

# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1134 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，维持“13汾酒CP001”和“13汾酒CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一三年九月三日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

# 山西杏花村汾酒集团有限责任公司跟踪评级报告

## 主体长期信用

跟踪评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

## 债项信用

| 名称          | 额度   | 存续期                       | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|-------------|------|---------------------------|--------|--------|
| 13 汾酒 CP001 | 7 亿元 | 2013/03/14~<br>2014/03/14 | A-1    | A-1    |
| 13 汾酒 CP002 | 7 亿元 | 2013/05/14~<br>2014/05/14 | A-1    | A-1    |

跟踪评级时间: 2013 年 9 月 3 日

## 财务数据

| 项目             | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 13 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 现金类资产(亿元)      | 19.19  | 28.87  | 38.57  | 53.00    |
| 资产总额(亿元)       | 50.46  | 67.64  | 88.57  | 106.28   |
| 所有者权益(亿元)      | 27.31  | 36.85  | 51.43  | 58.82    |
| 短期债务(亿元)       | 4.08   | 2.38   | 5.74   | 17.10    |
| 全部债务(亿元)       | 4.08   | 2.38   | 5.74   | 17.10    |
| 营业收入(亿元)       | 53.87  | 78.33  | 107.04 | 41.61    |
| 利润总额(亿元)       | 9.48   | 13.03  | 18.67  | 9.34     |
| EBITDA(亿元)     | 10.57  | 13.79  | 20.60  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)    | 5.23   | 15.41  | 8.28   | -0.14    |
| 营业利润率(%)       | 36.55  | 36.20  | 38.47  | 44.73    |
| 净资产收益率(%)      | 22.89  | 23.96  | 24.90  | --       |
| 资产负债率(%)       | 45.88  | 45.53  | 41.93  | 44.66    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 12.95  | 6.08   | 10.04  | 29.07    |
| 流动比率(%)        | 170.53 | 173.08 | 182.80 | 177.90   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.39   | 0.17   | 0.28   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 41.68  | 78.51  | 69.10  | --       |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 22.60  | 50.97  | 22.82  | --       |

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

## 分析师

董征

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

## 评级观点

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对山西杏花村汾酒集团有限责任公司(以下称“公司”)的评级,反映了公司作为国内清香型白酒的领军企业,在生产规模、品牌价值、科研实力等方面具备的优势。同时联合资信也关注到,公司高端白酒的快速扩张可能受到原浆酒库存制约、中端白酒市场竞争加剧对公司经营及发展带来的不利影响。

公司作为清香型白酒的龙头企业,跟踪期内,盈利能力较强,财务弹性良好,发展空间广阔。

综合考虑,联合资信维持公司AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 汾酒CP001”和“13 汾酒CP002”A-1的信用等级。

## 优势

1. 近年清香型白酒市场份额不断提升,公司在中国清香型白酒生产企业中规模优势突出、品牌价值高,产品竞争力强。
2. 跟踪期内,公司汾酒和杏花村白酒产销量快速增长,使得公司收入和利润规模均大幅增加。
3. 跟踪期内,公司多经板块收入增长较快。
4. 公司有息债务负担轻,现金类资产及经营活动现金流入量对存续期内债券覆盖程度高。

## 关注

1. 公司高端白酒的高速扩张可能受到陈酿原浆酒库存限制。
2. 公司有息债务中全部为短期债务,债务结构有待改善。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西杏花村汾酒集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西杏花村汾酒集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山西杏花村汾酒集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西杏花村汾酒集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“13 汾酒 CP001”和“13 汾酒 CP002”到期内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用及存续期内的“13 汾酒 CP001”和“13 汾酒 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

山西杏花村汾酒集团有限责任公司(简称“公司”),其前身是政府于1949年收购的“晋裕白酒公司”,当年更名为“国营山西杏花村汾酒厂”。1993年1月8日,该厂改组为山西杏花村汾酒(集团)公司,将原厂全部资产划归新成立的公司。2002年4月2日,经山西省人民政府批准,将山西杏花村汾酒(集团)公司改制设立为山西杏花村汾酒集团有限责任公司。截至2012年底,公司注册资本45116.4万元,山西省人民政府是公司的唯一出资人和实际控制人,山西省国有资产监督管理委员会负责对公司进行管理和监督。

山西杏花村汾酒集团有限责任公司主要从事酒类的生产和销售以及酒类生物技术的研发、开发与转让等。公司以生产经营中国名酒——汾酒、竹叶青酒为主营业务。目前拥有“杏花村”、“竹叶青”和“汾”三个中国驰名商标,是全国最大的名优白酒生产基地之一,其主导产品有汾酒、竹叶青酒、杏花村酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒等系列。公司控股的上市公司山西杏花村汾酒厂股份有限公司,是我国第一家上市的白酒企业。根据世界品牌实验室发布的2012年《中国500最具价值品牌排行榜》显示,汾酒集团“杏花村”品牌价值达73.26亿元排名位列第198位,是山西省唯一上榜品牌。公司的“玫瑰汾”、“老白汾”、“金家”等商标被评为“山西省著名商标”。同时,汾阳杏花村因是汾酒集团所在地而被中华品牌发展论坛评为中华名酒第一村,而汾酒酿造工艺也被评为国家级非物质文化遗产。

公司设集团办公室、党委工作部、人力资源部、规划发展部、市场部、集团财务部、资产管理部、监察审计部、法律事务部等 20 个职能部门。

截至 2012 年底,公司资产总额 88.57 亿元,所有者权益 51.43 亿元;2012 年公司实现营业收入 107.04 亿元,利润总额 18.67 亿元。

截至 2013 年 3 月底,公司资产总额为 106.28 亿元,所有者权益为 58.82 亿元,2013 年 1~3 月,公司实现营业收入 41.61 亿元,实现利润总额 9.34 亿元。

公司地址:山西省汾阳市杏花村镇;法定代表人:李秋喜。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2012 年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012 年,中国实现国内生产总值 519322 亿元,同比增长 7.8%,GDP 前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年,中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%,增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看,一季度同比增长 11.6%,二季度增长 9.5%,三季度增长 9.1%,四季度增长 10.0%。2012 年,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万元以上的企业,下同)实现主营业务收入 915915 亿元,同比增长 11%;规模以上工业企业实现利润 55578 亿元,同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元,同比名义增长 14.3%,同比增速小幅回

落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

## 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长

12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增



加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款利率调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

#### 四、行业及区域经济环境

公司主要从事清香型白酒的生产、销售业务。

##### 1. 行业概况

白酒行业是中国轻工业中食品工业的重

要分支。白酒是以粮谷为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而成原酒，原酒经长时间贮存老熟，勾兑调味最后成为出厂的产品。白酒是中国特有的酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒（又称金酒）、龙舌兰酒等并列为世界七大蒸馏酒。白酒在中国历史悠久，是中国传统文化的重要组成部分，是社会生活不可或缺饮品。

白酒按香型分类，主要有浓香型、酱香型、清香型、凤香型等。浓香型白酒以五粮液、泸州老窖为代表，酱香型白酒以贵州茅台为代表，清香型白酒以山西汾酒为代表，凤香型白酒以陕西西凤酒为代表。

1980 年以前以汾酒和二锅头等为代表的清香型白酒一度占据了我国 75% 以上的市场份额。然而，上世纪 80、90 年代清香型白酒市场份额急转直下，最低时仅为 6%。这一时期清香型白酒市场下滑的主要原因如下：首先，在白酒产品市场化过程中，清香型白酒没有把握住市场机会，定位迷失，陷入低成本竞争泥潭，盈利能力严重削弱，整体品牌地位大幅下滑。其次，浓香型白酒在技术、品牌等方面快速突破，在市场中迅速崛起，挤占了清香型的市场份额。

由于 1998 年的山西朔州假酒案使得清香型白酒的市场占有率迅速下降，浓香型成为白酒消费的主要香型，目前市场占有率为 60% 左右，清香型市场占有率为 20% 左右，酱香型占比 6%，其他香型合计占比 14%。

清香型白酒也称汾香型，是中国传统四大香型白酒之一，在中国具有深厚的消费基础，产量规模大，但多定位于低价位产品，知名品牌较少，仅有汾酒、红星二锅头、衡水老白干、丰宝酒等少数知名品牌。新世纪以来，汾酒开始提升产品结构后，其他清香型品牌也积极跟进，由此清香型白酒市场消费开始逐步复苏。清香型白酒具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，符合现代白酒消费潮流，有较强的增长后劲。

### （1）行业发展历程

新中国成立以来，中国白酒行业经历了恢复、发展、调整、繁荣四个不同阶段。

**产业恢复期：**1949 年新中国成立时，中国白酒的产量只有 10.8 万千升，到“文革”后的 1978 年，中国白酒产量达到 143.74 万千升，比建国初期增长了近 15 倍。

**快速发展期：**20 世纪 80 年代起，中国开始从计划经济体制向社会主义市场经济体制转变，白酒行业较低的市场准入要求和较高的利润水平刺激各地纷纷兴办小型酒厂，白酒产量快速提高，1996 年白酒产量达到 801.3 万千升的高峰，是建国初期的 80 倍左右。

**产业调整期：**“九五”、“十五”时期，为适应国民经济建设的总体要求，提高白酒行业的投入产出比和综合经济效益，国家对白酒行业制定了以总量调控为基础产业政策，白酒行业产量快速下降，至 2004 年下降至阶段性低点 311.7 万千升。

**繁荣发展期：**随着白酒产业调控政策效果的显现和居民收入水平的提高、消费结构升级，“十一五”时期，白酒行业进入繁荣发展阶段，白酒产量、销售收入、利润稳步提高。2012 年，白酒行业产量达到历史最高值 1153.16 万千升，同比增长 18.55%；实现销售收入 4466 亿元，同比增长 26.82%；实现利润总额 819 亿元，同比增长 48.52%，白酒行业呈现利润增长快于收入、收入快于销量的良性循环。2000-2012 年，白酒行业的毛利率总体保持相对稳定，处于 28%-39% 区间，2012 年毛利率为 38.13%，为历年来最高值。

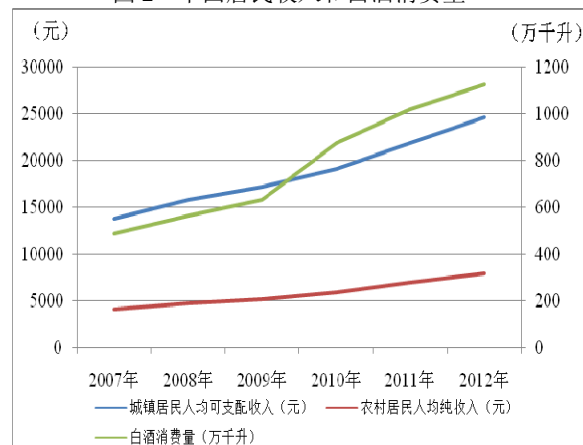
### （2）行业供需

从需求而言，白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其消费需求与经济发展、人均收入水平密切相关，并随着收入水平的提高而不断扩大。

2007 年以来，中国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入每年增长率一直保持在 10% 以上，2007~2012 年年均复合增长率

分别为 12.25%、13.84%；同期，白酒消费年均复合增长率为 18.35%，2012 年白酒消费量达 1126.70 万千升，同比增长 10.27%。居民收入的大幅提高大大带动了白酒的消费需求。

图 2 中国居民收入和白酒消费量

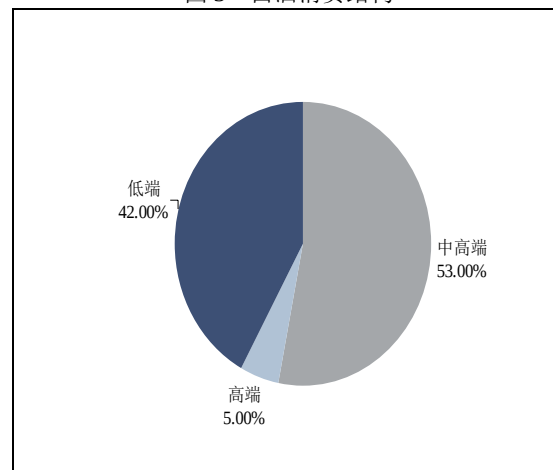


资料来源：国家统计局、wind 资讯

居民收入水平的提高一方面拉动了白酒的消费需求，另一方面引发了居民消费类型从温饱型向享受型的消费升级，中高档白酒需求增长明显。

从供给而言，随着白酒行业调控政策见效和居民收入水平提升、消费结构升级，中国白酒产量自 2004 年起探底回升，“十一五”时期白酒行业产量快速回升，销售收入节节攀升。截至 2012 年底，白酒行业产量 1153.80 万千升，实现销售收入 4466.26 亿元，同比分别增长 15.12% 和 26.82%，2007~2012 年年均复合增长率为 18.48%。

图 3 白酒消费结构



资料来源：中国酿酒工业协会

随着消费者对中高端白酒产品的需求不断增加,许多白酒生产企业着手进行产品结构调整,扩大中高档产品的生产能力。然而由于白酒的很多生产环节没有完全实现机械化,很难作为工业化标准产品实现从原料到成品的快速批量生产,中高档白酒尤其如此。同时,白酒酿造工艺对气候、土壤、水资源等自然环境条件要求严格,适宜酿造中高档白酒的自然资源具有稀缺性。因此,中高档白酒产品供给增长较为缓慢,中高档白酒提价成为近几年常态。

白酒平均单价由 2007 年的 2.24 万元/千升提高至 2012 年的 3.67 万元/千升,涨幅达 63.84%,这进一步印证了白酒消费结构的变化及中高档白酒价格上涨的趋势。

### (3) 市场结构

白酒行业市场准入门槛较低,业内企业数量庞大。1999 年,国家开始对白酒行业实行生产许可证制度,此举对控制行业内众多小的白酒盲目发展、遏制市场无序竞争起到积极作用。目前中国仍有白酒生产企业约 2 万多家,其中获得生产许可证的企业 9000 家左右,2012 年白酒行业前 4 位销售额占比 CR4 为 18.47%,前 8 位销售额占比 CR8 为 25.13%,按照贝恩行业集中度分类法,CR4 小于 30%、CR8 小于 40%为竞争型,CR4 大于 30%、CR8 大于 40%为寡占型。由此可见,中国白酒行业目前仍处于完全竞争的市场格局,市场集中度亟待提高。

表 1 白酒行业销售额前 8 名情况

| 企业名称    | 2012 年销售额(亿元) | 市场占有率  |
|---------|---------------|--------|
| 五粮液     | 272.01        | 6.09%  |
| 贵州茅台    | 264.55        | 5.92%  |
| 洋河      | 172.70        | 3.87%  |
| 泸州老窖    | 115.56        | 2.59%  |
| 郎酒      | 110.00        | 2.46%  |
| 剑南春     | 80.00         | 1.79%  |
| 山西汾酒    | 64.79         | 1.45%  |
| 西凤酒     | 42.90         | 0.96%  |
| 前 8 位合计 | 1122.51       | 25.13% |
| 行业共计    | 4466.26       | 100%   |

资料来源:各公司网站,联合资信整理

注:山西汾酒指上市公司山西杏花村汾酒厂股份有限公司

尽管白酒行业市场准入门槛较低,但高端白酒具有较高的进入壁垒。现有的高端白酒品牌,都有其独特的历史文化底蕴,需要长达十几年甚至几十、上百年的时间积累才能得到消费者的认可;同时,白酒酿造工艺具有独特性,不同白酒生产商的工艺不尽相同,且其酿造工艺具有较强的地域性,对气候、土壤、水资源等自然环境条件要求严格,稀缺的自然资源和保密的工艺使得新进入者难以复制,技术壁垒较高。

## 2. 行业政策

白酒行业的主管部门为工业和信息化部 and 各地工业和信息化主管部门。白酒行业的全国性行业自律性组织为中国酿酒工业协会白酒分会和中国食品工业协会白酒专业委员会。

为促进白酒行业健康发展、保障白酒食品安全,扩大内需,实现绿色生态和循环经济,国家出台了一系列的产业政策、税收政策、行业准入及流通管理政策等。

产业政策方面:2006 年国家出台《关于国民经济和社会发展第十一个五年规划》,提出要扩大内需,增强消费,大力发展食品工业,提高食品精深加工水平,保障食品安全。

2007 年国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2007 年本)》,将“白酒生产线”列入“限制类”。

2009 年国务院发布《轻工业调整和振兴规划》提出要走绿色生态、质量安全和循环经济的新型发展之路;积极扩大城乡消费;支持优势品牌企业跨地区兼并重组;培育发展轻工业特色区域和产业集群。

税收方面:2009 年,国家税务总局颁布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》,规定白酒生产企业销售给销售单位的白酒,生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的,消费税最低计税价格由税务机关核定。



市场准入方面：《白酒生产许可证审查细则（2006版）》规定，年销售额500万元以上的白酒生产企业由国家质检总局审查发放白酒生产许可证，有效期3年。

流通管理方面：《酒类流通管理办法》规定，包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。不得向未成年人销售酒类商品，并应在经营场所显著位置予以明示。

总体而言，国家对白酒行业总体的发展思路为：控制总量，优化结构，减少污染，保障安全。进一步完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差小酒厂；制订有利于白酒行业发展的产业政策，引导白酒企业向“优质、安全、低消耗、可循环”的方向发展；促进白酒工业做大做强，引导白酒企业进军国际市场，加快白酒工业国际化的步伐。

### 3. 行业关注

#### 低酒精饮料替代白酒趋势

白酒作为一种重要的中国传统饮品，虽然会长期存在，但随着人们健康观念的转变和对健康的日益重视，已出现了低酒精饮料对白酒的替代趋势。近年来，中国啤酒产量与消费量都持续增长，而且越来越多的年轻消费者更青睐于口感细腻的啤酒，而疏远白酒。葡萄酒和洋酒迅速发展，对白酒的市场争夺日趋激烈。黄酒、补酒以及保健酒的消费观念逐步被消费者广泛接受，这一类产品也开始蚕食传统白酒的市场份额。总体来看，各种低酒精饮料与白酒的市场竞争日趋激烈，将给白酒生产企业的经营管理带来一定挑战。

#### 高端白酒产能瓶颈，频繁提价成常态

白酒酿造过程较为复杂，需要经历蒸煮、糖化、发酵、蒸馏等过程而成原酒，其中发酵期根据工艺不同，大都在1个月以上，原酒需

经长时间存储（一般在1年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后才能成为出厂的成品酒。鉴于白酒生产周期较长，其大多数生产环节都没有实现机械化，均为手工操作，面对消费者对高端白酒日益增长的消费需求，产能成为各大名优白酒企业的瓶颈。一方面，名优白酒企业纷纷调整产品结构，提高中高端白酒的比重，并通过技术改造、新建生产线等方式扩大产能；另一方面，高端白酒提价成为常态，以53度飞天茅台酒为例，2001年其出厂价为218元，经过历年提价，2011年出厂价为619元，价格将近10年前的3倍；终端零售价格更是持续攀升，以53度飞天茅台酒为例，2005年零售均价只有300元/瓶左右，多次提价后，2012年底市场价一度超过2000元/瓶，2013年初，由于受政府限制三公消费和中央军委“禁酒令”影响，价格短期内有所回落，但每瓶售价仍然超过1500元，接近2005年的五倍左右。五粮液、国窖、郎酒、汾酒等名优白酒提价也与茅台类似，出厂价逐年攀升。在市场供不应求的状况下，价格杠杆成为缓解高端白酒产能瓶颈的手段。

#### 中端白酒市场竞争加剧

近年来，中端白酒由于产品价位适中、消费群体固定、受宏观消费环境影响小等原因，呈现快速增长势头。中国白酒行业正在逐步进入调整期，2013年一季度，多家一线酒企收入增幅出现明显下降甚至负增长，但主导大众消费的中低端白酒将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。

受此影响，高端白酒也开始发力中低端产品。先是茅台表示将增资3.73亿元再次扩大主要生产王子酒、迎宾酒等中端产品的301厂产能；五粮液也随后推出五粮春新品、五粮醇蓝淡雅等中低端产品；2013年剑南春也推出价格200元左右的金剑南K6和400左右的金剑南K9。因为同样的价格，消费者大多会选择原本高端品牌的中端产品，这将会给原本库存高企的中端酒企带来明显的市场压力。

## 白酒类资本市场股价大跌

根据 wind 资讯显示, 13 家白酒上市公司在塑化剂、限制三公消费、军委“禁酒令”等因素影响下, 股票均出现了不同幅度的大跌。以贵州茅台为例, 从 2012 年 7 月 16 日的 255.83 元/股, 一路跌至 2013 年 4 月 8 日的 157.90 元/股, 股价跌幅将近 40%。资本市场中酒企股价的表现从侧面反映出白酒企业的经营现状, 高库存让经销商经营困难, 在禁止三公消费政策的影响下, 市场供需出现问题, 经销商为处理库存纷纷降价销售, 一些白酒品牌出现价格倒挂现象。

## 4. 未来发展

### 白酒行业进入品牌竞争时代

随着白酒行业景气度的不断提升, 白酒行业的竞争日益激烈, 由于白酒产品同质化强, 白酒生产企业日益重视品牌经营和品牌建设, 各大名优白酒生产企业纷纷将品牌战略作为企业发展的核心战略, 在品牌定位、品牌价值提升、品牌传播、品牌延伸、品牌管理和保护等方面下足功夫。在品牌传播方面, 央视黄金时段广告招标成为白酒企业争夺的焦点。在 2013 年央视黄金时段广告招标中, 酒行业现场中标 42.08 亿元, 同比增长 63.10%, 占招标总额的 26.50%。贵州茅台以 6.23 亿元中标金额在白酒类企业中排名第一; 剑南春共计投入 6.09 亿元排名第二; 一家新上榜的酒企业今世缘酒共计投入 3.15 亿元。品牌竞争将促进白酒企业的优胜劣汰, 未来市场份额将向影响力大、品牌价值高的名酒企业集中, 白酒行业进入全面品牌竞争时代。

表 2 2013 年央视黄金时段广告招标白酒中标情况

| 中标企业 | 中标金额 (万元) |
|------|-----------|
| 贵州茅台 | 62316     |
| 剑南春  | 60900     |
| 五粮液  | 49900     |
| 西凤酒  | 34198     |
| 劲酒   | 31787     |
| 今世缘  | 31464     |

|       |       |
|-------|-------|
| 洋河    | 31198 |
| 杏花村汾酒 | 16100 |
| 四特酒   | 16057 |
| 迎驾贡酒  | 8302  |
| 水井坊   | 7799  |
| 枝江酒   | 1926  |

资料来源: 联合资信整理

## 白酒行业开始探索“产区”模式

独特的地域生态环境对酒类品质有着重要意义, 通过“产区”这一模式将之具体化、标准化、法规化, 将整个产业链条都调动起来, 加之持续有效的传播, 对于整个地区白酒产业的发展和品牌打造起到积极的促进作用。2009 年, 四川省正式出台“中国白酒金三角规划”, 2010 年郎酒二郎镇、泸州老窖酒业集中发展区、五粮液历史文化街区、绵竹剑南老街等“名酒名镇”建设陆续启动。2011 年“中国白酒金三角”获得国家质检总局地理标志产品认证, 由此标志中国白酒行业逐步进入“产区”时代。未来白酒行业的竞争将由单个企业竞争转变为以产区为单位的竞争。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

山西省人民政府是公司的唯一出资人和实际控制人, 山西省国有资产监督管理委员会负责对公司进行管理和监督。截至 2012 年底, 公司注册资本 4.51 亿元。

### 2. 企业规模

公司是国家 520 户重点企业和山西省 12 户授权经营企业之一, 是全省“513”工程农产品加工龙头企业。山西杏花村汾酒厂股份有限公司为集团核心子公司, 于 1993 年在上海证券交易所挂牌上市, 为中国白酒第一股, 山西第一股。公司占地面积 313 万平方米, 建筑面积 76 万平方米; 从业人员超过一万人。2012 年, 公司商品酒产量达到 71797 千升, 位居中国名优白酒生产企业前列。汾酒是清香型白酒的典型代表, 在清香领域内位居中国首位。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1、公司经营

公司主营业务涉及白酒的生产销售和国内外贸易。跟踪期内，公司营业收入呈现快速增长态势，2012年实现营业收入107.04亿元，同比增长36.65%。从构成上看，2012年，名酒系列实现营业收入67.02亿元，同比增长41.36%，占总收入的62.61%，名酒系列收入大幅增长主要因为跟踪期内，名酒系列销售量的大幅提升和产品销售价格的上升。2012年，多经产品系列实现营业收入33.41亿元，同比增长39.03%，占总收入的31.21%，多经产品系列收入快速增长主要因为公司贸易规模增长较快。2012年，杏花村系列和其他业务分别实现收入5.95亿元和0.66亿元。

公司整体毛利率维持在较高水平，2012年

为49.80%，较上年有所提升。其中名酒系列产品品牌知名度高，产品价值突出，2012年毛利率为75.61%；杏花村系列产品知名度和品牌认知效应相比名酒系列产品较弱，产品主要面向中低端消费，毛利率水平低于名酒系列产品，2012年，由于部分杏花村系列价格上涨，杏花村系列毛利率上涨至37.21%；公司多经产品板块主要从事钢材、焦炭、化工等大宗产品的内贸，多种产品的出口贸易和酒类的内外贸易，该板块毛利率水平较低，2012年为0.76%，与贸易业务性质相吻合，对公司整体毛利润贡献较小。

2013年一季度，公司实现营业收入41.61亿元，其中名酒系列和多经产品系列仍然是公司主要收入来源，分别实现收入27.77亿元和11.97亿元。毛利率方面，名酒系列和多经产品系列毛利率有所增长，杏花村系列毛利率继续增长至49.06%，其他业务毛利率增长至31.39%。

表 3 2011 年~2013 年 3 月底公司营业收入构成情况（单位：亿元/%）

| 系列     | 2011 年    |        |       | 2012 年     |        |       | 2013 年 1~3 月 |        |       |
|--------|-----------|--------|-------|------------|--------|-------|--------------|--------|-------|
|        | 营业收入      | 占比     | 毛利率   | 营业收入       | 占比     | 毛利率   | 营业收入         | 占比     | 毛利率   |
| 名酒系列   | 474057.00 | 60.52  | 74.06 | 670203.58  | 62.61  | 75.61 | 277745.70    | 66.75  | 77.75 |
| 杏花村系列  | 66288.00  | 8.46   | 23.22 | 59484.31   | 5.56   | 37.21 | 17013.36     | 4.09   | 49.06 |
| 多经产品系列 | 240316.00 | 30.68  | 1.25  | 334098.00  | 31.21  | 0.76  | 119727.00    | 28.78  | 0.83  |
| 其他     | 2642.00   | 0.34   | 24.90 | 6585.55    | 0.62   | 24.99 | 1588.68      | 0.38   | 31.39 |
| 合计     | 783303.00 | 100.00 | 47.26 | 1070371.44 | 100.00 | 49.80 | 416074.74    | 100.00 | 54.27 |

资料来源：公司提供。

注：名酒系列包含汾酒系列和竹叶青酒系列等产品收入。

### 酒类板块

公司是中国白酒行业唯一同时拥有三个不同细分品类知名品牌的公司，白酒中的汾酒品牌和杏花村品牌、配置酒中的竹叶青品牌都在中国白酒市场享有盛誉。

#### （1）产品结构

近年，针对白酒行业的发展趋势和自身优

势特点，公司对整个集团酒类产品的包装设计、品牌规划、市场策划、投入策略等进行专门管理，对整体产品结构进行了提升，同时进一步明晰了产品线、理顺价格体系，在白酒和配置酒产品领域均形成了多品种，多层次的产品格局。

白酒板块公司旗下拥有汾酒和杏花村酒

两大品牌，汾酒主要运营已交由股份上市公司管理，杏花村品牌主要在集团管理下运营。

汾酒品牌下产品按档次从高到低排列依次为国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒和玻汾，产品零售价格从千元以上到40、60元不等。汾酒产品结构中，在公司汾酒走高端产品路线策略的带动下，2012年老白汾酒以上的中高端汾酒销量占汾酒销量的65.4%，公司汾酒品牌产品以中高端产品为主。

表4 公司主要产品概况

| 种类  | 产品线  | 产品定位                    |
|-----|------|-------------------------|
| 白酒  | 国藏汾酒 | 超高价产品，着重于公司品牌形象推广       |
|     | 青花瓷  | 中高价位主力产品                |
|     | 老白汾酒 | 中档价位，传统优势品种             |
|     | 玻汾   | 低价产品                    |
|     | 杏花村  | 低价位产品，有较好省内消费基础         |
| 配制酒 | 竹叶青  | 品牌建设过程中，品牌知名度高、经济效益正在提升 |
|     | 白玉汾酒 | 新开发品种                   |
|     | 玫瑰汾酒 | 新开发品种                   |

资料来源：公司提供

杏花村品牌在消费白酒行业内也具备很高的品牌知名度。除杏花村品牌外，公司曾经采取工商合营模式，与下游客户共同开发了数个杏花村合营品牌，近年公司对整体品牌战略和产品结构进行了梳理，收回了上述品牌的经营权，目前尚余杏花村福酒品牌。近年，该品牌的品牌营销力度不足，产品定位仍在低价位产品徘徊，主要消费市场仍在山西省内，但具有广泛的消费基础。随着未来公司对该品牌的进一步梳理和运作，品牌价值和经济价值有望得到提升。

配制酒板块方面，公司竹叶青品牌同样具备悠久的历史，其在新中国五次酒类评比中连续四次获得“国家名酒称号”，是保健酒的典型代表，具有很高的品牌知名度。由于历史经营原因，竹叶青品牌定位不明确，经过多年发展，未产生良好的经济效益，反而被劲酒、黄金酒、椰岛鹿龟酒等保健酒品牌抢占了大量市场份额。近年，公司加大了竹叶青酒品牌的建

设力度，提出将其发展成为国内第一养生酒品牌的目标，明确了产品定位。

公司在提升品牌的同时，对竹叶青酒产品结构也进行了梳理，推出了国酿、精酿、特酿等产品，其中国酿市场售价在 600~700 元左右。在明确产品定位和竹叶青较高品牌价值的带动下，竹叶青品牌有望成为公司酒类板块新的收入和利润增长点。

## （2）原材料采购

公司白酒生产的主要原材料为高粱、大麦、豌豆等，采购额占成本比例约为70%。原粮采购采用基地模式，包装材料采用合格供应商加战略采购模式。公司目前高粱主要由东北、内蒙等地采购，大麦主要从内蒙、甘肃等地采购。公司原材料采购支付方式以货到付款为主。

2011年公司为加强原料的掌控力度，成立了汾酒原料基地有限公司，完善了17万亩的高粱、大麦、豌豆等原料基地的一体化建设。公司原料基地的具体生产运营活动由当地农户或公司负责，公司不对上游供应商参股，仅在种植技术上对其指导，在农作物品质上提出要求。从原料采购途径看，2012年公司大部分原料来自其原材料供应基地，未来原料采购将全部从原料基地采购。

从公司主要原材料采购上看，2012年，高粱采购量3.80万吨，呈稳定增长态势；大麦和豌豆采购量上涨较快，较2011年分别增长46.38%和52.93%。2012年，公司粮食收购价格近年呈现上涨态势，公司高粱、大麦、豌豆采购均价分别为2310元/吨、2570元/吨和4320元/吨，较2011年分别增长5%、15.77%和23.78%。相比原粮，公司包装材料价格保持相对稳定。

虽然公司原料采购成本近年呈快速增长态势，但公司白酒类板块毛利率水平未因此出现显著的下滑。一方面说明公司具有很强的成本转嫁能力，另一方面，公司通过调整产品结构、提高高端产品的比例，对支撑公司较高的毛利率有一定贡献。总体看，原材料的价格上



涨对公司盈利水平影响不大。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：元/吨、吨）

| 主要原材料名称 | 2011 年 |          | 2012 年 |          | 2013 年 1~3 月 |         |
|---------|--------|----------|--------|----------|--------------|---------|
|         | 平均价格   | 采购量      | 平均价格   | 采购量      | 平均价格         | 采购量     |
| 高粱      | 2200   | 34430.53 | 2310   | 38017.88 | 3430         | 9576.67 |
| 大麦      | 2220   | 5482.87  | 2570   | 8025.66  | 2900         | 3019.61 |
| 豌豆      | 3490   | 2914.03  | 4320   | 4456.29  | 5140         | 904.78  |

资料来源：公司提供

注：上述价格为含税价格

### （3）产品生产

公司生产工艺流程主要分为制曲、发酵、蒸馏、贮存、勾兑、包装等工艺流程。虽然在部分工艺环节实现了机械化生产，但在制曲、酿造发酵等前端工序基本保留了传统工艺。

原酒生产上，为保证产品质量，公司从源头开始对原材料进行管控，保证制曲原料质量；制曲工艺上，公司保持了7人班组，酿造技师言传身教的生产和技师培养模式，保证了原酒生产工艺的延续；发酵过程方面，汾酒采用传统的地缸、固态、分离发酵法，所用原料用蒸汽常压清蒸，原料蒸煮后，加曲放入陶缸中发酵28天，然后取出蒸馏，把蒸过的醅再加曲发酵28天，进一步蒸馏。当年生产出的原酒至少经1年以上贮存后才可用于勾兑商品酒。受温度影响，公司酿酒工序在每年7~8月需暂停生产；成品酒勾兑上，公司根据市场订单数量和品种安排勾兑、成装。

公司设立了完整的质量安全体系和完备的

安全生产规章制度。公司共设置质控检验点223个，专检点167个，交接互检点15个，保证公司产品质量和食品安全。公司汾酒生产原粮出酒率达43.60%，新产汾酒一级酒比率6.79%，交库合格率99.99%；大曲交库优质率78.90%；成装生产入库无缺陷率99.95%。

公司现有商品酒产能8万千升，2012年，公司商品酒产量为7.18万千升，较上年大幅提升主要因为汾酒系列产量大增，同时合并义泉涌个性化产品。

细分产品产量上，汾酒产量在总产品产量中保持第一位置。2012年，汾酒产量保持了高速增长，达到3.19万千升，同比增长38.69%；竹叶青酒产量在公司战略推动下也实现了快速提高，达到6314千升，同比增长32.65%；杏花村酒系列产量有所下降，公司其他白酒包括杏花村合作品牌（杏花村福酒）和配置酒中的白玉汾酒和玫瑰汾酒产量保持小幅增长态势。

表6 近年公司主要产品产销情况

| 项目                  | 2011 年 |        | 2012 年 |        | 13 年 1~3 月 |        |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|                     | 产量（千升） | 销量（千升） | 产量（千升） | 销量（千升） | 产量（千升）     | 销量（千升） |
| 汾酒                  | 22973  | 22070  | 31861  | 29509  | 8298       | 12710  |
| 竹叶青酒                | 4760   | 5164   | 6314   | 6495   | 1852       | 1743   |
| 杏花村                 | 3186   | 2492   | 2806   | 3397   | 1238       | 1277   |
| 其它(白玉汾酒、玫瑰汾酒、杏花村福酒) | 8091   | 8805   | 8366   | 9565   | 1082       | 1399   |
| 个性化产品系列             | --     | --     | 22450  | 21529  | 5341       | 7365   |
| 合计                  | 39010  | 38531  | 71797  | 70495  | 17811      | 24494  |

资料来源：公司提供，2011 年末计算义泉涌个性化产品

总体上看，白酒生产较为特殊，制曲、发

酵工序涉及多菌种发酵，口味受自然环境、水

源、曲种等多方因素影响，自然环境的改变，制曲工艺和曲料配方的变化对白酒口味影响较大，因此公司白酒类产品的区域性强，口味、品质很难被模仿。相比于浓香和酱香型白酒的酿造，清香型白酒使用清缸发酵，出酒率和优质酒比例高，贮存时间较短，容易在短时间内实现产能扩张，投资成本较低。但受制于白酒生产的特殊性，公司新增原酒产能要达到相同质量和品质仍需大量的技术保证和操作调试，存在暂时不能产出理想品质原酒的可能性。此外，公司汾酒中高端白酒需多年陈酿原浆勾兑，高端品牌的快速扩张可能将受到陈酿原浆酒库存的限制。

#### （4）营销及品牌战略

公司白酒的销售渠道包括经销商、直营专卖店、特殊渠道客户等，以经销商渠道及其所发展的各类终端渠道为主。目前公司直分销比例在 1: 9 左右。销售网络布局上，公司目前在全国有五百余家一级经销商、七百余专卖

店、十余家定制商及三十余家大型团购单位。

销售信用政策上，公司主要采取款到发货的政策（包含承兑汇票），货款回收率高。

公司主要市场集中在环山西区域以及北京、河南等省份。近年，公司销售规模持续高速增长，省外市场销售份额有所提升，但基本维持了省内市场占主导地位的格局。目前公司白酒省内销售比重约为70%左右。未来随公司产品的全国化进程推进，公司省外销售比重将进一步提升。

公司白酒产品的客户大部分是多年来合作的经销商，其中部分是由原先国有糖酒公司或其改制形成的公司，有部分是民营企业，新客户主要为新兴的商超、卖场等连锁经营单位。2012年，公司前五大客户分别是大同市北方紫昱商贸有限公司、山西虹通共赢商贸有限公司、晋城糖酒副食批发有限公司、太原市源聚和商贸有限公司和大同市南交区御天贸易有限责任公司。

表7 公司白酒销售区域分布（单位：万元）

| 区域     |     | 2011 年    | 2012 年    | 2013 年 1-3 月 |
|--------|-----|-----------|-----------|--------------|
| 省内     | 山西省 | 324908.48 | 459035.76 | 195574.23    |
|        | 广东省 | 28712.28  | 30118.94  | 10123.25     |
| 省外规模市场 | 陕西省 | 9885.00   | 14675.77  | 4703.67      |
|        | 河北省 | 15295.06  | 22380.23  | 7104.87      |
|        | 河南省 | 19737.75  | 31323.83  | 20462.62     |
|        | 北京市 | 22610.60  | 44152.78  | 21504.42     |
|        | 内蒙古 | 11607.89  | 17541.21  | 6693.77      |
|        | 山东省 | 12458.30  | 20779.03  | 8519.38      |
|        | 天津市 | --        | 14360.47  | 5843.50      |
|        | 辽宁省 | --        | 11054.40  | 4791.52      |
| 合计     |     | 445215.36 | 665422.42 | 285321.23    |

资料来源：公司提供。

注：2011 年天津、辽宁因未过亿元，未做统计

经销商管理上，公司与经销商签订销售合同。出具的相关办法有《客户管理办法》、《合同管理办法》、《促销管理办法》、《窜货管理办法》、《省级总代理产品管理办法》等等。目前根据市场的进一步扩大，各项管理制度及办法

正在逐步完善。

其他主要品牌产品销售上，杏花村品牌市场主要集中在山西省内。配置酒板块上，公司针对竹叶青酒的品牌战略，专门成立了竹叶青酒营销公司，对竹叶青酒的品牌和市场进行推

广。

近年公司整体品牌战略为高端化，突出汾酒文化底蕴，通过提高中高端产品比重来实现品牌价值和利益的双赢。

公司在品牌的传播上，将传播费用聚焦到高端消费群和重点市场。一方面，继续在央视高端媒体投放广告，同时在中央人民广播电台和航空杂志、高铁等平台进行投放；另一方面，在包括山西、北京、天津、山东、河南、河北、陕西、内蒙等环山西重点市场的卫视频道进行品牌传播，传播方式以广告+报时的形式为主。近年公司品牌宣传力度持续增加，2012年，公司广告费用为8.09亿元，较上年增长141.49%，占白酒类营业收入比重的11.09%。

在产品价格方面，2012年，公司三种主要产品白酒类价格均有所上升，其中杏花村酒价格上涨幅度最大，同比增长29.15%，达到26.32元/升，汾酒和竹叶青酒价格分别上涨10.43%和10.97%。

表8 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

| 产品   | 2011年  | 2012年  | 13年1~3月 |
|------|--------|--------|---------|
| 汾酒   | 202.93 | 224.10 | 222.28  |
| 竹叶青酒 | 75.23  | 83.48  | 74.81   |
| 杏花村  | 20.38  | 26.32  | 25.95   |

资料来源：公司提供

### 多种经营板块

公司多经板块主要由公司子公司杏花村国际贸易公司负责。经营业务主要分为三个板块：内贸板块（主要经营钢材、镁产品、焦炭、化工等大宗产品）、酒类板块（主要分为自营出口酒和国内酒代理销售两部分）、出口板块（主要是金属镁等多经产品）。

2012年，公司贸易规模持续扩大，带动公司多经板块收入规模快速增长，达到33.41亿元，同比增长39.03%。从公司贸易业务构成上看，钢材贸易构成了公司贸易收入的主要部分，镁产品和其他产品增速较快。

表9 公司多经业务营业收入构成（单位：万元）

|                   | 2011年            | 2012年            | 2013年1~3月        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| 钢材                | 215899.62        | 311395.00        | 111702.00        |
| 煤炭、焦炭等            | 0.00             | 0.00             | 4411.00          |
| 镁产品               | 2499.30          | 7535.00          | 2413.00          |
| 硅钙及硅铁             | 1664.96          | 0.00             | 0.00             |
| 出口产品              | 19754.01         | 13877.00         | 853.00           |
| 其他（木材、化工产品、代理进口等） | 498.75           | 1291.00          | 348.00           |
| <b>多经产品系列合计</b>   | <b>240316.64</b> | <b>334098.00</b> | <b>119727.00</b> |

资料来源：公司提供

公司主要与山西太钢不锈钢股份有限公司、山西焦炭集团国际贸易有限公司、天津丽兴京津钢铁贸易有限公司等大型国有企业合作，开展钢材、铁矿砂等大宗贸易。公司合作单位资金雄厚，实力强，信誉度高。公司对上下游均采用现金加票据的结算方式，在无订单情况下不主动购置库存。

总体看，公司多经贸易业务随贸易量的增长而快速增长，对公司营业收入的增长贡献较大，但利润贡献较小。公司贸易业务快速扩张，流动资金需求相应快速增长，未来公司多经贸易的扩张可能带动公司短期融资需求的快速上升。

### 3. 未来发展

公司“十二五”发展规划提出“一本、两源、三大”发展战略，紧贴国酒之源，清香之祖，文化之根的形象定位。一本方面，公司将做强主业，加大清香型和保健酒产业集群化发展力度。两源方面，公司将强化产业链上游原料基地、白酒生产、销售、零售酒庄等价值环节的实质影响力和掌控力度，强调产业链各环节战略联盟的合作共赢发展；利用与金融企业的合作经验，设立投资基金，实现白酒产业与资本市场的有机结合。三大方面，公司将坚持市场开拓力度，执行大市场导向，实现产品覆盖全国全部区域，积极开拓国际市场，加快国

际化进程；品牌建设上执行大品牌定位，基于市场导向，以青花瓷汾酒为龙头，致力于使汾酒品牌成为世界品牌；同时加快发展速度，实现价值、收入和资产的快速增长。

收入增长实现上，公司规划除做强白酒主业外，加快贸易业务和旅游、餐饮及酒店等业

务的发展速度。

产品结构调整上，公司规划将汾酒品牌打造成具备有国际影响力的品牌，加快杏花村和竹叶青品牌的全国化进程，强化个性化品牌的区域内影响力。

表 10 公司重大投资规划

| 项目名称   | 建设期         | 总投资      | 已投资金额(截至12年底金额) | 2013年1~3月底投资金额 | 2013年4~12月投资金额 | 2014年投资金额 |
|--------|-------------|----------|-----------------|----------------|----------------|-----------|
| 保健酒园区  | 2012-2014.7 | 24.06 亿元 | 20.95 亿元        | 7594 万元        | --             | --        |
| 太原商务中心 | 2012-2015   | 34.8 亿元  | 2.76 亿元         | 287 万元         | 2 亿元           | --        |

资料来源：公司提供

保健酒园区项目建设周期为2012年～2014年，规划年产6万吨商品保健酒和6万吨商品汾酒，该投资项目有助于公司进一步扩大生产经营规模，强化品牌形象。公司未来投资项目主要为保健酒园区项目和太原商务中心，未来存在一定筹资压力。

## 八、募集资金使用情况

公司存续期内债券所募集的资金已用于补充营运资金及偿还银行贷款。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012 年财务报表已经山西利鸿会计师事务所审计，出具了带强调事项段的无保留的审计意见。2013 年一季度财务报表未审计。

2012 年强调事项包括：（1）汾酒集团公司所属北京杏花村汾酒销售有限责任公司截至 2012 年 12 月 31 日，存货的账面余额为 279.83 万元，实际库存为 61.75 万元，差异 218.08 万元，该库存差异原因为：2010 年前任经营班子遗留下来的客户赊销借条、内部单位借条，以上借条金额合计 218.08 万元，2010 年 6 月 30 日经北京中天运会计师事务所出具[2010]普字第 120543 号《资产清查专项审计报告》予以

确认。（2）汾酒集团公司所属山西杏花村汾酒集团四川有限责任公司因联营协议到期，于 2010 年将公司员工撤并回汾酒集团公司，连续三年未发生业务，拟成立清算组，但未形成相关股东会决议，持续经营能力存在重大不确定性。

截至 2012 年底，公司资产总额 88.57 亿元，所有者权益 51.43 亿元；2012 年公司实现营业收入 107.04 亿元，利润总额 18.67 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 106.28 亿元，所有者权益为 58.82 亿元，2013 年 1～3 月，公司实现营业收入 41.61 亿元，实现利润总额 9.34 亿元。

### 2. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 107.04 亿元，同比增长 36.65%，主要因为白酒销量大幅提升和产品销售价格的不断上升。2012 年，公司营业成本 53.73 亿元，同比增长 30.05%，营业利润率升至 38.47%。

2012 年，公司期间费用 21.86 亿元，同比增长 42.23%；期间费用占营业收入的比重略有上升，达到 20.42%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2012 年公司销售费用占营业收入比重为 14.29%，主要由广告费、业务经费和员工工资构成。公司对销售费用和管理费用的控制力度有待加强。



2012年，公司实现利润总额18.67亿元，同比增长43.27%，净利润12.81亿元，同比增长45.08%，主要因为公司白酒盈利水平高和销售收入规模的快速增长。

从盈利指标看，2012年公司总资本收益率和净资产收益率波动不大，分别为22.92%和24.90%。

2013年1~3月，公司共实现营业收入41.61亿元，营业成本19.05亿元，利润总额9.34亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模和利润规模快速增长，营业利润率有所提升，公司盈利能力较好，但期间费用控制能力有待加强。

### 3. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所增长，2012年为117.88亿元，同比增长42.29%，主要因为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为公司间往来款）增长所致。同期，经营活动现金流出109.60亿元，同比增长62.53%，主要因为购买商品、接受劳务支付的现金和支付的各项税费大幅增加所致。2012年，经营活动产生的现金流量净额为8.28亿元，同比下降46.25%。从现金收入质量来看，2012年为104.54%，同比有所提升，收入实现质量较好。

投资活动方面，2012年，公司投资活动现金流入量0.81亿元，同比增长111.15%；同期，公司投资活动现金流出5.73亿元，同比增长46.57%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2012年，公司投资活动产生的现金流净额为-4.91亿元。

2012年，公司筹资活动前产生现金流量净额表现为3.37亿元，同比下降71.66%。经营活动产生的现金流能够满足未来投资活动的需要。

2012年，公司筹资活动现金流入6.31亿元，其中取得借款收到现金5.31亿元。同期，筹资现金流出2.83亿元，主要为偿还债务支付的现

金。2012年，公司筹资活动产生的现金流量净额3.48亿元。

2013年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金31.49亿元，经营活动现金流入32.01亿元，经营活动现金流出32.15亿元，经营活动现金流净额-0.14亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.06亿元及10.65亿元。现金收入比大幅下降至75.68%，主要因为公司应收票据和应收账款增加。

总体看，公司经营活动现金流入规模快速增长，经营活动获取净现金的能力较好，公司近年资本支出规模不大，筹资压力不大。

### 4. 资本及债务结构

#### 资产

截至2012年底，公司资产总额为88.57亿元，同比增长30.94%，其中，流动资产占74.93%，非流动资产占25.07%。跟踪期内，资产结构变化不大。

公司资产总额增长主要来自于货币资金、应收票据、存货和在建工程的增长。

截至2012年底，公司货币资金30.66亿元，同比增长28.77%，主要由于收入增加所致。其中，现金占比0.01%、银行存款占比96.87%、其他货币资金（承兑汇票保证金及信用证保证金合计0.95亿元，为受限资金）占比3.11%。

截至2012年底，公司应收票据为7.90亿元，同比增长56.49%，全部为银行承兑汇票。业务运营中，公司背书转让所收票据用于支付货款。

公司原则上采用预收款和现款现货方式销售酒类商品（包括现金和承兑汇票），多经业务贸易信用政策控制严。公司应收账款在流动资产中比重较小，占营业收入比例低。截至2012年底，公司应收账款账面余额为3.08亿元，其中坏账准备0.59亿元。

近年公司库存在公司流动资产中占有较大比重，整体存货规模保持较快增长，但增速

大幅低于营业收入的增长速度。公司当年生产的原酒一般需储藏一年后才可进行勾兑、对外销售。公司一般保持一定原浆酒库存。

截至2012年底，公司存货账面余额20.44亿元。从构成看，主要由原材料（占6.10%）、自制半成品及在产品（占38.46%）和库存商品（占55.23%）构成，库存商品计提存货跌价准备0.12亿元。

截至2012年底，公司在建工程为6.14亿元，同比增长46.20%，主要是2万吨保健酒扩建工程和太原商务中心，其中太原商务中心新增2.76亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额为106.28亿元，较2012年底增长20.00%，主要由于公司货币资金和应收票据增长所致。其中流动资产占78.05%，非流动资产占21.95%。资产构成变化不大。

#### 所有者权益

截至2012年底，公司所有者权益51.43亿元，同比增长39.59%。其中归属于母公司的所有者权益中股本占10.82%、资本公积占13.59%、盈余公积占2.16%，未分配利润占73.30%。所有者权益中，归属母公司所有者权益占76.88%，少数股东权益占比23.12%。

截至2013年3月底，公司所有者权益58.82亿元，较2012年底增长14.36%，其中股本占比9.74%、资本公积占比12.24%、盈余公积1.95%，未分配利润占比75.90%。归属母公司所有者去权益占比74.65%，少数股东权益占比25.35%。

总体看，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

#### 负债

截至2012年底，公司全部债务总额达到5.74亿元，同比增长140.75%，其中短期债务5.74亿元，占比99.98%，长期债务10万元，占比0.02%。截至2013年3月底，公司全部债务17.10亿元，较2012年底增长197.91%，主要因为短期借款增加和新发行7亿元短期融资

券。

从债务指标看，截至2012年底，公司整体资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，分别为41.93%和10.04%。截至2013年3月底，分别为44.66%和29.07%，债务负担较轻。

总体看，跟踪期内，公司资产构成稳定，所有者权益稳定性一般；有息债务有所增加，债务负担较轻。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012年底公司流动比率和速动比率分别为182.80%和126.82%，与2011年相比，两项指标均有所上升；截至2013年3月底，以上两项指标分别为177.90%和136.10%。2012年，经营现金流动负债比为22.82%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力有待增强。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2012年，EBITDA为20.60亿元，同比增长51.36%；2012年公司EBITDA利息倍数为69.10倍，全部债务/EBITDA为0.28倍。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至2012年底，公司现金类资产合计38.57亿元，为待偿还债券本金14亿元“13汾酒CP001”和“13汾酒CP002”的2.76倍。2012年公司经营活动现金流入和净额分别为待偿还债券本金的8.42倍和0.59倍；公司EBITDA为待偿还债券本金的1.47倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量和EBITDA对待偿还债券的保障能力较强。

截至2012年底，公司无对外担保。

截至2012年底，公司共获得银行授信29.92亿元，未使用授信额度24.97亿元，公司间接融资渠道通畅；公司下属子公司山西杏花村汾酒厂股份有限公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至2013年8月15日，公司无不良信贷信息记录。

#### 7. 抗风险能力

近年中高端白酒业维持高度景气运行，公司作为行业领军企业，优势品牌价值高、科研实力强具备很强的竞争优势。公司整体盈利能力强，财务弹性好。整体看，公司抗风险能力较强。

### 十、结论

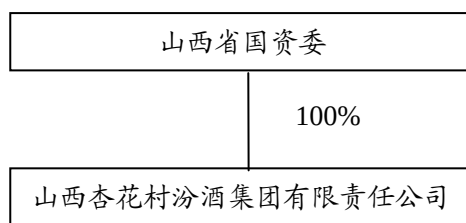
综合考虑，联合资信维持公司 AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 汾酒 CP001”和“13 汾酒 CP002” A-1 的信用等级。

## 附件 1-1 公司子公司及隶属公司概况

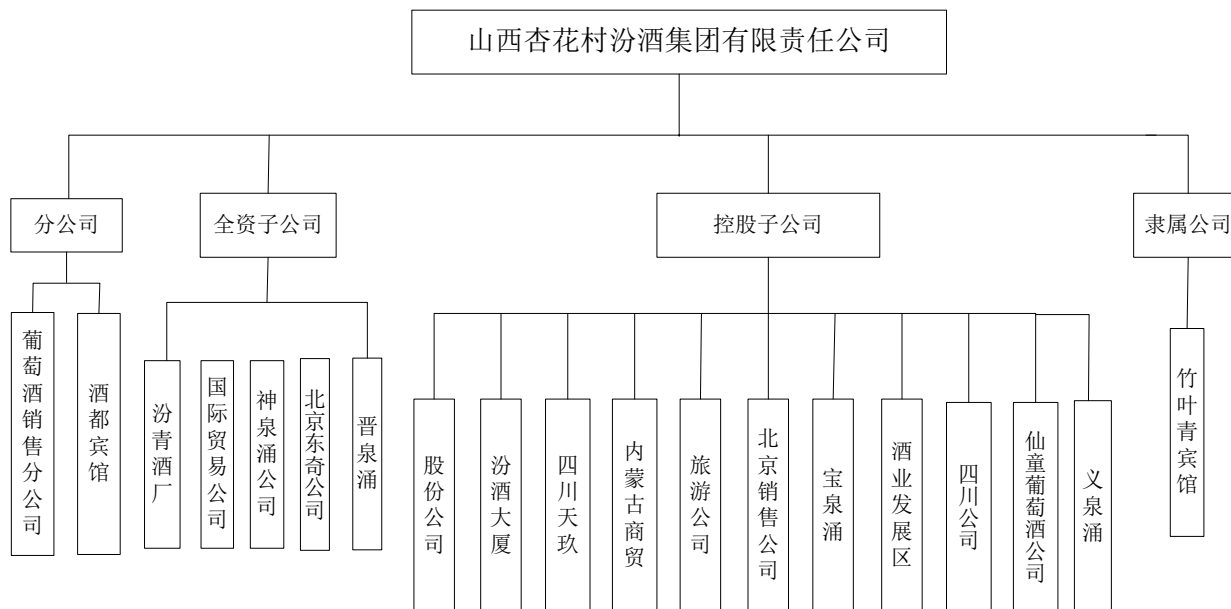
| 与集团关系        | 序号 | 公司名称          | 控股比例 (%) | 注册资本    | 注册地点   | 主营业务      |
|--------------|----|---------------|----------|---------|--------|-----------|
| 全资子公司 (5 户)  | 1  | 国际贸易公司        | 100      | 2000    | 太原市解放路 | 进出口业务     |
|              | 2  | 神泉涌公司         | 100      | 1000    | 太原市    | 酒类服务业     |
|              | 3  | 汾青酒厂          | 100      | 1357    | 孝义市    | 酒类生产销售    |
|              | 4  | 北京东奇公司        | 100      | 810     | 北京市    | 批发零售商品    |
|              | 5  | 晋泉涌贸易公司       | 100      | 3521.99 | 杏花村    | 包装材料产销    |
| 控股子公司 (11 户) | 1  | 汾酒厂股份有限公司     | 69.97    | 43292   | 杏花村    | 酒类生产销售    |
|              | 2  | 内蒙商务公司        | 55       | 100     | 内蒙古    | 酒类购售      |
|              | 3  | 汾酒大厦有限公司      | 64.43    | 4650    | 太原市解放路 | 餐饮住宿      |
|              | 4  | 四川天玖投资有限公司    | 60       | 2000    | 成都市    | 投资业务      |
|              | 5  | 北京汾酒销售有限责任公司  | 55       | 200     | 北京市    | 酒类购销      |
|              | 6  | 汾酒集团旅游公司      | 51       | 100     | 杏花村    | 旅游服务      |
|              | 7  | 宝泉涌公司         | 51       | 2000    | 杏花村    | 酒类生产销售    |
|              | 8  | 四川公司          | 40       | 150     | 邛崃市    | 生产销售白酒    |
|              | 9  | 山西仙童葡萄酒公司     | 52.4     | 706     | 夏县     | 生产销售酒类、食品 |
|              | 10 | 义泉涌酒业股份公司     | 72.29    | 4375    | 杏花村    | 酒类生产销售    |
|              | 11 | 汾酒集团酒业发展区股份公司 | 51       | 20000   | 杏花村    | 酒类生产销售    |
| 分公司 (2 户)    | 1  | 葡萄酒销售有限公司     | -        | -       | 太原市马道坡 | 酒类购销      |
|              | 2  | 酒都宾馆          | -        | -       | 杏花村    | 餐饮住宿      |
| 隶属公司 (1 户)   | 1  | 竹叶青宾馆         | 产权理顺中    | 418     | 太原市马道坡 | 餐饮住宿      |



## 附件 1-2 公司股权结构图



### 附件 1-3 公司组织结构图



## 附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

| 资产             | 2010 年           | 2011 年           | 2012 年           | 变动率(%)       | 2013 年 3 月        |
|----------------|------------------|------------------|------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                  |                  |                  |              |                   |
| 货币资金           | 150365.68        | 238115.42        | 306628.23        | 42.80        | 401141.55         |
| 交易性金融资产        | 75.20            | 156.00           | 80.42            | 3.41         | 474.38            |
| 应收票据           | 41443.67         | 50468.23         | 78978.73         | 38.05        | 128368.38         |
| 应收账款           | 6692.98          | 9963.19          | 24891.16         | 92.85        | 54208.88          |
| 预付款项           | 55233.11         | 54557.48         | 43412.69         | -11.34       | 42391.08          |
| 应收利息           |                  |                  |                  |              |                   |
| 应收股利           |                  |                  |                  |              |                   |
| 其他应收款          | 5659.52          | 6027.28          | 4725.08          | -8.63        | 6575.98           |
| 存货             | 135255.39        | 163518.29        | 203248.91        | 22.58        | 194925.75         |
| 一年内到期的非流动资产    |                  | 500.00           | 1500.00          |              |                   |
| 其他流动资产         | 3.96             | 29.52            | 226.91           | 657.09       | 1504.35           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>394729.51</b> | <b>523335.39</b> | <b>663692.14</b> | <b>29.67</b> | <b>829590.35</b>  |
| <b>非流动资产：</b>  |                  |                  |                  |              |                   |
| 可供出售金融资产       | 4080.00          | 21717.04         | 30131.96         | 171.76       | 30131.96          |
| 持有至到期投资        |                  |                  |                  |              |                   |
| 长期应收款          |                  |                  |                  |              |                   |
| 长期股权投资         | 15024.44         | 12532.63         | 11852.53         | -11.18       | 11852.63          |
| 投资性房地产         |                  |                  | 2164.65          |              | 2164.65           |
| 固定资产           | 63206.82         | 80567.11         | 92778.50         | 21.16        | 91525.03          |
| 在建工程           | 21153.09         | 30096.94         | 61381.15         | 70.35        | 71042.68          |
| 工程物资           |                  |                  |                  |              |                   |
| 固定资产清理         |                  |                  |                  |              |                   |
| 生产性生物资产        |                  |                  |                  |              |                   |
| 油气资产           |                  |                  |                  |              |                   |
| 无形资产           | 3706.36          | 3415.19          | 15350.62         | 103.51       | 15082.91          |
| 开发支出           |                  |                  |                  |              |                   |
| 商誉             |                  |                  |                  |              |                   |
| 合并价差           |                  |                  |                  |              |                   |
| 长期待摊费用         | 3.00             | 0.29             | 823.33           | 1555.92      | 818.64            |
| 递延所得税资产        | 2585.06          | 4653.01          | 7213.93          | 67.05        | 7853.36           |
| 其他非流动资产        | 85.77            | 85.77            | 326.88           | 95.23        | 2770.46           |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>109844.54</b> | <b>153067.98</b> | <b>222023.54</b> | <b>42.17</b> | <b>233242.32</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>504574.05</b> | <b>676403.37</b> | <b>885715.68</b> | <b>32.49</b> | <b>1062832.67</b> |

## 附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

| 负债和所有者权益          | 2010 年           | 2011 年           | 2012 年           | 变动率(%)         | 2013 年 3 月        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|
| <b>流动负债：</b>      |                  |                  |                  |                |                   |
| 短期借款              | 32000.00         | 6500.00          | 44100.00         | 17.39          | 81100.00          |
| 交易性金融负债           |                  |                  |                  |                |                   |
| 应付票据              | 8630.00          | 17325.17         | 13272.80         | 24.02          | 19887.42          |
| 应付账款              | 19885.04         | 22107.33         | 48433.34         | 56.07          | 76725.56          |
| 预收款项              | 100683.57        | 135592.38        | 129435.83        | 13.38          | 44832.15          |
| 应付职工薪酬            | 10710.02         | 18791.12         | 27995.75         | 61.68          | 33082.60          |
| 应交税费              | 36142.47         | 69651.49         | 65546.55         | 34.67          | 87298.37          |
| 应付利息              | 1276.14          | 1174.68          | 1174.68          | -4.06          | 1201.61           |
| 应付股利              | 1099.35          | 1313.39          | 680.78           | -21.31         | 653.85            |
| 其他应付款             | 20889.32         | 29908.75         | 32421.31         | 24.58          | 51548.32          |
| 预计负债              |                  |                  |                  |                |                   |
| 一年内到期的非流动负债       |                  |                  |                  |                |                   |
| 其他流动负债            | 154.63           |                  |                  |                | 70000.00          |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>231470.54</b> | <b>302364.32</b> | <b>363061.05</b> | <b>25.24</b>   | <b>466329.88</b>  |
| <b>非流动负债：</b>     |                  |                  |                  |                |                   |
| 长期借款              | 10.00            | 10.00            | 10.00            |                | 10.00             |
| 应付债券              |                  |                  |                  |                |                   |
| 长期应付款             |                  | 1119.45          | 2127.73          |                | 2127.73           |
| 专项应付款             |                  |                  |                  |                |                   |
| 预计负债              |                  |                  |                  |                |                   |
| 递延收益              |                  |                  |                  |                |                   |
| 递延所得税负债           |                  | 4439.83          | 6185.19          |                | 6185.19           |
| 其他非流动负债           |                  |                  |                  |                |                   |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>10.00</b>     | <b>5569.28</b>   | <b>8322.93</b>   | <b>2784.95</b> | <b>8322.93</b>    |
| <b>负债合计</b>       | <b>231480.54</b> | <b>307933.60</b> | <b>371383.98</b> | <b>26.66</b>   | <b>474652.81</b>  |
| <b>所有者权益：</b>     |                  |                  |                  |                |                   |
| 实收资本（或股本）         | 42780.68         | 42780.68         | 42780.68         |                | 42780.68          |
| 资本公积              | 20739.51         | 32027.45         | 53723.72         | 60.95          | 53723.72          |
| 减：库存股             |                  |                  |                  |                |                   |
| 专项储备              |                  |                  | 8543.86          |                | 8543.86           |
| 盈余公积              | 5125.29          | 7234.77          | 539.76           |                | 771.50            |
| 未分配利润             | 144949.86        | 205279.14        | 289853.54        | 41.41          | 333250.56         |
| 外币报表折算差额          |                  |                  |                  |                |                   |
| <b>归属于母公司权益合计</b> | <b>213595.34</b> | <b>287322.04</b> | <b>395441.57</b> | <b>36.06</b>   | <b>439070.33</b>  |
| 少数股东权益            | 59498.17         | 81147.73         | 118890.14        | 41.36          | 149109.53         |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>273093.51</b> | <b>368469.78</b> | <b>514331.70</b> | <b>37.24</b>   | <b>588179.86</b>  |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>504574.05</b> | <b>676403.37</b> | <b>885715.68</b> | <b>32.49</b>   | <b>1062832.67</b> |



### 附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

| 项目              | 2010 年           | 2011 年           | 2012 年            | 变动率(%) | 13 年 1~3 月       |
|-----------------|------------------|------------------|-------------------|--------|------------------|
| <b>一、营业收入</b>   | <b>538698.22</b> | <b>783303.33</b> | <b>1070371.44</b> | 40.96  | <b>416074.74</b> |
| <b>减：营业成本</b>   | <b>285485.57</b> | <b>413121.89</b> | <b>537277.20</b>  | 37.19  | <b>190473.07</b> |
| 营业税金及附加         | 56313.51         | 86647.76         | 121286.55         | 46.76  | 39473.93         |
| 销售费用            | 68319.25         | 105351.74        | 152995.49         | 49.65  | 74385.56         |
| 管理费用            | 44425.59         | 48228.09         | 67991.86          | 23.71  | 15887.49         |
| 财务费用            | 1859.83          | 116.60           | -2401.96          |        | 297.75           |
| 资产减值损失          | 9244.56          | -1632.72         | 4200.81           | -32.59 | 172.30           |
| 加：公允价值变动收益      | -47.31           | -6.19            | -15.70            | -42.39 | -6.04            |
| 投资收益            | 23771.78         | 654.98           | 2156.20           | -69.88 | 19.60            |
| 其中：对联营/合营企业投资收益 |                  |                  | 611.14            |        |                  |
| 汇兑收益            |                  |                  |                   |        |                  |
| <b>二、营业利润</b>   | <b>96774.38</b>  | <b>132118.76</b> | <b>191161.99</b>  | 40.55  | <b>95398.20</b>  |
| 加：营业外收入         | 1393.07          | 1806.89          | 1473.88           | 2.86   | 412.23           |
| 减：营业外支出         | 3396.47          | 3606.64          | 5933.95           | 32.18  | 2401.18          |
| 其中：非流动资产处置损失    | 604.88           | 196.18           | 748.83            | 11.26  |                  |
| <b>三、利润总额</b>   | <b>94770.98</b>  | <b>130319.01</b> | <b>186701.92</b>  | 40.36  | <b>93409.24</b>  |
| 减：所得税费用         | 32265.85         | 42042.89         | 58629.37          | 34.80  | 20669.72         |
| <b>四、净利润</b>    | <b>62505.13</b>  | <b>88276.12</b>  | <b>128072.55</b>  | 43.14  | <b>72739.53</b>  |

## 附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

| 项目                        | 2010 年           | 2011 年           | 2012 年            | 变动率(%)        | 13 年 1~3 月       |
|---------------------------|------------------|------------------|-------------------|---------------|------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量:</b>     |                  |                  |                   |               |                  |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 569191.99        | 794968.13        | 1118981.87        | 40.21         | 314900.20        |
| 收到的税费返还                   | 291.31           | 632.67           | 679.99            | 52.78         | 235.62           |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 33395.78         | 32832.90         | 59147.06          | 33.08         | 4919.50          |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>602879.08</b> | <b>828433.70</b> | <b>1178808.93</b> | <b>39.83</b>  | <b>320055.32</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 250609.74        | 343572.79        | 523997.83         | 44.60         | 168133.26        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 54748.58         | 66271.23         | 84443.35          | 24.19         | 20646.15         |
| 支付的各项税费                   | 124965.66        | 168701.71        | 395621.67         | 75.91         | 80374.21         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 120239.28        | 95773.01         | 91907.75          | -11.50        | 52311.75         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>550563.26</b> | <b>674318.74</b> | <b>1095970.60</b> | <b>41.09</b>  | <b>321465.37</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>52315.83</b>  | <b>154114.96</b> | <b>82838.32</b>   | <b>25.83</b>  | <b>-1410.04</b>  |
| <b>二、投资活动产生的现金流量:</b>     |                  |                  |                   |               |                  |
| 收回投资收到的现金                 | 3264.62          | 675.71           | 332.66            | -81.77        | 301.08           |
| 取得投资收益收到的现金               | 23771.78         | 973.65           | 1003.25           | -79.45        | 10.00            |
| 处置固定资产、无形资产等收回的现金         | 1916.71          | 2207.19          | 3687.57           | 1311.68       |                  |
| 处置子公司等收到的现金净额             |                  |                  |                   |               |                  |
| 收到其他与投资活动有关的现金            |                  |                  | 3119.62           |               |                  |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>28953.11</b>  | <b>3856.55</b>   | <b>8143.10</b>    | <b>-50.91</b> | <b>311.08</b>    |
| 购建固定资产、无形资产等支付的现金         | 20517.20         | 27940.03         | 55257.78          | 64.11         | 10185.30         |
| 投资支付的现金                   | 0.00             | 11136.96         | 1305.10           |               | 700.00           |
| 取得子公司等支付的现金净额             |                  |                  |                   |               |                  |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 283.63           | 0.00             | 713.00            | 58.55         | 10.94            |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>20800.83</b>  | <b>39076.99</b>  | <b>57275.88</b>   | <b>65.94</b>  | <b>10896.24</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>8152.28</b>   | <b>-35220.44</b> | <b>-49132.78</b>  |               | <b>-10585.16</b> |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>     |                  |                  |                   |               |                  |
| 吸收投资收到的现金                 | 600.00           | 4410.00          | 10045.00          | 309.17        |                  |
| 取得借款收到的现金                 | 37000.00         | 11500.00         | 53100.00          | 19.80         | 129000.00        |
| 发行债券收到的现金                 |                  |                  |                   |               |                  |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | 0.00             | 2.82             | 4.88              |               | 0.42             |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>37600.00</b>  | <b>15912.82</b>  | <b>63149.88</b>   | <b>29.60</b>  | <b>129000.42</b> |
| 偿还债务支付的现金                 | 53200.00         | 37037.41         | 18000.00          | -41.83        | 22000.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | -770.84          | 10020.04         | 10203.64          | 58.32         | 453.90           |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 432.34           | 0.15             | 138.97            | -43.30        | 38.00            |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>52861.49</b>  | <b>47057.59</b>  | <b>28342.61</b>   | <b>-29.92</b> | <b>22491.90</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-15261.49</b> | <b>-31144.78</b> | <b>34807.27</b>   |               | <b>106508.52</b> |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b> |                  |                  |                   |               |                  |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>45206.61</b>  | <b>87749.74</b>  | <b>68512.82</b>   | <b>23.11</b>  | <b>94513.32</b>  |
| 加: 期初现金及现金等价物余额           | 105159.07        | 150365.68        | 238115.42         | 50.48         | 306628.23        |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>     | <b>150365.68</b> | <b>238115.42</b> | <b>306628.23</b>  | <b>42.80</b>  | <b>401141.55</b> |

## 附件 4-2 现金流量表补充资料表

(单位: 人民币万元)

| 补充资料                      | 2010 年          | 2011 年           | 2012 年           | 变动率(%)       |
|---------------------------|-----------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>1. 将净利润调为经营活动现金流量:</b> |                 |                  |                  |              |
| <b>净利润</b>                | <b>62505.13</b> | <b>88276.12</b>  | <b>128072.55</b> | <b>43.14</b> |
| 加: 资产减值准备                 | 9244.56         | -1632.72         | 4200.81          |              |
| 固定资产折旧及其他                 | 8112.84         | 5492.81          | 15677.08         | 39.01        |
| 无形资产摊销                    | 295.62          | 296.12           | 615.72           | 44.32        |
| 长期待摊费用摊销                  | 5.83            | 2.71             | 37.84            | 154.79       |
| 处置固定资产、无形资产等损失            | 586.38          | -771.25          | 697.75           | 9.08         |
| 固定资产报废损失                  |                 | -0.34            | 53.41            |              |
| 公允价值变动损失                  | 47.31           | 6.19             | 15.70            | -42.39       |
| 财务费用                      | 2536.51         | 1205.57          | 2981.17          | 8.41         |
| 投资损失                      | -23771.78       | -654.98          | -2156.20         |              |
| 递延所得税资产减少                 | -166.54         | -2067.95         | -2560.92         |              |
| 递延所得税负债增加                 |                 |                  | 1745.37          |              |
| 待摊费用减少                    |                 |                  |                  |              |
| 预提费用增加                    |                 |                  |                  |              |
| 存货的减少                     | -36113.44       | -27513.20        | -39730.62        |              |
| 经营性应收项目的减少                | -40590.85       | -11971.76        | -513317.48       |              |
| 经营性应付项目的增加                | 69624.26        | 103447.64        | 486506.14        | 164.34       |
| 其他                        |                 |                  |                  |              |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>52315.83</b> | <b>154114.96</b> | <b>82838.32</b>  | <b>25.83</b> |

## 附件 5 主要计算指标

| 项 目                | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 平均值    | 2013 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>        |        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)        | 11.82  | 14.43  | 13.03  | 13.09  | --         |
| 存货周转次数(次)          | 2.42   | 2.77   | 2.93   | 2.71   | --         |
| 总资产周转次数(次)         | 1.22   | 1.33   | 1.37   | 1.31   | --         |
| 现金收入比(%)           | 105.66 | 101.49 | 104.54 | 103.90 | 75.68      |
| <b>盈利能力</b>        |        |        |        |        |            |
| 营业利润率(%)           | 36.55  | 36.20  | 38.47  | 37.07  | 44.73      |
| 总资本收益率(%)          | 20.72  | 22.95  | 22.92  | 22.20  | --         |
| 净资产收益率(%)          | 22.89  | 23.96  | 24.90  | 23.92  | --         |
| <b>财务构成</b>        |        |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率(%)       | --     | --     | --     | --     | --         |
| 全部债务资本化比率(%)       | 12.95  | 6.08   | 10.04  | 9.71   | 29.07      |
| 资产负债率(%)           | 45.88  | 45.53  | 41.93  | 44.44  | 44.66      |
| <b>偿债能力</b>        |        |        |        |        |            |
| 流动比率(%)            | 170.53 | 173.08 | 182.80 | 175.47 | 177.90     |
| 速动比率(%)            | 112.10 | 119.00 | 126.82 | 119.31 | 136.10     |
| 经营现金流动负债比(%)       | 22.60  | 50.97  | 22.82  | 32.13  | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 41.68  | 78.51  | 69.10  | 63.10  | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 0.39   | 0.17   | 0.28   | 0.28   | --         |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | 1.48   | 4.99   | 0.59   | 2.35   | --         |
| 筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍) | 23.84  | 67.70  | 11.31  | 34.28  | --         |

## 附件 6 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>        |                                                                                             |
| 资产总额年复合增长率         | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率          |                                                                                             |
| 营业收入年复合增长率         |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率         |                                                                                             |
| <b>经营效率指标</b>      |                                                                                             |
| 销售债权周转次数           | 营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)                                                                     |
| 存货周转次数             | 营业成本/平均存货净额                                                                                 |
| 总资产周转次数            | 营业收入/平均资产总额                                                                                 |
| 现金收入比              | 销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%                                                                  |
| <b>盈利指标</b>        |                                                                                             |
| 总资本收益率             | (净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%                                                        |
| 净资产收益率             | 净利润/所有者权益×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%                                                              |
| <b>债务结构指标</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/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/ EBITDA       | 全部债务/ EBITDA                                                                                |
| 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×100%                                                                          |
| 速动比率               | (流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%                                                                    |
| 经营现金流动负债比          | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                                                      |
| 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/利息支出                                                                            |
| <b>本期短期融资券偿债能力</b> |                                                                                             |
| 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/本期短期融资券到期偿还额                                                                   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数     | 经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额                                                                     |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数    | 筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额                                                                    |
| 现金偿债倍数             | 现金类资产/本期短期融资券到期偿还额                                                                          |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



## 附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

| 级别设置 | 含 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，违约风险较高    |
| 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                         |

## 附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

| 级别设置 | 含 义                      |
|------|--------------------------|
| A-1  | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2  | 还本付息能力较强，安全性较高           |
| A-3  | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响  |
| B    | 还本付息能力较低，有一定的违约风险        |
| C    | 还本付息能力很低，违约风险较高          |
| D    | 不能按期还本付息                 |