跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1708 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”和“19 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：

二〇二〇年 六 月二十二 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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2020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6月11日
19沱牌01	4亿元	5年（3+2）	AA	AA	2019年8月27日

跟踪评级时间：2020年6月22日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	84.70	88.06	102.91
所有者权益（亿元）	48.88	51.64	57.86
长期债务（亿元）	7.56	8.48	7.53
全部债务（亿元）	21.45	20.09	26.61
营业收入（亿元）	17.55	24.50	29.11
净利润（亿元）	1.83	4.29	6.21
EBITDA（亿元）	3.76	6.67	9.75
经营性净现金流（亿元）	2.45	0.88	4.53
营业利润率（%）	61.34	59.26	63.70
净资产收益率（%）	3.87	8.53	11.35
资产负债率（%）	42.28	41.35	43.78
全部债务资本化比率（%）	30.50	28.01	31.50
流动比率（倍）	2.17	2.22	2.00
EBITDA全部债务比（倍）	0.18	0.33	0.37
EBITDA利息倍数（倍）	4.24	6.14	9.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.75	1.33	1.95

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

2019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，高端基酒库存规模大，中高档白酒产销量及售价均较上年有所提升；医药业务经营稳定，玻瓶业务仍对公司营业收入形成有效补充，公司营业收入及净利润均较上年进一步增长。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能利用水平较低，在建工程资金支出压力较大以及公司其他应收款对资金占用严重且回收风险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”和“19沱牌01”的债项信用等级为AA。

优势

1. **整体经营状况良好。**2019年，公司高毛利的中高档白酒产销量及销售均价进一步提升，医药业务经营保持稳定，玻瓶业务仍对公司营业收入形成有效补充。

2. **收入及盈利规模有不同程度提升，经营活动现金流状况大幅改善。**2019年，公司营业收入及净利润分别较上年增长18.80%和44.89%，整体盈利能力小幅提升；经营活动现金流净额由上年的0.88亿元增加至4.53亿元。

关注

1. **公司产能利用率较低。**2019年，公司白酒成品酒产能利用率为29.02%，仍处于较低水平。

2．**公司在建项目资金压力较大大。**截至2019年底，公司在建项目计划总投资金额为30.26亿元，未来仍需投资18.32亿元，存在较大的资本支出压力，且投资回报存在不确定性。

3．**其他应收款对资金占用严重且回收风险较大。**截至2019年底，其他应收款15.24亿元，较年初大幅增长205.43%，公司前五大欠款单位占比95.81%，集中度很高，对公司资金占用严重。欠款方主要为控股股东下属企业，目前公司控股股东天洋集团流动性压力较大，公司其他应收款回收风险较大。

分析师

李　彤　登记编号：R0040218110005
高佳悦　登记编号：R0040219050001

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）
网址：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他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。

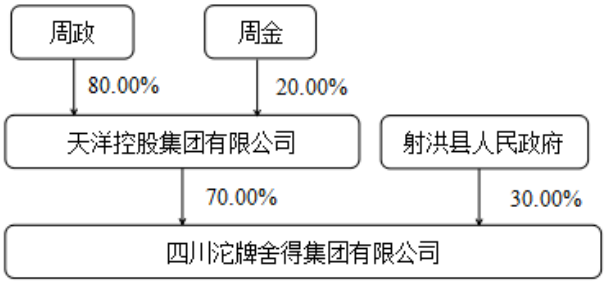
分析师：

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”）经原四川省经贸委批准，于1995年5月由原四川省射洪沱牌曲酒厂改组而成，初始注册资本为11,380万元，出资人为射洪县人民政府。2015年11月，天洋控股集团有限公司（以下简称“天洋集团”）受让射洪县人民政府所持有的公司38.78%的国有股权，同时以现金方式对公司新增注册资本11,844万元，公司股东变更为射洪县政府和天洋集团，公司注册资本增加至23,224万元。截至2019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，或将对公司的经营管理造成一定影响。

图1　截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司经营范围较上年底未发生变化；公司下设5个职能部门，组织结构未发生改变；公司设有18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2019年底，公司持股比例29.85%，无质押）；公司共有在职员工4,070人。

截至2019年底，公司合并资产总额102.91亿元，负债合计45.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.86亿元，其中归属于母公司所有者权益33.51亿元。2019年，公司实现营业收入29.11亿元，净利润（含少数股东损益）6.21亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.23亿元；经营活动产生的现金流量净额4.53亿元，现金及现金等价物净增加额-2.24亿元。

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：周金。

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年底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；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”。截至报告出具日，“18沱牌01”已按时付息。截至2019年底，公司“18沱牌01”募集资金已经按照募集说明书约定用途使用完毕。

本次公司债券第二期于 2019 年 9 月 6 日发行结束，发行规模为 4.00 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年底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 2019 年 9 月 6 日；第二期债券于 2019 年 9 月 17 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 沱牌 01”，债券代码“155682.SH”。截至报告出具日，“19 沱牌 01”尚未到付息日。截至 2019 年底，公司“19 沱牌 01”募集资金期末余额 3.17 万元，其余部分按照募集说明书约定用途使用。

三、行业分析

2019 年，白酒行业收入和利润保持稳健增长，行业集中度提高，未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强；2020 年，受新冠肺炎疫情影响，白酒行业整体下游需求存在一定不确定性。

受益于消费升级、消费结构转换等因素，2019 年，白酒行业收入和利润保持稳健增长，且利润增速高于营收增速。2019 年，全国规模以上白酒企业累计实现销售收入 5,617.82 亿元，同比增长 8.24%；累计实现利润总额 1,404.09 亿元，同比增长 14.54%。2019 年，全国白酒产量为 785.9 万千升，同比下降 0.8%。未来随着高端、次高端产品的量价齐升以及中产阶级的崛起，白酒行业发展态势良好。

2019 年，白酒行业市场的竞争更加激烈，全面进入挤压式竞争时代，名酒企业在产品、品牌、渠道和市场等方面不断强化优势，无论是高端、次高端产品，还是中低端和小酒等，都逐步形成了各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的竞争格局逐渐稳定，并将在今后的市场竞争中进一步强化。2019 年前三季度，19 家白酒上市企业收入增速为 17%，比行业总体增速高出 7 个百分点以上，销售收入进一步向头部企业集中。随着行业集中度的不断提升，具备资本优势、管理优势、品牌优势、人才优势、渠道优势的名优白酒企业，有望在未来的白酒市场竞争中胜出，抢占更多的市场份额。

2020 年，受新型冠状病毒肺炎的影响，国内经济下行压力进一步加大，社交场景被动暂停延缓，消费需求收缩明显，将对白酒行业整体需求造成一定不确定性。

四、管理分析

目前公司董事、监事、高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员发生如下变化：因工作调整，公司董事会免除周金、张树平董事会成员职务，任命周政、杨蕾接替该职务，任命周政先生为公司董事长；刘力卸任公司总经理职务，由周金继任该职务。

周政，1970年生，历任秦皇岛天洋电器有限公司总经理、秦皇岛天洋房地产开发有限公司总经理、天洋控股集团总裁、天洋控股集团董事局主席，2020年4月起任公司董事长职务。

周金，1972出生，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，2019年10月起任公司总经理职务。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司收入仍主要来源于白酒的生产和销售，营业收入规模随着中高档白酒销量的增长而扩大，毛利率水平小幅上升且仍保持在很高水平。

2019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，公司实现营业收入29.11亿元，较上年增长18.80%；公司实现净利润6.21亿元，较上年增长44.89%。

2019年，公司主营业务收入占营业收入的99.08%，主营业务突出。分板块来看，2019年，公司白酒业务实现收入22.87亿元，较上年增长23.69%，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22.02亿元，较上年增长23.07%。白酒业务收入占比为79.30%，较上年上升2.66个百分点；2019年，公司医药业务实现收入2.26亿元，较上年变化不大，占比为7.82%，较上年下降1.46个百分点；2019年，玻瓶业务实现收入3.39亿元，与上年持平，占比为11.76%，较上年下降2.31个百分点。2019年，公司其他业务主要为保理业务收入，对公司收入影响不大。

表 1　2017－2019 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			2019 年		
	收入	占比	毛利率	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	22.87	79.30	81.92
中高档酒	13.95	81.21	79.64	17.89	74.15	81.84	22.02	76.33	83.47
低档酒	1.01	5.86	37.78	0.60	2.5	24.92	0.85	2.96	41.88
2.医药	2.10	12.24	65.42	2.24	9.28	69.42	2.26	7.82	69.25
3.玻瓶	0.10	0.6	14.64	3.39	14.07	33.36	3.39	11.76	39.11
4. 其他	0.01	0.09	13.07	--	--	--	0.32	1.12	98.57
合计	**17.17**	**100.00**	**75.00**	**24.12**	**100**	**72.44**	**28.84**	**100.00**	**76.08**

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

从毛利率来看，2019年，公司主营业务毛利率为76.08%，较上年上升3.64个百分点。分板块来看，2019年，公司白酒业务毛利率为81.92%，较上年上升了1.94个百分点，其中中高档白酒毛利率83.47%，较上年上升1.63个百分点；低档白酒毛利率41.88%，较上年上升16.96个百分点，主要系低档酒内推出新产品相对价格较高所致；医药业务毛利率为69.25%，较上年变化不大；玻瓶业务毛利率为39.11%，较上年上升5.75个百分点，主要系产品小幅提价所致。

2. 酒类业务

（1）生产情况

2019年，公司基酒库存储量较大，酒类产品产能稳定，白酒总产量有所增长，但产能利用率仍处于较低水平。

跟踪期内，公司酒类生产流程无重大改变。

截至2019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大，拥有基酒总存量13.03万吨，对公司资金形成一定的占用。2019年，公司基酒产量4,603.73吨，较上年增长7.31%，产能利用率为15.35%，仍处于较低水平。

表 2　2017－2019 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	2019 年
基酒	产能（吨/年）	30,000.00	30,000.00	30,000.00
	产量（吨）	4,165.00	4,290.03	4,603.73
	产能利用率（%）	13.88	14.30	15.35

资料来源：公司提供

从白酒成品酒生产情况来看，截至2019年底，公司仍拥有成品酒产能43,000.00吨/年，2019年产量为12,479.09吨，较上年增长10.54%，主要系公司白酒整体销售情况较好增加所致，产能利用率为29.02%，仍处于较低水平。

表 3　2017－2019 年公司成品白酒生产情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
成品酒	产能（吨/年）	43,000.00	43,000.00	43,000.00
	产量（吨）	15,056.34	11,289.26	12,479.09
	产能利用率（%）	35.01	26.25	29.02

资料来源：公司提供

（2）采购情况

2019年，公司酒类生产成本构成无重大变化；包装物采购量随白酒销量提升而增加，采购均价较上年均有所下降，有利于公司生产成本控制；公司采购集中度较高。

2019 年，公司仍主要采取统一管理、集中采购的采购模式。公司白酒生产成本构成方面，材料成本占 52.32%、人工工资占 8.12%、动力成本占 0.97%、制造费用占 4.17%；材料成本以包装原材料采购成本为主。

在包装物采购方面，2019 年，受招标采购价格下降影响，酒瓶采购均价为 4.03 元/只，较上年下降 18.59%；酒盒采购均价为 4.69 元/个，较上年下降 14.26%。2019 年，公司酒瓶和酒盒采购数量较上年分别增长 14.28%和 29.72%，主要系成品酒产销量增加所致。

表 4　2017－2019 年公司主要包装物采购情况

名称		项目	2017 年	2018 年	2019 年
包装物	酒瓶类	采购金额（万元）	14,541.47	11,864.77	11,038.42
		采购均价（元/只）	3.61	4.95	4.03
		采购量（万只）	4,025.10	2,397.78	2,740.17
	酒盒类	采购金额（万元）	12,516.97	9,300.17	10,340.93
		采购均价（元/个）	5.94	5.47	4.69
		采购量（万个）	2,107.23	1,699.85	2,205.06

资料来源：公司提供，联合评级整理

2019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，2019年，公司向前五大供应商采购金额总额为1.50亿元，较上年下降4.68%；前五大供应商采购金额占当期同类采购金额的比重由30.43%上升至44.04%，原材料采购集中度仍较高。

表 5　2017－2019 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	2019 年
前五大供应商采购金额总额	14,650.18	15,775.96	15,037.53

前五大供应商占同类采购比	32.76	30.43	44.04

资料来源：公司提供

（3）销售情况

受公司品牌战略推进的影响，2019 年，公司中高档白酒的销量和低档白酒的销售均价明显提高，销售收入增长明显；公司酒类产品区域集中度和销售客户集中度较低。

2019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，2019年，公司白酒产品实现总销量12,659.34吨，较上年增长5.51%，主要系中高档酒销量增加所致。其中中高档酒销量为9,260.11吨，较上年增长16.61%；低档酒销量为3,399.23吨，较上年下降16.21%；从销售均价上看，2019年，中高档酒销售均价为23.78万元/吨，较上年增长5.56%，主要系公司推出新产品及产品升级所致；低档白酒产品销售均价为2.51万元/吨，较上年增长68.46%，主要系低档酒中新推出单价较高的新品所致；中高档及低档酒产销率均处于较高水平。

表6　2017－2019年公司白酒生产销售和价格情况

类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年
中高档酒	产量（吨）	8,331.80	7,575.36	9,175.43
	销量（吨）	7,205.28	7,941.36	9,260.11
	产销率（%）	86.48	104.83	100.92
	销售金额（万元）	139,479.17	178,947.85	220,227.46
	均价（万元/吨）	19.36	22.53	23.78
低档酒	产量（吨）	6,724.54	3,713.90	3,303.66
	销量（吨）	6,609.36	4,056.65	3,399.23
	产销率（%）	98.29	109.23	102.89
	销售金额（万元）	10,061.58	6,027.92	8,545.26
	均价（万元/吨）	1.52	1.49	2.51

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

从销售的区域分布来看，2019年，公司在四川省内白酒销售收入占比为24.25%，省外销售占比为72.48%，其余为电商和境外销售。

从销售集中度方面来看，2019年，公司白酒板块对前五大客户的销售收入总额为1.92亿元，占总销售收入比重为8.40%，较2018年有小幅降低，公司销售集中度较低。

3. 医药业务

2019 年，太平洋药业软袋输液产品产销基本稳定，对公司收入有一定贡献。

目前公司医药板块的经营主体为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”），其主要产品为非 PVC 可降解软袋大输液。2019 年，公司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 5,738.35 万袋，较上年下降 1.13%；销量为 5,577.38 万袋，较上年下降 1.89%；销售均价为 4.03 元/袋，较上年上升 3.07%。

表 7　2017－2019 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	2019 年
输液产品	产能（万袋）	12,000.00	12,000.00	12,000.00
	产量（万袋）	5,794.47	5,804.00	5,738.35
	产能利用率（%）	48.29	48.37	47.82
	销量（万袋）	6,000.81	5,685.00	5,577.38
	产销率（%）	103.56	97.95	97.19
	销售均价（元/袋）	3.50	3.91	4.03

资料来源：公司提供，联合评级整理

从采购和销售的集中度来看，2019 年，太平洋药业向前五名供应商采购额合计 0.37 亿元，占年度采购总额的比例为 70.04%，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，原料成本较 2019 年变化不大；2019 年，公司对前五大客户的销售收入总额为 0.51 亿元，占总销售收入比为 22.57%，销售集中度保持稳定。

4. 玻瓶业务

2019 年，公司玻瓶业务产销量小幅下降，但产能利用率及产销率均处于较高水平，销售集中度较高。玻瓶业务对公司营业收入有一定贡献。

公司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”），2019 年，天马公司经营模式未发生重大变化。

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。2019 年，天马公司向前五大供应商采购总额 1.05 亿元。从天马公司产销情况来看，2019 年，天马公司产能仍为 15.00 万吨；天马公司产量为 15.04 万吨，较上年下降 9.30%，产能利用率 100.24%；销量为 14.76 万吨，较上年下降 8.27%，主要系下游客户存货积压较上年增加，市场需求较为饱和所致，产销率为 98.15%，处于较高水平；销售均价为 2,299.97 元/吨，较上年增长 8.68%，主要系随着上游原材料价格变动而提价所致。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　2017－2019 年天马玻璃产品产能、产量与销量情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
玻瓶产品	产能（吨）	70,000.00	150,000.00	150,000.00
	产量（吨）	75,682.00	165,774.00	150,355.00
	产能利用率（%）	108.12	110.52	100.24
	销量（吨）	80,926.00	160,884.00	147,572.00
	产销率（%）	106.93	97.05	98.15
	销售均价（吨/元）	1,938.64	2,116.27	2,299.97

资料来源：公司提供，联合评级整理

2019 年，天马公司前五大客户销售金额合计 2.38 亿元，占比 69.98%，集中度高。

表 9　2019 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	9,876.63	29.10
华润雪花啤酒（四川）有限责任公司	4,991.96	14.71
重庆啤酒股份有限公司	3,924.57	11.56

四川燕京啤酒有限公司	2,582.11	7.61
百威（昆明）啤酒有限公司	2,377.57	7.00
合计	**23,752.84**	**69.98**

资料来源：公司提供

5. 在建项目

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。

截至2019年底，公司在建项目计划总投资金额为30.26亿元，目前已完成投资11.94亿元，未来仍需投资18.32亿元，资金压力大。

表 10　截至 2019 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	68,857.63	自筹与借款
沱牌舍得酒文化体验中心项目	34,800.00	22,457.44	自筹
酿酒配套工程技术改造项目	189,092.00	22,605.01	自筹
2#炉冷修及小口压吹项目	6,700.00	5,370.70	自筹
年产 50 万吨高档优质轻量玻瓶项目暨一期六万吨技术改造项目	28,384,.00	62.06	自筹
合计	**302,592.00**	**119,352.84**	--

资料来源：公司审计报告

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

2019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 13.03 万吨，2019 年，公司存货金额占公司流动资产金额的 34.41%，资金占用情况严重。如果未来基酒市场供需出现变动，公司存货或将面临一定跌价风险。

（4）在建工程风险

公司重点在建工程电航工程项目与目前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。2019 年，公司在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力，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月设立子公司天赢链（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，子公司舍得酒业股份有限公司出资1.00亿。2019年，天赢链保理客户仍均为关联方，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

公司计划打造文化产业，或面临一定资金压力及新业务拓展失败的风险。

公司计划在稳固发展白酒业务的基础上，推动医药板块规模提升，并做大做强文化板块，使得公司最终形成白酒、医药、文化三个核心业务。

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；借助天洋集团多年运营文化板块的经营，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、对外并购等手段搭建文化板块。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019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，审计结论为标准无保留意见；公司根据财政部所颁布各项最新规定编制财务报表。截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共18家，较上年底减少1家，公司合并范围变化较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额102.91亿元，负债合计45.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.86亿元，其中归属于母公司所有者权益33.51亿元。2019年，公司实现营业收入29.11亿元，净利润（含少数股东损益）6.21亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.23亿元；经营活动产生的现金流量净额4.53亿元，现金及现金等价物净增加额-2.24亿元。

2. 资产质量

截至2019年底，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主。流动资产中货币资金和存货占比高，其他应收款对资金占用严重，回收风险较大；公司整体资产质量一般。

截至2019年底，公司合并资产总额102.91亿元，较年初增长16.86%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占68.96%，非流动资产占31.04%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2019年底，公司流动资产70.97亿元，较年初增长23.99%，主要系其他应收款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.85%）、其他应收款（占21.47%）和存货（占34.41%）构成。

截至2019年底，公司货币资金18.35亿元，较年初下降5.53%；货币资金中有2.41亿元受限资金，受限比例为13.12%，主要为票据保证金。

截至2019年底，公司其他应收款15.24亿元，较年初增长205.43%，主要系公司与控股股东天洋集团下属企业的资金拆借款大幅增加所致；累计计提坏账准备398.52万元，计提比例为0.26%；公司前五大欠款单位其他应收款合计14.64亿元，占比95.81%，公司其他应收款集中度很高，对公司

资金占用严重。目前公司控股股东天洋集团流动性压力较大，公司其他应收款回收风险较大。

表 11　截至 2019 年底公司其他应收款前五大欠款方情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	年底余额	账龄	占比
三河市天兴源园林绿化工程有限公司	资金拆借款	4.50	1 年以内	29.45
上海航晴企业管理咨询中心	资金拆借款	4.50	1 年以内	29.45
三河玉液商贸有限公司	资金拆借款	2.10	1 年以内	13.74
四川省蓬溪县蓬山酒业有限公司	射洪国有单位往来	1.84	0~2 年	12.04
射洪市欣诚投资开发有限责任公司	资金拆借款	1.70	1 年以内	11.13
合计	--	**14.64**	--	**95.81**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货账面价值24.42亿元，较年初增长2.10%，变化不大；存货主要由自制半成品（占86.19%）和库存商品（占6.22%）构成，其余主要为包装物和原材料等；公司对存货累计计提跌价准备859.91万元，计提比例0.35%。

截至2019年底，公司非流动资产31.94亿元，较年初增长3.62%；公司非流动资产主要由长期股权投资（占23.86%）、投资性房地产（占15.81%）、固定资产（占25.29%）和在建工程（占26.88%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资7.62亿元，较年初增长4.34%，主要系公司确认遂宁银行股份有限公司（以下简称“遂宁银行”）的投资收益所致。公司长期股权投资主要由遂宁银行（占79.96%）和北京沱泉小额贷款有限公司（占18.61%）构成。

截至2019年底，公司投资性房地产账面价值5.05亿元，较年初下降0.40%，较年初变化不大。公司投资性房地产主要为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平方米的办公用房和茂业中心负二楼的30个车位，投资性房地产采用公允价值计量核算。

截至2019年底，公司固定资产账面价值8.08亿元，较年初增长7.92%，主要系在建工程转入所致；固定资产主要由房屋建筑物（占50.19%）和机器设备（占35.09%）构成，累计计提折旧12.46亿元；固定资产成新率37.62%，成新率较低。截至2019年底，公司使用权受限的固定资产1.55亿元，占19.19%。

截至2019年底，在建工程（含工程物资）8.59亿元，较年初增长10.41%，主要系酿酒配套工程技术改造项目和2号炉冷修及小口压吹项目等增加投入所致；在建工程主要由柳树电航杻纽工程、酿酒配套工程技术改造等项目构成，公司未对在建工程计提减值准备。

截至2019年底，公司受限资产12.22亿元，受限资产占总资产比重为11.88%，受限比例一般。

表 12　截至 2019 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	2.41	13.12	票据保证金
其他流动资产	0.15	3.15	作为借款的质押物
投资性房地产	0.38	7.55	作为借款的抵押物
固定资产	1.55	19.19	作为借款的抵押物
在建工程	6.88	80.19	作为借款的抵押物
无形资产	0.85	48.75	作为借款的抵押物
合计	**12.22**	**11.88**	--

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2019年底，公司负债规模较年初有所增长，仍以流动负债为主；债务负担仍处于合理水平，但债务结构有待优化。

截至2019年底，公司负债总额45.05亿元，较年初增长23.71%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占78.71%，非流动负债占21.29%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比较年初上升7.86个百分点。

截至2019年底，公司流动负债35.46亿元，较年初增长37.42%，主要系短期借款和一年内到期的流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占33.96%）、其他应付款（占19.32%）和一年内到期的非流动负债（占13.68%）构成。

截至2019年底，公司短期借款12.04亿元，较年初增长23.26%，主要系保证借款和信用借款增加所致；短期借款主要由抵押借款（占36.12%）、保证借款（占38.20%）和信用借款（占24.50%）构成。

截至2019年底，公司其他应付款6.84亿元，较年初增长9.26%，主要系限制性股票回购义务增加所致。其他应付款主要由应付经销商尚未结算折扣及市场开发费（占51.70%）、押金及保证金（占21.39%）、限制性股票回购义务（占10.84%）、应付广告费（占6.67%）和其他往来款项（占6.31%）构成。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债4.85亿元，较年初增加4.74亿元，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

截至2019年底，公司非流动负债9.59亿元，较年初下降9.63%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占25.32%）和应付债券（占53.19%）构成。

截至2019年底，公司长期借款2.43亿元，较年初下降67.52%，主要系将于2020年归还的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款全部为抵押借款。从期限分布看，2021年到期的占5.35%，2022年到期的占8.64%，2023年及以后到期的占86.01%，长期借款集中偿付压力一般。

截至2019年底，公司应付债券5.10亿元，较年初增长410.29%，主要系公司发行“19沱牌01”所致。

截至2019年底，公司全部债务26.61亿元，较年初增长32.45%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占71.69%，长期债务占28.31%，以短期债务为主。短期债务19.08亿元，较年初增长64.30%，主要系短期借款和一年内到期的长期借款增加所致；长期债务7.53亿元，较年初下降11.17%，主要系长期借款减少所致。截至2019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分别为43.78%、31.50%和11.52%，较年初分别上升2.42个百分点、上升3.50个百分点和下降2.58个百分点。公司整体债务负担仍处于合理水平。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性仍有待提高。

截至2019年底，公司所有者权益为57.86亿元，较年初增长12.03%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为57.91%，少数股东权益占比为42.09%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占6.93%、70.12%、2.08%和20.80%。所有者权益结构稳定性仍有待提高。

4. 盈利能力

2019 年，受中高档白酒销量增长影响，公司营业收入及净利润有不同程度增长费用控制能力有所提高，公司整体盈利能力变化不大。

2019 年，公司实现营业收入 29.11 亿元，较上年增长 18.80%，主要系中高档白酒销量增长所致；营业成本为 7.00 亿元，较上年增长 3.89%；实现营业利润 8.10 亿元，较上年增长 59.29%；实现净利润 6.21 亿元，较上年增长 44.89%；归属于母公司的净利润为 2.23 亿元，较上年增长 67.35%；营业利润率为 63.70%，较上年上升 4.44 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 11.02 亿元，较上年增长 5.94%。从构成看，公司销售费用和管理费用占比分别为 62.16%和 36.00%，期间费用以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 6.85 亿元，较上年下降 3.82%；管理费用为 3.97 亿元，较上年增长 32.43%，主要系薪酬费用和股权激励费用增加所致；财务费用由上年的 304.88 万元变更为-0.05 亿元，主要系出借资金利息收入增加所致。2019 年，公司费用收入比由 2018 年的 42.44%下降至为 37.84%，较上年下降 4.59 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

2019 年，公司实现投资收益 0.56 亿元，较上年增长 13.41%，主要系长期股权投资收益及交易性金融资产投资收益增加所致，投资收益占营业利润比重为 6.93%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.13 亿元，较上年增长 33.29%，主要系政府补助增加所致，其他收益占营业利润比重为 1.56%，对营业利润影响不大。

从盈利指标看， 2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.09%、9.35%和 11.35%，较上年分别上升 1.93 个百分点、上升 2.56 个百分点和上升 2.82 个百分点。公司各盈利指标均较上年有小幅提升。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金净流入规模大幅增加，但收入实现质量较上年有所下降；投资活动现金仍为净流出状态，且净流出规模大幅增长；公司在建项目资金需求大，公司仍面临一定外部筹资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 33.32 亿元，较上年增长 8.60%，主要系公司白酒销售规模增加所致；经营活动现金流出 28.80 亿元，较上年下降 3.39%。受以上因素影响，2019 年，公司经营活动现金流净额由上年的 0.88 亿元增加至 4.53 亿元。2019 年，公司现金收入比为 108.26%，较上年下降 11.56 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 22.03 亿元，较上年增长 292.13%，投资活动现金流出 33.19 亿元，较上年增长 212.66%，主要系子公司四川沱牌舍得营销有限公司与四川省蓬溪县蓬山酒业有限公司的资金往来增加所致。受以上因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 11.17 亿元，较上年增长 123.38%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 25.46 亿元，较上年增长 59.23%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 21.06 亿元，较上年增长 4.24%。受以上因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入 4.40 亿元，由上年净流出转为净流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司在经营规模、产品知名度和酿造工艺水平等方面具有的优势，公司整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率由年初的 2.22 倍下降至 2.00 倍，速

动比率由年初的 1.29 倍上升至 1.31 倍，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。截至 2019 年底，由于短期债务规模大幅增长，公司现金短期债务比由年初的 1.81 倍下降至 1.04 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 9.75 亿元，较上年增长 46.05%，主要系公司利润总额增长所致。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 6.89%）、摊销（占 1.54%）、计入财务费用的利息支出（占 9.07%）和利润总额（占 82.50%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.14 倍上升至 9.28 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.33 倍上升至 0.37 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较强。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2019年底，公司获得各银行授信合计30.77亿元，尚未使用授信额度10.39亿元；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2019年底，公司无对外担保事项。

截至 2019 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 2020 年 5 月 9 日，公司本部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。

7. 公司本部财务分析

截至 2019 年底，公司本部资产以非流动资产为主，债务负担处于合理水平，所有者权益结构稳定性较好。2019 年，公司本部营业收入规模较小，利润主要来自投资收益，经营活动现金流为净流出状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 39.96 亿元；其中流动资产 14.28 亿元（占 35.74%），非流动资产 25.68 亿元（占 64.26%）；公司流动资产主要由其他应收款（占 83.59%）构成；非流动资产主要为长期股权投资（占 83.32%）。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 15.45 亿元，其中流动负债 8.79 亿元（占 56.86%），非流动负债 6.67 万元（占 43.14%），资产负债率为 38.67%。流动负债以其他应付款（占 39.67%）和一年内到期的非流动负债（占 53.72%）为主；非流动负债以应付债券（占 76.56%）为主。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 24.50 亿元，主要由实收资本（占 9.48%）和资本公积（占 90.45%）构成。

2019 年，公司本部实现营业收入 393.46 万元，投资收益 0.63 亿元，利润总额 0.41 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 2.49 亿元和 5.51 亿元，经营活动现金流量净额为-3.02 亿元；公司投资活动现金流量净额-1.81 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 3.04 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019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19.78亿元，约为“18沱牌01”和“19沱牌01”待偿本金合计（5.00亿元）的3.96倍；公司净资产达57.86亿元，约为待偿债券本金合计（5.00亿元）的11.57倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18沱牌01”和“19沱牌01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为9.75亿元，约为待偿债券本金合计（5.00亿元）的

1.95倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入33.32亿元，约为待偿债券本金合计（5.00亿元）的6.66倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

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”和“19沱牌01”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为国内知名白酒生产企业之一，整体经营情况良好，高端基酒库存规模大，中高档白酒产销量及售价均较上年有所提升；医药业务经营稳定，玻瓶业务仍对公司营业收入形成有效补充，公司营业收入及净利润均较上年进一步增长。同时，联合评级也关注到公司白酒产能利用水平较低，在建工程资金支出压力较大以及公司其他应收款对资金占用严重且回收风险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”和“19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	2019 年
资产总额（亿元）	84.70	88.06	102.91
所有者权益（亿元）	48.88	51.64	57.86
短期债务（亿元）	13.89	11.61	19.08
长期债务（亿元）	7.56	8.48	7.53
全部债务（亿元）	21.45	20.09	26.61
营业收入（亿元）	17.55	24.50	29.11
净利润（亿元）	1.83	4.29	6.21
EBITDA（亿元）	3.76	6.67	9.75
经营性净现金流（亿元）	2.45	0.88	4.53
应收账款周转次数（次）	24.19	16.36	14.46
存货周转次数（次）	0.20	0.28	0.29
总资产周转次数（次）	0.22	0.28	0.30
现金收入比率（%）	122.81	119.82	108.26
总资本收益率（%）	3.49	7.15	9.09
总资产报酬率（%）	3.94	6.79	9.35
净资产收益率（%）	3.87	8.53	11.35
营业利润率（%）	61.34	59.26	63.70
费用收入比（%）	48.75	42.44	37.84
资产负债率（%）	42.28	41.35	43.78
全部债务资本化比率（%）	30.50	28.01	31.50
长期债务资本化比率（%）	13.39	14.10	11.52
EBITDA 利息倍数（倍）	4.24	6.14	9.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.33	0.37
流动比率（倍）	2.17	2.22	2.00
速动比率（倍）	1.28	1.29	1.31
现金短期债务比（倍）	2.06	1.81	1.04
经营现金流动负债比率（%）	9.37	3.39	12.76
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.75	1.33	1.95

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

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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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。