

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】361号

新疆伊力特实业股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“伊力转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“伊力转债”信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年六月二十二日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与新疆伊力特实业股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月22日



新疆伊力特实业股份有限公司 主体及“伊力转债”2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员																																											
AA/稳定			2020/6/22	AA/稳定	张晨曦	龙文																																											
债项信用			评级模型																																														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>债项简称</th> <th>跟踪评级结果</th> <th>上次评级结果</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>伊力转债</td> <td>AA</td> <td>AA</td> </tr> </tbody> </table> <p>注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。</p>			债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	伊力转债	AA	AA	<p>1.基础评分模型</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>一级指标</th> <th>二级指标</th> <th>权重 (%)</th> <th>得分</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="3">企业规模</td> <td>资产总额</td> <td>20.00</td> <td>12.11</td> </tr> <tr> <td>营业总收入</td> <td>15.00</td> <td>6.39</td> </tr> <tr> <td>区域多样性</td> <td>10.00</td> <td>5.00</td> </tr> <tr> <td rowspan="4">盈利能力和运营效率</td> <td>利润总额</td> <td>15.00</td> <td>9.69</td> </tr> <tr> <td>净资产收益率</td> <td>5.00</td> <td>5.00</td> </tr> <tr> <td>存货周转次数</td> <td>10.00</td> <td>6.71</td> </tr> <tr> <td>资产负债率</td> <td>5.00</td> <td>5.00</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">债务负担和保障程度</td> <td>流动比率</td> <td>10.00</td> <td>10.00</td> </tr> <tr> <td>EBITDA 利息倍数</td> <td>5.00</td> <td>5.00</td> </tr> <tr> <td>全部债务/EBITDA</td> <td>5.00</td> <td>5.00</td> </tr> </tbody> </table> <p>2.基础模型参考等级 AA</p> <p>3.评级调整因素 无</p> <p>4.主体信用等级 AA</p> <p>注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。</p>				一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	企业规模	资产总额	20.00	12.11	营业总收入	15.00	6.39	区域多样性	10.00	5.00	盈利能力和运营效率	利润总额	15.00	9.69	净资产收益率	5.00	5.00	存货周转次数	10.00	6.71	资产负债率	5.00	5.00	债务负担和保障程度	流动比率	10.00	10.00	EBITDA 利息倍数	5.00	5.00	全部债务/EBITDA	5.00	5.00
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果																																															
伊力转债	AA	AA																																															
一级指标	二级指标	权重 (%)	得分																																														
企业规模	资产总额	20.00	12.11																																														
	营业总收入	15.00	6.39																																														
	区域多样性	10.00	5.00																																														
盈利能力和运营效率	利润总额	15.00	9.69																																														
	净资产收益率	5.00	5.00																																														
	存货周转次数	10.00	6.71																																														
	资产负债率	5.00	5.00																																														
债务负担和保障程度	流动比率	10.00	10.00																																														
	EBITDA 利息倍数	5.00	5.00																																														
	全部债务/EBITDA	5.00	5.00																																														
主体概况																																																	
<p>新疆伊力特实业股份有限公司（以下简称“伊力特”或“公司”）主要从事白酒的生产和销售业务，控股股东为新疆伊力特集团有限公司（以下简称“伊力特集团”），实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会（以下简称“四师国资委”）。</p>																																																	

评级观点

公司在新疆地区仍保持较强的市场竞争实力；2019年产品体系优化、白酒销售价格提升，白酒销售收入和毛利润保持增长；受益于经营积累及可转债发行，所有者权益保持增长，资产负债率保持较低水平；公司资产流动性较好，经营性现金净流入大幅提升。另一方面，2020年一季度受疫情影响销售收入同比大幅下降，预计全年白酒销售收入和毛利润有所下滑；公司对品牌管理把控较弱，产品销售对经销商依赖程度仍较大；面临一定成本控制压力。

综合考虑，东方金诚维持伊力特主体信用等级为AA，评级展望稳定，并维持“伊力转债”债项信用等级AA。

同业对比

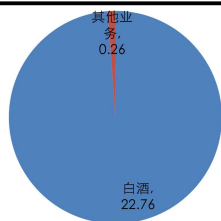
项目	新疆伊力特实业股份有限公司	湖北稻花香酒业股份有限公司	江苏安东控股集团有限公司	今世缘集团有限公司	四川沱牌舍得集团有限公司
资产总额 (亿元)	44.10	132.97	299.64	136.50	102.91
营业总收入 (亿元)	23.02	28.32	53.65	48.86	29.11
毛利率 (%)	51.45	56.68	67.26	72.57	75.94
利润总额 (亿元)	6.23	3.37	18.44	18.60	8.04
资产负债率 (%)	33.06	51.93	55.03	43.05	43.78
经营现金流流动负债比 (%)	76.75	23.18	8.73	38.23	12.76
全部债务/EBITDA (倍)	1.08	6.58	4.22	1.56	3.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.53	1.78	39.28	2781.36	9.16

数据来源：各企业公开披露的2019年资料、Wind，东方金诚整理。

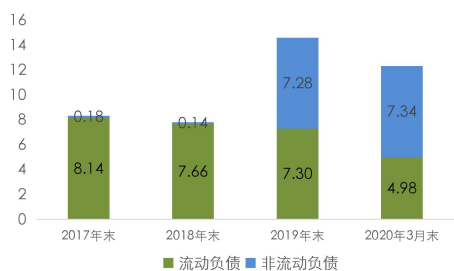
注：以上企业最新主体信用等级均为AA/稳定。

主要指标及依据

2019 年收入构成 (单位: 亿元)



近三年一期末负债结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	30.69	33.29	44.10	41.95
所有者权益 (亿元)	22.36	25.49	29.52	29.63
全部债务 (亿元)	-	-	7.16	7.24
营业总收入 (亿元)	19.19	21.24	23.02	1.53
利润总额 (亿元)	4.95	5.76	6.23	0.19
经营性净现金流 (亿元)	3.42	2.89	5.60	-2.38
营业利润率 (%)	33.05	35.28	37.40	30.71
资产负债率 (%)	27.13	23.43	33.06	29.37
流动比率 (%)	305.98	329.59	403.63	542.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	1150.25	912.02	22.53	-

注: 表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是新疆知名的浓香型白酒生产企业, 拥有多个产品系列、区域品牌知名度高, 在新疆地区仍保持较强的市场竞争实力;
- 2019 年公司加强重点城市经销网络布局, 产品结构优化, 销售价格提升, 白酒销售收入和毛利润保持增长;
- 受益于经营积累及可转债发行, 公司所有者权益保持增长, 有息债务规模不大, 资产负债率保持较低水平;
- 2019 年, 公司经营性现金净流入大幅提升, 经营获现能力增强。

关注

- 受疫情影响, 2020 年一季度公司白酒销售收入同比大幅下降, 中低档白酒销售占比增加, 预计全年白酒业务销售收入和毛利润有所下滑;
- 公司主要采取品牌买断式经销模式, 对品牌管理把控较弱, 跟踪期内, 客户集中度仍较高, 产品销售对经销商依赖程度仍较大;
- 跟踪期内, 包装材料采购价格有所增长, 公司面临一定成本控制压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来, 随着公司可转债募投项目投产, 公司白酒业务实际产能有所提升, 仍将保持很强的市场竞争力。

评级方法及模型

《东方金诚国际信用评估有限公司食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC0005201907) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	伊力转债/AA	2019/6/24	刘涛、龙文、曹洋洋	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文
AA/稳定	伊力转债/AA	2018/9/6	刘涛、龙文、曹洋洋	《东方金诚工商企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
伊力转债	2019/6/24	8.76	2019/3/15~2025/3/15	无	无

跟踪评级原因

根据相关监管要求及2019年新疆伊力特实业股份有限公司可转换公司债券（以下简称“伊力转债”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚基于新疆伊力特实业股份有限公司（以下简称“公司”或“伊力特”）提供的2019年度审计报告、2020年1~3月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司主要从事白酒的生产和销售业务，控股股东为伊力特集团，实际控制人为四师国资委

伊力特主要从事白酒的生产和销售业务，控股股东为新疆伊力特集团有限公司（以下简称“伊力特集团”），实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会（以下简称“四师国资委”）。

公司成立于1999年5月27日，初始注册资本1.455亿元；1999年7月29日，公司在上海证券交易所上市，股票简称“伊力特”，股票代码“600197.SH”。截至2020年3月末，公司总股本4.34亿股，伊力特集团持股比例51.25%，为公司控股股东，四师国资委通过新疆可克达拉市国有资产投资有限责任公司¹持有伊力特集团100%股权，为公司实际控制人。

公司生产的“伊力”牌系列白酒被誉为“新疆第一酒”，在新疆市场占有率超过60%，白酒产品主要为浓香型白酒，产品结构分为高档（伊力王酒、老窖系列）、中档（伊力特曲、伊力老陈酒等）和低档（伊力大曲、伊力老朋友等），其中公司主打产品为老窖系列和特曲系列，两者产销量在公司的产品中占比合计超过70%。

截至2020年3月末，伊力特资产总额41.95亿元，所有者权益29.63亿元，资产负债率29.37%。2019年和2020年1~3月，伊力特营业总收入分别为23.02亿元和1.53亿元，利润总额分别为6.23亿元和0.19亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经“证监许可[2018]2225号”文件核准，公司于2019年3月15日发行“伊力转债”。本期债券发行总额为8.76亿元，期限为6年。本期债券面值100元，平价发行。起息日为2019年3月15日，到期日为2025年3月15日。每年付息，到期归还本金和最后一期利息。“伊力转债”募集资金在扣除发行费用后，用于伊力特总部酿酒及配套设施工改项目、可克达拉市伊力特酿酒分厂搬迁技术技改项目和伊力特可克达拉市技术研发中心及配套建设项目的建设。截至2019年末，上述项目工程进度分别为60%、60%和70%，本期债券募集资金扣除发行费用后，已用于募投项目支出的金额为7.22亿元，专户余额1.45亿元。

截至2020年3月31日，累计有72000元“伊力转债”转换成公司股票，因转股形成的股份数量为4143股，占可转债转股前公司已发行股份总数的0.0009%。尚未转股的“伊力转债”

¹ 原名为伊犁农四师国有资产投资有限责任公司。

金额为人民币 875928000 元，占伊力转债发行总量的比例为 99.9918%。截至本报告出具日，“伊力转债”付息情况正常。

宏观经济与政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

白酒行业

受益于我国宏观经济和居民可支配收入增长推动个人消费升级和商务消费回暖，2019 年白酒行业景气度继续提升，预计 2020 年白酒行业景气度整体有所降低

白酒消费需求包括普通居民的宴请需求、企业的商务宴请需求及政务需求等。宏观经济的活跃度会影响到企业部门的盈利能力以及居民的可支配收入，从而对白酒的消费需求产生影响。2016 年以来，随着我国 GDP 增速企稳，个人消费需求升级及商务需求回暖，政务消费下降的不利影响逐渐减弱，国内白酒平均销售价格上涨，白酒行业景气度提升，白酒企业盈利能力回升；2019 年我国 GDP 同比增长 6.1%，城镇居民人均可支配收入同比增长 5.0%，仍保持增长态势，下游需求推动白酒价格持续上涨，行业景气度继续提升。

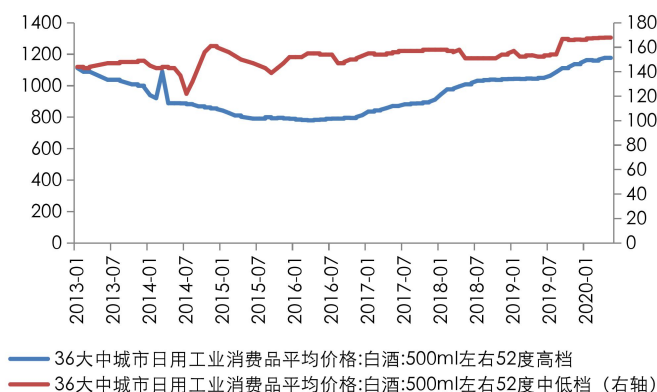
2013 年以来，受白酒质量安全事故、政府严加惩治政治贪腐以及多项禁酒令的影响，行业需求下行导致行业整合加速，白酒行业产量增速下降明显。2019 年我国白酒（折 65 度，商品量）产量为 785.9 万千升，同比下降 0.8%，白酒产量转为负增长。2019 年，国内白酒规模以上企业数量 1098 家，同比减少 347 家，行业集中度有所提升。

预计 2020 年受新冠疫情的影响，我国 GDP 和居民可支配收入增速将明显放缓，白酒行业景气度整体有所降低。

2019 年中低档白酒价格总体保持稳定，高档白酒价格受益于消费升级需求及商务需求回暖继续回升，预计 2020 年白酒价格整体维持稳定

白酒通常分为高档（价格超过 500 元/500ml）、次高档（价格介于 300~500 元/500ml）、中档（价格介于 100~300 元/500ml）和低档（价格低于 100 元/500ml）。

图表 1 近年白酒价格变化趋势（单位：元/瓶）



资料来源：Wind、公开资料，东方金诚整理

随着经济的发展和居民收入水平的提升，尤其是 2016 年以来个人消费和商务消费需求的增加，对白酒的消费需求也不断升级，同时高档白酒的收藏市场不断扩大，各项需求同时带动高档白酒消费繁荣，2016 年 4 月以来高档白酒价格逐渐上涨，白酒市场景气度有所回升，2019 年白酒行业景气度延续。

2020 年以来，受新冠疫情的影响，经济增速和居民可支配收入增速下行，预计 2020 年国内白酒价格整体维持稳定。

白酒行业毛利率水平整体较高，2019 年白酒价格的提升推动白酒企业盈利持续改善

白酒行业的生产成本主要来自采购材料、人工成本、制造费用以及能源消耗等，各项生产成本在营业收入中的占比不高，尤其是高端白酒。各项成本中，采购材料为主要生产成本，采购材料包括酿酒原材料和包装材料。

图表 2 近年酿酒原材料和包装材料价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、公开资料，东方金诚整理

酿酒原材料包括高粱、玉米、大米、小麦等，近年来粮食价格总体较为平稳，对白酒的成本影响不大。包装材料为白酒生产成本占比最高的成本项，近年来受上游供给侧改革、环保要求提升的影响，包装材料价格有所上升，对白酒生产成本形成一定不利影响。

白酒行业毛利率水平普遍较高，高档白酒毛利率高达80%以上，中低档白酒毛利率主要分布在40%~70%，原材料成本占销售收入比重较低，原材料变动对白酒企业盈利能力的影响较为有限。受益于白酒行业景气度的提升和价格的增长，2019年主要白酒制造企业实现主营业务收入和净利润均有所增长。受新冠疫情的影响，居民商务和社交活动减弱，同时居民收入下降，导致一季度白酒行业销售收入整体有所下滑，预计2020年全年行业收入和盈利增速整体有所放缓，其中高档白酒企业受影响较小，中低档白酒企业销售收入和盈利将有所下滑。

图表3 各类白酒企业收入和盈利情况（单位：亿元）

分类	白酒企业	2018年		2019年	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
高档	贵州茅台	771.99	378.3	888.54	439.70
	五粮液	400.3	140.39	501.18	182.28
	泸州老窖	130.55	35.1	158.17	46.42
次高档	山西汾酒	93.82	15.6	118.80	20.54
	水井坊	28.19	5.79	35.39	8.26
	洋河股份	241.6	81.15	231.26	73.86
	舍得酒业	22.12	3.73	26.50	5.38
	酒鬼酒	11.87	2.23	15.12	2.99
	顺鑫农业	120.74	7.28	149.00	8.18
地产白酒	伊力特	21.24	4.34	23.02	4.58
	稻花香	27.08	4.19	28.32	2.19
	老白干酒	35.83	3.5	40.30	4.04
	金种子酒	13.15	1.03	9.14	-2.04

资料来源：Wind、公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来自白酒生产和销售，2019年营业收入、毛利润和毛利率有所提升

公司主要从事白酒生产和销售，营业收入和毛利润均主要来自于白酒业务，2019年白酒业务收入占公司营业收入98.86%。2019年，受益于产品销售价格和产品结构优化，公司营业收入同比增长8.36%至23.02亿元，毛利率同比提升2.44个百分点。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比下降70.45%，毛利率同比下降3.27个百分点。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成及公司2019年收入构成情况(单位:亿元、%)



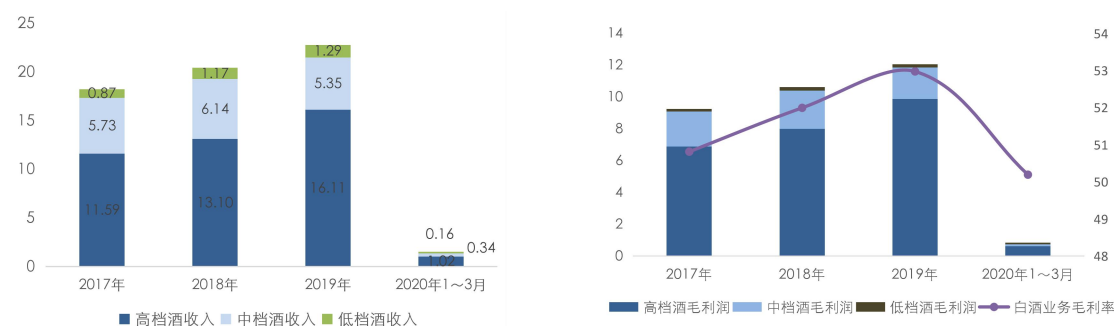
数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

白酒业务

公司是新疆知名的浓香型白酒生产企业, 拥有多个产品系列、区域品牌知名度高, 在新疆地区仍保持较强的市场竞争实力

公司白酒业务由公司本部生产。公司白酒业务产品结构分为高档(伊力王酒、老窖系列)、中档(伊力特曲、伊力老陈酒等)和低档(伊力大曲、伊力老朋友等), 其中公司主打产品为老窖系列和特曲系列, 两者产销量在公司的产品中占比超过70%。各档次产品近年销售收入和毛利情况见图表5。

图表5 公司白酒业务收入和毛利情况(单位:亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

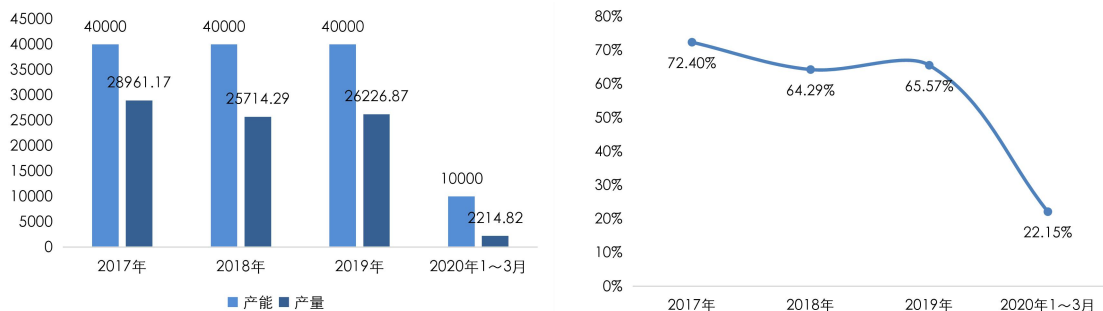
公司生产的“伊力”牌系列白酒被誉为“新疆第一酒”, 在新疆市场占有率超过60%。公司的产品主要为浓香型白酒, 产品结构分为高档、中档和低档, 其中公司主打产品为老窖系列和特曲系列, 两者产销量在公司的产品中占比超过70%。伊力老窖是公司重点打造的全国化大单品, 主要分为46度250ml伊力小老窖, 终端价格为65~68元, 以及52度500ml伊力大老窖, 终端价格为108~118元。

跟踪期内, 公司完善质量标准体系, 优化质量控制的标准制度与流程, 全线使用伊力特酒

² 2020年1~3月其他业务毛利润为-16.72万元。

质控制计算机管理系统，推进基酒分级，确保品优质佳，不断优化提升基酒资源利用率、产成品率。截至2020年3月末，公司共有5个酿酒分厂。跟踪期内，公司白酒设计产能维持为40000千升/年。2019年公司白酒产量同比增长1.99%；白酒产能利用率提升1.28个百分点至65.57%，产能利用率仍不高，主要是受生产设施老化等因素的影响设计产能无法全部释放所致。本期债券募投项目“伊力特总部酿酒及配套设施工改项目”将对公司总部的三个酿酒分厂实施技术改造，使得公司设计产能未来能够得以释放。2020年1~3月，公司白酒产量同比下降58.75%，产能利用率同比下降31.54个百分点至22.15%，主要是2020年一季度受疫情影响，下游需求大幅减少所致。

图表6 公司成品酒产能、产量和产能利用率情况（单位：千升、千升/年）

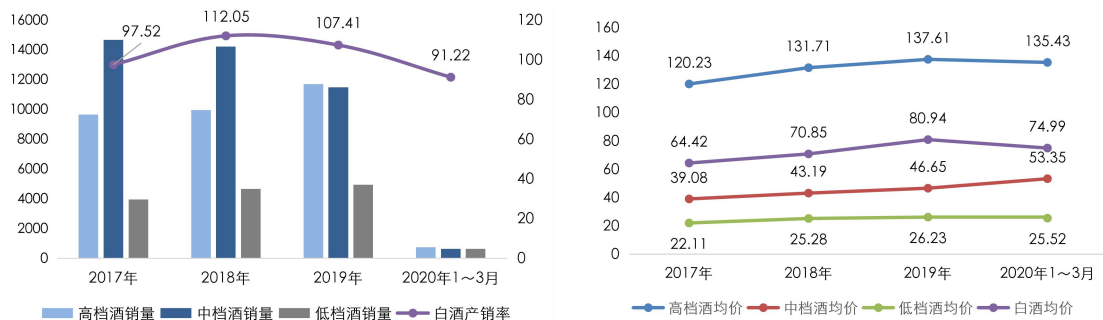


资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司加强重点城市经销网络布局，疆外销售保持增长，高档白酒销量占比明显提升、产品结构优化，销售价格提升，白酒销售收入和毛利润稳步增长

2019年，公司白酒销量同比下降2.43%；分产品类型来看，2019年公司高档白酒、中档白酒和低档白酒销量增速分别为17.70%、-19.31%和6.11%。公司白酒产品产销率仍保持较高水平。2020年1~3月，受疫情影响下游需求大幅下滑，公司白酒销量和产销率有所下降。从产品结构来看，跟踪期内公司产品结构持续优化，高档白酒销售占比明显提升，其销量近年首次超过中档白酒，高档白酒和低档白酒销量增幅基本弥补了中档白酒销量的下滑。2019年，公司白酒销售均价同比增长14.24%，主要是公司对部分产品进行价格调整，且销售价格较高的高档白酒销售占比提升所致。2020年1~3月白酒销售均价较2019年下降7.36%，主要是受疫情影响，公司高档白酒销售降幅较大，销售价格较低的中、低档白酒销售占比提升所致。

图表7 公司各档次白酒销售情况（单位：千升、%、元/升）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司把控核心营销区域的市场拓展速度，以品牌运营公司作为营销布局的指挥中心，年度内在重点城市布局经销网络，全年新增商户70余家；拓展疆外综合经销渠道和线上销售渠道，2019年公司产品通过京东、天猫、1号店等网购平台线上销售约0.50亿元。销售区域方面，公司白酒销售区域主要为新疆，2019年及2020年1~3月，公司在新疆地区白酒销售收入分别为17.03亿元和0.93亿元，占白酒销售收入的比例分别为74.83%和61.11%。2020年一季度，疆内销售收入占比下滑幅度较大，主要是疫情对疆内销售的影响较大所致。公司疆外市场以浙江为主，其他区域包括西安、河北等市场。

2019年，受益于高档白酒销售占比提升，公司白酒业务销售收入同比增长11.46%，毛利润同比增长13.56%，毛利率同比提升0.98个百分点。2020年1~3月，受疫情影响，公司白酒销量和销售价格均有所下降，白酒营业收入同比下降70.20%，毛利润同比下降72.24%，毛利率同比下滑3.69个百分点。预计2020年受疫情影响，下游需求整体有所下降，公司白酒销售量将有所下滑，中低档白酒销售占比增加，导致白酒销售收入、毛利率和毛利润均有所下滑。

公司主要采取品牌买断式经销模式，对品牌管理把控较弱，跟踪期内，客户集中度仍较高，产品销售对经销商依赖程度仍较大

公司销售模式主要为品牌买断式经销。品牌买断式经销模式下，主要由经销商负责市场销售活动，包括包装设计、品牌建设和市场推广活动等，并由经销商承担大部分的销售费用；而白酒生产商主要负责白酒生产、经销商筛选考核等，销售费用较低。品牌买断式经销模式的优势在于经销商对产品品牌的主动性更强，对于开拓市场、扩大销售有较大的激励；但另一方面，品牌买断式经销模式下某一品牌的强弱依赖于单一经销商的销售实力，生产商对经销商存在较大依赖。

公司与经销商之间结算方式以先款后货为主，其他结算方式包括预收款和票据结算。2019年，公司前五大客户销售收入占当年总销售收入的比重为78.74%，同比上升10.30个百分点，客户集中度仍较高。截至2020年3月末，公司合计拥有53家经销商，其中疆内45家、疆外8家。

图表8 公司前五名客户销售金额及占比（单位：亿元、%）

客户	2017年		客户	2018年		客户	2019年	
	销售金额	占比		销售金额	占比		销售金额	占比
客户一	7.00	38.00	客户一	7.49	31.64	客户一	8.93	38.80
客户二	2.51	14.00	客户二	2.68	11.31	客户二	3.06	13.28
客户三	1.88	10.00	客户三	2.26	9.54	客户三	2.66	11.56
客户四	1.55	9.00	客户四	2.02	8.54	客户四	2.00	8.69
客户五	1.11	6.00	客户五	1.75	7.40	客户五	1.47	6.40
合计	14.06	77.00	合计	14.06	68.44	合计	18.12	78.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，包装材料采购价格有所增长，公司面临一定成本控制压力

白酒业务成本主要包括原料成本和直接人工成本，合计占比超过95%。其中，原料成本占

比较高，2019年原料成本占营业成本比重为82.38%。公司原材料包括酿酒原材料、包装材料和能源。从公司采购成本结构来看，2019年酿酒原材料和包装材料分别占采购成本39.15%和60.74%，能源采购占比很小。结算方面，公司采购结算方式以货到付款为主，部分采购产品能够享受一定信用账期，付款方式为银行转账。2019年，公司向前五大客户采购金额占比为23.30%，同比下降16.23个百分点，采购集中度一般。

公司白酒的酿造原材料包括高粱、小麦、大米、豌豆等。酿酒原材料主要采用市场化模式进行采购，其中高粱主要委托当地新疆生产建设兵团农四师72团进行采购，其他辅料公司实行对外统一招标方式进行采购。包装材料包括瓶盖、酒瓶、酒盒和酒箱，其中约50%的玻璃瓶由子公司伊犁伊力特玻璃制品有限公司生产，陶瓷瓶和瓦楞纸均从外部采购。公司酒瓶采购地主要在疆外，运输成本相对较高，近年来由于限制超载的因素，运输价格有所提高。公司生产过程所需使用的电力、蒸汽由公司自备电厂提供。

从采购价格来看，2019年主要酿酒原材料高粱、大米、小麦和玉米采购均价分别为0.27万元/吨、0.48万元/吨、0.27万元/吨和0.18元/吨，同比基本持平，综合来看酿酒原材料采购价格总体保持稳定。同期，包装材料酒瓶、酒盒、酒箱和瓶盖采购均价分别为3.02元/只、3.17元/只、3.62元/只和0.93元/只，分别同比增长1.00%、5.67%、-5.24%和5.68%，其中酒箱采购量相对较小，综合来看包装材料采购价格有所增长。跟踪期内，公司面临一定的原材料成本控制压力。

2020年一季度公司酿酒原材料采购价格与2019年持平，包装材料价格总体有所下降。预计2020年受疫情影响及海外进口不确定性因素增加，酿酒原材料价格或有所上涨，包装材料受需求下降的影响，价格难以维持增长态势，预计将总体保持稳定。

公司治理与战略

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变动；发展战略未发生重大变化。

财务分析

公司提供了2019年合并财务报告和2020年1~3月未经审计的合并财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2020年3月末，公司纳入合并范围的直接控股子公司12家。

资产构成与资产质量

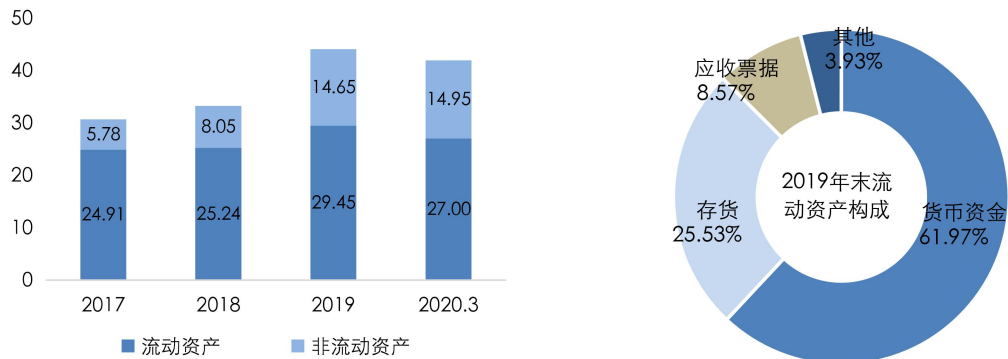
跟踪期内，公司资产总额增长较快，仍以流动资产为主，货币资金占比较高，存货周转率较高，资产流动性较好

2019年末，公司资产总额同比增长32.46%，主要是在建工程和货币资金等增加所致；其中，流动资产占比为66.78%，公司资产结构仍以流动资产为主。截至2020年3月末，公司资产总额较2019年末下降4.87%。

2019年末公司流动资产同比增长16.66%至29.45亿元，主要是货币资金增长所致。2019

年末，公司货币资金同比增长 35.55%至 18.25 亿元，主要是公司发行“伊力转债”收到募集资金及经营资金增加所致，货币资金均未受限；2020 年 3 月末货币资金较 2019 年末下降 15.25%，主要是支付税费和职工薪酬所致。2019 年末公司存货同比下降 5.46%至 7.52 亿元，主要是成品酒库存减少所致，累计计提存货跌价准备 0.01 亿元；2019 年存货周转率为 1.44 次，同比提升 0.07 次，显著高于同业对比企业平均水平³。2019 年末公司应收票据同比下降 2.52%，均为银行承兑汇票。

图表 9 公司资产构成情况（单位：亿元）

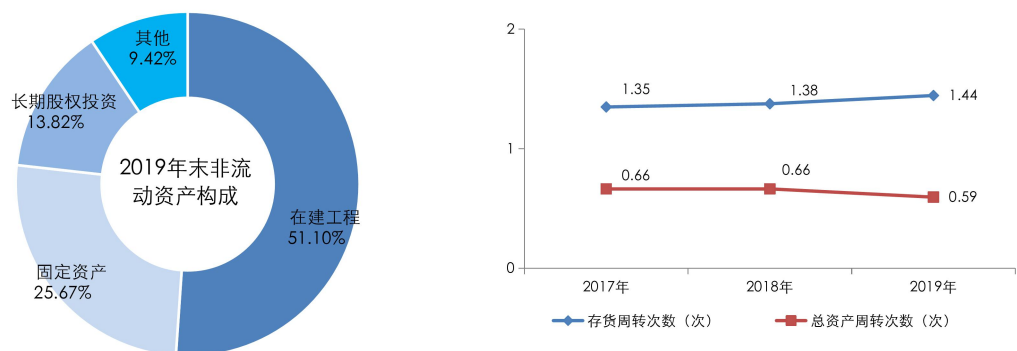


资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年末公司非流动资产大幅增长，主要由在建工程、固定资产和长期股权投资等构成。2019 年末公司在建工程同比增长 726.72%至 7.48 亿元，主要是“伊力转债”募投项目建设投入增加所致，在建工程主要为本期债券募集资金投资项目，分别为伊力特总部酿酒及配套设 施技改项目、可克达拉市研发中心项目、酿酒分厂搬迁技术改造项目，2019 年末工程进度分别为 60%、70%和 60%。2019 年末公司固定资产同比下降 2.07%至 3.76 亿元，主要由房屋及建筑物和机器设备构成，正在办理产权证书的房屋建筑物 1.43 亿元。2019 年末长期股权投资为对联营企业可克达拉市恒信物流集团有限公司的投资，同比增长 2.26%至 2.02 亿元，期末减值准备余额 0.82 亿元，主要是对新疆伊力特煤化工有限责任公司计提的减值准备。

截至 2019 年末，公司资产均未受限。

图表 10 公司非流动资产构成及资产运营效率



资料来源：公司提供，东方金诚整理

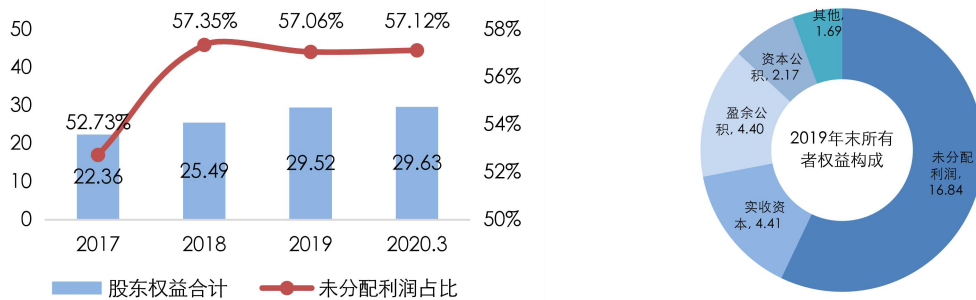
³ 2019 年同业对比企业存货周转率平均值为 0.45 次。

资本结构

受益于经营积累及可转债发行，2019年末公司所有者权益继续增长

受益于经营积累，2019年末公司所有者权益同比增长15.79%至29.52亿元，主要由未分配利润、盈余公积和实收资本构成。2019年末未分配利润同比增长15.20%至16.84亿元，主要是2019年度实现盈利所致；同期末，盈余公积同比增长17.02%至4.40亿元；实收资本同比持平；受“伊力转债”发行的影响，其他权益工具同比增加1.77亿元。2020年3月末，所有者权益较2019年末增长0.38%。

图表 11 近年公司所有者权益和 2019 年末所有者权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

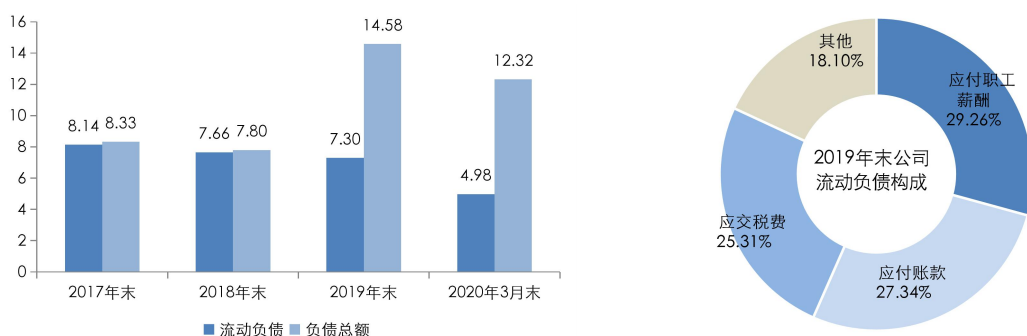
跟踪期内，受“伊力转债”发行影响公司有息债务增长，资产负债率仍保持较低水平

2019年末公司负债总额同比增长86.91%至14.58亿元，主要是2019年发行“伊力转债”所致。

2019年末公司流动负债同比下降4.74%至7.30亿元，主要由应付职工薪酬、应付账款和应交税费构成。2019年末应付职工薪酬同比增长15.84%至2.13亿元，主要是公司销售收入和盈利有所增长，职工薪酬增加所致；应付账款同比下降15.77%至1.99亿元，主要是公司赊购方式比例下降所致；应交税费同比增长5.05%至1.85亿元，主要是公司业务规模扩大，税费增加所致。

2019年末公司非流动负债同比增长5024.21%至7.28亿元，主要是发行“伊力转债”所致，非流动负债主要由应付债券构成。公司于2019年3月15日发行“伊力转债”，发行金额8.76亿元，其中负债成分计入应付债券期末账面金额7.16亿元。

图表 12 近年公司负债情况和 2019 年末流动负债构成（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年末公司全部债务7.16亿元，均由应付债券构成。截至2020年3月末，公司无对外担保。

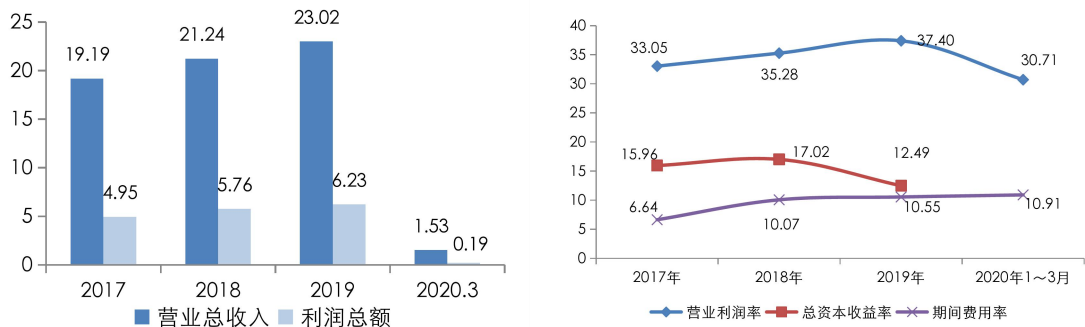
盈利能力

2019年公司营业收入和营业利润率有所提升，利润总额保持增长

2019年，受益于产品销售价格和高档白酒销售占比提升，公司营业收入同比增长8.36%至23.02亿元，营业利润率同比提升2.13个百分点至37.40%。

2019年，公司期间费用率受销售费用增长影响，小幅提升0.48个百分点至10.55%。公司销售费用主要由广告宣传费和促销费构成，2019年销售费用同比增长35.76%，主要是公司广告宣传费和促销费增加所致。由于公司有息债务规模不大，公司财务费用主要由定期存款产生的利息收入构成。跟踪期内，公司期间费用控制能力仍保持较好水平，但期间费用占营业收入比重有所提升。2019年，公司利润总额同比增长8.17%。

图表 13 公司收入和盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

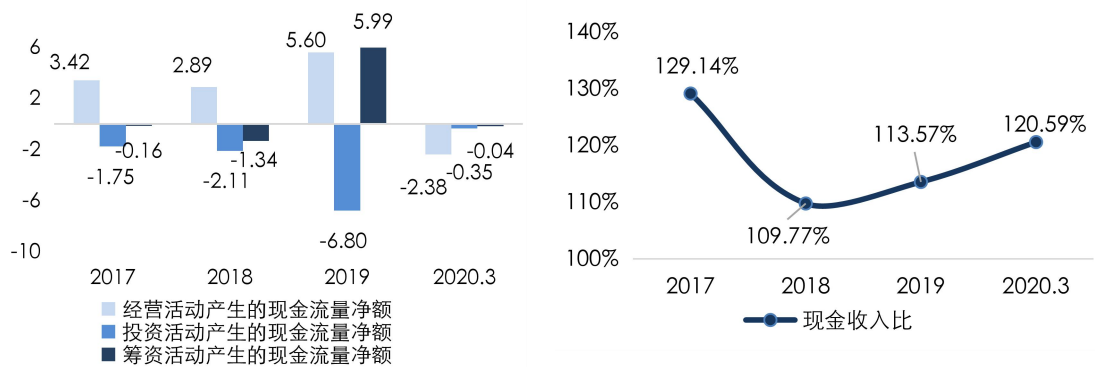
2020年1~3月，公司营业收入同比下降70.45%；利润总额同比下降90.31%。一季度受疫情的影响，下游需求减少，公司主要产品产销量和销售价格有所下降，导致一季度营业收入和盈利水平同比明显下滑。预计2020年随着疫情影响减弱，下游需求逐步恢复，但公司主要产品全年产销量和销售价格有所下降，公司营业收入和利润总额将有所下降。

现金流

跟踪期内，公司经营性现金净流入规模大幅提升，现金收入比水平很高，受在建项目资金支出影响投资活动现金净流出有所扩大，筹资活动现金流大幅净流入

2019年，公司经营性净现金流保持净流入，净流入规模同比增长94.08%，主要是公司盈利规模及应付项目增加所致。公司现金收入比同比提升3.80个百分点，收入获现能力较强。投资活动现金流净流出同比增长222.43%，主要是公司可转债募投项目建设投入增加所致。筹资活动现金流同比由净流出转为净流入，主要是公司上半年发行可转换公司债券所致。

图表 14 公司现金流及现金收入比情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

2019 年末, 公司流动比率和速动比率同比分别提升 74.04 个百分点和 74.83 个百分点, 对债务保障能力较强。公司经营性现金流持续净流入, 经营现金流动负债比较高, 对债务的保障程度较强。从长期偿债能力指标来看, 受可转债发行的影响, 2019 年公司 EBITDA 利息倍数下降至 22.53 倍, 全部债务/EBITDA 提升至 1.08 倍, 长期偿债能力有所下降, 但保持较好水平。2020 年 3 月末, 公司流动比率和速动比率较 2019 年末有所提升。2020 年无债券回售或到期。

图表 15 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
流动比率	305.98	329.59	403.63	542.58
速动比率	210.26	225.77	300.60	382.42
经营现金流动负债比	41.99	37.67	76.75	-
EBITDA 利息倍数	1150.25	912.02	22.53	-
全部债务/EBITDA	-	-	1.08	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

同业比较

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的白酒行业主体, 对 2019 年度企业财务数据进行对比。与行业对比组企业相比, 公司资产规模、营业收入、毛利率和利润总额在对比组中处于较低水平; 资产负债率和全部债务/EBITDA 较低, 经营现金流动负债比较高, EBITDA 利息倍数指标居中。

图表 16 同业比较主要指标

项目	新疆伊力特实业股份有限公司	湖北稻花香酒业股份有限公司	江苏安东控股集团有限公司	今世缘集团有限公司	四川沱牌舍得集团有限公司
总资产 (亿元)	44.10	132.97	299.64	136.50	102.91
营业总收入 (亿元)	23.02	28.32	53.65	48.86	29.11
毛利率 (%)	51.45	56.68	67.26	72.57	75.94
利润总额 (亿元)	6.23	3.37	18.44	18.60	8.04
资产负债率 (%)	33.06	51.93	55.03	43.05	43.78
经营现金流动负债比 (%)	76.75	23.18	8.73	38.23	12.76
全部债务/EBITDA (%)	1.08	6.58	4.22	1.56	3.02
EBITDA 利息倍数 (%)	22.53	1.78	39.28	2781.36	9.16

数据来源：各企业公开披露的 2019 年资料、Wind，东方金诚整理。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 15 日，公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司存续期债券付息正常。

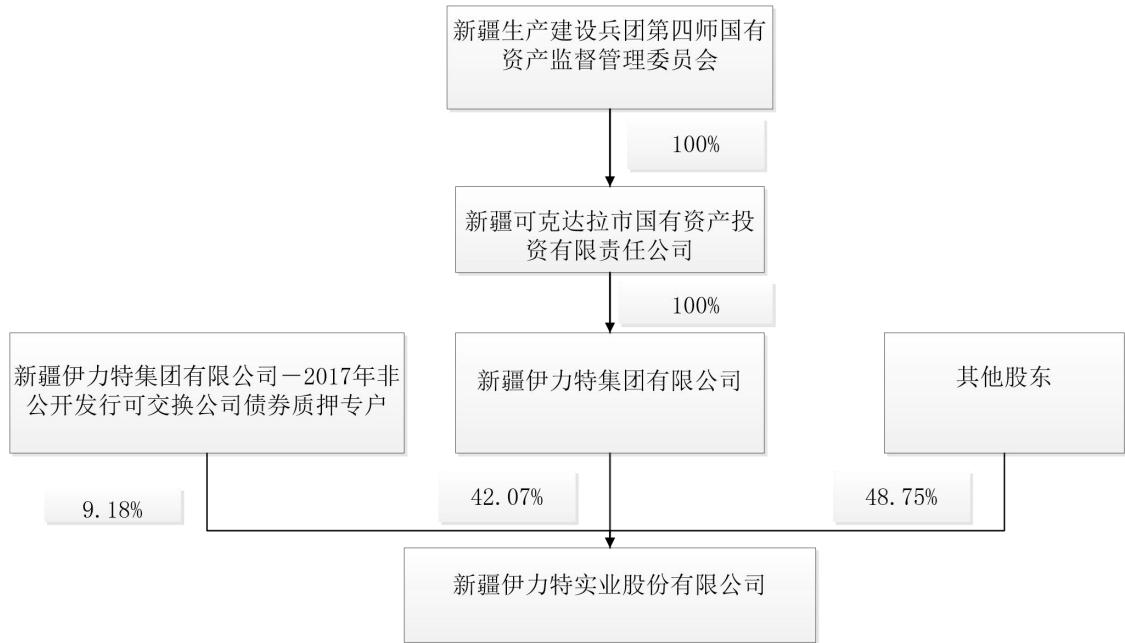
抗风险能力及结论

公司是新疆知名的浓香型白酒生产企业，拥有多个产品系列、区域品牌知名度高，在新疆地区仍保持较强的市场竞争实力；2019 年公司加强重点城市经销网络布局，疆外销售保持增长，产品结构优化，销售价格提升，白酒销售收入和毛利润保持增长；受益于经营积累及可转债发行，公司所有者权益保持增长，有息债务规模不大，资产负债率保持较低水平；2019 年，公司经营现金净流入大幅提升，经营获现能力增强。

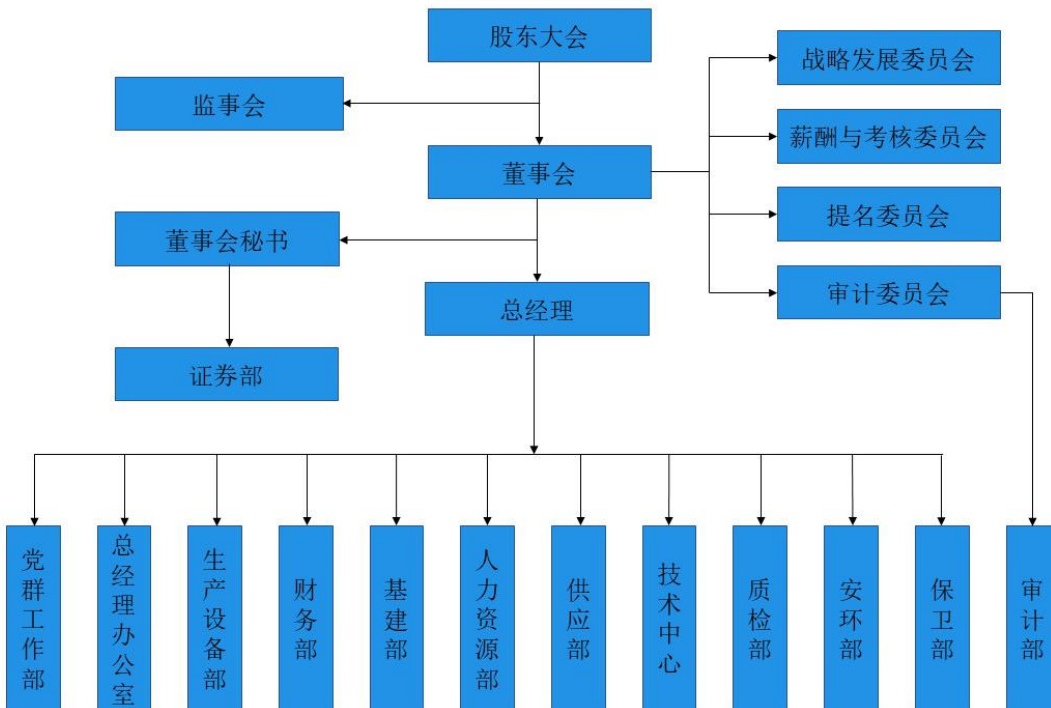
同时，东方金诚也关注到，受疫情影响，2020 年一季度白酒销售收入同比大幅下降，中低档白酒销售占比增加，预计全年白酒业务销售收入和毛利润有所下滑；公司主要采取品牌买断式经销模式，对品牌管理把控较弱，跟踪期内，客户集中度仍较高，产品销售对经销商依赖程度仍较大；跟踪期内，包装材料采购价格有所增长，公司面临一定成本控制压力。

综上所述，东方金诚维持伊力特主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“伊力转债”信用等级为 AA。

附件一：截至2020年3月末伊力特股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	30.69	33.29	44.10	41.95
所有者权益 (亿元)	22.36	25.49	29.52	29.63
负债总额 (亿元)	8.33	7.80	14.58	12.32
短期债务 (亿元)	-	-	-	-
长期债务 (亿元)	-	-	7.16	7.24
全部债务 (亿元)	-	-	7.16	7.24
营业收入 (亿元)	19.19	21.24	23.02	1.53
利润总额 (亿元)	4.95	5.76	6.23	0.19
净利润 (亿元)	3.57	4.34	4.58	0.08
EBITDA (亿元)	5.30	6.12	6.61	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	3.42	2.89	5.60	-2.38
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.75	-2.11	-6.80	-0.35
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.16	-1.34	5.99	-0.04
毛利率 (%)	47.73	49.01	51.45	49.54
营业利润率 (%)	33.05	35.28	37.40	30.71
销售净利率 (%)	18.60	20.42	19.90	5.35
总资本收益率 (%)	15.98	17.04	12.49	-
净资产收益率 (%)	15.96	17.02	15.51	-
总资产收益率 (%)	11.63	13.03	10.38	-
资产负债率 (%)	27.13	23.43	33.06	29.37
长期债务资本化比率 (%)	-	-	19.52	19.64
全部债务资本化比率 (%)	-	-	19.52	19.64
货币资金/短期债务 (%)	-	-	-	-
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-	-	-16.72	-
流动比率 (%)	305.98	329.59	403.63	542.58
速动比率 (%)	210.26	225.77	300.60	382.42
经营现金流流动负债比 (%)	41.99	37.67	76.75	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1150.25	912.02	22.53	-
全部债务/EBITDA (倍)	-	-	1.08	-
应收账款周转率 (次)	68.58	243.71	456.03	-
销售债权周转率 (次)	9.04	9.01	8.62	-
存货周转率 (次)	1.35	1.38	1.44	-
总资产周转率 (次)	0.66	0.66	0.59	-
现金收入比 (%)	129.14	109.77	113.57	120.59

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚国际信用评估有限公司食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC0005201907)》

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	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	不能偿还债务

注：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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2019年新疆伊力特实业股份有限公司可转换公司债券”的存续期内密切关注新疆伊力特实业股份有限公司的经营管理状况、财务状况、及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在新疆伊力特实业股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向新疆伊力特实业股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，新疆伊力特实业股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如新疆伊力特实业股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月22日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。