

信用等级公告

联合[2014] 1665 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及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的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⁺

山西杏花村汾酒集团有限责任公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月二十六日



山西杏花村汾酒集团有限责任公司

2015 年第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息, 到期一次性还本

发行目的: 置换银行借款

评级时间: 2014 年 9 月 26 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	67.64	88.57	101.95	102.30
所有者权益(亿元)	36.85	51.43	57.18	59.46
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.65	4.41	14.53	11.10
营业收入(亿元)	78.33	107.04	121.54	60.31
利润总额(亿元)	13.03	18.67	12.84	4.15
EBITDA(亿元)	13.79	20.60	14.49	--
经营性净现金流(亿元)	15.41	8.28	-8.23	1.31
营业利润率(%)	36.20	38.47	31.67	22.93
净资产收益率(%)	23.96	24.90	14.26	--
资产负债率(%)	45.53	41.93	43.91	41.87
全部债务资本化比率(%)	1.74	7.90	20.26	15.73
流动比率(%)	173.08	182.80	169.22	175.74
全部债务/EBITDA(倍)	0.05	0.21	1.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	78.51	69.10	22.82	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	2.76	4.12	2.90	--

注: ①公司将短期融资券计入其他流动负债, 本报告在计算短期债务时进行相应调整; ②公司应付票据全部为无息银行承兑汇票, 故未计入短期债务; ③公司长期应付款中融资租赁部分数额非常小, 对全部债务影响不大, 故未计入长期债务; ④公司 2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

董征 周天

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“汾酒集团”或“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、酒类细分市场等方面具备的优势。同时联合资信也关注到, 白酒行业竞争日趋激烈、国家限制“三公消费”等政策的不断推出, 公司白酒销售区域性较强以及公司多经板块毛利率较低等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

近年来, 公司作为清香型白酒的龙头企业, 白酒产销量规模大, 盈利能力较强, 财务弹性良好, 市场空间较大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度较高。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

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, 拓展中端白酒市场成为白酒企业新的发展机会。
2. 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。
3. 公司多经板块收入快速增长, 成为公司新的收入来源。
4. 公司盈利能力较强, 整体债务负担轻, 财务弹性好。
5. 经营活动现金流入量及 EBITDA 规模大, 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 白酒行业竞争日趋激烈, 公司白酒扩张可

能受到陈酿原浆酒库存限制。

2. 2013 年以来，受限制“三公消费”等政策的不断推出，高端白酒行业产销量增速出现一定程度下滑；公司白酒收入和利润都出现下滑。
3. 2014 年上半年公司名酒业务收入和毛利均有所下降，同时多经业务收入大幅增长，导致公司整体盈利能力下降。
4. 公司销售区域以山西省内为主，省外市场销量占比较小，省外销售渠道有待拓宽。

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（以下简称“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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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（以下简称“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。公司下属子公司山西杏花村汾酒厂股份有限公司（以下简称“股份公司”）为A股上市公司（股票代码：600809）。截至2014年6月底，公司注册资本90000万元，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。

公司主要从事酒类的生产和销售以及酒类生物技术研究、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7.5万千升。目前拥有“杏花村”、“竹叶青”、“汾”三个中国驰名商标，是在白酒行业中拥有中国驰名商标最多的企业之一，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。

公司内设总经理办公室、党委工作部、人力资源部、规划发展部、市场部、财务资产部、运营管理部、监察审计部、法律事务部等 23 个职能部门。

截至 2013 年底，公司资产总额 101.95 亿元，所有者权益 57.18 亿元；2013 年公司实现营业收入 121.54 亿元，利润总额 12.84 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 102.30 亿元，所有者权益为 59.31 亿元，营业收入 60.31 亿元，利润总额 4.15 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、本期中期票据概况

公司计划注册总额度为 20 亿元的中期票据，2015 年度第一期中期票据（以下称“本期中期票据”）拟发行 5 亿元，发行期限 5 年，按年付息，到期一次性还本。本期中期票据募集资金将全部用于置换银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促

进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民

币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决

定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、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。

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 万吨，到“文革”后的 1978 年，中国白酒产量达到 143.74 万吨，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 万吨的高峰，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的产业政策，白酒行业产量快速下降，至 2004 年下降至阶段性低点 311.7 万吨。

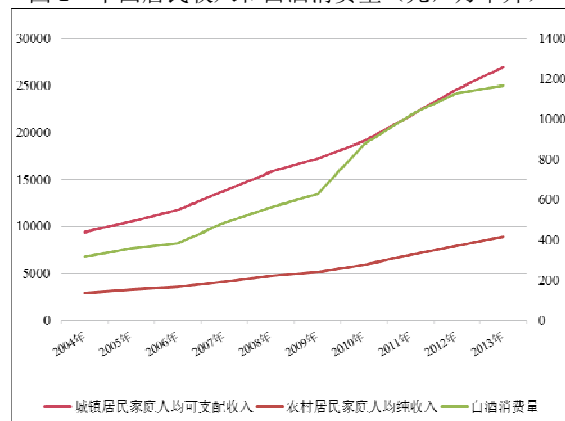
繁荣发展期：随着白酒产业调控政策效果的显现和居民收入水平的提高、消费结构升级，“十一五”时期，白酒行业进入繁荣发展阶段，白酒产量、销售收入、利润稳步提高。2006 年~2012 年，白酒行业产量从 971.39 万吨增长达到历史最高值 4466.26 万吨。2013 年以来，三公消费持续收紧，高端白酒产销量增速出现一定程度下滑，按政策持续性来看，高端白酒产量很难恢复高增长的状态，整个白酒行业将进入新一轮的向下调整周期，且从目前反腐力度和三公消费政策的持续性来看，本轮下降周期可能持续较长时间。2013 年，中国白酒行业销量 1166.20 万吨，同比增长 3.51%；实现销售收入 4998.60 亿元，同比增长 11.92%，增速均呈现明显下降。

（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。

2003 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，2008~2013 年年均复合增长率分别为 11.13%、13.33%；同期，白酒消费年均复合增长率为 15.66%，2013 年底白酒消费量达 1166.20 万千升，同比增长 3.51%。居民收入的大幅提高大大带动了白酒的消费需求。

图 1 中国居民收入和白酒消费量（元，万千升）

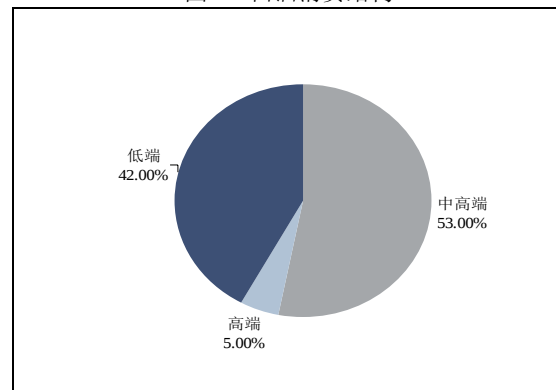


资料来源：国家统计局、wind 资讯

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，中档以上白酒需求增长明显。

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。2013 年，白酒行业产量 1226.70 万千升，同比增长 6.38%。

图 2 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。然而受到政府限制“三公消费”等政策影响,整个白酒行业将进入新一轮的向下调整周期,中高档白酒价格有所下滑。

白酒平均单价由 2006 年的 2.53 万元/千升提高至 2013 年的 4.29 万元/千升,涨幅达 69.57%,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,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: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。

2011 年 6 月,国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2011 年本)》施行,该目录将“白酒生产线”列为限制类投资项目。

2011 年 12 月,国家发改委、工信部联合发布《食品工业“十二五”发展规划》,将酿酒工业列为“重点行业发展方向与布局”范围。

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

酒类消费结构多元化成为趋势

随着人们健康意识的不断增强，人们对葡萄酒、啤酒、黄酒等低度酒精饮料以及其他不含酒精饮料的消费有所提升；同时，随着中国国际化程度的加深，威士忌、白兰地等国外蒸馏酒逐步进入中国市场，对白酒消费结构产生一定冲击。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。

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，2014年以来，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。

限制“三公消费”相关政策的影响

2012年12月4日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013年11月，中共中央、国务院印发《党

政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“建立公务接待审批控制制度”，对公务接待的费用标准进行严格把控。

随着“三公消费”的不断深入，一线白酒价格大幅下降，贵州茅台从超过2000元/瓶的价格最低回落到800元/瓶以下；五粮液从1300元/瓶下降到最低700元/瓶。同时预收款项作为判断白酒企业也记得重要指标，2013年也均出现大幅下滑，贵州茅台预收款项30.45亿元，较2012年底下降40.19%。同时，2013年贵州茅台和五粮液白酒销量均结束多年的高速增长，首次出现下滑，其中贵州茅台销量较2012年下降2.09%；五粮液销量较2012年下降1.31%。

4. 未来发展

白酒行业长期高速增长格局改变

未来5到10年，中国白酒行业将逐渐从高成长期过渡到成熟成长期，未来5年行业销售收入增长中枢将从过去5年的25%~30%的下行到10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。同时消费结构和产品结构也将从目前的哑铃型（两头大中间小）逐步变为橄榄型（两头小中间大），相应的，行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

中国白酒行业正处于一个5~10年的转型期，将逐渐从高成长期过渡到成熟期。在这一过程中，预计行业销售收入增长中枢将从过去五年的20%~30%显著下行到10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。相应地，预计行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

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2014年6月底，公司注册资本90000万元。

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。截至2014年6月底，公司白酒产能7.5万千升，2013年产量达到6.49万千升，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。

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，公司竹叶青酒在配制酒行业也享有盛誉。

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。

汾酒集团拥有“杏花村”、“竹叶青”、“汾”三个中国驰名商标，是行业中拥有中国驰名商标最多的企业之一，也是全国最大的名优白酒生产基地之一。公司主导产品有汾酒、竹叶青酒、杏花村酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒等系列。经品牌观察杂志社及其独立的专家委员会评估，“杏花村”品牌价值达177.28亿元，入选2014年中国500最具价值品牌500强。同时，汾阳杏花村因是该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。

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

公司现有董事9名，监事5名，高级管理人员9名。其中董事长1名，总经理1名，副总经理4名，总会计师1名，总法律顾问1名。

公司董事长，李秋喜先生，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，中共党员。研究生学历，高级经济师，高级政工师。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副董事长、总经理。

截至2014年6月底，公司在岗职工共有8460人，其中经营管理人员2628人，专业技术人员268人，技能人员4991人，营销人员573人。经营管理人员中，研究生学历36人、本科学历964人、大专及以下学历1628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，将成为整合主体，从而实现体量的快速扩张。

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，2013年科研投入达到1.33亿元。

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75人，其中高工8名，工程师14名，高级评酒师5名，中级评酒师6名，初级评酒师1名，技师1

名，质量师2名，经济师1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、勾贮三个中试基地，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。

六、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，委托集团公司财务资产部统一办理对外担保业务。

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多经产品的国内外贸易。2011~2013年，公司营业收入呈现快速增长态势，主要由于公司多经产品收入快速增长。2013年公司实现收入121.54亿元，其中名酒和杏花村系列白酒销售收入受禁酒令和严控三公消费的影响，较2012年有所下降；多经产品系列由于贸易规模不断扩大，保持较快增长，占比大幅增加，2013年

实现收入54.17亿元。

2011~2013年，公司整体毛利率呈波动下降趋势，其中2013年多经产品贸易大幅增加，使公司整体毛利率大幅下降。名酒系列产品品牌知名度高，产品价值突出，2013年毛利率为76.76%。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，毛利率低于名酒系列，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%；2013年价格有所下降。公司多经产品板块主要从事钢材、木材、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，该板块毛利率水平低，2013年为0.55%，对公司整体毛利润贡献小。

2014年1~6月，公司实现营业收入60.31亿元，同比下降14.69%，其中名酒和杏花村系列共实现收入25.97亿元，占比较上年有所下降，收入规模下降，主要是公司产品销售结构调整影响；多经产品实现收入33.88亿元，为2013年全年水平的62.54%，占比和销售规模均快速上升。受名酒系列毛利率下降和占比下降影响，2014年上半年公司毛利率有所下降。

表1 2011年~2014年6月底公司营业收入构成情况（单位：亿元/%）

系列	2011年			2012年			2013年			2014年1~6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	营业收入	占比	毛利率
名酒系列	47.41	60.52	74.06	67.02	62.61	75.61	61.82	50.86	76.76	23.21	38.49	69.94
杏花村系列	6.63	8.46	23.22	5.95	5.56	37.21	4.69	3.86	28.47	2.76	4.58	34.56
多经产品系列	24.03	30.68	1.25	33.41	31.21	0.76	54.17	44.57	0.55	33.88	56.17	0.62
其他	0.26	0.34	24.90	0.66	0.62	24.99	0.86	0.71	50.99	0.46	0.76	44.70
合计	78.33	100.00	47.26	107.04	100.00	49.80	121.54	100.00	40.75	60.31	100.00	29.19

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

公司目前拥有“杏花村”、“竹叶青”、

“汾”三个中国驰名商标，是在白酒行业中拥有中国驰名商标最多的企业之一，白酒中的汾酒品牌、杏花村品牌和配制酒中的竹叶青酒在中国白酒市场均享有盛誉。

(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，老白汾酒以上的中高端汾酒销量占比较高，其中高端国藏汾酒占比较小。

表2 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
	青花汾酒	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，竹叶青品牌销量快速增长，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，公司原粮的来源主要是与大农场合作。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，成立了汾酒原粮基地管理有限责任公司，建立了高粱用地约12万亩、大麦用地约3万亩、豌豆约4万亩，原粮基地的一体化建设构建“全产业链酿酒产业”模式，一方面保证了粮源的稳定，确保了汾酒品质的稳定，另一方面保证了市场的稳定，确保产品的质量安全。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年以来公司大部分原料来自其原材料供应基地。

2011-2013年，因公司业务规模的逐步扩大，公司粮食采购量逐年上升。股份公司作为公司原粮采购的主体单位，其近三年原粮采购情况如表3所示。

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。一方面因为公司具有很强的成

本转嫁能力，另一方面，公司通过调整产品结构、提高中高端产品的比例，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3 股份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		2014 年 1~6 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	2486	34431	2310	38018	3660	40169	3280	43271
大麦	2509	5483	2570	8026	2900	8029	2880	3010
豌豆	3944	2914	4320	4456	5240	5580	5720	2988

资料来源：公司提供

（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。公司酒类生产过程共设置控制节点81个，控制参数178个，包括专检节点29个，控制参数74个；自检节点52个，控制参数92个；互检交接点15个，控制参数12个，保证公司产品质量和食品安全。公司汾酒生产交库合格率99.99%；成装生产入库无缺陷率99.95%。

公司现有原酒产能约5万吨和个性化产品产能2.5万千升，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6.47万千升、7.18万千升和6.49万千升。

细分产品产销量上，汾酒产销量在所有产品中占比较高，产销量均呈增长趋势，其中2013年销量受影响较小，主要是玻汾等价格较低的产品销量增长所致。2013年受禁酒令和限制三公消费影响，竹叶青酒、杏花村等产品产销量均呈现不同程度的下滑。

表4 近年公司主要产品产销情况

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 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	22973	22070	31861	29509	31958	30993	14681	16741
竹叶青等保健酒	4951	5464	6943	7012	6470	5564	2007	2300
杏花村	36756	39856	32984	33974	26470	26692	11381	15313

合计	64680	67390	71788	70495	64898	63249	28069	34354
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

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，公司未来考虑通过战略并购方式入住酒业发展区，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。销售网络布局上，公司目前有全国经销商 430 余家，专卖店数量为 770 余家，其中省内 220 余家、省外 550 余家。

销售信用政策上，公司名优白酒板块主要采取款到发货的政策（包含承兑汇票），货款回收率高，其余酒类在销售淡季施行先供货、后结算的信用政策来促进销售。

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，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60%左右，2013年山西省内实现40.92亿元；省外市场中，北京、河南、山东销量较大，分别实现收入3.62亿元、2.14亿元和1.87亿元。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。2013年，前五大客户分别是山西虹通共赢商贸有限公司、晋城糖酒副食批发有限公司、大同市北方紫昱商贸有限公司、濮阳市亿中酒业有限公司、山西清香之源商贸有限公司，前五大客户占公司酒类销售总额的 16.78%。

表5 公司白酒销售区域分布（单位：万元）

区域		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
省内	山西省	324908.48	420606.08	409237.39	188911.40
	广东省	28712.28	18813.94	17903.33	8049.27
省外规模市场	陕西省	9885.00	12555.4	9001.03	4412.97
	河北省	15295.06	14854.03	14312.51	8170.42
	河南省	19737.75	26901.89	21433.80	19629.25
	北京市	22610.60	39162.67	36207.93	24935.10
	内蒙古	11607.89	15908.2	11716.82	7164.01
	山东省	12458.30	19261.97	18685.46	10117.40

天津市	-	12768.73	12655.59	9332.72
辽宁省	-	9553.64	9439.74	6810.55

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。

近年公司品牌文化战略定位发展理念为国酒之源、清香之祖、文化之根。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，2011~2013年，公司广告费用分别为3.35亿元、8.09亿元和9.71亿元。

2012年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。但是2013年受到限酒令和限制三公消费政策影响，公司销售产品价格受到一定的影响，价格有所下滑，其中低价的玻汾等销量大增，致使汾酒系列销售均价有所下降。

表6 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2011年	2012年	2013年	14年1~6月
汾酒	202.93	224.10	199.22	135.44
竹叶青酒	75.23	76.17	73.11	59.79
杏花村	20.38	21.45	16.87	17.85

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）。近年，公司贸易规模持续扩大，带动公司收入规模快速增长。

2011~2013年，公司多种经营板块实现营业收入分别为24.03亿元、33.41亿元和54.17亿元，2014年1~6月实现营业收入33.88亿元。钢材贸易一直是公司多经板块主要收入来源之一，2011年~2013年，分别实现收入21.59亿元、31.14亿元和17.78亿元，2013年受下游客户需求影响收入快速下降。2013年其他业务收入大幅增加，共实现收入29.27亿元，主要是化工产品贸易收入增加所致。

表7 公司多经业务营业收入构成（单位：万元）

	2011年	2012年	2013年	2014年1~6月
钢材	215900	311395	177860	155250
煤炭、焦炭等	--	--	21212	33909
镁产品	2499	7535	26116	4704
硅钙及硅铁	1665	--	--	--
出口产品	19754	13877	14279	9026
其他（木材、化工产品、代理进口等）	499	1291	292696	135884
多经产品系列合计	240317	334098	541676	338773

资料来源：公司提供

公司钢材贸易和化工产品贸易主要与太钢，山西省焦炭公司，天津丽兴钢铁等大型国有企业合作，开展钢材、铁矿砂、化工产品等大宗贸易。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不断下降，三年均值为 13.53 次，2013 年为 9.91 次。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，近三年呈上升趋势，三年均值为 2.94 次，2013 年 3.02 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。近三年，公司总资产周转次数波动中略有下降，2013 年为 1.28 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 8 公司在建工程与未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资金额(截至 14 年 6 月底金额)	2014 年 7-12 月投资金额
山西汾酒文化商务中心	34.82	2.91	--
保健酒扩建项目	24.06	8.59	1.42
合计	58.88	11.50	1.42

资料来源：公司提供

公司计划主要投资方向为以保健酒园区项目为主的白酒主业和以汾酒文化商务中心为载体的综合旅游服务业。由于目前正在办理发改委批文中，公司对汾酒文化商务中心投资有所放缓，2014 年下半年投资计划较少；公司实际主要投资项目为保健酒园区建设项目。其中保健酒园区建设项目设计规模为 6 万吨/

年，分为两期建设（第一期 2 万吨，第二期 4 万吨），建成后，公司下属的竹叶青保健酒全部划归保健酒园区进行生产，未来公司保健酒将由园区独立运作，保健酒销售收入占比将有所提升。截至 2013 年底，保健酒园区一期 2 万吨扩建项目基本投资已完成并转固，2014-2015 年主要投资第二期 4 万吨工程。公

司 2014 年 7~12 月计划投资 1.42 亿元于保健酒扩建项目，投资规模不大，融资压力较小。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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

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 年财务报表已经立信会计事务所有限公司审计，出具了带强调事项段的无保留的审计意见。2014 年一季度财务报表未审计。

2011 年保留意见事项包括：（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。

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。

2013 年强调事项包括：（1）截至 2013 年 12 月 31 日，汾酒集团所属北京杏花村汾酒销售有限责任公司存货账面余额为 258.61 万元，实际库存为 40.54 万元，差异 218.07 万元，该库存差异额系 2010 年前遗留的客户赊销借条和内部单位借条抵库所形成，2010 年 6 月 30 日经北京中天会计师事务所出具【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，连续四年未发生业务，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。

2013 年，公司合并范围内新增三级子公司 3 家，分别为山西龙城国茂经贸有限公司、北京华夏清源贸易有限公司和北京华夏晋汾贸易有限公司。由于，北京东奇公司和山西仙童葡萄酒公司两家子公司正在清算中，故本年不纳入合并范围，并已全额计提长期股权投资减值准备。

截至 2013 年底，公司资产总额 101.95 亿元，所有者权益 57.18 亿元；2013 年公司实现营业收入 121.54 亿元，利润总额 12.84 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 102.30 亿元，所有者权益为 59.31 亿元，2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 60.31 亿元，实现利润总额 4.15 亿元。

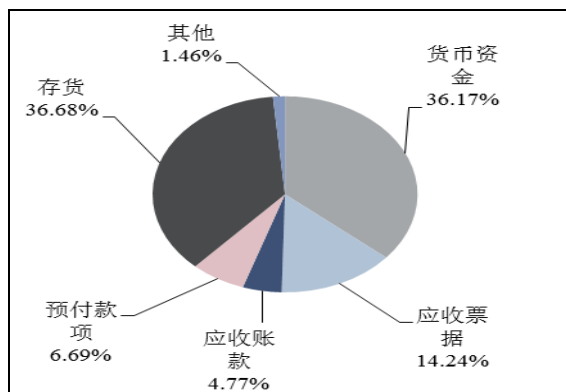
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模持续快速增长，年均复合增速达到 22.77%。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。

近三年，公司货币资金在流动资产中保持了较高比重，截至 2013 年底，公司货币资金为 26.93 亿元，同比减少 12.17%，主要原因是公司扩大了票据结算的范围，应收票据同比增长了 34.23%。公司货币资金构成上以银行存款为主，2013 年底占比为 71.51%。

图 3 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

公司商品销售时，票据结算占有一定比重。2011~2013 年，公司应收票据年均复合增长 44.93%，截至 2013 年底，公司应收票据为 10.60 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 2013 年底，公司应收账款账面余额为 4.16 亿元，其中一年以内应收账款占比 85.17%，1~2 年占比 1.01%，2~3 年占比 0.43%，三年以上占比 13.39%。2013 年公司计提坏账准备 0.61 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方可进行勾兑、对外销售。公司一般保持一定原浆酒库存。

2011~2013 年，公司存货年均复合增长 29.22%，截至 2013 年底，公司存货原价 27.52

亿元，其中自制半成品 10.61 亿元，库存商品 13.78 亿元，公司对库存商品计提跌价准备 0.21 亿元。其主要原因是由于公司整体销量有所下降，公司库存产品造成了一定的积压。

近三年，公司在建工程年均复合增长，66.74%，截至 2013 年底，公司在建工程为 8.37 亿元，主要是太原商务中心以及 2 万吨保健酒扩建工程等。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额为 102.30 亿元，较 2013 年底增长 0.34%，基本持平。截至 2014 年 6 月底，公司应收账款 9.72 亿元，增长幅度较大，主要来源于公司的多经板块营业收入的大幅上升。

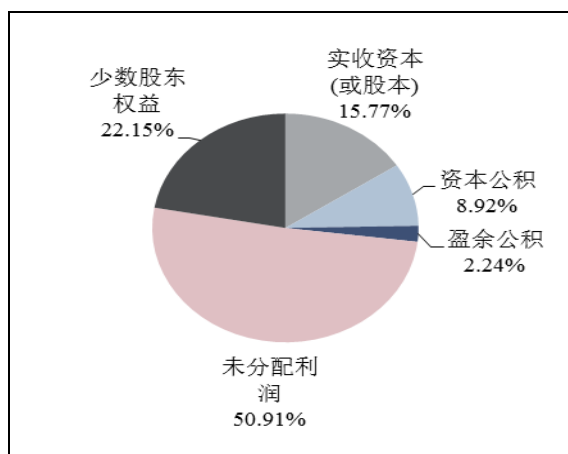
总体看，公司资产快速增长，以货币资金和存货等流动资产为主，资产流动性较好，符合白酒行业特点，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增速为 24.57%，公司所有者权益的增长主要原因是根据山西省国有资产监督管理委员会（晋国资产函【2012】875 号）规定，同意公司申请未分配利润 44883.60 万元转增资本，转增基准日为 2013 年 3 月 31 日，变更后公司注册资本为 90000 万元。截至 2013 年底，公司所有者权益为 57.18 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 2014 年 6 月底，公司所有者权益为 59.46 亿元，较 2013 年底略有增长。总体看，公司所有者权益稳定性较弱，未分配利润的规模较大。

图 4 2013 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

负债

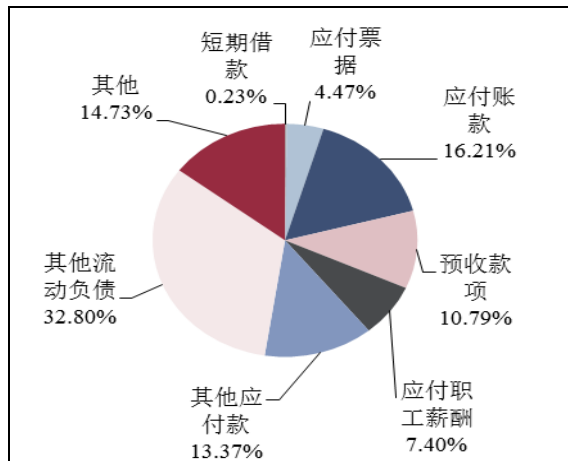
近三年，公司负债年均复合增长 26.66%，截至 2013 年底为 37.14 亿元，其中流动负债占负债总额的 97.76%。公司整体负债结构以流动负债为主。

2011~2013 年，公司流动负债年均复合增长 20.62%，主要源自其他流动负债的增长。

2011~2013 年，公司应付票据年均复合增长率为 6.51%，截至 2013 年底，公司应付票据为 7.13 亿元，主要由银行承兑汇票以及商业承兑汇票构成。

公司应付账款主要为应付往来款。2011~2013 年，随着经营规模的扩张，公司应付账款年均增长 79.63%。截至 2013 年底，公司应付账款 7.13 亿元，同比增长 47.31%，账龄在一年以内的占 91.16%。

图 5 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司报表整理

2011~2013 年，公司预收账款复合增长率为-40.82%。截至 2013 年底，公司预收账款为 4.75 亿元，同比减少 63.29%，账龄在一年以内的占 95.57%。

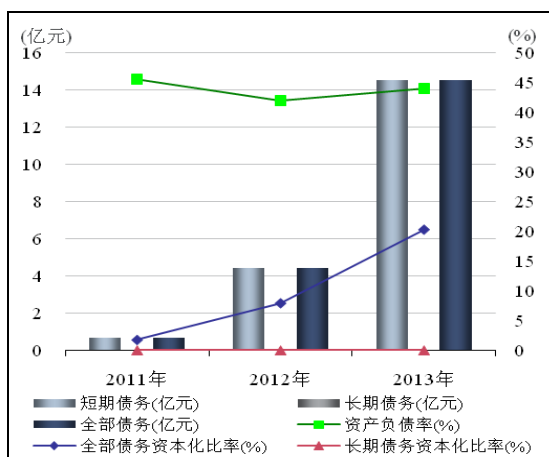
2011~2013 年，公司其他应付款年均复合增长 40.22%。截至 2013 年底，公司其他应付款为 5.88%，同比增加 81.48%，账龄在一年以内的占 66.84%。

截至 2013 年 12 月底，公司其他流动负债为 14.43 亿元，全部为公司发行的两期短期融资券。2013 年 3 月，公司发行了 2013 年第一期短期融资券 7.00 亿元；2013 年 5 月，公司发行了 2013 年第二期短期融资券 7.00 亿元。

近三年，公司非流动负债规模较小，截至 2013 年底为 0.77 亿元。截至 2013 年底，公司长期应付款为应付汾酒集团职工基金会款项；递延所得税负债为 0.56 亿元，主要是由可供出售金融资产公允价值变动产生。

近三年，公司资产负债率水平较为平稳，维持在 45%左右；同期全部债务分别为 0.65 亿元，4.41 亿元和 14.53 亿元，公司全部债务资本化比率不断上升，复合增长率为 12.85%，2013 年为 20.26%，其增长的主要原因是公司 2013 年两期短期融资券的发行，公司债务负担较轻。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。

图 6 公司债务负担情况



资料来源：根据公司报表整理

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计为 42.83 亿元，较 2013 年底有所减少；公司债务全部为短期债务，以短期借款为主；公司全部债务资本化比率和资产负债率分别变化为 15.73% 和 41.87%。

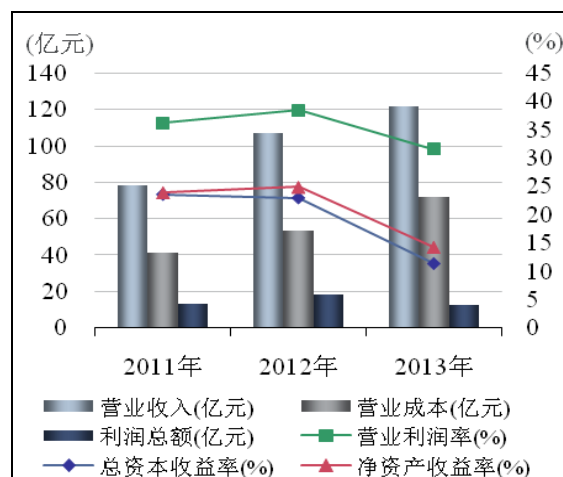
总体看，公司负债快速增长，大部分为短期负债。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入快速增长，年均增速达到 24.36%。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大幅提高。

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。2011~2013 年，公司营业利润率分别为 36.20%、38.47% 和 31.67%。公司作为白酒生产企业承担消费税，该项目征收标准为营业收入 10% 左右。公司承担的消费税在营业税金及附加中反映。

图 7 公司盈利水平变化趋势



资料来源：根据公司报表整理

公司期间费用占销售收入比重较高，近年不断上升，2013 年为 20.72%。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 2013 年为 14.83%，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。

2011~2013 年，公司投资收益分别为 0.06 亿元、0.22 亿元和 0.06 亿元，具有一定波动性，2011 年投资收益主要是通过处置长期股权投资取得；2012 年主要是通过处置可供出售金融资产取得；2013 年投资收益主要是通过处置交易性金融资产。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 13.03 亿元、18.67 亿元和 12.84 亿元，呈现波动中下降趋势，主要原因是公司调整了产品销售收入结构。

近三年，公司净资产收益率波动中有所下降，均值为 19.39%，2013 年为 14.26%。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 60.31 亿元，占 2013 年全年的 49.62%；实现利润总额 4.15 亿元，占 2013 全年的 32.32%，营业利润率为 22.93%，盈利能力有所下降。

总体看，公司收入规模持续扩大，盈利能力强，但利润规模有所下降。

5. 现金流分析

近三年，公司经营活动现金流入规模持续

增长,复合增速为25.78%,基本与营业收入变动趋势基本一致。近三年公司经营活动现金收入比分别为101.49%、104.54%和102.05%。公司经营活动现金流出中支付的各项税费占比较大,主要受消费税征收影响。支付其他与经营活动有关的现金规模大主要是支付的往来款项和付话费、培训费、办公费、差旅费、餐费、咨询费等。

近三年,公司经营活动现金净流量分别为15.41亿元、8.28亿元和-8.23亿元,经营活动现金流净额由正转负,主要是由于以下几个原因:第一,近年来,公司在收款中持续加大了票据结算的比重,销售商品、提供劳务收到的现金减少;2011~2013年底及2014年一季度,公司应收票据余额持续增长;第二,尽管公司在付款中也加大了票据结算的比重,但上游供应商接受票据结算的程度较有限,导致应付票据远低于应收票据,由于票据在付款结算中的使用量少于在收款结算中的使用量,造成经营活动产生的现金流量净额下降;除前述原因外,还受当年白酒销售情况的影响。2013年,公司白酒收入较上年下降7.76%;此外,下游经销商观望情绪浓厚,订单减少,该年末预收款项较上年末下降63.31%,也导致销售商品、提供劳务收到的现金减少。

近三年,公司投资规模较小,购建固定资产无形资产支付的现金三年分别为2.79元、5.53和5.29亿元,投资活动净流量三年分别为-3.52亿元、-4.91亿元和-5.27亿元。

2011~2013年,公司筹资活动现金流入量分别为1.59亿元、6.31亿元和20.20亿元,流入规模波动中有所增加。筹资活动现金净流量分别为-3.11亿元、3.48亿元和7.27亿元,公司近年筹资规模大幅增加。

2014年1~6月,公司经营活动现金流入量为57.51亿元,净流量1.31亿元,公司现金收入比受票据大幅增长影响,下滑至93.50%。同期,公司投资活动和筹资活动现金净流量分别为-1.82亿元和-4.60亿元。

总体看,公司经营活动现金流入规模大,导致经营活动现金流净额由正转负,公司近年资本支出规模不大,有一定的筹资压力。随着公司未来扩张速度将进一步加快,投资支出规模大,规模扩张后运营资金需求将快速上升,公司外部筹资需求可能继续增大。

6. 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174.07%和116.49%,2013年为169.22%和107.16%,2014年6月底为178.63%和116.49%;2011~2013年,公司经营现金流流动负债比由正转负,2013年为-18.71%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2011~2013年,公司盈利水平保持稳定,收入持续增长,EBITDA波动中有所提高,EBITDA利息倍数不断下降,三年平均值为47.84倍,2013年为22.82倍;全部债务/EBITDA呈波动中下降趋势,三年平均值为0.57倍,2013年为1.00倍。总体看,公司长期偿债能力很强。

截至2014年6月底,公司无对外担保。

截至2014年6月底,公司共获得银行授信72.70亿元,未使用授信额度60.26亿元,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。

7. 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2014年6月底,公司无不良信贷信息记录。

8. 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。

九、 本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划于 2014 年发行本期 5 亿元中期票据，是 2014 年 6 月底全部债务的 0.45 倍，由于公司没有长期债务，本期中期票据的发行将改变公司现有债务结构，并加重债务负担。

截至 2014 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 41.87% 和 15.73%，债务负担较轻。以 2014 年 6 月底数据为基础，本期中期票据发行后，公司长期债务将较 2014 年 6 月底增加 5 亿元，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 44.58% 和 21.31%，公司债务规模有所提升，但考虑本期中期票据发行后将全部用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担上升程度将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 16.57 倍、23.58 倍和 26.21 倍，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。同期，公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据额度的 3.08 倍、1.66 倍和 -1.65 倍，经营性净现金流对本期中期票据的保障能力一般。近三年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 2.76 倍、4.12 倍和 2.90 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据具有良好的保障能力。

十、 结论

白酒行业是中国轻工业中食品工业的重要分支。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增加。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，中档白酒需求增长明显。2013 年以来，受限制“三公消费”等政策的不断推出，高端白酒产销量增速出现一定程度下滑，收入和利润均受到不同程度的影响，整个白酒行业将进入新一轮的向下调整周期。

公司是中国清香型白酒的领军企业，近年来不断加强品牌宣传和产品结构的提升，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，在清香型白酒消费回升的环境下，公司具备很好的发展前景。2013 年，受限制“三公消费”等政策影响，公司白酒收入有所下降，但多经板块收入快速增长。

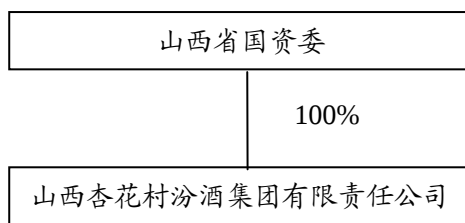
近年公司收入规模快速增长，盈利能力强但利润规模有所下降。公司资产以流动资产为主，整体流动性较高。目前公司债务负担轻，财务弹性好，整体偿债能力很强。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。

总体看，公司本期中期票据到期不能还本付息的风险很低。

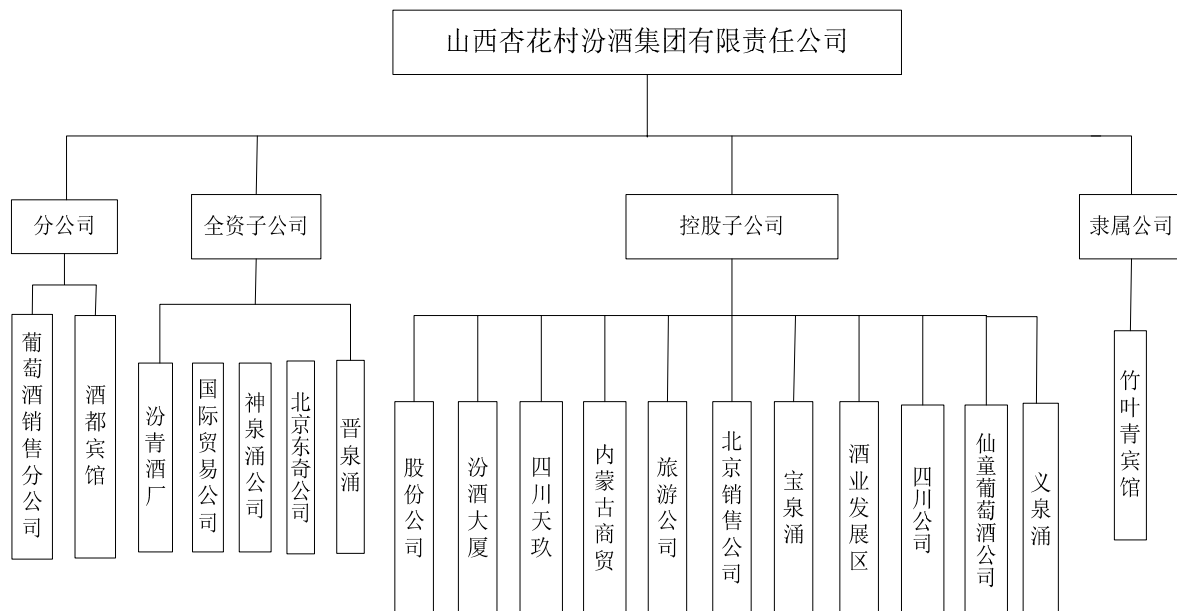
附件 1-1 截至 2013 年底公司子公司及隶属公司概况

序号	公司名称	享有表决权 (%)	持股比例 (%)	实收资本	级次
1	山西杏花村汾酒厂有限公司	69.97	69.97	86584.82	2
2	山西杏花村国际贸易公司	100	100	100000.00	2
3	山西杏花村汾酒（集团）有限公司汾青酒厂	100	100	1357.00	2
4	山西杏花村汾酒大厦有限责任公司	64.43	64.43	5175.41	2
5	四川天玖投资有限公司	83.67	83.67	4900.00	2
6	山西杏花村汾酒集团四川有限责任公司	40.00	40.00	150.00	2
7	山西杏花村汾酒集团内蒙古商务有限责任公司	55.00	55.00	100.00	2
8	山西杏花村汾酒集团旅游有限公司	51.00	51.00	100.00	2
9	山西杏花村汾酒销售有限责任公司	55.00	55.00	200.00	2
10	山西杏花村汾酒集团宝泉涌有限责任公司	51.00	51.00	2000.00	2
11	山西杏花村汾酒集团神泉涌有限责任公司	100.00	100.00	1200.00	2
12	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司	72.29	72.29	4375.00	2
13	山西杏花村汾酒（集团）公司晋泉涌贸易公司	100.00	100.00	3521.99	2
14	山西杏花村汾酒集团酒业发展区股份有限公司	51.00	51.00	20000.00	2

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.87	38.57	37.63	30.74
资产总额(亿元)	67.64	88.57	101.95	102.30
所有者权益(亿元)	36.85	51.43	57.18	59.46
短期债务(亿元)	2.38	5.74	16.50	11.10
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.65	4.41	14.53	11.10
营业收入(亿元)	78.33	107.04	121.54	60.31
利润总额(亿元)	13.03	18.67	12.84	4.15
EBITDA(亿元)	13.79	20.60	14.49	--
经营性净现金流(亿元)	15.41	8.28	-8.23	1.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.43	13.03	9.91	--
存货周转次数(次)	2.77	2.93	3.02	--
总资产周转次数(次)	1.33	1.37	1.28	--
现金收入比(%)	101.49	104.54	102.05	93.05
营业利润率(%)	36.20	38.47	31.67	22.93
总资本收益率(%)	22.95	22.92	11.07	--
净资产收益率(%)	23.96	24.90	14.26	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	1.74	7.90	20.26	15.73
资产负债率(%)	45.53	41.93	43.91	41.87
流动比率(%)	173.08	182.80	169.22	175.74
速动比率(%)	119.00	126.82	107.16	109.93
经营现金流动负债比(%)	50.97	22.82	-18.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	78.51	69.10	22.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.05	0.21	1.00	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	16.57	23.58	26.21	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.08	1.66	-1.65	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.76	4.12	2.90	--

注：①公司将短期融资券计入其他流动负债，本报告在计算短期债务时进行相应调整；②公司应付票据全部为无息银行承兑汇票，故未计入短期债务；③公司长期应付款中融资租赁部分数额非常小，对全部债务影响不大，故未计入长期债务；④公司 2014 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
本期中期票据偿债能力	
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 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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
 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 4 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，山西杏花村汾酒集团有限责任公司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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

