跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕993 号

四川沱牌舍得集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

四川沱牌舍得集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

四川沱牌舍得集团有限公司公开发行的“18 沱牌 01”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

四川沱牌舍得集团有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18沱牌01	1亿元	5年（3+2）	AA	AA	2019年2月19日

跟踪评级时间：2019年6月11日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	84.70	88.06
所有者权益（亿元）	48.88	51.64
长期债务（亿元）	7.56	8.48
全部债务（亿元）	21.45	20.09
营业收入（亿元）	17.55	24.50
净利润（亿元）	1.83	4.29
EBITDA（亿元）	3.76	6.67
经营性净现金流（亿元）	2.45	0.88
营业利润率（%）	61.34	59.26
净资产收益率（%）	3.87	8.53
资产负债率（%）	42.28	41.35
全部债务资本化比率（%）	30.50	28.01
流动比率（倍）	2.17	2.22
EBITDA全部债务比（倍）	0.18	0.33
EBITDA利息倍数（倍）	4.24	6.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.76	6.67

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018年，四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“公司”或“沱牌集团”）作为国内知名白酒生产企业之一，整体经营情况良好，中高档白酒销售状况良好，收入贡献进一步提升；医药业务经营稳定，新增玻瓶业务收入快速增长，对公司收入规模进行了有效补充，公司盈利规模进一步增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司白酒产销量下降，产能利用水平较低，基酒库存规模对资金形成较大的占用，资本支出压力很大，期间费用对利润侵蚀显著等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司继续实施品牌聚焦战略和精细化营销战略，公司白酒业务的收入和盈利规模有望保持稳定，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18沱牌01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司仍拥有较高的品牌知名度，整体经营情况良好，产能规模较大，高端基酒库存规模大，为未来中高端白酒生产奠定了基础。

2. 2018年，受益于公司高毛利的中高档白酒销量及销售均价大幅提升，公司收入及净利润大幅提升，整体盈利能力有所提升。

3. 公司新增玻瓶业务增长较快，对公司营业收入进行了有效补充。

关注

1. 2018年，公司白酒总产量及销量均有所下降，公司产能利用率较低，库存基酒规模较大，对资金形成一定的占用。

2．2018 年，公司经营现金净流入减少，在建工程投资规模较大，存在很大资本支出压力。

3．公司期间费用控制能力仍有待提高，债务结构仍有待调整。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

李　彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

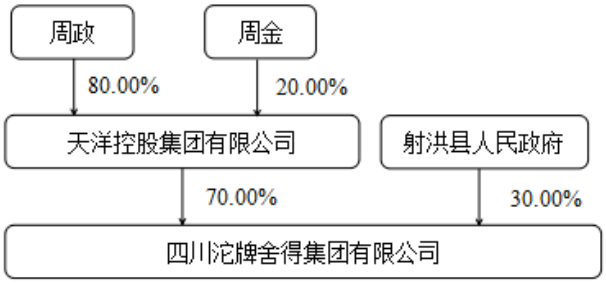
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“公司”或“沱牌集团”）系经原四川省经贸委批准，由原四川省射洪沱牌曲酒厂改组而成并经射洪县人民政府（以下简称“射洪县政府”）授权经营国有资产的国有独资公司，于 1995 年 5 月成立时注册资本为 11,380 万元，全部由射洪县政府出资并实缴。2015 年 11 月，由射洪县政府向天洋控股集团有限公司（以下简称“天洋集团”）转让其所持有的公司 38.78%的国有股权，同时由天洋集团以现金方式对本公司新增注册资本 11,844 万元，公司股东变更为射洪县政府和天洋集团，完成股权转让和增资后，公司注册资本变更为 23,224 万元。截至 2018 年底，公司注册资本为 23,224 万元，其中天洋集团持有公司 70.00%股权、射洪县政府持有公司 30.00%股权，公司实际控制人为周政，具体如下图所示；其中，天洋集团为办理并购贷款融资已累计质押了所持公司的全部股权，若未来天洋集团无法偿还到期债务，可能使得公司实际控制人发生变化，或对公司的经营管理造成一定影响。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营范围未发生变化；公司下设 5 个职能部门，组织结构未发生改变；公司设有 9 家一级子公司，其中子公司舍得酒业股份有限公司（以下简称“舍得酒业”）为上海证券交易所上市公司，股票简称“舍得酒业”、股票代码“600702.SH”（截至 2018 年底，公司持股比例 29.85%，无质押）；公司共有在职员工 5,987 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 88.06 亿元，负债合计 36.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）51.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 24.50 亿元，净利润（含少数股东损益）4.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.88 亿元，现金及现金等价物净增加额为-8.34 亿元。

公司注册地址：四川省射洪县沱牌镇沱牌大道 999 号；公司法定代表人：刘力。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2017 年 12 月 8 日经中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]2269 号”文核准向合格投资者公开发行面值总额不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元）的公司债券；本次债券分期发行，第一期于 2018 年 12 月 7 日发行结束，发行规模为 1.00 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整利率选择权、赎回权和投资者回售权；票面利率为 7.50%，每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金偿还，起息日为 2018 年 12 月 7 日，付息日为 2019 年至 2023 年每年的 12 月 7 日；第一期债券于 2018 年 12 月 18 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 沱牌 01”，债券代码“155081.SH”。

截至 2018 年底，公司“18 沱牌 01”募集资金期末余额 1.41 万元，其余部分按照募集说明书约定用途完全使用完毕。

截至报告出具日，“18 沱牌 01”尚未到付息日。

三、行业分析

从白酒行业上游看，粮食方面，2018年，全国粮食总产量65,789万吨，比2017年下降0.6%。其中谷物产量61,019万吨，比2017年下降0.8%。价格方面，为解决“三高”并存形势、粮食产品结构不合理以及粮食价格机制市场化程度较低等问题，2016年我国取消玉米临时收储政策，实施“市场定价、价格补贴”的政策，我国玉米价格在经历了2016年价格下跌后持续上涨，玉米价格市场化机制逐步形成，玉米现货平均价从2018年初的1.95元/公斤上涨至年底2.07元/公斤。2018年，小麦和稻谷最低收购价有所下调，其中小麦由年初的2,547.22元/吨下降至2,475.56元/吨，早稻由年初的2,662.50元/吨下降至2,280.00元/吨。包装材料方面，白酒产品配套的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖/瓶塞、外包装箱等，因供货商众多，白酒生产企业的选择余地较大，受供应量、价格的影响一般。

从白酒下游消费需求看，根据 Wind 数据显示，2018年，全国白酒累计产量871.20万千升，较上年下降27.28%；白酒（折65度）销量累计854.65万千升，较上年下降26.43%，因此国内白酒企业市场从产销量上看未明显扩容，但市场价格的提升较为明显。2016~2018年，上市白酒企业共发布提价信息35次，提价行为主要集中在次高端、中高端酒企。在本轮提价周期中，一线酒企提价行为贯穿始终，二三线酒企采取跟随策略。2018年，规模以上白酒企业1,593家，累计完成销售收入5,654.42亿元，较上年增长14.42%；累计实现利润总额1,028.48亿元，较上年同期增长35.79%。进入2019年，随着高端酒企暂不提价表态，预计未来各线酒企提价速度将有所降低。

行业政策方面，跟踪期内，我国白酒行业法规标准体系建设和落实仍然滞后，无相关政策、法律出炉。目前涉及白酒生产流通的主要法律是《食品安全法》和《产品质量法》，缺乏适应白酒生产流通特点的专门法规；食品行业遵循的《食品安全国家标准食品生产通用卫生规范》（GB14881－2013），不完全适用白酒酿造的工艺特点。中国酒业协会发布的关于工艺和理化指标检测方法等推荐标准，也由于缺乏强制性，很难被地方政府及生产企业执行落实。

从市场竞争及未来发展来看，在 2019 年宏观经济不明朗或下行预期下，高端白酒增速可能放缓；各个次高端品种竞争将加剧，市场内可能进一步分化，资本雄厚、品牌更强或者渠道梳理更好的企业有望持续扩大领先优势；低线城市人口回流及消费增长将利好大众中端白酒扩容；低端白酒作为最后迎来消费升级红利的品类，性价比高、品牌辐射面广的产品有望成长为领导型产品，低端市场集中度有望加快提升。

总体看，2018 年，我国白酒行业增速整体放缓，白酒总产销量较上年有所下降，品类分化加剧，未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司主营业务仍为白酒的生产和销售。受益于中高档酒销量增长和新增玻瓶收入，公司实现营业收入24.50亿元，较上年增长39.59%；公司实现净利润4.29亿元，较上年增长133.91%。

2018年，公司主营业务收入占公司营业收入的98.44%，主营业务突出。分板块来看，2018年，公司白酒业务实现收入18.49亿元，较上年增长23.66%，主要系中高档白酒销量增长所致，其中中高档白酒实现收入17.89亿元，较上年增长28.26%；白酒业务收入占比为76.64%，较上年下降10.43个百分点，主要系玻瓶业务收入增长所致；2018年，公司医药业务实现收入2.24亿元，较上年增长6.54%，主要系输液产品销售均价提升所致；2018年，玻瓶业务实现收入3.39亿元，较上年增加3.29亿元，主要系2017年检修的生产线于2018年达产所致。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.白酒	14.95	87.07	76.83	18.49	76.64	79.98
中高档酒	13.95	81.21	79.64	17.89	74.15	81.84
低档酒	1.01	5.86	37.78	0.60	2.50	24.92
2.医药	2.10	12.24	65.42	2.24	9.28	69.42
3.包装产品	0.01	0.09	13.07	--	--	--
4.玻瓶	0.10	0.60	14.64	3.39	14.07	33.36
合计	**17.17**	**100.00**	**75.00**	**24.12**	**100.00**	**72.44**

资料来源：公司审计报告、联合评级整理
注：包装业务经营主体 2017 年 7 月底不再纳入合并范围。

从毛利率来看，2018年，公司主营业务毛利率为72.44%，较上年下降2.56个百分点。分板块来看，2018年，公司白酒业务毛利率为79.98%，较上年上升了3.16个百分点，其中中高档白酒毛利率81.84%，较上年变化不大，低档白酒毛利率24.92%，较上年下降12.86个百分点，主要系低档酒内产品结构部分调整且低档酒产销量下降，单位生产成本有所提升所致；医药业务毛利率为69.42%，较上年上升了4.01个百分点；玻瓶业务毛利率为33.36%，较上年上升18.72个百分点，主要系提价，同时产能逐步释放摊薄生产成本所致。

总体看，2018年，公司仍以白酒的生产和销售为主营业务，营业收入规模随着中高档酒销量增长及新增玻瓶业务而扩大，毛利率水平维持稳定。

2．酒类业务

（1）生产情况

跟踪期内，公司酒类生产流程无重大改变。

截至2018年底，公司基酒年产能仍为3万吨，但由于公司历年来生产积存较多使得公司基酒库存储量较多，拥有基酒总存量13.01万吨，对公司资金形成一定的占用。2018年，公司基酒产量4,290.03吨，较上年增长3.00%，产能利用率为14.30%，仍处于较低水平。

表 2　2017~2018 年公司基酒产能、产量与产能利用率情况

产品	项目	2017 年	2018 年
基酒	产能（吨/年）	30,000.00	30,000.00
	产量（吨）	4,165.00	4,290.03
	产能利用率（%）	13.88	14.30

资料来源：公司提供

从白酒成品酒生产情况来看，截至2018年底，公司仍拥有中高档酒产能3.7万吨/年、低端酒5.3万吨/年，较上年无变化。2018年，公司继续调整产品结构，中高档白酒产量为7,575.36吨，较上年下降9.08%，主要系2017年销售未达产量预期，2018年调低产量规划所致；低档酒产量为3,713.90吨，较上年下降55.23%，白酒总产量较上年下降25.02%。受此影响，2018年，公司中高档白酒产能利用率由2017年的22.52%小幅下降至20.47%，低档酒产能利用率由2017年的12.69%下降至7.01%，公司白酒整体产能利用率处于较低水平。

表 3　2017~2018 年公司成品白酒生产情况

产品	项目	2017 年	2018 年
中高档酒	产能（吨/年）	37,000.00	37 ,000.00
	产量（吨）	8,331.80	7,575.36
	产能利用率（%）	22.52	20.47
低档酒	产能（吨/年）	53,000.00	53,000.00
	产量（吨）	6,724.54	3,713.90
	产能利用率（%）	12.69	7.01

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司酒类产品产能稳定，白酒总产量有所下降，低档酒产量较上年大幅下降；产能利用率仍处于较低水平。

（2）采购情况

2018 年，公司主要采取统一管理、集中采购的采购模式。公司白酒生产成本构成方面，2018 年，材料成本占比 76.57%、人工工资占比 14.96%、动力成本占比 1.96%、制造费用占比 6.51%；材料成本中，以包装原材料采购成本占比为主。

在包装物采购方面，2018 年，酒瓶采购均价为 4.95 元/只，较上年增长 37.12%，主要系高档酒瓶采购占比加大所致；酒盒采购均价为 5.47 元/个，较上年下降 7.91%，主要系酒盒的原材料受市场行情影响下调所致。2018 年，公司酒瓶和酒盒采购数量较上年分别下降 40.43%和 19.33%，主要系成品酒产销量整体下降所致。

表 4　2017~2018 年公司主要包装物采购情况

名称		项目	2017 年	2018 年
包装物	酒瓶类	采购金额（万元）	14,541.47	11,864.77
		采购均价（元/只）	3.61	4.95
		采购量（万只）	4,025.10	2,397.78
	酒盒类	采购金额（万元）	12,516.97	9,300.17
		采购均价（元/个）	5.94	5.47
		采购量（万个）	2,107.23	1,699.85

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018年，公司原材料采购结算方式未发生变化。从采购集中度来看，2018年，公司前五大供应商采购金额总额为1.58亿元，较上年增长7.68%；前五大供应商采购金额占当期同类采购金额的比重由32.76%下降至30.43%，原材料采购集中度有所下降。

表 5　2017~2018 年公司采购金额前五名供应商情况（单位：万元、%）

项目	2017 年	2018 年
前五大供应商采购金额总额	14,650.18	15,775.96
前五大供应商占同类采购比	32.76	30.43

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司酒类生产成本构成无重大变化；包装物采购量随销量减少而减少，酒瓶采购均价较上年有所提升，酒盒采购均价较上年有所下降，公司采购集中度略有下降。

（3）销售情况

2018年，公司销售模式未发生重大变化，仍坚持以舍得为核心、沱牌为重点的品牌战略，持续对公司的产品体系进行梳理。

从白酒销售情况来看，2018年，公司白酒产品实现总销量11,998.01吨，较上年下降13.15%，主要系受公司以“舍得”中高端酒为核心的品牌战略的推进影响，公司低档酒产品销量大幅下降所致；中高档酒销量为7,941.36吨，较上年增长10.22%；低档酒销量为4,056.65吨，较上年下降38.62%；从销售均价上看，2018年，中高档酒销售均价为22.53万元/吨，较上年增长16.39%，主要系中高档系列白酒结构调整所致；低档白酒产品销售均价为1.49万元/吨，较上年下降2.12%。中高档及低档酒产销率均较上年有所提升，处于较高水平。

表6　2017~2018年公司白酒生产销售和价格情况

类别	项目	2017 年	2018 年
中高档酒	产量（吨）	8,331.80	7,575.36
	销量（吨）	7,205.28	7,941.36
	产销率（%）	86.48	104.83
	销售金额（万元）	139,479.17	178,947.85
	均价（万元/吨）	19.36	22.53
低档酒	产量（吨）	6,724.54	3,713.90
	销量（吨）	6,609.36	4,056.65
	产销率（%）	98.29	109.23
	销售金额（万元）	10,061.58	6,027.92
	均价（万元/吨）	1.52	1.49

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：　舍得、天曲为主中高档酒主要代表品牌；大曲为低档酒主要代表品牌

从销售的区域分布来看，2018年，公司在四川省内白酒销售收入占比22.93%，省外销售占比75.05%，其余为电商和境外销售。

从销售集中度方面来看，2018年，公司白酒板块前五大客户的销售收入总额为1.79亿元，占总销售收入比重为9.68%，较2017年有小幅降低，公司销售集中度较低。

总体看，受公司以“舍得”中高端酒为核心的品牌战略的推进影响，2018 年，公司低端产品销量大幅下降，中高端白酒销量大幅提升，公司酒类产品销售区域面向全国，销售客户集中度较低。

3．医药业务

目前公司药类板块的经营主体为子公司四川太平洋药业有限责任公司，其主要产品为非 PVC 可降解软袋大输液。2018 年，医药板块主要经营模式未发生重大变化；公司产能未发生变化；产量为 5,804.00 万袋，较上年变化不大；销量为 5,685.00 万袋，较上年下降 5.26%，主要系受国家医保控费政策、限制医院门诊输液、限制抗生素使用以及限制辅助用药的使用等国家行业政策打压，导致整个输液市场容量减少所致；销售均价为 3.91 元/袋，较上年增长 11.71%，主要系公司产品结构调整，高端产品及治疗性产品销售比例提高等因素影响所致。

表 7　2017~2018 年太平洋药业主要产品产能、产量与销量情况

产品	项目	2017 年	2018 年
输液产品	产能（万袋）	12,000.00	12,000.00
	产量（万袋）	5,794.47	5,804.00
	产能利用率（%）	48.29	48.37
	销量（万袋）	6,000.81	5,685.00
	产销率（%）	103.56	97.95
	销售均价（元/袋）	3.50	3.91

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从采购销售集中度来看，2018 年，太平洋药业前五名供应商采购额合计分别为 0.38 亿元，占年度采购总额的比例为 69.63%，由于内包材料国家管控严格，供应商选择面窄，因而太平洋药业前五大供应商较为稳定，采购集中度高，原料成本继续呈现下降趋势；2018 年，公司前五大客户的销售收入总额为 0.54 亿元，占总销售收入比为 24.11%，销售集中度保持稳定。

总体看，太平洋药业软袋输液产品产销基本稳定，是公司除白酒收入外的有效补充，但采购集中度仍处于较高水平。

4．玻瓶业务

玻瓶业务主要经营主体是四川天马玻璃有限公司（以下简称“天马公司”），于 2017 年 12 月通过非同一控制合并纳入公司合并范围，主要负责研发、生产及销售玻璃制品。天马公司现有注册资本为 4,884 万美元，天马公司现有 105 平方米和 115 平方米窑炉各一座，日产玻璃瓶 160 万只，年产玻瓶 18 万吨，均采用先进的“吹吹法”、“压吹法”和“小口压吹法”工艺技术。

天马公司严格按照 ISO9001：2000 标准建立了一个高效率、低能耗、低成本的综合质量管理体系。2018 年 9 月产品通过了瑞士 SGS 公司 ISO9001：2015 版质量体系复审认证，同年天马公司通过 OHSAS18001:2007 职业健康安全管理体系认证及 ISO14001:2015 环境管理体系认证。天马公司生产的啤酒瓶、白酒瓶、食品瓶、饮料瓶、葡萄酒瓶等产品荣获“中国日用玻璃行业名优产品”称号，全国日用玻璃行业“功勋企业”及“四川名牌”称号，“四川省质量诚信标杆企业”等荣誉。

从原材料采购方面看，天马公司主要自中国石油西南油气田分公司采购天然气，从四川当地企业采购纯碱进行生产。从结算方式上来看，天马公司除部分天然气预付款以外，大部分为 40 天账期现金结算。2018 年，天马公司前五大供应商采购总额 0.97 亿元，占比 57.60%，采购集中度较高。从天马公司产销情况来看，2018 年，天马公司产能 15.00 亿吨，较上年翻倍，主要系 2017 年天马公司一条生产线处于检修状态，2018 年检修完成正常生产所致；天马公司产量为 16.58 亿

吨，产能利用率 111.00%；销量为 16.09 亿吨，产销率为 97.00%，处于较高水平；销售均价为 2,116.27 元/吨，较上年增长 9.16%，主要系原材料提价所致。从销售模式上来看，天马公司以国内直销为主，与下游客户采用现金结算，账期在一年以内。

表 8　2017~2018 年天马玻璃产品产能、产量与销量情况

产品	项目	2017 年	2018 年
玻瓶产品	产能（吨）	70,000.00	150,000.00
	产量（吨）	75,682.00	165,774.00
	产能利用率（%）	108.12	110.52
	销量（吨）	80,926.00	160,884.00
	产销率（%）	106.93	97.05
	销售均价（吨/元）	1,938.64	2,116.27

资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年，天马公司前五大客户合计销售金额 2.19 亿元，占比 64.32%，集中度较高。

表 9　2018 年天马公司玻瓶板块前五大客户销售情况（单位：万元、%）

销售客户	销售金额	销售占比
百威（四川）啤酒有限公司	6,812.03	20.01
华润雪花啤酒（四川）有限责任公司	4,268.70	12.54
四川燕京啤酒有限公司	4,051.89	11.9
百威（昆明）啤酒有限公司	3,899.53	11.45
百威（佛山）啤酒有限公司	2,866.37	8.42
合计	**21,898.52**	**64.32**

总体看，2018 年公司新增玻瓶业务，其产能利用率及产销率均处于较高水平，下游客户较为优质，销售集中度较高，玻瓶业务对公司营业收入形成有效补充，但销售账期较长，存在一定资金占用压力。

5．在建工程

从公司在建工程来看，截至2018年底，公司在建项目计划总投资金额为29.59亿元，目前已完成投资10.11亿元，未来仍需投资19.48亿元，资金压力较大。涪江柳树电航工程项目已基本完工，目前公司正在与国家电网沟通合作事宜，协议暂未签订，尚未实现收入；沱牌舍得酒文化体验中心项目已基本完工。

表 10　截至 2018 年底公司重要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	预算数	已投入金额	资金来源
涪江柳树电航工程	72,000.00	67,200.00	自筹与借款
沱牌舍得酒文化体验中心项目	34,800.00	20,072.68	自筹
酿酒配套工程技术改造项目	189,092.00	13,826.20	自筹
合计	**295,892.00**	**101,098.88**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司在建项目投资规模较大，给公司带来了较大的资金支出压力，且未来项目收益存在不确定性；公司电航工程项目与主营业务相关性较低，其未来收益水平与公司业务运营和管理能力密切相关。

6．经营关注

（1）市场竞争风险

白酒产业为充分竞争行业，全国白酒企业众多，其中四川、山西、江苏、安徽等地为白酒主要产地，行业竞争较为激烈。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，宏观经济环境存在一定不确定性，白酒市场竞争或将更趋激烈。

（2）产品价格波动风险

2018年，白酒价格总体处于上涨态势，公司部分产品出厂价已处于历史高位。虽然公司白酒产品近年来不断涨价，但产品价格最后取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果公司的品牌认可度及市场消费水平出现下降，则产品可能会面临跌价的风险。

（3）大规模库存的经营风险

公司目前有基酒总存量 13.01 万吨，2018 年公司存货金额占公司流动资产金额的 41.78%，资金占用情况严重。如果未来基酒市场供需出现变动，公司巨大的存货或将面临一定跌价风险。

（4）在建工程盈利风险

公司重点在建工程电航工程项目与主营业务相关性较低，其收益水平与公司业务运营和管理能力密切相关，2018 年，公司在建项目投资规模较大，外部融资需求较高，投资回收期较长，对公司盈利能力影响有待观察。

（5）新业务拓展风险

公司未来将重点打造文化产业，由子公司四川梦东方文化投资有限公司（以下简称“梦东方投资”）投资实施。目前梦东方投资暂未能实质性开展文化产业业务，相关人才、经验、资金等积累尚不足，公司可能面临文化产业投资未达到预期收益和投资失败的风险。

（6）保理业务风险

公司于2018年5月新设子公司天赢链（深圳）商业保理有限公司（以下简称“天赢链保理”），注册资本4亿元，其中公司出资1.48亿元，舍得股份出资1.00亿，天赢链保理2018年客户均为关联方，若其业务相关债务人拒绝履行付款义务或无力支付交易款项，则公司存在一定坏账风险。

7．未来发展

公司将以白酒板块为核心，推动医药板块规模持续提升，同时，做大做强文化板块，使得公司最终形成白酒、医药、文化三个核心业务板块。

具体来看，以白酒板块为核心业务，简化产品品类，调整产品结构，实施品牌聚焦战略和精细化营销战略，改革营销模式，使之更加扁平化；加强医药板块研发和投入，除了继续将非PVC软袋输液产品做大规模，持续推动其他医药产品开发，适度推进产品多元化；借助天洋集团多年深耕文化板块的优势，聚集资金和人才推动文化板块的发展，通过打造特色小镇、PPP旅游小镇项目、对外并购等手段，把文化板块迅速做大做强做实。

总体看，公司发展战略目标清晰；同时计划打造文化产业，或面临一定资金压力及相关经验不足导致新业务拓展失败的风险。

六、财务分析

1．财务概况

公司2018年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保

留意见的审计意见；根据财政部于2017年5月10日颁布的《企业会计准则第家16家号——政府补助》的相关规定，公司将与企业日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，计入其他收益的政府补助在该项目中反映；将与企业日常活动无关的政府补助，计入营业外收支，公司按准则规定从2017年1月1日执行。截至2018年底，纳入合并范围的一级子公司共9家，较上年底增加2家，合并范围变化较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 88.06 亿元，负债合计 36.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）51.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 24.50 亿元，净利润（含少数股东损益）4.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.88 亿元，现金及现金等价物净增加额为-8.34 亿元。

2．资产及负债结构

（1）资产

截至2018年底，公司资产总额为88.06亿元，较年初增长3.97%；其中流动资产占比65.00%，非流动资产占比35.00%，非流动资产占比小幅上升；资产结构较年初变化不大。

截至2018年底，公司流动资产合计57.24亿元，较年初增长0.88%；流动资产由货币资金（占比33.93%）、其他应收款[1]（占比8.72%）、存货（占比41.78%）和其他流动资产（占比7.20%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为19.42亿元，较年初下降28.56%，主要系公司舍得酒文化体验中心等工程项目投入、对子公司天赢链保理投资支付的货币资金2.48亿元、支付上市公司股份回购款2.99亿元所致；公司货币资金主要由银行存款（占比93.62%）构成；公司使用权受限的货币资金占比6.38%，主要为票据保证金，规模较小。

截至2018年底，公司其他应收款账面价值为4.99亿元，较年初增长127.76%，主要系对三河市天兴源园林绿化工程有限公司（以下简称“天兴源”）的资金拆借款增加所致；其他应收款主要由借出款构成，累计计提坏账准备420.48万元，计提比例为0.84%；公司前五大欠款单位其他应收款合计4.77亿元，占比94.84%，公司其他应收款集中度高，对公司资金形成一定的占用，面临一定回收风险。

截至2018年底，公司存货账面价值为23.91亿元，较年初增长2.56%；公司存货主要由自制半成品（占比86.48%）和库存商品（占比6.88%）构成，其余主要为包装物和原材料等；公司对存货累计计提513.49万元跌价准备，计提比例0.21%。

截至2018年底，公司其他流动资产合计4.12亿元，较年初大幅增长843.53%，主要系天赢链保理的应收保理款增加4.00亿元所致。

截至2018年底，公司非流动资产合计30.83亿元，较年初增长10.25%，主要系固定资产等增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比23.69%）、投资性房地产（占比16.44%）、固定资产（占比24.28%）、在建工程（占比25.23%）和无形资产（占比5.75%）构成。

截至2018年底，公司长期股权投资合计7.30亿元，较年初增长5.02%，主要系确认遂宁银行股份有限公司的投资收益所致。

截至2018年底，公司投资性房地产合计5.67亿元，较年初增长7.15%，主要系公司将位于成都市高新区天府大道北段28号1栋建筑面积为3,720.93㎡的办公用房和茂业中心负二楼的30个车位停止自用改为出租从固定资产转入投资性房地产所致。

[1] 不包括应收利息和应收股利。

截至2018年底，公司固定资产（不含固定资产清理）账面价值为7.49亿元，较年初增长16.20%，主要系在建工程转入所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占比56.27%）和机器设备（占比31.07%）构成，符合所处行业特征；公司对固定资产累计计提折旧12.50亿元，固定资产成新率37.66%，成新率较低。截至2018年底，公司使用权受限的固定资产占比19.41%。

截至2018年底，公司在建工程（含工程物资）账面价值为7.78亿元，较年初变化不大；公司未对在建工程计提减值准备。

截至2018年底，公司无形资产账面价值为1.77亿元，较年初下降5.56%，主要系江油市政府决定有偿收回本公司持有的136,590㎡工业用地所致；主要由土地使用权（占比96.92%）构成；公司对无形资产累计摊销0.97亿元。

截至2018年底，公司受限资产占资产总额的11.85%，主要受限原因是票据保证金及作为借款的抵押物。

表 11　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限资产账面价值	占比	受限原因
货币资金	1.24	6.38	票据保证金
固定资产-房屋建筑物	1.45	19.41	作为借款的抵押物
无形资产-土地使用权	0.60	33.76	作为借款的抵押物
投资性房地产	0.58	11.52	作为借款的抵押物
在建工程	6.56	84.35	作为借款的抵押物
合计	**10.43**	**11.85**	**--**

资料来源：公司审计报告

总体看，2018年底，公司资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金和存货占比较高，存货以高品质自制半成品基酒为主，变现能力较强，但同时对公司资金形成一定的占用；资产整体受限程度较低，流动性较高，整体资产质量较好。

（2）负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债合计36.42亿元，较年初变化不大；其中，流动负债占比70.85%，非流动负债占比29.15%，负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债为25.80亿元，较年初下降1.21%；公司流动负债主要由短期借款（占比37.87%）、应付票据（占比6.70%）、应付账款（占比8.46%）、预收款项（占比9.71%）、应交税费（占比7.70%）和其他应付款[2]（占比24.28%）构成。

截至2018年底，公司短期借款为9.77亿元，较年初下降16.08%，主要系由于公司部分不动产证件办理使得抵押借款续借延迟等原因所致；公司应付票据为1.73亿元，较年初下降18.46%，主要系现金结算占比增加所致；公司应付账款为2.18亿元，较年初增长16.91%，主要系应付设备款及应付工程款增加所致；公司预收款项为2.51亿元，较年初增长25.05%，主要系预收货款增加所致；公司应交税费合计1.99亿元，较年初增长19.46%，主要系公司利润总额增加带动税费增长所致；公司其他应付款6.26亿元，较年初增长25.44%，主要系应付经销商尚未结算折扣及市场开发费等增加所致。

截至2018年底，公司非流动负债为10.62亿元，较年初增长9.50%；公司非流动负债主要由长期借款（占比70.45%）、应付债券（占比9.42%）、专项应付款（占比7.54%）和递延所得税负债（占比7.35%）构成。

截至2018年底，公司长期借款合计7.48亿元，较年初变化不大，主要由保证借款和抵押借款构

[2] 不含应付利息和应付股利。

成；新增应付债券1.00亿元，全部为公司成功发行的公司债券“18沱牌01”；公司专项应付款0.80亿元，主要系应付涪江射洪段柳树电航工程款项，与年初持平；递延所得税负债0.78亿元，主要系投资性房地产公允价值变动影响所致。

截至2018年底，公司全部债务合计20.09亿元，较年初下降6.35%，主要系短期债务规模减少所致；其中，短期债务为11.61亿元，较年初下降16.43%，主要系短期借款等减少所致，占比57.79%；长期债务为8.48亿元，较年初增长12.16%，主要系公司债券“18沱牌01”发行所致。截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率由2017年底的42.28%、30.50%和13.39%变为41.35%、28.01%和14.10%，公司债务水平变化不大，整体债务负担仍处于合理水平。

截至2018年底，公司所有者权益合计51.64亿元，较年初增长5.65%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益31.15亿元，较年初增长4.66%，占比60.32%，较年初变化不大。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比7.46%，资本公积占比75.13%、盈余公积占比2.24%、未分配利润占比15.13%；公司少数股东权益占比较大，权益结构稳定性有待提高。

总体看，2018年底，公司负债规模变化不大，以流动负债为主且占比较大；债务负担仍处于合理水平，但债务结构仍有待优化；所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性仍有待提高。

3．盈利能力

2018年，公司实现营业收入24.50亿元，较上年增长39.59%，主要系白酒收入增长及新增玻瓶收入所致；实现营业利润5.09亿元，较上年增长94.87%；实现净利润4.29亿元，较上年增长133.91%；归属于母公司的净利润为1.33亿元，较上年增长55.07%。

2018年，公司期间费用为10.14亿元，较上年增长15.79%，主要系销售费用增加所致；其中，销售费用占比70.18%，管理费用占比29.52%，财务费用占比0.30%。2018年，公司销售费用为7.12亿元，较上年增长35.01%，主要系公司销售相关薪酬费用及市场宣传及市场开发费增加所致；公司管理费用为2.99亿元，较上年下降4.18%，主要系薪酬费用下降所致；公司财务费用由2017年的-760.14万元增加至304.88万元，主要系2017年出借资金利息收入较多所致。2018年，由于公司营业收入大幅增长，公司费用收入比由2017年的48.69%下降至41.40%，费用控制能力仍有待提升。

2018年，公司获得投资收益0.49亿元，较上年下降41.16%，主要系权益法核算的长期股权投资投资收益减少所致，占营业利润的9.73%，对营业利润有一定贡献。

从盈利能力指标看，2018年，公司总资本收益率由2017年的3.49%上升至7.15%，主要系公司净利润增长所致；总资产报酬率由2017年的3.94%上升至6.79%，主要系公司利润总额增长所致；净资产收益率由2017年的3.87%上升至8.53%，主要系公司净利润增长所致。整体看，公司盈利能力有所提升。

总体看，2018 年，受中高端白酒销量增长影响，公司营业收入及利润总额和净利润大幅增长；期间费用对利润侵蚀仍显著，公司整体盈利能力有所提高。

4．现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入30.68亿元，较上年增长38.62%；其中销售商品提供劳务收到的现金为29.36亿元，较上年增长36.20%，主要系公司产品销量增长所致；公司经营活动现金流出29.81亿元，较上年增长51.41%，主要系天赢链公司支付保理款4.05亿元所致；受以上因素影响，2018年，公司经营活动现金流净额为0.88亿元，较上年下降64.24%。公司现金收入比率由2017年的122.81%下降至2018年的119.82%，收入实现质量有所下降但仍处于较高水平。

投资活动方面，2018年，公司投资活动流入5.62亿元，较上年增长6.45%；公司投资活动现金

流出10.62亿元，较上年增长700.98%，主要系公司资金拆借上海航晴企业管理咨询有限公司4.50亿，借出四川射洪县城市建设投资有限责任公司0.05亿以及梦东方投资借出天兴源2.7亿元所致。受以上因素影响，公司投资活动产生的现金净额由上年的3.95亿元变为-5.00亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入15.99亿元，较上年下降6.03%，主要系取得借款收到的现金减少所致；公司筹资活动现金流出20.21亿元，较上年增长10.87%，主要系股份回购款项3.00亿元所致。受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金仍表现为净流出，净流出额为-4.22亿元，较上年流出增加。

总体看，2018年，公司经营现金净流入减少，收入实现质量保持在较高水平；经营活动现金流量不能够满足公司投资现金需求，外部筹资压力较大。

5．偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率由2017年底的2.17倍和1.28倍小幅上升至2.22倍和1.29倍；受货币资金减少影响，公司现金短期债务比由2017年底的2.06倍下降至1.81倍；公司现金类资产对短期债务的保护能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力仍很强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA合计6.67亿元，较上年增长77.34%，主要系公司利润总额增长所致；其中，折旧占比10.54%，摊销占比1.62%，计入财务费用的利息支出占比11.91%，利润总额占比75.93%。受益于公司利润的增长，2018年公司EBITDA全部债务比由2017年的0.18倍上升至0.33倍；2018年公司EBITDA利息倍数为6.14倍，较上年的4.24倍有所提升，公司EBITDA利息倍数仍处于很高水平；公司经营现金债务保护倍数由2017年的0.11倍下降至0.04倍，经营性现金对债务的保护能力下降。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2018年底，公司获得各银行授信合计24.52亿元，尚未使用授信额度5.31亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司下属子公司舍得酒业为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1051092200000750E），截至 2019 年 4 月 11 日，公司未结清信贷信息中无关注类和不良/违约类信息，已结清信贷信息中存在 86 笔关注类贷款信息和一笔信贷欠息信息，主要系因银行原因形成，但银行未出具相关说明性文件，该项记录并未对公司后续授信和贷款活动产生任何负面影响。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达21.04亿元，约为“18沱牌01”本金合计（1.00亿元）的21.04倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度很高；公司净资产达51.64亿元，约为债券本金合计（1.00亿元）的51.64倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18沱牌01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为6.67亿元，约为债券本金合计（1.00亿元）的6.67倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入30.68亿元，约为债券本金合计（1.00亿元）的30.68倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名白酒酿造企业，在经营规模、产品知名度和酿造

工艺水平等方面具有优势，公司对“18沱牌01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018年，四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“公司”或“沱牌集团”）作为国内知名白酒生产企业之一，整体经营情况良好，中高档白酒销售状况良好，收入贡献进一步提升；医药业务经营稳定，新增玻瓶业务收入快速增长，对公司收入规模进行了有效补充，公司盈利规模进一步增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司白酒产销量下降，产能利用水平较低，基酒库存规模对资金形成较大的占用，资本支出压力很大，期间费用对利润侵蚀显著等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司继续实施品牌聚焦战略和精细化营销战略，公司白酒业务的收入和盈利规模有望保持稳定，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18沱牌01”的债项信用等级为“AA”。

附件1 四川沱牌舍得集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	84.70	88.06
所有者权益（亿元）	48.88	51.64
短期债务（亿元）	13.89	11.61
长期债务（亿元）	7.56	8.48
全部债务（亿元）	21.45	20.09
营业收入（亿元）	17.55	24.50
净利润（亿元）	1.83	4.29
EBITDA（亿元）	3.76	6.67
经营性净现金流（亿元）	2.45	0.88
应收账款周转次数（次）	24.19	16.36
存货周转次数（次）	0.20	0.28
总资产周转次数（次）	0.22	0.28
现金收入比率（%）	122.81	119.82
总资本收益率（%）	3.49	7.15
总资产报酬率（%）	3.94	6.79
净资产收益率（%）	3.87	8.53
营业利润率（%）	61.34	59.26
费用收入比（%）	47.41	41.40
资产负债率（%）	42.28	41.35
全部债务资本化比率（%）	30.50	28.01
长期债务资本化比率（%）	13.39	14.10
EBITDA 利息倍数（倍）	4.24	6.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.33
流动比率（倍）	2.17	2.22
速动比率（倍）	1.28	1.29
现金短期债务比（倍）	2.06	1.81
经营现金流动负债比率（%）	9.37	3.39
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.76	6.67

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。