

泸州老窖股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第一期）、2020 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1084 号

泸州老窖股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 老窖 01”和“20 老窖 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 老窖 01”和“20 老窖 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司白酒产业资源优势、产能进一步优化升级、酒类产品结构进一步优化、经营业绩稳步发展及公司偿债能力极强等因素均对未来发展起到了良好支撑。同时，中诚信国际也关注到中高端白酒市场竞争加剧、新冠肺炎疫情对公司经营造成一定不利影响等因素对其经营及整体信用状况的影响。

概况数据

泸州老窖（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	226.05	289.20	350.09	371.08
所有者权益合计（亿元）	171.24	195.55	231.82	253.56
总负债（亿元）	54.81	93.65	118.27	117.52
总债务（亿元）	0.00	24.91	41.81	41.05
营业总收入（亿元）	130.55	158.17	166.53	50.04
净利润（亿元）	35.10	46.42	59.59	21.80
EBIT（亿元）	47.23	62.43	81.29	--
EBITDA（亿元）	48.87	64.11	84.38	--
经营活动净现金流（亿元）	42.98	48.42	49.16	13.10
营业毛利率(%)	77.53	80.62	83.05	86.04
总资产收益率(%)	22.30	24.23	25.43	--
资产负债率(%)	24.25	32.38	33.78	31.67
总资本化比率(%)	0.00	11.30	15.28	13.93
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.39	0.50	--
EBITDA 利息倍数(X)	75.54	45.92	31.76	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告和 2021 年一季度未经审计的财务报告整理。

正 面

■ **维持白酒产业资源优势，产能进一步优化升级。**公司拥有我国建造最早、连续使用时间最长、保存最完整、窖口最多的老窖池群，储存的基酒价值极高，“国窖 1573”、“老窖特曲”等产品具有突出的品牌影响力。跟踪期内，随着酿酒工程技改项目陆续转固，公司产能实现优化升级。

■ **产品结构进一步优化，经营业绩稳步提升。**跟踪期内，公司

通过品牌瘦身、聚焦中高端产品，经营业绩保持稳步增长态势，行业排名靠前。2020 年公司营业总收入同比增长 5.29%；净利润同比增长 28.37%。

■ **继续保持极强的偿债能力。**跟踪期内，由于公司加大在建项目投入，债务规模有所增长。但杠杆水平仍然较低，且受益于公司良好的盈利和获现能力以及充裕的货币资金储备，公司偿债能力保持极强的水平。

关 注

■ **中高档白酒市场竞争加剧。**在高端白酒价格快速上涨以及消费升级驱动下，传统中高端酒企深耕市场，加之二线名酒产品升级向上突破，导致中高端白酒市场竞争激烈，中诚信国际对此予以关注。

■ **新冠肺炎疫情对公司经营存在不确定性影响。**2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，餐饮消费受限对白酒短期需求产生一定压力。受此影响，公司收入利润增速有所下滑。

评级展望

中诚信国际认为，泸州老窖股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**市场需求超预期下行；出现严重的食品安全风险事件；经营业绩大幅下滑；债务规模大幅增加导致偿债能力下滑等。

同行业比较

2020 年部分白酒企业指标对比					
公司名称	酒类产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
茅台集团	7.52	2,780.23	23.31	1,142.48	551.19
老窖集团	11.14	1,566.78	68.70	546.88	84.09
泸州老窖	11.14	350.09	33.78	166.53	59.59

注：“茅台集团”为“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”简称；“老窖集团”为“泸州老窖集团有限责任公司”简称；“泸州老窖”为“泸州老窖股份有限公司”简称。资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 老窖 01	AAA	AAA	2020/06/28	25.00	25.00	2019/8/28~2024/8/28（3+2）	利率条款,票面利率选择权,回售条款
20 老窖 01	AAA	AAA	2020/06/28	15.00	15.00	2020/3/17~2025/3/17	利率条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2019年8月28日，公司发行“19老窖01”，期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金25.00亿元，债券余额为25.00亿元。“19老窖01”募集资金拟用于酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目。截至2020年末，“19老窖01”的募集资金已累计使用21.73亿元。

2020年3月17日，公司发行“20老窖01”，期限为5年，募集资金15.00亿元，债券余额为15.00亿元。“20老窖01”募集资金拟用于酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目。截至2020年末，“20老窖01”的募集资金已累计使用1.31亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超

疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性或不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财

政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

近年来大众消费逐步成为白酒消费的主要方式，人均可支配收入的提升和消费升级成为影响白酒销量的重要因素，疫情对各白酒企业的影响程度有所不同

白酒是我国特有的酒种。白酒按香型分类，可以分为浓香型（也称泸香型，以五粮液、泸州老窖和古井贡酒为代表）、酱香型（也称茅香，以茅台为代表）、清香型（也称汾香型，以汾酒为代表）的三大香型，还有兼香型（浓酱结合）、凤香型（西凤酒）等。三大香型白酒都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经长时间发酵而成，最后用“甑”蒸馏而成原酒，原酒经过长时间储存老熟，经勾调后成为

出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的70%。

2012年以来，受“勾兑门”及“塑化剂”等行业负面事件以及中央出台“八项规定”、限制“三公”消费等因素影响，高档白酒需求迅速下滑，行业进入调整期。目前白酒行业已进入平稳发展时期，根据中国酒业协会数据，2020年全国白酒产量为740.73万千升，同比下降2.46%。

从需求结构来看，随着国家严控“三公”消费，政务商务白酒消费量大幅下降，个人消费需求占比不断提高，人均可支配收入和消费习惯成为影响白酒市场需求和价格变动的重要驱动因素。受益于我国居民收入水平的持续提升，加之白酒厂商加大高档系列产品布局，白酒消费结构不断调整升级，逐步完成由中低档向中高档产品消费的转换。同其他国家相比，目前我国人均烈酒年消费量约为4.34升，超过世界平均水平约3升左右，然而我国中低档白酒消费量占比较高，600元/升的白酒消费量占比仅为1.6%，200~600元/升的消费量占比2.4%，合计4%；相比德国、法国的高档伏特加酒消费量占比分别达到12.5%和9.4%，我国高档白酒市场仍有较大发展潜力，随着人均可支配收入的增长，市场有望进一步扩大。

长期以来，在国家发改委的产业目录中，白酒始终作为限制类产业，在生产经营许可、异地生产、产业拓展审批等方面予以严格限制，但自2020年1月1日起《产业结构调整指导目录（2019年本）》施行，第二类的“限制类”产业中去掉了白酒产业，这意味着白酒产业已不再是国家限制类产业，中诚信国际将对行业准入门槛放宽的后续影响保持关注。

2020年以来，受新冠病毒疫情影响，上市公司白酒板块内主营中低档白酒产品的企业业绩下滑较为明显，而同期主营高档白酒的企业营收同比增长11.1%，毛利率同比增长0.48%，实现了销售规模和盈利能力的平稳增长。2021年春节期间白酒销

销售业绩迎来开门红，整体来看高档酒动销略超预期，个别高档白酒品牌出现供不应求现象。因 2020 年一季度基数较低，若同 2019 年一季度相比，2021 年一季度白酒行业营收增速为 23.83%。

近年来白酒行业品牌集中度不断提升，企业间业绩分化持续扩大，产品差异化竞争趋势明显

从白酒行业发展趋势来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。2016年以来，随着个人消费占比逐步提高，市场景气度回暖，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等先后调高其高档白酒销售价格，中高档白酒市场持续向好。根据中国酒业协会数据，2020年全国规模以上白酒企业实现销售收入5,836.39亿元，同比增长4.61%；实现利润总额1,585.41亿元，同比增长13.35%。

行业集中度方面，目前国内白酒行业整体集中度较低，但受品牌形象积累、产能受限以及渠道拓展等因素影响，高档酒进入门槛相对较高。以贵州茅台、五粮液和泸州老窖为代表的少数兼具品牌、质量、历史文化底蕴的白酒生产企业占据了高档白酒70%左右的市场份额。高档酒销量占行业总销量的比重虽低，但贡献了整个行业约一半的利润。2020年在产品结构升级的推动下，贵州茅台、五粮液及泸州老窖作为高档白酒企业，总营收增速达到11.1%。同期主营次高档和中低档白酒的酒企受疫情影响较为严重，总营收增速分别为-0.99%和-3.16%，其中一些酒企为应对疫情压力，积极减少库存并疏通销售渠道。目前，中档酒市场除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河等品牌的中端产品外，还包括山西汾酒、古井贡酒、剑南春、水井坊等品牌产品，市场竞争较为激烈。低档酒市场则由于进入门槛较低，业内企业数量庞大，竞争十分激烈，并以地方性酒企为主，且由于电商等新渠道对传统市场的冲击，低档白酒市场竞争愈发激烈，部分企业或面临生存压力。

表 1：部分白酒上市公司收入及盈利情况（亿元、%）

2020 年	营业总收入	同比增速	净利润	同比增速
--------	-------	------	-----	------

贵州茅台	979.93	10.29	495.23	12.63
五粮液	573.21	14.37	209.13	14.73
洋河股份	211.01	-8.76	74.85	1.34
泸州老窖	166.53	5.28	59.59	28.57
山西汾酒	139.90	17.76	31.16	51.70
古井贡酒	102.92	-1.20	18.48	-14.37

资料来源：中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着大众白酒消费档次的逐步提高，白酒龙头企业的行业地位更加稳固，同时高档白酒较大的盈利空间激发了更多白酒企业通过产品结构转型升级的战略加入到高档白酒的市场竞争，这使高档白酒的市场竞争愈演愈烈。另外，2020年受疫情影响，白酒行业增速下滑，而2021年宏观经济形势较为理想，同时白酒企业在高档和次高档产品上发力较密集，为未来需求的释放打下了较好的产品布局。

跟踪期内，公司充分发挥其中高档产品的竞争优势，营收和盈利能力持续增长

跟踪期内，公司保持了其在品牌、窖池、基酒储备以及人才资源等方面的优势。根据“华樽杯”第十二届中国酒类品牌价值评议组委会评测，公司2020年度的品牌价值为1,069.23亿元，位列全国酒企第十一名。早在2013年，公司拥有1,619口百年以上酿酒窖池、16家明清酿酒作坊及三大藏酒洞，一并入选“全国重点文物保护单位”，白酒产业资源优势突出。

跟踪期内，公司基酒产能为17万吨/年，同比保持稳定；截至2020年12月，“酿酒工程技改项目”项目建设完成，工程形象进度达到100%，相关子项目完成质量验收，其他验收、结算工作有序推进，该项目投产后将新增年产优质固态纯粮白酒10万吨、酒曲10万吨和储酒38万吨生产能力，公司优质基酒产能占比将进一步提升并带动产能结构进一步优化。

产量方面，受疫情等因素影响，公司上半年产销受阻，加之产品结构优化升级，低端白酒产量进

一步下降等因素影响，白酒产量同比继续下降。受公司加大市场投放和去库存力度的影响，截至 2020 年末，白酒库存量较 2019 年末有所下降。

表 2：近年来公司白酒板块生产情况（万吨）

	2018	2019	2020
生产量	15.68	13.79	11.14
库存量	5.02	4.54	3.59
销售量	14.64	14.27	12.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司与供应商合作关系良好，原材料供应维持稳定。受疫情和公司战略影响，2020 年公司原材料成本和制造费用小幅下降。2020 年公司白酒业务前五大供应商采购金额为 14.84 亿元，占年度采购总额的比例为 46.52%，集中度略有提高。

表 3：近年来公司酒类营业成本构成情况（亿元、%）

项目	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	24.93	84.99	26.18	85.42	22.63	87.17
人工工资	1.76	6.01	1.70	5.56	1.57	5.80
制造费用	2.64	8.99	2.77	9.02	1.91	7.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，尽管 2020 年春节期间白酒市场遇冷，但节后由于国内疫情得到有效控制，促进了白酒消费场景的快速复苏，也有利于白酒市场的回暖，在此期间，公司通过进一步加大中高档产品的

市场投放，有力推动了收入增长。分产品来看，2020 年公司中高档产品营收增长速度为 15.33%，公司产品结构持续向中高档倾斜。

从经销网络来看，2020 年公司国内经销商达 2,047 家，同比净减少 256 家，主要系公司清退不符合公司条件的经销商所致。

从销售区域来看，跟踪期内，国内市场收入占比为 99.70%。公司产品为全国性品牌，在全国各地市场均有销售。

2021 年一季度，公司收入 50.04 亿元，同比增长 40.85%，销售回款 64.47 亿元，同比增长 137.93%，主要受 2021 年春节需求旺盛且国窖产品销量较好，以及公司去年底控货、发货集中在一季度有关。

公司在建项目主要围绕白酒主业，尽管投资规模较大，但受益于自有资金充裕、融资渠道畅通，投资压力尚可

在建项目方面，公司在建及拟建项目主要围绕白酒主业。截至 2020 年末，公司在建项目规模尚可，现有在建项目剩余投资金额为 32.14 亿元。公司自有资金充裕，且作为上市公司，直接融资渠道畅通，资金压力尚可。

表 4：截至 2020 年末公司主要在建工程项目情况（亿元、%）

在建工程	起止年限	预算数	已投资金额	工程累计投入占预算比例
泸州老窖酿酒工程技改项目	2016.8~2021.6	88.77	77.22	86.99
泸州老窖生产配套提升技改项目	2019.9~2022.2	8.89	2.43	27.33
固态法白酒智能化生产车间新模式应用项目	2017.3~2020.12	2.45	2.35	95.92
智能化包装中心技改项目	2019.10~2022.2	15.78	2.06	13.05
国窖文化公园乾坤酒堡文旅项目	2018.4~2021.6	3.38	3.06	90.53
合计	--	119.26	87.12	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2020 年财务报告及公司披露的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。报告中所使用数据全部为期末数据。

跟踪期内，受疫情等因素影响，公司收入增速有所下滑，但受益于产品结构升级优化，盈利能力进一步提升

2020 年以来，受疫情及产品结构向中高档倾斜等因素影响，公司收入增速有所放缓，其中，以“国窖 1573”为代表的高档白酒销售收入增幅较大。毛利率方面，受益于高毛利的高档白酒销量占比提

升，公司营业毛利率进一步上升。2021 年一季度，由于春节销售情况较好，并且公司在此期间集中供货，故营业收入和净利润较上年同期增幅较大。

表 5：近年来公司白酒业务盈利情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
中高档白酒	100.53	123.45	142.37
其他酒类	28.07	32.71	22.11
合计	128.60	156.16	164.48
毛利率	2018	2019	2020
中高档白酒	87.41	89.59	90.25
其他酒类	42.51	48.36	40.16
营业毛利率	77.53	80.62	83.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用下降较多。其中，销售费用的下降主要系促销力度减弱支出减少所致；受债券利息支出增加影响，公司财务费用有所上升，但继续为负。

跟踪期内，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，受益于产品结构升级及期间费用减少等因素影响，公司经营性业务利润增幅达 30.50%，带动利润总额进一步提高。受益于盈利水平的提升，2020 年公司 EBITDA 利润率及总资产收益率均有所提升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	33.93	41.86	30.91	6.74
管理费用	7.85	9.01	9.30	2.12
财务费用	-2.15	-2.05	-1.32	-0.57
期间费用合计	39.63	48.82	38.89	8.30
期间费用率(%)	30.35	30.87	23.35	16.59
经营性业务利润	45.77	59.38	77.49	28.35
投资收益	0.98	1.55	2.01	0.45
利润总额	46.59	61.04	79.39	28.83
EBITDA 利润率(%)	37.44	40.53	50.67	--
总资产收益率(%)	22.30	24.23	25.43	--

注：管理费用包含研发费用

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

业务规模的扩大以及公司债的发行，公司总资产及总债务规模均有增长；财务杠杆水平小幅上升，但仍处于较低水平

跟踪期内，业务规模扩张带动存货、应收款项融资及货币资金增长，公司总资产规模进一步上升。

流动资产为公司资产的重要组成部分。受益于良好的经营获现能力，公司货币资金充沛，加之受限货币资金规模很小，公司流动性充足。存货方面，随着酿酒工程技改项目陆续投产，原酒产量大幅增加使存货规模进一步扩大，但存货减值准备风险很低。随着销售规模的扩大，公司收取的银行承兑汇票相应增加，应收账款融资规模较快扩张。整体来看，公司资产流动性很好。

非流动资产方面，受酿酒工程技改项目陆续转固影响，固定资产和在建工程余额此消彼长；受益于华西证券盈利的稳定增长，以及对中旅泸州老窖文化旅游发展有限公司的追加投资，公司长期股权投资规模有所增长。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	93.67	97.54	116.25	124.70
应收票据/应收款项融资 ¹	23.88	23.94	32.09	36.42
存货	32.30	36.41	46.96	51.53
流动资产	154.94	163.14	198.90	216.89
长期股权投资	20.91	22.31	24.78	25.16
固定资产	10.30	15.19	68.87	72.55
在建工程	30.00	72.57	20.12	18.32
非流动资产	71.10	126.06	151.20	154.19
总资产	226.05	289.20	350.09	371.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债规模有所增长。其中，随着公司酿酒工程技改项目的陆续投入，应付设备工程款增加造成应付账款的增加。根据新收入准则规定，2020 年将“预收款项”变更为“合同负债”列报。受公司 2020 年发行 15 亿元公司债券影响，长期债务有所增加。公司债务主要是长期债务，期限结构合理。

所有者权益方面，受益于良好的盈利水平，利润不断累积使得公司所有者权益规模不断增长。

¹ 公司管理应收票据的业务模式既以收取合同现金流为目标又以出售该金融资产为目标，所以列报为应收款项融资。

2020 年公司共派发现金分红（含税）30.04 亿元，较上年有所增长。财务杠杆方面，2020 年随着债务规模的扩张，公司财务杠杆水平小幅上升，但仍处于较低水平。

表 8：近年来公司债务及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	12.92	18.69	26.04	25.20
预收账款	16.04	22.44	0	0
合同负债	0	0	16.79	16.92
应交税费	16.48	16.33	20.46	21.29
其他应付款	6.03	6.99	5.02	5.02
应付债券	0	24.91	39.88	39.89
短期债务	0	0	1.94	1.16
长期债务	0	24.91	39.88	39.89
总债务	0	24.91	41.81	41.05
总负债	54.81	93.65	118.27	117.52
所有者权益	171.24	195.55	231.82	253.56
资产负债率	24.25	32.38	33.78	31.67
总资本化比率	--	11.30	15.28	13.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年受益于业务规模增长，公司获现水平进一步提升；2020 年以来，债务规模有所扩张，但公司偿债能力依然很强

公司的白酒业务获现能力很强。2020 年受益于销售收入增长，公司经营活动净现金流有所增长。2021 年 1~3 月，受销售业绩大幅增长影响，公司经营活动净现金流较上年同期增长了 16.26 亿元。跟踪期内，由于公司在建项目陆续完工转固，投资活动现金流出规模有所减少。受公司分配股利、利润支付的现金较多影响，筹资活动净现金流为负。

偿债能力方面，2020 年以来随着公司债务规模不断增长，公司各项偿债指标较 2019 年有所弱化，但由于盈利水平良好，债务规模可控，公司偿债能力依然很强，货币资金对债务的覆盖能力较好。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况

（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	42.98	48.42	49.16	13.10
投资活动净现金流	-14.65	-45.51	-21.74	-4.36
筹资活动净现金流	-19.17	0.93	-9.17	-0.47
经营活动净现金流/利息支出	66.43	34.68	18.50	--
经营活动净现金流/总债务	--	1.94	1.18	1.28*

经调整的经营净现金流/总债务（%）	--	98.41	59.68	--
EBITDA 利息保障倍数	75.54	45.92	31.76	--
总债务/EBITDA	0	0.39	0.50	--

加“*”指标已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司无对外担保，受限资产规模很小，并拥有畅通的融资渠道

截至 2020 年末，公司银行授信总额为 33 亿元，尚未使用的授信总额为 31.72 亿元。同时公司直接融资渠道保持畅通。截至 2021 年 3 月末，公司参股股东泸州市兴泸投资集团有限公司质押公司股份 1.02 亿股，占其所持有公司股份的 27.87%，占公司总股本的 6.96%。

截至 2020 年末，公司无对外担保，受限货币资金为 0.57 亿元，受限应收款项融资 1.47 亿元，受限资产规模较小。

重大诉讼事项：公司在中国农业银行长沙迎新支行、中国工商银行南阳中州支行等三处储蓄存款 5 亿元涉及合同纠纷。

2020 年 3 月，最高人民法院就公司与中国农业银行长沙迎新支行储蓄存款合同纠纷作出最终判决，对于公司通过刑事执行程序不能追回的损失，由中国农业银行长沙迎新支行承担 40%的赔偿责任，中国农业银行长沙红星支行承担 20%的赔偿责任，其余损失由公司自行承担。公司向湖南省高级人民法院申请强制执行本案，湖南省高级人民法院已立案执行，并裁定将该案指定湖南省长沙市中级人民法院执行。

2020 年 4 月，河南省高级人民法院就公司与中国工商银行南阳中州支行储蓄存款合同纠纷作出一审判决，对公司通过刑事执行程序不能追回的损失，由中国工商银行南阳中州支行承担 50%的赔偿责任，对公司在该案中 1.221 亿本金通过刑事执行程序不能追回的损失由三亚农村商业银行红沙支行承担 10%的赔偿责任，其余损失由公司自行承担。

截至 2021 年 3 月 31 日，公司共收回三处储蓄合同纠纷相关款项 21,495.51 万元，同时对 5 亿元合同纠纷存款计提了 2 亿元坏账准备。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料。截至 2021 年 5 月 11 日，公司无未结清不良贷款信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约的记录。

外部支持

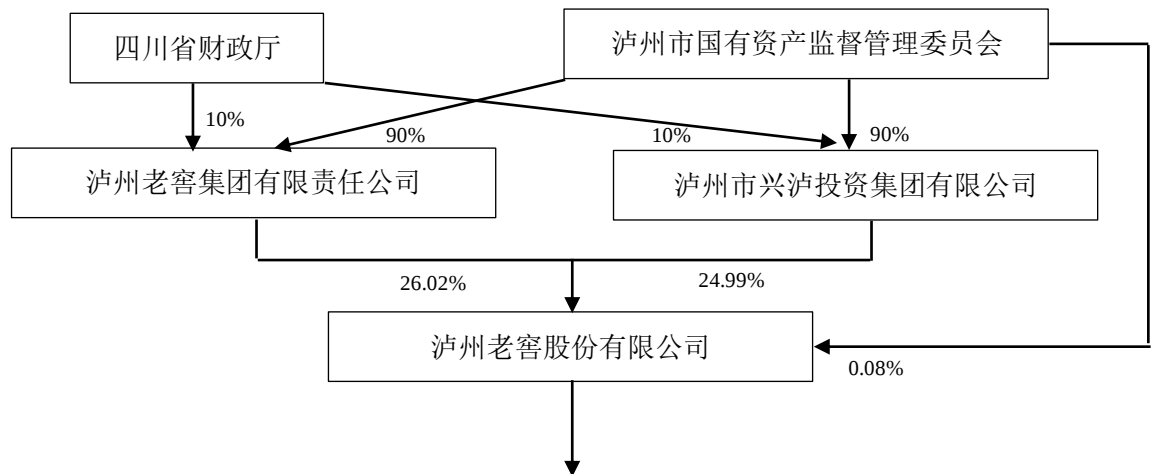
公司为控股股东核心产业运营主体，经营发展受到股东及实际控制人的大力支持

公司是控股股东老窖集团有限责任公司（以下简称“老窖集团”）下属主要子公司，2020 年公司收入占老窖集团的 30.45%，净利润占老窖集团的 70.86%，对股东重要性很强，老窖集团对公司支持意愿极强。公司综合实力位列泸州市前列，为区域经济和产业发展提供了有力支持。2020 年公司分别收到政府补助款 3,730 万元，较上年有所减少。

评级结论

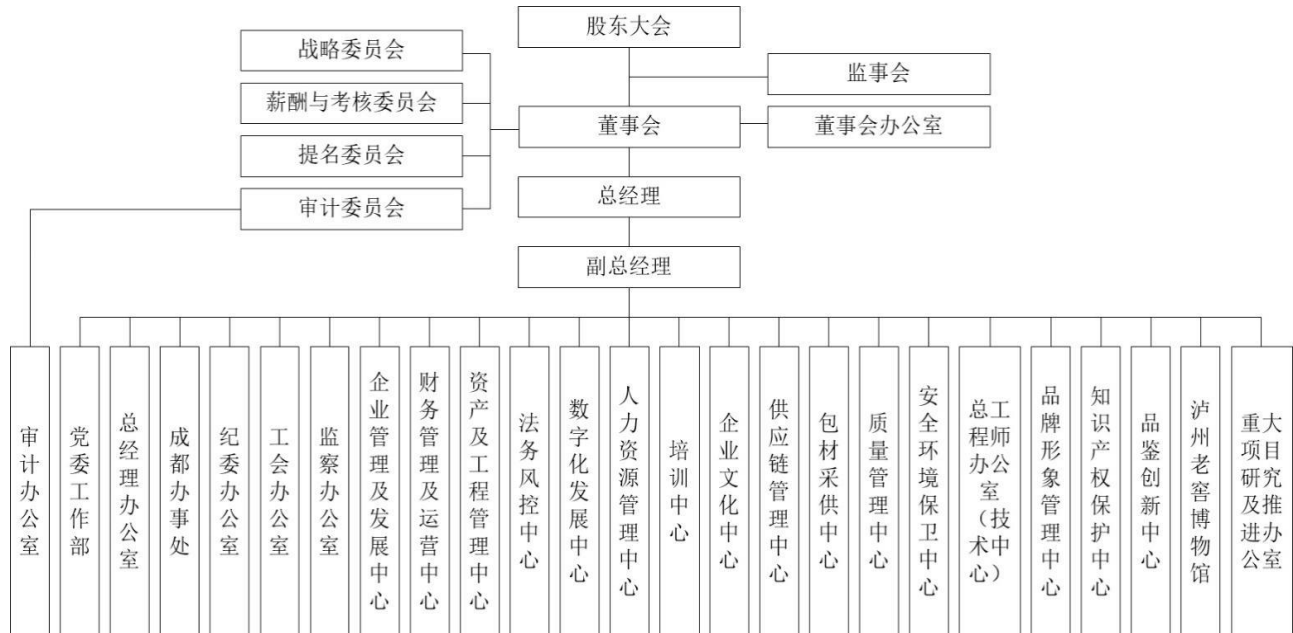
综上所述，中诚信国际维持泸州老窖股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 老窖 01”和“20 老窖 01”信用等级为 **AAA**。

附一：泸州老窖股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



部分子公司	持股比例(%)
泸州老窖酿酒有限责任公司	100.00
泸州老窖股份有限公司销售公司	100.00
泸州老窖怀旧酒类营销有限公司	100.00
泸州老窖优选供应链管理有限公司	100.00
泸州鼎力酒业有限公司	100.00

注：跟踪期内，泸州市国有资产监督管理委员会将其持有的泸州老窖集团有限责任公司 10% 的股权无偿划转给四川省财政厅以充实社保基金。



资料来源：公司提供

附二：泸州老窖股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	936,738.66	975,366.65	1,162,487.03	1,246,973.85
应收账款净额	1,033.37	241,209.12	321,087.96	364,332.22
其他应收款	16,652.50	15,975.34	12,703.29	12,250.91
存货净额	323,041.57	364,123.51	469,566.34	515,264.14
长期投资	236,692.28	258,311.70	282,482.76	284,534.84
固定资产	102,966.69	151,886.54	688,710.82	725,510.55
在建工程	300,048.92	725,739.31	201,212.99	183,176.33
无形资产	23,196.74	33,223.40	265,711.80	264,118.20
总资产	2,260,492.96	2,891,996.91	3,500,920.38	3,710,799.26
其他应付款	60,288.70	69,894.24	50,162.39	50,197.65
短期债务	0.00	0.00	19,350.43	11,646.34
长期债务	0.00	249,088.37	398,787.21	398,863.53
总债务	0.00	249,088.37	418,137.64	410,509.87
净债务	-936,738.66	-726,278.29	-744,349.39	-836,463.98
总负债	548,071.70	936,523.81	1,182,733.39	1,175,181.02
费用化利息支出	6,469.80	13,960.31	19,036.82	--
资本化利息支出	0.00	0.00	7,529.89	--
所有者权益合计	1,712,421.26	1,955,473.10	2,318,186.99	2,535,618.24
营业总收入	1,305,546.58	1,581,693.43	1,665,285.45	500,368.04
经营性业务利润	457,744.50	593,802.11	774,932.03	283,488.35
投资收益	9,799.36	15,471.20	20,149.89	4,476.98
净利润	351,046.59	464,223.55	595,851.46	217,984.95
EBIT	472,338.36	624,341.93	812,939.51	--
EBITDA	488,743.51	641,080.79	843,830.84	--
经营活动产生现金净流量	429,791.60	484,161.92	491,610.25	131,003.57
投资活动产生现金净流量	-146,541.60	-455,069.71	-217,446.00	-43,643.74
筹资活动产生现金净流量	-191,666.71	9,343.54	-91,677.36	-4,661.62
资本支出	146,848.28	460,522.62	214,391.05	43,785.91
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	77.53	80.62	83.05	86.04
期间费用率(%)	30.35	30.87	23.35	16.59
EBITDA 利润率(%)	37.44	40.53	50.67	--
总资产收益率(%)	22.30	24.23	25.43	--
净资产收益率(%)	21.64	25.31	27.88	35.93
流动比率(X)	2.86	2.40	2.57	2.85
速动比率(X)	2.26	1.87	1.96	2.17
存货周转率(X)	0.97	0.89	0.68	0.57*
应收账款周转率(X)	1,423.51	13.06	5.92	5.84*
资产负债率(%)	24.25	32.38	33.78	31.67
总资本化比率(%)	0.00	11.30	15.28	13.93
短期债务/总债务(%)	--	0.00	4.63	2.84
经营活动净现金流/总债务(X)	--	1.94	1.18	1.28*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	25.41	44.99*
经营活动净现金流/利息支出(X)	66.43	34.68	18.50	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	--	98.41	59.68	--
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.39	0.50	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	43.61	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	75.54	45.92	31.76	--
EBIT 利息保障倍数(X)	73.01	44.72	30.60	--

注：各期财务报表均按照新会计准则编制；2021 年一季度财务报告数据未经审计；加“*”指标已年化处理，由于缺乏相关数据，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。