跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2716 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

二零一六年十一月二十八日

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中期票据跟踪评级报告

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：2016 年 11 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	37.63	30.71	32.76	38.85
资产总额(亿元)	101.95	101.46	108.93	114.31
所有者权益(亿元)	57.18	60.47	63.38	65.12
短期债务(亿元)	2.07	8.62	4.19	11.67
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.98	8.98
全部债务(亿元)	2.07	8.62	9.17	20.65
营业收入(亿元)	121.54	123.50	131.85	117.79
利润总额(亿元)	12.84	4.20	5.99	5.27
EBITDA(亿元)	14.49	5.93	7.82	--
经营性净现金流(亿元)	-8.23	1.47	2.82	4.21
营业利润率(%)	31.67	18.81	17.33	15.98
净资产收益率(%)	14.26	4.81	5.92	--
资产负债率(%)	43.91	40.40	41.81	43.05
全部债务资本化比率(%)	3.49	12.48	12.64	24.08
流动比率(%)	169.22	170.21	172.63	186.03
全部债务/EBITDA(倍)	0.15	1.45	1.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	22.82	9.40	11.15	--
经营现金流动负债比(%)	-18.71	3.69	7.11	--

注：公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

分析师

董 征　张豪若
邮箱：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）
网址：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，白酒板块收入有所增长。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对外担保规模大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. 白酒行业深度调整，行业竞争日趋激烈。
2. 公司多经业务板块收入有所提高，但其毛利率较低。
3. 跟踪期内，公司白酒价格呈下降趋势。
4. 公司增加对山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）担保 23 亿元。山煤集团目前处于亏损状态，经营状况一般。

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至相关存续债券到期兑付日有效；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、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2016年9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的研究、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 2015 年底，公司资产总额 108.93 亿元，所有者权益 63.38 亿元；2015 年公司实现营业收入 131.85 亿元，利润总额 5.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 114.31 亿元，所有者权益为 65.12 亿元；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 117.79 亿元，利润总额 5.27 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、债券与募集资金使用情况

公司于 2015 年 2 月发行了额度为 5 亿元的中期票据“15 杏花村 MTN001”，用于置换银行借款。截至目前募集资金已全部使用完毕。公司已于 2016 年 2 月按期支付当期利息。

四、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总

需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业分析

公司主要从事清香型白酒的生产、销售业务。

1. 白酒行业分析

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，原酒再经长时间存储（一般在 1 年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后成为出厂的成品酒。

按香型分类，目前中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率为 60%~70%，清香型白酒市场占有率为 10%左右，酱香型白酒占比 10%，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。目前虽然浓香型是白酒消费主流，但白酒市场消费结构逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”转化的特点，这种口味的变化将有利于清香型白酒市场份额的进一步增长。清香型白酒是中国传统四大香型白酒之一，具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，在中国具有深厚的消费基础，有汾酒、红星、牛栏山、衡水老白干、宝丰酒等知名品牌。

表 1　中国白酒香型主要分类

香型	口感	行业占比	代表企业	未来发展
浓香型	酒香浓郁，口味丰满，入口绵甜，纯正	60%-70%	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒、洋河	白酒竞争较为激烈，伴随其他香型份额提升，浓香型消费占比将有所下降。
酱香型	以酱香为主，香味细腻、复杂	<10%	贵州茅台、郎酒	由于香型口感相对独特，酱香型白酒有较为固定的消费人群，消费占比将稳中有升。
清香型	入口绵甜，香气清正	<10%	汾酒、红星二锅头、牛栏山、衡水老白干、宝丰酒	口感易于被大众接受，消费需求有所回升，市场占比有望回升。

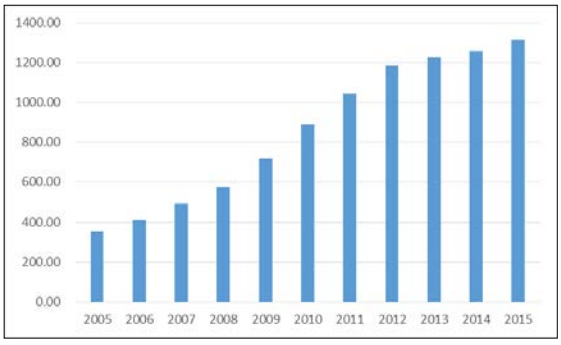
资料来源：公开资料整理

行业概况

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与经济发展、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。

2002~2012 年是白酒的“黄金十年”，白酒行业产量快速上升，销售收入节节攀升。经历了长达十余年的高速增长期后，2012 年中国白酒产业进入调整期。在历经限制“三公”消费、销售低迷、减产、降价的冲击后，2015 年白酒行业初步出现转机，商务消费和个人消费一定程度上弥补了三公消费带来的空缺，整个行业呈现出量价齐升的态势。2015 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1312.80 万千升，同比增长 5.07%，增速同比增长 2.57 个百分点。规模以上白酒企业累计完成销售收入 5558.86 亿元，与上年同比增长 5.22%，增速同比减少 0.48 个百分点；累计实现利润总额 727.04 亿元，同比增长 3.29%，扭转了上年的下降趋势。但白酒行业的调整期可能还尚未结束，大量资本或将向名优酒企集中，兼并重组将成为新常态，行业集中度有望进一步提升。

图 1　中国白酒产销量情况（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯

从价格来看，自 2012 年开始，白酒行业陷入“寒冬”，销售价格持续走低，一线高端白酒的价格在一年内遭到腰斩。茅台、五粮液等高端白酒价格在 2013 年不断波动，至 2015 年价格已经有了大幅下降；而水井坊、青花汾酒、酒鬼酒等中档白酒价格基本保持不变。白酒行业调整对中档白酒影响较小。

从行业集中度来看，白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象

并不牢固。中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛很低。贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 10.00%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也不到 20.00%左右。截至 2015 年 10 月底，全国白酒制造企业有 1563 家，白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。2015 年，白酒销售初步企稳并实现恢复性增长。全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1312.80 万千升，同比增长 5.07%。规模以上白酒企业累计完成销售收入 5558.86 亿元，与上年同期相长 5.22%；累计实现利润总额 727.04 亿元，与上年同期相比增长 3.29%。

总体看，2013 年以前的十年，是中国白酒行业发展的“黄金十年”。2013 年以来，受中央政策和宏观经济下行影响，白酒行业进入了行业调整期和结构调整期，许多以高档酒为主的规模酒企纷纷加大在中低端产品上的投入并扩产，高端白酒产销量明显下滑，价格持续下跌，但中低档白酒基本不受影响，有望成为未来白酒行业新的增长点。2015 年以来，白酒行业有所回暖，行业集中度有望进一步提升。

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 年一季度，多家一线酒企收入增幅出现明显下降甚至负增长，但主导大众消费的中低端白酒将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。

受此影响，高端白酒也开始发力中低端产品。先是茅台表示将增资 3.73 亿元再次扩大主要生产王子酒、迎宾酒等中端产品的 301 厂产能；五粮液也随后推出五粮春新品、五粮醇蓝淡雅等中低端产品；2013 年剑南春也推出价格 200 元左右的金剑南 K6 和 400 元左右的金剑南 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业绩重要指标，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%。

行业政策

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（国家发改委令第 9 号），延续了《产业结构调整指导目录（2005 年本）》（国家发改委令 40 号）中的规定，将“白酒生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号），对此类项目，国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。

商务部《酒类流通管理办法》（商务部 2005 年第 25 号令）自 2006 年 1 月起施行。该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：酒类经营者按属地管理原则，填报《酒类流通备案登记表》，向登记注册地工商行政管理部门的同级商务主管部门办理备案登记；酒类经营者在批发酒类商品时应填制《酒类流通随附单》，在酒类流通的全过程实现单随货走、单货相符，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。《酒类流通管理办法》同时规定酒类经营者不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。

国家税务总局发布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函[2009]380 号）及附件《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，规定自 2009 年 8 月 1 日起，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高于销售单位对外销售价格 70%（含 70%）以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格。对设立销售单位的白酒生产企业销售给销售单位的白酒中，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、年销售额 1000 万元以上的品种，由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定消费税最低计税价格。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。已核定最低计税价格的白酒，生产企业实际销售价格高于消费税最低计税价格的，按实际销售价格申报纳税；实际销售价格低于消费税最低计税价格的，按最低计税价格申报纳税。已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20%（含）以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

2012 年 7 月 13 日，财政部和国家税务总局联合颁布的《关于<中华人民共和国消费税暂行条例实施细则>有关条款解释的通知》（财法[2012]8 号）对《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》第七条第二款“委托加工的应税消费品直接出售的，不再缴纳消费税”进行了解释：委托方将收回的应税消费品，以不高于受托方的计税价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税；委托方以高于受托方的计税价格出售的，不属于直接出售，需按照规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代收代缴的消费税。

2013 年 11 月，中华人民共和国商务部 2013 年 21 号公告颁布了《酒类行业流通服务规范》，《规范》规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。

2013 年 12 月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，《通知》要求严格白酒生产企业主体责

任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督监管，严厉打击违法违规行为。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险，有利于规范和促进行业未来发展。

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。

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。

六、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 2016 年 9 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。公司占地面积约 3 平方公里，建筑面积 76 万平方米；从业人员超过一万人。截至 2016 年 9 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“借问酒家何处有，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，新中国建国后，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高层管理人员等方面无重大变化。

八、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。2015年，公司营业收入同比有所增长，实现收入131.84亿元，其中名

酒系列受白酒行业景气度回暖影响，收入同比有所增长，实现收入42.79亿元；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，占比小幅增加，实现收入84.78亿元。

2015年，受白酒销售收入占比下降以及销售价格下降所致，公司整体毛利率小幅下降至23.09%，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，该板块受山西经济形势下滑及多经产品中低毛利率产品比重提升影响，导致毛利率下降幅度较大，为0.24%，对公司整体毛利润贡献小。

2016年1～9月，公司实现营业收入117.79亿元，占2015年全年的89.34%，其中名酒系列实现收入35.22亿元，同比增长10.51%；多经产品实现收入78.71亿元，同比增长5.66%。公司名酒系列毛利率较2015年有所提升，而杏花村系列毛利率略有下滑，分别为68.36%和26.87%。同时由于低毛利率的多经产品系列占比上升影响，2016年前三季度公司毛利率有所下降，为21.60%。

表 2　2014 年~2016 年 9 月底公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

系列	2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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	38.87	31.47	69.97	42.79	32.46	67.66	35.22	29.90	68.36
杏花村系列	4.90	3.97	28.45	3.31	2.51	28.99	3.16	2.69	26.87
多经产品系列	78.57	63.62	1.04	84.78	64.30	0.24	78.71	66.82	0.39
其他	1.16	0.94	43.55	0.96	0.73	32.85	0.70	0.59	29.25
合计	**123.50**	**100.00**	**24.22**	**131.84**	**100.00**	**23.09**	**117.79**	**100.00**	**21.60**

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企业，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，中低端汾酒销量占比较高。

表3 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，推出了中、高端产品，完善了产品架构。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。

公司于2010年初开始筹备高粱基地的建设工作，2011年达产，并开始启动大麦、豌豆基地建设。2012年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、豌豆用地约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，2015年高粱采购量有所减少，平均价格有所下降；大麦和豌豆采购量有所增长，其中大麦采购量增幅大。

表4　公司主要原材料采购情况（单位：元/吨、吨）

主要原材料名称	2014 年		2015 年		2016 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
高粱	3290	46110	2950	41941	2740	35822
大麦	2880	3010	2870	7004	2560	3037
豌豆	5720	2988	5800	3015	5140	1216

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5 近年公司主要产品产销情况

项目	2014年		2015年		2016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）
汾酒系列	28875	29354	30183	32113	31543	28384
竹叶青等保健酒系列	3764	3683	1959	2742	2723	2399
杏花村系列	24324	27134	18885	19736	20744	19784
合计	**56963**	**60171**	**51027**	**54591**	**55010**	**50567**

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，2015年和2016年1~9月，公司商品酒产量分别为5.10万千升和5.50万千升，其中2016年前三季度产量较上年同比增长64.36%。

细分产品产销量上，受宏观经济以及酒类市场仍处于结构调整等因素影响，2015年杏花村系列和竹叶青等保健酒产销量均有所下降；汾酒系列产量和销量均有上升。

（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，截至2016年9月底，公司全国经销商682家，专卖店数量为533家，其中省内237家、省外296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、河南等省份。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，2015年山西省内实现24.46亿元，同比下降4.42%；省外市场中，北京、河南销量较大，大部分省份销售均有不同程度增长。

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。

表6 公司白酒销售区域分布（单位：万元）

区域		2014年	2015年	2016年1~9月
省内	山西省	255950.25	244632	214951
省外规模市场	广东省	7375.53	10774	4936
	陕西省	5408.38	7051	6229
	河北省	8766.04	5434	5323
	河南省	22854.28	25815	25297
	北京市	31020.72	30139	19911
	内蒙古	8332.16	10122	8263
	山东省	11727.51	14577	10949
	天津市	11140.68	12399	8718
	辽宁省	10104.22	10201	7738

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。

近年公司优化品牌管理，突出汾酒文化底蕴，统筹资源配置，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。2015年，公司广告费用为3.85亿元，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，2015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，2016年前三季度，汾酒均价进一步降至124.90元/升。

表7 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2014年	2015年	2016年1~9月
汾酒	137.24	128.40	124.90
竹叶青酒	61.86	59.00	59.97
杏花村	18.07	16.77	15.99

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（以下简称“国贸公司”）负责。经营业务主要分为三个板块：内贸板块（主要经营钢材、煤炭、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）。结算方式为现金、票据结算。近年，公司贸易规模持续扩大，带动公司收入规模快速增长。2015年，国贸公司实现利润总额1042.44万元。

2015年，公司多种经营板块实现营业收入为84.78亿元，2016年1～9月实现营业收入78.71亿元。其中，铁矿砂销售收入不断下滑，主要是受市场需求萎缩影响；由于化工产品销售比重不断提高，公司其他类产品收入增长较快；钢材贸易一直是公司多经板块主要收入来源之一。

表8 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	2014年	2015年	2016年1~9月
钢材	336557	393263	316826
煤炭、焦炭等	141444	308320	206733
镁产品	7260	6235	5899
铁矿砂	222957	48711	25816
硅钙及硅铁	54562	--	--
其他(木材、化工产品)	131	77734	225743
主要出口商品及销售收入	**2014年**	**2015年**	**2016年1-9月**
镁产品	16574	9244	3449
硅钙及硅铁	825	--	--
化工产品	2911	579	680
其他	2467	3742	1985
销售收入总计	**785688**	**847828**	**787131**

资料来源：公司提供

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。公司对上下游均采取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，公司贸易业务快速扩张，流动资金需求相应快速增长，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。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。

2. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别增至 10.90 次和 1.25 次；存货周转次数为 3.35 次，同比略有增长。总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

2016 年是“十三五”规划的开局之年，公司以“营销创新突破，强化质量管理，狠抓成本控制，激发经营活力”为年度经营方针，继续高举中国酒魂信仰旗帜，紧紧围绕以营销为核心的管理体系，加强考核和责任追究；重点强化质量管理、双增双节，以及突出稳定生产和销售一线队伍，理清不同层级职责权限，建立突出营销激励机制和混合所有制的改革，实现经济增长提质增效升级，为“十三五”规划提出的“两个二百亿、两个翻番”宏伟目标打下坚实的基础。

表 9 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 16 年 9 月底金额）
山西汾酒文化商务中心	34.82	6.26
保健酒扩建项目	24.06	16.86
合计	**58.88**	**23.15**

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，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 2016 年 9 月底，保健酒园区主体工程全部完工。基酒贮存、勾兑、保健酒成装及其配套物流投入运行，形成基酒贮存、勾兑 6 万吨/年能力，形成了 3 万吨保健酒成装能力。受白酒行业深度调整影响，项目部分工艺设备缓建，投资进度有所放缓。

九、重大事项

公司于 2016 年 7 月 18 日发布《山西杏花村汾酒集团有限责任公司对山西煤炭进出口集团有限公司融资进行担保事项的公告》，决定为山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）提供担保，担保总金额为 23 亿元，担保期限为三年（2016 年 7 月 14 日~2019 年 7 月 13 日）。截至 2015 年底，山煤集团资产总额 833.55 亿元，所有者权益 125.30 亿元，实现营业收入 852.42 亿元，净利润-7.92 亿元；截至 2016 年 9 月底，山煤集团资产总额为 816.77 亿元，所有者权益 123.07 亿元，2016 年 1~9 月实现营业收入 406.96 亿元，实现净利

润-0.85 亿元（未经审计）。为降低风险，公司要求山煤集团同时提供资产抵押反担保，提供的反担保资产（北京新保利大厦 8 层等三处房地产）经山西光明资产评估有限公司评估净价共计 32.02 亿元。本次对外担保占公司 2015 年底净资产的 36.29%。

山煤集团是一家以煤炭生产销售和金融投资为业务核心的多元化产业协调发展的大型企业集团，拥有中国煤炭出口专营权（中国四家之一、山西省唯一一家）和中国内销煤经销资格，并被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一，具有兼并、重组、整合地方中小煤矿，建立煤源基地的资格，是山西省大型煤炭企业集团之一。煤炭板块收入为山煤集团主要收入来源，2013~2015 年比重分别达到 64.11%、61.61%和 46.45%，，随着煤炭市场的景气度下降，煤产业板块的收入占比逐年下降。非煤板块包括金融投资板块及其他业务。金融投资板块包含投资业务和非煤贸易业务，2015 年，山煤集团金融投资板块收入达到 333.44 亿元；其他板块主要为房地产、仓储、技术研发等，因经营发展角度的转变，房地产业务逐渐退出；同时，部分科研项目不再享受政府补贴，利润贡献下滑幅度大。

山煤集团债务负担重，经营持续下降，且处于亏损。联合资信将持续关注山煤集团经营状况担保事项发展，以便全面分析并及时揭示此次担保事项对汾酒集团及其存续期内债券信用水平可能带来的影响。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 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。2016 年三季度财务报表未审计。截至 2016 年 9 月底，公司合并范围内 15 家二级子公司，较 2015 年底合并范围无变化。

2015 年强调事项包括：（1）截至 2015 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 256.01 万元，实际库存为 37.94 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。2015 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，连续六年未发生业务，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 2015 年底，公司资产总额 108.93 亿元，所有者权益 63.38 亿元；2015 年公司实现营业收入 131.85 亿元，利润总额 5.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 114.31 亿元，所有者权益为 65.12 亿元；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 117.79 亿元，利润总额 5.27 亿元。

2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 131.85 亿元，同比增长 6.76%。2015 年，公司营业成本 101.41 亿元，同比增长 8.36%，主要因为多经产品销售规模持续增长所致；营业利润率降至 17.33%，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。

2015 年，公司期间费用 18.31 亿元，同比下降 9.63%，主要是销售费用明显下降所致；期间费用占营业收入的比重下降至 13.89%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2015 年公司销售费用 10.60 亿元，同比下降 17.35%，主要因为广告费和销售奖励费等费用下降所致；2015 年管理费用较上年变化不大。

2015 年，公司投资收益为 1.71 亿元，主要是长期股权投资收益 0.35 亿元和处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.19 亿元。

2015 年，公司实现利润总额 5.99 亿元，同比增长 42.65%。从盈利指标看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别小幅增至 6.14%和 5.92%，盈利水平一般。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 117.79 亿元，同比增长 7.75%，为 2015 年全年的 89.34%；同期，公司实现利润总额 5.27 亿元，同比增长 26.38%，为 2015 年全年的 87.98%。营业利润率为 15.98%。

总体看，跟踪期内，受白酒行业回暖影响，公司营业收入和利润总额均呈增长趋势，盈利能力有所提升。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入较上年有所减少，为 103.92 亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 98.10 亿元，同比下降 19.52%。公司经营活动现金流出 101.10 亿元，同比下降 19.81%。公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少所致，主要系加大票据结算业务所致。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.82 亿元。从现金收入质量来看，2015 年现金收入比为 74.41%，同比减少 24.30 个百分点，收入实现质量下滑。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入量1.33亿元，同比下降22.84%，主要是公司收回投资收到的现金减少0.32亿元所致；同期，公司投资活动现金流出4.32亿元。2015年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.99亿元。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入17.89亿元，主要是借款、发行债券收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（为公司发行的8亿元超短期融资券，“15杏花村SCP001”）。同期，筹资现金流出16.58亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额1.32亿元。

2016 年 1~9 月，伴随白酒业务保持良好发展态势，公司销售商品、提供劳务收到的现金 92.85 亿元，同比增长 21.31%；经营活动现金流入 94.65 亿元，经营活动现金流出 90.45 亿元，经营活动现金流净额 4.21 亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.73 亿元及 1.56 亿元。现金收入比增至 78.83%。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，2016年前三季度收入实现质量有所提升，但现金收入比依然较低；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2015年底，公司资产总额为108.93亿元，较上年增长7.36%，流动资产占62.82%，非流动资产占37.18%。跟踪期内，非流动资产规模有所下降。

截至2015年底，公司流动资产为68.43亿元，同比增长1.09%，公司流动资产主要由货币资金（占30.69%）、应收票据（占16.64%）和存货（占44.28%）构成。

截至2015年底，公司货币资金21.00亿元，同比增长5.07%。其中，银行存款占比71.38%、其他货币资金占比28.53%，其余为库存现金。无受限部分。

截至2015年底，公司可供出售金融资产3.89亿元，为可供出售权益工具，主要为公司持有的山西证券2.15亿元股票，光大银行1.04亿元股票等。

截至2015年底，公司应收票据为11.39亿元，较上年增长8.22%，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格。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2015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2015年底，公司存货30.30亿元。从构成看，主要由自制半成品及在产品（占50.48%）和库存商品（占41.88%）构成。

截至2015年底，公司非流动资产为40.49亿元，较上年底增长19.92%，主要来自于固定资产的增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占9.62%）、固定资产（占44.25%）、在建工程（占25.32%）和无形资产（占10.72%）构成。

截至2015年底，公司固定资产账面原值28.36亿元，累计折旧10.42亿元，减值准备0.02亿元，期末账面价值17.92亿元，主要为房屋及建筑物（占67.19%）、机器设备（占15.28%）和办公设备（占13.08%），较上年比大幅增长68.77%，主要系在建工程中2万吨保健酒扩建项目部分完工转固所致（7.86亿元）。

截至2015年底，公司在建工程为10.25亿元，同比变化不大，主要是2万吨保健酒扩建工程4.52亿元和汾酒文化商务中心5.20亿元。

截至2015年底，公司无形资产4.34亿元，同比变化不大，公司无形资产主要为土地使用权2.14亿元和CBA联赛特许权2.03亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额为114.31亿元，较2015年底增长4.95%，主要由于公司应收账款和应收票据增长所致。其中流动资产占64.14%，非流动资产占35.86%。受公司加强清收欠款力度影响，应收账款较去年同比大幅下降。

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2015年底，公司所有者权益63.38亿元，同比增长4.81%。其中归属于母公司的所有者权益中股本占18.45%、资本公积占6.33%、盈余公积占2.82%，未分配利润占67.87%，其他综合收益4.05%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占76.98%，少数股东权益占比23.01%。

截至2016年9月底，公司所有者权益65.12亿元，较2015年底增长2.74%。

总体看，跟踪期内，公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2015年底，公司负债合计45.55亿元，较上年增长11.11%，其中流动负债占负债总额的87.04%。其中公司应付账款大幅增长68.20%，账龄以一年以内为主（占90.11%）；公司整体负债结构以流动负债为主。其他流动负债为公司发行的超短期融资券8亿元。

截至2015年底，公司流动负债39.64亿元，同比下降0.33%。从构成来看，主要包括应付账款（占19.00%）、预收款项（占11.31%）、应付员工薪酬（占11.46%）、应交税费（占11.27%）、其他应付款（占14.18%）以及其他流动负债（占20.28%）。

表10　2015年底账龄超过一年的重要其他应付款

借款方	借款金额（元）	未偿还或结转原因
山西中汾酒业投资有限公司	170667861.48	投资款
银基贸易发展（深圳）有限公司	10000000.00	押金
山西省财政厅	5000000.00	项目尚未完成
山西绿缘道酒业有限公司	4000000.00	押金
山西四建集团有限公司	2240000.00	押金
四川好顺酒厂	2000000.00	押金

资料来源：公司年报

截至2016年9月底，公司负债合计49.19亿元，较2015年底增长8.01%。

从有息债务看，截至2015年底，公司调整后全部债务[1]达到14.92亿元，同比增长13.56%，其中短期债务占66.65%。截至2016

[1]调整后全部债务中包括其他流动负债中的短期应付债券；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。

年 9 月底，公司调整后全部债务 18.06 亿元。从债务指标看，截至 2015 年底，公司资产负债率和全部债务资本化（调整后）比率均略有增长，分别为 41.81%和 19.05%。截至 2016 年 9 月底，分别为 43.05%和 21.72%，债务负担较轻。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较弱，债务负担较轻。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底公司流动比率和速动比率分别为172.63%和96.19%；截至2016年9月底，以上两项指标分别为186.03%和112.28%。2015年，经营现金流动负债比为7.11%，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，考虑到公司现金类资产充足，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2015年，EBITDA为7.82亿元，同比增长31.89%；2015年公司EBITDA利息倍数为11.15倍，全部债务/EBITDA为1.17倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2015年底，公司EBITDA为7.82亿元，为待偿还债券“15杏花村MTN001”5亿元的1.56倍。2015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20.78倍和0.56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2016年9月底，公司对山煤集团提供担保，担保总金额为23亿元，担保期限为三年（2016年7月14日~2019年7月13日）。山煤集团债务负担重，经营持续下滑，处于亏损状态。为降低风险，公司要求山煤集团同时提供资产抵押反担保，提供的反担保资产（北京新保利大厦8层等三处房地产）经评估净价共计32.02亿元。考虑到山煤集团资产、收入规模较大，且有资产抵押，其或有负债风险较小。

截至2016年9月底，公司共获得银行授信（含债券授信）133亿元，未使用授信额度（含债券授信）114.92亿元，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（机构信用代码：G10141182000000207），截至2016年11月14日，公司无未结清不良信贷信息记录。

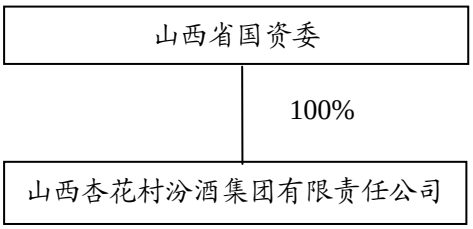
7. 抗风险能力

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。

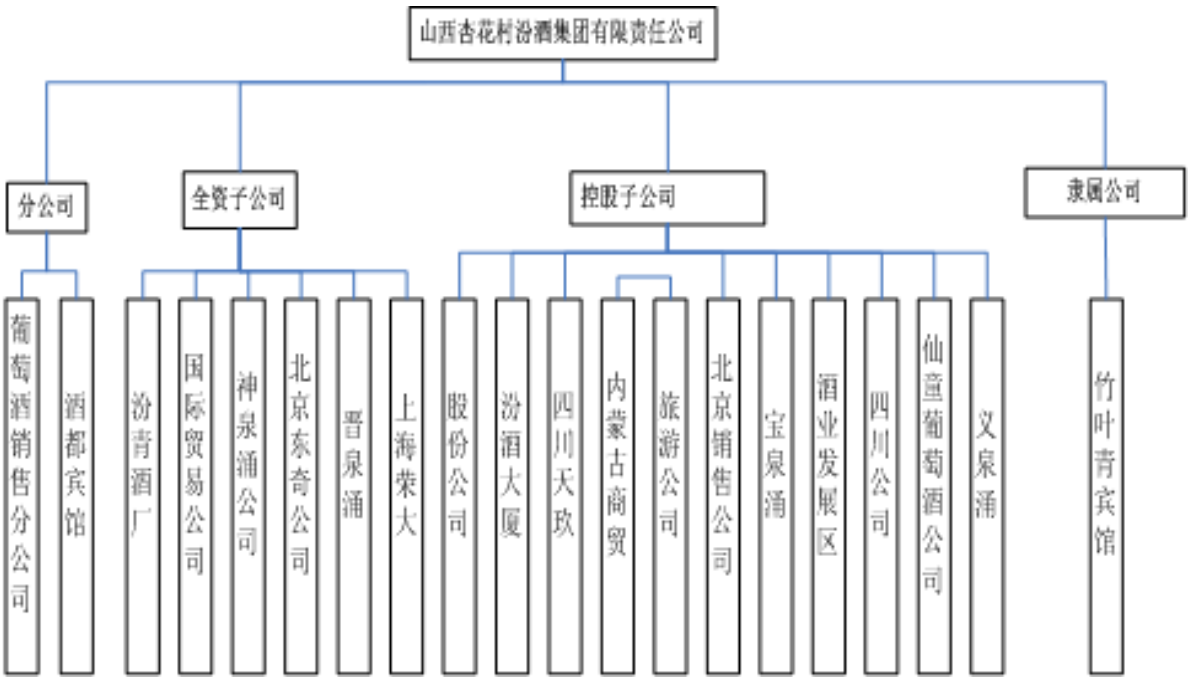
十一、结论

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.63	30.71	32.76	38.85
资产总额(亿元)	101.95	101.46	108.93	114.31
所有者权益(亿元)	57.18	60.47	63.38	65.12
短期债务(亿元)	2.07	8.62	4.19	11.67
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.98	8.98
全部债务(亿元)	2.07	8.62	9.17	20.65
营业收入(亿元)	121.54	123.50	131.85	117.79
利润总额(亿元)	12.84	4.20	5.99	5.27
EBITDA(亿元)	14.49	5.96	7.82	--
经营性净现金流(亿元)	-8.23	1.47	2.82	4.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.59	9.57	10.90	--
存货周转次数(次)	3.02	3.26	3.35	--
总资产周转次数(次)	1.28	1.21	1.25	--
现金收入比(%)	102.05	98.71	74.41	78.83
营业利润率(%)	31.67	18.81	17.33	15.98
总资本收益率(%)	11.07	3.95	6.14	--
净资产收益率(%)	14.26	4.81	5.92	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	--	7.28	12.12
全部债务资本化比率(%)	3.49	12.48	12.64	24.08
资产负债率(%)	43.91	40.40	41.81	43.05
流动比率(%)	169.22	170.21	172.63	186.03
速动比率(%)	107.16	94.33	96.19	112.28
经营现金流动负债比(%)	-18.71	3.69	7.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	22.82	9.40	11.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.15	1.45	1.17	--

注：公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

联合资信主体长期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。详见下表：

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。