

信用等级公告

联合[2018]1763 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四川沱牌舍得集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2018 年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：

二零一八年九月十五日

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

2018 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AA
公司主体信用等级: AA
评级展望: 稳定
发行规模: 不超过人民币 5 亿元
债券期限: 5 (3+2) 年
还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
评级时间: 2018 年 9 月 25 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额 (亿元)	53.68	77.72	84.70	87.35
所有者权益 (亿元)	21.48	45.96	48.88	50.99
长期债务 (亿元)	6.10	2.77	7.56	7.54
全部债务 (亿元)	19.48	21.11	21.45	22.09
营业收入 (亿元)	17.43	18.51	17.99	11.65
净利润 (亿元)	0.20	0.94	1.83	2.09
EBITDA (亿元)	2.00	3.27	3.76	--
经营性净现金流 (亿元)	2.63	-5.22	2.45	0.41
营业利润率 (%)	29.14	41.44	62.29	54.56
净资产收益率 (%)	0.95	2.80	3.87	4.18
资产负债率 (%)	59.98	40.87	42.28	41.63
全部债务资本化比率 (%)	47.55	31.47	30.50	30.23
流动比率 (倍)	1.20	1.90	2.17	2.11
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.16	0.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.91	3.18	4.24	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.40	0.65	0.75	--

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2、如未特别说明, 本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据; 3、公司 2018 年二季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对四川沱牌舍得集团有限公司 (以下简称“公司”或“沱牌集团”) 的评级, 反映了公司作为国内知名白酒生产企业之一, 在品牌知名度、生产规模、酿酒技术、基酒存量以及资产质量等方面具有的竞争优势; 2016 年改制增资后, 公司资本实力和整体抗风险能力进一步得到提高。同时, 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, 期间费用对利润侵蚀显著以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来, 随着改制后公司各项工作的推进, 公司收入规模有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内知名的白酒生产企业, 酿酒技术先进, 拥有较高的品牌知名度。
2. 公司产能规模较大, 高端基酒库存规模大, 为未来中高端白酒生产奠定了基础。由于公司高毛利的中高端白酒销售收入大幅提升, 2017 年公司净利润大幅提升。
3. 公司改制增资后, 资本实力和整体抗风险能力得到进一步提高。

关注

1. 2017 年, 公司白酒产量及销量均有所下降, 公司营业收入小幅下降。
2. 公司实行改制后, 原有经营管理模式发生改变, 可能对其生产经营的稳定性造成一定影响。
3. 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。

4. 公司期间费用控制能力有待提高，短期偿债压力较大。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

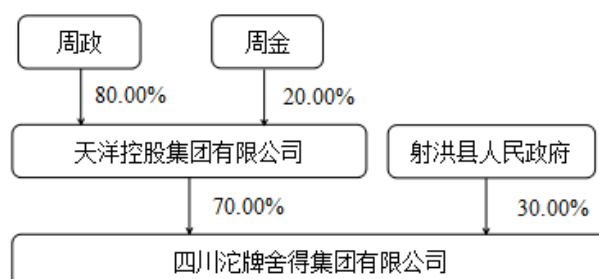
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

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。公司于 1995 年 5 月 28 日取得遂宁市射洪县工商局核发的 26036056-2 号《企业法人营业执照》，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，根据《射洪县人民政府关于对四川沱牌舍得集团有限公司进行战略重组的决定》（射府发[2014]24 号），射洪县政府、天洋控股集团有限公司（以下简称“天洋集团”）及公司签订了《四川沱牌舍得集团有限公司股权转让及增资扩股协议》和《四川沱牌舍得集团有限公司股权转让及增资扩股协议之补充协议》，由射洪县政府向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，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2016 年 6 月 30 日对增资情况出具验资报告（瑞华验字[2016]48050002 号），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 6 月底，公司注册资本仍为 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。截至 2018 年 6 月底，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，被质押的股权占公司总股本的 70%。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的不利影响。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：粮食收购；制造、销售：酒类、饮料及包装物，生物制品（有专项规定的除外），玻璃瓶，生物肥料；批发、零售：百货、化工产品（不含危险品）、建筑材料、出口本企业自产的各类酒、饮料、玻璃制品；进口本企业所需要的的原辅料、机械设备、仪表、仪器及零件；技术咨询与服务、房地产开发（以上经营范围中依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司下设 5 个职能部门，分别为党群工作中心、风控中心、资产财务中心、人力资源中心和行政中心（见附件 1）；公司设有 7 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 6 月底，公司持股比例 29.85%，无质押）；公司共有在职员工 5,580 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 84.70 亿元，负债总额 35.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 29.76 亿元。2017 年，公司实现营业收

入 17.99 亿元，净利润（含少数股东损益）1.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.86 亿元；经营活动现金流量净额 2.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.19 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 87.35 亿元，负债总额 36.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 30.46 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.65 亿元，净利润（含少数股东损益）2.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.68 亿元；经营活动现金流量净额 0.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.05 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“四川沱牌舍得集团有限公司 2018 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券发行总规模不超过人民币 5.00 亿元。本次债券的期限为 5 年，附第三年末发行人上调利率选择权及投资者回售选择权。本次债券面值为 100.00 元，按面值平价发行。本次债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定；本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金拟用于偿还公司债务以及补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为白酒生产与销售，所属行业为白酒制造业。

1. 行业概况

白酒为中国特有的一种蒸馏酒，是世界八大蒸馏酒之一，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒泛指以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质（糖质）原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑而酿制而成的各类酒。

从酿造条件来看，白酒的酿造过程是酿酒微生物的自然富集过程，对气候、土壤、水源、生态环境等自然条件具有天然的依赖性，要酿造出好酒就必须拥有一个有利于酿酒微生物自然生长的环境；不同的酿造工艺和不同的自然环境形成的微生物菌群不同，导致形成的白酒风格各异。由于区域历史文化特点的不同和自然条件的差异，各地酿造的白酒风味独特，消费习惯较为稳定，这使得白酒酿造行业区别于一般的食品制造业，有经营区域性强和产品难复制的特点。目前，我国白酒一般可区分为酱香型、浓香型和清香型三种主要类型。

从产业链角度看，白酒酿造对水质和气候环境依赖很大，对粮食等原材料质量要求较高，下游需求受人们收入水平和消费偏好影响较大。水质和气候环境具有地域性，各地酿造的白酒各有特色，水供应较为易得。粮食是白酒酿造的主要原材料，但考虑到包装、广告等因素，粮食成本占比较低。随着我国经济的快速发展，人均收入水平逐年提高，居民对酒类需求增加，同时考虑到商务、宴饮等因素，我国白酒需求呈快速上升趋势。

总体看，白酒是我国特有酒类，对水质和气候依赖较大，产品具有较强的地域特色；粮食是

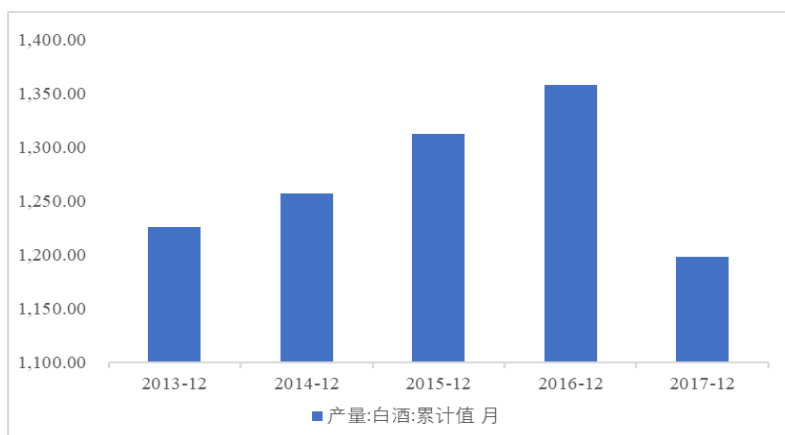
白酒酿造的主要原材料，但成本占比较低，当前供应较为充足；随着我国经济的快速发展和人均收入水平的提高，对白酒消费需求增加。

2. 行业供应情况

在中国，酒文化作为一种特殊的文化形式具有其独特的地位，其中，尤以白酒文化最为典型。中国以农业立国，在国家的发展过程中，政治、经济等社会活动皆以农业发展为立足点，而白酒以粮食为主要原料酿造，紧紧依附于农业，成为农业经济的一部分，渗透到社会生活的各个领域。随着我国粮食产量的迅速增长，可用于酿酒的粮食供应充足，白酒产量逐年上升。

2012 年下半年起，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件以及中央“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等因素的影响，我国白酒产量增速开始放缓，2014 年我国白酒产量同比增速降至 2.75%，此后白酒产量增速处于较低水平。2016 年，我国白酒产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.20%。2017 年我国白酒产量 1,198.10 万千升，同比下降 11.80%，主要系随着市场总销量下降所致。2017 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1,198.06 万千升，同比增长 6.86%；全国规模以上白酒企业 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，与上年同期相比增长 35.79%。2018 年 1~6 月全国白酒产量为 492.9 万千升，同比增长 5.8%；累计完成主营业务收入 2,865.24 亿元，同比增长 15.82%；累计实现利润总额 631.17 亿元，同比增长 37.11%。

图 2 近年来我国白酒产量情况（单位：万千升）



资料来源：Wind，联合评级整理。

从地域分布来看，我国白酒产量分布较为集中。2017 年 1~11 月，全国 29 个省及地区合计白酒产量累计值为 1,114.92 千升，四川、河南、山东、江苏四个省份白酒产量合计占到我国白酒产量的 58.25%，白酒产量前 10 大省份合计占比达到 84.71%。

从白酒生产流程来看，粮食经过发酵后首先成为基酒，基酒一般储存一段时间后，按照一定比例勾兑为成品白酒。成品酒生产耗时较短，一般可根据市场需求迅速生产；基酒酿造包含发酵、储存等流程，耗时较长。白酒的供给主要取决于生产企业的基酒储量。

从目前国内主流白酒品类来看，酱香型基酒的制造工艺最为复杂。由于要求投料和制曲温度，同时发酵和蒸馏次数较多，酱香型白酒的生产周期一般为 1 年左右，同时摘取的基酒要储存 3~5 年的时间才能达到优质酒所要求的口感和纯度。浓香型白酒的生产周期和存酒时间要略短一些，一般 3 个月左右可以完成发酵。但是由于浓香型白酒是续糟配料，讲究“千年老窖，万年糟”，也就是越老的窖池产出的基酒的品质越好，所以新建的产能很难达到优质白酒的要求；同时浓香

型白酒采取分段取酒，即在白酒的蒸馏过程中，酒头、酒中、酒尾的品质存在巨大差距，一般来说，浓香型白酒的优质酒产出率只有 20% 左右，这造成浓香型基酒生产中存在中高端、低端等不同档次的基酒。清香型基酒工艺相对简单，一般 2 个月就能完成发酵生产，基酒储存 1~2 年就能进行勾兑、销售；但目前清香型白酒的市场接受度较低，仅占 10% 左右，并以低端产品为主。此外，每年 7~8 月我国南方地区由于气温过高，一般停止酿造基酒，因此基酒酿造受限因素较多，耗时较长。基酒酿造受水质、气候因素影响较大，具有地域性，是决定成品酒质量与特性的重要因素，不同白酒生产企业酿造的基酒各有差异。

总体看，近年来我国白酒产量呈增长趋势，2017 年产量有所下降，但规模以上企业产量保持增长态势；白酒生产地域集中度较高，四川是我国白酒的主要产地；白酒供应量取决于基酒库存，基酒生产耗时较长，不同企业基酒有所差异。

3. 行业需求情况

白酒是我国的特有酒类，融入了我国居民生活的方方面面，其需求受到商务宴会需求、居民生活需求、地域需求等诸多因素的影响。虽然目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”等政策性因素可能对白酒的需求有一定的影响，但引发白酒需求的因素仍然存在。

我国有着独特的酒文化，白酒作为情感沟通的主要工具，在商务、宴会等场合具有特殊的作用。随着我国经济的快速发展，商务、政务活动需求也呈上升趋势，增加了对白酒、特别是高端白酒的需求。2004~2010 年，我国 GDP 增长呈高速增长状态，同时，白酒（折 65 度）销量的同比增速也处于较高水平。2011 年起，受国际经济危机的冲击，我国经济增速放缓，带动了商务活动需求下降，同时政府开始实施“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等政策，导致了白酒销量增速的下降。未来，我国经济将换挡低速增长，同时受政府反腐政策的影响，商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态。

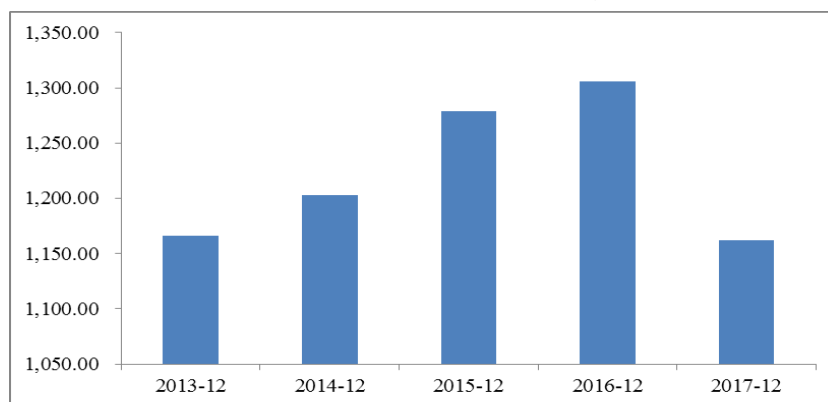
从终端消费来看，白酒消费需求主要受人民收入水平增长的影响。白酒本身是一种饮食嗜好品，不是必需品，白酒的消费需求只有在收入不断增加的情况下才会出现，中国历来也有量入而出的消费习惯，进一步说明了白酒消费需求增加的根本原因是经济发展带来的居民收入的不断提高，居民收入的增速与白酒产量增速具有相关拟合性，且先于产量反应。随着我国居民收入水平的不断提高，对白酒的消费结构也不断调整、升级，逐渐的由低档白酒向中高档白酒转换。受限于收入水平，我国居民家庭对高端白酒的需求相对较少，未来居民家庭对白酒的需求主要集中于中端、次高端。随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，预期白酒发展前景良好。

白酒并非生活必需品，人们日常消费数量较少，一般在节假日消费、特别是春节，呈现出明显的季节性特征。我国第四季度白酒销量明显高于其他季度，主要是春节因素带来的销量增长，每年一季度白酒产销率较高、库存明显下降（由于春节主要按照农历庆祝，每年公历日期有所差异，可能带来时间的不一致）。此外，白酒销售具有明显的地域性特征。受气候因素的影响，北方地区对白酒的需求相对较多，特别是山东、北京、东北、内蒙古等地区白酒需求量较大。

按香型分类，目前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，市场占有率为 60%~70%，清香型白酒市场占有率为 10% 左右，酱香型白酒占比 10% 左右，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。虽然浓香型白酒市场占比比较高，考虑到白酒作为快速消费品，购买需求受广告等媒体因素影响较大，浓香型酒企也可能受到酱香型、清香型酒企的竞争。

根据 Wind 数据, 2013~2016 年, 白酒(折 65 度)销量逐年上升, 2017 年, 白酒(折 65 度)销量为 1,161.68 万千升, 较上年下降 11.03%。

图 3 近年来我国白酒(折 65 度)销量情况(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 联合评级整理。

总体看, 当前反腐政策对白酒消费形成较大抑制, 但拉动白酒需求增长的因素仍然存在; 商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态, 居民收入水平的提高引发了中端、次高端白酒需求的增长; 白酒需求具有较强的季节性和地域性, 受广告因素影响较大; 近年来白酒消费基本保持稳定增长态势。

4. 行业竞争

(1) 进出壁垒

白酒尤其是高端白酒, 是中国文化的一部分, 高端白酒进入壁垒很高, 没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难, 单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。

中低端白酒的进入壁垒方面, 虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策, 对白酒企业的审核提高了标准, 在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比, 白酒行业的进入门槛相对较低。过去十几年白酒行业快速发展且毛利率较高, 吸引了较多资本进入。白酒行业呈现出企业众多, 行业集中度不高, 产能过剩, 竞争激烈的局面。截至 2017 年底, 全国规模以上白酒企业有 1,593 家, 小企业的数量更是远远超过了上述数字。

目前, 国内规模以上白酒生产企业工序较长且比较复杂, 需要配备灌装、勾调等生产线, 需要专门的研发设备和酒窖, 这使得白酒企业的专用设备较多, 企业的退出成本较高。

(2) 行业集中度

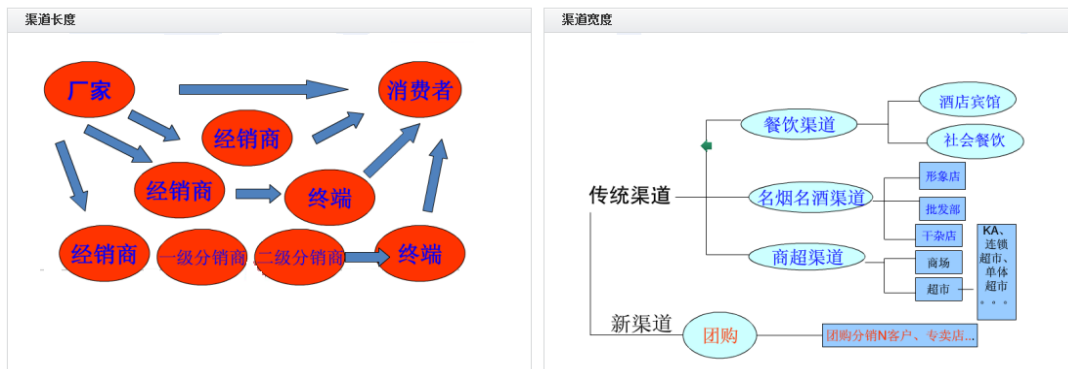
从白酒行业前十七家上市公司的市场占有率来看, 贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 10.00% 左右, 而前十家白酒企业的市场占有率也仅在 20.00% 左右, 白酒行业近似于是完全竞争行业, 没有任何单一企业拥有行业垄断地位。由于白酒行业的进入壁垒较低、行业集中度较低和退出壁垒较高, 一旦行业整体的销量放缓, 行业内现有企业的竞争就会变得非常激烈。此时, 除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外, 大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争, 而价格竞争不利于行业整体盈利能力的提高。

随着 2013 年以来白酒行业逐渐进入行业调整期, 产能过剩的状况有望通过小的白酒企业退出得以缓解, 行业内的兼并收购也会使得行业集中度在未来上升。2015 年以来高端白酒价格纷纷上调, 白酒业有望出现量价齐升的良好局面。白酒行业的未来盈利能力仍较为可观。

（3）重视终端消费者

销售渠道方面，传统上白酒企业主要通过下游经销商的批发零售到达消费者，当前白酒生产企业越来越重视直接介入对销售终端的营销。在各类销售终端中，大中型酒店主要消费中高档白酒，并通过影响消费者心理带动商超销售；大型商超对于产品的面市率有一定的影响。白酒销售的渠道分布较为均匀，餐饮虽然拥有较高比重，商超、专卖所销售比例亦为不小，而团购、直销等模式在白酒销售中也拥有一定比例。

图 4 白酒行业下游主要渠道



资料来源：Wind 资讯

（4）聚焦于中高端产品的竞争

从量计税政策的实施，促使白酒企业开发高端白酒以减少税负；2012 年开始的整治三公消费政策，使白酒消费由政务消费转向大众消费，产品结构转向中端，高端白酒降价。同时，我国居民收入水平逐年提高，居民消费能力提升带动了白酒消费结构的上移，中端、次高端白酒产品具有较高的性价比，是大众消费的主要领域。供给端、消费端同时向中端、次高端白酒领域发力，未来该领域竞争将较为激烈。

总体看，白酒行业目前产能过剩，行业集中度不高，中低档白酒以价格竞争为主；未来行业竞争将聚焦于终端消费者，产品聚焦于中高端产品。

5. 行业政策

根据《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 37 号）的规定，“纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，消费税计税价格低于销售单位对外销售价格（不含增值税）70%以下，属于《中华人民共和国消费税暂行条例》第十条规定的情形，应该按照《国家税务总局关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函〔2009〕380 号）规定的核价办法，核定消费税最低计税价格。”

2016 年 4 月 13 日，中国酒业协会于发布了《中国酒业“十三五”发展指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。酒行业规划产量为 1,580 万千升，比 2015 年 1,312.8 万千升增长 20.35%，年均复合增长 3.77%；销售收入达到 7,800 亿元，比 2015 年 5,558.86 亿元增长 40.32%，年均复合增长 7.01%；利税 1,800 亿元，比 2015 年 1,279.71 亿元增长 40.66%，年均复合增长 7.06%。《指导意见》还提出：“白酒行业要注重智能智慧酿造，加大白酒酿造基础科学研究，把智能技术引入白酒业，实现白酒酿造智能化，促进酿造高品质产品。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。同时要改进白酒生产工艺，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户设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降

低有害微生物污染。”

2017年2月14日，国务院印发《“十三五”国家食品安全规划》，提出发展目标：到2020年，食品安全治理能力、食品安全水平、食品产业发展水平和人民群众满意度明显提升。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险，有利于规范和促进行业未来发展；食品安全问题越发受到国家重视。

6. 行业关注

（1）产能过剩

根据《中国酿酒产业“十三五”发展规划》的目标，2020年，白酒行业规划产量为1,580万千升，比2015年的1,312.8万千升增长20.35%，年均复合增长3.77%。

按照业内的估计，白酒行业产量过剩超过500万千升，而白酒产品市场容量是有限的，目前行业的产量规模超过了消费量一倍。2013年伊始，受宏观经济放缓、限制三公消费政策影响，白酒消费需求大幅萎缩，消费量下滑明显，产能过剩危机更加凸显。

如白酒行业产能过剩进一步严重，而消费需求未能相应增长，未来白酒行业将面临以价格战为主的恶性竞争，不利于整个白酒行业的良性发展。

（2）行业分化

受中央反腐败、反“三公”消费和军队“禁酒令”的影响，未来高端白酒的销量仍难以显著回升。而中端白酒由于产品价位适中、消费群体稳定、受宏观经济和政策影响小等原因，将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。在此行业形势下，一方面高端白酒厂家将调整产品结构、通过推出中端产品来满足市场的需求，另一方面居民可支配收入增加将带来消费升级，地方酒企均努力实现从自身低档白酒向中端白酒的转型优化升级，使得未来中端白酒的市场竞争将更为激烈。

（3）替代品的威胁

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能对白酒行业的发展带来一定影响。80后、90后消费者对白酒的喜好程度远低于他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

（4）混合所有制改革

当前，我国白酒企业主要以国企为主，经营方式较为传统。2014年《政府工作报告》提出进一步“加快发展混合所有制经济”，国企民企融合成为新一轮国资企业改革的热点。白酒行业关系到国民经济命脉，是混合所有制改革的热门领域，目前已有部分国有白酒企业进行混合所有制改革，对企业及行业发展形成较大影响。

（5）政策性风险

1989年政府整顿白酒消费，部分白酒企业陷入困境；1998~2003年，从量计税政策实施，促使白酒企业开发高端白酒提升产品线；2012~2015年开启整治三公消费，白酒由政务消费开始转向大众消费。政策的变化对行业发展形成了较大的影响，改变了行业发展环境。

（6）食品安全

白酒作为食品关系到人们的生命财产安全，其安全性受到越来越多的关注。2012 年，“塑化剂事件”和“勾兑门事件”对白酒行业发展形成了较大的冲击。未来，仍需关注食品安全性对白酒行业发展的影响。

7. 未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请的刚性支出。尽管目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，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。

未来 3~5 年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。但在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；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。

总体看，受中央政策和宏观经济下行影响，目前我国白酒行业处于调整期，行业运行稳定，行业增速有回暖迹象；未来白酒行业将继续保持稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以白酒生产和销售为主的企业，代表酒类产品主要有浓香型舍得系列、沱牌系列、陶醉系列和酱香型天子呼、吞之乎等品种。公司地处“中国白酒金三角”核心地带，拥有“中国名酒”称号，与五粮液、泸州老窖、郎酒、全兴大曲和剑南春并称为川酒的“六朵金花”。

截至 2017 年底，公司作为我国大型白酒生产企业之一，拥有酿酒车间 10 个，酿酒窖池近 1 万余口，生产厂区总占地面积 6 万余平方米。公司具备成品酒产能 9 万吨/年、基酒产能 3 万吨/年，公司拥有基酒总存量 12.77 万吨，其中高端酒约占 78.56%，高端陈年老酒储量全国排名第一。公司主要产品“舍得”、“沱牌”系列白酒主要销往京津冀、川渝、东北、山东、河南等地区，销售区域较广，具有较强的市场竞争力。

公司品牌优势明显，目前拥有“沱牌”、“舍得”、“太平洋”和“沱徽”四个中国驰名商标，其中，“沱牌”荣获第一批“中华老字号”称号，“太平洋”和“沱徽”分别是公司子公司四川太平洋药业有限责任公司（以下简称“太平洋药业”）药业产品系列标志和公司沱牌系列酒的品牌。2015~2016 年，酒类品牌“沱牌”连续三年被世界品牌实验室评测为“中国 500 最具价值品牌”之一，品牌评估价值分别为 220.18 亿元和 220.18 亿元人民币，公司 2017 年未参与上述品牌价值测评。“舍得”被世界品牌实验室评测为中国 500 最具价值品牌，品牌评估价值分别为 130.68 亿元和 162.55 亿元人民币。“吞之乎”、“舍得”和“沱牌大曲”分别获得 2015 年比利时布鲁塞尔烈酒大赛大金奖及两项金奖。

公司于 2001 年建成全国第一家生态酿酒基地，其中占地面积 400 余亩的沱牌舍得 312 制曲中心工业园内设一个 4 万吨环保制曲车间和两个总储水 1 万吨的高位水池及 12 个 3,000 吨的露天储酒罐。工业园内植物群落丰富，生态氛围良好，适宜制曲微生物的生长，为公司生态酿酒的质量提供了重要保障。此外，公司通过了 ISO9001 质量体系、ISO14001 环境体系和 OHSAS18001 职

业健康安全管理体系等整合型质量体系认证，并先后获得了“中国质量鼎”、“中国用户满意鼎”、“全国质量奖”、“中国食品文化遗产”、“国家级非物质文化遗产”等荣誉称号。

总体看，公司作为知名白酒生产企业，基酒储量规模大，销售地域覆盖全国，具有明显品牌及产品质量优势，具有较强综合竞争实力。

2. 技术与工艺水平

公司注重科研建设并拥有多项全国乃至国际领先的核心技术及设备，具备较强技术研发能力。公司设有四川沱牌舍得集团技术中心及太平洋药业技术中心两个四川省级企业技术中心。同时公司积极与各大科学研究所进行产学研合作，2016 年公司与食品发酵工业研究院等单位共建的“酒类品质与安全实验室”被认定为首批中国轻工业重点实验室。

截至 2017 年底，公司拥有专职从事研发与试验的技术人员 169 人，并拥有酿酒大师、生态酿酒专家 2 人，高级技师 45 人、国家评委 7 人、四川省评委 36 人和学术带头人 7 人。公司主持和参与修订国家标准 15 项、行业标准 3 项。截至 2017 年底，公司拥有著作权登记作品 17 件，拥有专利 234 项，其中发明专利 45 项、实用新型专利 60 项、外观专利 129 项。

公司针对自身产品特点进行技术研发，不断改进生产工艺。近三年来，公司《原粮熟化工艺技术研究及应用》、《陈香功能微生物选育及强化功能菌剂研制》和《原粮浓香型白酒创新工艺技术研究及应用》项目分别获中国酒业协会科学技术进步奖项，公司目前在研项目共 25 项。

在先进生产装置方面，公司引进价值 2,000 余万的美国 60t/h 水处理设备，利用物理能量将沱泉水变为小分子团活性水用于白酒勾调，以提高产品品质；从美国引入价值 6,000 万元的行业首座具有自动除杂、驱虫、控湿功能的十万吨恒温金属粮仓，以保证酿酒原粮的优良品质，避免二次污染。

总体看，公司具有较强的技术优势和先进的工艺水平，生产装置较为先进，有利于公司综合竞争力的提升。

3. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司拥有董事、监事及高管人员 14 人。2016 年，公司经过股权转让后更换了董事长及总经理，但保留了原有的多数管理人员；公司高管人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长周金女士，46 岁，本科学历，历任秦皇岛天洋电器有限公司财务经理、秦皇岛天洋（集团）资金与社会关系协调部总监、秦皇岛天洋房地产开发有限公司总经理、秦皇岛四季房地产开发有限公司总经理、天洋置地有限公司执行总裁、天洋置地有限公司总裁、天洋集团董事局执行董事、副总裁；现任天洋集团董事局执行董事、副总裁，公司董事长职务。

公司总经理刘力先生，48 岁，本科学历，拥有香港长期居留权；历任天洋置地有限公司总经理、天洋控股地产集团总裁、天洋集团执行董事、天洋国际控股有限公司执行董事等职务；现任天洋集团董事，公司副董事长和总经理职务。

截至 2017 年底，公司在职员工合计 5,580 人。按文化程度划分，中专及以下学历占比 57.99%，大专占比 29.01%，本科以上学历占比 13.00%；按岗位构成划分，基层生产人员占比 46.51%，销售人员占比 47.27%，管理人员占比 6.22%，以生产、销售人员为主；按年龄构成来看，30 岁以下人员占比 12.42%，30~50 岁人员占比 67.30%，50 岁以上人员占比 20.28%。

总体看，公司高级管理人员拥有较长行业从业年限和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司员工学历和岗位构成能够满足公司经营发展的需要。

4. 区域环境

公司所在地四川省射洪县沱牌镇地处四川盆地中部，涪江上游，遂宁以北，东靠南充，西邻成都，南接重庆，北抵绵阳，位于成渝经济区北弧中心，属四川省“一极一轴一区块”成都都市圈增长极，与成都、重庆距离都在 200 公里以内。射洪县地处北纬 30.9 度，属亚热带湿润气候，是世界最佳酿酒核心地带，素有“观音圣地，诗酒之乡”之称，诗酒文化盛行，公司的泰安酢坊遗址完整保存并继承了唐代“春酒”、明代“谢酒”和清代“沱酒”的传统酿造工艺。此外，射洪县“十三五规划”纲要中提出用绿色发展理念和技术改造提升食品产业，形成以白酒、肉制品等为重点的射洪特色食品生产加工基地，白酒行业产业优势明显。

白酒行业是四川省的重要产业。2015 年，四川省经济和信息化委制定了《关于促进白酒产业转型升级健康发展的指导意见》，计划围绕四川省打造食品饮料“万亿产业”战略部署，将“中国白酒金三角”建成国际知名区域品牌，将四川建设成优质固态白酒生产和研发基地。在打造“中国白酒金三角”战略的推动下，四川省规模以上白酒企业实现快速发展。2017 年，四川省规模以上白酒企业 348 家，累计生产白酒 372.4 万千升，实现主营业务收入 2,257.2 亿元，利润 263.5 亿元。全省白酒总体规模继续位居全国首位；产量、主营业务收入和利润分别占全国的 31.1%、39.9% 和 25.6%。

总体看，公司所处的沱牌镇自然环境适宜酿酒，拥有悠久浓厚的酿酒文化，为公司业务的发展提供了优越的外部环境；白酒行业是四川省的重要产业，得到四川省的支持发展。

5. 税收优惠

公司子公司太平洋药业于 2010 年 12 月 27 日，取得高新技术企业证书；2013 年 11 月 18 日，太平洋药业继续获得高新技术企业认证，有效期为 3 年；2016 年 12 月 8 日，太平洋药业继续获得高新技术企业认证，有效期为 3 年，按 15% 的优惠税率计缴企业所得税。

总体看，公司部分下属公司享受政府税收优惠，得到了一定的外部支持。

五、公司治理

1. 治理结构

公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，设立股东会、董事会、监事会和总经理的法人治理结构。股东会是公司最高权力机构，董事会是公司执行机构，监事会是监督层，总经理负责公司的日常经营管理。股东会、董事会、监事会和总经理按照《公司章程》规定各司其职，各负其责。

依据公司章程，公司设股东会，由全体股东组成，股东会作为公司最高权力机构行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会、监事会的报告等股东会职权，股东会定期会议每半年召开一次。

公司董事会由 7 人组成，其中天洋集团委派董事 5 人，射洪县政府委派董事 2 人，董事每届任期三年，期满可连选连任，董事会设董事长 1 人，由公司三分之二以上董事选举产生，设副董事长 2 人，分别由天洋集团和射洪县政府各委派 1 人担任，董事会负责召集股东会并向股东会报告工作、执行股东会决定、制订公司经营方针、发展规划、年度经营计划和投资方案等相关工作。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中 3 名非职工监事由股东委派的监事候选人中选举产生，射洪县政府委派监事 1 名；2 名职工监事由职工代表大会选举产生，监事每届任期 3

年，期满可连选连任，监事会设主席 1 名，若一方股东所委派的董事被选举担任董事长，则监事会主席从另一方股东所委派的监事中选举产生。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责，负责公司生产经营管理工作。

总体看，公司章程相对完善，法人治理结构相对完整。

2. 管理体制

公司根据自身定位和业务需要设置了 5 个职能部门，分别为党群工作中心、风控中心、资产财务中心、人力资源中心和行政中心，各部门职责明确，能够满足公司日常经营管理需要。

公司重视管理制度的建设与实施，在财务管理、安全生产管理、产品质量管理、投资事务管理和物资采购管理等方面已经建立起相对完整和适用的管理制度。

财务管理方面，公司按照国家《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》等相关会计法律法规规定进行财务管理活动，并根据实际业务情况和经营管理要求对货币资金管理、全面预算、费用报销及审批、会计核查等方面设立了具体的管理制度，保证公司会计核算和财务行为的规范性，使公司能够正确、及时、完整的反映其财务状况和经营成果，提高经济效益。

安全生产管理方面，公司根据《中华人民共和国安全生产法》、《特种作业人员安全技术培训考核管理规定》和《四川省安全生产条例》制定了安全生产管理制度，规定了公司安全生产总则、组织机构、安全生产宣传教育培训、安全生产保障、员工的安全生产权利与义务、安全生产监督检查、安全生产事故处置及信息申报、安全问责等管理内容与办法，确保公司生产活动能够在安全范围内进行，防止和减少安全事故，保障员工生命和公司财产安全，促进公司持续安全健康发展。

产品质量管理方面，公司在《中华人民共和国产品质量法》、《中华人民共和国食品安全法》、《食品生产通用卫生规范》、国家食药总局（2013）244 号《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》等规范性文件的基础上并结合公司产品实际，对公司酒类产品质量的管理内容、要求和方法进行了详细规定，使公司生产的产品能够满足质量要求，不断提升产品质量。

投资事务管理方面，公司为加强对基本建设项目、股权投资项目、小型建修项目及零星维修项目的管理，在投资项目审批、招商引资流程、对内投资和对外投融资项目的前期调研、规划、可行性研究等方面制定了具体的制度，确保公司对投资事务的有效控制，提高投资收益，防范投资风险。

物资采购管理方面，公司作为白酒生产企业，重视原材料产品采购活动，公司依照国家有关规定并结合自身实际，规定了物资采购的范围、原则、计划、价格、合同、订单管理、供方选择、过程跟踪、质量检验及信息反馈、货款结算等管理要求与方法，使公司能够提高物资采购管理效率，降低物资采购成本。

总体看，公司根据实际运营情况设置了职能部门并制定了相应的管理制度，能够满足公司日常经营的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括白酒生产经营、粮食贸易和医药包装，以白酒生产经营为主。公司白酒产品分为中高档白酒和普通白酒，中高档主要代表品牌有天子呼、吞之乎、舍得酒、舍得酒坊、沱牌天曲、陶醉酒、沱牌特曲等系列产品；低档产品主要代表品牌有沱牌大曲、柳浪春、沱牌酒等

系列产品。

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 17.43 亿元、18.51 亿元和 17.99 亿元，主营业务收入占总收入比重分别为 97.28%、96.50%和 95.43%，主营业务突出。2016 年，公司营业收入较 2015 年上升 6.22%，主要是由于行业景气度回升，公司进行营销改革使得中高档酒类销售收入增长较快所致；2017 年，公司营业收入较上年下降 2.79%，主要系低端酒收入减少所致。2015~2017 年，公司分别实现净利润 0.20 亿元、0.94 亿元和 1.83 亿元，呈现逐年增长态势。公司净利润和营业收入变动趋势不一致，主要系公司进行产品结构调整，毛利率较高的中高档酒类销售增长较多所致。

从销售收入的构成来看，随着白酒行业景气度的上升、公司产品结构的精简及调整和精细化营销力度的加强，公司白酒收入规模及占比均有所提升。2015~2017 年，公司酒类板块分别实现营业收入 9.61 亿元、12.37 亿元和 14.95 亿元，年均复合增长 24.73%，分别占营业收入总额的 55.13%、66.80%和 83.10%。从酒的分类来看，随着公司酒类产品结构向中高档调整的策略逐步实施，公司低档酒生产销售呈逐年减少之势。2015~2017 年，公司医药板块分别实现销售收入 1.54 亿元、1.67 亿元和 2.11 亿元，年均复合增长 17.05%，分别占营业收入总额的 8.85%、9.02%和 11.73%；2015~2016 年，公司粮食贸易板块分别实现营业收入 5.80 亿元和 3.82 亿元，分别占营业收入总额的 33.27%和 20.65%，2016 年贸易收入大幅减少主要系当年粮食市场价格下降所致。2017 年，公司不再从事粮食贸易业务。公司包装产品业务主要指子公司天华包装除对公司内供应白酒纸盒外，对外销售少部分纸盒等包装产品，公司其他业务收入主要来自公司技术服务收入、电力、玻璃瓶包装和租金收入，近三年，公司包装产品和其他业务板块收入占比较低，对公司整体收入影响较小。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司的整体毛利率分别为 36.84%、50.56%和 74.98%，整体呈逐年上升趋势，主要与公司高毛利的中高档白酒业务占比增加有关。2015~2017 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为 51.87%、65.51%和 76.83%，呈逐年上升趋势，主要系中高档白酒销量提升所致；其中中高档酒和低档酒毛利率均呈现逐年上升趋势。2015~2017 年，公司医药业务的毛利率分别为 52.05%、61.13%和 65.42%，毛利率水平逐年上升，主要系医药包装原材料价格走低导致生产成本下降所致。2015~2016 年，公司贸易板块毛利率分别为 7.78%和-3.69%，2016 年毛利率为负主要系粮食市场价格下降导致贸易收入减少而前期采购合同未执行完毕导致当期采购成本提升所致。包装产品板块毛利率较为稳定，其他板块毛利率有一定波动，但由于占比较小，对公司利润影响不大。

表 1 2015~2017 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年度			2016 年度			2017 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.酒类	9.61	55.13	51.87	12.37	66.80	65.51	14.95	83.10	76.83
中高档酒	7.24	41.53	61.07	10.51	56.77	72.18	13.95	77.54	79.64
低档酒	2.37	13.60	23.77	1.86	10.03	27.77	1.01	5.61	37.78
2.医药	1.54	8.85	52.05	1.67	9.02	61.13	2.11	11.73	65.42
3.贸易	5.80	33.27	7.78	3.82	20.65	-3.69	--	--	--
4.包装产品	0.00	0.03	13.54	0.01	0.03	13.07	0.11	0.61	13.07
5.其他业务	0.47	2.72	38.56	0.65	3.50	58.20	0.82	4.56	74.47
合计	17.43	100.00	36.84	18.51	100.00	50.56	17.99	100.00	74.98

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入为 11.65 亿元，较上年同期增长 30.71%，主要系公司白

酒销售收入持续增长所致；其中公司酒类收入 8.43 亿元，中高端酒收入达到 8.16 亿元。2018 年 1~6 月，公司整体毛利率为 70.07%。

总体看，近三年公司营业收入存在一定波动；公司营业收入主要来源于白酒业务，其中中高档白酒占比提升明显，企业综合毛利率逐年上升；医药业务实现的销售收入稳定增长；其他业务实现的销售收入规模较小，毛利率提升明显。

2. 白酒生产及销售业务

公司主要产品为白酒，包括中高档白酒和普通白酒，生产经营主体为公司及其下属上市子公司舍得酒业。公司主要产品包括酱香型“吞之呼”高档白酒、中高档浓香型“舍得”系列白酒，中低档普通白酒包括“沱牌”、“陶醉”等系列。

生产环节

公司白酒生产分为制曲、酿酒、勾兑、包装等环节，粮食经酿酒车间酿制后产出基酒，然后对基酒进行加浆、调味处理后贮存一段时间，通过感官鉴定及理化检验后罐装成成品酒并进行包装销售。

公司独立完成白酒生产的全过程，公司白酒生产包含基酒酿造和成品酒生产两个环节。公司有 2 处生产基地，其中基酒的生产主要位于公司总部，成品酒的生产主要位于公司总部和舍得酒业遂宁分公司。2016 年上半年以前，公司少部分低端白酒为委托加工生产，公司派驻技术人员在厂商处进行技术指导，2016 年下半年公司规范品牌管理，全面停止对外贴牌生产模式。在基酒酿造方面，根据销售部门提供的下一年销售数量及产品结构，并参考当年基酒产量及结构库存情况，生产部门制定下一年基酒总量及结构需求计划并编制全年生产计划，分发到各酿酒车间及公司财务部、供应部执行。各酿酒车间根据生产部的计划组织全年生产，所产基酒按不同等级验收入库分等储存。

公司基酒年产能为 3 万吨，但由于公司历年来生产积存较多且销售一直未取得较大突破，使得公司基酒库存储量较多，截至 2017 年底，公司拥有基酒总存量 12.77 万吨，基酒存量较大，对公司资金形成一定的占用。近三年公司主动消化库存基酒，基酒产量逐年下降，产能利用率逐年下降，处于较低水平。

表 2 2015~2017 年公司基酒产能、产量与产能利用率情况

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
基酒	产能（吨/年）	30,000.00	30,000.00	30,000.00
	产量（吨）	9,214.00	8,545.00	3,866.92
	产能利用率（%）	30.71	28.48	12.89

资料来源：公司提供

在生产装备上面，公司拥有行业唯一的自动化金属粮仓；制曲生产过程中，粉碎、润料、搅拌、压曲等流程全部采用自动化生产线；酿酒生产车间采用不锈钢大罐贮存及加工，同时采用纯净空气进行搅拌以确保产品质量，采用行车、活动甑、轴流风机等设备以降低了传统酿酒生产劳动强度，提高生产效率。但由于公司部分基酒生产设备投入使用年限较长，存在一定老化、能耗较高、自动化程度偏低等问题。

在成品酒生产方面，成品酒短期生产计划由生产部门根据销售公司月度、季度和年度销售订单及销售目标，结合库存情况进行资源配置，下达对应生产计划。产品生产完工经过感官鉴定及理化检验合格后，验收入库。在成品酒包装方面，公司拥有成品酒包装生产线 31 条，年包装生产

能力 9 万吨，但包装生产线自动化水平较低，生产效率一般。目前正在进行全自动包装生产线的项目建设，建成后将有效提升公司的包装效率。

公司拥有 9 万吨/年成品酒的生产能力，可根据市场需要进行浓香型白酒、酱香型白酒、清香型白酒和兼香型白酒等多种香型、不同酒精度要求的白酒、配制酒等酒种的加工与生产。从实际生产情况来看，截至 2017 年底，公司共拥有中高档酒产能 3.7 万吨/年、低端酒 5.3 万吨/年。公司没有对外采购的基酒或成品酒。2015~2017 年，公司成品酒生产量为 31,222.06 吨、28,373.71 吨和 15,056.34 吨，年均复合下降 33.53%，主要系中低端酒产量大幅减少所致。2016 年，公司对成品酒分类进行调整，将高档酒和中档酒合并为中高档酒，因此本报告仅对比 2016~2017 年白酒产销数据。受公司持续推进以“舍得”中高端酒为核心的品牌战略，中档及低档酒销量大幅下降影响，2017 年，公司中高档酒产量为 4,324.33 吨，较上年下降 55.34%，低档酒产量为 10,732.01 吨，较上年下降 42.58%，中高档及低档酒产能利用率均有所下降，分别为 11.69%和 20.25%。

表 3 2016~2017 年公司成品白酒生产情况

产品	项目	2016 年	2017 年
中高档酒	产能（吨/年）	37,000.00	37,000.00
	产量（吨）	9,682.15	4,324.33
	产能利用率（%）	26.17	11.69
低档酒	产能（吨/年）	53,000.00	53,000.00
	产量（吨）	18,691.56	10,732.01
	产能利用率（%）	35.27	20.25

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在安全生产方面，公司建立了“安全生产管理制度”，设立了安全管理委员会组织建立安全生产工作机制，保障安全生产条件所必需的资金投入，不断健全安全管理机构。公司配备专（兼）职安全员，建立志愿消防队伍。安全管理委员会年初制定全年工作目标及计划，每季度召开安全生产工作会议，部署阶段性安全生产工作，审查公司年度安全生产目标，并对落实情况进行检查及总结，并根据安全工作目标管理考核办法对相应分管安全负责人进行奖惩。同时建立安全事故隐患排查治理制度，设立安全检查和隐患台账，采取技术、管理等措施，及时发现并消除事故隐患。

公司生产的白酒产品供消费者直接饮用，产品的质量、卫生状况关系到产品口感的稳定性及消费者的生命健康，因此公司白酒生产过程建立了严格的质量管理体系和安全生产标准管理体系。公司设立首席质量官，组织监督检查公司食品质量安全工作贯彻落实情况，主持公司质量考核。在质量控制方面，公司制定了产品质量管理体系，从产前、产中、产后，进行产品的全生命周期管控。生产前，从人力、基础设施及设备多方面进行资源配置保证质量管控要求，产品设计需符合国家标准及标识要求，根据公司生产工艺设立严格的技术标准管理，并制定外购物资管理制度严控原材料的质量；生产过程中，公司秉持安全优质，高产低耗原则，通过在基酒生产、陈酒加工、质量检验及产品灌装全过程设立关键控制点，各生产部门严格落实关键控制点的管控及记录，目前公司的成品酒的良品率可以达到 99.5%以上；生产过程后，公司对成品贮存建立产品标识卡及产品出入库记录，并进行严格进行质量专项检查。同时公司不断完善信息化系统，根据《产品标识和可追溯性管理》进行产品全面管控和质量追溯。

总体看，公司生产管理明确有序，生产与采购过程中质量控制严格；公司生产线建成时间较早，自动化水平较低，受市场状况影响基酒产能利用率一般；受公司持续推进以“舍得”中高端

酒为核心的品牌战略，2017 年中档及低档酒产量大幅下降影响，成品酒产能利用率有所下降。

采购环节

白酒酿造的生产成本主要来源于原材料和能源的成本。公司白酒生产成本构成方面，原材料、能源生产成本中的占比分别约为：粮食占比约为 17%，包装物占比约为 45%，调味酒占比约为 24%，酒精占比约为 1%，煤炭和电力占比约为 2%，水、人工、管理费用等占比约为 11%。

包装物采购主要包括酒瓶、酒盒、瓶盖、标牌和酒箱，其中酒瓶类采购金额占比约为 50%，酒盒类材料占比约为 36%；粮食材料主要包括高粱、玉米、小麦、糯米、大米及大麦，其中高粱和小麦为主要采购品种。

从采购计划的制定来看，粮食的采购主要由生产部门根据销售部门对下一年的白酒市场需求做出分析和预测形成的年度销售计划，做出与之相适应的生产计划，供储中心以此为依据并结合当年库存情况制定出年度采购计划。包装物采购计划则主要依据销售部门年度销售计划及现有库存量而制定。

从采购模式来看，公司在原粮当期采购量较大时采用公开招标采购或邀请招标采购，当期采购数量较少或物料急需时采用询比价采购；包装物主要采用对外招标采购模式，并保证每个酒类产品有三个以上包装供应商，并与之签订年度合同以保证供应的稳定性。

从采购价格来看，公司主要通过参考卓创资讯等网站粮食现货价格结合市场实际情况与供应商协商确定粮食采购价格。由于粮食采购价格受每年粮食收成、市场需求、政府托市政策等多重因素影响，易存在一定波动。2015~2017 年，进口的澳大利亚高粱采购价格波动下降，采购均价由 2015 年 2,523.16 元/吨下降至 2017 年的 2,251.98 元/吨；小麦采购均价波动下降，由 2015 年 2,663.15 元/吨下降至 2017 年的 2,369.44 元/吨。针对主要采购粮食品种的价格波动，公司为了稳定采购成本，会根据市场实际情况进行判断，按照一定比例在粮食低价时进行战略囤货。在包装物采购方面，酒瓶及酒盒类采购均价逐年上涨，2017 年分别为 3.61 元/只和 5.94 元/个，主要系煤炭等原料上涨导致包装企业生产成本提升所致；公司对酒瓶的采购数量呈下降趋势，主要系成品酒销量整体下降导致采购减少所致；2017 年酒盒采购数量较上年增长 9.50%，主要系 2017 年中高档酒销售多，所用酒盒增加所致。

表 4 2015~2017 年公司主要包装物采购情况

名称		项目	2015 年	2016 年	2017 年
包装物	酒瓶类	采购金额（万元）	14,978.42	13,249.71	14,541.47
		采购均价（元/只）	2.06	2.47	3.61
		采购量（万只）	7,276.68	5,365.98	4,025.10
	酒盒类	采购金额（万元）	10,324.64	9,698.51	12,516.97
		采购均价（元/个）	4.25	5.04	5.94
		采购量（万个）	2,430.84	1,924.46	2,107.23

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在供应商选择方面，公司严格要求供应商具备营业执照、粮食收购许可证、生产加工等合法经营资质，保证供应产品质量好且价格优，同时具有良好的仓储设备、设施、运输能力及售后保障能力。

在具体采购流程来看，公司从采购全过程上严格把控原粮质量。在招标时，公司要求投标方提供原粮样品，样品检验合格后方纳入合格投标方范围；采购合同拟定中，公司严格约定原粮质量验收标准，同时要求产品供货质量与样品保持一致；供货前，供应商需提供原粮检测报告；供

货时，公司质检部门逐车抽样检验，合格方可入库；入库后，仓储部门采用先进的储粮设备以控制好温度、湿度进行低温储藏以保证原粮品质。此外，公司还不定期抽样另送国家认可的权威检测机构进行检验。

从能源的采购来看，2017 年以前公司白酒生产用电主要来四川沱牌舍得酒业股份有限公司热电分公司，电力供应充足，可满足生产过程能源需求；从 2017 年开始，舍得酒业热电分公司已全面停产，白酒生产用电主要是国家电网上购买；白酒酿造用水则取自距公司生态园区 8 公里外的沱泉，通过进口的反渗透加电去离子系统（EDI）水处理设备系统，去除水中有害物质然后经过公司纯净水车间加工处理后供白酒生产所用。

从采购集中度来看，2015 年公司粮食采购供应商为四川谷林堂贸易有限公司一家公司，2016~2017 年公司为规避采购风险，减少对单一供应商的依赖程度，逐步分散采购渠道，2017 年，公司前五大粮食供应商采购金额比重降至 76.77%；2015~2017 年，公司前五大供应商包装物采购金额总额占当期同类采购金额比分别为 33.22%、41.90%和 36.98%，所占比重整体呈波动上升趋势。

表 5 2015~2017 年公司包装物采购金额前五名供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购产品	采购金额	占总采购额比重
2015 年	1 海南广鑫印务股份有限公司	酒盒、酒箱、标牌	3,616.87	11.60
	2 四川省隆昌江龙玻璃工业有限公司	酒瓶	2,181.77	6.99
	3 晋城市晋陶陶瓷有限公司	酒瓶	1,884.82	6.04
	4 泸州得天陶瓷有限公司	酒瓶	1,387.11	4.45
	5 成都市天缘玻璃制品厂	酒瓶	1,289.94	4.14
	合计		10,360.51	33.22
2016 年	1 海南广鑫印务股份有限公司	酒盒、标牌、附件、酒箱	5,335.71	18.78
	2 晋城市晋陶陶瓷有限公司	酒瓶	1,758.15	6.19
	3 四川省隆昌江龙玻璃工业有限公司	酒瓶	1,679.27	5.91
	4 成都市天缘玻璃制品厂	酒瓶	1,567.35	5.52
	5 重庆锦晖陶瓷有限公司	酒瓶	1,561.57	5.50
	合计		11,902.05	41.90
2017 年	1 海南广鑫印务股份有限公司	酒盒、标牌、附件、酒箱	4,460.86	11.26
	2 无锡市恒昌包装彩印厂	酒盒、标牌、附件、酒箱	3,049.42	7.70
	3 四川省隆昌江龙玻璃工业有限公司	酒瓶	2,494.85	6.30
	4 重庆锦晖陶瓷有限公司	酒瓶	2,437.54	6.15
	5 樟树市永兴陶瓷制品有限公司	酒瓶	2,207.50	5.57
	合计		14,650.18	36.98

资料来源：公司提供

从采购结算方面来看，公司原材料采购均无预付定金，采用货到付款模式，以银行承兑汇票结算为主，交货验收后按月支付全款给供应商。

总体看，公司采购流程合理、管理规范，原材料供应稳定；包装物价格上升增加了公司产品成本，粮食价格波动对公司成本影响较小，近年来粮食原材料采购集中度有所下降。

销售环节

2016 年混合所有制改革以来，公司对销售策略进行了一定的调整。对于中高端“舍得”系列，2016 年公司严格按照出厂价出售给经销商，后期根据经销商的销售情况实行返利策略，确保经销

商不留货、不跌价，这种销售模式有利于公司进行产品渠道全控价，确保销售终端价格实现统一。对于“沱牌”系列等中低端酒，公司采用顺价定价模式运作市场，定位于 200 元以内的中国大众白酒消费价格带。公司近三年产品定价情况如下表所示，2017 年公司部分高端和终端酒品价格较上年有所提升。2016~2017 年，公司坚持以“舍得”为核心、“沱牌”为重点的品牌战略，明确公司产品的定位，持续对公司的产品体系进行梳理。

表 6 目前公司主要产品定价情况（单位：元）

白酒系列	品牌	2016 年终端销售价格	2017 年终端销售价格	定位
吞之乎	500ml 黑瓷	1,380 元/瓶	1980 元/瓶	高端
舍得	舍得 52%vol 500ml	568 元/瓶	568 元/瓶	高端
沱牌	生态·沱牌天曲 38%/42%/52%vol 500ml	168 元/瓶	198 元/瓶	中端
	生态·沱牌特曲 38%/42%/45%vol 500ml	108 元/瓶	138 元/瓶	
	生态·沱牌优曲 38%/42%/52%vol 500ml	78 元/瓶	98 元/瓶	

资料来源：公司提供

从销售模式来看，公司实行“渠道扁平化+精细化”营销模式。渠道扁平化指的是公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，原来省一级别的总代理仅保留物流及仓储周转功能，将经销商资格下放到县一级别，密度为每个县或市区 2 户。公司不断提升经销商的数量和销售量，截至 2017 年底，公司经销商数量达到 1,450 家，年销量 100 万元以上的商家有 198 家。

公司实施聚焦资源战略，将现有销售区域划分为核心区域、重点区域和发展区域，核心区域能获得更多的资源倾斜。其中“舍得”产品的核心区域主要有山东、京津冀、河南、川渝销售区，销量约占 70%；“沱牌”产品的核心区域主要为山东、京津冀、河南、川渝和西北销售区。同时公司对“舍得”和“沱牌”两个重点品牌实行品牌营销分离，其中“沱牌”和“陶醉”品牌，由原来经销商模式为主逐步变更为直营模式，直接深入到目标市场烟酒店、酒店、超市等零售终端，缩短直面消费者的距离，以更快响应市场动态；对于“舍得”品牌则实行大单品策略，集中资源重点进行经销商招商，目前“舍得”的经销商数量已经由 2015 年的 169 家增长至 2017 年的 577 家，招商效果凸显。

在精细化营销方面，公司招募核心市场本土化的销售团队，与经销商共建协分销体系，合作开发终端市场，即由以前渠道费用给经销商，公司只做品牌宣传与招商变更为公司自主进行终端市场促销资源的投入，与经销商共同承担开发风险，而经销商简化运营模式，主要负责物流和资金周转，从而降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢，同时可以让公司快速掌控终端动态，提升营销费用的有效性。因此公司要求营销人员严格落实经销商拜访机制，要求每个营销人员每天需要访问 12 家店面，切实帮助经销商进行理货、促销等营销活动，并建立营销人员考核淘汰及激励措施。在消费者的培育方面，公司通过组织品鉴会，生态游，事件营销等通过核心消费者来拉动新消费者，逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。

在广告策略方面，公司实行聚焦核心市场的区域性广告投放机制，深入核心市场进行门头店招、路牌、车体、框架媒体等广告展示，同时尝试网络、电视剧植入等新媒体来锁定核心人群，逐步降低央视的广告投放，以提升广告投放效率。2015~2017 年公司广告宣传费分别为 1.66 亿元、1.01 亿元和 0.84 亿元，广告宣传费用由于公司营销策略调整而逐年降低。

从销售情况来看，2015~2017 年，公司成品酒生产量为 32,561.29 吨、26,853.92 吨和 13,814.64 吨，年均复合下降 38.31%，主要系中低端酒销量大幅减少所致，产销率分别为 104.29%、94.64% 和 91.75%，呈现逐年下降趋势。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

其他中低端产品销量大幅下降，2017 年中高端酒和中低档酒销量均大幅下降，分别为 3,935.99 吨和 9,878.65 吨，较上年下降 59.05%和 42.71%。从销售均价上看，高端白酒销量提升使得公司中高端白酒产品销售均价大幅提升，2017 年销售均价为 35.43 万元/吨；低端白酒产品销售价格小幅下降，2017 年销售均价为 1.02 万元/吨，主要系低端白酒市场竞争日趋激烈导致价格下跌所致。

表 7 2016~2017 年公司白酒销售情况

类别	项目	2016 年	2017 年
中高档酒	产量（吨）	9,682.15	4,324.33
	销量（吨）	9,611.45	3,935.99
	产销率（%）	99.27	91.02
	销售金额（万元）	105,086.52	13,9450.84
	均价（万元/吨）	10.93	35.43
低档酒	产量（吨）	18,691.51	10,732.01
	销量（吨）	17,242.47	9,878.65
	产销率（%）	92.25	92.05
	销售金额（万元）	18,565.01	10,061.58
	均价（万元/吨）	1.08	1.02

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售情况的区域分布来看，公司产品销售区域面向全国，2017 年，四川省内销售占比 22.62%，省外销售占比 76.65%，电商销售占比 0.73%，境外销售占比 0.01%。

从销售集中度方面来看，2015~2017 年，公司前五大客户的销售收入总额分别为 2.75 亿元、2.12 亿元和 1.77 亿元，占总销售收入比为 23.77%、14.48%和 11.83%，由于公司经销模式调整变革，前五大客户销售总额占比逐年下降。整体看，公司销售集中度一般，不会影响公司未来销售和盈利的稳定性。

表 8 2015~2017 年公司酒类板块前五大客户销售情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售金额	销售占比
2015 年	四川百味酒业有限公司	14,604.39	12.63
	山东新宝真商贸有限公司	4,771.25	4.13
	沙河市富麟商贸有限公司	2,957.01	2.56
	湖州吴兴浙旺酒业商行	2,703.95	2.34
	潘玉杰（河北省霸州市）	2,450.09	2.12
	合计	27,486.69	23.77
2016 年	四川龙腾九州酒业有限公司	6,056.74	4.14
	潘玉杰（河北省霸州市）	3,997.40	2.73
	射洪众合同享商贸有限公司	3,770.63	2.58
	遂宁沱牌舍得直营	3,727.29	2.55
	王现广（河南省濮阳市）	3,610.06	2.47
	合计	21,162.12	14.48
2017 年	客户一	5,410.78	3.62
	客户二	4,471.57	2.99
	客户三	2,935.12	1.96
	客户四	2,784.25	1.86
	客户五	2,089.79	1.40
	合计	17,691.51	11.83

资料来源：公司提供

从销售结算方式来看，公司对客户基本采用先款后货的结算方式，结算方式中现金占比约为 80%，银行承兑汇票占比约 20%。

总体看，公司混合所有制改革后调整了营销策略，目前公司实行“渠道扁平化+精细化”营销模式，聚焦资源，严格按照出厂价发货，以保证产品的品牌形象；受公司以“舍得”中高端酒为核心的品牌战略的推进影响，2017 年，公司其他中低端产品销量大幅下降，中高端白酒销售均价有所提升。

3. 药类业务

目前公司药类板块的经营主体为太平洋药业，其主要产品为非 PVC 可降解软袋大输液（其中生理盐水输液约占 50%，糖盐水输液约占 30%），分为单管双阀和双管双阀，年产能各 3,000 万袋，共计 6,000 万袋。太平洋药业三期技改工程已经完工，截至 2017 年底，已达可生产状态并通过 GMP 认证，投产后预计产能可以达到 1.2 亿袋/年，但由于公司以销定产，现有产能可以满足销售需求，因此三期技改工程尚未投入生产。同时公司还生产经营 40 多种治疗型药品，但生产销售规模尚小。

从生产工艺上看，太平洋药业软袋大输液生产过程主要由制药用水制备、药液配置、包装接口密封盖清洗、制袋、灌装、封口、在线清洗及灭菌、灯检和真空包装等生产工序构成。太平洋药业注重药品生产质量安全，对全套生产工序操作过程和工艺条件进行严格的质量控制，尤其是对制药用水的制备、贮存、循环进行全方面的监控。同时公司也极其重视治疗性药品的研发，近三年公司在新产品试制方面的研发投入分别为 1,729.32 万元、1,336.30 万元和 1,638.10 万元，占到太平洋药业营业收入的 7%以上。

太平洋药业的采购主要分为三大类：内包材、外包材、无水葡萄糖及氯化钠等原辅料，其中内包材中接口、盖及膜的采购金额占总采购金额的 70%以上，近三年来主要内外包材采购均价均呈现逐年下降趋势，有利于公司降低生产成本，提升盈利能力。

从采购模式上看，太平洋药业每月根据销售计划制定生产计划，根据生产计划制定下月的采购计划。金额较大的内外包材采购全部通过公开招标进行，每个品种签订两家以上的供应商并签署年度合同；原辅料因采购量较少，价格受市场影响波动较大，采用实时按需采购，通过竞争性谈判每月比质、比价后签订订单式采购合同。

从采购结算方式上看，太平洋药业采用货到付款的方式，其中现金结算比例为 38.70%，银行承兑汇票结算比例为 61.30%。从结算周期上看，内包材一般铺货 2 个月后结算，外包材货到后 45 天内结算，原辅料到货 30 天内付款。

从采购集中度上看，2015~2017 年太平洋药业前五名供应商采购额合计分别为 0.54 亿元、0.56 亿元和 0.44 亿元，占年度采购总额的比例分别为 83.50%、87.10%和 67.51%，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。

从产量及销量情况上看，太平洋药业以 100ml 及 250ml 输液产品为主，2015~2017 年太平洋药业软袋大输液产量年复合增长 5.05%，2017 年产量达 5,794.47 万袋，产能利用率达 87.52%、93.40%和 48.29%，2017 年产能利用率大幅下降，主要系太平洋药业三期技改工程产能未能释放所致；2015~2017 年输液产品总销量分别为 5,355.01 万袋、5,407.57 万袋和 6,000.81 万袋，年均复合增长 5.86%，呈逐年增加趋势。2015~2017 年产销率分别为 101.98%、96.49%和 103.56%，保持较高水平；从销售均价来看，输液产品销售均价呈现逐年上升趋势，主要是受“两票制”影响所致。

表 9 近年来太平洋药业主要产品产能、产量与销量情况

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
输液产品	产能（万袋）	6,000.00	6,000.00	12,000.00
	产量（万袋）	5,251.00	5,604.21	5,794.47
	产能利用率（%）	87.52	93.40	48.29
	销量（万袋）	5,355.01	5,407.57	6,000.81
	产销率（%）	101.98	96.49	103.56
	销售均价（元/袋）	2.88	3.14	3.50

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在销售模式上，太平洋药业采用“底价包干，区域代理，外包为主，自建网络为辅”的销售策略。在各省市区或具体医院寻找有资源和实力的经销商运作该区域的招投标、进入医保目录和医院开发等工作。太平洋药业根据各省市区或医院招投标方案，选择具有差异化、操作空间大、利润高的不同包材的大输液产品进行招投标。

在定价方式上，公司财务部、营销部根据公司产品成本、行业平均利润率制定产品指导价；经销商销售底价基本采用一省（市）一策或一院一策方式，由片区经理根据公司指导价、中标价，结合竞争对手底价和经销商销量等综合评判后，在保证公司有适当利润和适应市场竞争的前提下，报公司领导同意后执行相应的销售底价。

从销售区域上看，公司产品主要销售区域为四川、重庆、黑龙江、云南及北京军区、南京军区和广州等军区，以军区医院为主，2015~2017 年，公司前五名客户销售额合计分别为 0.72 亿元、0.80 亿元和 0.68 亿元，占年度销售总额比例分别为 39.90%、40.00%和 24.44%，公司销售集中度呈波动下降态势。

在结算方式上，太平洋药业对小客户实行现款现货或先款后货的方式结算；对部分基础输液大客户或直销医院的客户，则给予经销商或医院一定授信额度，结算周期一般为 1~6 个月。

总体看，太平洋药业软袋输液产品质量稳定，具有一定的市场认可度；受益于近年来不断降低的原料成本，盈利水平有所提升；太平洋药业货款回收账期较长。

4. 贸易业务

公司贸易业务主要是在满足公司酿酒生产需求的条件下，利用公司的优质粮食仓储设施，适时储备粮食并进行择机销售。公司主要采购销售粮食品种是粳糯米、红粮、籼米、小麦和玉米等。公司 2015~2016 年贸易板块年销售收入分别为 5.80 亿元和 3.82 亿元，呈下降之势，但该类业务毛利较低，盈利能力偏弱。公司 2017 年混改完成后，调整产品结构及战略部署，全力推进白酒业务的发展，将不盈利的贸易板块停止运营，因此公司 2017 年无贸易业务收入。

从采购流程来看，公司主要根据市场变化情况，在粮食价格利于采购时，向目标单位直接询价方式进行采购。公司通过对供应商资质、履约情况、诚信度、货物质量和价格、售后服务、运输及仓储能力等各种要素进行综合评估，确定战略供应商进行集中采购以获取较为优惠的采购价格。

2015~2016 年，公司主要通过供应商四川鑫事达经贸有限公司进行集中采购，公司前五名供应商采购额占年度采购总额比例分别为 98.28.%和 100%，供应商采购集中度高。

从销售方面来看，公司参照粮食市场行情定价，且由于公司销售力量较为有限，近年来没有进行业务拓展，因此 2015~2016 年四川百味酒业有限公司为公司唯一销售对象，客户集中度高。从销售模式来看，公司主要采用先款后货的销售方式，实行送货制，主要采取银行承兑方式进行

结算。

总体看，公司贸易板块受粮食价格波动影响大，毛利较低，盈利能力偏弱，同时采购及销售对象单一，经营风险较高，此部分业务停止运营后有利于公司集中全力推进白酒主业的发展。

5. 在建及拟建工程

从公司在建工程来看，截至 2017 年底，公司在建项目计划总投资金额为 29.35 亿元，目前已完成投资 8.32 亿元，未来仍需投资 21.02 亿元，资金压力较大。

涪江柳树电航工程项目是公司改制前作为国有企业，由政府安排的工程项目，目前由公司子公司四川沱牌电力开发有限公司（以下简称“沱牌电力”）负责开发及后续运营。该项目是集发电、防洪为一体的工程项目，属于河床式开发；总库容 1.92 亿立方米，响应库容 0.95 亿立方米，电站额定水头 12.5 米，额定引用流量 432 立方米/秒，安装 3 台 1.6 万千瓦灯泡贯流式水轮发电机组，总装机容量 4.8 万千瓦，年均发电量 2.067 亿千瓦时。截至 2018 年 6 月底，该工程已基本完工，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。

酿酒配套工程技改项目主要包括自动化灌装包装技改工程、供水技改工程、原粮粉碎工程、储酒库技改工程、技能改造工程、厂区环境技改工程、实验室技改工程。项目建设期为 4 年，计划为 2017 年到 2020 年，生产期为 10 年（含达产期）；总投资额为 189,092.00 万元。改项目建成后，成品酒预计生产量为：高档酒 1.7 万千升/年，中档酒 3.12 万千升/年，低档酒 0.85 万千升/年；同时，节电 200 万千瓦时/年；节煤 2,500 吨/年。截至 2018 年 6 月底，该项目已经累计投入 10,198.31 万元，资金来源为自筹。

沱牌舍得酒文化体验中心项目选址位于遂宁市射洪县沱牌镇沱牌舍得生态酿酒工业园内，主要包括中国传统酿造工艺的传承和展示，白酒评鉴、酒文化体验、办公、培训、接待等。项目具体建设由展示区、办公区、接待区、附属区和绿化区域构成。项目建设周期为 1 年，投资总额为 34,800.00 万元，目前已投资 19,939.81 万元，资金来源为自筹。

表 10 截至 2018 年 6 月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	66,200.00	自筹与借款
沱牌舍得酒文化体验中心项目	34,800.00	19,939.81	自筹
酿酒配套工程技术改造项目	189,092.00	10,198.31	自筹
合计	295,892.00	96,338.12	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司在建项目新增酿酒配套工程技术改造项目和沱牌舍得酒文化体验中心项目，投资规模较大，给公司带来了较大的资金支出压力，且未来项目收入回报不确定性较高；公司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。

6. 重要事项

（1）国有股权转让及增资扩股事项

公司原实际控制人射洪县人民政府于 2015 年 11 月 2 日与天洋集团签署了《四川沱牌舍得集团有限公司股权转让及增资扩股协议》。射洪县人民政府向天洋集团转让所持公司 38.78% 股权，同时由天洋集团对公司进行增资扩股。本次股权转让及增资扩股完成后，天洋集团持有沱牌集团 70% 的股权，射洪县人民政府持有沱牌集团 30% 的股权，天洋集团成为本公司控股股东，本公司

实际控制人相应变更为周政先生。

天津集团成立于 1993 年，现已发展成为以地产、酒业、文化、科技、金融为主要产业的多元化控股集团。天津集团控股、参股的核心企业主要有天津置地有限公司、北京天津国际控股有限公司、梦东方文化娱乐集团有限公司等，此外天津集团实际控制人周政先生还直接控制香港上市公司天津国际控股有限公司（00593.HK），该公司管理层具有较先进的互联网营销理念，在品牌和大型项目运作上有一定经验。

在公司股权转让及增资扩股事项完成后，公司对公司章程进行了相关修订，同时公司董事会、监事会及高管人员发生一定变动。公司积极推进混改后的员工安抚，以保持生产经营的稳定。公司通过退养计划减员一千多人，同时也方便公司重新梳理岗位编制，推行绩效考核机制，提升员工生产积极性。此外，公司重新梳理品牌和产品线，全面停止技协及定制产品，新实施品牌聚焦、精细化运营、扁平化渠道布局等营销改革战略，使得 2016 年公司销售收入有较大提升。

总体看，通过此次国有股权转让及增资扩股，公司的资金实力有所增强，同时天津集团具备较强的综合实力，有利于公司管理经营效率的提升；但由于公司管理层变动较大，新管理层对公司治理、人员、经营策略及发展等方面的改革影响有待进一步观察。

（2）舍得酒业非公开发行 A 股股票预案

2017 年 3 月 3 日，子公司舍得酒业公告非公开发行 A 股股票预案，本次非公开发行对象为沱牌集团、天津集团，发行对象全部以现金认购本次发行的股票；发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，具体发行价格由本公司与发行对象协商确定；本次非公开发行 A 股股票数量为不超过 67,460,000 股，其中向沱牌集团发行不超过 40,480,000 股，向天津集团发行不超过 26,980,000 股，且自本次发行结束之日起 36 个月内不得转让；本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 183,940 万元，其中 155,020 万元用于酿酒配套工程技术改造项目，19,179 万元用于营销体系建设项目，9,741 万元用于舍得酒业酒文化体验中心项目。

舍得酒业于 2017 年 10 月 30 日收到中国证券监督管理委员会《关于核准四川沱牌舍得酒业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]1864 号），核准公司非公开发行不超过 67,460,000 新股，自核准发行之日起（2017 年 10 月 20 日）起 6 个月内有效。

由于资本市场环境的变化，舍得酒业未能在中国证监会核准发行之日起 6 个月内（即 2018 年 4 月 20 日前）完成公司非公开发行股票事宜，因此中国证监会关于公司非公开发行股票的批复到期自动失效，公司拟继续使用公司自有资金逐步推进沱牌舍得酒文化体验中心、酿酒配套工程技术改造项目、营销体系建设项目等投资项目的建设。

总体看，公司子公司舍得酒业未能完成本次非公开发行股票事宜，拟用自有资金推进投资项目的建设，未来资金支出压力较大。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 23.36 次、39.50 次和 24.79 次，2017 年出现下降主要系应收账款增长较快所致；存货周转次数分别为 0.52 次、0.42 次和 0.20 次，呈逐年下降趋势，2017 年下降主要系公司营业成本下降明显且存货小幅上升所致；总资产周转次数分别为 0.33 次、0.28 次和 0.22 次，呈逐年下降趋势，2017 年下降主要系公司资产总额增长而收入有所降低所致。2017 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业较低水平，公司经营效率较低。

表 11 2017 年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转次数	总资产周转次数	存货周转次数
今世缘	154.04	0.44	0.52
山西汾酒	164.43	0.74	0.86
水井坊	41.34	0.82	0.50
金种子酒	12.74	0.40	1.14
迎驾贡酒	44.73	0.54	0.61
以上企业平均值	83.46	0.59	0.73
沱牌集团	24.79	0.22	0.20

资料来源：Wind，公司数据为联合评级计算。

注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定的差异。

总体看，公司各项经营效率指标处于行业较低水平，整体经营效率较低。

8. 经营关注

（1）混合所有制改革对公司经营的影响

公司混合所有制改革事项已完成，预计后续还会对公司治理、人员、经营策略及未来发展等方面带来一定变革，因此公司生产经营的稳定性有待观察。同时 2016 年公司进行的大规模营销改革对于公司经营效率及盈利能力的影响亦有待检验。

（2）大规模库存的经营风险

公司目前有基酒总存量 12.77 万吨，2016 年公司存货金额占公司流动资产金额的 42.51%，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。

（3）生产安全风险

公司生产所需主要原材料为易燃易爆品，如果公司在未来经营中不慎发生失火事件，将对公司产生重大经营损失，对公司持续经营造成不利影响。同时，国家对生产安全标准逐渐提高，可能会导致公司在安全生产方面产生较大规模的支出。

（4）食品安全风险

公司生产的白酒产品供消费者直接饮用，产品的质量、卫生状况关系到消费者的生命健康及公司的未来声誉。公司质量监察体系完善，但仍不排除未来突发食品安全事件的可能性。

（5）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，2017 年，公司在建项目新增酿酒配套工程技术改造项目和沱牌舍得酒文化体验中心项目，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。

（6）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。

9. 未来发展

未来公司将在调整结构中把握发展趋势，重点围绕“优化生产，颠覆营销”的工作方针，积极发展白酒主业，稳步推进医药产业，逐步壮大玻瓶产业，将公司建设成为酒业相关多元化发展的生态酿酒和食品安全标杆企业。

白酒板块生产方面，根据公司生产经营可持续发展战略需要，基酒生产将在控制产能的基础

上优化库存基酒结构，提高基酒质量，充分利用现有基酒库存；陈酒加工将进一步加强质量管理，确保产品质量稳定的同时及时满足包装生产需求；成品酒生产将积极推进灌装、包装设备的自动化改造，规范和细化现场管理，进一步降低公司生产成本。

白酒板块营销方面，公司将进一步推进营销改革，在理清品牌及产品定位的基础上继续实施“沱牌”和“舍得”双品牌战略，通过产品结构的精简优化和核心城市分渠道精细化运作的固化，实现产品和市场的聚焦。增强产品营销针对性，实现广告精准投入，聚焦目标消费人群，建立清晰的品牌识别，全面提升品牌价值和形象。同时进一步统一产品价格体系，市场费用直控直投，确保产品价格和销售环节各层级利润稳定。加强营销组织建设，提升营销管理和服务水平，实现销售团队从贸易型向具有市场培育和管控能力转变。

从药业板块来看，公司加快推进外复合袋大输液技改项目建设，确保技改项目开始批量生产，打造具有自身优势的高附加值核心竞争力产品，进一步加强现有产品的市场拓展，推动药业产业不断发展壮大。

公司未来将重点打造文化产业，公司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，公司发展战略聚焦白酒主业，目标清晰，切实可行；同时公司计划打造文化产业，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）三年连审并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1~6 月财务报告未经审计。公司财务报表编制执行财政部颁布的最新企业会计准则。根据新修订的《企业会计准则第 16 号-政府补助》规定，公司将修改财务报表列报，与日常活动相关且与收益有关的政府补助，从利润表“营业外收入”调整为“其他收益”项目列报，该变更对财务状况、经营成果和现金流量无重大影响；根据财政部发布新制定的（财会〔2017〕13 号）《企业会计准则第 42 号持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，对于本准则施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理。同时公司对无法收回的应收款项的审批权限进行调整，由之前的“根据本集团管理权限，经股东大会或董事会批准作为坏账损失”变更为“根据公司管理权限，经总经理办公会议或公司董事会批准作为坏账损失。”；对收入政策进行调整，增加如下政策：“根据公司营销政策，结合经销商销售情况，给予一定比例的价格优惠折扣，定期或不定期与经销商进行结算，在结算时作为折扣计入已开具的销售发票中，以扣除折扣后的发票金额（净额）确认销售收入。根据权责发生制原则，对当期已经发生期末尚未结算的折扣从销售收入中计提，计入其他应付款核算。”，上述变更对财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

2015 年公司新设子公司 1 家，2016 年公司新增设立一级子公司梦东方投资和二级子公司四川沱牌舍得营销有限公司并纳入合并财务报表范围，2017 年公司新合并子公司 1 家，新设子公司 2 家，转让子公司 1 家。截至 2017 年底，公司纳入合并财务报表范围内的一级子公司共 7 家。截至 2018 年 1~6 月，公司新设子公司 3 家，注销子公司 1 家。纳入合并财务报表范围内的子公司增减变动对公司财务状况影响程度较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 84.70 亿元，负债总额 35.81 亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 48.88 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 29.76 亿元。2017 年, 公司实现营业收入 17.99 亿元, 净利润(含少数股东损益) 1.83 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.86 亿元; 经营活动现金流量净额 2.45 亿元, 现金及现金等价物净增加额 5.19 亿元。

截至 2018 年 6 月底, 公司合并资产总额 87.35 亿元, 负债总额 36.37 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 50.99 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 30.46 亿元。2018 年 1~6 月, 公司实现营业收入 11.65 亿元, 净利润(含少数股东损益) 2.09 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.68 亿元; 经营活动现金流量净额 0.41 亿元, 现金及现金等价物净增加额 -2.05 亿元。

2. 资产质量

近三年, 公司资产规模逐年增加, 年均复合增长 25.61%, 主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底, 公司资产总额为 84.70 亿元, 较年初增长 8.97%, 其中流动资产占比 66.99%, 非流动资产占比 33.01%, 公司资产以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年, 公司流动资产逐年增加, 年均复合增长 39.37%, 主要系货币资金和存货增加所致。截至 2017 年底, 公司流动资产总额 56.74 亿元, 主要由货币资金(占比 47.91%)和存货(占比 41.09%)构成。

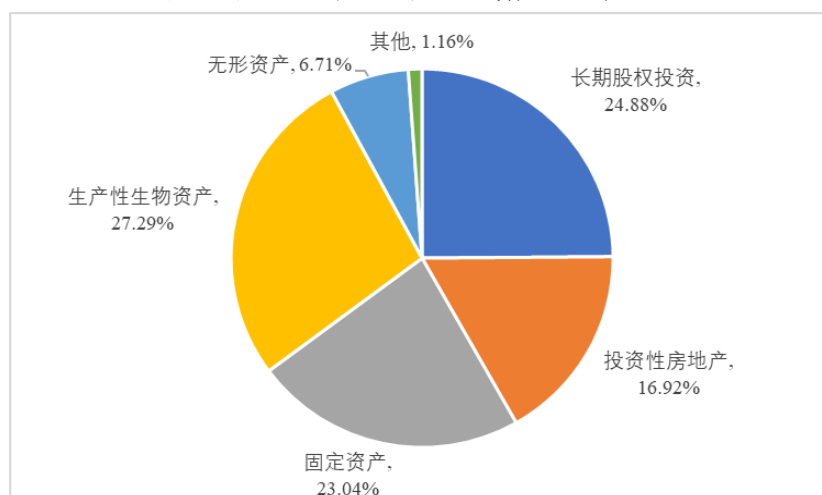
2015~2017 年, 公司货币资金逐年增加, 年均复合增长 150.85%。截至 2017 年底, 公司货币资金 27.18 亿元, 较年初增长 27.44%, 主要系中高端酒销售收入较上年增加所致。公司货币资金由银行存款(占比 97.56%)和其他货币资金(占比 2.44%)构成, 其中其他货币资金全部为受限资金, 用于银行承兑汇票保证金, 公司货币资金受限比例较低。

2015~2017 年, 公司存货逐年增加, 年均复合增长 4.57%。截至 2017 年底, 公司存货 23.32 亿元, 较年初增长 6.62%。截至 2017 年底, 公司存货主要由原材料(占比 3.89%)、包装物(占比 2.81%)、库存商品(占比 6.45%)和自制半成品(占比 86.40%)构成, 其中原材料主要系酿酒用粮食(包括高粱、玉米、糯米、大米、小麦和大麦), 包装物主要系用于酒类产品包装的玻璃瓶、纸盒、纸箱等, 库存商品系可直接出库销售的各类成品酒, 自制半成品系粮食经酒曲发酵而成的尚未进行勾调的基酒(又称“原酒”或“原浆酒”)。公司对存货共计提跌价准备 0.06 亿元, 主要系对原材料、包装物和库存商品计提的跌价准备。白酒类产品不受保质期影响, 公司所生产基酒品质较高, 基酒可变现净值较成本未出现下降, 公司未对占比较高的自制半成品基酒计提跌价准备。公司存货整体规模较大, 对公司运营资金形成较大占用。

非流动资产

2015~2017 年, 公司非流动资产逐年增加, 年均复合增长 6.90%, 主要系在建工程增加所致。截至 2017 年底, 公司非流动资产总额 27.96 亿元, 较上年增长 6.41%, 主要系固定资产和在建工程增长所致; 主要由长期股权投资(占比 24.88%)、投资性房地产(占比 16.92%)、固定资产(占比 23.04%)、在建工程(占比 27.29%)和无形资产(占比 6.71%)构成。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增加，年均复合增长 4.30%。公司对长期股权投资后续计量均采用权益法进行核算。截至 2017 年底，公司长期股权投资 6.95 亿元，较年初增长 0.58%。公司主要长期股权投资遂宁银行经营情况良好，对公司长期股权投资价值增值产生积极影响。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增加，年均复合增长 0.14%。公司对投资性房地产采用公允价值进行计量。截至 2017 年底，公司投资性房地产 4.73 亿元，与上年底基本持平。截至 2017 年底，公司投资性房地产由房屋建筑物（占比 30.25%）和土地使用权（占比 69.75%）构成，其中账面价值合计 0.32 亿元的投资性房地产尚未办妥产权证书。受射洪县当地房地产市场价格波动幅度较小影响，近三年公司所持投资性房地产公允价值变动幅度较小。

2015~2017 年，公司固定资产波动增加，年均复合增长 1.54%。截至 2017 年底，公司固定资产 6.44 亿元，较年初增长 6.68%，主要系合并子公司四川天马玻璃有限公司所致。截至 2017 年底，公司固定资产主要由厂房、窖池等房屋及建筑（占比 61.68%）和生产用机器设备（占比 33.29%）构成，固定资产累计计提折旧 12.04 亿元，计提资产减值准备 0.48 亿元，固定资产成新率 38.44%，成新率较低，但考虑到公司产能利用率不足，固定资产实际损耗程度较低，另外，由于公司所生产白酒类产品的特殊性，使用时间越长的窖池酿造出的白酒品质越好，较低的固定资产成新率对公司实际生产活动产生的影响较小。

2015~2017 年，公司在建工程逐年增加，年均复合增长 27.35%。截至 2017 年底，公司在建工程 7.63 亿元，较年初增长 25.00%，主要系公司对电航工程建设投入、沱牌舍得酒文化体验中心项目和酿酒配套工程技术改造项目的投入持续增加所致。截至 2017 年底，药业公司三期扩建工程已完工并全部转入固定资产。

2015~2017 年，公司无形资产逐年减少，年均复合下降 2.28%。截至 2017 年底，公司无形资产 1.88 亿元，较年初下降 1.92%，主要系无形资产在未出现较大幅度增加的情况下正常摊销所致。截至 2017 年底，公司无形资产主要由土地使用权构成，占比 98.15%。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产合计 9.74 亿元，占资产总额的 11.50%，受限程度较低。

表 12 截至 2017 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	0.66	2.44	保证金及定期存单质押借款

固定资产-房屋建筑物	1.55	24.10	作为借款的抵押物
无形资产-土地使用权	0.59	31.34	作为借款的抵押物
投资性房地产	0.84	17.86	作为借款的抵押物
在建工程	6.09	79.88	作为借款的抵押物
合计	9.74	11.50	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 87.35 亿元，较年初增长 3.14%，变动较小；其中流动资产占 64.56%，非流动资产占 35.44%，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近年来公司资产规模持续增长，特别是 2016 年天津集团购入公司股权并对公司进行增资后，公司资产规模增幅较大，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。

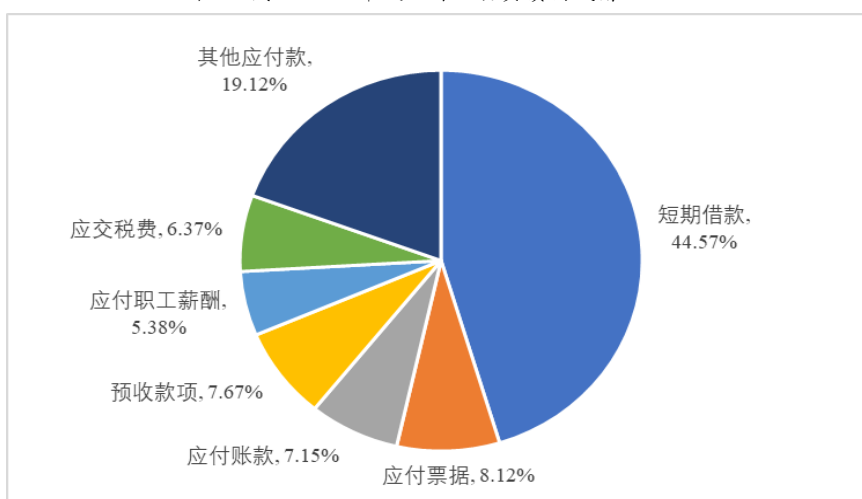
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债规模波动增加，年均复合增长 5.46%。截至 2017 年底，公司负债总额为 35.81 亿元，较年初增长 12.75%，其中流动负债占比 72.93%，非流动负债占比 27.07%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动增加，年均复合增长 3.75%。截至 2017 年底，公司流动负债总额 26.12 亿元，较年初下降 3.77%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。流动负债主要由短期借款（占比 44.57%）、应付票据（占比 8.12%）、应付账款（占比 7.15%）、预收账款（占比 7.67%）、应付职工薪酬（占比 5.38%）、应交税费（占比 6.37%）和其他应付款（占比 19.12%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增加，年均复合增长 6.37%。截至 2017 年底，公司短期借款 11.64 亿元，较年初下降 2.33%。截至 2017 年底，公司短期借款以抵押借款为主，其中抵押借款占比 55.92%，保证借款占比 44.08%。

2015~2017 年，公司应付票据波动减少，年均复合下降 17.10%。截至 2017 年底，公司应付

票据 2.12 亿元，较年初增长 52.81%，主要系以银行承兑汇票方式结算业务增加所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款逐年减少，年均复合下降 7.02%。截至 2017 年底，公司应付账款 1.87 亿元，较年初下降 11.89%，主要系应付货款及应付工程款减少所致。截至 2017 年底，公司应付账主要由应付货款（占比 78.91%）和应付设备款（占比 18.59%）构成，公司账龄超过一年的重要应付账款合计 0.09 亿元，占比较小，公司应付账款账龄主要为 1 年以内。

2015~2017 年，公司预收账款逐年减少，年均复合下降 28.15%。截至 2017 年底，公司预收账款 2.00 亿元，较年初下降 20.78%，主要系公司对酒类产品调整后，取消定制类和技协类产品并对营销策略进行调整所致，公司对经销商的考核改为以动销为主，不再鼓励经销商过量储备产品，公司酒类业务销售均采用先款后货的方式，经销商告知公司发货后，公司在发出商品时开票确认收入。

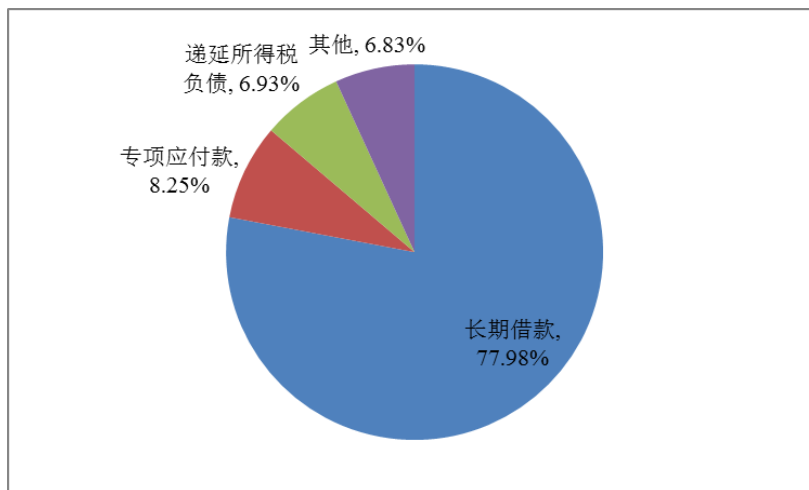
2015~2017 年，公司应付职工薪酬波动增加，年均复合增长 2.52%。截至 2017 年底，公司应付职工薪酬 1.41 亿元，较年初增长 120.60%，主要系短期薪酬及辞退福利增加所致。

2015~2017 年，公司应交税费逐年增加。截至 2017 年底，公司应交税费 1.66 亿元，较年初增长 419.94%，主要系舍得酒业根据 2017 年 10 月 20 日四川省国家税务局《关于核定白酒产品消费税最低计税价格的批复》（川国税函〔2017〕250 号）文件核定白酒消费税最低计税价格，自 2017 年 5 月 1 日起执行，舍得酒业于 4 季度进行清理调整，导致本年应交消费税额大幅增加。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增加，年均复合增长 13.22%。截至 2017 年底，公司其他应付款 4.99 亿元，较年初增长 69.20%，主要系公司应付经销商尚未结算折扣及市场开发费、股份认购保证金等增长所致。截至 2017 年底，公司其他应付款款项性质主要包括押金和保证金（占比 25.21%）和应付经销商尚未结算折扣及市场开发费（占比 54.33%）、股份认购保证金（占比 5.64%）、往来款项（占比 8.53%）等，公司其他应付款付款对象和金额均较为分散。从账龄看，账龄超过 1 年的重要其他应付期末余额合计 0.39 亿元，占其他应付款期末余额的 7.83%，公司其他应付款账龄以 1 年以内为主。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增加，年均复合增长 10.56%。截至 2017 年底，公司非流动负债总额 9.69 亿元，较年初增长 109.77%，主要系长期借款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占比 77.98%）、专项应付款（占比 8.25%）和递延所得税负债（占比 6.93%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期借款逐年增加，年均复合增长率 162.16%。截至 2017 年底，公司长期借款 7.56 亿元，较年初增长 172.92%，主要系取得遂宁银行射洪支行 3 年期贷款 4 亿元；建行遂宁分行新增 9200 万元 3 年期借款所致。公司长期借款由抵押借款（占比 19.29%）和保证借款（占比 80.71%）构成。公司长期借款到期期限较为分散，不存在短期内大额集中偿付的情况。

2016 年底，公司专项应付款未发生变化，截至 2017 年底，公司专项应付款 0.80 亿元，较年初下降 23.81%，主要系 2017 年四川天华包装有限公司不再纳入本集团合并范围，其农科区搬迁工程补偿款减少所致。

2015~2017 年，公司递延所得税负债逐年增加，年均复合增长 0.97%。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 0.67 亿元，较年初增长 1.69%，变化幅度较小。

2015~2017 年，公司全部债务规模逐年增加，年均复合增长 4.95%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 21.45 亿元，较年初变化不大，其中短期债务占比 64.76%，长期债务占比 35.24%，以短期债务为主。2015~2017 年，受改制增资影响，公司债务指标有所下降，资产负债率分别为 59.98%、40.87%和 42.28%；全部债务资本化比率分别为 47.55%、31.47%和 30.50%；长期债务资本化比率分别为 22.12%、5.68%和 13.39%，整体债务负担一般。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 36.37 亿元，较年初增长 1.55%，其中流动负债占 73.45%，非流动负债占 26.55%，仍以流动负债为主。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 22.09 亿元，较年初增长 2.96%，其中短期债务和长期债务占比分别为 65.86%和 34.14%，仍以短期债务为主；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.63%、30.23%和 12.88%，债务负担一般。

总体看，近年来公司负债规模有所增加，以流动负债为主，整体债务负担一般，债务结构有待调整，短期偿债压力较大。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长 50.85%，主要系天洋集团 2016 年对公司进行增资所致，天洋集团对公司增资 27.85 亿元，其中 1.18 亿元计入实收资本，26.66 亿元作为资本溢价计入资本公积。截至 2017 年底，公司所有者权益 48.88 亿元，较年初增长 6.36%，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 29.76 亿元（占比 60.89%）；归属于母公司所有者权益中，实收资本 2.32 亿元（占比 7.80%）、资本公积 23.39 亿元（占比 78.59%），盈余公积 0.70 亿元（占比 2.34%），未分配利润 3.38 亿元（占比 11.35%）；少数股东权益 19.12 亿元，较年初增长 14.78%，公司少数股东权益主要由其他股东在舍得酒业中持有 70.15%股权构成。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 50.99 亿元，较年初增长 4.30%。从权益结构来看，归属于母公司的所有者权益以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为 7.62%、76.79%、2.29%和 13.32%。

总体看，近年来，受改制增资影响，公司所有者权益大幅增长，但由于少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动增加，年均复合增长 1.62%；2017 年，公司实现营业收入 17.99 亿元，较 2016 年下降 2.79%，主要系公司减少低端酒销量所致。2015~2017 年，公司营业成本逐年减少，年均复合下降 36.04%；2017 年，公司营业成本 4.50 亿元，较 2016 年下降 50.81%，

主要系公司白酒总体产销量下降所致。近两年，公司扩大了中高档酒类产品销量比重，中高档酒类产品售价和毛利较高，致使公司营业收入和营业成本变化趋势背离。2015~2017 年，公司净利润波动增加，年均复合增长 200.10%；2017 年，公司实现净利润 1.83 亿元，较 2016 年增长 94.29%，主要系中高档酒类产品毛利较高所致。

2015~2017 年，公司投资收益波动减少，年均复合下降 3.59%，近三年分别为 0.90 亿元、0.55 亿元和 0.84 亿元；公司投资收益各占当年营业利润的 204.55%、28.21%和 32.24%，公司投资收益对营业利润影响较大。公司营业外收入包括固定资产处置利得、罚款收入、政府补助等项目，2015~2017 年，公司营业外收入波动增加，年均复合增长 3.60%，近三年分别为 0.07 亿元、0.10 亿元和 0.70 亿元，各占当年利润总额的 14.58%、5.05%和 2.67%。公司营业外收入总额较小，利润总额对营业外收入依赖性较低。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用逐年增加，年均复合上升 26.84%；2015~2017 年，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2017 年公司销售费用占比 58.62%，管理费用占比 37.35%，财务费用占比 4.03%。2015~2017 年，公司销售费用逐年增加，年均复合增长 48.29%；2017 年，公司销售费用 5.27 亿元，较 2016 年增长 65.20%，主要系市场人员调整薪资构成后薪酬费用增加所致。2015~2017 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增长 22.21%；2017 年，公司管理费用 3.36 亿元，较 2016 年增长 38.93%，主要系薪酬费用增加所致。2015~2017 年，公司财务费用逐年减少，年均复合下降 37.99%；2017 年，公司财务费用 0.36 亿元，较 2016 年下降 39.56%，主要系主是公司与所有的银行签订了协定存款，存款利率比往年提高使得利息收入增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比逐年升高，分别为 32.09%、33.56%和 50.00%，期间费用对公司利润侵蚀显著，公司费用控制能力有待提高；公司期间费用随公司销售和经营策略调整而发生变动，在公司完成对酒类产品销售体系和产品结构的重新梳理后，将加大对中高档酒类的市场开发力度，销售费用进一步增长的可能性较大。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司营业利润率波动上升，分别为 29.14%、41.44%和 62.29%；公司总资产收益率逐年上升，分别为 2.77%、3.11%和 3.49%；总资产报酬率波动上升，分别为 2.67%、4.15%和 3.94%；净资产收益率逐年上升，分别为 0.95%、2.80%和 3.87%。从同行业比较看，公司营业利润率处于一般水平，总资产报酬率和净资产收益率处于较低水平。

表 13 2017 年我国主要白酒生产企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
今世缘	71.71	17.77	18.14
山西汾酒	69.84	16.70	18.89
水井坊	79.06	16.23	22.00
金种子酒	52.75	-0.53	0.36
迎驾贡酒	60.64	15.17	16.56
以上企业平均值	66.80	13.07	15.19
沱牌集团	62.29	3.94	3.87

资料来源：Wind，公司数据为联合评级计算。

注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定的差异。

2018 年 1~6 月，公司实现主营业务收入为 11.65 亿元，较上年同期增长 30.71%，主要系公司白酒销售收入持续增长所致；实现营业利润 2.61 亿元，净利润 2.09 亿元，分别较上年同期增长 95.59%和 210.45%。

总体看，近三年公司营业收入基本保持稳定，投资收益对营业利润的影响较大，期间费用对利润侵蚀显著，公司整体盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动增加，年均复合增长 3.21%，2017 年公司经营活动现金流入 22.14 亿元，较 2016 年上升 19.28%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 21.56 亿元，较 2016 年上升 21.09%，主要系公司白酒收入增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增加，年均复合增长 4.15%，2017 年公司经营活动现金流出 19.69 亿元，较 2016 年下降 17.19%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 6.13 亿元，较 2016 年下降 50.03%，主要系本期取消粮食贸易业务所致；支付其他与经营活动有关的现金 5.60 亿元，较 2016 年增长 62.88%，主要系支付各项税费、广告宣传费及市场开发费所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 2.63 亿元、-5.22 亿元和 2.45 亿元。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为 117.94%、96.19%和 119.81%，收入实现质量较高。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动增加，年均复合增长 130.48%，2017 年公司投资活动现金流入 5.28 亿元，较 2016 年增加 4.49 亿元，主要系收回三河市天兴源园林绿化工程有限公司（以下简称“天兴源园林”）资金拆借款所致；2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 38.52%，2017 年，公司投资活动现金流出 1.33 亿元，较 2016 年下降 84.73%，主要系 2016 年公司新增向天兴源园林和欣诚投资两家公司资金拆借款所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-2.51 亿元、-7.89 亿元和 3.95 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动增加，年均复合增长 3.87%，2017 年公司筹资活动现金流入 17.02 亿元，较 2016 年下降 61.67%，主要系 2016 年天洋集团对公司的现金增资所致；2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动增加，年均复合增长 6.93%，2017 年公司筹资活动现金流出 18.22 亿元，较 2016 年增长 27.62%，系公司偿还债务增加所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-0.17 亿元、30.12 亿元和-1.21 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.41 亿元，由上年的净流出转为净流入，主要系本期公司销售规模大幅增加使得收现增加所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.40 亿元，较上年同期增加净流出 2.32 亿元，主要系当期资本性支出增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为净流出 0.06 亿元，较上年减少流出 4.41 亿元，主要系上年同期偿还到期债务支付的现金较多所致。

总体看，近三年，公司经营活动产生的现金流呈现出较大波动性，投资活动现金净额波动增加，筹资活动现金流存在较大波动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.20 倍、1.90 倍和 2.17 倍；速动比率分别为 0.33 倍、1.09 倍和 1.28 倍；现金短期债务比分别为 0.42 倍、1.20 倍和 2.06 倍，均呈现逐年上升的趋势，整体看，现金类资产能实现对短期债务的覆盖，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增加，年均复合增长 37.18%，主要系利润总额增加所致，近三年分别为 2.00 亿元、3.27 亿元和 3.76 亿元；2017 年，公司 EBITDA 主要由折旧、计入财务费用的利息支出和利润总额构成，占比分别为 13.36%、14.98%和 69.94%。2015~2017 年，EBITDA 利息保障倍数分别为 1.91 倍、3.18 倍和 4.24 倍，EBITDA 对利息的保障能力尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.16 倍和 0.18 倍，EBITDA 全部债务的保护能尚可。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2017 年底，公司无对外担保事项。

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 2018 年 7 月 30 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。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 6 月底，公司在金融机构的授信额度总额为 29.02 亿元，尚未使用授信额度 6.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，近三年，公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现尚可，考虑到公司作为中国知名的白酒生产企业，在品牌价值、经营规模、酿酒技术等方面的竞争优势，以及改制增资后资本实力和整体抗风险能力的提升，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 22.09 亿元。本次拟发行债券规模不超过 5.00 亿元，占公司全部债务的 23.31%，对公司现有债务负担将产生一定影响。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 5.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别上升至 44.79%、34.70%和 19.74%，较发行前分别上升 3.16 个百分点、4.47 个百分点和 6.86 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本次债券部分募集资金用于偿还银行贷款，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 3.76 亿元，为本次债券（以发行规模 5.00 亿元测算）发行额度的 0.75 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；经营活动现金流入量为 18.56 亿元，为本次债券（以发行规模 5.00 亿元测算）发行额度的 3.71 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综上所述，并考虑到公司作为中国知名的白酒生产企业，在品牌价值、经营规模、酿酒技术等方面的竞争优势，以及改制增资后资本实力和整体抗风险能力的提升，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

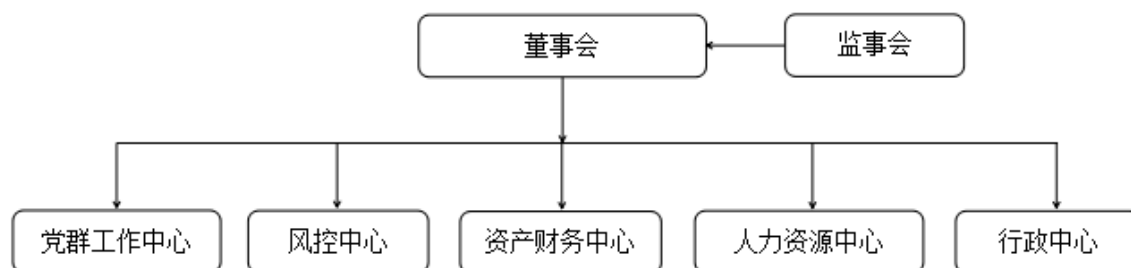
九、综合评价

公司作为国内知名白酒生产企业之一，在品牌知名度、生产规模、酿酒技术、基酒存量以及资产质量等方面具有的竞争优势；2016 年改制增资后，公司资本实力和整体抗风险能力进一步提高。同时，联合评级也关注到，当前白酒行业竞争较为激烈，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，期间费用对利润侵蚀显著以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着改制后公司各项工作的推进，公司未来收入规模有望进一步提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 四川沱牌舍得集团有限公司 组织结构图



附件 2 四川沱牌舍得集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	53.68	77.72	84.70	87.35
所有者权益（亿元）	21.48	45.96	48.88	50.99
短期债务（亿元）	13.38	18.34	13.89	14.55
长期债务（亿元）	6.10	2.77	7.56	7.54
全部债务（亿元）	19.48	21.11	21.45	22.09
营业收入（亿元）	17.43	18.51	17.99	11.65
净利润（亿元）	0.20	0.94	1.83	2.09
EBITDA（亿元）	2.00	3.27	3.76	--
经营性净现金流（亿元）	2.63	-5.22	2.45	0.41
应收账款周转次数（次）	23.36	39.50	24.79	--
存货周转次数（次）	0.52	0.42	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.28	0.22	0.14
现金收入比率（%）	117.94	96.19	119.81	130.64
总资本收益率（%）	2.77	3.11	3.49	--
总资产报酬率（%）	2.67	4.15	3.94	--
净资产收益率（%）	0.95	2.80	3.87	4.18
营业利润率（%）	29.14	41.44	62.29	54.56
费用收入比（%）	32.09	33.56	50.00	38.49
资产负债率（%）	59.98	40.87	42.28	41.63
全部债务资本化比率（%）	47.55	31.47	30.50	30.23
长期债务资本化比率（%）	22.12	5.68	13.39	12.88
EBITDA 利息倍数（倍）	1.91	3.18	4.24	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.16	0.18	--
流动比率（倍）	1.20	1.90	2.17	2.11
速动比率（倍）	0.33	1.09	1.28	1.23
现金短期债务比（倍）	0.42	1.20	2.06	1.82
经营现金流动负债比率（%）	10.83	-19.22	9.37	1.54
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.40	0.65	0.75	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司 2018 年二季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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
 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 四川沱牌舍得集团有限公司 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年四川沱牌舍得集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

四川沱牌舍得集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。四川沱牌舍得集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注四川沱牌舍得集团有限公司的相关状况，如发现四川沱牌舍得集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如四川沱牌舍得集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至四川沱牌舍得集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送四川沱牌舍得集团有限公司、监管部门等。

