



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪493号

湖北稻花香酒业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖北稻花香酒业股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十三日

湖北稻花香酒业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	湖北稻花香酒业股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/8/4~2021/8/4；若债券持有人行使回售选择权，则存续期限为 2016/8/4~2019/8/4		
上次评级时间	2016/02/22		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

稻花香酒业	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	42.39	46.92	53.17
总资产（亿元）	117.47	130.18	127.49
总债务（亿元）	50.62	54.84	55.50
营业总收入（亿元）	20.79	22.71	22.90
营业毛利率（%）	38.77	41.21	47.01
EBITDA（亿元）	5.54	8.44	8.68
所有者权益收益率（%）	5.22	9.68	8.66
资产负债率（%）	63.92	63.96	58.29
总债务/EBITDA（X）	9.14	6.50	6.39
EBITDA 利息倍数（X）	2.66	4.49	4.36

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn
汪智建 zhhwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 23 日

基本观点

2016 年，随着宏观经济增速趋缓，我国白酒市场规模增速亦有所下降。同时受消费升级等因素影响，产品结构向中高端倾斜。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了湖北稻花香酒业股份有限公司（以下简称“稻花香酒业”或“公司”）区域品牌优势、独特的白酒制造工艺以及较好的盈利水平等正面因素对其业务发展及信用水平的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司关联方资金往来风险、对外担保存在或有负债风险和市场相对集中风险等因素可能在一定程度上影响到公司的整体信用水平。

综上，中诚信证评维持稻花香酒业主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“湖北稻花香酒业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正 面

- 区域品牌优势。公司在湖北省具有很强的区域品牌优势，在湖北白酒市场占有率第一，在中低档白酒市场具有明显优势，公司在省内及周边省份中低档白酒市场已形成较强的品牌影响力和产品认可度。
- 白酒工艺独特。公司地处北纬 30°、亚热带区域，气候温暖湿润，是公认最佳的酿酒地带；引用富含硒、锶等健康微量元素的“法官泉”矿泉水，特有的“包包曲”，采用“千年老窖万年糟”的传统五粮白酒生产工艺，酿造出具有稻花香独特风味特征的优质原酒。
- 保持较好盈利水平。2016 年，公司实现营业总收入 22.90 亿元，同比增长 0.85%；全年营业毛利率为 47.01%，较上年提高 5.80 个百分点；实现净利润 4.61 亿元，同比增长 1.45%，公司保持较好盈利水平。

关 注

- 关联方资金往来风险。2016 年末，公司其他应收款为 30.53 亿元，主要为关联方非经营性资金往来占款，其占全部其他应收款账面金额的 65.24%，对公司资金形成长期占用，须对公司关联方资金往来风险予以关注。
- 对外担保存在或有负债风险。截至 2016 年末，公司对外担保金额为 2.21 亿元，占所有者权益的比例为 4.02%，担保对象主要为公司关联方。如果未来被担保企业的经营状况发生不利的变化，公司可能存在一定的担保损失风险。
- 市场相对集中风险。作为区域品牌，目前稻花香酒业的销售区域主要集中在鄂、粤、皖等 12 个省市，其中湖北地区销售额于 2016 年度销售额中占比近 60%。公司对单一市场区域的依赖程度过高，如在上述市场销售中出现实力极大竞争对手或在上述市场销售业绩下滑将对公司盈利能力形成直接影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

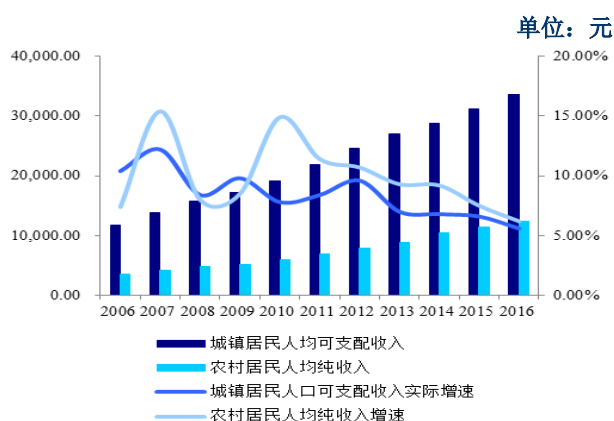
本期债券募集资金使用情况

湖北稻花香酒业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 鄂稻 01”，债券代码为“136592”，以下简称“本期债券”）于 2016 年 8 月 2 日发行，实际发行规模为 10 亿元，最终票面利率为 6.90%。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，每年付息一次，最后一次利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集资金共 9.71 亿元，截至 2016 年末，公司已经使用其中的 7.06 亿元用于偿还了银行贷款，2.00 亿元用于补充公司流动资金，募集资金账户余额为 0.64 亿元，公司债券募集资金的使用与计划一致。

行业关注

2016 年，我国经济总体呈现出稳中向好态势，白酒行业产销量保持增长，但增速有所下滑。同期白酒行业内部竞争加剧，行业龙头对区域品牌挤压加剧，中小白酒企业经营压力加大。

图 1：2006~2016 年我国城镇居民人均可支配收入与农村居民纯收入走势



注：国家统计局于 2014 年开始发布我国农村居民人均可支配收入口径数据，取消农村居民人均纯收入指标

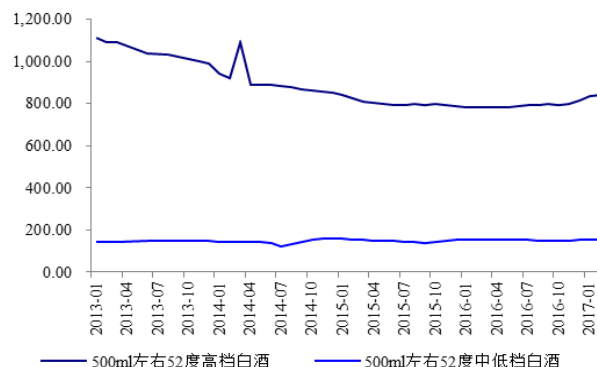
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2016 年，我国经济增长率小幅下滑，全年国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，较去年下降 0.2 个百分点。同期，我国城乡居民收入保持稳步增长，全年全国居民人均可支配收入 23,821 元，同比名义增长 8.4%，扣除价格因素实际增长 6.3%，较上年下降 0.9 个百分点。按常住地分，城镇居民

人均可支配收入 33,616 元，同比增长 7.8%，扣除价格因素实际增长 5.6%；农村居民人均可支配收入 12,363 元，同比增长 8.2%，扣除价格因素实际增长 6.2%。

图 2：2013 年以来 36 大中城市 500ml 白酒价格变化情况

单位：元/瓶



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

白酒消费需求与宏观经济相关度较高，受经济增速趋缓影响，近年来白酒行业面临需求增速下行压力。2016 年我国白酒产销量增速继续趋缓，据国家统计局数据，2016 年我国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.23%，较上年下降 1.84 个百分点；2016 年我国白酒行业销量约为 1,305.71 万吨，同比增长 2.1%，较上年下降 4.24 个百分点，产销率由 2015 年的 98% 下降至 96.9%。目前白酒行业进入深度调整阶段，从需求端看，三公消费在白酒消费需求中占比继续下滑，大众需求稳步增长。从供给端看，2016 年，随着消费升级，消费者品牌意识加强，白酒行业集中度呈上升趋势，一二线龙头对区域品牌的挤压越来越显著，其品牌形成一定的竞争壁垒。行业呈现资本化和品牌化竞争的特征，次高端白酒快速增长，中高端白酒企业业绩稳步回升，中小白酒企业经营环境承压。价格方面，茅台、五粮液等高端白酒多次提价，次高端白酒价格带重构，中低端价格带白酒形势严峻。中端白酒企业主要通过提升规模和渠道建设等方面提升竞争力。

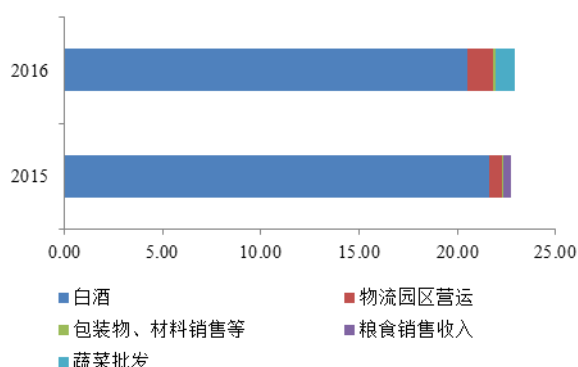
业务运营

公司是湖北省三大白酒企业之一，在省内及周边省份中低档白酒市场已形成较强的品牌影响力

和产品认可度，具有很强的区域竞争优势。2016 年，公司实现营业收入 22.90 亿元，较上年增长 0.85%。分板块来看，受行业产品结构调整影响，公司白酒业务实现营业收入 20.51 亿元，同比下降 5.02%，占营业收入的比重为 89.56%，为公司主要收入及利润来源；物流园区运营实现营业收入 1.27 亿元，同比增长 89.62%；包装物、材料销售等营业收入 0.16 亿元，同比增长 89.62%；新增蔬菜批发业务，实现营业收入 0.96 亿元。

图 3：2015~2016 年公司各业务板块收入对比

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，公司深耕白酒销售渠道，产品进一步提档升级，中档白酒营业收入保持增长，低档白酒营业收入继续下滑。

2016 年，公司全面推进“百市千县万镇”、“红色海洋”项目，深耕销售渠道，白酒业务实现营业收入 20.51 亿元，同比下降 5.02%，主要系低档白酒产品销售收缩所致；白酒业务毛利率为 46.94%，同比增长 6.48 个百分点。

公司白酒业务主要是生产和销售浓香型白酒，包括“稻花香”和“清样”等被国家工商总局认定的“中国驰名商标”系列产品。2016 年公司的产品结构基本维持上年状态，以珍品系列为主，年份系列为辅，九州系列为补，并通过形象产品清样、活力型的品牌引导，辅以宴系列、韵系列、小瓶酒等中低端产品的补充，逐步成为覆盖高中低端各个价位的产品矩阵。从产品档级来看，价格定位于 500 元/500ml 以上的高档的系列白酒为名优精品系列和“珍品 1 号高档礼盒”，其中名优精品系列主要包括“清样”、“活力号”、“活力型”和“原浆”等产品；在

中档白酒中，九州系列、“15 年陈酿”和部分珍品系列零售价格位于 300~500 元/500ml 之间，其中珍品系列主要有“珍品 1 号”、“小珍品 1 号”、“珍品 2 号”、“方盒珍品”，“珍品 3 号”，黄金宴酒系列和大部分“年份酒”则填充了公司零售价格位于 100~300 元/500ml 的中档产品，其中，“年份酒”包括“3 年陈香”、“6 年陈香”、“10 年陈香”和“12 年陈酿”，宴酒类系列包括“黄金宴”、“黄金宴金九”、“黄金宴金六”、“金宴”等产品；公司低端白酒系列产品主要包括“红淡雅”、“喜韵”、“福酒”和光瓶酒系列。从各档级产品对板块收入的贡献来看，中低档白酒是公司的主要收入来源，2016 年其在公司白酒销售收入中占比合计在 90%左右。

表 1：截至 2016 年末公司主要产品线价格情况

单位：元/500ml

白酒系列	产品线	价格区间	产品定位
清样		>1000	高档
稻花香	活力号、活力型、原浆	>500	高档
	九州系列	200~400	中档
	珍品系列	100~500	中档
	年份系列	100~500	中档
	宴酒类	100~300	中档
	红淡雅、喜韵	60~150	低档
	福酒	30~100	低档

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，随着产品布局的战略地位提升，公司中档白酒产品实现销售收入 14.05 亿元，同比增长 23.99%；其在白酒总销售收入中占比为 68.50%，较上年上升 16.02 个百分点。同期，公司高档白酒营业收入受行业竞争加剧影响有所下降，全年实现收入 1.48 亿元，同比下降 42.92%。同时，受居民生活水平提高的影响，低档白酒的销售收入也呈下滑态势，且在公司白酒产品总销售收入中的比例从 2015 年的 35.51%降至 2016 年的 24.28%。

表 2：2015~2016 年公司白酒分档次销售收入及其占比情况

单位：万元

项目	2015		2016	
	销售收入	占比	销售收入	占比
高档白酒	25,946.41	12.01%	14,809.30	7.22%
中档白酒	113,331.19	52.48%	140,524.49	68.50%
低档白酒	76,690.97	35.51%	49,797.69	24.28%
合计	215,968.57	100.00%	205,131.48	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，目前公司在全国范围内一级代理商 600 多家，二级批发商近 10 万家，终端零售网点约 40 万个。公司销售主要分布在湖北省。湖北省是我国白酒消费的重要市场，2016 年湖北省白酒销量位居全国省级行政区第三位，总产能位居全国第五。2016 年公司在湖北省销售白酒实现营业收入 12.29 亿元，占销售总收入的 59.92%，其次在广东省和江西省分别实现白酒销售收入 1.33 亿元和 0.90 亿元，分别占总销售收入的比重为 6.48% 和 3.51%，区域集中度较高。

表 3：2015~2016 年公司销售区域分布情况

单位：亿元

	2015	2016
湖北省	13.64	12.29
广东省	1.68	1.33
安徽省	0.96	0.74
江苏省	0.77	0.72
江西省	0.73	0.90
浙江省	0.47	0.41
河南省	0.56	0.68
山东省	0.57	0.45
湖南省	0.41	0.36
重庆市	0.28	0.28
四川省	0.11	0.11
河北省	0.44	0.45
其他省	0.98	1.79
合计	21.60	20.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司拥有 22 条国内先进的白酒自动化灌装生产线，商品酒年生产能力已超过 10 万吨，与上年度末基本保持一致。2016 年公司继续进行产品结构的调整，压缩低端产品生产量，增加相对高端产品生产量，白酒产销量延续上年下降态势。2016 年，公司白酒产销量分别为 1,526.90 万件和 1,522.06 万件，同比分别减少 453.31 万件和 455.76 万件。

表 4：2015~2016 年公司白酒产销情况

单位：万件

	2015	2016
生产线（条）	22	22
产量	1,980.21	1,526.90
销量	1,977.82	1,522.06
产销率（%）	99.88	99.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

白酒的生产成本主要为粮食和包装材料。其中，公司粮食采取粮食主产区的收购以及散户收购的模式。五种粮食中，高粱、玉米主要从东北等主产区进行收购，糯米、大米、小麦等杂粮主要在湖北本地向农户收购。在采购粮食时，公司按照国家标准或公司内部标准签订合同，并由采购公司执行，公司采购粮食时按国家指导价格根据市场情况随行就市，原材料验收入库后，次月 10 日结算上月货款，账龄一般为 1 个月。2016 年，作为白酒的主要粮食原料，红高粱、小麦采购均价分别为 2.61 元/千克、2.64 元/千克，较上年分别下降 10.31%、12.58%，对公司白酒成本控制贡献较大；同时，大米采购均价维持了上年水平，仍为 4.29 元/千克；糯米采购均价回升至 5.36 元/千克；此外，玉米在采购总成本中占比较小，采购均价下跌至 2.30 元/千克，维持上年下降态势。

表 5：2015~2016 年公司粮食采购价格及其数量情况

单位：元/千克、吨

原材料类别	2015 均价	2015 采购数量	2016 均价	2016 采购数量
红高粱	2.91	13,137.11	2.61	13,284.38
小麦	3.02	11,467.49	2.64	10,419.40
大米	4.29	6,604.68	4.29	6,553.79
糯米	5.08	6,036.14	5.36	5,861.57
玉米	2.58	1,088.00	2.30	1,377.19
合计	-	38,333.42	-	37,496.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在包装材料采购方面，公司生产所需的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖、外包装箱等。针对市场竞争充分的纸箱、纸盒、酒瓶、瓶盖、标签等包装材料，公司主要通过招标、询价相结合的办法确定供应商以及供应价格。2016 年，受原材料价格、包装成本、运输成本、人工成本等上涨影响，公司酒瓶、酒盒和酒盖价格有所增长，酒瓶、酒盒、酒箱和酒盖采购均价分别为 8.21 元/件、12.13 元/件、3.52 元/件和 2.00 元/件，较上年分别增长 9.47%、71.09%、-1.40% 和 22.70%。

表 6：2015~2016 年公司包装材料采购均价情况

单位：元/件		
项目	2015	2016
瓶	7.50	8.21
盒	7.09	12.13
箱	3.57	3.52
盖	1.63	2.00
合计	19.79	25.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年，公司白酒业务整体收入有所下滑，其中，受激烈竞争影响，高档白酒收入有所下滑，中档白酒产品收入保持增长，低档白酒收入进一步下滑。同时，受益于产品结构调整，公司白酒业务毛利率保持增长。

2016年，随着业务运营成熟，公司物流园区运营业绩保持快速增长

目前三峡物流园区物流业务运营已较为成熟，2016 年三峡物流园区运营实现业务收入 12,697.04 万元，同比增长 89.62%，三峡物流园区整体收入增长较快，主要系由于园区出租率提升较快且租金优惠力度近年来逐步减小，同时园区持续发展的停车费、交易费等流量费收入增长较快。

公司三峡物流园区的仓储租赁和物流服务等业务主要由宜昌三峡物流园有限公司（以下简称“三峡物流园”）负责运营，三峡物流园于 2009 年 8 月 12 日组建，2013 年 7 月 24 日正式运营，2014 年 11 月，三峡物流园“1 号店 宜昌站”正式上线。2016 年，公司收购三峡物流园 20% 股份，三峡物流园成为公司全资子公司。

三峡物流园区可分为农贸城、仓储物流等板块。具体来说，农贸城主要提供针纺、家电、副食、水果、蔬菜、肉类、水产品类、干菜类、调味品类产品，全部采用招商出租店铺的形式运营，主要为公司贡献租金、摊位费、展销费等收入，截至 2016 年末，公司物流园区共 3,183 间店铺，已完成招商出租 2,960 间店铺，占总店铺数的 93%。公司仓储主要为农贸城商铺提供存储物流服务，包括站台库、设备库和粮油库，8 栋站台库及设备库入库货物以百货、日杂、副食、干调等为主。其中，站台库总面积为 165,888 平方米，现已出租 155,486 平

方米，出租率为 94.4%；设备库总面积为 13,824 平方米，现已出租 13,824 平方米，出租率为 100%；粮油仓库总面积为 6,200 平方米，现已出租 6,200 平方米，出租率为 100%。2016 年公司仓储新增入库量 1,318.5 万件，同比增长 27.15%；出库量达 1,254.6 万件，同比增长 28.02%；库存结余 254.6 万件，同比增长 87.21%。

总体来看，2016 年三峡物流园区租赁业务保持稳定，物流业务运营已基本成熟，但在公司营业收入和净利润中贡献仍然较小。

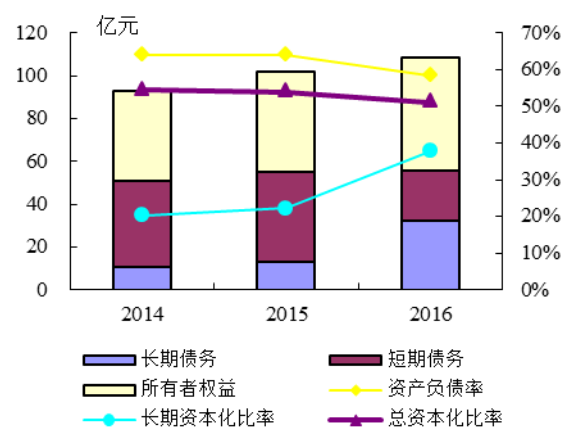
财务分析

以下分析主要基于稻花香酒业提供的经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年的审计报告。

资本结构

2016 年，公司经营规模较为稳定，年末总资产为 127.49 亿元，与上年末基本持平；同期，所有者权益为 53.17 亿元，同比增长 13.33%，其中 32.72 亿元为三峡物流园房屋建筑物增值，增长较快主要系未分配利润积累及收到政府土地返还款。其中，公司对三峡物流园物业价值计量方式于 2014 年由成本法变更为公允价值法增值部分 32.73 亿元按公司持股比例计入其他综合收益，2015 年公司对三峡物流园持股比例为 80%，2016 年公司购入剩余股份，对其持股比例增至 100%，其他综合收益新增 6.55 亿元，同时，公司少数股东权益大幅下降。

图 4：2014~2016 年末公司资本结构



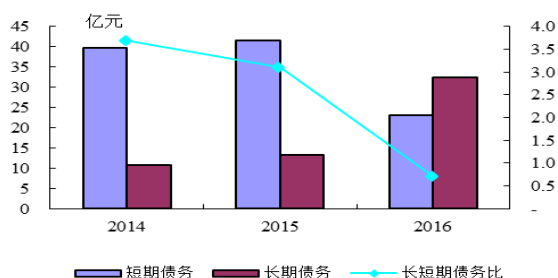
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2016 年末，公司流动资

产和非流动资产分别为 53.77 亿元和 73.72 亿元，占年末资产总额的比重分别为 42.17%和 57.83%。公司流动资产主要为货币资金 11.94 亿元、存货 8.45 亿元和其他应收款 30.53 亿元，三者占当期流动资产的比重分别为 22.21%、15.72%和 56.78%。其中其他应收账主要系关联方非经营性资金往来占款，对象基本全为中小民营企业，单一最大欠款方为公司关联企业宜昌宏信房地产有限公司，欠款金额 8.58 亿元，占比 28.01%，且 88.85%其他应收款账龄超过 1 年，回收风险较大，应予以关注。公司非流动资产主要包括投资性房地产 53.41 亿元、长期股权投资 7.10 亿元和固定资产 7.19 亿元，三者非流动资产中分别占比 72.45%、9.63%和 9.75%，其中投资性房地产主要系三峡物流园区用于出租的房屋建筑物。长期股权投资系公司对稻花香集团投资控股股份有限公司等企业的股权投资。

负债结构方面，公司以流动负债为主。截至 2016 年末，公司负债总额为 74.32 亿元，其中流动负债 40.28 亿元，占负债总额的 54.20%，较上年下降 25.69 个百分点，主要由于当期公司发行多支公司债券置换短期借款及应付票据。具体来看，短期借款、应付票据、预收款项和应付账款是其重要组成部分，截至 2016 年末，四者的金额分别为 11.04 亿元、11.48 亿元、11.93 亿元和 3.51 亿元，占流动负债的比例分别为 27.42%、28.51%、29.61%和 8.72%，其中应付账款主要系公司应付包装印刷企业的款项，其 94.78%的账期在一年内；预收款项主要系公司销售部分酒类的预收款。公司非流动负债则主要为长期借款和应付债券，截至 2016 年末，公司长期借款和应付债券分别为 12.79 亿元和 19.66 亿元，占非流动负债的比分别为 37.57%和 57.74%。

图 5：2014~2016 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

杠杆比率方面，截至 2016 年末，公司资产负债率为 58.29%，较上年末下降 5.67 个百分点；总资本化比率为 51.07%，较上年末下降 2.82 个百分点，公司负债率小幅下降，财务结构较为稳健。

债务期限结构方面，截至 2016 年末，公司总债务规模为 55.50 亿元，较上年基本持平。其中短期债务 23.06 亿元，长期债务 32.44 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.71，较 2015 年末的 3.10 显著下降，债务期限结构大幅优化，主要由于 2016 年公司发行“16 鄂稻 01”和“16 稻花香”募集资金总额合计 20 亿元，置换了部分短期借款及应付票据。

总体来看，2016 年公司资产规模较为稳定，自有资本实力进一步增强，整体负债率保持在较低水平。同期公司积极拓宽融资渠道，债务期限结构有所优化，短期偿债压力有所减弱。但公司其他应收款金额较大，资金被占用的情况较为突出。

盈利能力

2016 年，受白酒行业景气度下行压力，公司白酒业务整体营业收入有所下滑，同时受益于三峡物流园区运营模式的成熟，公司整体营业收入保持增长，全年实现营业收入 22.90 亿元，较上年增长 0.85%。分业务板块来看，白酒业务方面，公司中端产品占据了其收入的主要部分，其收入规模及占比呈增长态势。2016 年公司白酒业务实现营业收入 20.51 亿元，同比下降 5.02%。其中，公司中档白酒实现营业收入 14.05 亿元，较上年增长 23.99%，在白酒收入中占比 68.50%，较上年上升 16.02 个百分点；同期高档、低档白酒产品分别实现销售收入 1.48 亿元和 4.98 亿元，较上年分别下降 42.92%和 35.07%。此外，三峡物流园区运营业务已基本成熟，2016 年实现收入 1.27 亿元，同比增长 89.62%。

表 7：2015~2016 年公司主要产品收入及毛利率情况

单位：亿元、%

产品类型	2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率
白酒	21.60	40.46	20.51	46.94
物流园区营运	0.67	84.46	1.27	88.04
包装物、材料销售等	0.07	8.18	0.16	9.77
粮食销售	0.37	13.42	-	-
蔬菜批发	-	-	0.96	0.43
合计	22.71	41.21	22.90	47.01

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016 年公司白酒业务毛利率为 46.94%，较上年增加 6.48 个百分点，主要系由于产品提档升级和原材料成本下降；物流园区运营业务毛利率为 88.04%，较上年上升 3.42 个百分点，保持较高毛利率水平；受原材料价格上涨影响，包装物、材料销售等业务毛利率下降 0.59 个百分点；同期，公司新增粮食销售业务，毛利率为 13.42%。

期间费用方面，2016 年公司三费合计为 6.95 亿元，同比增长 16.97%。其中，销售费用在三费中占比较高。2016 年，公司销售费用发生额为 4.87 亿元，同比小幅下降 2.86%，主要系销售人员薪酬以及广告费用等；管理费用发生额为 1.11 亿元，同比增长 19.45%，主要系咨询费、差旅费、保险费等支出增加所致；同期，财务费用大幅增长，主要由于公司发行“16 鄂稻 01”和“16 稻花香”两期公司债利率水平较高导致当期财务利息支出规模有所增长，以及关联方占款金额下降引起的向关联方收取的资金占用费收入减少。整体看，公司期间费用控制能力尚可。

表 8：2015~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元

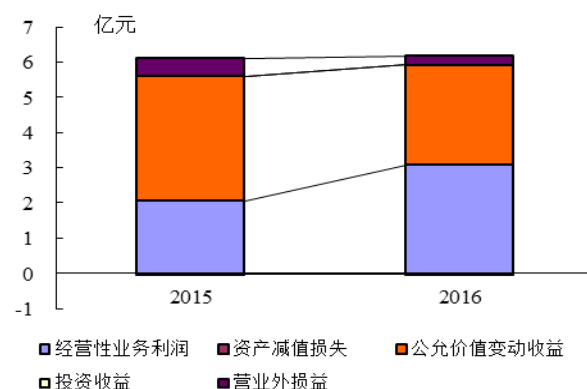
类别	2015	2016
销售费用	5.01	4.87
管理费用	0.93	1.11
财务费用	0.01	0.98
三费合计	5.95	6.95
营业总收入	22.71	22.90
三费收入占比（%）	26.18	30.37

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润及投资性房地产公允价值变动损益。

2016 年，公司实现利润总额 6.14 亿元，较上年增长 1.14%。其中经营性业务利润 3.08 亿元，较上年大幅增长 49.07%，主要受益于白酒主业毛利率提升及高毛利率水平的物流园运营收入增长；公允价值变动损益数额为 2.85 亿元，较上年有所减少，主要系三峡物流园区投资性房地产公允价值上升。公司利润总额对投资性房地产公允价值变动损益依赖较大，或导致其盈利规模的不稳定性。

图6：2015~2016年公司利润总额构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年，公司物流园区等其他业务收入增长弥补了白酒业务营业收入的下降部分，公司整体营业收入稳步增长。同期受益于产品结构优化和较强的成本控制能力，公司营业毛利率持续提高，经营性业务盈利能力有所增强，整体盈利水平较为稳定。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。2016 年公司实现 EBITDA 8.68 亿元，同比增长 2.90%，保持较强的盈利能力和获现能力。其中利润总额为 6.14 亿元，较上年增长 1.14%。同期公司财务性利息支出为 1.99 亿元，同比增长 5.95%。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2016 年公司 EBITDA 利息倍数为 4.36 倍，较上年下降 0.13 倍；同期总债务/EBITDA 为 6.39 倍，较上年下降 0.11 倍。总体上公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

从现金流方面来看，2016 年，公司材料采购间隔时间缩短导致货款金额增加，加之归还银行承兑

敞口，公司经营活动净现金流为-12.66 亿元，呈大幅净流出状态。同期公司经营活动净现金流/利息支出为-7.93 倍；经营活动净现金流/总债务为-0.23 倍。公司经营性现金流对债务本息保障能力有所减弱。

表 9：2015~2016 年公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016
EBITDA（亿元）	8.44	8.68
经营活动净现金流（亿元）	5.20	-12.66
资产负债率（%）	63.96	58.29
总资本化比率（%）	53.89	51.07
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.77	-7.93
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	-0.23
EBITDA 利息倍数（X）	4.49	4.36
总债务/EBITDA（X）	6.50	6.39

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额 2.21 亿元，占 2016 年末净资产比例为 4.16%，对外担保余额较上年末减少 5.47 亿元；公司不存在重大未决诉讼、仲裁等事项。整体来看，公司由或有事项引起的或有负债风险较小。

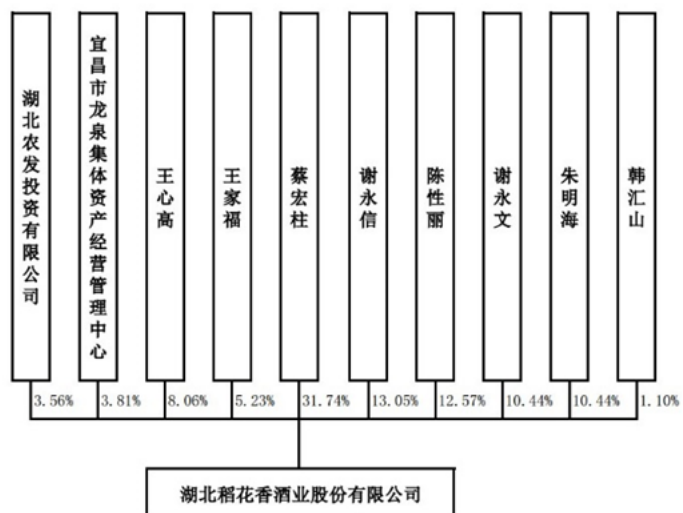
授信方面，截至 2016 年末，公司获得授信总额 33.50 亿元，尚未使用的授信额度为 16.00 亿元，备用流动性尚可。

总体来看，2016 年，公司资产总额较为稳定，自有资本实力有所增强，财务杠杆比率保持较低水平。同期公司经营性业务盈利能力有所增强，整体盈利水平较为稳定，但经营性净现金流对债务本息的保障能力显著弱化，需持续关注公司经营现金流状况。

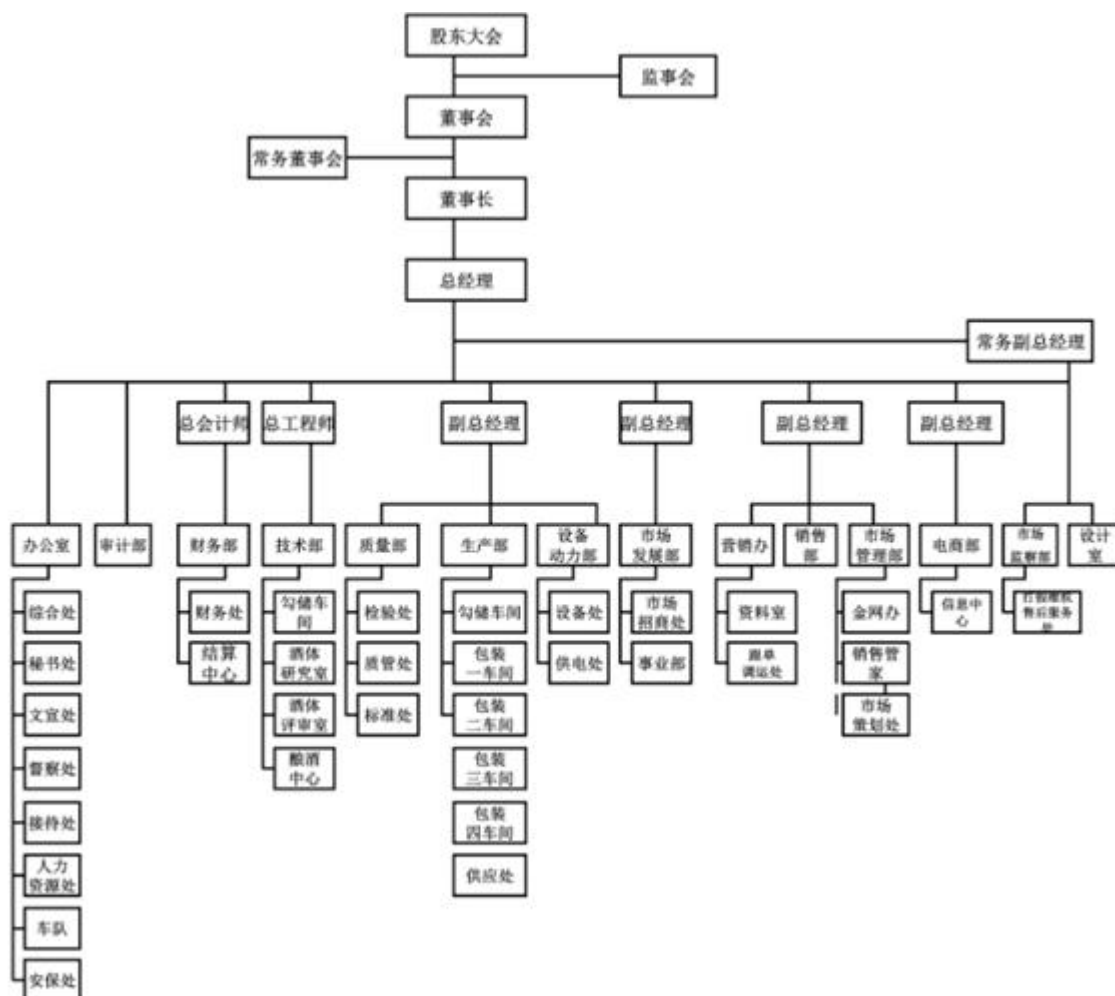
结 论

综上所述，中诚信证评维持湖北稻花香酒业股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“湖北稻花香酒业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

附一：湖北稻花香酒业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：湖北稻花香酒业股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：湖北稻花香酒业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	141,436.89	203,719.69	119,394.56
应收账款净额	406.39	112.30	1,895.94
存货净额	88,058.71	78,750.06	84,525.57
流动资产	544,863.34	628,215.85	537,663.03
长期投资	70,619.02	70,461.75	72,990.94
固定资产合计	69,251.49	75,893.88	109,177.46
总资产	1,174,749.95	1,301,838.96	1,274,894.16
短期债务	398,291.00	414,700.00	230,566.35
长期债务	107,900.00	133,700.00	324,438.47
总债务	506,191.00	548,400.00	555,004.83
总负债	750,871.84	832,671.76	743,176.42
所有者权益（含少数股东权益）	423,878.11	469,167.20	531,717.74
营业总收入	207,889.24	227,120.65	229,044.75
三费前利润	68,484.36	80,110.52	100,337.65
投资收益	1,184.27	92.73	16.85
净利润	22,108.16	45,402.75	46,061.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,385.47	84,359.03	86,808.79
经营活动产生现金净流量	4,627.49	52,046.57	-126,584.32
投资活动产生现金净流量	-45,479.78	-2,258.19	-39,673.08
筹资活动产生现金净流量	-27,837.00	12,494.41	81,932.27
现金及现金等价物净增加额	-68,689.28	62,282.80	-84,325.13
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	38.77	41.21	47.01
所有者权益收益率（%）	5.22	9.68	8.66
EBITDA/营业总收入（%）	26.64	37.14	37.90
速动比率（X）	0.71	0.83	1.13
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.09	-0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	0.13	-0.55
经营活动净现金/利息支出（X）	0.22	2.77	-7.93
EBITDA 利息倍数（X）	2.66	4.49	4.36
总债务/EBITDA（X）	9.14	6.50	6.39
资产负债率（%）	63.92	63.96	58.29
总资本化比率（%）	54.43	53.89	51.07
长期资本化比率（%）	20.29	22.18	37.89

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。