

信用等级公告

联合[2013] 003 号

联合资信评估有限公司通过对山西杏花村汾酒集团有限责任公司信用状况进行综合分析和评估，确定

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⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年一月四日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

山西杏花村汾酒集团有限责任公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 1 月 4 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
资产总额(亿元)	38.09	50.46	67.64	80.19
所有者权益(亿元)	21.28	27.31	36.85	42.93
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	5.82	4.08	2.38	6.04
营业收入(亿元)	37.97	53.87	78.33	86.03
利润总额(亿元)	6.41	9.48	13.03	17.42
EBITDA(亿元)	7.45	10.57	13.79	--
营业利润率(%)	36.22	36.55	36.20	39.01
净资产收益率(%)	19.13	22.89	23.96	--
资产负债率(%)	44.14	45.88	45.53	42.54
全部债务资本化比率(%)	21.48	13.00	6.08	12.34
流动比率(%)	164.10	170.53	173.08	202.41
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	0.39	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.69	41.68	78.51	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

闫昱州 王珂

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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,白酒行业竞争日趋激烈,公司高端白酒的快速扩张可能受到原浆酒库存制约对公司经营及发展带来的不利影响。

白酒行业维持高景气度运行,公司作为清香型白酒的龙头企业,赢利能力稳定,财务弹性良好,发展空间广阔。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国居民人均收入水平持续提升带动白酒消费量快速提高,白酒行业整体维持高景气度运行,白酒企业面临良好的发展机会。
2. 近年清香型白酒市场份额不断提升,公司作为清香型白酒鼻祖,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。
3. 公司打造的竹叶青品牌,有望成为公司新的收入利润增长点。
4. 公司具备很强的盈利能力和经营获现能力,整体债务负担轻,财务弹性好。

关注

1. 白酒行业竞争日趋激烈,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. 公司有息债务中绝大部分为短期债务,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、山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用等级自 2013 年 1 月 4 日至 2014 年 1 月 3 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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9月，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，年产名优白酒5万吨。目前拥有“杏花村”、“竹叶青”两个中国驰名商标，是行业唯一拥有两个中国驰名商标的企业，也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。根据世界品牌实验室发布的2011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65.49亿元排名位列第194位，是山西省唯一上榜品牌。2009年10月被山西省农业产业化领导小组认定为农产品加工“513”工程省级梯次企业。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2011年底，公司资产总额67.64亿元，所有者权益36.85亿元；2011年公司实现营业

收入78.33亿元，利润总额13.03亿元。

截至2012年9月底，公司资产总额为80.19亿元，所有者权益为48.86亿元，2012年1~9月，公司实现营业收入86.03亿元，实现利润总额17.42亿元。

公司地址：山西省汾阳市杏花村镇；法定代表人：李秋喜。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8

月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通

过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1) 28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域环境

公司主要从事清香型白酒的生产、销售业务。

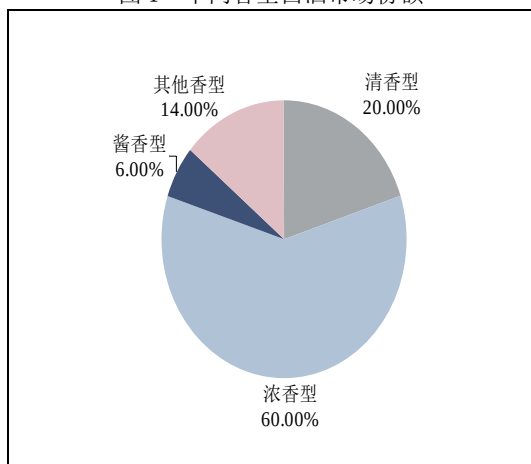
1. 行业概况

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。1990 年左右,清香型在全国白酒的消费额占比一度超过 70%,公司生产的汾酒受益于清香型的流行而被誉为“汾老大”。此后由于 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%。

图 1 不同香型白酒市场份额



资料来源：中国酿酒工业协会

清香型白酒也称汾香型,是中国传统四大香型白酒之一,是中国最早的白酒香型,具有深厚的历史文化底蕴和消费基础。华北、西北和东北地区为清香型白酒的传统根据地,而随着白酒酿造工业的演变、传播,清香型白酒也曾华中和其他诸多地区占据主导地位。

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。此外 90 年代朔州假酒案对清香型白酒,特别是汾酒产生了较大的冲击。

清香型白酒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。2011 年,白酒行业产量突破 1000 万千升大关,

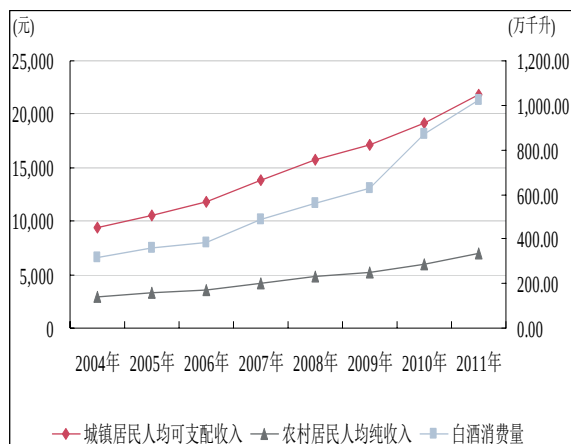
达到历史最高值 1025.55 万千升，实现销售收入 3746.67 亿元，利润 571.59 亿元，分别同比增长 15%、40%、51%，白酒行业呈现利润增长快于收入、收入快于销量的良性循环。

（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。

2004 年以来，除 2009 年受金融危机影响较大以外，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，2006~2011 年年均复合增长率分别为 13.15%、14.23%；同期，白酒消费年均复合增长率为 21.63%，2011 年白酒消费量达 1021.80 万千升，同比增长 17%。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



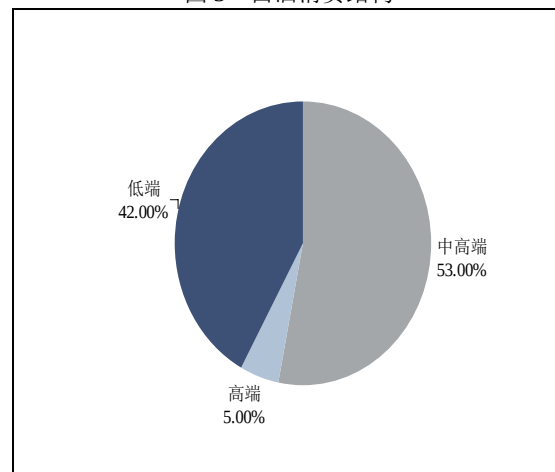
资料来源：国家统计局、wind 资讯

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 2011 年底，白酒行业产量 1025.55 万千升，实现销售收入 3746.67 亿元，同比分别增长

15.12% 和 40.79%，2006~2011 年年均复合增长率为 20.90%、30.99%。

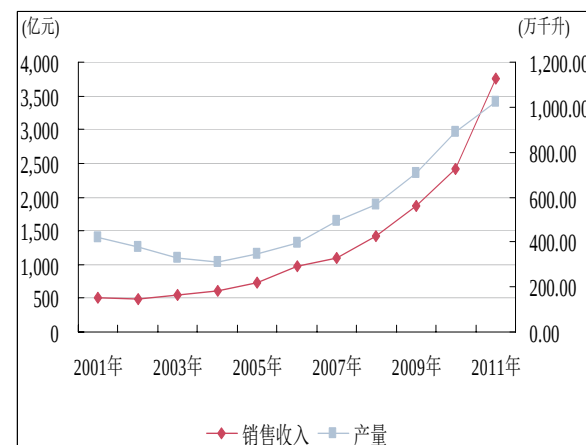
图 3 白酒消费结构



资料来源：中国酿酒工业协会

随着消费者对中高档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。

图 4 白酒产量和销售收入



资料来源：wind 资讯

白酒平均单价由 2006 年的 2.45 万元/千升提高至 2011 年的 3.67 万元/千升，涨幅达 49.80%，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，2011 年白酒行业前 4 位销售额占比 CR4 为 16.20%，前 8 位销售额占比 CR8 为 21.76%，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	2011 年销售额（百万元）	市场占有率
五粮液	20226	5.40%
贵州茅台	18035	4.81%
洋河	12148	3.24%
郎酒	10300	2.75%
泸州老窖	7812	2.09%
山西汾酒	4500	1.20%
西凤酒	4500	1.20%
剑南春	4000	1.07%
前 8 位合计	81521	21.76%
行业共计	374667	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，2006年其出厂价为308元，经过历年提价，2011年出厂价为619元，相比2006年涨幅达100.97%，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。

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2012年央视黄金时段广告招标中，白酒行业现场中标25.80亿元，同比增长27.00%，占招标总额的18.09%，贵州茅台以近5亿元夺得现场标王，四家新上榜的名酒企业（西凤、习酒、老白干、迎驾酒）表现出了强烈的做大做强意愿。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 2012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）	同比增长（%）
贵州茅台	49778	240
西凤	32122	新上榜
贵州习酒	30037	新上榜
劲酒	25553	-42
剑南春	22999	362
郎酒	19998	3
汾酒	18900	3
四特酒	16471	86
古井贡酒	15000	200
洋河	8300	-44
五粮液	8009	-80
衡水老白干	7389	新上榜
迎驾酒	3012	新上榜

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。

四、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9月，公司注册资本45116.4万元

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230万平方米，建筑面积76万平方米；从业人员超过一万人。2011年，公司商品酒产量达到64680千升（含公司托管企业产量25670千升），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。

表3 中国名优白酒企业商品酒产量比较（单位：千升）

企业名称	产量		销量	
	2011年	同比	2011年	同比
四川省宜宾五粮液集团有限公司	114076	30.95%	113042	31.04%
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	52316	15.37%	47129	9.65%
泸州老窖集团有限责任公司	263136	48.65%	310292	10.26%
江苏洋河酒厂股份有限公司	97637	33.80%	87132	16.13%
湖北稻花香集团	149739	17.55%	149209	17.39%
四川郎酒集团有限责任公司	74660	55.75%	70810	59.22%

山西杏花村汾酒集团有限公司	64680	14.94%	67390	23.87%
四川剑南春集团有限责任公司	53464	22.68%	51447	18.13%
湖北枝江酒业集团	103610	18.97%	100645	19.39%
安徽省古井集团有限责任公司	43734	79.87%	37120	55.86%
合计	1017052	32.25%	1034216	19.79%

资料来源：公司提供

注：汾酒集团白酒产量包含托管企业（义泉涌公司）产量，2011年托管企业产量为25670千升，销量为28859千升。

3. 品牌优势

公司位于中国古文化发源地，汾酒正式记入史料始于1500年前南北朝时期，晚唐诗人“借问酒家何处去，牧童遥指杏花村”的诗句使得汾酒声名鹊起。经过历史沉淀，近代汾酒在巴拿马国际博览会获得甲等金质大奖，新中国成立后，汾酒连续五次获得国家名酒称号，与茅台、泸州特曲齐名。汾酒为清香型白酒的典范，被誉为“清香之祖”。此外，公司竹叶青酒在配置酒行业也享有盛誉。

近年公司实施了文化营销战略，汾酒文化建设初见成效。2010年，公司在北京人民大会堂举办了“唯一荣获巴拿马万国博览会中国白酒品牌甲等大奖章95周年”纪念活动；同年又在北京举办了“巴拿马大奖95周年纪念版国藏汾酒拍卖会”。同时，公司高层领导展开一系列的公关、慰问、推介、品鉴活动，倾力汾酒品牌推广，为市场销售拓宽了道路，为品牌推广提供了强大支撑。

2011年度《中国最具价值品牌排行榜》公布，“杏花村”品牌价值已达65.49亿元。

总体看，公司为源远流长的酒文化承载者，产品的文化价值含量高、品牌价值突出，产品竞争力强。近年公司沿着文化和品牌主线不断加强建设力度，有助于公司未来品牌实力的进一步提升。

4. 人员素质

公司现有高层管理人员11名。其中总经理1名，副总经理4名，总会计师1名。

公司董事长，李秋喜先生，现年51岁，中共党员，大学本科学历，高级经济师，公司法定代表人。历任山西天脊煤化工集团有限公司董事、党委副书记；晋牌水泥集团公司董事长、党委书记；汾酒集团公司副董事长、党委委员、总经理。现任山西杏花村汾酒集团有限责任公司董事长、党委副书记。

公司总经理，谭忠豹先生，现年49岁，中共党员。研究生学历，高级经济师，高级政工师。1986年7月参加工作，历任杏花村汾酒厂组织部、干部处副主任科员、主任科员、科长，汾酒（集团）公司党委组织部副部长、部长，人事劳资部副主任、主任，山西杏花村汾酒集团有限责任公司党委组织部部长，人事劳资部主任，纪委书记，副总经理等职务。现任山西杏花村汾酒集团有限责任公司董事、总经理。

截至2012年9月末，公司在职员工共有7567人，其中经营管理人员2155人，专业技术人员224人，技能人员4632人，营销人员556人。经营管理人员中，研究生学历23人、本科学历522人、大专学历913人、大专以下学历697人；技术人员中，研究生学历3人、本科学历64人、大专学历85人、大专以下学历72人；营销人员中，研究生学历2人、本科学历133人、大专学历283人、大专以下学历138人；技能人员中，本科及以上学历62人、大专学历514人、大专以下学历4056人。

总体看公司管理人员素质较高，具备丰富的从业管理经验；公司员工构成合理，能够满足公司日常生产经营需要。

5. 区域环境

公司作为山西省直属大型白酒生产企业，在省内占据行业主导地位，2011年山西省曾拟出台《关于促进山西白酒产业加快发展若干意见的通知》（通称酒九条），山西省政府拟对山西省白酒行业进行整合，公司作为山西白酒行业龙头企业，极有可能成为整合主体，从而实现体量的快速扩张。公司隶属的白酒生产企业

义泉涌酒业股份公司，与公司的产权关系正在理顺中，2011年其白酒产销量分别为25670千升和28859千升，随着产权关系的明晰，公司生产经营规模有望在近期迅速扩大。

酿酒水源中的微生物构成对酒的品质和口感影响大，公司地处的杏花村地区，酿酒水源丰富，水资源质量高。公司水源地等都是天然矿泉水，含锂、锶、偏硅酸三项均达标，是国内少有的优质饮用天然矿泉水。公司对优质水资源的掌控有助于公司的持续经营发展。

6. 技术及科研

近年，公司对科研投入力度不断加大，2011年科研投入达1.82亿元，2012年前期科研投入已达2989.44万元。

公司下设技术中心，负责公司的技术开发和专利管理。该中心为白酒行业内仅有的2家国家级技术中心之一。公司技术中心员工70人，其中高工7名，工程师12名，高级评酒师1名，中级评酒师5名，初级评酒师3名，技师1名，质量师2名，经济师2名。

经过近年建设，公司技术中心已经发展成为拥有酿酒、制曲、勾兑三个中试基地，配套完备试验装备的技术中心。

随着酒类市场的不断丰富以及新一代消费群体的不断成长，技术中心在广泛研究市场消费倾向及新资源食品应用的基础上，对新型资源的原料、成分进行了试验研究，为未来新产品的研发提供了参考依据。在成果转化方面，2011年，技术中心积极配合竹叶青营销公司开发了国酿、精酿、特酿三款高端竹叶青酒。

总体看，公司拥有国家级技术中心，科研实力强，创新成果能够迅速转化，进一步增强了公司的整体竞争实力。

五、管理分析

公司为国有独资公司，根据《公司法》规定，由山西省国有资产监督管理委员会行使股东会职权。山西省国有资产监督管理委员会授

权公司董事会行使公司决策权及股东会部分职权，决定公司的重大事项。公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券，由山西省国有资产监督管理委员会决定。其中，重要合并、分立、解散、申请破产的，由山西省国有资产监督管理委员会审核后，报省人民政府批准。

公司董事会成员由山西省国有资产监督管理委员会委派；董事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会董事长、副董事长由山西省国有资产监督管理委员会从董事会成员中任命。公司设总经理，由董事会聘任或者解聘。经山西省国有资产监督管理委员会批准，董事会成员可兼任总经理。公司监事会成员由山西省国有资产监督管理委员会委派，监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由山西省国有资产监督管理委员会从监事会成员中指定。

公司制定了《集团内部审计制度》，对公司企业及所属企业财务收支、有关经济活动或经营管理进行检查和评价。

公司设立监察审计部，负责集团内部控制制度建设、经济运行等相关经济活动内部审计，对分、子公司及所属职能部门的经营管理和主要负责人离任等进行审计。

公司制定了《对外担保管理办法》，规定对外担保指公司以第三人身份为他人提供的保证、抵押、质押、留置和定金。公司只准许办理对外债务担保业务，包括借款担保及租赁担保，除此以外的任何担保均不准办理。除上市公司外，集团公司所属其它各单位、各分子公司均无权私自办理对外担保业务；若确需担保的，必须经集团公司董事会审批同意或集团

公司董事长按授权限额审批同意后，委托集团公司财务部统一办理对外担保业务。

六、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。近年公司营业收入呈现快速增长态势，主要源于公司名酒系列白酒销售收入的快速增长和多种经营贸易板块贸易规模的持续扩大。其中白酒类销售收入增长动因为销售量的提升和产品销售价格的上升。贸易规模的扩大为公司贸易量的增长和主要贸易产品价格的提升。

近三年，公司整体毛利率维持在较高水平，且表现较为稳定。其中名酒系列产品品牌知名度高，产品价值突出，毛利率近年维持高位运行，名酒系列产生的利润占公司近三年毛利润的90%左右；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，产品主要面向低端消费，毛利率水平低于名酒系列产品；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，在1%左右，与贸易业务性质相吻合，对公司整体毛利润贡献较小。

2012年1~9月，公司合计实现营业收入86.03亿元，已超过2011年全年水平。其中名酒系列实现收入75.76亿元，为2011年全年水平的102.30%，在名酒系列收入的带动下，公司营业收入继续呈现快速增长态势。名酒系列收入及毛利润占比进一步提高，公司整体盈利能力进一步增强。

表 4 近年公司营业收入构成情况

营业收入（万元）					毛利率（%）				
	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月		2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
名酒系列	234019.00	317850.00	474057.00	54,350.00	名酒系列	71.17	75.02	74.06	75.76
杏花村系列	50048.00	57405.00	66288.00	42019.00	杏花村系列	22.02	21.04	23.22	25.90
多经产品系列	93626.00	158818.00	240316.00	273120.00	多经产品系列	1.49	1.09	1.25	0.78
其他	2016.00	4625.00	2642.00	4849.00	其他	22.99	20.02	24.90	40.36
合计	379709.00	538698.00	783303.00	860338.00	合计	47.24	47.00	47.26	49.32

营业收入占比 (%)					毛利润占比 (%)				
名酒系列	61.63	59.00	60.52	62.81	名酒系列	92.86	94.18	94.85	96.47
杏花村系列	13.18	10.66	8.46	4.88	杏花村系列	6.15	4.77	4.16	2.56
多经产品系列	24.66	29.48	30.68	31.75	多经产品系列	0.74	0.69	0.81	0.51
其他	0.53	0.86	0.34	0.56	其他	0.25	0.36	0.18	0.46
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	合计	100.00	100.00	100.00	100.00

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产品收入。

酒类板块

公司是中国白酒行业唯一同时拥有两个不同细分品类知名品牌的公司，白酒中的汾酒品牌和配置酒中的竹叶青酒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，老白汾酒以上的中高端汾酒销量已由2009年的49%提升至2011年的71%。公司汾酒品牌产品以中高端产品为主。

表5 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，2011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，高粱采购量呈快速增长态势，大麦和豌豆采购量有所波动。粮食市场价格近年呈现波动上涨态势，公司采购均价基本保持了波动增长态势。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波动增长态势，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，原材料的价格波动近年对公司盈利水平影响不大。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：元/吨、吨）

主要原材料名称	2009年		2010年		2011年		2012年1~9月	
	平均价格	采购量	平均价格	采购量	平均价格	采购量	平均价格	采购量
高粱	1680	15894.75	2550	32336.61	2200	34430.53	2190	21576.75
大麦	1440	4255.31	1500	3505.32	2220	5482.87	2470	8025.66
豌豆	2770	1725.50	3190	3262.97	3490	2914.03	4190	4221.55

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%。

公司现有原酒产能约5万吨左右，能够满足公司现阶段的规模扩张。近三年，公司商品酒产量分别为2.69万千升、2.91万千升和3.90万千升，公司生产规模维持较快增长。

细分产品产量上，汾酒产量在总产品产量中占比较高。2009年及2011年，公司分别有产能项目投产，其中2011年有3个新建酿酒车间（36班）项目完工投产，汾酒产量保持了高速增长；竹叶青酒产量在公司战略推动下也实现了快速提高；杏花村酒系列产量有所波动，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,近三年其产量保持快速增长态势。

表7 近年公司主要产品产销情况

项目	2009 年		2010 年		2011 年		12 年 1~9 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)	产量 (千升)	销量 (千升)
汾酒	15449	15586	16566	16108	22973	22070	22909	23948
竹叶青酒	2900	2851	3035	3344	4760	5164	4392	4317
杏花村	3212	2721	2366	2377	3186	2492	2138	413
其它(白玉汾酒、玫瑰汾酒、杏花村福)	5302	6086	7160	6908	8091	8805	6105	6647
合计	26863	27244	29127	28737	39010	38531	35544	35325

资料来源:公司提供

公司正在现有厂区北侧建设保健酒园区,项目设计规模为年产6万吨商品竹叶青保健酒和年产6万吨商品汾酒。项目总投资24.06亿元,建设周期估计36个月。

此外公司现有酒厂旁边正在建设一个酒业集中发展区,规划打造10万吨清香型白酒产能。项目投资主体为山西当地企业,目前该项目一期工程已经完工,公司未来考虑通过租赁厂房和设备方式入住酒业集中发展区,实现产能快速扩张。

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,容易在短期内实现产能扩张,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经销商、六百余家专卖店、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、山东等省份。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。2011年,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、山西糖酒副食品有限公司和深圳嘉鑫辉煌实业有限公司,

表8 公司白酒销售区域分布(单位:万元)

区域		2009	2010	2011	2012 年 1-9 月
省内	山西省	173343.16	237903.60	315597.99	351625.15

省外规模市场	广东省	13992.75	18094.30	25869.26	24945.06
	陕西省	9370.55	10598.46	9594.83	9517.40
	河北省	8154.28	10135.90	14428.43	17563.78
	河南省	6975.60	11470.52	18899.47	22053.21
	北京市	7199.47	12128.80	21738.90	36383.46
	内蒙古	3321.99	5488.58	10965.69	14098.97
	山东省	4184.10	7451.50	11123.46	17132.01

资料来源：公司提供

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经济利益的双赢。

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较大大，2009~2011年，公司广告费用分别为1.42亿元、2.49亿元和3.35亿元，占白酒类营业收入比重分别为4.92%、6.37%和6.25%。

表9 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
汾酒	137.24	193.49	202.93	222.94
竹叶青酒	54.47	64.92	75.23	81.92
杏花村	14.01	17.70	20.38	20.73

资料来源：公司提供

在品牌战略的实施带动下，公司各主要产品价格均呈持续上涨态势。

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）。

2009~2011年，公司多种经营板块实现营业收入分别为9.36亿元、15.88亿元和24.03亿元，2012年1~9月实现营业收入27.31亿元。

近三年，公司贸易规模持续扩大，带动公司收入规模快速增长。从公司贸易业务构成上看，近年钢材贸易构成了公司贸易收入的主要部分。

表10 公司多经业务营业收入构成（单位：万元）

	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
钢材	67800.80	137912.05	215899.62	259184.00
煤炭、焦炭等	8872.06	436.33	0.00	--
镁产品	6260.55	2663.26	2499.30	5141.00
硅钙及硅铁	0.00	3058.55	1664.96	--
出口产品	10459.82	14405.59	19754.01	8255.00
其他（木材、化工产品、代理进口等）	232.83	342.57	498.75	540.00
多经产品系列合计	93626.06	158818.35	240316.64	273120.00

资料来源：公司提供

公司主要与太钢，省焦炭公司，天津丽兴钢铁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。

2、经营效率

近三年，在公司销售快速扩张中，其销售债权周转次数稳步提升，三年均值为12.61，2011年为14.43。公司在经营过程中对销售渠道具有一定信用管控能力和议价实力，同时公司贸易业务周转快，多经贸易规模的快速增长，对公司整体销售债权经营效率的提升有很大的促进作用。公司存货周转次数，近三年略有增长，三年均值为2.54次，2011年2.77次。考虑到公司未来高端品牌扩张需要一定的年份的原浆酒支撑，公司适度降低库存周转将有助于其未来整体战略的实施。2009~2011年，公司总资产周转次数持续提升，2011年1.33次。

总体看，公司经营效率较高。

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 11 公司投资规划

项目名称	建设期	总投资	已投资金额（截至12年6月底金额）	2012年投资金额	2013年投资金额	2014年投资金额
保健酒园区	2012-2014.7	24.06 亿元	2.16 亿元	7.75 亿元	--	--

资料来源：公司提供

公司未来投资项目主要为保健酒园区项目。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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2009~2011 年财务报表已经立信会计事务所有限公司审计，均出具了带有保留事项的审计意见。

2009 年导致保留意见事项包括：（1）存货一库存周转商品中 283.79 万元为 1998 年前挂账，已无实物，属潜在亏损；（2）存货一分期收款发出商品 103.79 万元为 2007 年末余额，

经核实均系 2000 年前发生，属赊销业务一直未作账务处理；(3) 应收账款 2009 年 12 月 31 日余额 820.72 万元，其中三年以上 761.46 万元；其它应收款 2009 年 12 月 31 日余额 1881.44 万元，其中三年以上 1683.53 万元，我们无法实施函证程序以及其它审计程序，以获取充分、适当的审计证据；(4) 其它非流动资产 2009 年 12 月 31 日余额 341.91 万元，系以前年度形成的待处理财产损失，属潜亏挂账。

2010 年导致保留意见事项为：(1) 公司子公司汾青分厂的子公司孝义牧童商贸有限公司 2010 年 12 月向汾青分厂购成品酒 926.12 万元，并实现销售收入 1575.66 万元，但汾青分厂未进行处理。上述事项导致 2010 年底双方的关联方交易及往来余额不一致。(2) 截止 2010 年 12 月 31 日北京销售公司存货账面余额 387.29 万元（占期末资产总额的 47.99%），实际库存为 0 元，账实差异原因及与此相关的事项北京销售公司正在核实过程中。(3) 截止 2010 年 12 月 31 日，汾酒集团公司持有山西证券股份有限公司限售股权 3004.18 万股，汾酒集团公司未按照财政部财会〔2009〕8 号《关于印发企业会计准则解释第 3 号的通知》的要求进行会计核算，影响汾酒集团公司少计净资产计 25898.12 万元。

2011 年导致保留意见事项：(1) 截至 2011 年 12 月 31 日，四川公司资产总额 35.2 万元，其中货币资金 6.8 万元。四川公司未发生业务，工商登记未予年检，银行账户导致冻结，无法对银行存款进行函证，其他资产也无法实施审计程序，无法对 2011 年度财务报表项目获取充分适当的审计证据。(2) 截至 2011 年 12 月 31 日北京销售公司存货账面余额 319.73 万元，实际库存为 16.81 万元，账实差异为 302.92 万元（占总资产的 33.97%），差异原因及与此相关的事项北京销售公司正在核实过程中。

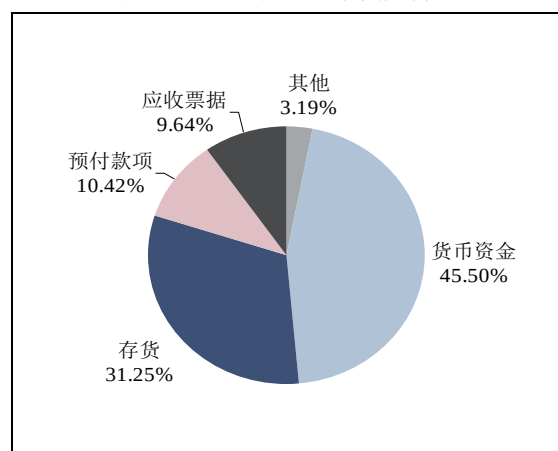
截至 2011 年底，公司资产总额 67.64 亿元，所有者权益 36.85 亿元；2011 年公司实现营业收入 78.33 亿元，利润总额 13.03 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 80.19 亿元，所有者权益为 48.86 亿元，2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 86.03 亿元，实现利润总额 17.42 亿元。

2. 资产质量

2009~2011 年，公司资产规模持续快速增长，年均复合增速达到 33.26%。资产构成以流动资产为主，流动资产占比维持在 70%~80% 之间。公司目前生产要素投入主要是人工和原材料，虽然在部分工艺环节实现了机械化生产，但在制曲、酿造等前端工序基本保留了传统工艺，固定资产投入占整体生产要素比重较低。总体看，公司资产构成符合其生产特点。公司流动资产构成主要由货币资金、存货、预付款和应收票据构成。近三年流动资产整体结构特点变化不大。

图 6 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

近三年，公司货币资金在流动资产中保持了较高比重，截至 2011 年底，公司货币资金为 23.81 亿元，同比增长 58.36%，主要是公司销售规模扩大，销售回款增加带动的货币资金增加。公司货币资金构成上以银行存款为主，2011 年底占比为 95.55%。

公司商品销售时，票据结算占有一定比重。2009~2011 年，公司应收票据年均复合增长 16.31%，截至 2011 年底，公司应收票据为 5.05 亿元，全部是银行承兑汇票。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 2011 年底，公司应收账款账面余额为 1.23 亿元，其中一年以内应收账款占比 62.62%，1~2 年占比 5.28%，2~3 年占比 2.39%，三年以上占比 28.81%。2011 年公司计提坏账准备 0.24 亿元。

近三年，公司预付款项波动中快速增长，截至 2011 年底为 5.46 亿元。公司预付款项规模增长主要受公司多经贸易影响。

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。

2009~2011 年，公司存货年均复合增长 27.69%，截至 2011 年底，公司存货原价 16.47 亿元，其中自制半成品 6.97 亿元，库存商品 8.63 亿元，公司对库存商品计提跌价准备 0.12 亿元。

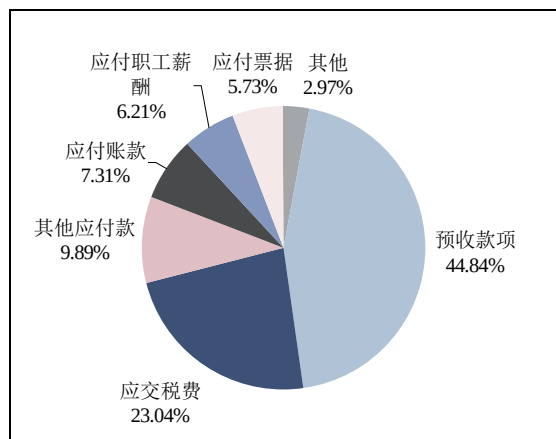
近三年，公司在建工程年均复合增长，74.93%，截至 2011 年底，公司在建工程为 3.00 亿元，主要是 2 万吨保健酒扩建工程等。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 80.19 亿元，较 2011 年底增长 18.55%，主要源自流动资产中货币资金和应收类款项的增长。

3. 负债及所有者权益负债

近三年，公司负债年均复合增长 35.33%，截至 2011 年底为 30.79 亿元，其中流动负债占负债总额的 98%。公司整体负债结构由流动负债为主。

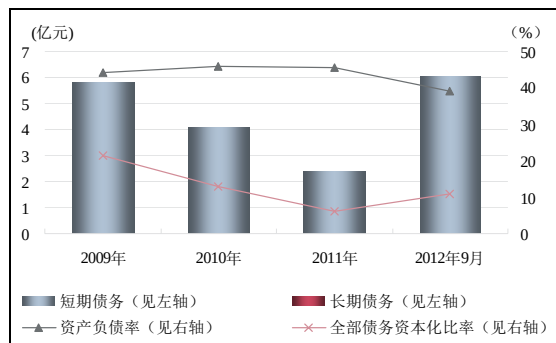
图 7 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司报表整理

2009~2011 年公司流动负债年均复合增长 34.11%，主要源自预收款项和应交税费的增长。公司商品酒销售按照预收款和现款现货方式进行，公司预收款项近年保持快速增长，近两年在流动负债中占比在 40%以上。截止 2011 年底公司预收账款 13.56 亿元，其中一年以内的占比 99.37%；作为白酒类生产企业，公司承担售价 20%的消费税和 0.5 元/斤的消费税款，税负负担较重。近两年公司应交税费，构成了公司流动负债的另一主要部分。

图 8 公司债务负担情况



资料来源：根据公司报表整理

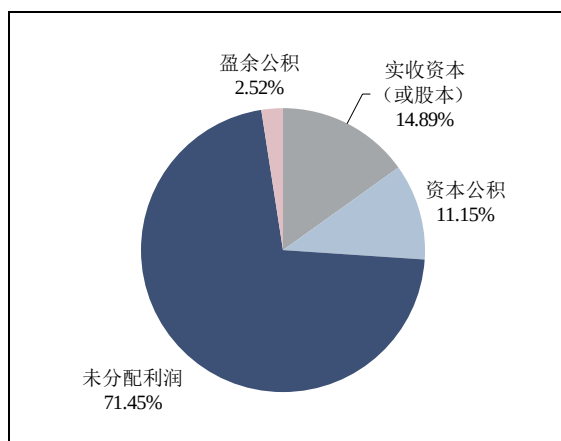
近三年，公司非流动负债规模较小，截至 2011 年底为 0.56 亿元。截至 2011 年底，公司长期应付款为应付山西省汾酒集团公益基金会款项；递延所得税负债为 0.44 亿元，主要是由可供出售金融资产公允价值变动产生。

公司经营获现能力很强，近三年，经营活动现金净流量能够覆盖公司资本支出，公司整体债务规模呈现下降趋势。近三年公司资产负

债率水平维持平稳，维持在 45%左右；同期全部债务分别为 5.82 亿元，4.08 亿元和 2.38 亿元，公司全部债务资本化比率持续下降，2011 年为 6.08%，公司债务负担轻。目前公司债务基本由短期债务构成，未来公司项目建设投入规模将有所增长，适当提升长期债务比重将有助于公司提升债务与项目投资间的匹配性，优化债务结构。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计为 31.32 亿元，较 2011 年底略有增长。增长主要源自流动负债中短期借款快速增长。公司全部债务在短期借款增长带动下增长至 6.04 亿元。公司全部债务资本化比率和资产负债率分别变化为 11.01%和 39.01%。

图 9 2011 年底公司归属于母公司所有者权益构成



资料来源：根据公司报表整理

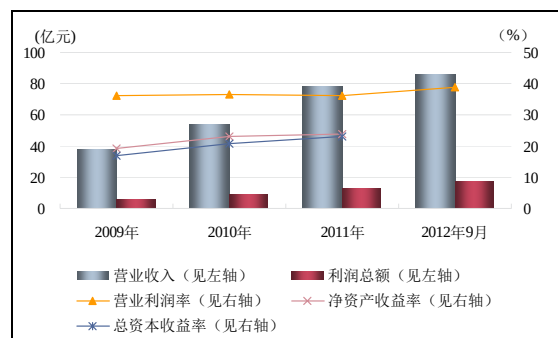
2009~2011 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增速为 31.60%，公司所有者权益的增长主要源自未分配利润的增长。截至 2011 年底，公司所有者权益为 36.85 亿元。从归属母公司所有者权益看，其构成主要由未分配利润为主，公司具备很强的利润获取能力，近两年利润留存比例在 70%左右。截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益为 48.86 亿元，较 2011 年底增长 32.61%，主要源自未分配利润的增长。

总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入快速增长，年均增速达到 43.63%。一方面，公司白酒产销量增长，同时公司把握白酒消费升级的市场机遇，调整产品结构、提高中高档白酒比重，另外公司多经贸易收入也保持较快增长，由此导致公司收入规模的大幅提高。

图 10 公司盈利水平变化趋势



资料来源：根据公司报表整理

近年，公司白酒销售贡献公司 95%以上的营业利润。经营上公司通过提升产品价格实现收入的快速增长，同期虽然粮食价格出现一定波动上扬，公司成本有所增加，但总体毛利水平表现相对稳定。2009~2011 年，公司营业利润率分别为 36.22%、36.55%和 36.20%。公司作为白酒生产企业承担消费税。征收标准为营业收入 20%、0.5 元/斤。公司承担的消费税在营业税金及附加中反映。

公司期间费用占销售收入比重较高，近年略有下降，2011 年为 19.62%。构成上主要以销售费用和管理费用为主。公司销售费用占营业收入比重 2011 年为 13.45%，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。

2009~2011 年，公司投资收益分别为 0.95 亿元、2.37 亿元和 0.06 亿元，具有一定波动性，2009 和 2010 年投资收益主要是通过处置长期股权投资取得。

2009~2011 年，公司利润总额分别为 6.41 亿元、9.68 亿元和 13.21 亿元，呈现持续快速增长，主要得益于公司白酒销售的高盈利水平和销售收入规模的增长。

近三年，公司净资产收益率持续上升，均值为22.67%，2011年为23.96%。

2012年1~9月，公司实现营业收入86.03亿元，营业利润率为39.01%，实现利润总额17.42亿元，公司收入和利润规模持续扩大。

总体看，公司收入规模持续扩大，总体盈利水平有所提升，盈利能力强且具有较强的持续性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率和速动比率持续增长，三年均值为170.52%和114.02%，2011年为173.08%和119.00%，2012年9月底为202.41%和146.83%；2009~2011年，公司经营现金流动负债比持续提升，三年均值为36.32%，2011年为50.97%，经营活动现金净流量对流动负债保障能力强。总体看，公司具备很强的短期偿债能力。

从长期偿债能力指标看，2009~2011年，公司盈利水平保持稳定，收入持续增长，EBITDA规模快速提高，EBITDA利息倍数逐年上升，三年平均值为54.90倍，2011年为78.51倍；全部债务/EBITDA呈不断下降趋势，三年平均值为0.36倍，2011年为0.17倍。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至2012年9月底，公司无对外担保。

截至2012年9月底，公司共获得银行授信29.17亿元，未使用授信额度22.28亿元，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基本信用信息报告，截至2012年9月底，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，公司抗风险能力很强。

八、综合评价

公司是中国清香型白酒的领军企业，近年来不断强化品牌形象、丰富和提升产品结构，品牌价值显著提高。作为山西省白酒生产龙头企业，公司享受较好的政策环境和政府支持，在白酒行业整体景气度高和清香型白酒消费回升的环境下，公司具备很好的发展前景。

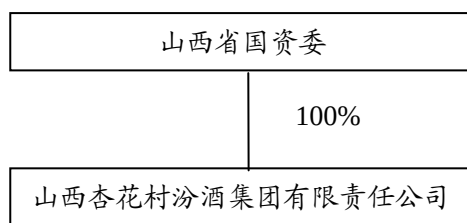
近年公司白酒产销规模持续扩张，销售收入和利润规模快速增长，盈利能力强，稳定性好。公司资产以流动资产为主，整体流动性较高，经营获现能力稳定。目前公司债务负担轻，财务弹性好，整体偿债能力很强。

综合考虑，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

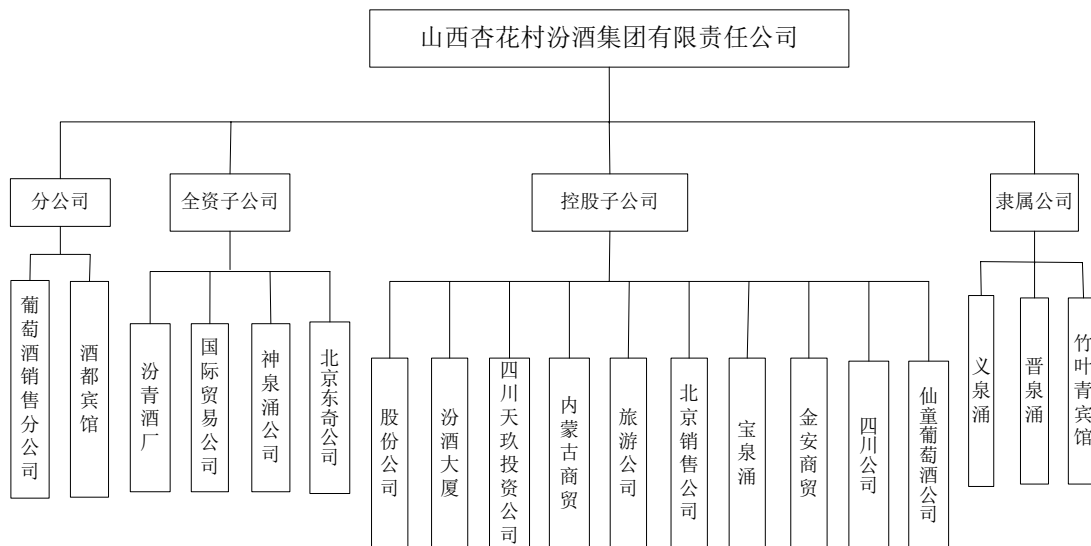
附件 1-1 公司子公司及隶属公司概况

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（4 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
控股子公司（10 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	金安商贸有限公司	20	300	杏花村	酒类购销
	6	北京汾酒销售有限责任公司	55	200	北京市	酒类购销
	7	汾酒集团旅游公司	51	100	杏花村	旅游服务
	8	宝泉涌公司	51	2000	杏花村	酒类生产销售
	9	四川公司	40	150	邛崃市	生产销售白酒
	10	山西仙童葡萄酒公司	52.4	706	夏县	生产销售酒类、食品
分公司	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（3 户）	1	竹叶青宾馆	产权理顺中	418	太原市马道坡	餐饮住宿
	2	义泉涌酒业股份公司	产权理顺中	4375	杏花村	酒类生产销售
	3	晋泉涌贸易公司	产权理顺中	3521.99	杏花村	包装材料产销

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	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	105159.07	150365.68	238115.42	50.48	292835.39
交易性金融资产	76.96	75.20	156.00	42.38	376.25
应收票据	37306.04	41443.67	50468.23	16.31	64827.93
应收账款	5675.75	6692.98	9963.19	32.49	32068.52
预付款项	14244.54	55233.11	54557.48	95.71	50499.80
应收利息					
应收股利					
其他应收款	13142.06	5659.52	6027.28	-32.28	11175.77
存货	100284.48	135255.39	163518.29	27.69	171576.98
一年内到期的非流动资产			500.00		
其他流动资产	6.18	3.96	29.52	118.51	1517.19
流动资产合计	275895.06	394729.51	523335.39	37.73	624877.83
非流动资产：					
可供出售金融资产	7566.95	4080.00	21717.04	69.41	20071.42
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	14049.63	15024.44	12532.63	-5.55	22732.63
投资性房地产					0.00
固定资产	67722.17	63206.82	80567.11	9.07	78157.09
在建工程	9835.87	21153.09	30096.94	74.93	32613.06
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	2978.54	3706.36	3415.19	7.08	15446.66
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	8.83	3.00	0.29	-81.91	671.22
递延所得税资产	2418.52	2585.06	4653.01	38.71	7224.72
其他非流动资产	427.67	85.77	85.77	-55.22	85.77
非流动资产合计	105008.18	109844.54	153067.98	20.73	177002.57
资产总计	380903.24	504574.05	676403.37	33.26	801880.40

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	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	48200.00	32000.00	6500.00	-63.28	46000.00
交易性金融负债					
应付票据	9980.00	8630.00	17325.17	31.76	14361.62
应付账款	12325.18	19885.04	22107.33	33.93	29523.59
预收款项	29783.11	100683.57	135592.38	113.37	55606.46
应付职工薪酬	12992.32	10710.02	18791.12	20.26	32990.07
应交税费	27563.40	36142.47	69651.49	58.96	68530.20
应付利息	1276.14	1276.14	1174.68	-4.06	1276.14
应付股利	1216.74	1099.35	1313.39	3.90	680.78
其他应付款	24608.29	20889.32	29908.75	10.24	57372.22
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	177.17	154.63		-100.00	2381.95
流动负债合计	168122.36	231470.54	302364.32	34.11	308723.04
非流动负债：					
长期借款	10.00	10.00	10.00		10.00
应付债券					
长期应付款			1119.45		73.60
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债			4439.83		4439.83
其他非流动负债					
非流动负债合计	10.00	10.00	5569.28	2259.93	4523.43
负债合计	168132.36	231480.54	307933.60	35.33	313246.47
所有者权益：					
实收资本（或股本）	42780.68	42780.68	42780.68	0.00	42780.68
资本公积	19634.23	20739.51	32027.45	27.72	32797.03
减：库存股					
专项储备					372.92
盈余公积	4090.73	5125.29	7234.77	32.99	7234.77
未分配利润	97134.96	144949.86	205279.14	45.37	298558.61
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	163640.61	213595.34	287322.04	32.51	381744.01
少数股东权益	49130.28	59498.17	81147.73	28.52	106889.92
所有者权益合计	212770.89	273093.51	368469.78	31.60	488633.93
负债和所有者权益总计	380903.24	504574.05	676403.37	33.26	801880.40

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1~9 月
一、营业收入	379709.01	538698.22	783303.33	43.63	860338.41
减: 营业成本	200349.13	285485.57	413121.89	43.60	436340.04
营业税金及附加	41827.79	56313.51	86647.76	43.93	88404.77
销售费用	44827.70	68319.25	105351.74	53.30	116678.68
管理费用	33276.81	44425.59	48228.09	20.39	42263.50
财务费用	2954.67	1859.83	116.60	-80.13	-957.35
资产减值损失	417.00	9244.56	-1632.72		58.12
加: 公允价值变动收益	35.70	-47.31	-6.19		-22.76
投资收益	9504.44	23771.78	654.98	-73.75	1187.95
其中: 对联营/合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	65596.05	96774.38	132118.76	41.92	178715.83
加: 营业外收入	312.74	1393.07	1806.89	140.37	328.81
减: 营业外支出	1817.65	3396.47	3606.64	40.86	4846.68
其中: 非流动资产处置损失					0.00
三、利润总额	64091.14	94770.98	130319.01	42.60	174197.96
减: 所得税费用	23391.66	32265.85	42042.89	34.07	48346.52
四、净利润	40699.47	62505.13	88276.12	47.27	125851.44

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	376747.51	569191.99	794968.13	45.26	796324.11
收到的税费返还	558.03	291.31	632.67	6.48	13.23
收到其他与经营活动有关的现金	5812.76	33395.78	32832.90	137.66	28713.77
经营活动现金流入小计	383118.30	602879.08	828433.70	47.05	825051.12
购买商品、接受劳务支付的现金	159408.08	250609.74	343572.79	46.81	391073.24
支付给职工以及为职工支付的现金	31463.75	54748.58	66271.23	45.13	48358.70
支付的各项税费	103040.59	124965.66	168701.71	27.95	228517.34
支付其他与经营活动有关的现金	55129.52	120239.28	95773.01	31.80	81784.80
经营活动现金流出小计	349041.94	550563.26	674318.74	38.99	749734.08
经营活动产生的现金流量净额	34076.37	52315.83	154114.96	112.66	75317.03
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	994.88	3264.62	675.71	-17.59	5.00
取得投资收益收到的现金	9121.63	23771.78	973.65	-67.33	160.21
处置固定资产、无形资产等收回的现金	1.65	1916.71	2207.19	3563.00	3048.12
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					
投资活动现金流入小计	10118.15	28953.11	3856.55	-38.26	3213.33
购建固定资产、无形资产等支付的现金	4706.67	20517.20	27940.03	143.64	45020.48
投资支付的现金	2.00	0.00	11136.96	7362.22	10505.10
取得子公司等支付的现金净额					0.00
支付其他与投资活动有关的现金	3.57	283.63	0.00	-100.00	680.90
投资活动现金流出小计	4712.24	20800.83	39076.99	187.97	56206.48
投资活动产生的现金流量净额	5405.92	8152.28	-35220.44		-52993.15
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	600.00	4410.00		51000.00
取得借款收到的现金	42200.00	37000.00	11500.00	-47.80	2.83
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	8100.05	0.00	2.82	-98.13	
筹资活动现金流入小计	50300.05	37600.00	15912.82	-43.75	51002.83
偿还债务支付的现金	54700.00	53200.00	37037.41	-17.71	12500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7338.89	-770.84	10020.04	16.85	6099.48
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	432.34	0.15		0.37
筹资活动现金流出小计	62038.89	52861.49	47057.59	-12.91	18599.85
筹资活动产生的现金流量净额	-11738.83	-15261.49	-31144.78	62.88	32402.99
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	27743.45	45206.61	87749.74	77.85	54726.87
加: 期初现金及现金等价物余额	77415.62	105159.07	150365.68	39.37	238108.52
六、期末现金及现金等价物余额	105159.07	150365.68	238115.42	50.48	292835.39

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	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	40699.47	62505.13	88276.12	47.27
加: 资产减值准备	417.00	9244.56	-1632.72	
固定资产折旧及其他	5506.62	8112.84	5492.81	-0.13
无形资产摊销	124.29	295.62	296.12	54.35
长期待摊费用摊销	8.29	5.83	2.71	-42.80
处置固定资产、无形资产等损失	111.07	586.38	-771.25	
固定资产报废损失			-0.34	
公允价值变动损失	-35.70	47.31	6.19	
财务费用	3186.78	2536.51	1205.57	-38.49
投资损失	-9504.44	-23771.78	-654.98	-73.75
递延所得税资产减少	182.18	-166.54	-2067.95	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-13448.73	-36113.44	-27513.20	43.03
经营性应收项目的减少	-7686.55	-40590.85	-11971.76	24.80
经营性应付项目的增加	14516.08	69624.26	103447.64	166.95
其他				
经营活动产生的现金流量净额	34076.37	52315.83	154114.96	112.66
2. 无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	105102.29	150365.68	238115.42	50.52
减: 现金的期初余额	77415.62	105159.07	150365.68	39.37
加: 现金等价物的期末余额	56.78			-100.00
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	27743.45	45206.61	87749.74	77.85

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.23	11.82	14.43	12.61	--
存货周转次数(次)	2.14	2.42	2.77	2.54	--
总资产周转次数(次)	0.61	1.22	1.33	1.15	--
盈利能力					
营业利润率(%)	36.22	36.55	36.20	36.31	39.01
总资本收益率(%)	16.77	20.72	22.95	21.05	--
净资产收益率(%)	19.13	22.89	23.96	22.67	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	21.48	13.00	6.08	11.23	11.01
资产负债率(%)	44.14	45.88	45.53	45.35	39.06
偿债能力					
流动比率(%)	164.10	170.53	173.08	170.52	202.41
速动比率(%)	104.45	112.10	119.00	114.02	146.83
经营现金流动负债比(%)	20.27	22.60	50.97	36.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.69	41.68	78.51	54.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.78	0.39	0.17	0.36	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -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	
经营效率指标	
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
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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

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

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西杏花村汾酒集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山西杏花村汾酒集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西杏花村汾酒有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现山西杏花村汾酒集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如山西杏花村汾酒集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西杏花村汾酒集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月四日

