

# 白酒企业主体信用评级方法

联合信用评级有限公司

2018.1

## 目录

一、行业信用风险要素 .....	1
1、行业需求 .....	1
2、行业政策 .....	2
3、行业竞争程度 .....	2
二、企业基础素质 .....	2
1、企业性质与规模 .....	3
2、区位环境 .....	3
3、技术与工艺水平 .....	3
三、经营与竞争力 .....	4
1、收入及产品结构 .....	4
2、原材料供应情况 .....	4
3、营销渠道建设情况 .....	4
4、重大资本支出 .....	5
四、战略与管理 .....	5
1、发展战略 .....	5
2、组织管理模式 .....	6
五、财务分析要素 .....	6
1、信息披露与采纳准则 .....	7
2、资产质量 .....	7
3、资本结构 .....	8
4、盈利水平 .....	8
5、偿债能力 .....	9
6、母公司财务状况 .....	10
六、外部支持 .....	10
七、调整事项 .....	11
八、评级要素主要衡量标准 .....	11
九、本评级方法的局限性 .....	12
附件 有关计算指标的计算公式 .....	13

## 白酒企业主体信用评级方法

联合评级按照国家统计局国民经济行业分类标准（GB/T 4754-2011），结合国际行业分类标准（GICS）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。

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。白酒制造是指以曲类、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、陈酿和勾兑而酿制成蒸馏酒产品的生产活动。联合评级的白酒行业具体界定为白酒生产和销售，其他相关门类可参考本方法。

本方法适用于白酒主业的营业收入占比不应低于 60%，利润贡献及现金流流入规模不低于总额的 50% 的白酒企业。以白酒行业为主要利润来源的投资管理型企业及后续收益预计主要依赖白酒行业的企业，一般也可使用本方法进行信用质量评估。

联合评级行业评级方法主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的所有要素进行分析和判断，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用级别。本文仅列举了白酒企业评级时需要考察的重点要素，由于非重点要素较多，影响程度也会因受评主体的实际情况差异较大，所以并不一一列举。白酒企业主体信用分析主要考察行业状况、企业基础素质、企业经营与竞争力、企业战略与管理、财务状况等方面。

### 一、行业信用风险要素

白酒的行业分析是对白酒企业主体进行信用评级的基础。联合评级认为，了解白酒企业所处行业的基本情况，有利于分析和准确判断白酒企业的发展趋势、经营环境、外部支持，以及营运状况、财务状况等因素可信性，为最终较为准确地判定白酒企业的主体信用等级提供必要的支持和依据。

联合评级认为，我国白酒行业表现出以下特点：

第一，品牌是最核心的竞争力，品牌稀缺性是白酒的重要属性。白酒行业的最高壁垒是品牌，由于品牌的稀缺性，市场向优势品牌企业逐渐集中，品牌血统决定着白酒企业未来发展的高度。

第二，白酒行业集中度较低，呈区域分布的特点。白酒行业的市场容量巨大，但生产企业的数量众多，上规模的企业数量较少，龙头白酒企业占行业收入比例偏低。另外，不同地理区域对白酒文化、口味和品牌的偏好不同，导致白酒企业地域分散化，上规模白酒企业主要集中于贵州、四川、安徽、江苏等省份。

第三，白酒行业盈利能力较强，现金流稳定。白酒行业的毛利率普遍较高，其中高端品牌酒企的毛利率尤为突出。同时，白酒行业的上下游结算周期短，现金流较为稳定。

第四，白酒行业受国家政策调整影响较大。白酒具有较强的社交礼仪消费因素，商务宴请中多饮用高端白酒，同时白酒作为酒精类饮料，属于国家限制性的消费品，因此国家对白酒行业的政策调整将对白酒行业产生较大的影响。

基于以上特征，在行业信用风险方面，主要分析的内容包括：行业需求、行业政策以及行业竞争程度。

#### 1、行业需求

此部分主要判断白酒行业需求影响因素，与宏观经济的相关性等。

白酒在我国具有餐饮消费属性和社交礼仪属性，餐饮行业的景气程度和商务活动频繁程度对白酒消费需求会产生影响。一方面，白酒消费需求与商务活动频繁程度密切相关。当经济增速较快时，商务、政务活动需求升高，对白酒、特别是高端白酒的需求增长加快；当经济萧条时，商务活动频率降低，从而减弱对白酒的消费需求。另一方面，白酒消费需求受居民收入的影响。当人均可支配收入提高时，会在一定程度上拉动餐饮消费，同时促进消费者对白酒消费结构的调整、升级，逐渐的由低档白酒向中高档白酒转换，进而促进对白酒的需求。

**联合评级在考察行业需求这一风险要素时，主要关注：国内生产总值增速、人均可支配收入增速、全社会餐饮收入总额增速等。**

## 2、行业政策

此部分主要判断国家对白酒行业的政策导向，包括产业政策和税收政策等，从而分析白酒行业在这些政策指导下的经营情况和发展趋势。

产业政策方面，白酒行业作为国家限制发展的产业，政府对于产业政策的调整和对行业的干预从未停止。当国家开始对白酒消费进行行政限制，限制对白酒、特别是高端白酒的消费时，白酒行业的效益将会出现下滑。

税收政策方面，当国家开始对白酒类产品进行限制，加大税收时，白酒企业税负增加，盈利减少，反之，则盈利提升。

**联合评级在考察行业政策这一风险要素时，主要关注：当前执行的具体政策及未来一段时间的政策导向等。**

## 3、行业竞争程度

此部分主要判断白酒行业的进入门槛高低、难易程度、主要障碍、退出成本大小、行业集中度、竞争激烈程度等。

白酒行业根据其酒品价格的不同，被划分为高端、次高端和中低端市场，不同的市场划分，具有不同的竞争状况。高端白酒类市场处于寡头垄断竞争格局，高端白酒企业通过其悠久的历史、品牌、历史工艺、独特的窖池等形成了很强的壁垒，部分寡头牢牢的把握住了高端白酒的定价权，具有很强的竞争优势。次高端白酒类市场处于垄断竞争格局，其品牌力虽弱于高端白酒，但依靠泛全国性品牌和较强的渠道能力，形成了一定的竞争优势。中低端白酒市场处于完全竞争格局，主要由区域性白酒品牌所组成，竞争市场也多集中于白酒企业所在地。白酒企业所在的市场垄断程度越高，行业的经营风险越小，竞争能力越强。

**联合评级在考察竞争格局这一风险要素时，主要关注：白酒行业产品的销售价格、行业集中度、竞争激烈程度等因素。**

## 二、企业基础素质

白酒企业的基础素质分析内容主要包括：企业性质、企业规模、品牌影响力、区位环境、技术与工艺水平等。

## 1、企业性质与规模

### （1）企业性质

白酒企业的企业性质以地方国有企业和民营企业为主，少数为外资企业、公众企业和集体企业等。联合评级认为，国有背景的白酒企业相较社会资本背景企业在资本金投入、政策支持等方面具备优势，因而后续经营稳定性更强，风险相对较低。同时，清晰的股权结构则有利于公司经营治理。

### （2）企业规模

此部分主要考察白酒企业的生产厂区占地面积、基酒存量及结构、以及职工人数等。

联合评级认为，对白酒企业来说，取得规模优势能降低生产成本并增强风险抵御能力，因为规模较大的白酒企业在市场知名度、产品多样性、与上下游的议价能力和营销渠道建设等方面具有突出的竞争优势。具体来看，白酒企业生产厂区占地面积越大，拥有的酿酒车间和酿酒窖池数量越多，白酒生产及储存能力越强，规模优势更为突出。同时，基酒储量及基酒中的高端酒占比状况，会影响白酒企业在未来一段时间内所生产白酒的品质和业务发展速度，进而影响白酒企业未来盈利的可持续性。白酒企业的基酒储量越高，且基酒中高端酒占比越高，企业未来发展稳定性更强，风险相对较低。

### （3）品牌影响力

此部分主要考察白酒企业拥有品牌在行业内或地区内的品牌价值排名、主要产品市场占有率等。

联合评级认为，对白酒企业来说，品牌是最核心的竞争力，品牌稀缺性是白酒的重要属性。企业在白酒行业内的品牌影响力越强，即拥有越高的品牌价值和越高的市场占有率，在产品销售能力、议价能力、市场拓展等方面更具优势，越能够抵抗价格波动的风险，同时，全国性品牌的品牌影响力要高于区域性品牌，企业的信用风险相对较低。

**联合评级在考察企业性质与规模这一风险要素时，主要关注：企业性质、生产厂区面积、基酒存量及结构、品牌价值和市场占有率等。**

## 2、区位环境

白酒企业的营业收入主要来源于所在省份，区域集中度较高，且当地水源的好坏直接影响酒的质量。因此，白酒企业对其所在省份的经济发展情况、自然条件、水质情况和人口密度依赖性较强。区域经济增速快、自然条件好、水源质量好、人口密度大的地区，能够为白酒企业未来收入增长提供有利的保证，企业的信用风险相对较低。

**联合评级在考察区位环境这一风险要素时，主要关注：所在省份 GDP 增速、居民人均可支配收入增速、水质情况、人口密度等。**

## 3、技术与工艺水平

白酒企业的技术与工艺水平决定了其生产效率、产品质量稳定性和生产成本，技术水平落后的生产线不仅会降低生产效率、增加能耗成本，还可能影响产品品质。一般来说，在其他条件相同的情况下，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，单位成本越低。

**联合评级在考察技术与工艺水平这一风险要素时，主要关注：生产设备先进性、设备成新水平等。**

### 三、经营与竞争力

对白酒企业进行经营分析的主要目的是评估其核心竞争力、经营状况和未来发展趋势，可以通过对其发展速度、增长质量、主营业务经营状况、产品多样性、主要产品的市场竞争力、生产成本与各项费用如何控制、营销渠道建设等方面的分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，这可以通过白酒企业提供的相关材料、公开渠道掌握的各种信息进行，同时需借助行业内评估对比的计算指标为分析提供必要的帮助。

#### 1、收入及产品结构

白酒产品根据价格可分为高端、次高端和中低端白酒，各档次白酒的供需状况和市场竞争情况存在较大差异。当国家对白酒消费进行行政限制，以高端和次高端白酒为主要收入来源的白酒企业的经营将会受到较大影响；当白酒下游需求大幅增长，消费者对白酒消费结构进行调整、升级，以中低端白酒为主要收入来源的白酒企业的营业收入将面临较大幅度下滑，因此，丰富的产品结构有助于企业根据市场需求的变化更灵活地调整业务结构，有效规避单一产品需求下降的风险，有助于平抑收入波动，降低企业经营风险。对白酒企业主营业务经营状况的分析，一般可以从其产品结构、各档次白酒主营业务收入、成本和主营业务利润的变动情况、毛利率的变动情况、主营业务收入占全行业（或所处地区同行业）的比重来分析，对其稳定性与变化趋势进行考察。

**联合评级在考察收入及产品结构这一风险要素时主要关注：产品多样性、各类产品或板块的重要性、近三年主营业务毛利率。**

#### 2、原材料供应情况

白酒企业采购的原材料主要是基酒、粮食、包装材料和五金生产耐用耗材等。白酒企业的生产成本中，原材料成本占比较大，因此原材料的保障性关系到白酒企业产能的实现、存货的管理、应对市场需求的产量变化等方面。

联合评级认为，首先，需关注白酒企业的基酒外采比例。白酒企业的生产能力与基酒存量密切相关，相比于自产基酒，外购基酒的质量和供应稳定性难以得到有效保证，因此，外购基酒比例越高的白酒企业，其未来经营稳定性越弱，风险相对较高。其次，需关注原材料的市场供应情况及采购渠道。其中，粮食类农产品价格波动频繁，如果白酒企业主要通过规模大、实力雄厚、抗风险能力强的粮食中间代理商采购粮食类原辅料，能够有效控制粮食采购成本；包装材料属于定制化产品，如果企业有长期合作的包装材料供应商，其白酒包装的质量稳定性将能够得到保障；五金生产耐用耗材的市场供应充足，竞争充分，不列入供应商考察范围。再次，需关注白酒企业的供应商集中度，供应商集中度较高的企业议价能力较低，同时可能会面临部分供应商因意外事件出现停产、经营困难、交付能力下降等情形对企业采购带来的负面影响。

**联合评级在考察原材料供应情况这一风险要素时主要关注：基酒外购比例、原材料稳定供应情况、采购渠道、供应商集中度及与供应商的关系等。**

#### 3、营销渠道建设情况

联合评级认为，对于白酒企业来说，营销渠道通常是企业基于经营思路、产品特质和长期的实践积累而建立的，竞争对手很难在短时间内模仿和建立，营销渠道直接影响产品的销量、品牌形象的推广以及企业规模扩张的速度。同时，企业可以通过营销渠道的高效良好运作，及时掌握市场动态，根据市场需求变化及时进行生产和销售策略的调整。因此，营销渠道是白酒企业发展的重要推动因素，需关注白酒企业营销渠道的建设和有效运作情况。

第一，大部分白酒企业的收入来源具有较高的地区集中度，营销渠道在全国铺设的范围越广，销售区域集中度越小，白酒企业营业收入受某一地区经济发展速度变动的的影响越小，规避风险能力越强。第二，随着消费者购买方式的变化，传统经销商模式受到一定的挑战，一些白酒企业开始尝试直销、电商等其他销售渠道，具备多种销售渠道的白酒企业，能够在某一渠道市场变化时，快速切换至其他渠道，规避风险能力较强。第三，广告投放是白酒企业采取的主要营销方式，企业利用卫视、电台、自媒体、户外广告等媒体渠道进行立体宣传，并在大型体育赛事、电视节目、经济峰会与论坛等重大活动中植入品牌传播，精准的广告投放能够提升品牌曝光率和美誉度，因此应关注白酒企业广告宣传费用投入金额，并结合当期收入情况判断广告投放的精准程度。第四，客户稳定性及集中度也是衡量白酒企业销售能力的重要因素，客户集中度较高的企业面临大客户流失或部分客户经营状况不佳可能会对公司经营产生较大不利影响的风险。最后，白酒企业与客户的销售结算方式能够在一定程度上体现出企业的市场地位，如果企业与客户采用先款后货的结算方式，表明企业的市场地位较高，客户愿意采用预付方式提前锁定价格，规避价格波动风险，此类企业的信用风险相对较低。

**联合评级在考察营销渠道建设情况和价格政策这一风险要素时主要关注：营销渠道的地域分布、销售收入的区域分布、销售渠道的种类、市场变化敏感度、广告投放有效性、近三年主要客户的稳定性、客户结算方式等。**

#### 4、重大资本支出

联合评级认为，白酒行业企业众多，行业集中度不高，产能过剩，在分析白酒企业重大经营项目或在建项目时，需重点结合区域内产能和需求情况，分析判断新建在建产能的消化前景，包括产品定位以及下游需求情况，对于潜在需求增长空间不大，但还是在大幅扩产的白酒企业，需要提示未来经营情况恶化的风险。此外，还需要考虑在建工程投资额对白酒企业带来的支出压力和筹资压力。

**联合评级在考察重大资本支出这一风险要素时主要关注：重大项目的产能、投资额、资金来源、建设期、进度情况、建成后为其企业带来的收益情况等。**

### 四、战略与管理

#### 1、发展战略

联合评级认为，明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等方面将成为影响白酒企业发展能力的关键因素。若公司未来战略侧重于有效营销渠道的建设、顺应市场变化探索新型商业模式、新产品研发等一系列有利于白酒企业发展的战略，则公司未来可持续发展能力将更强，抵御风险的能力也更强。

联合评级在考察发展战略这一风险要素时主要关注：白酒企业的发展战略制定的背景、与当前业务的关联程度、未来经营发展的投资方向与激进程度、发展战略的可行性与合理性。

## 2、组织管理模式

### （1）法人治理结构

此部分主要考察白酒企业公司法人治理结构，即公司的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对公司的中长期发展具有特别重要的意义。

联合评级认为，在白酒企业出现困难时，公司法人治理结构的重要作用和作用就会凸现出来。因而，应重点关注公司股东与董事会的运作，实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的实际作用等，并时刻评估它们在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率，进而提升长期经营稳定性的有效性。

### （2）组织管理制度及执行情况

此部分主要考察白酒企业的组织管理制度及实际执行情况。

联合评级认为，采用量化分析的模式对企业管理体制等进行分析判断的可操作性不强，应主要从定性的角度进行分析，如公司的组织机构设置是否完备、管理职责是否明确、规章制度是否健全、内部制约是否得力、人事管理是否有效、激励措施是否得当等以及相关制度的有效落实程度。

对于白酒企业来说，应主要关注其是否制定了与公司经营相适应的包括采购、生产、仓储、销售、物流等环节的控制制度，并不断更新；公司营销管理、融资管理、投资管理和财务管理制度是否健全规范；公司是否制订了比较完善的质量标准体系、并建立了有效的产品质量管理体制；公司是否制订了内部控制管理制衡系统。同时，管控效率是评判公司管理水平的关键，可以从三个方面来判断与分析白酒企业管理制度的执行效果：首先，是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；其次，近三年各项活动是否达到管理制度的目标需求；最后，是否出现过因管理制度执行不力引发的风险事件或是受到相关监管部门的审查。

### （3）领导和员工素质

此部分主要考察白酒企业职工人数以及领导和员工的素质，包括现任董事长、总经理、专业酿酒大师以及员工整体素质情况。

联合评级认为，首先，白酒企业现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验，以及领导班子的团结合作及稳定性等是影响企业经营利润的关键因素。其次，对白酒企业来说，企业拥有的酿酒、品酒专业技术人才是其持续发展的坚实基础，能够保证公司从产品研发设计、组织生产、质量控制、产品销售到客户服务全过程的顺畅高效运行。再次，员工的文化水平、技术职称、年龄结构、培训情况，以及员工的来源与稳定性等需符合白酒企业所处行业特点，满足白酒企业的生产经营需要。

联合评级在考察组织管理模式这一风险要素时主要关注：管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理人员和酿酒师的行业经验和员工素质等。

## 五、财务分析要素

白酒企业的财务会计分析以评价其财务数据的真实性，资产构成及质量，负债构成及负债水平，



主营业务收入、利润构成及盈利水平等为主要目的。通常从以下几个方面分析：

## 1、信息披露与采纳准则

### （1）财务资料来源

此部分主要考察白酒企业近三年及最近一期财务资料来源、审计机构从业资质、审计结论，并对财务资料的真实性做出判断。

联合评级认为，对白酒企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。会计财务信息质量是企业会计政策执行的重要体现。需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对白酒企业的财务数据质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动对白酒企业信用产生负面影响的，将对白酒企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

### （2）会计政策

此部分主要考察白酒企业会计政策，包括合并报表、收入确认、折旧、存货估值、无形资产估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。

联合评级认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性在进行白酒企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同白酒企业，甚至同一白酒企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。白酒企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析白酒企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准。

**联合评级在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。**

## 2、资产质量

此部分主要判断白酒企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近三年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并判断资产的真实价值。

联合评级认为，资产质量是白酒企业经营能力的保障。在判断资产质量时，主要关注：①存货的类别、变现能力以及跌价情况，白酒产品的变现能力较强，需关注存货的构成（原材料、半成品、在产品和产成品的比例）、存货是否被抵质押以及存货是否存在跌价等影响存货及时、足额变现的情况，另一方面，大规模的存货也形成了对企业资金的占用，存货对资金的占用增加了营运成本，因此存货的管理能力对于白酒企业流动性和盈利能力也十分重要；②固定资产构成及折旧计提情况，需要分析固定资产的明细，相应设备折旧情况，关注固定资产成新率；此外，需要关注固定资产的折旧方法、折旧年限和残值的认定以及这些会计政策是否发生频繁变动；③资产的受限情况，白酒企业在日常运营中，会将资产进行抵质押以获取银行贷款补充资金缺口，大量的资产被抵质押情况将对白酒企业的偿债能力产生不利影响，需关注受限资产的情况。

**联合评级在考察资产质量这一风险要素时主要关注：存货的类别、变现能力及跌价风险；固定**

资产的构成折旧计提情况；受限及资产评估情况等。

### 3、资本结构

此部分主要考察白酒企业资本结构，即白酒企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平。

#### （1）负债

联合评级认为，在分析白酒企业的负债时，着重分析负债水平及债务特征。在负债水平方面，主要依据资产负债率来判断白酒企业的负债水平。在债务特征方面，由于白酒企业的盈利能力较强，能靠自身的经营获得足够的资金，同时收现能力较好，日常销售资金能及时回笼进而满足日常营运资金的需求，导致白酒企业对外融资的需求较弱，因此白酒企业债务呈现出金融债务占比较低，经营负债为主的特征。在判断白酒企业的偿债压力时，需要考虑金融负债的期限，若短期的金融负债占比较大，则需要判断短期债务的偿付风险；若以长期的金融负债为主，则需要考虑长期债务的集中到期时间，判断在哪一个期间有集中到期偿还的风险。此外，还需考虑偿债的压力，通过分析金融债务在总资本的占比，判断公司偿债压力的大小。

#### （2）所有者权益

此部分主要考察白酒企业所有者权益的稳定性。

联合评级认为，所有者权益是白酒企业资本结构的最重要的组成部分，是其债务的重要保护基础，应重点核实其所有者权益各年的变化情况，对于新增的权益要有切实的来源。同时，还应结合白酒企业未来的发展战略和主要措施，对未来的所有者权益的变化进行预测。

#### （3）或有负债、重大诉讼等其他情况

此部分主要考察影响白酒企业信用水平的其他情况，包括或有负债、重大诉讼等。

联合评级认为，白酒企业的或有负债虽然不在资产负债表中反映，但有些或有负债实际上与资产负债表中的负债是等价的，在一些情况下也需要其偿还。具体来说，白酒企业的或有负债主要是其对外提供的借款担保等，重点分析担保金额、担保的性质、期限，以及是否取得反担保条件等，如有可能还应了解被担保人的经营情况。同时，白酒企业的重大诉讼也有可能产生重大的支付，并对白酒企业的声誉会产生不良的影响，对其融资便利和弹性会产生负面影响。此外，行政处罚、重大兼并收购、股权转让、公关危机、环保事故、安全生产事故等重大事项有时也会对白酒企业的信用状况产生不利影响，对其进行评价也是非常重要的。

**联合评级在考察资本结构这一风险要素时主要关注：资产负债率、债务期限结构、全部债务资本化比率、资金来源结构、权益稳定性、或有负债情况等。**

### 4、盈利水平

此部分主要分析白酒企业的主营业务收入、利润的来源和构成。

#### （1）盈利状况

此部分主要考察白酒企业近三年主营业务收入、成本、期间费用和利润的稳定性与变化趋势，以及近三年净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况。

联合评级认为，对白酒企业收入和净利润的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考查收入和利润的形成来源。

## （2）盈利能力

此部分主要考察白酒企业的盈利能力，包括毛利率、费用收入比、营业利润率、总资产报酬率等。

联合评级认为，盈利能力的强弱反映了白酒企业通过持续的经营活动赚取利润的能力，可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。在具体分析盈利能力时，应结合整个行业的盈利水平，横向的判断被评白酒企业在行业中的盈利能力。同时，白酒企业的盈利能力是其业务能力的一个重要表现，在分析盈利性时也需要关注白酒企业的盈利及其业务水平的匹配程度。联合评级重点以白酒企业最近三年的毛利率、费用收入比、营业利润率和总资产报酬率对其盈利能力进行评估。具体来看，毛利率能直接体现出白酒企业的品牌价值，高品牌价值的白酒企业通常具有较高的毛利率；白酒企业的销售费用较高，费用收入比能够判断其所采取的营销方式的有效性，费用收入比越低，表明企业的营销能力越强；营业利润率从业务收入的角度评价白酒企业的获利能力，而总资产报酬率是从有白酒企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力。

## （3）盈利质量

此部分主要考察白酒企业的盈利质量，重点分析白酒企业的经营活动现金流入量，经营活动净现金流，现金收入比，投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。

联合评级认为，对现金流量的分析应是白酒企业盈利质量分析的重点所在，因为现金流量是清偿债务的基础，而未来收益中获取的现金，以及股票资产等流动性较强的现金来源可作为偿债的手段。具体来说，一方面，应当要重点关注其现金流量的规模和结构，对白酒企业的经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量进行重点考查，尤其是经营活动中销售商品、提供劳务收到的现金流入量，以及经营活动产生的现金净流量；另一方面，也要分析其收入及利润的实现质量，将白酒企业在一段时期内可支配的现金，与应偿还的全部债务相比较，可以显示出其在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

**联合评级在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利水平和盈利指标、经营活动现金流入规模及净现金流规模、现金收入比等。**

## 5、偿债能力

白酒企业的偿债能力分析以评价其债务偿还信用记录和债务偿还能力为目的，既包括银行借款、发行的公司债券等借入性负债的债务偿还能力，也包括应付账款、预收账款等经营性负债的债务偿还能力。由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对白酒企业的约束力更强，对于同作为债务人的白酒企业来说，有息债务往往对其造成的偿还压力更大。因此，联合评级在对白酒企业的偿债能力进行分析时，主要侧重于偿还到期有息债务的能力，通常根据以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别在未来的特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了了解和分析其偿债意愿，还要对白酒企业的具体客户进行抽样调查，以及对其合同履行情况和债务安琪偿还记录进行分析。

### （1）信用记录

此部分主要考察白酒企业近三年信用记录，包括银行借款、公司债券、短期融资券等债务偿还情况。

### （2）综合授信情况

此部分主要考察白酒企业目前所获得银行授信情况，包括总额、授信银行及授信额、授信条件、已用授信额度及剩余授信额度。联合评级认为，对于白酒企业集团，还应同时分析集团本部及汇总的银行授信情况。

### （3）短期偿债能力

此部分主要考察白酒企业整体债务短期偿债能力，包括近三年流动比率及其稳定性与变化趋势；近三年速动比率及其稳定性与变化趋势；近三年现金短期债务比率及其稳定性与变化趋势；近三年筹资活动前现金流量净额利息偿还能力及其稳定性与变化趋势。此外，如果白酒企业保有较大规模的可用货币资金且存货的变现速度较快、变现能力较强，也一定程度上对其短期偿债能力形成保障。

### （4）长期偿债能力

此部分主要考察白酒企业整体债务长期偿债能力，包括近三年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；近三年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；近三年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；在考虑债务期限结构情况下的偿债能力；考虑对外担保情况下的偿债能力，并分析公司或有负债的风险及其对公司偿债能力的影响；未来三年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；未来三年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；偿债高峰及未来三年到期长期债务偿还能力。一般来说，白酒企业经营活动现金流入量和 EBITDA 对全部债务及其利息的保障程度越高，企业长期偿债能力越强。

**联合评级在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、经营现金流债务保护倍数等长期偿债能力指标；企业信用记录与融资环境等。**

## 6、母公司财务状况

部分集团控股型白酒企业为地方政府国有资产运营平台，除承担一定政府融资职能外，营业收入和利润主要来源于下属上市公司，其母公司报表与合并报表相比差异大，多具有现金类资产匮乏、债务负担较重、偿债能力偏弱、盈利对下属上市公司分红依赖度高等特点。

**联合评级在考察母公司财务状况这一风险要素时主要关注：母公司财务实力、上市公司现金分红规模及可持续性。**

## 六、外部支持

此部分主要考察白酒企业能够获得外部支持，一般包括来自股东的支持、来自政府或主管部门的支持等。

联合评级认为，当白酒企业对包括股东及实际控制人在内的外部支持者非常重要时，股东及实际控制人的经济实力和信用状况尚可的情况下，是有可能获得实质性支持的，包括但不限于资金支持、经营管理、原材料供应、市场销售、配套服务、人员委派等。联合评级主要从股东构成、股权结构、主要股东的实力和社会影响力、股东的控制程度，以及股东可能给予的潜在支持（履约担保、偿债承诺等）角度，考查白酒企业实际获得过的支持，以及未来可能获得的外部支持。从一般意义上说，一个白酒企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，则该白酒企业的经营状况、信用状况会相应好些，抗风险能力会强于外部支持少的白酒企业，所面临的信用风险也相对较小。此外，

白酒行业作为国家限制发展的产业，政府给予直接支持的意愿和力度有限。

联合评级在考察外部支持这一要素时主要关注：股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、对企业经营的实际支持以及主管部门的政府补助情况等。

## 七、调整事项

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或是这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用水平或偿债能力产生重大不利或有利影响。因此，联合评级将这些因素作为受评主体基础信用等级的调整事项，通过评估该事件对受评主体的影响程度，可下调或上调一个甚至多个级别。其中，对于白酒企业可能下调级别的重大事项有：

- (1) 白酒行业发生重大食品安全事故，如塑化剂和甜味剂含量超标等；
- (2) 公司经营环境发生重大变化，如某个生产厂区附近水源被污染、下游消费政策发生较大变动等；
- (3) 公司对重要下属子公司控制力弱，可能面临失去控制权的风险；
- (4) 发生可能影响公司偿债能力的资产被查封、扣押、冻结、抵押、质押、出售、转让、划转或报废的情况；
- (5) 公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚；公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违纪被有权机关调查或者采取强制措施，可能影响企业经营状况的；
- (6) 可能对公司信用水平或偿债能力产生重大影响的其他事件。

## 八、评级要素主要衡量标准

针对以上总结的评级要素，联合评级对白酒企业的主要衡量标准如下：

评级要素		主要衡量标准
行业风险要素	行业需求	国内生产总值增速、人均可支配收入增速、全社会餐饮收入总额增速等
	行业政策	当前执行的具体政策、未来一段时间的政策导向等
	行业竞争程度	白酒行业产品的销售价格、行业集中度、竞争激烈程度等
企业基础素质 风险要素	企业性质与规模	企业性质、生产厂区面积、基酒存量及结构、品牌价值和市场占有率等
	区位环境	所在省份 GDP 增速、居民人均可支配收入增速、水质情况、人口密度等
	技术与工艺水平	生产设备先进性、设备成新水平等
经营与竞争力 风险要素	收入及产品结构	产品多样性、各类产品或板块的重要性、近三年主营业务毛利率
	原材料供应情况	基酒外购比例、原材料稳定供应情况、采购渠道、供应商集中度及与供应商的关系等
	营销渠道建设情况	营销渠道的地域分布、销售收入的区域分布、销售渠道的种类、市场变化敏感度、广告投放有效性、近三年主要客户的稳定性、客户结算方式等
	重大资本支出	重大项目的产能、投资额、资金来源、建设期、进度情况、建成后为其企业带来的收益情况等
战略与管理风 险要素	发展战略	白酒企业的发展战略制定的背景、与当前业务的关联程度、未来经营发展的投资方向与激进程度、发展战略的可行性与合理性
	组织管理模式	管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可

		操作性、管理制度的执行情况、管理人员和酿酒师的行业经验和员工素质
财务风险要素	信息披露与采纳准则	审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等
	资产质量	存货的类别、变现能力及跌价风险；固定资产的构成折旧计提情况；受限及资产评估情况等
	资本结构	资产负债率、债务期限结构、全部债务资本化比率、资金来源结构、权益稳定性、或有负债情况等
	盈利水平	收入和利润结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利水平和盈利指标、经营活动现金流入规模及净现金流规模、现金收入比等
	偿债能力	流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、经营现金债务保护倍数等长期偿债能力指标；企业信用记录与融资环境等
	母公司财务状况	母公司财务实力、上市公司现金分红规模及可持续性等
外部支持要素	股东支持、政府支持	股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、对企业经营的实际支持以及主管部门的政府补助情况等

## 九、本评级方法的局限性

首先，本文仅列举了白酒企业评级时需要考察的重点要素，并没有覆盖评价白酒企业信用风险时需要考虑的全部因素，如跨行业的系统性风险和影响企业偿债能力的特殊事件等。

其次，联合评级对白酒企业的未来经营状况和偿债能力的判断是以其历史经营状况和现状为基础，但是白酒企业的未来发展状况及影响其偿债能力的因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对白酒企业信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

最后，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合评级将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

## 附件 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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+长期应付款

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+应付短期融资款+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