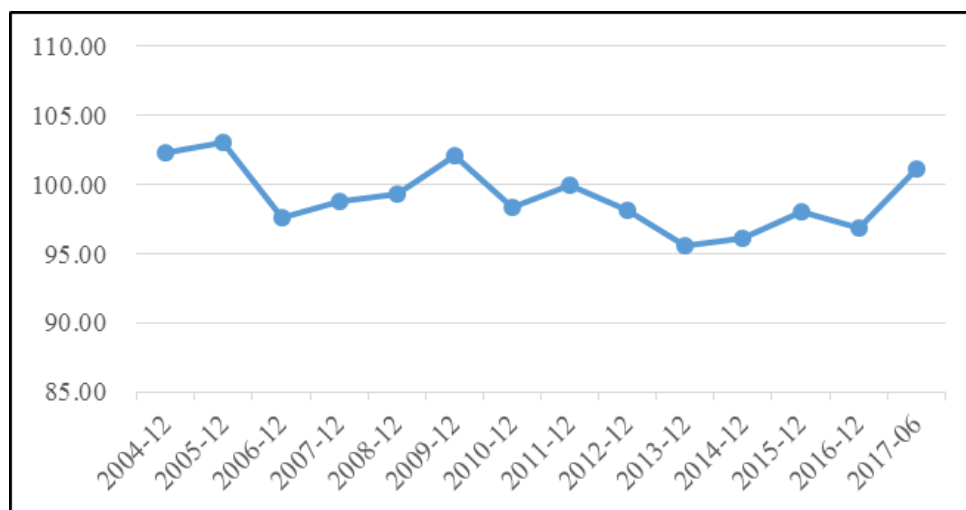
图 1 中国白酒产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯

从产销率来看，中国白酒供给和需求长期处于波动平衡状态，2004~2016 年产销率均值为 99.10%，主要由于白酒制造企业通常结合市场供需、经销商反馈、库存水平等提前安排生产及销售计划，使得产销率保持一定平衡。2002 年后，高端白酒价格不断上涨，2008 年底受到金融危机的影响，高端白酒需求急剧下滑，供需缺口加大，造成 2009 年产销率有所提升。2012~2014 年，在限制“三公”消费政策影响下，产品滞销、渠道库存积压导致白酒产品产销率持续下滑并在低位徘徊。2015 年以来，在行业基本面改善带动下，产销率波动复苏，并于 2017 年 6 月底回升至 101.10%。

图 2 2004~2017 年 6 月中国白酒产销率（单位：%）

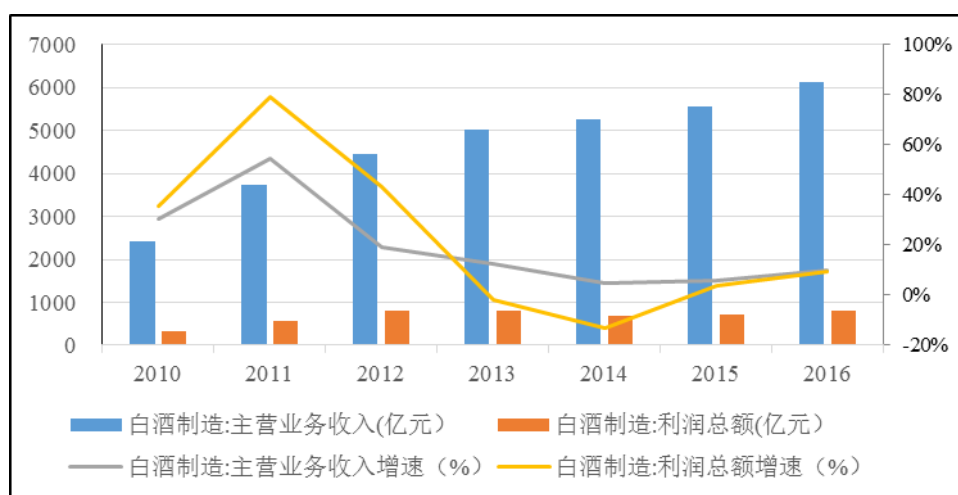


资料来源：Wind 资讯

从经营效益来看，白酒制造企业经营效益变化趋势与行业趋势基本相符。2012~2014 年，在政策对下游需求冲击影响下，全国规模以上白酒制造企业营业收入及利润总额增长率持续下滑，从 2011 年的 54.72%和 79.40%分别下降至 2014 年的 4.80%和-13.18%。2015 年以来，行业内企业经营情况明显改善，其中营业收入增速同比止跌回升，利润总额增速实现由负转正，并均在 2016 年延续回升态势。2016 年 1~12 月，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1578 家，同比增加 15 家；其中亏损企业 113 个，企业亏损面为 7.16%。同期，规模以上白酒企业累计完成销售收入 6125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%；亏损企业累计亏损额 10.54 亿元，同比下降 15.92%。

值得注意的是，2010~2012 年，白酒制造企业利润总额增速始终高于营业收入增速，2013 年以来趋势发生转变，利润总额增速下滑幅度明显加大且低于营业收入同期增速。行业深度调整期间，白酒制造企业不断延伸、丰富产品线的同时加大营销力度，通过快速推新的方式应对下游需求不足及营业收入下滑的压力。上述措施一方面导致新产品的生命周期缩短以及老产品销量的下滑，另一方面新产品销量增长更多依赖于销售费用的增长推动，进而导致行业内企业利润总额增速与收入、销量增速匹配度下降。

图 3 中国白酒制造企业经营效益



资料来源：Wind 资讯

3. 行业生产特点

白酒生产周期较长，且具有季节性特点，生产计划一般基于企业对市场预判、经销商反馈及库存水平提前制定。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、包装生产出最终产品-成品酒。基酒生产耗时较长，其中酿造环节时间因香型不同存在差异，陈化老熟环节是将酿造的基酒灌坛封装并贮藏以勾兑成品酒，贮藏时间越长，品质越高。夏季酒醅入池温度较高，酒醅易受有害菌感染和破坏，每年 9 月至次年 6 月由于气温较低，利于酵母等微生物的培养繁殖，是生产基酒的最佳时期。每年 6 月份起，所有酒醅入池后，大部分白酒制造企业不再生产基酒，进入“压窖”阶段，直到当年 9 月份重新开始加料生产基酒。但成品酒生产在夏季并不停止。

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（约占 50%~60%）及直接人工（约占 20%~30%）占比较大。从原材料来看，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因国家相关收储政策基本保持稳定或呈小幅增长态势，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。此外，白酒产品品牌溢价高，通常价格上涨驱动因素来源于供需缺口变化而非原材料价格变动，且价格上涨幅度远高于成本增幅，白酒制造企业成本压力不大。

中国白酒制造行业整体处于产能过剩。在行业黄金发展期刺激下，白酒制造企业纷纷采取较为激进的产能规划扩建生产线。根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》，到 2015 年，全行业将实现酿酒总产量 8120 万千升，其中白酒制造行业预计产量将达到 960 万千升，销售收入达到 4300 亿元。但在“十二五”开局的 2011 年，全国规模以上白酒产量就高达 1025.6 万千升，提前完成了既定产量额。2012 年以来，在政策及经济增速放缓作用下，白酒制造行业已逐步过渡至平稳发展阶段，下游稳定增长的需求无法消化高峰期扩建产能的释放，行业产能过剩问题将持续存在。从 2016 年部分白酒制造企业产能利用率来看，大部分企业产能利用率处于 70%以下，产能利用率较低；其中泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“泸州老窖”）产能利用率较高主要系 2016 年通过淘汰老化、产能低的生产线，导致产能同比减少 8.30 万吨/年。

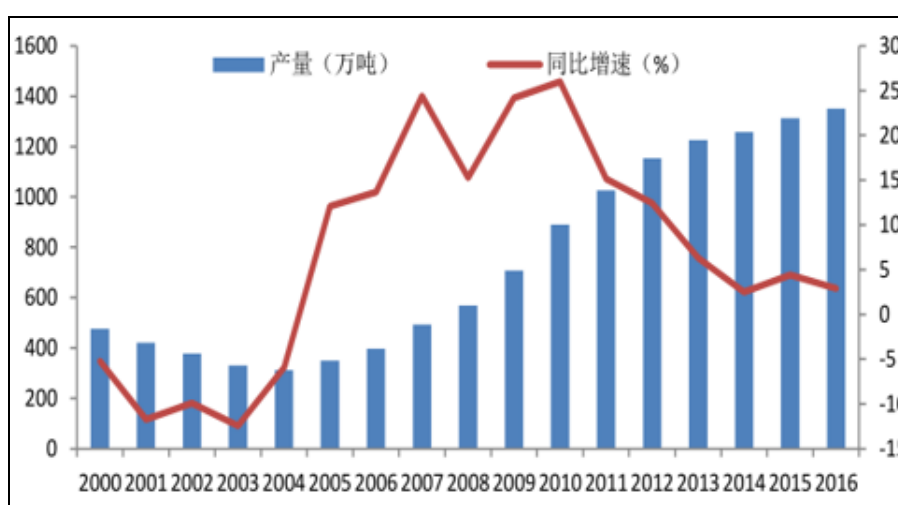
表 2 2016 年部分白酒制造企业产能利用率（单位：万吨/年、%）

企业	成品酒产能	产能利用率
泸州老窖集团有限责任公司	19.80	87.93
江苏洋河集团有限公司	29.00	70.51
安徽古井集团有限责任公司	14.00	59.86
今世缘集团有限公司	5.50	52.55
四川沱牌舍得集团有限公司	9.00	46.71

资料来源：公开资料整理

2002 年以来，白酒制造企业产量整体呈现增长态势，但产量增速受行业景气度变化影响波动大。2014~2016 年，全国规模以上白酒制造企业产量年复合增长 3.95%；2015 年以来产量增速持续下滑的态势迎来拐点。2016 年，全国规模以上白酒制造企业实现白酒产量 1358.36 万吨，同比增长 3.47%；2017 年 1~6 月，全国规模以上白酒制造企业实现白酒产量 683.50 万吨，同比增长 4.31%，复苏势头增强。

图 4 中国白酒制造企业产量及增速情况



资料来源：中国产业信息网

4. 行业销售特点

（1）需求结构

从下游消费结构来看，白酒制造行业需求构成可划分为政务、商务及个人三部分。根据中国产业信息网数据显示，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。

表 3 白酒制造行业需求结构占比情况（单位：%）

需求结构	政策出台前	政策出台后
政务消费	40	5
商务消费	42	45
个人消费	18	50

资料来源：中国产业信息网

图 5 2004~2016 年中国居民收入情况



资料来源：Wind 资讯

（2）销售模式

从销售模式来看，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代理商，代理该地区的白酒产品经销业务。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，主要包括团购、专卖店、网络商城等。经销模式的价格操作包括裸价操作模式、半控价模式和控价模式，裸价模式即白酒制造企业将所有市场资源折算让价给经销商使用，市场运作主动权在经销商手里。半控价模式下，厂家和经销商共同投入进行市场开发、维护；控价模式下，白酒制造企业负责全部的市场开发及维护费用，经销商负责物流工作，市场控制权掌握在酒厂处。

近年来，随着白酒制造行业进入深度调整期以及消费市场及群体逐步多元化，粗放式销售管理模式渐渐无法满足企业发展需求，白酒制造企业销售模式不断发生演

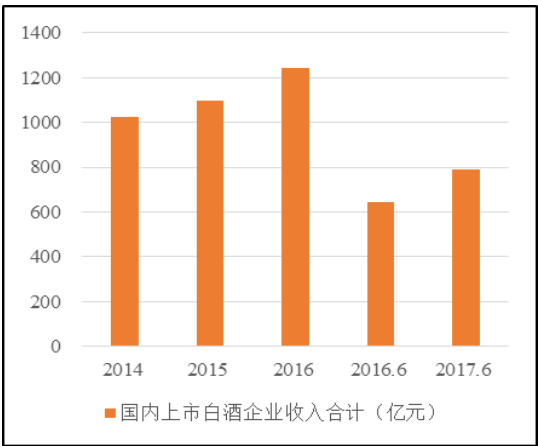
变。具体来看，互联网、专卖店等直销模式被各大白酒制造企业所重视，并纷纷加强电商渠道和连锁店布局建设力度，带动直销比重有所提升。此外，部分白酒制造企业成立初期由于尚未形成核心品牌主流产品，通过创新的营销方式，以高性价比定位为基础，配合可体验、便捷服务等优势，快速赢得了众多消费者青睐并打开市场，代表品牌“江小刀”。上述销售模式演变的本质是粗放型流通向精细化零售的转变，白酒制造企业通过拉近与消费者的距离，进一步提升其在产业链中的话语权。

(3) 近年来销售情况

从销售额来看，近年来白酒制造企业整体收入规模持续上升。2014~2016 年，全国规模以上企业实现销售收入复合增长 7.93%，同时收入增速在 2016 年有所扩大。2016 年，规模以上白酒制造企业实现销售收入 6126 亿元，同比增长 10.07%。

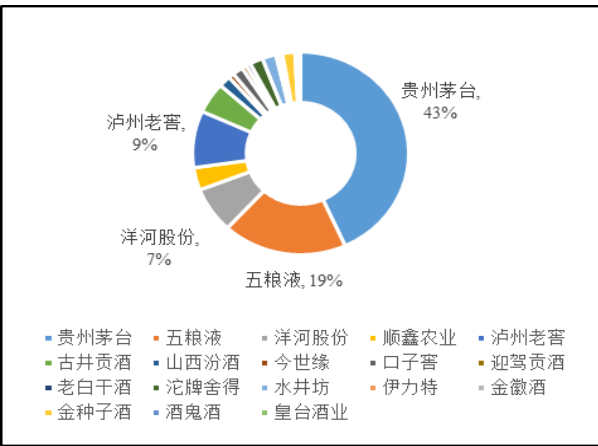
从行业集中度来看，2016 年 18 家白酒上市公司合计实现营业收入 1305 亿元，同比增长 13.90%，占全国规模以上企业销售规模比重 21.30%，行业集中度低；2017 年上半年，白酒上市公司实现销售收入 788 亿元，同比增速扩大至 21%，整体表现明显优于行业平均水平。细分来看，2016 年白酒上市公司合计收入同比增加 159 亿元，但其中 78% 的增长来自于贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖等行业龙头企业，行业内企业业绩分化显著。

图 6 国内上市白酒企业收入合计



资料来源：上市公司公告

图 7 2016 年国内白酒上市企业收入增长贡献度

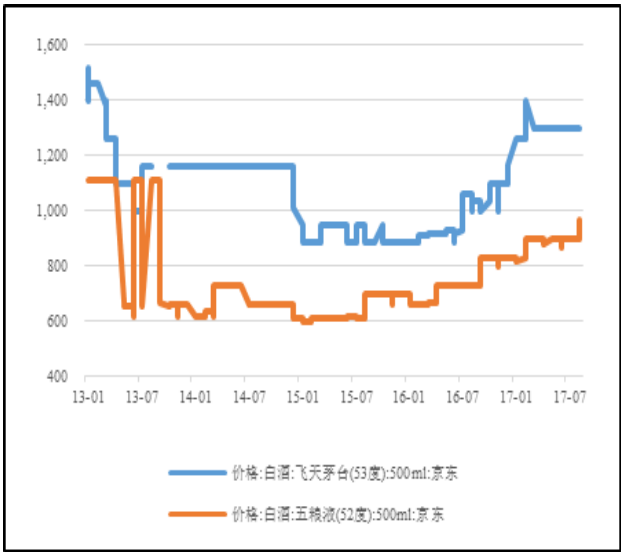


资料来源：上市公司公告

从细分产品结构来看，白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不

等。通常来说，600 元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300~600 元/瓶划分为次高端酒，100~300 元/瓶划分为中端酒，100 元/瓶以下划分为低端酒。受益于商务活动增加、大众消费升级带动行业景气度回升，2015 年以来白酒产品特别是高端酒品类，如飞天茅台（53 度），五粮液（52 度）等纷纷上调销售价格。以京东网售价来看，2015 年底上述两种高端产品终端售价下滑趋势迎来拐点，并呈现持续回升态势，2016 年底售价分别达到 1169 元/瓶和 829 元/瓶，较 2016 年初分别上涨 281 元/瓶和 130 元/瓶；2017 年 8 月底，飞天茅台（53 度），五粮液（52 度）价格继续上调至 1299 元/瓶和 969 元/瓶。此外，根据 2017 年上半年酒仙网销售（额）排行统计，销售前十名白酒单品仍然以高端和次高端白酒产品为主，仅有小部分中低端酒（例如 38 度扳倒井青花瓷）出现在榜单中，下游需求回暖支撑高端酒复苏态势增强。

图 8 近年来飞天茅台（53 度）、五粮液（52 度）价格走势情况（单位：元/瓶）



资料来源：Wind 资讯

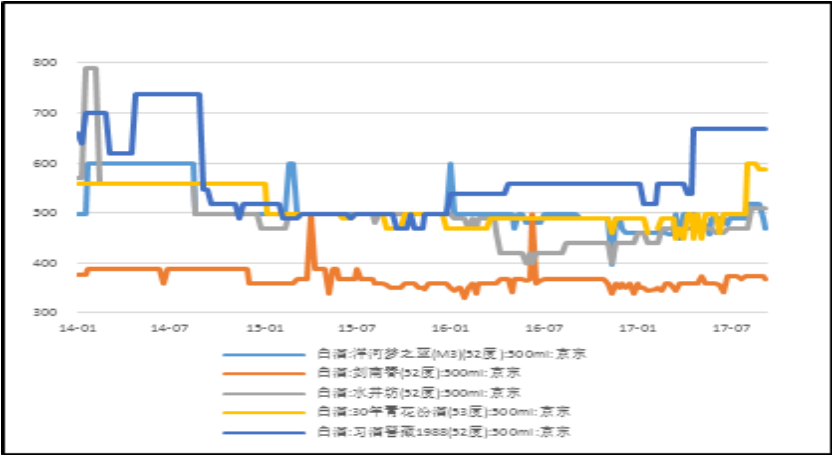
图 9 2017 上半年酒仙网白酒单品销售前 10 名

序号	分类	商品名称
1	白酒	53°茅台飞天 500ml
2	白酒	52°五粮液 500ml
3	白酒	52°泸州老窖三人炫 1000ml
4	白酒	53°国台·品鉴 15 500ml
5	白酒	42°洋河特曲（珠光蓝）500ml
6	白酒	52°剑南春 500ml
7	白酒	52°水井坊臻酿八号 500ml
8	白酒	52°酒鬼酒（天工开物）1000ml
9	白酒	52°全兴老字号 500ml
10	白酒	38°扳倒井青花瓷 700ml

资料来源：酒仙网

次高端产品方面，行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端产品终端价格率先企稳回升均为次高端价格带产品提供了提价空间。以较为主流的洋河梦之蓝（M3）（52 度）、剑南春（52 度）、水井坊（52 度）来看，2016 年次高端产品涨幅相对较小，主要在 10~20 元/瓶的区间；但 2017 年以来，次高端产品终端售价涨幅扩大，截至 2017 年 8 月底，洋河梦之蓝（M3）（52 度）、水井坊（52 度）、30 年青花汾酒（53 度）等次高端产品价格较年初已有 50~100 元/瓶左右的涨幅。

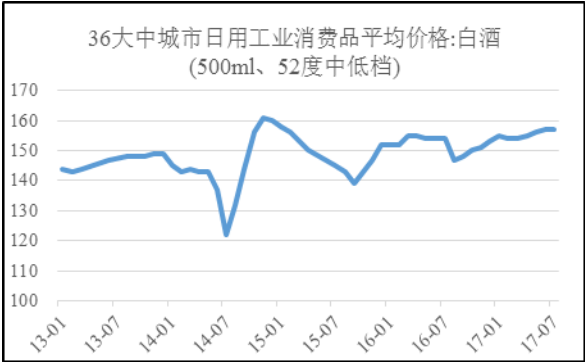
图 10 近年来次高端酒零售价格走势情况（单位：元/瓶）



资料来源：国家发改委

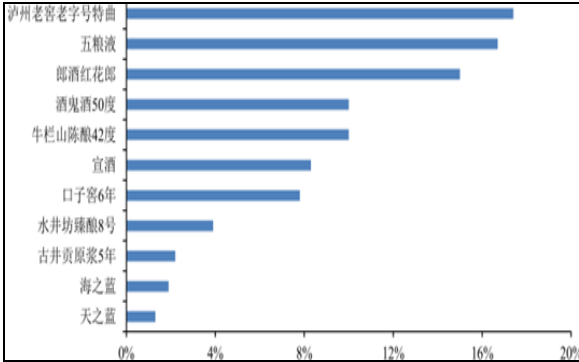
中低端产品方面，根据国家发改委 36 大中城市中低端白酒平均价格走势来看，2016 年以来中低端酒价格涨幅相比高端和次高端酒更为缓慢，平均价格从 2016 年初的 152 元/瓶上升至 2017 年 7 月底的 157 元/瓶。中低端产品对应的消费人群具有较高的价格敏感度，定位在此价格带的白酒制造企业多通过薄利多销、提高周转效率的经营策略，价格波动幅度相对其他价格带小。

图 11 36 大中城市日用工业消费品平均价格:白酒
(500ml、52 度中低档)(单位：元/瓶)



资料来源：国家发改委

图 12 2016 年以来部分白酒单品价格涨幅



资料来源：中国产业信息网

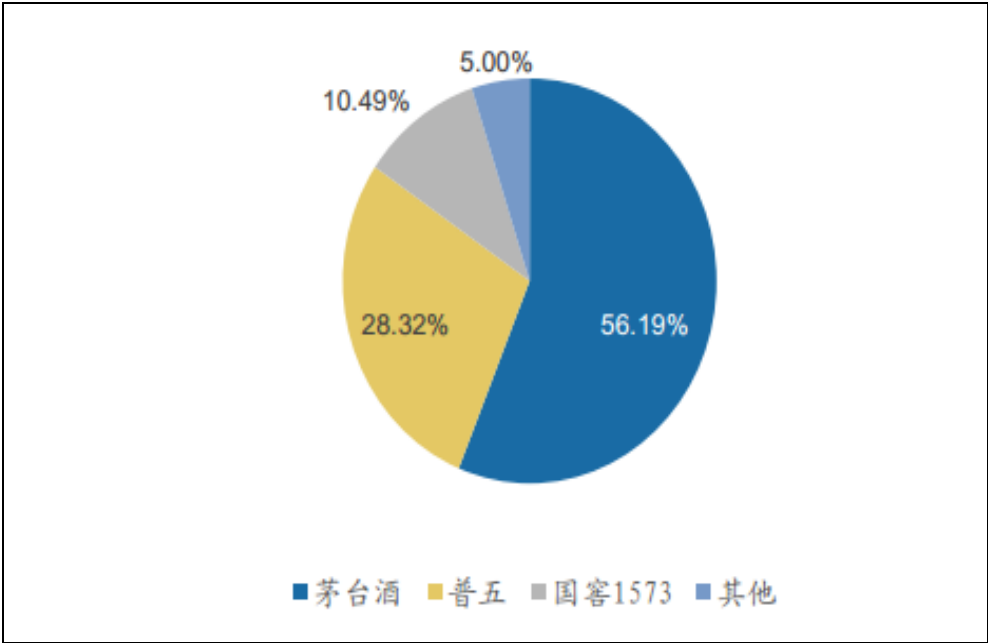
整体看，在“禁酒令”、严控“三公”消费等政策出台及宏观经济增速放缓综合作用下，2012 年白酒制造行业逐步从“黄金发展期”进入深度调整期，政军务消费逐渐被大众及商务消费承接，下游需求结构产生转变。2015 年以来，在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业景气度企稳复苏，并于 2016 年延续回暖态势，行业内龙头企业业绩率先回升。在高端产品价格屡次调涨的带动下，次高端产品于 2017 年出现较为明显的上涨，但中低端产品受消费定位具有较强价格弹性、品牌影响力相对有限以及定价权较弱等因素影响，涨幅受限，不同价格带产品价格表现分化趋势显现。

二、行业竞争格局

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。根据中国酒业协会不完全统计，截至 2016 年底中国约有白酒制造企业 2 万余家，其中规模以上仅 1578 家，行业集中度低。

由于各档次白酒竞争环境差异较大，且竞争核心要素不同，需从不同档次的细分格局单独分析。高端白酒（600 元/瓶以上）目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖 1573）三家白酒制造企业所占据，其中茅台及五粮液集中度约在 85%以上，行业地位显著。高端白酒以商务宴请、送礼、政务消费等为主，价格因素在竞争中并不敏感，品牌力最为重要，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变，存在很高的进入壁垒。总体看，高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。

图 13 2016 年国内高端酒市场份额情况



资料来源：糖酒快讯

随着高端白酒竞争格局的形成并日渐稳固，部分原定位高端的白酒制造企业通过降低产品价格以规避与三大品牌（茅台、五粮液、泸州老窖）的直接竞争；此外，部分区域名优酒企则通过产品结构升级进入次高端（300~600 元/瓶）市场，上述两种类型企业构成了次高端产品竞争格局，竞争较高端白酒市场相对激烈。次高端白酒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，代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、水井坊等酒企。次高端白酒本身具备较强的品牌力，但竞争力较茅台、五粮液等高端白酒差距较大，渠道能力对于次高端白酒的销量亦较为关键。经历过上轮周期调整后，目前次高端白酒市场集中度上升较为明显，根据糖酒快讯，目前 80%以上的次高端市场份额为上述 7 家企业所占据，整体竞争格局清晰，但细分来看，洋河和剑南春受益于在渠道营销方面的强执行力，市场份额扩大明显，郎酒则由于多种原因，渠道策略执行不到位，市场份额下降明显。整体看，次高端市场亦相对集中，市场中的主要白酒品牌历史均较为悠久，在全国范围内具备一定的品牌力，但渠道、营销能力上差别造成了酒企市场表现的分化。

表 4 2016 年主要次高端酒销售额情况

企业名称	次高端白酒单品	销售规模（亿元）	同比增速
剑南春	水晶剑	63	23%
洋河股份	天之蓝、梦之蓝 M1/M3	57	12%
郎酒	红花郎 15 年、红花郎 20 年	26	73%
山西汾酒	青花汾酒 20 年、青花汾酒 30 年	9	31%
水井坊	井台装、臻酿八号	10	45%
酒鬼酒	红坛、50 度酒鬼、52 度酒鬼	2	70%

资料来源：糖酒快讯

中低端白酒（300 元/瓶以下）则属于完全竞争市场，2016 年规模以上（收入 2000 万以上）白酒制造企业达 1578 家，平均每个省有 50 家规模以上企业。目前，中低端白酒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（劲酒、牛栏山、红星等），市场以区域竞争为主，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端酒产品，依托本土化优势加之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，在区域市场具备较强竞争力，代表品牌包括江苏今世缘、河北老白干、甘肃金徽酒、青海青青稞酒、新疆伊力特等。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。此外，部分定位于大众品牌的白酒制造企业如“牛栏山”、“老村长”在稳固大本营市场地位后快速通过复制已有模式对外扩张，加剧了低端市场竞争。

表 5 中国白酒市场区域格局

区域	地区酒品牌	竞争格局
四川	五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春等	川酒强势，名酒众多，外来酒机会很少，但本地酒竞争也较为激烈。
贵州	茅台、习酒	地产酒较多，除茅台、习酒外规模不大，川酒在各价位都占有一定市场份额。
江苏	洋河、今世缘、汤沟	地产酒强势品牌很少，但面临皖酒与川酒的激烈竞争，外地酒如口子窖等进驻多年，在部分地区有优势。
安徽	古井贡、迎驾、口子窖、金种子、高炉家、皖酒、文王贡、宣酒	地产酒较为强势，中端与中低端优势较为明显；但地产酒品牌多，品牌间激烈竞争。
湖南	酒鬼酒、湘窖、浏阳河	受“塑化剂”事件影响，酒鬼酒下滑较大，但市场根基仍在；外地酒在高中低端全面渗透，竞争威胁较大。

山西	汾酒	汾酒一家独大，汾酒及其买断品牌占据大多数市场份额，外地酒在中端与中低端无优势。
河北	老白干酒、山庄老酒、乾隆醉等	地产酒聚集在中低端，且区域格局较明显，品牌力大多不强；外来品牌纷纷介入，老窖等在河北兴建产能。
青海	青青稞酒	青青稞酒份额较大，中低端酒类消费以青稞酒为主，外地其他香型白酒进入较少。
新疆	伊力特	伊力特在疆酒中很强势，挤压小品牌份额，外来酒难以渗透，仅泸州老窖小特曲带来一定竞争。
北京	牛栏山、红星	品牌众多，各种外地品牌激烈竞争，无单一胜者，但在低端市场牛栏山的根基非常稳固。

资料来源：公开资料整理

值得注意的是，2012 年以来在政策环境及经济增速放缓对高端产品需求冲击影响下，全国性一线品牌酒企为缓解需求结构变化对业绩带来的压力，不断延伸、丰富产品价格带、下沉品牌，逐渐参与到次高端及中端市场竞争中。凭借其已积累形成的极强品牌认可度，一线品牌酒企在市场中仍处于有利竞争地位，侵蚀两个细分格局中原有参与者份额，并导致部分地方酒企逐步落后，最终面临被淘汰整合的风险。例如黄鹤楼、孔府家酒、诗仙太白等区域型白酒制造企业近年来业绩下滑明显，2014 年五粮液完成对河南五谷春酒业 51%股权的收购，2016 年古井贡酒完成黄鹤楼酒业 51%股权收购。

整体来看，高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局，市场集中度高，进入壁垒高；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，市场份额主要由数家全国化的品牌酒企占据，其中部分酒企凭借其在渠道深耕快速扩大了市场份额；中低端白酒市场参与者众多，竞争尤为激烈，在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出市场。

三、行业政策

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。在行业发展历程中，政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。

表 6 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
《全国人大常委会审议刑法修正案（八）草案》	2011.5.11	全国人大常委会	醉酒驾车、“飙车”造成严重后果的将由行政处罚改为刑事处罚，对于饮酒驾车和“涉牌”违法行为也将加大行政处罚力度。
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

产业政策

2016 年 4 月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出了“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”的发展理念。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%。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长 7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

供给端政策

自 1999 年起，国家对白酒制造行业实施生产许可证制度；《白酒生产许可证审查

细则（2006 版）》明确规定白酒制造企业必须满足生产场所、工艺设备、产品标准、检验设备、质量安全等多方面条件，规模以上（年销售额 500 万元以上）白酒制造企业才能取得生产许可证并从事生产经营；2013 年 2 月，国家发改委公布实施的《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”。在行业高速发展时期，白酒制造企业很强的盈利获现能力不仅吸引外部资本进入，同时也促进行业内企业产能扩张，导致 2011 年已实现“十二五”产能规划。通过上述政策的实施，有权部门从限制市场参与者数量、行业内产能规模增长等维度对行业整体供给量增速进行控制，从而防止产能过剩的问题愈演愈烈。

需求端政策

2012 年 3 月，国务院召开第五次廉政工作会议上，明确指出要严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品；2012 年 12 月，中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》，要求切实改进接待工作，相关单位不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴等。2012 年以前，白酒制造行业量价齐升的需求基础主要来源于低价格弹性的政务和商务消费，上述政策的出台实施对高端政军务消费需求造成明显冲击，进而导致白酒市场下游需求结构的调整。

税收政策

2015 年，国家税务总局发布关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：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，并要求省国税局每季度都要进行审核和上报。消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因

素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

四、发债企业信用分析

截至 2017 年 8 月底，中国境内公开发行债券的白酒制造发行人共 10 家，以全国型龙头及地方区域名优酒企为主。从信用等级分布看，受益于白酒生产业务盈利及经营获现能力很强的经营特点，行业内发行企业信用等级主要集中在 AAA 和 AA，合计占存续主体总数 70.00%，行业内企业信用质量较高。2016 年以来，白酒制造行业新增发行企业仅 1 家：湖北稻花香酒业股份有限公司（以下简称“湖北稻花香”）。

表 7 截至 2017 年 8 月底白酒制造行业存续债券对应发行企业主体信用等级分布(单位:家、%)

信用等级	家数	占比
AAA	4	40.00
AA ⁺	2	20.00
AA	3	30.00
AA ⁻	1	10.00
合计	10	100.00

资料来源：公开资料整理

注：1. 宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“宿迁产发”）因多评级存在不同主体长期信用等级，上表统计将其纳入 AAA 信用等级；2. 四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“四川沱牌”）存续债券于 2017 年 7 月到期，因其已披露 2016 年财务数据，上表纳入统计范围。

（1）发债企业性质

截至 2017 年 8 月底白酒制造行业 10 家发行企业中，国有控股集团型企业共 9 家，是债券市场主要参与者。非集团型白酒制造发行人一般为白酒业务的直接运营主体（上市公司较多），主营业务结构单一，同时受益于白酒主业盈利能力很强、经营获现能力良好等特点，对外融资需求不强，采用直接融资渠道的企业较少，目前有存续债券的仅北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）。相反，国有集团控股型发行人由于承担部分政府融资职能或经营格局多元化，白酒以外的业务发展及与政府关联往来占款带来较强的对外融资需求，多采用直接融资渠道筹措低成本资金。

表 8 截至 2017 年 8 月底白酒制造行业发行企业基本情况

企业名称	主体信用等级	企业性质	是否上市
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	国有集团型	否
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	国有集团型	否
江苏洋河集团有限公司	AAA	国有集团型	否
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	国有集团型	否
安徽古井集团有限责任公司	AA ⁺	国有集团型	否
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA ⁺	国有集团型	否
今世缘集团有限公司	AA	国有集团型	否
北京顺鑫农业股份有限公司	AA	国有控股	是
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	民营	是
四川沱牌舍得集团有限公司	AA ⁻	民营集团型	否

资料来源：公开资料整理

注：宿迁产发因多评级存在不同信用等级，本部分分析均将其纳入 AAA 信用等级统计。

（2）各信用等级发债企业概况

从发债企业经营情况来看，2015 年以来伴随居民消费升级及高端白酒产品价格泡沫挤出，大众及商务消费逐渐承接政务消费，为行业景气度企稳回升提供有力支撑，带动 2016 年白酒制造发行人白酒业务收入及毛利率同比保持增长态势。此外，白酒制造企业也通过丰富产品结构及产品线、加大营销力度、拓展或深耕区域布局等方式在外部需求短期内无大幅提升背景下实现业绩增长，但随之而来的是销售费用率的增长。2016 年，泸州老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）销售费用同比增长 75.03%，主要系为促进销售，持续加大广告宣传和市场营销（产品陈列、市场开发等）力度所致。

截至 2017 年 8 月底，AAA 等级 4 家发行人均为全国销售型一线品牌白酒制造企业，代表品牌分别为“五粮液”、“洋河”（宿迁产发为江苏洋河集团有限公司控股股东，上述两家企业白酒板块经营实体均为上市公司江苏洋河酒厂股份有限公司）、“泸州老窖”，品牌美誉度极高，产品定位以高端及次高端为主，产品结构及价格带较为丰富、在行业地位、经营规模、全国销售网络布局、盈利能力等方面均具备极强的竞争优势，在行业深度调整期呈现出较 AA⁺及以下等级发行人更强的抗风险能力。从 2011 年以来部分一线品牌白酒制造企业利润总额变化趋势可以看出，在行业外部发展

环境发生较大转变情况下，茅台股份、五粮液股份及洋河股份三家酒企利润总额规模仍能保持相对稳定，部分企业仅在 2014 年出现同比下滑的情况，其中茅台股份利润总额更是保持持续增长态势。一线品牌白酒制造企业在产业链中极强的话语权以及消费者品牌认可度，使得价格下跌的影响均在经销商层面得到消化，经营稳定性极强。

表 9 2011 年以来一线品牌白酒制造企业利润总额情况 （单位：亿元）

企业名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
贵州茅台酒股份有限公司	123.35	187.00	214.32	218.82	220.02	239.58	160.84
宜宾五粮液股份有限公司	85.00	137.39	112.47	80.16	82.87	93.37	69.96
江苏洋河酒厂股份有限公司	55.31	82.15	66.86	60.31	71.65	77.61	52.22
泸州老窖股份有限公司	40.45	61.52	46.80	12.18	19.67	25.30	19.60

资料来源：公开资料整理

AA⁺等级发行人样本容量较少，以区域名优酒企为主，在区域渠道网络具备很强的竞争优势。截至 2017 年 8 月底，AA⁺等级 2 家发行企业分别为安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）及山西杏花村汾酒集团有限责任公司（以下简称“汾酒集团”），其中古井集团品牌价值位列安徽省酒企第一名，产品定位中端，坚持“聚焦策略”深耕安徽大本营。古井集团通过在每个地级市均设立一个大区，大力落实“店通、路路通、人人通”，安徽区域主推产品网点覆盖率已达到 97%以上。汾酒集团为山西省白酒生产龙头企业，产品定位以中低端为主，销售区域主要集中在山西省内，经营效益与区域经济密切相关，近年来随着煤炭行业景气度低位运行，区域内政务、商务及个人消费需求均受到一定程度冲击，进而对汾酒集团经营业绩产生影响。

AA 等级发行人以区域白酒制造企业为主，除顺鑫农业（代表品牌“牛栏山”）近年来不断加大外埠市场拓展带动经营规模相较 AA 等级发行人较为突出外，其余 AA 等级发行企业经营规模整体偏小，竞争优势并不显著。但顺鑫农业产品定位以低端为主，盈利能力（净利润率）较同等级发行人相对较弱。

表 10 截至 2017 年 8 月底白酒制造行业发行企业 2015~2016 年白酒板块经营情况(单位:亿元、%)

企业名称	主体信用等级	主要销售区域	白酒业务收入 2015/2016	白酒业务毛利率 2015/2016	销售费用率 2015/2016
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	全国性	205.21/234.02	71.59/71.18	7.73/8.69
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	全国性(江苏省 54.82%)	153.16/164.99	63.25/65.40	11.61/10.20
江苏洋河集团有限公司	AAA	全国性(江苏省 54.82%)	153.16/164.99	63.25/65.40	11.72/10.83
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	全国性(西南 47.99%)	66.06/83.04	47.46/60.30	6.91/12.36
安徽古井集团有限责任公司	AA+	区域性(华中 89.96%)	51.19/58.76	71.54/75.30	24.20/27.80
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA+	区域性(山西省 53.06%)	46.10/50.10	64.88/65.59	8.04/6.56
今世缘集团有限公司	AA	区域性(江苏省 94.29%)	24.22/25.39	69.97/70.80	18.14/18.36
北京顺鑫农业股份有限公司	AA	全国性(北京 35%)	46.48/52.04	62.11/62.59	11.82/10.92
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	区域性(湖北省 59.92%)	21.60/20.51	40.46/46.94	22.06/21.27
四川沱牌舍得集团有限公司	AA-	全国性(各地区销售占比较为分散)	9.61/12.37	51.09/65.56	13.77/17.23

资料来源:公开资料整理

注:山西杏花村汾酒集团有限责任公司销售区域数据统计为 2015 年。

(3) 发债企业财务概况

从财务数据综合分析来看,上市公司主营业务结构普遍较集团型企业单纯,白酒业务良好的盈利获现能力使其形成良性自循环,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。部分国有集团型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(如宜宾市国有资产经营有限公司、宿迁产发等);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关联方往来占款及对外担保,在分析中应重点关注该类型发债企业其他应收款(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等。

细分来看,资产构成方面,白酒制造发行人资产以流动资产为主,现金类资产(货币资金、应收票据、理财等)、存货及其他应收款在流动资产中占比较高;固定资产及在

建工程则为非流动资产主要构成。白酒制造企业普遍采用先款后货的现金结算模式，大量经销商预收款积累形成较为充沛的现金类资产。此外，由于白酒具有酿造时间较长的生产特点，半成品（基酒）存货规模普遍较大，叠加每年一季度春节为白酒传统消费旺季，白酒制造发行人多于年底备货满足市场需求，综合导致存货占比较高。其他应收款则主要来自关联方往来占款，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，账龄较长，坏账计提比例较低，对资产质量造成负面影响。

负债及债务负担方面，白酒制造发行人负债以流动负债为主，其中短期借款及预收款项（无需实际偿付）普遍占比较高，导致资产负债率对于企业杠杆水平的反映存在一定程度失真。2016 年底，白酒制造发行人全部债务资本化比率均值为 35.98%，同比减少 1.72 个百分点，整体债务负担较轻；泸州老窖、湖北稻花香及顺鑫农业全部债务资本化比率均在 50%以上，其中泸州老窖受控股子公司华西证券经营特点影响、顺鑫农业由于房地产开发业务资金需求较强，债务负担高于行业平均水平。

表 11 白酒发债主体 2016 年财务指标（单位：亿元、%）

主体信用等级	企业名称	资产总额	其他应收款	所有者权益	预收款项	利润总额	非经营性损益
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	1693.69	112.92	922.47	107.63	105.78	投资收益 3.5 亿元+营业外收入 7.23 亿元
	宿迁产业发展集团有限公司	700.21	89.11	361.35	39.37	77.90	投资收益 5.51 亿元（银行理财 4.01 亿元）+营业外收入 1.03 亿元（政府补助 0.83 亿元）
	江苏洋河集团有限公司	510.51	65.62	275.04	38.81	76.84	投资收益 5.50 亿元、营业外收入 0.80 亿元
	泸州老窖集团有限责任公司	796.05	53.54	254.90	11.88	45.71	投资收益 9.90 亿元+营业外收入 3.33 亿元（政府补助 1.96 亿元）
AA ⁺	安徽古井集团有限责任公司	168.54	1.69	73.94	13.13	11.40	投资收益 1.7 亿元（持有可供出售 1.26 亿元）+营业外收入 0.74 亿元
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	118.25	0.82	65.53	6.57	6.30	投资收益 0.20 亿元+营业外收入 0.12 亿元
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	127.49	30.53	53.17	11.93	6.14	营业外收入 0.27 亿元（政府补助 0.12 亿元）、公允价值变动损益 2.85 亿元（投资性房地产公允价值变动 2.85 亿元，2015 年为 3.52 亿元）
	今世缘集团有限公司	94.28	28.37	52.78	4.86	10.27	投资收益 1.00 亿元+营业外收入 0.17 亿元
	北京顺鑫农业股份有限公司	178.35	0.46	68.22	21.41	5.45	投资收益 1.86 亿元（处置长期股权投资收益）+营业外收入 0.01 亿元
AA ⁻	四川沱牌舍得集团有限公司	77.72	7.21	45.96	2.53	1.99	投资收益 0.55 亿元（权益法核算的长投收益）+营业外收入 0.10 亿元
主体信	企业名称	经营活	营业利	净资产	全部债务	EBITDA	全部债务

信用等级		动净现金流	润率	收益率	资本化比率	利息倍数	
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	152.09	28.79	8.50	30.36	11.28	402.24
	宿迁产业发展集团有限公司	82.86	59.81	16.11	22.82	254.73	106.86
	江苏洋河集团有限公司	88.76	60.60	20.82	22.77	61.86	114.76
	泸州老窖集团有限责任公司	-71.63	64.03	14.46	52.62	9.05	283.08
AA ⁺	安徽古井集团有限责任公司	152.09	53.23	10.59	38.57	8.05	46.43
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	82.86	16.75	5.37	23.07	13.16	19.66
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	-12.66	43.81	8.66	51.07	4.36	55.50
	今世缘集团有限公司	9.46	61.28	14.65	33.00	389.49	25.99
	北京顺鑫农业股份有限公司	10.08	23.12	6.23	54.02	2.71	80.15
AA ⁻	四川沱牌舍得集团有限公司	-5.22	41.44	2.05	31.47	5.27	21.11

资料来源：公开资料整理

表 12 白酒发债主体 2015 年财务指标（单位：亿元、%）

主体信用等级	企业名称	资产总额	其他应收款	所有者权益	预收款项	经营活动净现金流
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	1433.63	85.58	833.24	44.08	104.34
	宿迁产业发展集团有限公司	656.48	112.31	336.76	13.20	62.13
	江苏洋河集团有限公司	499.78	103.97	245.13	12.91	73.18
	泸州老窖集团有限责任公司	849.17	38.70	232.64	16.41	41.69
AA ⁺	安徽古井集团有限责任公司	122.65	2.65	55.06	8.97	4.04
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	108.93	1.31	63.38	4.48	2.82
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	130.18	33.43	46.92	17.03	5.20
	今世缘集团有限公司	71.53	9.52	46.67	3.15	-0.22
	北京顺鑫农业股份有限公司	158.97	0.74	55.04	17.11	3.50
AA ⁻	四川沱牌舍得集团有限公司	55.89	1.64	24.12	3.88	2.63
主体信用等级	企业名称	利润总额	营业利润率	净资产收益率	全部债务资本化比率	EBITDA 利息倍数
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	96.85	29.46	8.84	29.14	11.83
	宿迁产业发展集团有限公司	71.37	41.58	15.76	30.50	41.10
	江苏洋河集团有限公司	70.71	42.70	21.50	32.11	48.47
	泸州老窖集团有限责任公司	50.81	64.49	15.77	52.47	9.13
AA ⁺	安徽古井集团有限责任公司	9.66	51.14	12.55	38.87	7.27
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	5.99	17.33	5.92	12.64	11.15
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	6.07	35.27	9.68	53.89	4.49
	今世缘集团有限公司	8.89	36.09	14.31	22.43	93.85
	北京顺鑫农业股份有限公司	5.60	26.08	6.96	60.29	2.22
AA ⁻	四川沱牌舍得集团有限公司	0.49	28.66	0.94	44.67	1.04

资料来源：公开资料整理

盈利能力方面，2015 年以来白酒制造行业发行人经营规模及盈利能力均呈现同比持续提升态势，2016 年白酒制造行业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%，同比分别增加 8.01 个和减少 0.48 个百分点。受益于白酒产品品牌附加值高及白酒制造企业定价话语权强等特点，横向对比其他产业白酒制造企业盈利能力很强。从销售费用率来看，2016 年白酒制造发行人销售费用率均值为 14.42%，同比增加 0.82 个百分点，营销、销售渠道维护与拓展力度持续加大。从利润构成来看，白酒制造行业发债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。

现金流方面，整体看白酒制造行业发行人受益于先款后货的结算模式，经营获现能力强。2012 年行业调整初期，政策效应显现对终端需求形成严重打压，导致社会及渠道库存积压，经销商因库存周转压力减少采购，传导至白酒制造企业则呈现出预收款项持续下降的态势。2015 年以来，随着需求结构调整，社会库存及渠道库存逐渐消化，白酒制造企业预收款项止跌回升，现金流好转，2016 年经营活动净现金流均值为 48.87 亿元，同比增加 18.94 亿元。

偿债能力方面，白酒制造发行人较轻的债务负担、良好的盈利及经营获现能力均使其具备很强的偿债能力。从短期偿债能力来看，白酒制造发债企业较为充沛的现金类资产对短期债务具备较强的保障能力；从长期偿债能力来看，2016 年白酒制造发债企业全部债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数均值分别为 4.44 倍和 12.39 倍，长期偿债能力强。

五、行业发展

2012 年以前，白酒制造行业高度繁荣主要来自宏观经济及固定资产投资的高速增长和公务消费、商务宴请的刚性支出。行业深度调整期间，白酒制造行业下游需求结构得到重塑，尽管严控“三公”消费和军队“禁酒令”政策基调仍会持续，但边际负面效应影响有限。且随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、人均可支配收入的持续增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮品之一，其发展前景依然较好，

中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

高速成长期间，行业内大小白酒制造企业均获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高；2012 年以来行业进入深度调整期，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场，部分市场份额在往次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。未来 3~5 年，白酒市场将进入整合重组阶段。行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。