

饮料制造行业

(强) 稳定

## 饮料制造行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 朱侃 翁斯喆

受居民人均可支配收入的快速增长和消费的持续升级的推动，酒、饮料和精制茶行业景气度 2017 年以来持续回升，行业运营质量和经济效益有较大幅度改善，行业增长方式由数量规模型逐渐向质量效益型过渡，行业集中度进一步提高。但各细分行业存在一定分化，代表消费升级的白酒行业复苏最为显著，而以软饮料和啤酒为代表的大众消费品行业复苏进程相对迟缓，具有较显著的结构化特征。

从债券发行情况看，饮料制造行业内已发债企业主要为行业中龙头企业，发行人整体信用等级主要集中在 AAA 级和 AA 级。级别调整方面，2017 年 1~11 月，评级机构共对 3 家发行人进行评级上调，未出现评级展望下调。发行利差方面，2017 年 1~11 月，行业内发行债券企业数量较少，主要发行 1 支短期融资券、3 支中期票据和 7 支公司债。市场较偏好长期限、主体信用级别高的公司债券；对于主体信用级别较低的一般短期融资券、中期票据和公司债券，市场投资态度较为谨慎。

展望 2018 年，预计国内经济仍将呈现稳中向好的发展趋势，扩大内需和消费升级不断深化，将促进行业整体信用质量的持续改善。行业内部受消费升级需求变化的影响，龙头企业对行业收入利润贡献度有望进一步增强，行业地位将更加稳固，中小企业面临的市场竞争环境将更为激烈，转型升级压力加大，行业内部信用质量将持续分化。

### 行业基本面

近年来，饮料行业在宏观经济增长放缓的背景下，行业增速明显放缓。2015 年以来，受益居民人均可支配收入快速增长和消费的持续升级，行业开始企稳回暖，目前处于恢复性增长阶段。

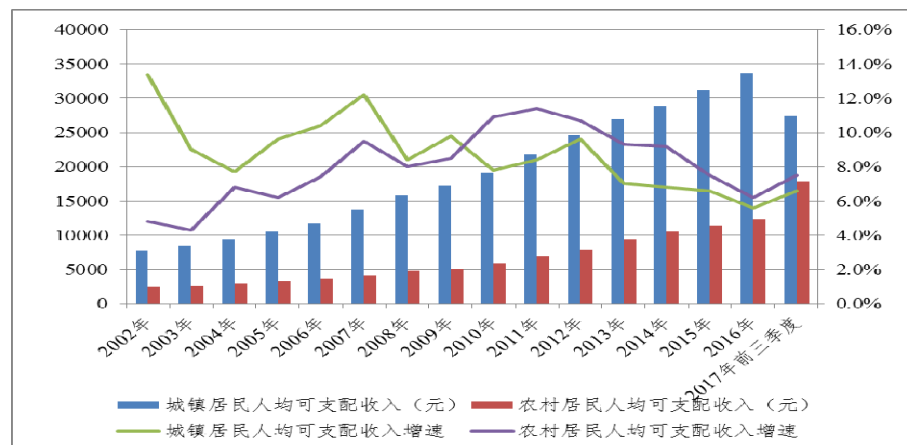
酒、饮料和精制茶制造业按酒精含量为标准可划分为酒饮料和非酒精饮料。非酒精饮料一般指酒精含量低于 0.5%天然或人工配制饮料，主要包含碳酸饮料、茶饮料、包装水、功能饮料、果汁、植物蛋白饮料等。酒精饮料主要包括白酒、葡萄酒、黄酒、啤酒等。

2012 年以来，我国进入经济增长模式的转型期，经济增长速度放缓。在此背景下，饮料行业也由原来的产量规模快速增长型逐渐向质量效益增长型转化，行业整体发展速度由 2011 年以前的 20%~30%以上的高速增长调整为 10%以内，增速明显放缓。从行业经营效益看，规模以上企业营业收入总额增速由 2011 年的 23.74%下降至 2014 年的

6.98%；利润总额增速由 2011 年的 41.11% 下降到 2014 年的-3.10%。销售毛利率和销售利润率分别下滑 1.28% 和 0.33%。

中国经济发展进入新常态以来，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，同时适度扩大总需求，深入发掘内需潜力，特别是消费需求的潜力，使整个经济增长从过去过度依赖投资和出口向消费投资出口协调拉动的局面转变。从 2014 年到 2016 年，消费已连续三年成为我国经济增长的第一拉动力。2017 年前三季度，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比名义增长 9.1%，扣除价格因素实际增长 7.5%，比 GDP 增速高出 0.6 个百分点，连续跑赢 GDP 增速。同期，全国居民人均消费支出 13162 元，同比名义增长 7.5%，扣除价格因素实现增长 5.9%。居民收入增幅加快同时，城乡收入差距继续缩小。根据统计数据显示，前三季度，城镇居民人均可支配收入 27430 元，扣除价格因素实际增长 6.6%；农村居民人均可支配收入 9778 元，扣除价格因素实际增长 7.5%。城乡居民人均收入倍差 2.81，比上年同期缩小 0.01。前三季度，我国最终消费支出对经济增长的贡献率达到了 64.5%，比上年同期提高 2.8 个百分点，其中粮油食品饮料烟酒类零售额同比增长 10.6%，饮料类和烟酒类零售额同比分别增长 11.2% 和 8.7%。表明消费驱动经济增长模式更加巩固。

图表 1. 国内居民人均可支配收入及其增速变化



资料来源：国家统计局

从 CPI 变化情况来看，2016 年以来酒类消费价格指数呈现较明显的上涨趋势，2017 年以来涨幅有所扩大，2017 年 11 月末酒类 CPI 同比上涨 2.9%。

图表 2. 2016 年以来酒类 CPI 变化情况



数据来源：WIND

数据来源: Wind资讯

我国人口基数庞大，2016 年末总人口达 13.82 亿人。饮料作为日常消费品，具有广泛消费基础。随着我国经济结构的调整优化，以及居民消费能力的提升，2015 年以来，饮料行业开始企稳。从统计数据看，2015 年度酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业实现营业收入总额 17292.50 亿元，同比增长 6.4%；实现利润总额 1741.40 亿元，同比增长 7.5%；销售利润率 10.07%，同比增加 0.19%。2016 年度规模以上企业实现营业收入总额 18414.80 亿元，同比增长 6.3%；实现利润总额 1824.20 亿元，同比增长 5.0%；销售利润率 9.91%。

2017 年前三季度，饮料行业延续了 2016 年以来的行业复苏，行业运行质量和效益同比有较大提升。

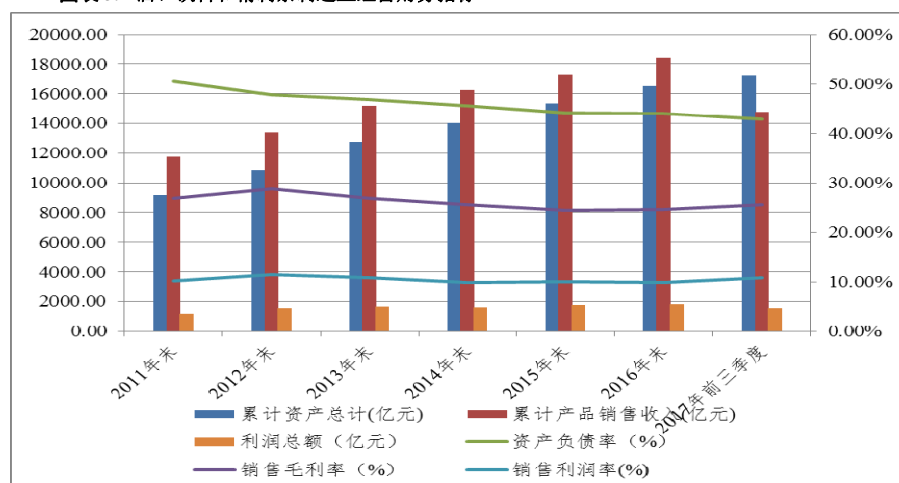
(1) 收入规模和盈利增速加快。17 年前三季度行业实现营业收入 14758 亿元，同比增长 9.8%，增速较上年末提升 3.5 个百分点；利润总额 1573.80 亿元，同比增长 19.4%，增速大幅提高 14.4 个百分点。

(2) 盈利能力有所增强。17 年前三季度行业实现销售毛利率和销售净利率分别为 25.51% 和 10.78%，比上年末分别提升 0.95% 和 0.87%；期间费用率为 11.33%，比上年末下降 0.85%。

(3) 亏损企业大幅减亏。17 年前三季度行业规模以上企业 7054 家，其中亏损企业 628 家，累计亏损额 52.30 亿元，亏损额比上年末减少 34.30 亿元，累计减亏 39.60%。

(4) 负债经营水平持续下降，资产周转效率提升，财务费用支出下降。17 年前三季度规模以上企业资产总额 17231 亿元，同比增长 6.9%，资产负债率 42.95%，比上年末下降 1.02 个百分点。存货和应收账款余额分别为 2536.60 亿元和 1107.70 亿元，同比增长 5% 和 2.1%，增速较上年末分别回落 1 个百分点和 7.4 个百分点，在经营业绩增长加快的背景下，周转效率得到较大提升。本期财务费用发生额 93.10 亿元，同比减少 1.3%，继 16 年以来呈现持续下降状态。

图表 3. 酒、饮料和精制茶制造业经营财务指标



资料来源：WIND

本轮行业回暖主要受消费升级的带动，因此复苏进程具有显著的结构化特征。从子行业看，受益最明显是白酒行业，复苏进程较为显著。而软饮料、啤酒等其他子行业的复苏进程相对迟缓。从行业内部看，龙头企业和高端产品受升级型消费拉动，经营质量效益提升明显。而中小企业和中低端产品面临市场和客户流失的风险，经营压力加大。

近年来，我国城镇化稳步推进，城镇化进程加快。根据国家统计局发布的数据显示，我国城镇化率 2010 为 49.9%，2016 年已达 57.4%，城镇人口超过 7.7 亿。预计至 2020 年，中国城镇化率将超过 60%。在城镇化过程中，原来以农业为主的传统乡村向以工业、

服务业为主的现代城市逐渐转变，农村居民的工作有望从农业向工业、服务业转变，从而带动收入水平提升，消费能力增强。另外，城镇化过程中，农村、乡镇的基础设施将不断完善，欠发达地区交通便利提高，有利于厂商渠道拓展和下沉，中高端消费品覆盖范围将进一步扩大。

自 2014 年我国人均 GDP 步入世界银行定义的中高收入国家行列以来，国内人均收入持续提高，至 2016 年城镇居民人均可支配收入已达 33616 元，同比增幅 8%。人均可支配收入的提升带动高净值人群的扩大，据招行数据显示，当前超过 1000 万元的高净值人群已达到 187 万人；2016 年 7 月《经济学人》杂志也指出，中国家庭年收入 8 万到 30 万元之间的中产阶层有 2.25 亿人，占比 18%；到 2020 年，中等收入劳动者总数将增加到 2.7 亿，加上其赡养人口近 4 亿，占人口总数 28% 以上，上层中产及富裕家庭将较 2015 年翻番，达到 1 亿户规模。中产阶级数量和占比提升，成为市场消费主力人群，消费更倾向于提升生活品质，直接带动中高端产品的销售。

城镇化率提升，中产阶级崛起，以及资产价格上升等因素驱动本轮消费升级，居民购买能力增强，消费向优质、高端产品转变，带动了本轮饮料行业的复苏。从复苏进程看，15 年起，白酒行业在经历了三年的调整期后，行业供需基本面出现改善，最先迎来复苏，茅台、五粮液等一线名酒企业预收账款显著提升，经销商对行业前景表现乐观，渠道库存消化良好，行业呈现价稳量增格局。16 年，茅台和五粮液批发价出现普涨，一线白酒价值回归，带动原本受挤压的 300-500 元价格带产品竞争格局改善，次高端白酒迎来增长。2017 年以来，消费升级推动行业复苏进程继续加快，1-10 月，白酒行业实现累计产量 1048.6 万吨，同比增长 5.6%；10 月当月产量 118.7 万吨，同比增长 8.2%。茅台批价继续走高，五粮液提高出厂价和批价，有更多地方名酒加入提价行列，受提价和销量增长推动，行业盈利水平同比大幅提高。从财务数据看，2017 年前三季度，贵州茅台实现营业收入 444.87 亿元，增长 61.58%；实现利润总额 284.92 亿元，增长 57.96%。五粮液实现营业收入 219.77 亿元，增长 24.17%；实现利润总额 72.64 亿元，增长 37.97%。白酒样本企业前三季度营业总收入和利润总额增长率分别为 29.47% 和 41.77%，年化增长率分别为 19.65% 和 30.53%。

与白酒行业相比，饮料其他子行业目前仍处于弱复苏阶段，各子行业呈现出一定的分化。其中啤酒行业存在较严重的产能过剩，2016 年啤酒行业产量为 4506 万吨，行业综合产能利用率仅 59%，其中行业前三甲华润啤酒、百威英博和青岛啤酒的产能利用率约为 65%-70%。燕京啤酒产能利用率约为 60%，其他中小型啤酒企业的产能利用率约为 45%-60%。与 2011 年 82% 的产能利用率相比存在明显下滑。产能过剩直接导致啤酒厂商近年来经营情况较为低迷，收入增长乏力，盈利能力不足。从行业龙头的华润啤酒看，2016 年和 2017 上半年度营业收入增长率仅为 2.46% 和 4.24%；利润总额增长率仅为 0.93% 和 1%。青岛啤酒 2016 年和 2017 年前三季度营业收入增长率分别为 -5.53% 和 1.51%；利润总额增长率分别为 -6.65% 和 6.32%。目前，中国啤酒行业已经步入成熟期，根据 Euromonitor 统计，2015 年中国人均啤酒消费量为 34.7 升，已略高于世界平均水平，需求量在未来 3 年将基本保持稳定，未来提升空间有限。从消费结构看，中高端产品的需求占比将会上升，低端产品需求占比下滑。行业去产能和产品结构调整优化将成为行业发展方向。

软饮料行业 14 年以来行业增速显著放缓，2014-2016 年，行业产量分别为 1.67 亿吨、1.77 亿吨和 1.83 亿吨，增长率分别为 4.6%、6.2% 和 3.9%，与 2012 年之前的 20% 以上的行业增速比有大幅下滑。软饮料具有大众消费属性，消费需求受消费偏好的影响较大。随着大众对健康重视度的提高，饮料品种从注重口感和解渴向注重营养和功能方向发展，碳酸饮料在软饮料市场中收入占比逐年下降，茶饮料、含乳及植物蛋白饮料销售占比逐年上升。饮料行业门槛较低，厂家众多，随着市场规模扩大，行业已由单品竞

争转入资本、营销、体制和渠道的综合实力竞争，竞争优势向少数领导品牌集中，市场份额逐步提高。从饮料上市公司看，受需求变化影响，16 年以来销售收入和净利润出现负增长，增长率分别为-4.09%和-5.78%。上市公司中，承德露露主要生产杏仁露，受需求下滑影响，14 年以来经营业绩增速大幅放缓，16 年开始营业收入和利润总额出现负增，17 年前三季度经营业绩下滑幅度有所加大。上市公司维维股份豆奶粉产品销售增长乏力，植物蛋白饮料经营业绩面临持续下滑压力。总体看，软饮料行业已步入稳步发展阶段，在品牌影响力方面，龙头企业凭借有力的市场地位，将加速对市场的整合。

从行业内部看，本轮消费升级主要拉动高端和次高端产品的市场需求，因此具有品牌优势和以生产销售高档产品为主的企业受益明显，经营业绩提升快，并能利用资金和渠道优势扩大市场份额，而以生产中低端产品为主的中小企业则面临市场和客户流失风险，经营压力将逐步加大。

**饮料行业开放程度高，竞争充分。行业整体政策环境较为宽松，政府管制强度相对较低。近年来政策措施主要针对食品安全，淘汰落后产能，限制三公消费等方面，对行业规范发展产生积极影响。**

饮料行业发展长期受到我国政府的高度重视和支持。“调结构、促消费”的政策导向对经济起到持续提升作用。尤其在近年宏观经济较为低迷时期，通过拉动内需，刺激消费在一定程度上抵御经济下滑的不利局面。另外，我国近年来温和的通货膨胀，提高了行业运行成本，但行业通过转嫁消化，保持了适度活力。

饮料行业开放程度高，竞争很充分。行业整体的政策环境较为宽松，政府管制强度相对较低。同时，近年来在食品安全等方面陆续有监管政策出台，淘汰落后产能的政策措施仍在持续，对行业规范发展产生积极影响。此外，对于三公消费，政府出台了相关政策，对高档白酒、烟草的消费带来抑制作用。另外，对于税收等政策的变化也将对消费格局产生影响，需加以关注。

**图表 4. 主要行业政策**

法律法规	发布部门	主要内容
中华人民共和国食品安全法	全国人大常委会	建立最严监管制度，设置罚则确保“重典治乱”，规定食品安全社会共治，强化互联网食品交易监管，强化企业主体责任，强化地方政府属地管理责任。
食品经营许可管理办法	国家食药监局	规范食品经营许可活动，加强食品经营监督管理，保障食品安全。
食品生产许可管理办法	国家食药监局	规范食品、食品添加剂生产许可活动，加强食品生产监督管理，保障食品安全。
酒类行业流通服务规范	商务部	规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。
关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知	国家食药监局	要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督管理，严厉打击违法违规行为。
关于进一步加强白酒消费税征收管理的通知	国家税务总局	自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%，白酒企业消费税中从价部分合理征收比例为销售收入的 12%。

资料来源：公开资料整理

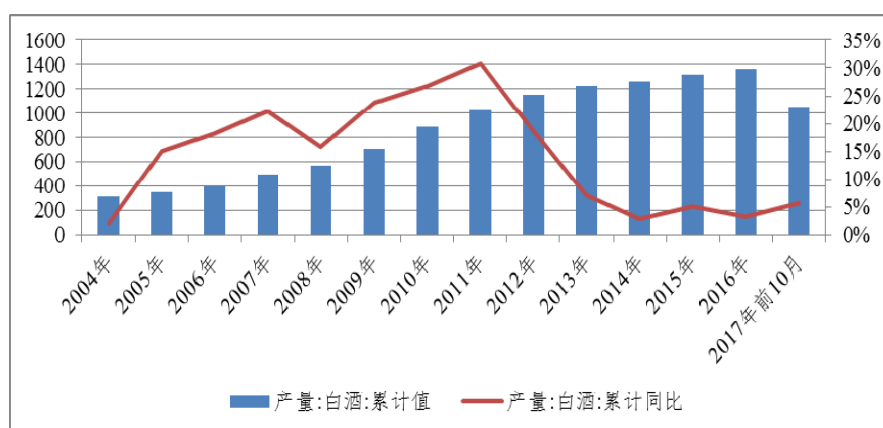
**随着我国消费结构逐步转型升级，高端白酒的消费逐步大众化，并对政务消费形成良好替代，2017 年白酒行业在 2016 年基础上，行业景气度持续回升。高端和次高端主流白酒企业销售收入和利润增长水平显著提升。**

白酒是我国传统文化的重要组成部分，是社会生活不可缺少的饮品。白酒按香型分类，可以分为酱香型（以“茅台”为代表）、浓香型（以“五粮液”为代表）、清香型（以“汾酒”为代表）、兼香型（浓酱结合）和凤香型等，基本都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，长时间发酵而成，最后蒸馏成原酒，原酒经过长时间贮存老熟，勾兑调味成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的 70%。

自 2013 年起，白酒的消费环境发生巨大变化。随着限制“三公消费”，酒驾入刑等政策的出台，白酒告别了黄金十年，进入了行业低谷期。白酒公司的产量、收入、利润和产品价格方面都有大幅下降。2015 年开始，商务消费和个人消费开始占据主导，转向理性消费，行业开始复苏。从消费结构变化情况看，在限制“三公消费”、“八项规定”等政策出台前，国内高端白酒消费中政务消费占比 46%，大众消费占比仅 19%，经过此轮政策调整，到 2016 年政务消费在白酒消费中占比大幅下降至 5% 左右，同时在消费升级带动下，大众在白酒消费占比提高至 45% 左右，大众消费完成对政务消费的有效替代，国内白酒行业消费结构得到显著改善。

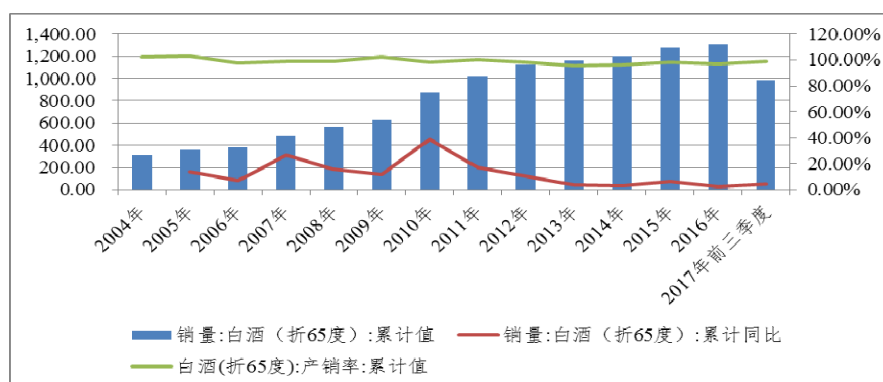
从行业产销情况看，自 2015 年白酒行业回暖以来，2016 年和 2017 年行业产销规模保持增长态势，特别是 2017 年以来行业产销增速较 2016 年有较大提升。根据国家统计局数据显示，2017 年前 10 月，国内规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1048.60 万吨，同比增长 5.6%，增速比 2016 年末提高 2.4%；1-9 月，规模以上企业实现白酒（折 65 度）销量 979.10 万吨，同比增长 4.3%，增速比 2016 年末提高 2.2%；白酒（折 65 度）产销率达 99.10%，同比提升 1.7%。

图表 5. 白酒行业产量及增速变化



资料来源：国家统计局

图表 6. 白酒行业销量、增速及产销率变化



资料来源：国家统计局

从价格情况看，本轮白酒提价经历从高端品牌到次高端品牌，从一线白酒企业到二线白酒企业自上而下的过程，主要还是受益于需求复苏和消费升级的影响，其中高端白酒（飞天茅台、普五、老窖 1573）价格上升明显。从 2015 年下半年起，茅台批价上移带动白酒价格中枢上移，不同品牌白酒价格均有所提价。五粮液、老窖、洋河均有不同程度先后提价；古井贡酒、口子窖等地方名酒在 2017 年上半年纷纷提高了部分产品的出厂价和终端价。茅台也通过非标产品带动吨价上移，预期明年年中出厂价有望提升，

白酒行业整体提价趋势有望继续。具体来看，53 度飞天茅台虽然 6 年以来出厂价格一直维持 819 元/瓶，但批发和零售价 16 年以来快速上涨，2017 年 12 月京东零售价为 1299 元/瓶；52 度五粮液水晶瓶（普五）15 年以来出厂价和批发零售价多次提价，目前出厂价和零售价分别涨到 739 元/瓶和 969 元/瓶；52 度国窖 1573 出厂价和零售价也涨到 740 元/瓶和 969 元/瓶。除高端白酒外，亲朋聚会和商务婚宴等大众消费需求增加也带动了各价格段白酒的提价，2016 年以来，水井坊、剑南春、洋河、汾酒、郎酒、沱牌舍得、西凤、老白干等酒企的主打白酒也纷纷进行了提价。

临近 2017 年末，白酒行业又开始了新一轮的涨价潮，五粮液、洋河、酒鬼和沱牌等企业均对自己的核心产品进行提价。其中五粮液提高普五计划外价格至 839 元，零售建议价提高至 1099 元，这是 2012 年后五粮液终端零售价建议价首次重回 1000 元以上；高端龙头茅台普飞虽然限价 1299 元，但终端成交价已超 1600 元，且一瓶难求。在普飞价格持续高企的情况下，次高端产品涨价空间进一步打开。从行业效益看，2016 年规模以上白酒企业 1578 家，累计完成销售收入 6125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同期增长 9.24%。17 年前三季度，19 家样本企业合计实现销售收入 1259.94 亿元，同比增长 29.47%；实现利润总额 553.79 亿元，同比增长 41.77%。增速分别比上年末提高 15.67% 和 30.23%，经营效益实现大幅回升。

图表 7. 2016 年以来白酒提价表

提价时间	白酒品牌	主要内容
2016.1	郎酒	红花郎提价 15%
	剑南春	水晶剑南春提价 40 元/瓶
2016.2	洋河股份	海之蓝、天之蓝分别提价 2 元/瓶、4 元/瓶
2016.3	山西汾酒	青花 20 年提价 20 元/瓶
	五粮液	普五出厂价提至 679 元/瓶
2016.4	古井贡酒	年份原浆系列上调产品价格，终端成交价同比上调
2016.5	顺鑫农业	牛栏山陈酿终端价涨价 12 元/瓶
	宣酒	出厂价和零售价提价 5 元/瓶，要求终端零售价不得低于 70 元/瓶
	口子窖	口子窖 6 年提价 10 元至 138 元/瓶
2016.8	五粮液	普五出厂价提至 739 元/瓶
2016.9	泸州老窖	国窖 1573 计划外价格提至 660 元/瓶
	陕西西凤	国典西凤涨幅约 5%，旗帜西凤 30%，七彩西凤 10%，红西凤和西凤 6 年进行微调
2016.11	水井坊	臻酿 8 号，井台装分别提价 10 元/瓶，鸿运系列和晶莹装系列相应调整
	泸州老窖	特曲老字号提价 148 元/件，实施终端配额制
2016.12	山西汾酒	低端玻汾四款主打产品上调销售价格，调整幅度为 1 元/瓶，高端青花 30 系列产品暂停供货
	剑南春	水晶剑南春出厂价上调 20 元/瓶，52 度水晶剑南春成交价不低于 400 元，30 度水晶剑最低成交价不低于 350 元/瓶
2017.1	郎酒	红花郎 15 年和 10 年出厂价分别提至 440 元、300 元/瓶，郎牌郎酒出厂价上调 15 元/瓶
	沱牌舍得	52 度舍得到岸价提至 418 元/瓶，分销商、团购价为 468 元/瓶。全渠道统一提升 20 元/瓶
2017.2	洋河股份	海之蓝上调 2 元/瓶，天之蓝上调 3 元/瓶，梦之蓝 M3/M6/M9 分别上调 10 元/20 元/30 元
	沱牌舍得	同意提价 20 元/瓶
	泸州老窖	川渝片区国窖 1573 停货通知提价，计划内打款价提至 700，计划外维持 740 元
	五粮液	上调 1618 出厂价至 769 元/瓶，一批价不低于 819 元，普五商场供货价 809 元，零售价 899 元
2017.3	泸州老窖	国窖 1573 计划外价格提至 680 元/瓶，窖龄 30 年和老字号特曲出厂价上调至 218 元
2017.4	古井贡酒	年份原浆献礼版出厂价上调 2.5 元，五元零售价上调 10 元
2017.5	五粮液	普五一批发要求不低于 809 元
	泸州老窖	窖龄 30 年出厂价上调 10 元，执行全品奖项计划配额售卖制度
	山西汾酒	汾酒青花 20 年出厂价每瓶上涨 20 元，并对青花 30 年进行产品升级与原产品价格区隔离
2017.6	五粮液	普五计划外价格上调至 809 元，新招经销商按照该价格供货

提价时间	白酒品牌	主要内容
	洋河股份	海之蓝和天之蓝终端供货价分别上调 10 元和 20 元
2017.7	泸州老窖	窖龄 30 年和 60 年出厂价上调 10 元
	水井坊	典藏、井台和臻酿 8 号出厂价每瓶分别上涨 15、10、10 元
	泸州老窖	国窖 1573 出厂价上调至 740 元，计划外价格提至 810 元
2017.9	剑南春	10.10 起，52 度水晶剑统一零售价不得低于 398 元/瓶，9.10 起，各经销商对终端供货不得低于 345 元/瓶
	泸州老窖	泸州老窖头曲、二曲、特曲从国庆起停止接受经典装订单
2017.10	泸州老窖	特曲 60 年执行新价格体系，52 度特曲团购价提至 438 元，零售价 480 元；52 度国窖 1573 经典装新零售价 969 元/瓶；老窖 1573 年份酒，5 年价格从 980 元调整到 1180 元；16 年从 5800 元调整到 6990 元
	洋河股份	针对经销商供货价调整，海之蓝上涨 6 元/瓶，天之蓝 9 元/瓶，梦之蓝 20 元/瓶；梦之蓝零售指导价上调 100 元，涨至 1788 元
	今世缘	2017.11.1 起，四开国缘上调 20 元/瓶，对开国缘上调 15 元/瓶，单开国缘上调 10 元/瓶，柔雅上调 10 元，淡雅上调 5 元
	五粮液	10 月 25 日起，五粮液系列酒涨价幅度 10%-20%
2017.11	泸州老窖	11.1 起，泸州老窖调整总经销产品价格，涨幅为 10%-15%；52 度泸州老窖百年计划内结算价 298 元，计划外 308 元，零售价 398 元，最低成交 298 元。38 度泸州老窖百年计划内 248 元，计划外 258 元，零售 368 元，最低 248 元
	郎酒	红花郎 10、15 两款产品价格提升 6%
	老白干	老白干核心产品提价，其中十八酒坊十年、八年在 17 年中秋基础上每件涨价 20 元
	酒鬼酒	红坛酒鬼酒提价 70 元，零售价由 498 元提至 568 元，12.15 实施。
	洋河股份	春节促销期间，梦之蓝预计终端价涨幅达 200-400 元每箱（四瓶装）。
2017.12	沱牌舍得	沱牌舍得核心大单品品味舍得涨价，涉及 52、38、42 度系列，52 度上涨 20 元，终端价达 568 元

资料来源：行业资料

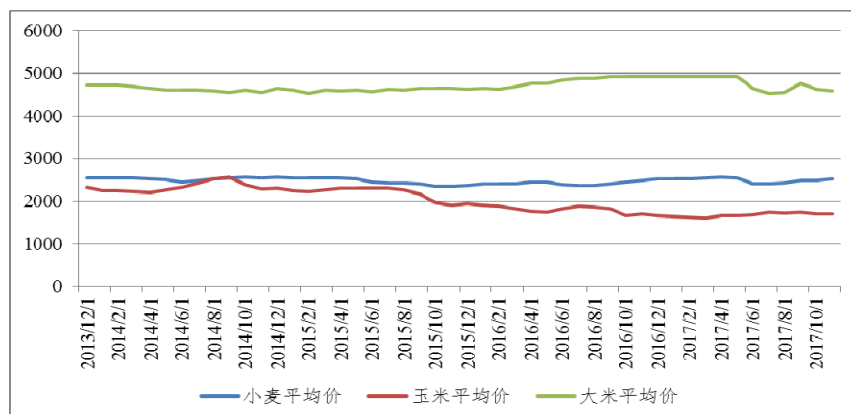
从行业成本构成看，2017 年以来，原辅料成本支出变化相对较小。广告等营销支出有所增加，受消费税率调整影响，白酒行业税金支出压力加重，税费支出呈上升趋势。总体看，高端品牌白酒企业成本消化能力强于中低端品牌白酒企业。

白酒行业成本构成主要由粮食、能源、包装等原辅料成本，广告等销售费用，以及税金等构成。

从原辅料成本看，白酒行业主要原材料由高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等谷物构成，能源成本主要是煤炭，包装物主要为包装用瓶和包装用纸，其价格波动幅度及长期趋势往往对企业的经营产生相当程度的影响。我国政府为保护农民种植利益，促进农产品价格稳定运行，2004 年起开始对小麦、稻谷实施粮食最低收购价制度，并每年保持一定增长幅度，此外我国还对大豆、玉米、油菜籽等农产品实施临时收储政策。2017 年以来，玉米产量受国家对玉米种植面积调减等政策影响有所下降，而下游养殖企业需求有所上升，玉米价格呈增长态势；水稻产量有所减少，从而推动其价格继续保持在高位；小麦价格呈先增后降态势，主要是新季小麦上市所致。2017 年前 11 月玉米、小麦和大米均价较 2016 年全年均价分别下降 0.30%、增长 2.06% 和下降 6.71%。煤炭价格和包装物价格较上年同期均有不同程度上涨。整体看，原辅料价格呈稳中有升态势，对白酒行业的成本上升影响较一般。



图表 8. 原料价格变化情况



数据来源：WIND

从广告等销售费用看，中国白酒行业经过近三年的调整，告别爆发式增长，进入理性发展和消费时代。调整后的白酒行业更加注重互联网思维，在媒介投放上也有策略上的调整。虽然白酒行业的重头依然放在央视和五大卫视的硬广方面，但是越来越多的品牌将软性植入也纳入自己的投放版块，并且不断增加这方面的投入。从整体支出看，2016年1-9月白酒行业上星频道广告花费约为51.7亿，2017年1-9月骤增至近96亿，同比增长85.7%；央视占比方面，2016年1-9月旗鼓相当，2017年1-9月央视投放量有所下降；从分月支出看，2017年1-9月较2016年同期，均上涨明显。今年以来各大一线名酒以及省区龙头品牌的核心产品广告相继登录央视，大众再次感受到了曾经央视标王的风采。受益于行业整体上行的大环境，特别在品牌打造重新成为名酒企业重头戏之后，在消费者为核心驱动力的新趋势下，持续的品牌渗透是企业能够获得长久生命力的关键。同时，随着高端/次高端产品的回暖，抢先占领央视、省卫视等平台资源有利于为品牌提供价值认同感和口碑影响力。

从税金变化看，2017年，国家税务总局发布《国家税务总局关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知》（税总函〔2017〕144号），自2017年5月1日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由50%至70%统一调整为60%，白酒企业消费税中从价部分合理征收比例为销售收入的12%。由于过去消费税在生产环节征收，以及各地区在实际征收时操作的差异，导致白酒企业的消费税上缴比例不一。总体来看，消费税调整对白酒行业税金支出负担进一步加大。但高端酒品牌力较强，产品提价空间较大且产品利润率较高，因此消费税提升对净利润增速的影响相对较小，且容易通过提价消除部分影响；而对中低端白酒企业的盈利能力造成较大影响。消费税改革或将加速行业分化，从而影响企业的信用质量。

**从行业竞争格局看，高端白酒受益行业复苏和消费升级最为显著，茅台、五粮液等基本垄断高端酒市场，行业地位更加稳固。中低端白酒市场份额面临被逐步挤压蚕食的风险，行业品牌分化加剧。行业重组情况增多，行业集中度进一步提高。**

国内高端白酒主要是价格在600元以上档次酒，主要以茅台、五粮液、以及国窖1573为代表。300-500元档次的为次高端酒，以水井坊、舍得为代表。100-300元价格为中端酒，以洋河、古井为代表。30-100元为中低端酒，以牛栏山和红星为代表。

高端白酒作为高端社交场合的润滑剂，有其特有的刚性需求。尽管政务消费需求的萎缩对高端白酒的打击很大，但高端商务和个人需求依旧存在，同时对品质和品牌提出更高的要求，推进高端白酒回归消费本质。经过三年的深度调整，白酒行业逐步复苏，高端白酒市场也开始回暖，同时重新完成洗牌，出现明显分化。茅台、五粮液、国窖1573

凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，销量和价格也有明显的回升。二线品牌高端白酒较多依赖当地的政务消费，由于缺乏相应的品牌力和品质的支撑，高价难以维持，纷纷降价进入 300-500 元的次高端市场，试图通过差异化和满足消费者多元化情感需求来竞争。2012 年除茅五外，其它品牌合计在高端白酒市场份额占比为 29%，到 2015 年降至 5% 以内，目前绝大多数的二线白酒品牌都退出高端市场的竞争。此轮白酒调整，理顺了白酒市场的价格体系，价格畸形的市场得到明显改善。从一线白酒经营情况看，上市公司贵州茅台酒股份有限公司（简称“贵州茅台”）2015 年、2016 年和 2017 年前三季度，分别实现营业收入 334.46 亿元、401.55 亿元和 444.87 亿元，同比分别增长 3.82%、20.06% 和 61.58%；分别实现利润总额 164.54 亿元、179.30 亿元和 213.61 亿元，同比分别增长 0.55%、8.89% 和 57.96%。2017 年 9 月末货币资金余额 809.64 亿元，预收账款余额为 174.71 亿元，剔除预收账款后资产负债率 19.88%，2017 年 1-9 月经营活动现金净流量 227.86 亿元。上市公司宜宾五粮液股份有限公司（简称“五粮液”）2015 年、2016 年和 2017 年前三季度，分别实现营业收入 216.59 亿元、245.43 亿元和 219.77 亿元，同比分别增长 3.08%、13.32% 和 24.17%；分别实现利润总额 82.87 亿元、93.37 亿元和 96.94 亿元，同比分别增长 3.39%、12.67% 和 37.97%。2017 年 9 月末货币资金余额 370.09 亿元，预收账款余额为 49.25 亿元，剔除预收账款后资产负债率 15.21%，2017 年 1-9 月经营活动现金净流量 60.93 亿元。茅台和五粮液 16 和 17 年前三季度收入合计分别占 19 家白酒上市和发债企业收入合计的 49.02% 和 52.75%；利润总额合计占 19 家企业合计的 53.65% 和 56.07%。占据了上市和发债白酒企业的半壁江山，寡头垄断优势明显，行业地位较为稳固。

与此同时，部分全国性酒企通过多品牌布局，渠道下沉不断挤压和蚕食中低端酒企的市场份额，使中低端酒企竞争环境加剧，由于缺乏有效的竞争手段，部分企业经营持续下滑甚至亏损。如上市公司安徽金种子酒业股份有限公司在安徽市场处于低端品牌定位，面临同质化竞争严重，2013 年以来收入和利润逐年下滑，面临很大的转型压力。上市公司安徽迎驾贡酒股份有限公司以中低端为主的产品结构面临大中品牌酒企市场挤压，2017 年二季度以来，经营业绩同比出现较大下滑。甘肃皇台酒业股份有限公司持续亏损资不抵债正进行重大资产重组。总体来看，白酒行业品牌分化趋势逐步显现，得益于消费结构的转型，高端品牌的白酒企业产品销量和销售价格得以快速增长，但中低端品牌的市场面临挤压，品牌分化有所加剧。

在行业回暖背景下，白酒行业并购重组事件增多。2016 年 2 月，劲酒公司以 1.7 亿元收购贵州台轩酒业 95% 股权。2016 年 4 月，古井贡酒以 8.16 亿元并购武汉黄鹤楼酒业 51% 股权。2016 年 6 月，洋河股份以 1.93 亿元收购贵州贵酒全部股份。2017 年 4 月，老白干通过定增和现金支付收购丰联酒业全部股权。与此同时，2015 年以来国家号召国企改革以来，白酒作为竞争性行业，同时又是国企分布较多的行业，成为改革阻力最小的方向，已完成老白干、五粮液、沱牌舍得等企业的改制。行业兼并重组和国企的混合所有制改革将有助于白酒企业拓展市场渠道，优化产品结构，稳定管理团队和吸收优秀的经销商，增强企业活力。

综上，2017 年饮料行业受益居民人均可支配收入增长和消费持续升级，行业景气度持续回暖，回暖进程结构化特征较显著。饮料子行业中，白酒行业受益高端及次高端白酒消费需求提升，推动具有优质产能企业的销量增加和产品提价，行业收入利润同比大幅增加，2017 年以来行业景气度提升较快。龙头企业对行业收入利润贡献度进一步增强，垄断优势突出。市场竞争程度提高，消费税征收政策调整增加成本负担，行业并购重组增多，拥有低端产能相关企业的经营压力逐步加大，行业风化有所加大。

## 行业样本数据分析

主要选取发债和上市较集中的白酒行业进行样本数据分析，共选取 19 家白酒公司，其中有 8 家发债企业为上市白酒企业的母公司或控股公司，白酒业务都在上市公司层面，集团主要经营和投资白酒以外的业务，为避免重复，统一采取上市公司作为样本。

**2017 年行业回暖以来，白酒行业营业收入保持持续增长。受益高端和次高端白酒企业产品提价和销量增长，行业盈利能力得到较大提高。行业销售回款情况良好，经销商补库存积极，带动样本企业应收账款和存货产成品减少，经营活动现金流保持大额净流入，现金大幅增加，企业借款意愿下降，债务规模较小，资本结构优化，偿债能力增强。**

从营收状况看，受益行业景气回升，白酒行业营业收入自 2015 年起持续增长，2015 年~2017 年前三季度，样本企业营业总收入分别为 1159.78 亿元、1319.80 亿元和 1259.94 亿元（17 年化：1606.60 亿元），同比分别增长 6.06%、13.80% 和 29.47%（17 年化：21.73%）。2016 年以来营业收入增速大幅提升，并明显好于饮料行业其它子行业，这主要是因为白酒行业受益消费升级最为显著，特别是 2016 年和 2017 年高端及次高端白酒产品提价销售，带动收入提速。从结构看，全国及区域龙头企业收入增速明显高于中低端白酒企业，行业呈现分化态势。茅台作为高端白酒龙头，量价齐升，2016 年和 2017 年前三季度收入增长率分别为 20.06% 和 61.58%，远超行业平均水平。次高端品牌中，水井坊受益提价效应收入增速迅猛，2016 年和 2017 年前三季度收入增速分别为 37.61% 和 85.18%，大幅超越行业平均增幅。中低端品牌企业由于产品同质化竞争，企业缺乏有效竞争优势，分化较大。其中顺鑫农业、迎驾贡酒、金徽酒、青青稞酒等公司 2016 年以来收入增速较低，分别为 11.47%、3.81%、8.02%、5.39%。2017 年前三季度收入增速呈下降趋势，分别为 9.54%、2.11%、1.63%、-9.17%。金种子酒收入长期处于下滑状态，2016 年和 2017 年前三季度收入增速分别为-16.89% 和-19.98%。

从盈利情况看，在行业收入增长的同时，受益行业高端酒和次高端酒提价和销量增长，白酒行业盈利水平也实现持续提升，特别是 2017 年以来行业盈利规模实现大幅增长，盈利能力显著提高。2016 年，样本企业实现营业利润、利润总额、净利润合计分别为 509.25 亿元、508.17 亿元、379.92 亿元；2017 年前三季度，分别为 554.37 亿元、553.79 亿元、413.72 亿元（2017 年化：672.54 亿元、671.33 亿元、503.73 亿元）；17 年前三季度营业利润、利润总额、净利润合计实现增长 41.75%、41.77%、42.71%（2017 年化：32.06%、32.11%、32.59%），增速分别提高 29.94%、30.23%、31.67%（2017 年化：20.25%、20.57%、21.55%）。从盈利规模分布看，净利润 100 亿元以上为贵州茅台一家，2016 年和 2017 年前三季度净利润分别为 179.31 亿元和 213.61 亿元；净利润在 50 亿元以上到 100 亿元为五粮液和洋河股份二家，其中五粮液 2016 年和 2017 年前三季度净利润分别为 70.57 亿元和 72.65 亿元，洋河股份分别为 58.05 亿元和 55.73 亿元。净利润在 10 亿元以上到 50 亿元为泸州老窖一家，16 年和 17 年前三季度净利润分别为 19.50 亿元和 20.51 亿元。剩余 16 家企业净利润规模均不足 10 亿元，其中皇台酒业为持续亏损资不抵债企业，目前处于重大资产重组中。净利润前 4 大企业（贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖）净利润加总在白酒样本企业净利润中的占比达到 85.15% 和 87.61%。

从期间费用开支情况，受消费税等税收政策调整影响，样本企业税金支出增长较快，在营业收入中占比呈逐年上升趋势。期间费用中，销售费用与收入增长保持同步，影响不

大；管理费用支出较低且年度变动幅度很小；受行业低债务率运营支持，财务费用体现为利息收入。总体看，白酒行业对成本费用消化能力很强。

**图表 9. 白酒样本量汇总营收及盈利情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	1159.78	1319.80	1606.60
营业利润	455.46	509.25	672.54
利润总额	455.58	508.17	671.33
净利润	342.13	379.92	503.73
销售毛利率 (%)	69.68	71.26	74.05
销售净利率 (%)	29.50	28.79	31.35
净资产收益率 (年化)	19.66	19.41	22.93
总资产报酬率 (年化)	19.65	18.40	19.96

注：新世纪评级整理，2017 年为 16Q4-17Q3 数据，下同

**图表 10. 白酒样本量费用支出情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
销售费用/营业收入 (%)	12.98	13.28	7.79
管理费用/营业收入 (%)	9.49	8.97	7.79
财务费用/营业收入 (%)	-0.79	-0.55	-0.62
税金及附加/营业收入 (%)	9.66	11.78	12.93

资料来源：新世纪评级整理

从运营效率看，2017 年以来受益于行业景气回升和经销商去库存完成，白酒市场终端销售情况增长较快，传导经销商备货意愿持续增强，白酒企业对经销商议价能力增强，销售收入和预收账款大幅增加，行业应收账款周转天数、存货周转天数逐级下降，在销货规模增长带动下，应付账款周转天数也同时下降，推动净营业周期减少，行业运营效率较 2016 年显著提升。

**图表 11. 白酒样本量运营效率情况 (单位：天)**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
存货周转天数	621.48	631.35	448.16
应收账款周转天数	1.91	1.86	1.22
应付账款周转天数	60.84	69.85	59.40
净营业周期	562.55	563.36	389.99
固定资产周转率	3.19	3.23	3.66
总资产周转率	0.50	0.48	0.51

资料来源：新世纪评级整理

从债务状况看，2017 年前三季度样本企业总负债规模基本与 2016 年末持平，主要是销售和回款情况良好，企业现金回款持续增加，债务融资需求下降，偿还借款压缩债务需求规模。样本企业总负债中占比较大为预收账款、应交税费、其他应付款三个科目，银行借款和应付债券等刚性债务占比很小。预收账款主要为预收经销商的货款，其他应付款主要为经销商保证金和风险金，应交税费主要为各种税费，都受到销售情况的影响。2017 年以来，由于样本企业结转销售收入较多，预收账款余额有所下降，但仍保持很大金额。同时，样本企业归还了部分长期借款和应付债券，使中长期带息债务余额有所下降，整体带息债务余额同 2016 年末基本持平。同时，样本企业货币资金充裕，对刚性债务的覆盖能力很强。总体看，行业低杠杆运行，偿债能力很强。

**图表 12. 白酒样本量偿债能力和资本结构**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期带息债务 (亿元)	145.79	185.82	188.63

项目	2015 年	2016 年	2017 年
长期带息债务（亿元）	37.84	32.56	31.69
速动比率	1.88	1.76	1.97
现金比率	1.68	1.53	1.74
经营活动产生的现金流量净额/带息债务	1.92	3.07	2.34
已获利息倍数（EBIT/利息费用）	158.93	178.14	516.92
剔除预收账款后的资产负债率	21.41	22.36	21.74
资本固定化比率	36.60	34.82	32.21

资料来源：新世纪评级整理

从现金流量看，由于白酒行业销售模式主要采取以经销商为主的销售模式，白酒企业对渠道和经销商掌控能力一般很强，经销商预付货款的情况比较普遍，因此白酒行业的现金流情况一贯比较好。从 2017 年情况看，由于终端销售放量增长，白酒样本企业保持了良好的经营活动现金流水平，销售商品提供劳务收到现金增加较快，营业收入现金率保持好高水平。经营活动现金支出中，支付的各项税费增加较快，主要受到消费税率提高的影响。经营活动现金净流量保持较大的净流入规模，对债务偿付的保障能力很强。投资性现金流呈小幅净流出状态，主要是投资支付现金支出影响，主要用于购买理财、行业并购等的支出。筹资活动现金主要以偿还债务，分配股利和偿付利息为主，呈净流出状态。总体看，样本企业白酒主业获现能力强，现金流量充沛。

图表 13. 白酒样本企业现金流量情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	352.12	669.90	515.35
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-95.58	-120.29	-117.64
营业收入现金率（%）	114.31	132.76	113.40
经营性现金净流入量与流动负债比率	0.55	0.74	0.56
经营性现金净流入量与负债总额比率	0.51	0.70	0.53
非筹资性现金净流入量与流动负债比率	0.40	0.61	0.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率	0.37	0.58	0.41

资料来源：新世纪评级整理

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>1</sup>

### 主体信用等级分布

从行业内已发债企业来看，发债企业主要为行业中龙头企业，发行人整体信用质量主要集中在 AAA 和 AA 级。2017 年 1~11 月，饮料制造行业公开发行债券主体共计 8 家，其中 AAA 级主体 4 家，AA+级主体 1 家，AA 级主体 3 家；截至 2017 年 11 月末，饮料制造行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 15 家，其中 AAA 级主体 5 家，AA+级主体 2 家，AA 级主体 7 家，A 级主体 1 家。具体情况详见附录一。

图表 14. 饮料制造行业主体信用等级分布（截至 2017 年 11 月末）

发行主体信用等级	2017 年 1~11 月 <sup>2</sup>	截至 2017 年 11 月末 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体信用等级分布时剔除了重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

<sup>2</sup> 2017 年 1~11 月，饮料行业在公开发行债券市场新发行债券的发行主体中，1 家主体存在双评级情况，但双评级别别不存在差异（表中仅计入 1 次）。

级	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	4	50.00	5	33.33
AA+	1	12.50	2	13.33
AA	3	37.50	7	46.67
A	—	—	1	6.67
合计	8	100.00	15	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 主体信用等级迁移

2017 年 1~11 月，饮料制造行业发生级别迁移的公司有 3 家，均为上调级别，不存在展望变动情况。具体看，2017 年 1 月 25 日，中诚信国际将泸州老窖集团有限责任公司主体信用等级由 AA+/稳定升至 AAA/稳定，主要考虑其窖池和基酒资源突出、品牌价值高；白酒主业发展持续向好，利润水平稳步提升；金融资产优质，为主业实现有益补充；政府支持力度较大，现金分红稳定，整体竞争实力突出。2017 年 7 月 28 日，大公国际将宿迁产业发展集团有限公司主体信用等级由 AA+/稳定升至 AAA/稳定，主要考虑其公司是宿迁市主要的产业类投融资主体，继续得到政府多方面支持，2016 年白酒业务收入及利润增长较快，盈利能力继续提升，白酒业务在行业内竞争力很强，公司经营性净现金流继续增长，对债务的保障能力仍很强等有利因素。2017 年 7 月 28 日，大公国际将江苏洋河集团有限公司主体信用等级由 AA+/稳定升至 AAA/稳定，主要考虑地方政府仍为公司发展提供了良好的区域环境，公司仍具有很高的品牌知名度，2016 年营业收入位居行业第三，利润总额及净利润规模仍较大，且盈利能力持续提升，白酒产品销售均价增长及经营性净现金流对债务和利息的保障程度仍很强等有利因素。具体主体信用等级迁移情况详见附录二。

图表 15. 饮料制造行业主体信用等级迁移情况

2017 年 11 月末		AAA	AA+	AA	A
2016 年末	AAA	4	-	-	-
	AA+	3	2	-	-
	AA	-	-	7	-
	A	-	-	-	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 样本企业主要债券品种利差分析<sup>4</sup>

由于饮料制造企业目前发债主体数量相对较少，2017 年 1~11 月，饮料制造企业合计发行 1 支短期融资券、3 支中期票据和 7 支公司债，具体发行利差情况详见附录三。

#### 1. 短期融资券

2017 年 1~11 月，饮料制造行业内仅安徽古井集团有限责任公司发行 1 支短期融资券，发行利差为 143.46BP。

图表 16. 饮料制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值

<sup>3</sup> 截至 2017 年 11 月末，饮料行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体中，5 家主体存在双评级情况，其中 4 家企业双评级级别不存在差异（表中仅计入 1 次），1 家企业双评级级别存在差异（表中计入 2 次），具体参见附录一。

<sup>4</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA+	1	143.46	143.46

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2. 中期票据

2017 年 1~11 月，饮料制造行业内仅 2 家企业发行中期票据 3 支。安徽古井集团有限责任公司主体信用等级为 AA+，其发行 3 年期中期票据发行利差为 128.55BP；今世缘集团有限公司主体信用等级为 AA，其发行两期 5 年期中期票据发行利差分别为 251.92BP 和 252.39BP。

图表 17. 饮料制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA+	1	128.55	128.55
5 年	AA	2	[251.92,252.39]	252.16

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 3. 公司债券

2017 年 1~11 月，饮料制造行业内 5 家企业发行公司债券 7 支，其中 3 年期 2 支、5 年期 2 支、9 年期 1 支和 10 年期 2 支。从发行人发行时主体信用等级与其发行利差来看，发行人主体信用等级越高，其发行利差越小，符合市场预期。

图表 18. 饮料制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	2	[392.58,395.30]	393.94
5 年	AAA	1	105.39	105.39
	AA	1	336.09	336.09
9 年	AAA	1	98.32	98.32
10 年	AAA	2	[125.80,148.32]	137.06

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

从外部环境看，2017 年前三季度，我国居民人均可支配收入增幅加快，城乡收入差距继续缩小，白酒消费量上升，白酒企业收入增长加快，盈利大幅回升，现金回笼能力增强，资产周转效率提升，财务杠杆保持较低水平，信用质量稳中趋强。2018 年我国将继续深化供给侧改革，适度扩大总需求，调整和优化经济结构，加快产业升级，加快城镇化发展。预计我国经济将呈现出稳中向好发展态势，并且在中长期仍将保持中高速增长态势。国民收入将持续增长，扩大内需和消费升级不断深化，白酒行业整体信用质量有望保持稳中有升的态势。

从行业结构看，受消费转型升级影响，白酒行业“挤压式”增长趋势或将日益明显，内部信用质量存在分化。拥有强大品牌影响力和优良产品品质的行业龙头和区域龙头企业，具备产品定价权和经销渠道优势，在行业竞争中处于强势地位，并运用资金优势进行收购兼并，拓展产品种类和市场，其信用质量将明显增强。但对于定位低端品牌白酒

企业而言，市场份额将逐步被高中端白酒企业蚕食，面临较大的转型升级压力，企业信用质量呈下降态势。

从税收政策看，国家酝酿烟酒类产品消费税改革对行业影响较大。若酒类行业的消费税上调，对于拥有良好的客户粘性和丰富销售渠道的高端白酒企业来说，其税负可向经销商和消费者转移。但对于低端白酒企业，酒类消费税改革后或将加重其负担，白酒行业内信用质量或将进一步分化。

从消费政策看，尽管公务消费占比逐年走低，但是 2017 上半年安徽省还是出台了“禁酒令”，打压“三公消费”力度继续加大。未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，或将间接影响商务消费以及民间消费。

从销售渠道看，在互联网发展的时代背景下，酒类通过电商平台线上销售的规模不断提高，2013 年~2016 年酒类电商行业交易规模分别为 73 亿元、110 亿元、180 亿元、305 亿元左右。2017 年酒类电商销售收入预计可达 600 亿元。目前白酒企业的销售渠道正往线上电商方向拓展，进一步提升白酒企业销售渠道的多元化和分散度。在白酒行业集中度未来将提升的背景下，丰富多元化的销售渠道将保证企业的市场渗透能力。

总体来看，白酒行业受益居民可支配收入增加和消费持续升级，行业持续回暖，2017 年以来行业收入利润同比大幅增加，行业景气度提升较快，整体信用质量稳中有升。受益高端及次高端白酒消费需求提升，龙头企业对行业收入利润贡献度进一步增强，垄断优势突出。在政策引导、需求变化以及渠道发展的影响下，行业内部信用质量持续分化。具有较强客户粘性、稀缺品牌资源及优质销售渠道的白酒企业，其信用质量将会明显强于行业其他竞争企业。



## 附录一

## 饮料制造行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4-2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
贵州茅台酒股份有限公司	---	---	1277.80	883.81	30.83	827.95	119.24	2.66	571.09	259.61	248.57	277.03
宜宾五粮液股份有限公司	---	---	660.83	518.51	21.53	474.43	4.44	4.20	288.22	90.25	91.74	72.27
泸州老窖股份有限公司	---	---	179.72	147.91	17.70	98.57	0.00	4.32	97.03	24.49	26.26	30.38
江苏洋河酒厂股份有限公司	---	---	395.54	284.49	28.08	19.17	0.30	2.34	193.94	68.72	84.83	61.84
安徽古井贡酒股份有限公司	---	---	99.95	64.68	35.29	15.75	0.55	1.73	68.56	10.87	13.64	11.52
山西杏花村汾酒厂股份有限公司	---	---	85.76	51.98	39.39	37.04	3.38	1.75	58.60	10.29	10.40	8.48
四川水井坊股份有限公司	---	---	24.73	14.88	39.83	8.45	1.27	1.87	18.53	3.19	2.96	4.88
四川沱牌舍得酒业股份有限公司	---	---	43.32	24.30	43.90	10.47	9.50	1.84	16.05	1.20	2.54	4.86
安徽口子酒业股份有限公司	---	---	66.05	48.72	26.23	14.54	3.39	2.70	32.10	9.72	11.46	11.46
江苏今世缘酒业股份有限公司	---	---	65.65	51.53	21.50	12.38	0.59	3.20	28.87	8.84	10.78	10.32
安徽迎驾贡酒股份有限公司	---	---	52.09	38.96	25.20	5.56	1.60	2.84	30.83	6.38	10.30	5.61
河北衡水老白干酒业股份有限公司	---	---	28.99	16.64	42.62	10.63	0.00	1.75	25.12	1.45	2.53	1.29
北京顺鑫农业股份有限公司	AA/稳定	联合信用	177.34	70.06	60.49	39.45	74.03	1.73	112.67	4.43	10.12	8.26
新疆伊力特实业股份有限公司	---	---	26.16	20.81	20.45	12.56	0.00	4.00	17.92	3.03	4.17	4.02
酒鬼酒股份有限公司	---	---	23.65	19.46	17.71	3.94	0.04	4.05	7.72	1.51	1.59	1.70
金徽酒股份有限公司	---	---	21.29	17.51	17.75	2.93	0.15	1.95	12.93	2.38	3.51	2.32
青海互助青稞酒股份有限公司	---	---	27.89	24.96	10.51	2.82	0.00	4.44	13.42	1.26	3.45	1.09
安徽金种子酒业股份有限公司	---	---	30.51	22.49	26.27	10.72	0.91	2.80	12.28	0.13	0.11	-2.46
甘肃皇台酒业股份有限公司	---	---	3.68	-0.22	106.10	0.02	0.84	0.56	0.70	-0.85	-0.89	0.47

注：年度 EBITDA 为 2016 年度数据；

## 附录二

## 饮料制造行业样本企业信用质量

(略)

## 附录三

## 2017 年 1~11 月饮料制造行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级 及展望	最新 评级日期	2016 年末主体等 级及展望
泸州老窖集团有限责任公司	中诚信国际	AAA/稳定	20170125	AA+/稳定
江苏洋河集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	20170728	AA+/稳定
宿迁产业发展集团有限公司	大公国际	AAA/稳定	20170728	AA+/稳定

## 附录四

## 2017 年 1~11 月饮料制造行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限 (年)	发行时主体信 用等级	发行主体	发行利差 (BP)
短期融资券	1 年	AA+/稳定	安徽古井集团有限责任公司	143.46
中期票据	3 年	AA+/稳定	安徽古井集团有限责任公司	128.55
中期票据	5 年	AA/稳定	今世缘集团有限公司	251.92
中期票据	5 年	AA/稳定	今世缘集团有限公司	252.39
公司债券	3 年	AA/稳定	维维集团股份有限公司	392.58
公司债券	3 年	AA/稳定	维维集团股份有限公司	395.30
公司债	5 年	AAA/稳定	泸州老窖集团有限责任公司	105.39
公司债券	5 年	AA/稳定	洛娃科技实业集团有限公司	336.09
公司债	9 年	AAA/稳定	江苏洋河集团有限公司	98.32
公司债	10 年	AAA/稳定	江苏洋河集团有限公司	148.32
公司债	10 年	AAA/稳定	宿迁产业发展集团有限公司	125.80