信用等级公告

联合[2018] 2127 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“15 杏花村 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

债券简称	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：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.76	39.91	40.17	74.25
资产总额(亿元)	108.93	118.25	132.25	162.42
所有者权益(亿元)	63.38	65.53	70.63	78.26
短期债务(亿元)	12.24	10.69	11.32	11.74
长期债务(亿元)	4.98	8.97	6.97	6.97
全部债务(亿元)	17.21	19.66	18.29	18.71
营业收入(亿元)	131.85	142.51	163.81	47.51
利润总额(亿元)	5.99	6.30	11.39	10.67
EBITDA(亿元)	7.82	8.70	13.80	--
经营性净现金流(亿元)	2.82	4.60	9.84	16.02
营业利润率(%)	17.33	16.75	20.36	40.13
净资产收益率(%)	5.92	5.37	10.46	--
资产负债率(%)	41.81	44.58	46.87	51.82
全部债务资本化比率(%)	21.36	23.07	20.56	19.29
流动比率(%)	172.63	175.49	159.98	152.48
经营现金流动负债比(%)	7.11	10.72	18.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.20	2.26	1.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.15	13.32	22.90	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

谭心远　张豪若　刘祎烜

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（以下简称“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、酒类细分市场份额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有所下降，但依然较大，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。2017 年以来，受益于白酒行业景气度持续回升，公司白酒产销量及营业收入规模增长，盈利能力增强，财务弹性良好。2018 年 2 月，公司以协议转让的方式将合计持有的山西杏花村汾酒厂股份有限公司 99154497 股 A 股股份（占总股本的 11.45%）转让给华创鑫睿（香港）有限公司。转让价格为人民币 52.04 元，总价款为 51.60 亿元。

未来，随着大众消费水平升级带来的消费结构的转变，公司酒类业务的收入和盈利规模有望获得进一步提升。

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

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。公司拥有“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。
2. 2017 年以来，国内白酒行业景气度持续回

升，公司酒类业务产销量和收入快速增长，盈利规模显著回升。

3. 公司整体债务负担轻，财务弹性良好。
4. 公司 EBITDA 对“15 杏花村 MTN001”保障能力较强。

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以贸易为主，收入占比较高，2017 年为 57.09%，上年同期为 64.84%，毛利率较低。
3. 截至 2018 年 3 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 23.00 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“汾酒股份”）为 A 股上市公司（股票代码：600809.SH）。2017 年 9 月，根据山西省人民政府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，公司原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 2018 年 3 月底，公司注册资本 9.00 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 2017 年底，公司资产总额 132.25 亿元，所有者权益 70.63 亿元（含少数股东权益 16.47 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 163.81 亿元，利润总额 11.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 162.42 亿元，所有者权益为 78.26 亿元（含少数股东权益 19.11 亿元）；2018 年 1～3 月公司实现营业收入 47.51 亿元，利润总额 10.67 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、存续债券概况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。公司所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，且均正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 杏花村 MTN001	5.00	5.00	2015/2/12	2020/2/12

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

2017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。2017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。2018年1～3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，2018年1～3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。

2018年1～3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。2018年1～3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2017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。2018年1～3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，2018年1~3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。2018年1～3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。2015～2017 年，白酒行业景气度探底回升。2017 年 1～12 月全国白酒产量为 1198.1 万千升，同比增长 6.9%。

2018 年 1～5 月全国白酒产量为 422.8 万千升，累计增长 7.4%。

经济效益上，根据国家统计局公布的统计数据，2017 年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1028.48 亿元，同比增长 35.79%。

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，2017 年白酒行业景气度持续回暖，市场需求保持增长。

2. 行业风险

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。

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”。

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。

3. 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度上升，和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；2012～2015 年开启整治三公消费，白酒由公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。

4. 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、反“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。

高速成长期间，行业内大小白酒制造企业均获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高；2012 年以来行业进入深度调整期，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场，部分市场份额在往次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分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。未来 3~5 年，白酒市场将进入整合重组阶段。行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 底，公司控股股东为山西国投公司，实际控制人为山西省国资委，公司注册资本为 9.00 亿元。

2. 企业规模

汾酒股份为公司核心子公司，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 2018 年 6 月底，公司持有汾酒股份 58.52%的股份（无质押）。截至 2017 年底，汾酒股份资产总额 89.40 亿元，所

有者权益 53.39 亿元；2017 年实现营业收入 60.37 亿元，同比增长 37.06%；利润总额 13.83 亿元，同比大幅增长 50.34%。

截至 2018 年 3 月底，汾酒股份资产总额为 104.56 亿元，所有者权益为 61.04 亿元；2018 年 1~3 月，实现营业收入 32.40 亿元，同比增长 48.56%；利润总额 10.62 亿元，同比增长 42.69%。

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 2018 年 3 月底，公司白酒设计产能 16 万千升，2017 年产量达到 10.20 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、重大事项

公司于 2018 年 2 月 3 日与华创鑫睿（香港）有限公司（以下简称“华创鑫睿”）、华润创业有限公司及华润创业联和基金一期（有限合伙）（以下简称“联和基金”）签署了《山西杏花村汾酒集团有限责任公司与华创鑫睿（香港）有限公司与华润创业有限公司及华润创业联和基金一期（有限合伙）之股份转让协议》（以下简称“协议”）。根据协议内容，公司以协议转让的方式将合计持有的汾酒股份 99154497 股 A 股股份（占汾酒股份总股本的 11.45%）转让给华创鑫睿。本次标的股份每股转让价格为人民币 52.04 元，总价款为 51.60 亿元。截至目前，转让款已经全部支付。

2018 年 6 月 29 日，公司收到中国证券登记结算有限公司上海分公司出具的《过户登记确认书》，上述协议转让股份的过户登记手续已完成。公司持有汾酒股份的比例下降至 58.52%，华创鑫睿持有汾酒股份 11.45%的股份。公司仍为汾酒股份第一大股东。

九、经营分析

1. 经营概况

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。2017年，公司实现营业收入163.81亿元，同比增长14.94%，其中酒类业务受益于白酒行业景气度持续向好，且公司加大市场销售力度，收入同比大幅增长40.30%至70.29亿元；多经产品及其他收入规模基本保持稳定，但收入占比同比下滑7.75个百分点，2017年实现收入93.52亿元。毛利率方面，受益于高毛利率的酒类业务收入占比提升影响，2017年，公司综合毛利率同比提升6.01个百分点至29.06%，酒类业务和多经产品及其他业务毛利率同比变化不大。

2018年1~3月，受白酒行业持续回暖影响，公司实现营业收入47.51亿元，同比增长19.23%，占2017年全年的28.93%。其中酒类实现收入34.39亿元；多经产品及其他实现收入13.12亿元。公司酒类和多经产品及其他毛利率较2017年均有所提升，分别为67.01%和0.78%。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48.72%。

表 3　2016~2018 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

系列	2016 年			2017 年			2018 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
酒类	50.10	35.16	65.58	70.29	42.91	66.80	34.39	72.38	67.01
多经产品及其他	92.41	64.84	0.77	93.52	57.09	0.70	13.12	27.62	0.78
合计	**142.51**	**100.00**	**23.55**	**163.81**	**100.00**	**29.06**	**47.51**	**100.00**	**48.72**

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、杏花村和竹叶青三大品牌，汾酒品牌和竹叶青品牌主要由汾酒股份管理运营，杏花村品牌主要在集团本部管理下运营。

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	高档产品，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。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

公司原材料采购主要是酿酒原材料和包装材料，两者采购金额占总采购成本的90%以上，2017年采购金额占比分别为43.95%和51.51%。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。公司原粮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。从原粮采购途径看，2011年以来公司大部分粮料来自其原材料供应基地。

汾酒股份作为公司采购的主体单位，受白酒消费市场回暖及加大市场营销带来的产销量增长，2017年酿酒原材料采购金额也呈大幅增长状态，达到7.09亿元，同比增长186.84%。包装材料采购金额同比增长50.66%，达到8.31亿元。

表5　汾酒股份主要原材料采购情况（单位：万元、%）

原材料类别	2016 年		2017 年	
	采购金额	采购金额占比	采购金额	采购金额占比
酿酒原材料	27850.26	31.01	70886.31	43.95
包装材料	55140.93	61.40	83074.74	51.51
五金	703.22	0.78	1121.05	0.70
其他	6106.49	6.80	6192.26	3.83
合计	**89800.90**	**100.00**	**170274.36**	**100.00**

资料来源：根据汾酒股份年报整理

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	2016 年		2017 年		2018 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）
汾酒系列	42183	38303	55857	48156	17943	22460
竹叶青等保健酒系列	3479	3200	4093	3928	1287	1659
杏花村系列	25265	25587	42026	47053	10929	8876
合计	**70927**	**67090**	**101976**	**99137**	**30159**	**32995**

资料来源：公司提供

公司现有原酒设计产能约16万千升，2017年和2018年1~3月，公司商品酒产量分别为10.20万千升和3.02万千升，其中2017年产量较上年同比增长43.78%。

受白酒行业景气度持续提升及积极扩展业务影响，2017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32.42%，销量同比增长25.72%；竹叶青等保健酒产量同比增长17.65%，销量同比增长22.75%；杏花村系列产量同比大幅增长66.34%，销量大幅增长83.89%。

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 年底，公司全国经销商 1268 家，其中省内 248 家、省外 1020 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。就汾酒股份销售分布来看，2017年省内销售比重为59.17%，山西省内实现销售收入35.72亿元，同比增长45.80%；省外市场2017年实现收入24.09亿元，同比增长26.32%。

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。

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》和《省级总代理产品管理办法》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。2017年，公司广告费用为5.05亿元，同比大幅增长200.40%。

2017年以来，白酒行业景气度持续回升，公司主要产品销售价格基本维持稳定，2017年汾酒销售均价略有下降，竹叶青酒和杏花村系列销售均价有不同程度提升。2018年一季度，白酒行业持续向好，汾酒均价上升至138.25元/升，竹叶青酒均价有所回调，杏花村系列均价有所上涨，分别为64.54元/升和22.42元/升。

表 7 公司主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
汾酒	120.37	123.97	138.25
竹叶青酒	61.16	69.48	64.54
杏花村	16.45	17.09	22.42

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贸投资有限责任公司（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。2017 年，国贸公司实现收入 99.80 亿元，利润总额 3804.78 万元。

2017 年，公司多种经营板块实现营业收入为 92.34 亿元，收入占比同比下滑 7.75 个百分点至 57.09%，2018 年 1~3 月实现营业收入 13.08 亿元。其中，钢材贸易一直是公司多经板块主要收入来源之一；煤炭、焦炭等贸易 2017 年有明显缩减，且公司 2017 年未开展铁矿砂贸易，主要是受市场需求萎缩影响；其他类产品收入规模保持稳定。

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	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
钢材	232523.79	350901.78	31744.67
煤炭、焦炭等	239836.05	158869.66	26612.85
镁产品	9373.16	8663.67	1694.46
铁矿砂	25879.41	--	--
其他(木材、化工产品)	398811.69	397824.53	70571.44
主要出口商品及销售收入	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年 1-3 月**
镁产品	5410.25	4731.07	--
化工产品	1483.03	971.60	--
其他	305.72	1434.87	216.72
销售收入总计	**913623.10**	**923397.17**	**130840.15**

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，但受贸易品种受行业波动影响大，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，公司贸易业务规模保持稳定，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

2017 年，公司销售债权周转次数同比下降 1.89 次，为 8.30 次；总资产周转次数同比略有提升，为 1.31 次；存货周转次数为 3.76 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 2018 年 3 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 2018 年 3 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。目前项目部分工艺设备缓建，投资进度有所放缓。

4. 未来发展

2018 年是公司改革的全面落实年，是实现各项经营指标历史性突破的关键一年。公司确立了“11936”中长期汾酒复兴战略和“62210”的五年奋斗目标。公司将继续践行中国酒魂信仰理论，抢抓白酒行业结构性调整和山西经济转型升级、创新驱动发展的重要历史机遇，深入贯彻“加强党的建设，力推改革实践；加强质量科技，力推产销升级；加强成果共享，力推融合共进”的“三加强、三力推”工作方针，紧紧围绕董事会确立的各项年度目标，奋力改革、锐意进取，全面落实体制机制改革创新、系统推进质量规模效益科技复合型发展、积极发挥品质文化历史三大核心竞争优势，坚决打好、打赢业绩攻坚战、改革落地战和行业进位战。公司要紧紧咬定“三步并作两步走，三年任务两年完”的奋斗目标，持续推进、奋力拼搏，努力完成酒类收入利润及销量指标。

十、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，立信会计事务所山西分所对该财务报告进行了审计，并出具了带强调事项段的无保留意见审计

结论。2018 年一季度财务报表未经审计。

2017 年强调事项包括：（1）截至 2017 年 12 月 31 日，公司所属北京杏花村汾酒销售有限责任公司（以下简称“北京销售公司”）存货的账面余额为 266.81 万元，实际库存为 48.74 万元，差异 218.07 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，截至 2017 年底，收回现金 2.35 万元。（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，连续七年未发生业务，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。

2017 年，公司新增子公司 4 家，注销 3 家子公司，截至 2017 年底，公司合并范围内包含 16 家二级子公司，2018 年 1~3 月，公司合并范围新增 1 家。跟踪期内，公司合并范围变化对财务报表可比性影响小。

截至 2017 年底，公司资产总额 132.25 亿元，所有者权益 70.63 亿元（含少数股东权益 16.47 亿元）；2017 年公司实现营业收入 163.81 亿元，利润总额 11.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 162.42 亿元，所有者权益为 78.26 亿元（含少数股东权益 19.11 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 47.51 亿元，利润总额 10.67 亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额为132.25亿元，较上年底增长11.19%，流动资产占65.65%，非流动资产占34.35%。跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产为86.82亿元，同比增长15.41%，公司流动资产主要由货币资金（占26.12%）、应收票据（占26.47%）和存货（占37.07%）构成。

截至2017年底，公司货币资金22.68亿元，同比下降11.39%。其中，银行存款占72.66%、其他货币资金占27.29%，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0.13亿元。

截至2017年底，公司应收票据为22.98亿元，较上年底增长64.08%，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2017年底，公司应收账款为1.04亿元。

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定时间后才可进行勾兑、对外销售。公司一般保持一定原浆酒库存。截至 2017 年底，公司存货账面价值 32.18 亿元。从构成看，主要由自制半成品及在产品（占 53.51%）和库存商品（占 40.93%）构成。公司共计提存货跌价准备 389.93 万元。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 45.43 亿元，较上年底增长 5.62%，主要来自于递延所得税资产的增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.07%）、固定资产（占 41.67%）、在建工程（占 27.90%）和无形资产（占 9.78%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 3.21 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 2017 年底，公司固定资产账面原值 32.30 亿元，累计折旧 13.35 亿元，减值准备 157.00 万元，期末账面价值 18.93 亿元，较上年减少 2.94%。构成主要为房屋及建筑物（占

68.39%）、机器设备（占 14.76%）和办公设备（占 13.56%）。

截至2017年底，公司在建工程为12.68亿元，同比增长14.42%，主要是2万吨保健酒扩建工程4.14亿元和汾酒文化商务中心8.39亿元。

截至2017年底，公司无形资产4.45亿元，同比变化不大，公司无形资产主要为土地使用权2.47亿元和CBA联赛特许权2.03亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 162.42 亿元，较 2017 年底增长 23.54%，主要由于一季度公司销售收入增加，导致公司货币资金和应收票据有所增长。其中流动资产占 71.73%，较 2017 年底有所上升。

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，公司整体资产质量及流动性良好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 70.63 亿元，同比增长 7.79%。其中归属于母公司的所有者权益中股本占 16.62%、资本公积占 5.70%、盈余公积占 3.01%、未分配利润占 71.89%，其他综合收益占 2.14%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 76.68%，少数股东权益占 23.32%，所有者权益结构较上年变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 78.26 亿元，较 2017 年底增长 10.79%，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2017年底，公司负债合计61.62亿元，较上年底增长16.89%，从构成来看，其中流动负债占负债总额的87.29%，占比较2016年底有所提高，公司整体负债结构以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债53.78亿元，同比增长25.46%。从构成来看，主要包括短期借款（占13.11%）、应付账款（占21.45%）、预收款项（占 21.24%）和其他应付款（占11.92%）。

截至 2017 年底，公司短期借款 7.05 亿元，同比下降 22.34%，其中信用借款 6.00 亿元，保证借款 1.05 亿元；公司应付账款 11.54 亿元，同比增长 24.70%，账龄主要集中在 1 年以内（占 91.94%）；预收款项 11.42 亿元，同比增长 73.81%，主要系收到的酒款增长所致，其中账龄在一年以内的为 11.22 亿元；其他应付款 6.41 亿元，同比小幅增长 9.46%，构成以抵押金、保证金（2.30 亿元）和投资及往来款（3.66 亿元）为主。

表 9　2017 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
山西八建集团有限公司	6000.00	往来款
安丘鼎正机械设备有限公司	307.97	保证金
义泉涌原发起人直公积金会	250.00	未结算
四川好顺酒厂	200.00	合同尚未执行完毕
美国 JDF	166.00	往来款
合计	**23838.97**	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司非流动负债为 7.83 亿元，同比减少 20.43%，主要系长期借款较 2016 年底减少 2.00 亿元。应付债券 4.97 亿元为 2015 年发行的“15 杏花村 MTN001”。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 84.16 亿元，较 2017 年底增长 16.89%。其中流动负债占 90.78%，占比进一步增长。截至 2018 年 3 月底，公司其他应付款 25.26 亿元，较 2017 年底大幅增长 294.10%，主要系集团本部转让山西汾酒股份取得保证金等增长 15.48 亿元所致；非流动负债较 2017 年底变动不大。

从有息债务看，截至 2017 年底，公司全部债务 18.29 亿元，同比下降 6.97%，主要来自借款的减少，构成上短期债务和长期债务分别占 61.90%和 38.10%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 18.71 亿元。从债务指标看，截至 2017 年底，公司资产负债率有所增长，为 46.87%；同期，全部债务资本化比率和长期债务资本化比例均有所下降，分别为 20.56%和 8.98%。截至 2018 年 3 月底，上述三项指标分别为 51.82%、19.29%和 8.18%，债务负担轻。

跟踪期内，公司债务负担轻，财务弹性良好。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 163.81 亿元，同比增长 14.94%。2017 年，公司营业成本 116.22 亿元，同比增长 6.68%，增速低于营业收入增速；营业利润率同比增至 20.36%，同比增长 3.61 个百分点。

2017 年，公司期间费用 22.19 亿元，同比增长 28.86%，主要是销售费用明显增长所致；期间费用占营业收入的比重上升至 13.55%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2017 年公司销售费用 13.20 亿元，同比增长 41.11%，主要因为广告费和职工薪酬等费用大幅增长所致；2017 年管理费用和财务费用较上年变化不大。

2017 年，公司资产减值损失-0.38 亿元，主要由坏账损失（-0.26 亿元）和存货跌价损失（-0.12 亿元）构成；同期，公司投资收益为-0.11 亿元，同比大幅下降，主要系公司权益法下确认对联营企业山西交城农村商业银行股份有限公司的 0.20 亿元投资损失所致。2017 年，公司实现其他收益 108.28 万元，主要为各类政府补贴款。

2017 年，公司实现利润总额 11.39 亿元，同比增长 80.14%。2017 年非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）为 0.26 亿元，对公司利润总额贡献较小。从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别大幅增长至 8.99%和 10.46%，盈利水平较好。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.51 亿元，同比增长 19.22%，为 2017 年全年的 29.00%。同期，受益于行业景气度回升，公司实现利润总额 10.67 亿元，同比增长 49.44%，营业利润率为 40.13%。

跟踪期内，受益于白酒行业回暖，公司营业收入持续增长，利润总额快速提升，盈利能力显著增强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入较上年有所增长，为 126.86 亿元，同比增长 9.02%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 119.39 亿元。公司经营活动现金流出 117.02 亿元，同比增长 4.70%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 64.43 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 10.23 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 9.84 亿元，同比大幅增长 114.12%。从现金收入质量来看，2017 年现金收入比为 72.88%，同比减少 4.99 个百分点，收入质量有所下降。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入量1.34亿元，同比增长272.85%，主要是公司收回投资收到的现金增加至1.28亿元所致；同期，公司投资活动现金流出6.53亿元，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金2.74亿元和投资支付的现金3.78亿元，公司投资支付的现金主要由购买理财支付的现金构成。2017年，公司投资活动产生的现金流净额为-5.20亿元。

2017年，公司筹资活动前现金流量净额为4.64亿元，公司对外融资需求不大。筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入14.55亿元，同比减少19.55%，主要由取得借款收到的现金7.55亿元和收到其他与筹资活动有关的现金7.00亿元组成。同期，筹资现金流出21.19

亿元，主要为偿还债务支付的现金。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额-6.64亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 16.02 亿元；投资活动现金净流入 1.10 亿元，其中收回投资收到的现金大幅增长至 3.79 亿元，主要是集团本部收到的转让山西汾酒股份的保证金；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.37 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营获现能力较好，对外融资需求不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底公司流动比率和速动比率均同比有所下降，分别为159.98%和100.14%；截至2018年3月底，以上两项指标分别为152.48%和109.42%。2017年，经营现金流动负债比为18.30%。总体看，公司现金类资产充足，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017年，EBITDA为13.80亿元，同比增长58.64%；2017年公司EBITDA利息倍数为22.90倍，全部债务/EBITDA为1.32倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年3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”）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2018年3月底，公司共获得银行授信129.59亿元，未使用授信额度114.94亿元，公司间接融资渠道通畅；下属子公司汾酒股份为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2018年7月25日，公司无未结清不良信贷信息记录。

7. 公司本部财务概况

截至 2017 年底，公司本部资产总额 30.25 亿元，流动资产 6.95 亿元（占 22.98%），非流动资产 23.30 亿元（占 77.02%）；流动资产主要由货币资金 1.27 亿元和其他应收款 5.33 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 20.36 亿元（占 87.38%）为主。

截至2017年底，公司本部负债合计11.98亿元，流动负债6.70亿元（占55.93%），非流动负债5.28亿元（占44.07%）；流动负债以短期借款6.00亿元为主；非流动负债中应付债券占94.13%，为4.97亿元。公司本部有息债务合计10.97亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的54.69%。

截至2017年底，公司本部所有者权益合计18.27亿元，其中实收资本9.00亿元，资本公积1.36亿元，未分配利润5.45亿元，其他综合收益0.83亿元。2017年公司本部实现营业收入0.27亿元，投资收益3.48亿元，主要来自下属公司分红。营业外收入为0.02亿元，主要为政府补贴。利润总额0.95亿元。

总体看，公司本部盈利能力弱，债务负担偏重，但考虑到公司一季度收到股权转让款，短期偿债压力不大。

8. 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。公司整体盈利能力强，财务弹性好。整体看，公司抗风险能力很强。

十一、存续债券偿还能力分析

目前，公司存续期内的债券共一期，为“15杏花村MTN001”，发行额度5亿元，将于2020年2月12日到期。

公司2017年EBITDA为13.80亿元，为存续

期内债券总额的2.76倍，经营活动现金流净流量为9.84亿元，对存续期内长期债券的覆盖倍数为1.97倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流净流量对存续期内债券保障程度较好。

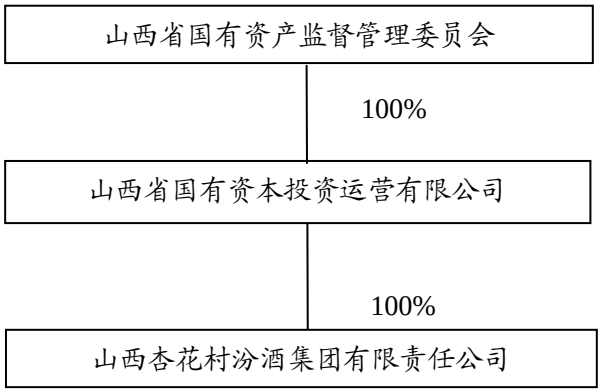
表10　公司存续债券保障情况（单位：倍）

项　目	2018 年 6 月底
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	25.37
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.97
EBITDA/应付债券余额	2.76

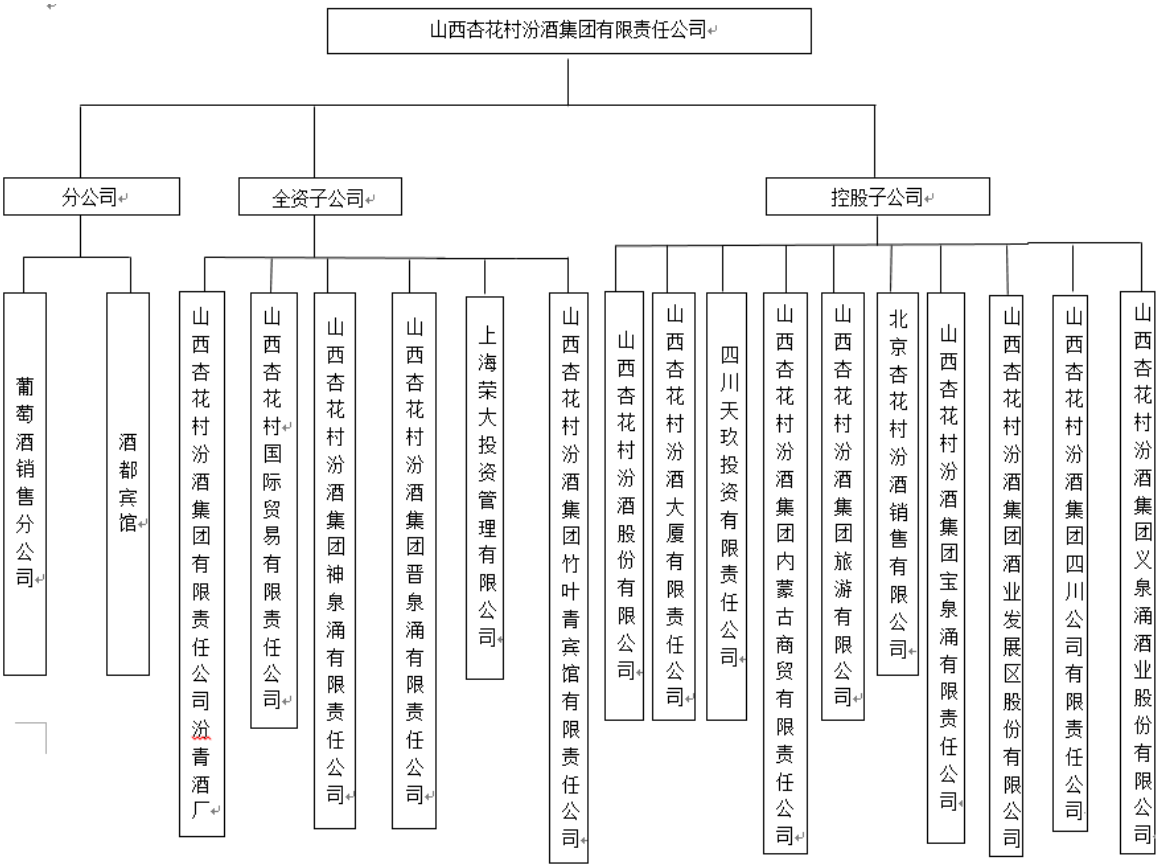
十二、结论

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

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.76	39.91	40.17	74.25
资产总额(亿元)	108.93	118.25	132.25	162.42
所有者权益(亿元)	63.38	65.53	70.63	78.26
短期债务(亿元)	12.24	10.69	11.32	11.74
长期债务(亿元)	4.98	8.97	6.97	6.97
全部债务(亿元)	17.21	19.66	18.29	18.71
营业收入(亿元)	131.85	142.51	163.81	47.51
利润总额(亿元)	5.99	6.30	11.39	10.67
EBITDA(亿元)	7.82	8.70	13.80	--
经营性净现金流(亿元)	2.82	4.60	9.84	16.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.90	10.19	8.30	--
存货周转次数(次)	3.35	3.64	3.76	--
总资产周转次数(次)	1.25	1.25	1.31	--
现金收入比(%)	74.41	77.87	72.88	69.20
营业利润率(%)	17.33	16.75	20.36	40.13
总资本收益率(%)	6.14	4.90	8.99	--
净资产收益率(%)	5.92	5.37	10.46	--
长期债务资本化比率(%)	7.28	12.04	8.98	8.18
全部债务资本化比率(%)	21.36	23.07	20.56	19.29
资产负债率(%)	41.81	44.58	46.87	51.82
流动比率(%)	172.63	175.49	159.98	152.48
速动比率(%)	96.19	106.42	100.14	109.42
经营现金流动负债比(%)	7.11	10.72	18.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.15	13.32	22.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.20	2.26	1.32	--

注：公司 2018 年一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。