

跟踪评级公告

联合[2015] 580 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AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15杏花村MTN001”AA⁺的信用等级。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一五年五月十八日

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⁺ 评级展望: 稳定上次评级结果: AA⁺ 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
15 杏花村 MTN001	5 亿元	2015/2/12~2020/2/12	AA ⁺	AA ⁺

评级时间: 2015 年 5 月 18 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.57	37.63	30.71	29.89
资产总额(亿元)	88.57	101.95	101.46	109.66
所有者权益(亿元)	51.43	57.18	60.47	62.30
短期债务(亿元)	4.41	14.53	13.14	8.21
全部债务(亿元)	4.41	14.53	13.14	13.17
营业收入(亿元)	107.04	121.54	123.50	30.13
利润总额(亿元)	18.67	12.84	4.20	2.62
EBITDA(亿元)	20.60	14.49	5.96	--
经营性净现金流(亿元)	8.28	-8.23	1.47	0.33
营业利润率(%)	38.47	31.67	18.81	27.15
净资产收益率(%)	24.90	14.26	4.81	--
资产负债率(%)	41.93	43.91	40.40	43.19
全部债务资本化比率(%)	7.90	20.26	17.85	17.45
流动比率(%)	182.80	169.22	170.21	179.99
全部债务/EBITDA(倍)	0.21	1.00	2.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	69.10	22.82	9.04	--
经营现金流流动负债比(%)	22.82	-18.71	3.69	--

注: ①公司 2015 年第一季度财务数据未经审计; 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。

分析师

董征 赵阳

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

山西杏花村汾酒集团有限责任公司(以下简称“汾酒集团”或“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明显优势。跟踪期内,公司多种经营板块(以下简称“多经板块”)收入快速增长,公司债务负担有所减轻。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,白酒行业深度调整、公司白酒销售价格下滑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。

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。

综合考虑,联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 杏花村MTN001”AA⁺的信用等级。

优势

1. 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,公司多经板块收入快速增长,成为公司重要的收入来源之一。
3. 公司整体债务负担较轻,财务弹性良好。

关注

1. 跟踪期内,白酒行业深度调整,行业竞争日趋激烈。
2. 跟踪期内,公司白酒销售价格呈下降趋势,白酒收入和利润均出现明显下滑。
3. 公司销售区域以山西省内为主,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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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“15 杏花村 MTN001”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(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2015年3月底,公司注册资本9亿元,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。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。

截至2014年底,公司资产总额101.46亿元,所有者权益60.47亿元;2014年公司实现营业收入123.50亿元,利润总额4.20亿元。

截至2015年3月底,公司资产总额为109.66亿元,所有者权益为62.30亿元;2015年1~3月公司实现营业收入30.13亿元,利润总额2.62亿元。

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

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元,比上年增加11449亿元,增长8.2%。其中,中央本级支出22570

亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

公司主要从事清香型白酒的生产、销售业务。

2013 年随着宏观经济形势和政策环境变化, 国家政策严格控制“三公”经费、厉行节约, 限制了高端白酒消费需求, 超高端、高端白酒销售下挫, 行业增长放缓, 2013 年全国白酒

行业产量达到了 1226.2 万千升, 同比增长 6.33%, 增速回落达到 6.11 个百分点。2014 年全国白酒行业产量达到了 1257.13 万千升, 达到了历史最高点, 但同比增长仅为 2.52%, 部分白酒企业经营出现不同程度下滑, 整个行业进入调整期。

随着中国经济的快速发展, 人们消费水平和购买能力的不断增强, 白酒作为国民广泛喜爱的传统饮品, 行业的产销量不断增长, 近年来白酒行业的销售收入和利润总额也随之不断的提高。虽然 2012 年起全行业进入调整期, 行业整体销售收入仍保持了一定增长, 利润总额增长停滞, 2014 年出现全行业利润下滑。2014 年白酒行业累计产量 1257.13 万千升, 同比增长 2.52%; 2014 年累计销售收入 5258.89 亿元, 同比增长 4.80%; 实现利润 698.75 亿元, 同比下降 13.18%, 累计利润近年来首次呈现大幅下滑。

随着消费升级趋势的加快, 健康饮酒、理性饮酒的消费理念进一步深入人心, 消费者的品牌意识增强, 优质白酒消费量大幅度提升, 低端白酒品牌化步伐逐渐加快; 个性化、功能性产品需求加大, 低度、优质的白酒产品逐渐成为消费的方向。随着宏观政策环境和消费结构变化, 白酒市场需求从金字塔型向橄榄型转变, 高端市场疲软, 中端、中低端市场需求受宏观政策影响相对较小, 成为各大酒企竞争的主要战场, 高端酒企的产品线下延, 地域性酒企的产品线升级, 积极参与该部分市场竞争。

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 2015 年 3 月底, 公司注册资本 9 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2015年3月底，公司白酒产能7.5万千升（含个性化产品2.5万千升），2014年产量达到5.70万千升，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。

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多经产品的国内外贸易。2014年，公司营业收入同比略有增长，实现收入123.50亿元，其中名酒系列销售白酒行业深度调整影响，收入同比大幅下降，实现收入38.87亿元；多经产品系列受贸易规模不断扩大和产品增加的影响，保持较快增长，占比大幅增加，实现收入78.57亿元。

2014年，受白酒销售收入占比下降以及销售价格下降所致，公司整体毛利率大幅下降至24.22%，其中名酒系列产品价格下降导致毛利率有所下滑；公司多经产品板块主要从事钢材、煤炭、铁矿砂等大宗产品的内贸，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，2014年为1.04%，对公司整体毛利润贡献小。

2015年1~3月，公司实现营业收入30.13亿元，占2014年全年的24.40%，其中名酒系列实现收入14.64亿元，同比下降8.61%；多经产品实现收入14.31亿元。受名酒系列占比上升影响，2015年前一季度公司毛利率有所上升。

表1 2013年~2015年3月底公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

系列	2013年			2014年			2015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	61.82	50.86	76.76	38.87	31.47	69.97	14.64	48.59	69.46
杏花村系列	4.69	3.86	28.47	4.90	3.97	28.45	0.85	2.82	27.07
多经产品系列	54.17	44.57	0.55	78.57	63.62	1.04	14.31	47.49	0.37
其他	0.86	0.71	50.99	1.16	0.94	43.55	0.33	1.10	42.65
合计	121.54	100.00	40.75	123.50	100.00	24.22	30.13	100.00	35.15

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制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	品牌建设过程中
	玫瑰汾酒	品牌建设过程中

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。

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。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。

股份公司作为公司原粮采购的主体单位，2014年高粱采购量有所增长，平均价格有所下降；大麦和豌豆采购量有所下降。

表3 公司主要原材料采购情况（单位：元/吨、吨）

主要原材料名称	2013 年		2014 年		2015 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	3660	40169	3290	46110	2950	9769
大麦	2900	8029	2880	3010	2880	2009
豌豆	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。

表4 近年公司主要产品产销情况

项目	2013 年		2014 年		15 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	31958	30993	28875	29354	7091	10827
竹叶青等保健酒	6470	5564	3764	3683	397	901
杏花村	26470	26692	24324	27134	4262	4485
合计	64898	63249	56963	60171	11750	16213

资料来源：公司提供

公司现有原酒产能约5万千升和个性化产品产能2.5万千升，能够满足公司现阶段的规模扩张。2014年和2015年1~3月，公司商品酒产量分别为5.70万千升和1.18万千升。

细分产品产销量上，受白酒销售低迷影响，2014年汾酒和竹叶青等保健酒产销量均有所下降；杏花村酒产量有所下降，销量略有上升。

（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 530 余家，专卖店数量

为 550 余家，其中省内 210 余家、省外 340 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，2014年山西省内实现25.60亿元；省外市场中，北京、河南销量较大，但大部分省份销售均出现不同程度下滑。

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。2014年，公司前五大客户分别是山西虹通

共赢商贸有限公司、山西省晋城糖酒副食批发有限公司、太原市晋豪银海商贸有限公司、山西梓轩通商贸有限公司、大同市南郊区融通贸易有限责任公司，公司前五大客户占公司酒类销售总额的 14.40%。

表5 公司白酒销售区域分布（单位：万元）

区域		2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
省内	山西省	409237.39	255950.25	91629.57
省外规模市场	广东省	17903.33	7375.53	4054.28
	陕西省	9001.03	5408.38	1843.82
	河北省	14312.51	8766.04	2047.94
	河南省	21433.80	22854.28	9009.79
	北京市	36207.93	31020.72	10743.69
	内蒙古	11716.82	8332.16	2460.15
	山东省	18685.46	11727.51	4876.52
	天津市	12655.59	11140.68	4543.42
	辽宁省	9439.74	10104.22	3827.96

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，将传播费用聚焦到重点区域和重点市场。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。

2014 年，公司广告费用为 3.45 亿元，较上年大幅下降。

2013 年以来，受到限酒令和限制三公消费政策影响，白酒行业深度调整，公司主要产品销售价格持续下滑，2014 年汾酒和竹叶青酒系列销售均价有所下降，其中受玻汾等低价酒销量增长影响，汾酒销售均价大幅下降。

表6 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
汾酒	199.22	137.24	136.53
竹叶青酒	73.11	61.86	56.84
杏花村	16.87	18.07	18.94

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山西杏花村国际贸易投资公司负责。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。

2014 年，公司多种经营板块实现营业收入为 78.57 亿元，2015 年 1~3 月实现营业收入 14.31 亿元。钢材贸易一直是公司多经板块主

要收入来源之一，2014 年实现收入 33.66 亿元；2014 年公司铁矿砂业务收入大幅增加，共实现收入 22.30 亿元。

表 7 公司多经业务营业收入构成（单位：万元）

主要销售商品及销售收入	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
钢材	177860	336557	102119
煤炭、焦炭等	21212	141444	39278
镁产品	26116	7260	933
铁矿砂	--	222957	--
硅钙及硅铁	--	54562	--
其他(木材、化工产品)	292696	131	--
主要出口商品及销售收入	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
镁产品	8516	16574	543
硅钙及硅铁	772	825	--
化工产品	225	2911	42
其他	14279	2467	227
销售收入总计	541676	785688	143142

资料来源：公司提供

公司多经产品业务主要包括大同煤矿集团外经贸有限责任公司的高碳铬铁和铁合金、霍州煤电集团鑫锯煤机装备制造有限责任公司的钢材、山西焦炭集团国际贸易有限公司的铁合金以及芜湖新兴铸管有限责任公司的焦炭和钢材业务。公司合作单位以山西省国资委下属国有企业为主，资金雄厚，实力强，但受钢铁和煤炭行业低迷影响，公司多经产品贸易存在一定不确定性。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

2014 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别降至 9.57 次和 1.21 次；存货周转次数为 3.26 次，同比略有增长。总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

2015 年，公司要拓宽营销渠道，狠抓营销模式转型创新，促进销售业务多极化发展，创新营销模式，提升品牌价值，推进文化营销；加强体制机制创新，推动企业市场化改革，保障运营模式更加科学有效，制定“十三五”发展战略规划，构建汾酒集团混合所有制改革总体框架；优化企业管理，推进标杆建设，实现成本控制的精细化管理，推进汾酒集团管控建设，促进标杆管理提升，加强成本控制；严抓质量安全落实，推进民生保障到位，确保企业运营实现稳定发展，加强质量和工艺质量管理，构建大安全体系，促进民生保障到位。

表 8 公司未来投资规划（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额（截至 15 年 3 月底金额）
山西汾酒文化商务中心	34.82	4.33
保健酒扩建项目	24.06	10.03
合计	58.88	14.36

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服务业。由于白酒行业景气度大幅下滑，以及政府审批进度影响，公司对汾酒文化商务中心投资有所放缓，已投资主要为土地款；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 2014 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，2015 年主要投资第二期 4 万吨工程，但受白酒行业深度调整影响，投资进度有所放缓。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014 年财务报表已经立信会计事务所山西分所审计，出具了带强调事项段的无保留的审计意见。2015 年一季度财务报表未审计。

2014 年强调事项包括：（1）截至 2014 年 12 月 31 日，公司所属北京杏花村汾酒销售有限责任公司存货的账面余额为 285.22 万元，实际库存为 67.15 万元，差异 218.08 万元，该库存差异原因为：由 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。2014 年度北京销售公司对

此事项仍未进行处理。（2）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，连续五年未发生业务，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 2014 年底，公司资产总额 101.46 亿元，所有者权益 60.47 亿元；2014 年公司实现营业收入 123.50 亿元，利润总额 4.20 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 109.66 亿元，所有者权益为 62.30 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 30.13 亿元，利润总额 2.62 亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 123.50 亿元，较上年略有增长，主要因为白酒行业深度调整所致；2014 年，公司营业成本 93.59 亿元，同比增长 29.96%，主要因为多经产品销售规模大幅增长所致；营业利润率降至 18.81%，主要是白酒销售收入占比下降以及产品平均销售价格下降所致。

2014 年，公司期间费用 20.26 亿元，同比下降 19.57%，主要是销售费用大幅下降所致；期间费用占营业收入的比重下降至 16.41%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2014 年公司销售费用 12.82 亿元，同比下降 28.86%，主要因为广告费和销售奖励费等费用下降所致；2014 年管理费用较上年变化不大。

2014 年，公司实现利润总额 4.20 亿元，同比大幅下降。从盈利指标看，2014 年公司总资产收益率和净资产收益率分别下降至 3.95% 和 4.81%。

2015年1~3月,公司共实现营业收入30.13亿元,利润总额2.62亿元,营业利润率为27.15%。

总体看,跟踪期内,受白酒行业深度调整影响,公司盈利能力有所弱化。

3. 现金流及保障

经营活动方面,2014年,公司经营活动现金流入较上年变化不大,为127.55亿元;公司经营活动现金流出126.08亿元,同比下降9.49%,主要因为支付的各项税费和支付其他与经营有关的现金大幅减少所致,其中支付的各项税费大幅下降主要受白酒销售收入下降导致缴纳的消费税下降所致,支付其他与经营有关的现金大幅减少主要是广告宣传费用减少所致。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为1.47亿元。从现金收入质量来看,2014年现金收入比为98.71%,收入实现质量一般。

投资活动方面,2014年,公司投资活动现金流入1.73亿元,同比大幅增长主要是公司收回投资收到的现金增加1.59亿元所致;同期,公司投资活动现金流出4.59亿元。2014年,公司投资活动产生的现金流净额为-2.87亿元。

筹资活动方面,2014年,公司筹资活动现金流入23.63亿元,主要是借款和发行债券收到的现金。同期,筹资现金流出26.82亿元,主要为偿还债务支付的现金。2014年,公司筹资活动产生的现金流量净额-3.18亿元。

2015年1~3月,公司销售商品、提供劳务收到的现金17.26亿元,经营活动现金流入18.19亿元,经营活动现金流出17.86亿元,经营活动现金流净额0.33亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.05亿元及-0.12亿元。现金收入比大幅下降至57.31%,主要因为公司赊销增加导致应收账款大幅增加所致。

总体看,公司经营活动现金流入规模大,但2015年一季度收入实现质量大幅下降;由于运营资金需求上升,公司存在一定外部筹资需

求。

4. 资本及债务结构

资产

截至2014年底,公司资产总额为101.46亿元,较上年变化不大,其中,流动资产占66.72%,非流动资产占33.28%。跟踪期内,非流动资产规模有所增长。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据和存货构成。

截至2014年底,公司货币资金19.99亿元,同比下降25.76%。其中,银行存款占比59.26%、其他货币资金占比40.58%。

截至2014年底,公司应收票据为10.52亿元,较上年变化不大,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2014年底,公司应收账款为1.14亿元。

近年公司库存在公司流动资产中占有较大比重,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2014年底,公司存货30.38亿元。从构成看,主要由自制半成品及在产品(占45.47%)和库存商品(占47.69%)构成。

截至2014年底,公司在建工程为10.66亿元,同比增长27.44%,主要是2万吨保健酒扩建工程和太原商务中心,其中2万吨保健酒扩建工程新增2.65亿元。

截至2015年3月底,公司资产总额为109.66亿元,较2014年底增长8.08%,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67.54%,非流动资产占32.46%。受公司多经产品账期影响,应收账款大幅增加,主要应收账款已于四月收回。

总体看,公司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。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 60.47 亿元，同比增长 5.76%。其中归属于母公司的所有者权益中股本占 19.12%、资本公积占 6.56%、盈余公积占 2.93%，未分配利润占 64.99%，其他综合收益 6.00%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 77.85%，少数股东权益占比 22.15%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 62.30 亿元，较 2014 年底增长 3.02%。

总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 40.99 亿元，较上年下降 8.44%，其中流动负债占负债总额的 97.02%。公司整体负债结构以流动负债为主。其中受公司赊销增长影响，公司应付账款大幅下降；受白酒销售下降影响，公司应交税费大幅下降；其他流动负债为公司发行的短期融资券 7 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 47.36 亿元，较 2014 年底增长 15.54%，增长主要为新发行中期票据 5 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务达到 13.14 亿元，同比下降 9.60%，全部为短期债务。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 13.17 亿元。从债务指标看，截至 2014 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 40.40%和 17.85%。截至 2015 年 3 月底，分别为 43.19%和 17.45%，债务负担较轻。

总体看，跟踪期内，公司资产质量良好，所有者权益稳定性一般，债务负担较轻。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 170.21%和 94.33%；截至 2015 年 3 月底，以上两项指标分

别为 179.99%和 107.57%。2014 年，经营现金流动负债比为 3.69%，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，2014 年，EBITDA 为 5.96 亿元，同比大幅下降；2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 9.04 倍，全部债务/EBITDA 为 2.21 倍。总体看，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2014 年底，公司 EBITDA 为 5.96 亿元，为待偿还债券“15 杏花村 MTN001”5 亿元的 1.19 倍。2014 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 25.51 倍和 0.29 倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信 80.04 亿元，未使用授信额度 66.81 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 2015 年 5 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

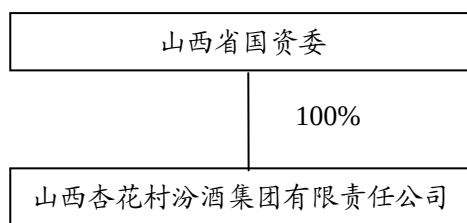
7. 抗风险能力

公司作为白酒行业领军企业，品牌价值高、区域实力强，具备很强的竞争优势。公司整体盈利能力较强，财务弹性好。整体看，公司抗风险能力强。

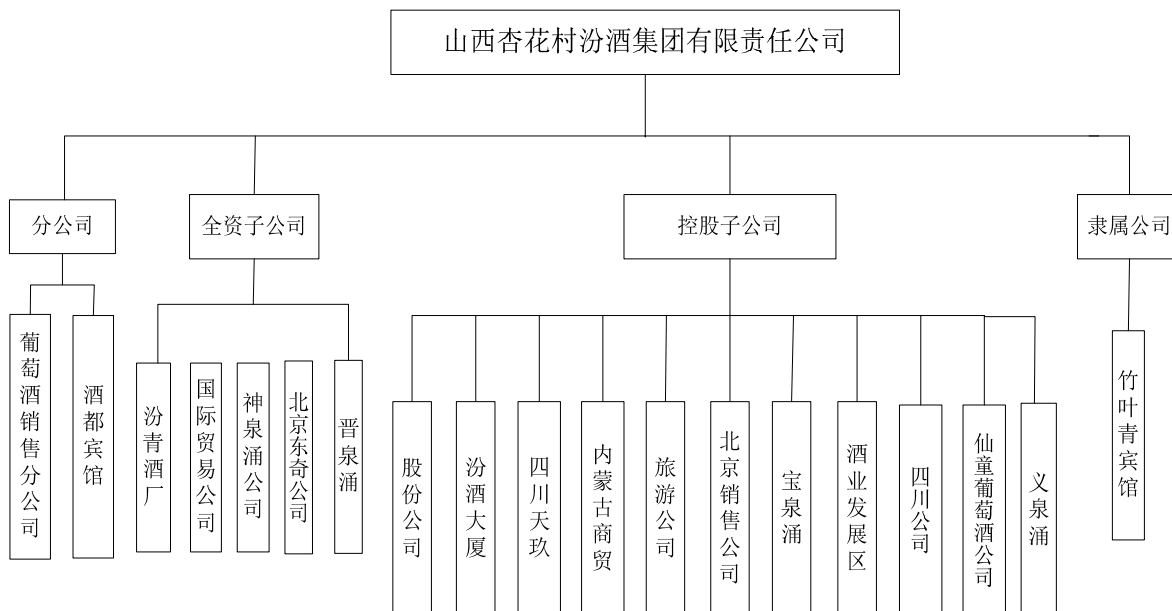
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 杏花村 MTN001”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.57	37.63	30.71	29.89
资产总额(亿元)	88.57	101.95	101.46	109.66
所有者权益(亿元)	51.43	57.18	60.47	62.30
短期债务(亿元)	4.41	14.53	13.14	8.21
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	4.96
全部债务(亿元)	4.41	14.53	13.14	13.17
营业收入(亿元)	107.04	121.54	123.50	30.13
利润总额(亿元)	18.67	12.84	4.20	2.62
EBITDA(亿元)	20.60	14.49	5.96	--
经营性净现金流(亿元)	8.28	-8.23	1.47	0.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.03	9.91	9.57	--
存货周转次数(次)	2.93	3.02	3.26	--
总资产周转次数(次)	1.37	1.28	1.21	--
现金收入比(%)	104.54	102.05	98.71	57.31
营业利润率(%)	38.47	31.67	18.81	27.15
总资本收益率(%)	22.92	11.07	3.95	--
净资产收益率(%)	24.90	14.26	4.81	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	7.38
全部债务资本化比率(%)	7.90	20.26	17.85	17.45
资产负债率(%)	41.93	43.91	40.40	43.19
流动比率(%)	182.80	169.22	170.21	179.99
速动比率(%)	126.82	107.16	94.33	107.57
经营现金流动负债比(%)	22.82	-18.71	3.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	69.10	22.82	9.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.21	1.00	2.21	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	23.58	26.21	25.51	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.66	-1.65	0.29	--

注：①公司 2015 年第一季度财务数据未经审计；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。

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	(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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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%
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用。