信用等级公告

联合〔2019〕2340 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长期信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西杏花村汾酒集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA^+，“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

二〇一九年七月三十日

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
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

跟踪评级结果

本次主体长期评级结果：AA+

上次主体长期评级结果：AA+

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+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.91	40.17	100.74	96.13
资产总额(亿元)	118.25	132.25	196.93	195.80
所有者权益(亿元)	65.53	70.63	120.62	130.12
短期债务(亿元)	10.69	11.32	4.29	5.41
长期债务(亿元)	8.97	6.97	4.98	4.99
全部债务(亿元)	19.66	18.29	9.28	10.40
营业收入(亿元)	142.51	163.81	136.44	41.50
利润总额(亿元)	6.30	11.39	21.58	13.11
EBITDA(亿元)	8.70	13.80	25.02	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	9.84	5.38	11.81
营业利润率(%)	16.75	20.36	35.46	59.67
净资产收益率(%)	5.37	10.46	12.30	--
资产负债率(%)	44.58	46.87	38.75	33.84
全部债务资本化比率(%)	23.07	20.56	7.14	7.40
流动比率(%)	175.49	159.98	227.56	265.10
经营现金流动负债比(%)	10.72	18.30	7.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.32	0.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.32	22.90	56.03	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：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。跟踪期内，公司主动收缩贸易业务规模，同时受益于白酒行业的较高景气度，公司白酒产销量及营业收入规模增长，盈利能力增强，负债水平下降。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（以下简称“山西汾酒”）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 元每股，总价款为 51.60 亿元。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。

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”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司协议转让部分上市子公司股份，资本实力显著增强。
2. 2018 年，国内白酒行业保持较高景气度，公司酒类业务产销量和收入快速增长，盈利规模显著提升。
3. 跟踪期内，公司债务规模下降，债务负担减轻。
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. 公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。
3. 公司混合所有制改革尚在持续推进中，改革效果有待进一步观察。

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“山西汾酒”）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”）。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 2019 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 2018 年底，公司资产总额 196.93 亿元，所有者权益 120.62 亿元（含少数股东权益 26.21 亿元）；2018 年公司实现营业收入 136.44 亿元，利润总额 21.58 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 196.68 亿元，所有者权益为 130.12 亿元（含少数股东权益 28.67 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 41.50 亿元，利润总额 13.11 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，公司存续债券余额和存续期等情况如下表所示。公司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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，

中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快

增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未

来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

1. 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。

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。

2018 年，根据国家统计局数据，全国白酒产量 871.20 万千升，同比下降 27.29%，降幅较上年扩大 15.49 个百分点；白酒（折 65 度）销量 854.65 万千升，同比下降 26.43%，降幅较上年扩大 15.40 个百分点。2017—2018 年，白酒行业库存增长率分别为 7.20%、-3.60%。2018 年，白酒行业高低档产品价格出现分化，高档白酒价格上涨，助长了行业内的马太效应。根据国家发改委数据，截至 2018 年底，全国 52 度高档白酒平均价格为 1,043 元/500ml，较上年底增长 14.36%，增幅较上年扩大 2.18 个百分点；52 度中低档白酒平均价格为 155 元/500ml，由上年的增长 3.27%转为下降 1.90%。

经济效益上，根据国家统计局公布的统计数据，2018 年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%；累计实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 29.98%。

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，2018 年白酒行业产销量下滑，但经济效益持续增长，产品结构不断调整，中高端白酒市场进一步扩大。

2. 行业政策

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。

2016 年 4 月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐的发展理念。预计到 2020 年酿酒产业销售收入达到 12938 亿元，比 2015 年 9229.17 亿元增长 40.19%，年均复合增长 6.99%。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长 7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

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。

3. 行业关注

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。

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，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。

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 2019 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

山西汾酒为公司核心子公司，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 2019 年 3 月底，公司持有山西汾酒 58.52%的股份（无质押）。截至 2018 年底，山西汾酒资产总额 118.29 亿元，所有者权益 64.82 亿元；2018 年实现营业收入 93.82 亿元，同比增长 47.48%；利润总额 21.74 亿元，同比大幅增长 56.09%。

截至 2019 年 3 月底，山西汾酒资产总额为 129.69 亿元，所有者权益为 74.33 亿元；2019 年 1-3 月，实现营业收入 40.58 亿元，同比增长 20.12%；利润总额 12.91 亿元，同比增长 20.88%。

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 2019 年 3 月底，公司白酒设计产能 16 万千升，2018 年产量达到 12.40 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

跟踪期内，公司积极推进混合所有制改革进程，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山西汾酒 99154497 股 A 股股份（占山西汾酒总股本的 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。公司持有山西汾酒的比例下降至58.52%，华创鑫睿持有山西汾酒 11.45%的股份。公司仍为山西汾酒第一大股东。此次山西汾酒协议转让，有助于山西汾酒的治理结构、决策体系和激励机制等方面的转变。

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。2018年，公司主动收缩贸易业务规模，实现营业收入136.44亿元，同比下降16.70%，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，收入同比增长37.66%至96.76亿元，收入占比提升至70.92%；多经产品及其他收入规模大幅下滑57.57%，收入占比同比下滑28.01个百分点，2018年实现收入39.68亿元。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，2018年，公司综合毛利率同比提升21.22个百分点至50.28%；其中酒类业务毛利率同比提升3.37个百分点至70.17%，多经产品及其他业务毛利率小幅提升至1.77%。

2019年1—3月，受进一步缩减贸易业务影响，公司实现营业收入41.50亿元，同比下降12.63%。其中酒类实现收入40.90亿元，同比增长18.92%；多经产品及其他实现收入0.60亿元。公司酒类和多经产品及其他毛利率较2018年均有所提升，分别为72.71%和1.68%。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71.69%。

表 3　2017—2019 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

系列	2017 年			2018 年			2019 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	70.29	42.91	66.80	96.76	70.92	70.17	40.90	98.55	72.71
多经产品及其他	93.52	57.09	0.70	39.68	29.08	1.77	0.60	1.45	1.68
合计	**163.81**	**100.00**	**29.06**	**136.44**	**100.00**	**50.28**	**41.50**	**100.00**	**71.69**

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山西汾酒管理运营，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、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，2018年采购金额占比分别为48.15%和46.75%。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。

山西汾酒作为公司采购的主体单位，受白酒消费市场向好及加大市场营销带来的产销量增长的影响，2018年酿酒原材料采购金额也呈大幅增长状态，达到12.04亿元，同比增长69.90%。包装材料采购金额同比增长40.75%，达到11.69亿元。

表5　山西汾酒主要原材料采购情况（单位：万元、%）

原材料类别	2017年		2018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	70886.31	43.95	120438.89	48.15
包装材料	83074.74	51.51	116928.98	46.75
五金	1121.05	0.70	678.77	0.27
其他	6192.26	3.83	12063.14	4.83
合计	**170274.36**	**100.00**	**250109.78**	**100.00**

资料来源：根据山西汾酒年报整理

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　近年山西汾酒主要产品产销情况

项目	2017 年			2018 年		
	产量（千升）	销量（千升）	产销率(%)	产量（千升）	销量（千升）	产销率(%)
中高价（汾酒系列）	15350.63	13580.18	88.47	21289.79	18592.62	87.33
低价（汾酒系列）	39970.04	34884.53	87.28	49143.17	48698.8	99.10
配制酒系列	4351.62	3927.82	90.26	6530.48	5159.19	79.00
合计	**59672.30**	**52392.52**	**87.80**	**76963.44**	**72450.61**	**94.14**

资料来源：根据山西汾酒年报整理

山西汾酒现有原酒设计产能约16万千升，2018年，山西汾酒商品酒产销量分别为7.70万千升和7.25万千升，同比分别增长28.98%和38.28%。

受白酒行业景气度持续提升及积极扩展业务影响，2018年公司各主要产品产销量均有明显增长，其中中高价（汾酒系列）产量同比增长38.69%，销量同比增长36.91%；低价（汾酒系列）产量同比增长22.95%，销量同比增长39.60%；配制酒产量同比大幅增长50.07%，销量增长31.35%。

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 2018 年底，公司全国经销商 2354 家，其中省内 628 家、省外 1726 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。就山西汾酒销售分布来看，2018年省内销售比重为56.80%，山西省内实现销售收入52.87亿元，同比增长48.01%；省外市场2018年实现收入40.21亿元，同比增长66.92%。

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。配制酒方面，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。2018年，公司广告费用为7.53亿元，同比大幅增长49.40%。

2018年以来，白酒行业维持较高景气度，山西汾酒主要产品销售价格有所提升，其中中高价（汾酒系列）增至305.02元/升，配制酒系

列销售均价增至65.72元/升，低价（汾酒系列）销售均价下降至48.46元/升。

表 7 山西汾酒主要产品销售均价情况（单位：元/升）

产品	2017 年	2018 年
中高价（汾酒系列）	275.50	305.02
低价（汾酒系列）	54.12	48.46
配制酒系列	56.61	65.72

资料来源：根据山西汾酒年报整理

（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）。结算方式为现金和票据。近年，公司不断缩减贸易规模，聚焦主业。2018 年，公司多经产品及其他收入规模大幅下滑 57.57%，收入占比同比下滑 28.01 个百分点，2019 年 1—3 月该业务收入进一步缩至 0.60 亿元。

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，但因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。

2. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数及存货周转次数同比均有不同程度下降，分别为 4.50 次、0.83 次和 1.85 次。总体看，公司经营效率较高。

3. 在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目主要为保健酒扩建项目（计划总投 24.06 亿元）。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 2019 年 3 月底，保健酒扩建项目已投金额 19.69 亿元，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

2019 年是公司与省国资委签订“三年考核任务”的最后一年，也是落实“4421”三年攻坚目标及“十三五”发展规划的决胜之年，同时也是紧抓行业发展机遇、谋求更大发展的重要历史时点。在实现“11936”汾酒集团中长期复兴战略的关键节点上，需要各级领导干部在公司党委、董事会的正确领导下，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，紧紧围绕“创新特色党建、加快改革落地、强化运营能力、提升发展质量”的年度经营方针，积极推动公司各项部署有效落地。

十、财务分析

公司提供了 2018 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。2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年强调事项包括：（1）截至 2018 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 290.67 万元，实际库存为 72.59 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，截至 2018 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，多年未发生业务，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（以下简称“厦门公司”）财务报表存在无法表示意见的事项：截至 2018 年底，厦门公司资产总额 192.86 万元，立信会计事务所山西分所对本次审计无法实施适当的审计程序对各项资产发布意见。

2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司，并处置子公司 1 家，为山西杏花村国贸投资有限责任公司，注销 1 家子公司，截至 2018 年底，公司合并范围内包含 15 家二级子公司，2019 年 1—3 月，公司合并范围无变化。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 2018 年底，公司资产总额 196.93 亿元，所有者权益 120.62 亿元（含少数股东权益 26.21 亿元）；2018 年公司实现营业收入 136.44 亿元，利润总额 21.58 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 196.68 亿元，所有者权益为 130.12 亿元（含少数股东权益 28.67 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 41.50 亿元，利润总额 13.11 亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为196.93亿元，较上年底增长48.91%，其中流动资产占81.37%，非流动资产占18.63%。跟踪期内，公司资产流动资产占比大幅提升。

截至2018年底，公司流动资产为160.25亿元，同比增长84.58%，主要是货币资金及应收票据的增长。公司流动资产主要由货币资金（占41.24%）、应收票据（占22.51%）和存货（占25.65%）构成。

截至2018年底，公司货币资金66.08亿元，同比大幅增长76.12%，主要系期内收到山西汾酒股权转让款所致。其中，银行存款33.79亿元、其他货币资金占32.29亿元，其余为库存现金。受限制的货币资金为结构性存款2.05亿元和银行承兑汇票保证金0.02亿元。

截至2018年底，公司应收票据为36.07亿元，较上年底增长56.96%，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2018年底，公司应收账款为0.59亿元。

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 2018 年底，公司存货账面价值 41.11 亿元。从构成看，主要由在产品（占 50.62%）和库存商品（占 45.03%）构成。公司共计提存货跌价准备 469.11 万元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 11.55 亿元，同比大幅增长 167.87%，主要为理财产品 11.06 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 36.68 亿元，较上年底下降 19.26%，主要系在建工程减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.32%）、固定资产（占 49.87%）、在建工程（占 8.59%）和递延所得税资产（占 16.17%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 2.32 亿元，全部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 2018 年底，公司固定资产账面原值 32.91 亿元，累计折旧 14.60 亿元，减值准备 157.00 万元，期末账面价值 18.29 亿元，较上年减少 3.39%。构成主要为房屋及建筑物（占 70.75%）、机器设备（占 11.97%）和办公设备（占 2.51%）。

截至2018年底，公司在建工程为3.15亿元，同比下降75.14%，主要是因处置子公司山西杏花村国贸投资有限责任公司（作价3.47亿元）

导致合并范围减少所致。在建工程主要是2万吨保健酒扩建工程3.03亿元。

截至2018年底，公司递延所得税资产5.93亿元，同比增长76.98%，主要系内部交易未实现利润确认的递延所得税资产增加所致。

受限资产方面，截至2018年底，公司受限的货币资金2.07亿元，6.15亿元应收票据用于质押借款。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为196.68 亿元，较 2018 年底基本持平。其中流动资产占 81.49%，较 2018 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.所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 120.62 亿元，同比增长 70.76%。其中归属于母公司的所有者权益中实收资本占 9.53%、资本公积占 37.51%、盈余公积占 4.77%、未分配利润占 46.96%。其中，资本公积 35.41 亿元，同比大幅增长，系股本溢价增加 32.32 亿元所致；盈余公积 4.50 亿元，同比增长 176.30%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 78.27%，少数股东权益占 21.73%，所有者权益结构较上年变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 130.12 亿元，较 2018 年底增长 7.88%，主要来自未分配利润的增长。

跟踪期内，公司协议转让山西汾酒部分股权，所有者权益大幅增长；公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2018年底，公司负债合计76.32亿元，较上年底增长23.85%，从构成来看，其中流动负债占负债总额的92.28%，占比较2017年底有所提高，公司整体负债结构以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债70.42亿元，同比增长30.93%。从构成来看，主要包括应付账款（占16.19%）、预收款项（占24.76%）、应交税费（占 34.98%）和其他应付款（占10.15%）。

截至2018年底，公司应付账款11.40亿元，同比变化不大，账龄主要集中在 1 年以内（10.26 亿元）；预收款项17.44 亿元，同比增长 52.67%，主要系收到的酒款增长所致，其中账龄在一年以内的为 17.17 亿元；其他应付款 7.15 亿元，同比增长 11.52%，构成以抵押金、保证金（2.81 亿元）和投资及往来款（3.91 亿元）为主；应交税费 24.64 亿元，主要是应交消费税 6.13 亿元和企业所得税 14.32 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 5.89 亿元，同比减少 24.76%，主要系长期借款较 2017 年底减少 2.00 亿元；应付债券 4.98 亿元为 2015 年发行的“15 杏花村 MTN001”。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 66.56 亿元，较 2018 年底下降 12.79%。其中流动负债占 90.93%，占比有所下降。截至 2019 年 3 月底，公司应付账款 17.51 亿元，较上年底增长 53.56%，系应付材料款增加所致；其他应付款 11.23 亿元，较 2018 年底大幅增长 57.03%，主要是应付未付的市场营销费用和往来款增加所致；非流动负债较 2018 年底变动不大。

从有息债务看，截至 2018 年底，公司全部债务 9.28 亿元，同比下降 49.27%，主要来自借款的减少，构成上短期债务和长期债务分别占 46.30%和 53.70%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 10.40 亿元，其中短期债务 5.41 亿元。从债务指标看，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为38.75%、7.14%和 3.97%。截至 2019 年 3 月底，上述三项指标分别为 33.84%、7.40%和 3.69%，债务负担轻。

跟踪期内，公司债务负担减轻，财务弹性良好。

3. 盈利能力

2018 年，公司进一步缩减贸易业务规模，实现营业收入 136.44 亿元，同比下降 16.71%。2018 年，公司营业成本 67.84 亿元，同比下降 41.63%；营业利润率同比增至 35.46%，同比增长 15.10 个百分点。

2018 年，公司期间费用 27.70 亿元，同比增长 24.83%，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 20.21%。构成上主要以销售费用和管理费用为主，2018 年公司销售费用 18.13 亿元，同比增长 37.36%，主要因为广告费和业务经费等费用大幅增长所致；2018 年管理费用同比增长 11.34%至 9.72 亿元；财务费用较上年减少 0.53 亿元，其中利息收入 0.76 亿元。

2018 年，公司资产减值损失 0.48 亿元，主要由坏账损失（0.43 亿元）和可供出售金融资产减值损失（0.04 亿元）构成；同期，公司投资收益为 1.46 亿元，同比大幅增长，主要处置长期股权投资产生的投资收益 1.27 亿元。2018 年，公司实现其他收益 180.00 万元，主要为各类政府补贴款。

2018 年，公司实现利润总额 21.58 亿元，同比增长 89.26%。2018 年非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）为 1.53 亿元，对公司利润总额贡献不大。从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别增长至 11.76%和 12.30%，盈利水平较好。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 41.50 亿元，同比下降 12.66%。同期，受益于酒类销量增长，公司实现利润总额 13.11 亿元，同比增长 22.91%，营业利润率为 59.67%。

跟踪期内，受益于酒类业务的持续增长，公司利润总额增长明显，盈利能力显著增强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入较上年有所增长，为 133.97 亿元，同比增长 5.60%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 126.32 亿元，同比增长 5.80%。公司经营活动现金流出 128.59 亿元，同比增长 9.89%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 61.41 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 13.89 亿元。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.38 亿元，同比下降 45.34%，系支付的各项税费同比增加 7.53 亿元所致。从现金收入质量来看，2018 年现金收入比为 92.58%，同比提升 19.70 个百分点，收入质量明显改善。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入量17.64亿元，同比大幅增长，主要是公司收回投资收到的现金增加至12.07亿元所致；同期，公司投资活动现金流出20.07亿元，主要为投资支付的现金18.26亿元（购买理财）。2018年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.43亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入51.61亿元，主要是收到的山西汾酒股权转让金；同期，筹资活动现金流出9.76亿元，主要为偿还债务支付的现金6.50亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额41.84亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金净流入 11.81 亿元；投资活动现金净流出 1.03 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.25 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2018年底公司流动比率和速动比率均同比明显增长，分别为227.56%和169.18%；截至2019年3月底，以上两项指标分别为265.10%和191.59%。2018年，经营现金流动负债比为7.64%。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，2018年，EBITDA为25.02亿元，同比增长81.27%；2018年公司EBITDA利息倍数为56.03倍，全部债务/EBITDA为0.37倍。总体看，公司长期偿债能

力强。

截至2019年6月底，公司无对外担保。

截至2019年6月底，公司共获得银行授信83.65亿元，未使用授信额度78.55亿元，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2019年7月3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 2018 年底，公司本部资产总额 74.37 亿元，流动资产 50.16 亿元，非流动资产 24.20 亿元；流动资产主要由货币资金 44.11 亿元和其他应收款 5.81 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 21.20 亿元为主。

截至2018年底，公司本部负债合计16.27亿元，流动负债11.09亿元，非流动负债5.17亿元；流动负债以应交税费10.53亿元为主；非流动负债中主要是应付债券4.98亿元。公司本部有息债务合计4.98亿元，全部为长期债务。

截至2018年底，公司本部所有者权益合计58.10亿元，其中实收资本9.00亿元，资本公积1.36亿元，未分配利润42.70亿元，其他综合收益0.54亿元，盈余公积4.50亿元。2018年公司本部实现营业收入0.21亿元，投资收益52.00亿元，主要来自下属公司分红及处置长期股权投资产生的收益。营业外收入为0.02亿元，主要为政府补贴。利润总额51.78亿元。

总体看，公司本部盈利能力弱，但债务负担有所减轻，公司现金充裕，偿债压力小。

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

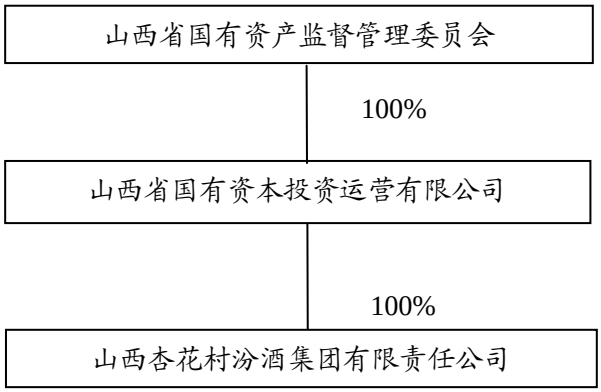
目前，公司存续期内的债券共一期，为“15杏花村MTN001”，发行额度5亿元，将于2020年2月12日到期。

公司2018年EBITDA为25.02亿元，为存续期内债券总额的5.00倍，经营活动现金流净流量为5.38亿元，对存续期内长期债券的覆盖倍数为1.08倍。总体看，公司EBITDA对存续期内债券保障程度好。

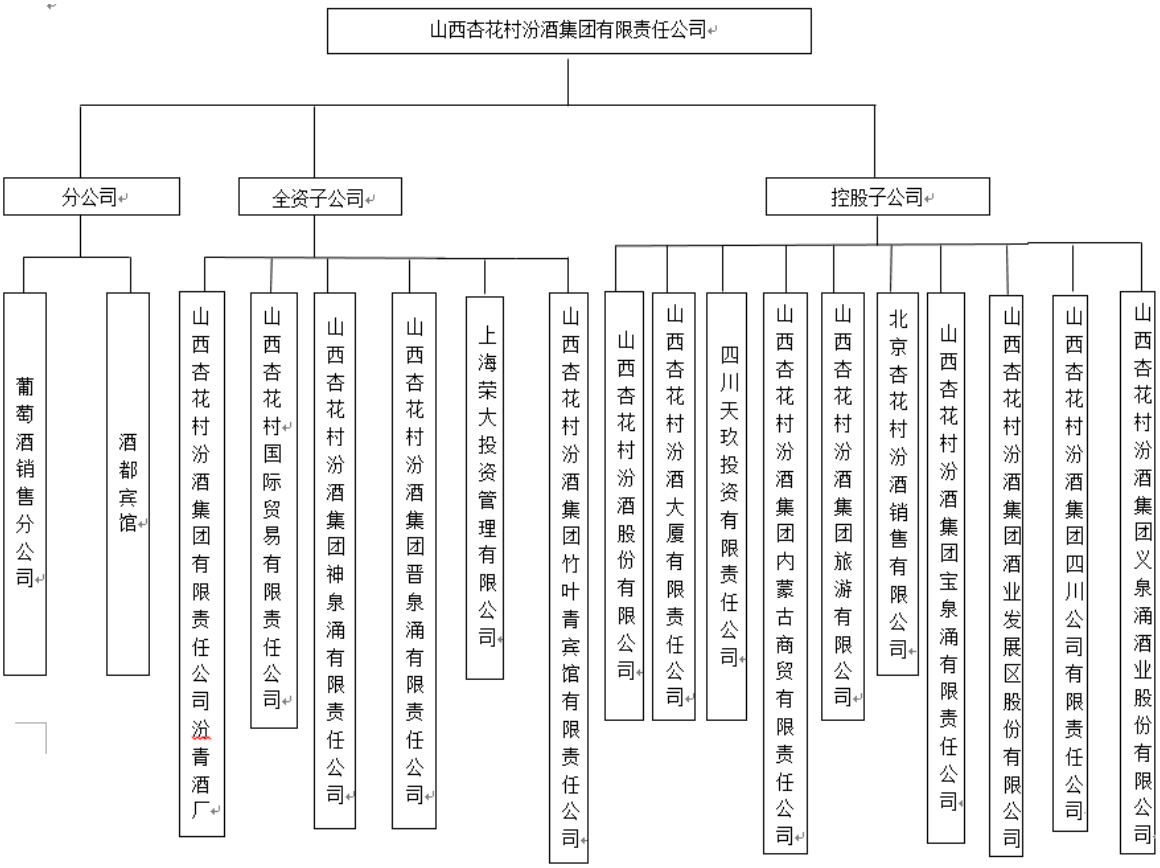
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“15杏花村MTN001”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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.91	40.17	100.74	96.13
资产总额(亿元)	118.25	132.25	196.93	195.80
所有者权益(亿元)	65.53	70.63	120.62	130.12
短期债务(亿元)	10.69	11.32	4.29	5.41
长期债务(亿元)	8.97	6.97	4.98	4.99
全部债务(亿元)	19.66	18.29	9.28	10.40
营业收入(亿元)	142.51	163.81	136.44	41.50
利润总额(亿元)	6.30	11.39	21.68	13.11
EBITDA(亿元)	8.70	13.80	25.02	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	9.84	5.38	11.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.19	8.30	4.50	--
存货周转次数(次)	3.64	3.76	1.85	--
总资产周转次数(次)	1.25	1.31	0.83	--
现金收入比(%)	77.87	72.88	92.58	128.81
营业利润率(%)	16.75	20.36	35.46	59.67
总资本收益率(%)	4.90	8.99	11.76	--
净资产收益率(%)	5.37	10.46	12.30	--
长期债务资本化比率(%)	12.04	8.98	3.97	3.69
全部债务资本化比率(%)	23.07	20.56	7.14	7.40
资产负债率(%)	44.58	46.87	38.75	33.84
流动比率(%)	175.49	159.98	227.56	265.10
速动比率(%)	106.42	100.14	169.18	191.59
经营现金流动负债比(%)	10.72	18.30	7.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.32	22.90	56.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.32	0.37	--

注：公司 2019 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 4-1　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。