跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 2618 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

二零一七年十月三十日

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

债项简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 杏花村 MTN001	5 亿元	2020/2/12	AA^+	AA^+

评级时间：2017 年 10 月 30 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
现金类资产(亿元)	30.71	32.76	39.91	49.57
资产总额(亿元)	101.46	108.93	118.25	128.32
所有者权益(亿元)	60.47	63.38	65.53	69.49
短期债务(亿元)	15.66	12.24	10.69	3.94
长期债务(亿元)	0.00	4.98	8.97	8.96
全部债务(亿元)	15.66	17.21	19.66	12.89
营业收入(亿元)	123.50	131.85	142.51	87.70
利润总额(亿元)	4.20	5.99	6.30	9.45
EBITDA(亿元)	5.93	7.82	8.70	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	2.82	4.60	1.61
营业利润率(%)	18.81	17.33	16.75	23.03
净资产收益率(%)	4.81	5.92	5.37	--
资产负债率(%)	40.40	41.81	44.58	45.85
全部债务资本化比率(%)	20.57	21.36	23.07	15.65
流动比率(%)	170.21	172.63	175.49	171.26
经营现金流动负债比(%)	3.69	7.11	10.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.64	2.20	2.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.40	11.15	13.32	--

注：公司 2017 年上半年财务数据未经审计；短期债务中包含其他流动负债中的短期融资券。

分析师

张豪若　谭心远

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）

邮箱：www.lhratings.com

评级观点

山西杏花村汾酒集团有限责任公司（以下间称“汾酒集团”或“公司”）作为国内清香型白酒的领军企业，在区域市场地位、生产规模、品牌价值、酒类细分市场等方面具备明显优势。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，白酒行业竞争激烈，公司低毛利率的多经产品及其他收入占比大，以及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。

跟踪期内，公司控股股东山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）将持有的公司 100%股权注入到山西省国有资本投资运营有限公司(以下简称“山西国投公司”)，公司控股股东变更为山西国投公司，实际控制人仍为山西省国资委。同期，受益于白酒行业景气度回升，带动公司营业收入及白酒产销量规模增长，盈利能力增强，财务弹性良好，市场空间较大。

综合考虑，联合资信确定维持公司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. 2017 年以来，国内白酒行业景气度持续回升，公司酒类业务收入快速增长，盈利规模显著回升。
3. 公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。
4. 公司现金类资产对“15 杏花村 MTN001”保障能力强。

关注

1. 当前白酒行业企业众多，市场竞争激烈，公司面临较为严峻的竞争环境。
2. 公司多经业务板块收入占比较高，毛利率较低。

3. 截至 2017 年 6 月底，公司对山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）担保余额 23 亿元。山煤集团同时提供资产抵押反担保（评估净价共计 32.02 亿元）。山煤集团目前处于亏损状态，经营状况一般，公司存在或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西杏花村汾酒集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

山西杏花村汾酒集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西杏花村汾酒集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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”），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）。2017 年 9 月，根据山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发[2017]35 号）的文件要求，公司的控股股东山西省国资委将持有的公司 100%股权全部注入到山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投公司”）。截至 2017 年 9 月底，公司已完成了工商变更登记。本次工商变更完成后，公司控股股东变更为山西国投公司，实际控制人仍为山西省国资委。截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 9 亿元。

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 2016 年底，公司（合并）资产总额 118.25 亿元，所有者权益 65.53 亿元（含少数股东权益 15.37 亿元）；2016 年公司实现营业收入 142.51 亿元，利润总额 6.30 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 128.32 亿元，所有者权益为 69.49 亿元（含少数股东权益 15.71 亿元）；2017 年 1~6 月公司实现营业收入 87.70 亿元，利润总额 9.45 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

截至目前，公司存续债券余额、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，且均已正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	起息日	到期兑付日	用途是否变更	是否正常付息
15 杏花村 MTN001	5.00	2015/2/12	2020/2/12	否	是

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场

资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1~6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字9177亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1~6月，中国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，中国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，中国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1~6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，中国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业分析

公司主要从事清香型白酒的生产、销售业务。

1. 白酒行业概况

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），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三大香型白酒之一，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 2　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。

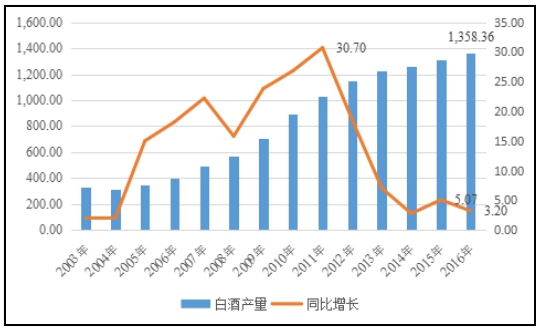
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

2003 年以来，中国白酒产量呈逐年上升趋势，特别是 2005~2012 年，白酒产量同比增速超过 15%，其中 2011 年同比增速达到 30.70%；2012 年下半年起，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件以及中央“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等因素的综合影响，中国白酒产量增速开始放缓，2014 年中国白酒产量同比增速降至 2.75%，此后白酒产量增速处于较低水平。2015~2016 年，白酒行业景气度探底回升。2016 年，中国白酒产量 1358.36 万千升，同比增长 3.20%。从地域分布来看，中国白酒产量分布较为集中。2016 年，四川、河南、山东、江苏四个省份白酒产量合计占到

中国白酒产量的 54.46%，白酒产量前 10 大省份合计占比达到 83.79%。四川是中国白酒产量最大的地区，2016 年白酒产量达到 402.67 万千升，占中国白酒产量的 29.64%。2017 年 1~6 月全国白酒产量为 683.5 万千升，同比增长 6.6%。

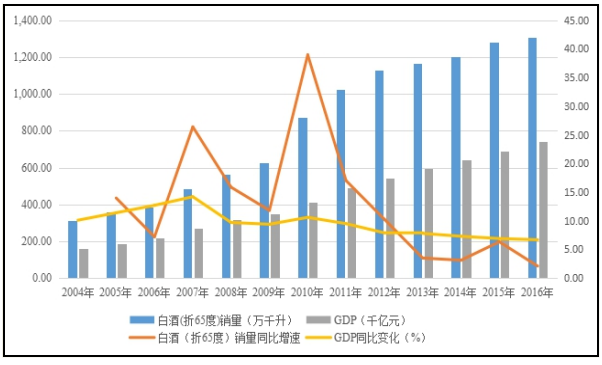
图 1　中国白酒产量情况（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯

白酒销量随着 GDP 增长而增长；2004~2010 年，中国 GDP 呈高速增长状态，同时，白酒（折 65 度）销量的同比增速也处于较高水平。2011 年起，受国际经济危机的冲击，中国经济增速放缓，带动了商务活动需求下降，同时政府开始实施“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等政策，导致了白酒销量增速的下降。未来，中国经济将换挡低速增长，同时受政府反腐政策的影响，商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态。2015 年以来，中国白酒行业企稳复苏。2017 年上半年，白酒行业增速复苏态势增强。2017 年 1~6 月，中国白酒（折 65 度）销量累计达到 685.30 万千升，同比增长 6.48%。

图 2　2004~2016 年中国白酒销量与 GDP 增长情况（单位：万千升、千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

经济效益上，2016 年中国规模以上白酒企业累计完成销售收入 6125.74 亿元，与上年同比增长 10.07%，增速同比增长 4.85 个百分点；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%。

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。由于白酒行业的进入壁垒较低、行业集中度较低和退出壁垒较高，一旦行业整体的销量放缓，行业内现有企业的竞争趋于激烈。此时，除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外，大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争，而价格竞争不利于行业整体盈利能力的提高。

总体看，中国白酒产量呈逐年增长趋势，2005~2012 年增速较高，2014 年以来增速处于较低水平，2015~2016 年逐渐回暖；白酒生产地域集中度较高，四川是中国白酒的主要产地；白酒供应量取决于基酒库存，基酒生产耗时较长。

2. 行业关注

（1）中端白酒市场竞争加剧

受中央反腐败、反“三公”消费和军队“禁酒令”的影响，未来高端白酒的销量仍难以显著回升。而中端白酒由于产品价位适中、消费群体稳定、受宏观经济和政策影响小等原因，将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。在此行业形势下，一方面高端白酒厂家将调整产品结构、通过推出中端产品来满足市场的需

求，另一方面居民可支配收入增加将带来消费升级，地方酒企均努力实现从自身低档白酒向中端白酒的转型优化升级，使得未来中端白酒的市场竞争将最为激烈。

（2）酒类消费结构多元化成为趋势

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能给白酒行业的发展带来一定影响。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，以及消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

3. 政策性风险

1989 年政府整顿白酒消费，部分白酒企业陷入困境；1998~2003 年，从量计税政策实施，促使白酒企业开发高端白酒提升产品线；2012 年开始整治三公消费，白酒由政务消费开始转向大众消费。政策的变化对行业发展形成了较大的影响，改变了行业发展环境。

（1）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。

2012 年 3 月，国务院召开第五次廉政工作会议，提出 2012 年要重点抓好政府采购建交易平台、推进预算决算公开、禁止超标使用办公费等方面工作。会议在谈到“禁止超标使用办公费”提出“禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品”。

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。

2014 年 11 月 25 日，财政部与国家税务总局发布《关于调整消费税政策的通知》，通知规定取消酒精消费税。取消酒精消费税后，“酒及酒精”品目相应改为“酒”，并继续按现行消费税政策执行。

根据《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 37 号）的规定，纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，消费税计税价格低于销售单位对外销售价格（不含增值税）70%以下，属于《中华人民共和国消费税暂行条例》第十条规定的情形，应该按照《国家税务总局关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函（2009）380 号）规定的核价办法，核定消费税最低计税价格。

2017 年 8 月，中共贵州省委办公厅、贵州省人民政府办公厅印发《贵州省公务活动全面禁酒的规定》（以下简称《规定》）。根据《规定》，自 2017 年 9 月 1 日起，贵州全省范围内的公务活动，一律禁止提供任何酒类，一律不得饮用任何单位和个人提供的任何酒类，包括私人自带的酒类。全省范围内的公务活动，一律禁止公款赠送任何酒类。在工作时间内和工作日午间，一律不准饮酒。此外，重大外事活动和招商引资活动，确需提供酒类和饮酒的，须按一事一购买、一事一审批的原则，由承办单位报分管该单位或该项工作的负责同志审批，同时报同级纪委备案。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，有利于规范和促进行业未来发展。在反腐的大环境下，公务消费对白酒的需求贡献不再明显。

（2）未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请等刚性支出。尽管目前中央反腐败、严控“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，其发展前景依然较好，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

未来 3～5 年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。但在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。

六、基础素质分析

1. 产权状况

山西省国资委是公司的唯一出资人和实际控制人，山西国投公司负责对公司进行管理和监督。截至 2017 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。股份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。截至 2017 年 9 月底，公司持有股份公司 69.97%的股份（无质押）。截至 2016 年底，股份公司资产总额 74.17 亿元，所有者权益 48.37 亿元；2016 年实现营业收入 44.05 亿元，同比增长 6.69%；利润总额 9.20 亿元，同比增长 21.08%。

截至 2017 年 9 月底，股份公司资产总额为 85.76 亿元，所有者权益为 51.98 亿元；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 48.56 亿元，同比增长 42.80%；利润总额 12.49 亿元，同比大幅增长 80.59%。

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 2017 年 6 月底，公司白酒产能 7.5 万千升（含个性化产品 2.5 万千升），2016 年产量达到 7.09 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。2016年，公司实现营业收入142.51亿元，同比增长8.09%，其中酒类业务受益于白酒行业景气度回暖，收入同比增长8.68%至50.10亿元；多经产品及其他受贸易规模不断扩大和产品增加的影响，保持增长态势，收入占比较为稳定，2016年实现收入92.41亿元。毛利率方面，2016年公司综合毛利率稳中有升，为23.55%，其中酒类业务和多经产品及其他业务毛利率均有小幅提升。

2017年1~6月，受白酒行业持续向好影响，公司实现营业收入87.70亿元，同比增长15.29%，占2016年全年的61.54%。其中酒类实现收入39.12亿元，同比增长46.13%；多经产品及其他实现收入48.58亿元，同比下降2.78%。公司酒类和多经产品及其他毛利率较2016年均有所提升，分别为68.08%和0.79%。同时，受高毛利率的酒类业务收入占比提升影响，公司综合毛利率上升至30.81%。

表 3　2015~2017 年 6 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

系列	2015 年			2016 年			2017 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
酒类	46.10	34.97	64.88	50.10	35.16	65.58	39.12	44.61	68.08
多经产品及其他	85.74	65.03	0.61	92.41	64.84	0.77	48.58	55.39	0.79
合计	**131.84**	**100.00**	**23.09**	**142.51**	**100.00**	**23.55**	**87.70**	**100.00**	**30.81**

资料来源：公司提供。

（1）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。

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，在白酒和配制酒产品领域均形成了多品种，多层次的产品格局。

公司白酒板块旗下拥有汾酒和杏花村两大品牌，汾酒品牌主要由股份公司管理运营，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几十元不等。汾酒产品结构中，中低端汾酒销量占比较高。

表4 公司主要产品概况

种类	产品线	产品定位
白酒	国藏汾酒	超高价产品，着重于公司品牌形象推广
	青花汾酒	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，公司竹叶青品牌具有悠久的历史，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。

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。公司目前高粱主要从东北、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，2016年高粱采购量有所减少，平均价格有所下降；受结算因素影响，大麦和豌豆采购量大幅下降。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：元/吨、吨）

主要原材料名称	2015 年		2016 年		2017 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
高粱	2950	41941	2740	35822	2680	14988
大麦	2870	7004	2560	3037	2480	2544
豌豆	5800	3015	5140	1216	4820	1310

资料来源：公司提供

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6　近年公司主要产品产销情况

项目	2015 年		2016 年		2017 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）
汾酒系列	30183	32113	42183	38303	28819	26922
竹叶青等保健酒系列	1959	2742	3479	3200	1524	2096
杏花村系列	18885	19736	25265	25587	16545	19808
合计	**51027**	**54591**	**70927**	**67090**	**46888**	**48826**

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，2016年和2017年1~6月，公司商品酒产量分别为7.09万千升和4.69万千升，其中2017年上半年产量较上年同比增长28.77%。

受白酒行业回暖复苏影响，2016年公司各主要产品产销量均有明显增长，其中汾酒系列产量同比增长39.76%，销量同比增长19.28%；竹叶青等保健酒产量同比增长77.59%，销量同比增长16.70%；杏花村系列产量同比增长33.78%，销量增长29.65%。

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 2017 年 6 月底，公司全国经销商 759 家，专卖店数量为 458 家，其中省内 223 家、省外 235 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。

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%，2016年山西省内实现销售收入26.65亿元，同比增长8.95%；省外市场中，北京、河南销量较大，2016年分别实现收入2.92亿元和3.35亿元。

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7　公司白酒销售区域分布（单位：万元）

区域		2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
省内	山西省	244632	266518	221248
省外规模市场	广东省	10774	5507	5511
	陕西省	7051	8446	6854
	河北省	5434	7484	6401
	河南省	25815	33472	27076

	北京市	30139	29154	20170
	内蒙古	10122	10885	7828
	山东省	14577	13087	12800
	天津市	12399	11602	9964
	辽宁省	10201	10517	7248

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。配制酒板块上，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。2016年，公司广告费用为2.52亿元，同比下降34.55%。

2016年以来，白酒行业景气度探底回升，公司主要产品销售价格基本维持稳定，2016年汾酒和杏花村系列销售均价有所下降，竹叶青酒销售均价小幅提升。2017年上半年，白酒行业持续回暖，汾酒均价上升至125.63元/升，中低端的竹叶青酒及杏花村系列均价有小幅下降。

表8 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2015年	2016年	2017年1-6月
汾酒	128.40	120.37	125.63
竹叶青酒	59.00	61.16	59.97
杏花村	16.77	16.45	15.78

资料来源：公司提供

（2）多种经营板块

公司多经板块主要由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。近年，公司贸易规模持续扩大，带动公司收入规模快速增长。2016年，国贸公司实现利润总额123.75万元。

2016年，公司多种经营板块实现营业收入为91.36亿元，2017年1~6月实现营业收入48.08亿元。其中，铁矿砂销售收入规模持续缩减，2017年未开展铁矿砂销售，主要原因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9 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	2015年	2016年	2017年1-6月
钢材	393263	232523.79	238404.00
煤炭、焦炭等	308320	239836.05	143818.00
镁产品	6235	9373.16	5048.00
铁矿砂	48711	25879.41	--
其他(木材、化工产品)	77734	398811.69	87818.01
主要出口商品及销售收入	**2015年**	**2016年**	**2017年1-6月**
镁产品	9244	5410.25	4368.00
化工产品	579	1483.03	726.00

其他	3742	305.72	653.00
销售收入总计	**847828**	**913623.10**	**480835.01**

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。

跟踪期内，公司贸易业务呈扩张态势，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

2016 年，公司销售债权周转次数同比下降 0.71 次，为 10.19 次；总资产周转次数与上年持平，为 1.25 次；存货周转次数为 3.64 次，同比略有增长。总体看，公司经营效率较高。

3. 在建项目

截至 2017 年 6 月底，公司在建项目主要为保健酒园区项目（计划总投 34.82 亿元）和汾酒文化商务中心（计划总投 24.06 亿元）。2012~2015 年，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。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。截至 2017 年 6 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。

4. 未来发展

酒业为本、做强做优做大是公司“十三五”发展规划确立的核心战略目标。2017 年是三年全面发力起始年，公司要严格按照董事会经营管理工作建议，坚决贯彻“坚持目标导向，激发经营活力，狠抓基础管理，提升运营能力”的经营方针，进一步强化创新意识、危机意识和担当意识，狠抓营销和科研激励、双增双节和改变工作作风等基础工作不放松，同时努力在混合所有制改革、产融产文功能发挥等同心多元业务协调发展上取的新突破，全力以赴推进公司各项经营目标和重点工作顺利完成。

九、重大事项

1. 对外担保

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 2016 年底，山煤集团资产总额 811.45 亿元，所有者权益 121.81 亿元，实现营业收入 550.12 亿元，净利润-0.76 亿元；截至 2017 年 6 月底，山煤集团资产总额为 807.38 亿元，所有者权益 119.47 亿元，2017 年 1~6 月实现营业收入 270.26 亿元，实现净利润-2.34 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 2016 年底净资产的 35.10%。

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，2014~2016 年比重分别达到 61.61%、46.45%和 88.37%，随着 2016 年煤炭市场的景气度提升，煤产业板块的收入占比大幅增长。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，2016 年，山煤集团金融投资板块收入达到 58.52 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，非经常性损益对利润总额贡献较大，盈利稳定性差。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。

2. 控股股东变更

根据股份公司 2017 年 9 月 8 日发布的公告，按照山西省国资委《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》（晋国资发[2017]35 号）的文件要求，公司的控股股东山西省国资委将持有的公司 100%股权全部注入到山西国投公司，并已完成了工商变更登记。

本次工商变更完成后，公司控股股东变更为山西国投公司，实际控制人仍为山西省国资委。山西国投公司是省政府出资设立的省属国有企业，由山西省国资委、山西省金融投资控股集团有限公司划转省属企业国有股权组成，注册资本 500 亿元，是山西省唯一的集多领域于一体的省属国有资本投资运营平台。

十、财务分析

公司提供的 2016 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审计意见。2017 年上半年财务报表未审计。2016 年，公司注销一家子公司，截至 2016 年底，公司合并范围内包含 15 家二级子公司，2017 年 1~6 月，公司合并范围新增山西杏花村汾酒集团竹叶青宾馆有限责任公司。跟踪期内，公司合并范围变化对财务报表可比性影响小。

2016 年强调事项包括：（1）截至 2016 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 255.03 万元，实际库存为 36.95 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。2016 年度北京销售公司对此事项进行了催收清理，共收回 2010 年前遗留的内部单位借条 23527.14 元。（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。（3）公司所属北京华夏牧童杏花村汾酒销售有限公司因受市场环境、房租到期等影响，决定进行清算，已成立清算组，管理层在财务报表中运用持续经营假设编制财务报表不适当，导致立信会计事务所山西分所对此产生否定意见。（4）公司所属厦门晋宇发贸易有限公司因业务结构调整等因素，决定进行清算，已成立清算组，管理层在财务报表中运用持续经营假设编制财务报表不适当，导致立信会计事务所山西分所对此产生否定意见。

截至 2016 年底，公司资产总额 118.25 亿元，所有者权益 65.53 亿元（含少数股东权益 15.37 亿元）；2016 年公司实现营业收入 142.51 亿元，利润总额 6.30 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额为 128.32 亿元，所有者权益为 69.49 亿元（含少数股东权益 15.71 亿元）；2017 年 1~6 月公司

实现营业收入 87.70 亿元，利润总额 9.45 亿元。

1. 资产质量

资产

截至2016年底，公司资产总额为118.25亿元，较上年底增长8.56%，流动资产占63.62%，非流动资产占36.38%。跟踪期内，非流动资产占比有所下降。

截至2016年底，公司流动资产为75.23亿元，同比增长9.93%，公司流动资产主要由货币资金（占34.02%）、应收票据（占18.62%）和存货（占39.36%）构成。

截至2016年底，公司货币资金25.59亿元，同比增长21.84%。其中，银行存款占76.83%、其他货币资金占23.14%，其余为库存现金。受限制的货币资金为银行承兑汇票保证金1.05亿元。

截至2016年底，公司应收票据为14.01亿元，较上年底增长23.03%，全部为银行承兑汇票。

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2016年底，公司应收账款为1.43亿元。

近年公司存货在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 2016 年底，公司存货 29.61 亿元。从构成看，主要由自制半成品及在产品（占 52.08%）和库存商品（占 43.50%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 43.02 亿元，较上年底增长 6.23%，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 8.23%）、固定资产（占 45.35%）、在建工程（占 25.75%）和无形资产（占 10.36%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 3.54 亿元，为可供出售权益工具，主要为公司持有的上市公司股票（山西证券和光大银行）。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 31.53 亿元，累计折旧 12.00 亿元，减值准备 0.02 亿元，期末账面价值 19.51 亿元，较上年增长 8.88%。构成主要为房屋及建筑物（占 66.58%）、机器设备（占 15.63%）和办公设备（占 14.35%）。

截至2016年底，公司在建工程为11.08亿元，同比增长8.05%，主要是2万吨保健酒扩建工程4.11亿元和汾酒文化商务中心6.43亿元。

截至2016年底，公司无形资产4.46亿元，同比变化不大，公司无形资产主要为土地使用权2.19亿元和CBA联赛特许权2.03亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额为 128.32 亿元，较 2016 年底增长 8.52%，主要由于公司应收票据增长所致。其中流动资产占 65.53%，非流动资产占 34.47%。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 28.18%。

总体看，公司资产结构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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 65.53 亿元，同比增长 3.40%。其中归属于母公司的所有者权益中股本占 17.94%、资本公积占 6.16%、盈余公积占 3.06%、未分配利润占 69.27%，其他综合收益占 2.23%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 76.55%，少数股东权益占 23.45%。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益 69.49 亿元，较 2016 年底增长 6.04%，主要来自未分配利润的增长。

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2016年底，公司负债合计52.71亿元，

较上年底增长 15.74%，从构成来看，其中流动负债占负债总额的 81.32%，整体负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 42.87 亿元，同比增长 8.14%。从构成来看，主要包括短期借款（占 21.18%）、应付账款（占 21.58%）、预收款项（占 15.33%）和其他应付款（占 13.66%）。

截至 2016 年底，公司短期借款 9.08 亿元，同比大幅增长 377.89%，其中信用借款 6.58 亿元，保证借款 2.50 亿元；公司应付账款 9.25 亿元，同比增长 17.31%，账龄主要集中在 1 年以内（占 73.08%）和 1~2 年（占 20.32%）；预收款项 6.57 亿元，同比增长 46.57%，主要系收到的酒款增长所致，其中账龄在一年以内的为 6.25 亿元；其他应付款 5.86 亿元，同比小幅增长 4.16%，构成以抵押金、保证金（2.40 亿元）和其他类（2.91 亿元）为主。

表 10　2016 年底账龄超过一年的重要其他应付款

借款方	借款金额（万元）	未偿还或结转原因
山西中汾酒业投资有限公司	16915.00	投资款
银基贸易发展（深圳）有限公司	1000.00	押金
山西省财政厅	600.00	项目尚未完成
山西建筑工程（集团）公司	244.48	质保金
四川好顺酒厂	200.00	购酒押金
山西省晋城糖酒副食批发有限公司	165.00	保证金
合计	**19124.48**	--

资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司非流动负债为 9.85 亿元，其中新增长期借款 4.00 亿元（全部为保证借款），应付债券 4.97 亿元（为“15 杏花村 MTN001”）。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 58.83 亿元，较 2016 年底增长 11.60%。其中流动负债占 83.46%。截至 2017 年 6 月底，公司应付账款 12.11 亿元，同比增长 46.14%，主要系原材料采购增加所致；其他应付款 8.69 亿元，同比增长 38.88%，主要系当期短期内应付未付的广告费增长所致；其他流动负债 7.12 亿元，为公司期内发行的 7 亿元超短期融资券“17 杏花村 SCP001”。

从有息债务看，截至 2016 年底，公司全部债务 19.66 亿元，同比增长 14.21%，其中短期债务占 54.38%。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 12.89 亿元。从债务指标看，截至 2016 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有增长，分别为 44.58%和 23.07%。截至 2017 年 6 月底，上述两项指标分别为 45.85%和 15.65%，债务负担较轻。

跟踪期内，公司债务负担较轻。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 142.51 亿元，同比增长 8.09%。2016 年，公司营业成本 108.95 亿元，同比增长 7.44%，主要因为多经产品销售规模持续增长所致；营业利润率同比小幅下降 0.58 个百分点，为 16.75%。

2016 年，公司期间费用 17.22 亿元，同比下降 5.97%，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 12.08%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2016 年公司销售费用 9.35 亿元，同比下降 11.74%，主要因为广告费和销售奖励费等费用下降所致；2016 年管理费用较上年变化不大。

2016 年，公司投资收益为 0.20 亿元，同比下降 88.13%，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益减少至 0.17 亿元所致。

2016 年，公司实现利润总额 6.30 亿元，同比增长 5.18%。从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别小幅降至 4.90%和 5.37%，盈利水平一般。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 87.70 亿元，同比增长 14.29%，为 2016 年全年的 62.54%；同期，受益于行业景气度回升，公司实现利润总额 9.45 亿元，同比增长 112.03%，

营业利润率为23.03%。

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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016年，公司经营活动现金流入较上年有所增长，为116.37亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金为110.98亿元，同比增长13.12%。公司经营活动现金流出111.77亿元，同比增长10.55%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为72.49亿元。2016年公司经营活动产生的现金流量净额为4.60亿元，同比增长63.15%。从现金收入质量来看，2016年现金收入比为77.87%，同比提升3.46个百分点，收入实现质量上升。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入量0.83亿元，同比下降37.50%，主要是公司收回投资收到的现金减少0.80亿元所致；同期，公司投资活动现金流出3.37亿元。2016年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.54亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入18.09亿元，全部是取得借款收到的现金。同期，筹资现金流出16.60亿元，主要为偿还债务支付的现金。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额1.48亿元。

2017年1~6月，公司经营活动现金流入45.51亿元，经营活动现金流出43.90亿元，经营活动现金流净额1.61亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.98亿元及-0.90亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，多经业务及资本性支出存在一定外部筹资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底公司流动比率和速动比率分别为175.49%和106.42%；截至2017年6月底，以上两项指标分别为171.26%和111.10%。2016年，经营现金流动负债比为10.72%。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，2016年，EBITDA为8.70亿元，同比增长11.31%；2016年公司EBITDA利息倍数为13.32倍，全部债务/EBITDA为2.26倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2017年6月底，公司对山煤集团提供担保的总金额为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2017年6月底，公司共获得银行授信127.59亿元，未使用授信额度116.99亿元，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2017年10月30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、存续期内债券偿还能力

目前，公司存续期内的债券为“15杏花村MTN001”，发行额度5亿元，将于2020年2月

12日到期。截至2016年底，公司现金类资产为“15杏花村MTN001”发行额度的7.98倍。2016年，公司经营活动现金流入量和净额分别为116.37亿元和4.60亿元，为待偿还应付债券余额的23.27倍和0.93倍。2016年，公司EBITDA为8.70亿元，为待偿还应付债券余额的1.74倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入对“15杏花村MTN001”保障程度高。

表11 公司存续债券保障情况（单位：倍）

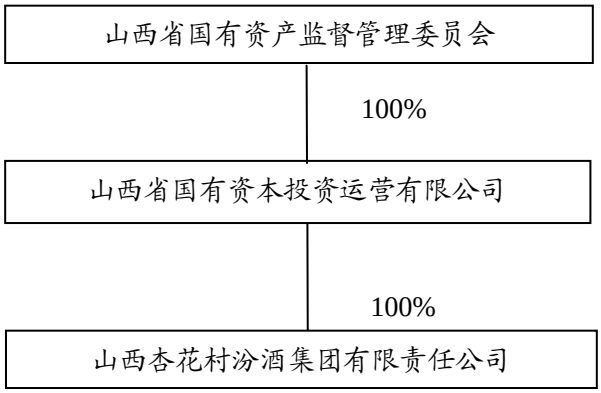
项 目	2016 年
现金类资产/存续期债券余额	7.98
经营活动现金流入量/存续债券余额	23.27
经营性净现金流/存续债券余额	0.93
EBITDA/存续债券余额	1.74

资料来源：联合资信整理

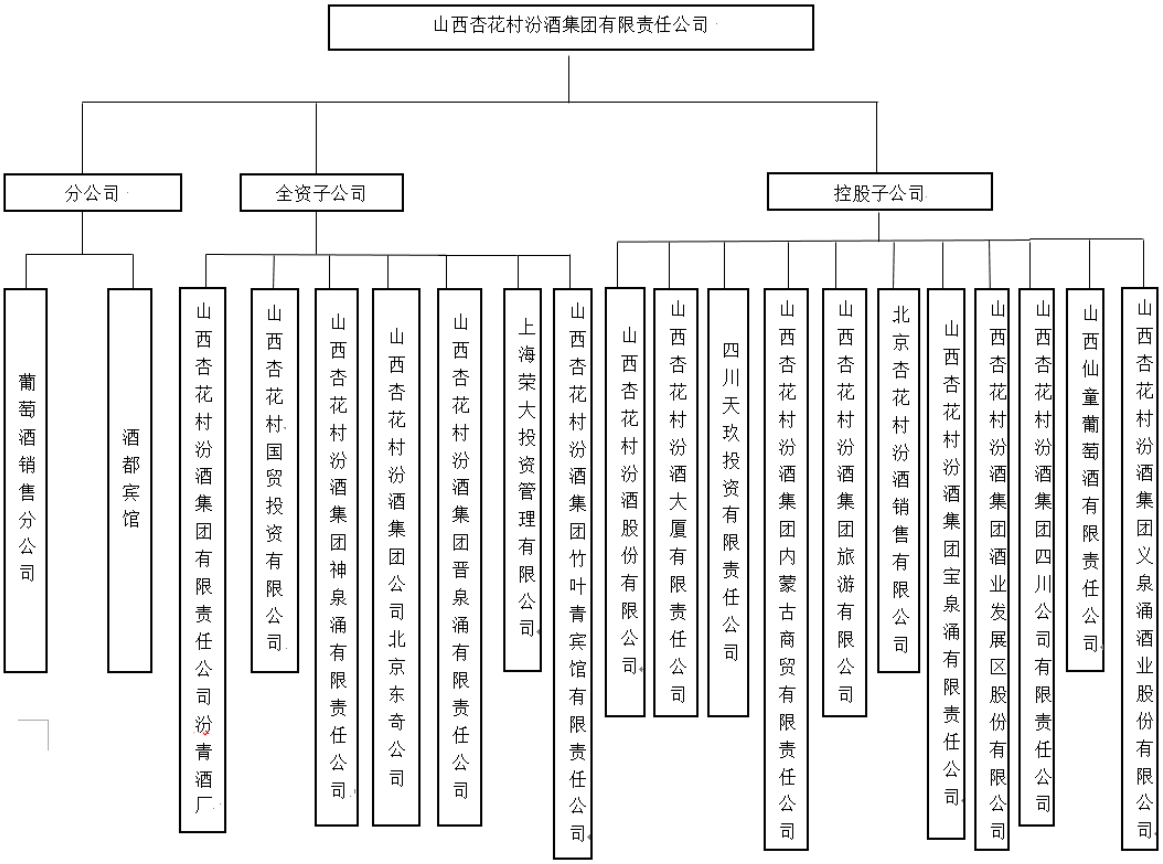
十二、结论

综合考虑，联合资信维持确定公司 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.71	32.76	39.91	49.57
资产总额(亿元)	101.46	108.93	118.25	128.32
所有者权益(亿元)	60.47	63.38	65.53	69.49
短期债务(亿元)	15.66	12.24	10.69	3.94
长期债务(亿元)	0.00	4.98	8.97	8.96
全部债务(亿元)	15.66	17.21	19.66	12.89
营业收入(亿元)	123.50	131.85	142.51	87.70
利润总额(亿元)	4.20	5.99	6.30	9.45
EBITDA(亿元)	5.93	7.82	8.70	--
经营性净现金流(亿元)	1.47	2.82	4.60	1.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.57	10.90	10.19	--
存货周转次数(次)	3.26	3.35	3.64	--
总资产周转次数(次)	1.21	1.25	1.25	--
现金收入比(%)	98.71	74.41	77.87	49.75
营业利润率(%)	18.81	17.33	16.75	23.03
总资本收益率(%)	3.95	6.14	4.90	--
净资产收益率(%)	4.81	5.92	5.37	--
长期债务资本化比率(%)	--	7.28	12.04	11.42
全部债务资本化比率(%)	20.57	21.36	23.07	15.65
资产负债率(%)	40.40	41.81	44.58	45.85
流动比率(%)	170.21	172.63	175.49	171.26
速动比率(%)	94.33	96.19	106.42	111.10
经营现金流动负债比(%)	3.69	7.11	10.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.40	11.15	13.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.64	2.20	2.26	--

注：公司 2017 年上半年财务数据未经审计；短期债务中包含其他流动负债中的短期融资券。

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。