

# 北京燕京啤酒股份有限公司

## 2010 年度可转换公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2012】187 号

### 跟踪评级

可转换公司债券信用等级: **AA+**主体信用等级: **AA+**评级展望: **稳定**

### 上次评级

可转换公司债券信用等级: **AA+**主体信用等级: **AA+**评级展望: **稳定**

发债规模: 11.30 亿元

上次评级时间: 2011.10

债券存续期间: 2010.10.15 - 2015.10.14

### 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2012.3	2011	2010	2009
总资产	177.53	166.79	146.71	118.56
所有者权益	107.83	101.39	95.09	86.42
营业收入	26.13	121.37	102.98	94.90
利润总额	0.88	11.88	10.88	9.28
经营性净现金流	2.06	8.24	15.48	20.59
资产负债率 (%)	39.26	39.21	35.18	27.11
债务资本比率 (%)	28.60	26.29	22.13	13.32
毛利率 (%)	34.51	40.87	41.33	39.80
总资产报酬率 (%)	0.49	8.12	7.88	8.40
净资产收益率 (%)	0.46	9.05	9.13	8.70
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	4.95	22.82	30.44
经营性净现金流/总负债 (%)	3.05	14.08	36.97	61.09

注: 2012 年 3 月财务数据未经审计。

分析员: 杨靖 柯燕青

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传真: 010-84583355

Email: rating@dagongcredit.com

### 跟踪评级观点

北京燕京啤酒股份有限公司(以下简称“燕京啤酒”或“公司”)主要从事啤酒的生产和销售。评级结果反映了 2011 年公司市场份额在行业中仍居第三、公司品牌价值提高、股权融资渠道畅通以及可转债综合转股能力增强等有利因素,同时也反映了 2011 年啤酒生产成本提高、公司与前两位企业存在一定差距等不利因素。预计未来 1~2 年,啤酒行业整合的进程将进一步加快,公司收入和利润有望稳步提升;另外,本期可转债综合转股能力有所提高,可转债回售保障能力较强。

综合分析,大公对燕京啤酒 2010 年度可转换公司债券信用等级维持 AA+, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

### 有利因素

- 2011 年,公司啤酒产销量增加,市场份额仍位于行业第三;
- 2011 年,随着公司营销建设投入加大,品牌价值提升;
- 作为 A 股上市公司,公司股权融资渠道较为畅通;
- 2012 年,公司向下修正转股价格,使本期可转债综合转股能力得到增强。

### 不利因素

- 2011 年,大麦等原料价格上升,推高了啤酒生产成本;
- 与行业前两名企业相比,公司啤酒销量尚存在一定的差距。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一二年六月二十七日

## 跟踪评级说明

根据燕京啤酒 2010 年度可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司 2011 年下半年以来的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 本次可转债的转换情况

根据有关规定和公司《可转换公司债券募集说明书》的约定，公司该次发行的“燕京转债”自 2011 年 4 月 15 日起可转换为公司 A 股股份。截至 2012 年 3 月 30 日，本期可转债因回售减少 262,268,100 元，因转股减少 784,248,800 元，债券余额为 83,483,100 元。公司累计因转股增加股份数量为 51,020,556 股，初始转股价 21.86 元，实施 2010 年度分红派息方案调整转股价至 21.66 元，经公司 2012 年 3 月 23 日召开的 2012 年度第一次临时股东大会审议通过将转股价下调至 15.37 元。截至 2012 年 3 月 30 日的燕京啤酒总股本为 1,261,287,519 股。

## 发债主体

燕京啤酒是经北京市人民政府批准，由北京燕京啤酒有限公司、北京市西单商场股份有限公司及北京市牛栏山酒厂共同发起，以募集设立方式设立的股份有限公司（股票代码：000729）。公司自 1997 年上市后经过多次增资扩股，股本由原来的 30,953 万元增加至 2012 年 3 月末的 126,129 万元。公司控股股东为北京燕京啤酒有限公司，实际控制人为北京市人民政府。公司股权结构图如附件 1。

公司主要从事啤酒的生产和销售，是国内第三大啤酒生产企业，截至 2011 年末公司拥有控股子公司（厂）44 个，其中啤酒生产企业 35 个，相关和附属产品企业 9 家，是北京 2008 年奥运会啤酒赞助商之一，中国探月工程官方合作伙伴。

## 经营与竞争

**2011 年以来，受益于啤酒产销量和价格的提高，公司收入持续增长，啤酒产品仍是公司收入和利润的主要来源**

公司主要产品为啤酒，兼营少量的茶饮料、矿泉水、酵母干等其他产品。啤酒业务一直是公司主要的收入和利润来源，2011 年以来啤酒收入占营业收入仍保持在 95%左右。随着啤酒消费量的增长以及公司整合的力度不断加大，公司啤酒产量持续增长。2011 年啤酒产销量 550.60 万千升，同比增长 10.75%，2011 年公司营业收入同比增长 17.85%，毛利润同比增长 16.53%，毛利率从 2010 年的 41.33% 小幅下降到 2011 年的 40.87%。

2012年1~3月，公司的营业收入为26.13亿元，同比增加0.31亿元；毛利率分别34.51%，同比下降0.07个百分点。主要受低温等不利因素影响，中国啤酒行业同比增长不明显，但一季度是啤酒行业的消费淡季，占全年的比重较小，预计全年啤酒行业仍将保持持续性增长。

**表1 2009~2011年及2012年1~3月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2012年1~3月		2011年		2010年		2009年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	26.13	100.00	121.37	100.00	102.98	100.00	94.90	100.00
啤酒	24.3	93.02	114.98	94.73	97.70	94.86	90.16	95.01
其他	1.83	6.98	6.39	5.27	5.28	5.13	4.74	4.99
毛利润	9.02	100.00	49.60	100.00	42.57	100.00	37.77	100.00
啤酒	8.82	97.78	47.61	95.99	41.19	96.76	36.46	96.53
其他	0.2	2.22	1.99	4.01	1.38	3.24	1.31	3.47
综合毛利率	34.51		40.87		41.33		39.80	
啤酒	36.29		41.40		42.16		40.44	
其他	10.97		31.28		26.06		27.64	

其他业务包括：茶饮料、矿泉水、饲料和其它，2011年分别占营业收入比为0.83%、0.37%、0.25%和0.62%。

数据来源：根据公开资料整理

**啤酒产销量随国民经济的快速发展和居民收入的提高不断增长，2009~2011年啤酒销量增速已经放缓，我国啤酒行业进入稳定增长期**

我国人均啤酒消费量逐年增长，2000~2011年我国GDP年均复合增长率达到11%，人均GDP也超越4,000美元。在国民经济快速发展的背景之下，我国居民收入水平和消费能力均较快增长，2011年我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入分别为21,810元和6,977元，同比分别增长14.10%和17.90%。

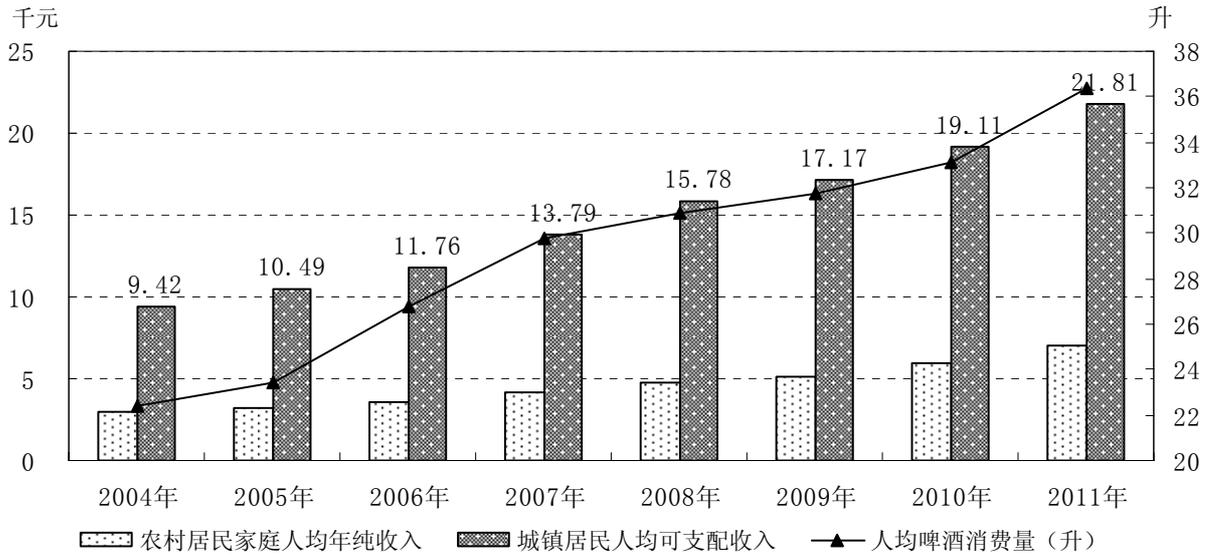


图1 2004~2011年我国城乡居民收入（左轴）及人均啤酒消费量（右轴）

数据来源：Wind 资讯

啤酒和白酒、葡萄酒以及碳酸饮料等其他饮料等存在一定的替代关系，随着饮料种类的丰富，我国饮料消费结构呈现一定的变化，主要饮料产销量增长速度呈现出较大的差异。其中白酒产销量增速最高，2005年以来保持15%~30%的增长率；葡萄酒有较高的增长速度但波动性较大，2009年以前增长速度在20%以上，2010年放缓后2011年有所回升；2011年碳酸饮料增速较2010年大幅回升；啤酒已在2008年以来进入稳步增长期，2011年产量同比增长9.57%（见图2）。综合分析，白酒、葡萄酒、碳酸饮料增速较高，但波动较大，啤酒消费量的增长空间相对于其他替代性的饮料来说，已经进入稳定增长阶段。预计未来1~2年，啤酒产量和消费量仍将保持稳定增长。

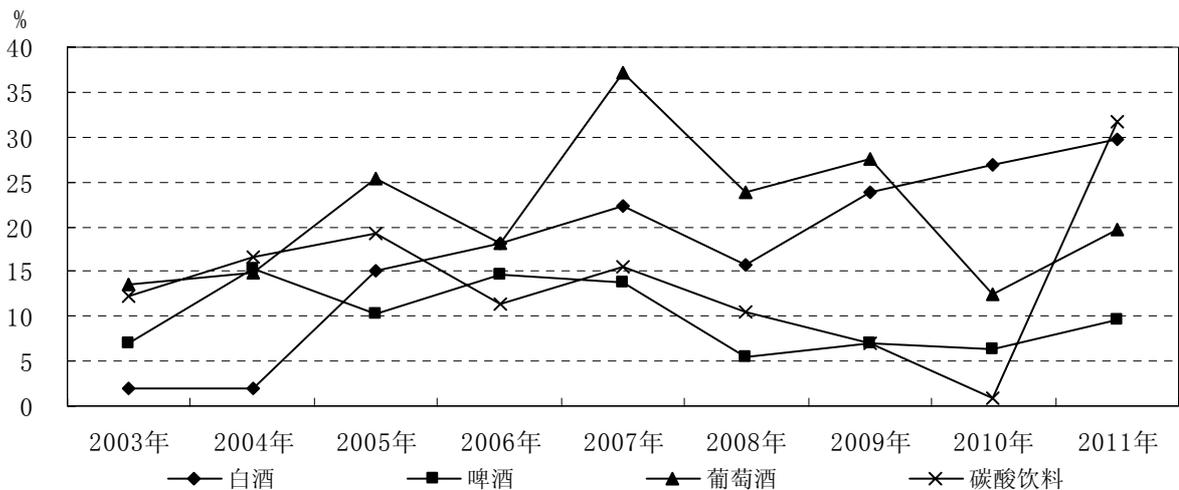


图2 2003~2011年我国主要酒类和碳酸饮料产量增长率

数据来源：Wind 资讯

综合分析，我国啤酒行业由快速成长阶段进入稳定增长阶段，预计未来1~2年，啤酒产量和消费量仍将保持稳定增长。

**2011年，啤酒行业集中度同比略有提高，公司市场份额仍占据行业第三位；与行业前两名的龙头企业华润雪花和青岛啤酒相比，公司尚存在一定的差距**

啤酒属于快速消费品，啤酒行业是我国加入WTO首批对外开放的行业之一，我国快速增长的消费市场吸引世界啤酒巨头企业进入我国市场。随着全球啤酒行业整合进程的演变，比利时英博集团（Anheuser-Busch InBev，简称“AB”）、南非米勒（全称“SAB Miller”，以下简称“SAB”）、丹麦嘉士伯（Carlsberg）、苏格兰纽卡斯尔（New Castle）、荷兰喜力（Heineken）、日本麒麟控股（Kirin Holding）、日本朝日啤酒（Asahi-Breweries, Ltd.）等控股、参股我国当地啤酒企业，抢占我国啤酒市场。目前除燕京啤酒外，我国其他主要的啤酒生产企业均有外资成分。

国际巨头企业以成熟的啤酒生产经验和强大的资本实力促进我国啤酒行业集中度不断提高，经营规模不断扩大，啤酒销售网络不断扩大，提升了我国啤酒行业的整体水平。燕京啤酒拥有国有资本背景，虽然没有外国啤酒生产企业的股份，但由于资本实力雄厚、品牌知名度深入人心，始终在激烈的市场竞争中占有重要的地位。

**表2 截至2012年3月末我国主要啤酒生产企业外资控股、参股情况**

名称	控股股东	参股外资企业	外资参股比例
雪花啤酒	华润雪花啤酒集团	SAB Miller	49.00%
青岛啤酒	青岛啤酒集团	朝日啤酒株式会社	19.99%
重庆啤酒	重庆啤酒集团	嘉士伯	29.71%
英博雪津	百威英博	百威英博	100.00%
珠江啤酒	珠啤集团	英特布鲁国际	28.56%
哈尔滨啤酒 <sup>1</sup>	百威英博	百威英博	100.00%

数据来源：根据Wind资讯和公开资料整理

我国是全球最大的啤酒生产和消费国，经过数年发展，啤酒行业处在由成长期向成熟期过渡的阶段，生产和销售不断向龙头企业集中，品牌效应不断显现。在经历了大规模的并购整合后，国内啤酒行业基本形成以三家垄断企业为主导的竞争格局：其中华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒三大全国性布局、年产量超过500万千升的大型啤酒企业的规模效益明显，寡头市场地位已经稳固；地方性较为知名的啤酒企业如重庆啤酒、金星啤酒、珠江啤酒、金威啤酒等以区域市场为主要目标、年产量在100万千升左右；而地方性小品牌、主要在当地市场销售的低端啤酒企业，其市场相对狭小，是国内大型啤酒企业并购的主要对象。从市场

<sup>1</sup> 哈尔滨啤酒有限公司产量系原哈啤集团主体厂与哈啤（松江）厂合并后数据。

集中度看，我国三大具有垄断性的啤酒企业对行业的掌控力趋于增强。2011年，华润雪花、青岛啤酒和燕京啤酒销售量之和占全国销售量的46.72%，行业集中度同比略有提高。

**表3 2009~2011年我国三大啤酒企业产量市场份额（单位：万千升、%）**

企业名称	2011年		2010年		2009年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
华润雪花	1,023	20.88	928	20.70	837	19.20
青岛啤酒	715	14.60	635	14.16	591	13.95
燕京啤酒	551	11.24	503	11.22	467	11.02
合计	2,289	46.72	2,066	46.08	1,895	44.17
全国	4,898	100.00	4,483	100.00	4,236	100.00

数据来源：Wind 资讯

除三家主要的啤酒生产企业之外，我国各地生产规模在20万千升以下的企业产量也在逐年增加，地域性的啤酒品牌还存在较大市场空间。随着行业资本扩张的速度不断提高，相对于成熟啤酒市场（如美国、日本、韩国等）90%左右的市场集中度而言，我国啤酒行业集中整合的进程还将持续。2011年，公司市场份额比较稳定，仍居行业第三位。但与行业前两名的龙头企业华润雪花和青岛啤酒相比，公司尚存在一定的差距。

### **2011年以来，在国内啤酒行业以三大龙头企业整合全国啤酒企业的进程中，燕京啤酒在前三甲中面临较大的竞争压力**

燕京啤酒虽处于竞争格局中的第一阵营，但仍面临较大的市场竞争压力。从市场占有率看，华润雪花的市场占有率明显超出青岛啤酒和燕京啤酒。华润雪花的最终出资人为我国中央国有企业华润集团，华润雪花的母公司华润创业有限公司（以下简称“华润创业”）在香港联交所上市，打开了国际资金的募集通道。华润雪花在强大资本实力和管理团队的运作下，啤酒的生产和销售遍及全国，兼并的步伐明显快于其他企业，市场占有率从2006年的15.05%提高到2011年的20.88%，而同期燕京啤酒从10.04%提高到11.24%。燕京啤酒在产量上较华润雪花有较大差距。

从竞争对手青岛啤酒看，虽然青岛啤酒2011年啤酒销量715万千升高出燕京啤酒164万千升，市场占有率只高出燕京啤酒接近3%，但啤酒销售收入和净利润分别为231.58亿元和17.98亿元，同期燕京啤酒销售收入和净利润分别为121.37亿元和9.17亿元，分别是青岛啤酒的52.41%和51.00%。青岛啤酒主要定位于中、高端消费人群，在品牌上具有较高的垄断地位，单位产量有更高的收入和盈利能力，具备较高的价格主导权。

由于啤酒存在一定的销售半径，因此规模化企业的发展模式为建立全国性的品牌，在当地灌装生产和销售。我国主要啤酒生产企业都具有自己的优势地域，如燕京啤酒在北京、广西、内蒙古三个市场上有绝对

的优势地位，其中华北市场销售占总销售量的 44%；青岛啤酒的优势区域在胶州半岛、华北和华南地区，其中山东市场销售占全部销售的接近一半；华润雪花起源于辽宁，在东北三省有较高的市场地位。外资啤酒品牌在高档啤酒产品上占有较高的市场份额，约占高档啤酒销量的 10%~15%。在各厂商在各自销售区域占有主要份额的竞争结构下，公司抢占其他两家垄断性厂商优势区域市场的空间有限。

预计未来 1~2 年，啤酒行业整合进程还将继续，公司面临来自华润雪花和青岛啤酒的竞争，但行业第三的地位将继续保持。

### 2011 年，大麦等农产品价格上涨，推高了啤酒的生产成本

我国啤酒工业的快速发展导致主要原料的市场需求不断增加。啤酒的主要生产原料为大麦、大米、麦芽、糖浆和啤酒花，其中大麦供应紧张，价格持续上涨。2004 年我国进口大麦平均单价上涨到每吨 200 美元以上后一直保持高位运行，2011 年上涨到每吨 383 美元。由于价格上涨，我国大麦的种植面积和大麦产量也在不断增加，从 2008 年以前的 60%~70%大麦需要进口，下降到 2011 年约有一半大麦进口。我国是世界上最大的啤酒大麦进口国，主要进口国为澳大利亚和加拿大。

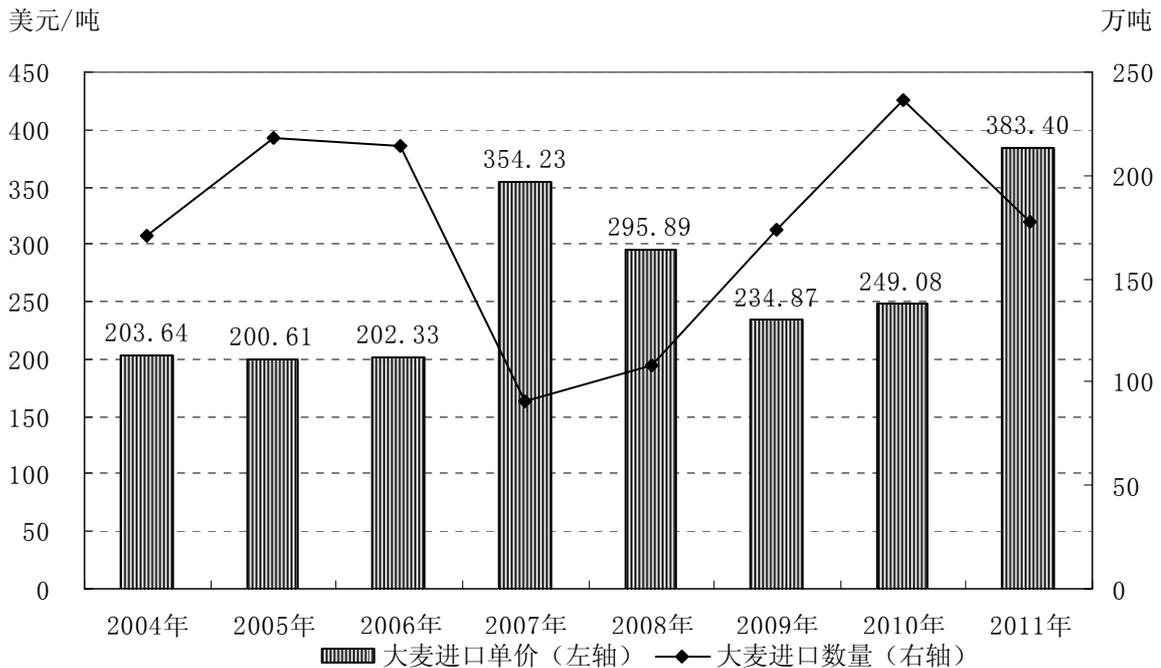


图 3 2004~2011 年我国大麦进口价格及进口数量情况

数据来源：Wind 资讯

为保障原材料保障，公司采取了一系列的措施。公司的啤酒大麦主要从澳大利亚、加拿大等国际市场以及内蒙古、甘肃等国内市场采购，其中进口啤酒大麦占公司采购量的 60%~70%，啤酒花主要从新疆、甘肃等地采购。公司对原料供应方要求提供齐全的资质证书，且依据国家标准和绿色食品标准，对每批原料进行进厂检验，有效保证了原料的质量

安全。公司长期以来一直与国内外大麦供应商保持着良好的长期合作关系，通过集中采购和科学选择采购时机控制采购成本，公司在内蒙古、新疆建立了麦芽加工基地，以确保国产大麦供应的稳定性。

2011年，公司陆续对多个地区的多个品种进行了科学合理的价格体系优化，积极进行产品组合升级，通过调整啤酒价格应对原材料等各项成本的上涨，保证了公司健康、持续发展。

### **2011年，公司品牌价值进一步提升；公司原有优势区域市场地位得到巩固，中西部市场得到进一步拓展**

公司持续推行“1+3”的品牌战略<sup>2</sup>，突出发展强势品牌产品，带动市场快速发展，实现“燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”四大品牌<sup>3</sup>集中度稳步提高，同时加快外埠子公司品牌结构性调整步伐，加快竞争力弱的小品牌产品退出步伐。

由睿富全球排行榜资讯集团与北京名牌资产评估有限公司共同发布的中国最有价值品牌排名中，2011年“燕京”品牌及“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”品牌价值合计281.17亿元，较2010年的229.52亿元增长51.65亿元，其中燕京品牌价值192.99亿元，比去年增长14.60%；“漓泉”品牌价值45.86亿元，比去年增长24.30%；“惠泉”品牌价值27.26亿元，比去年增长2.02%；“雪鹿”品牌价值15.06亿元，比去年增长13.40%。2012年，公司将加快燕京“一主三辅”品牌的整合步伐，做好品牌形象维护工作，强化“燕京”品牌在广大消费者心目中的位置，加强燕京品牌在公司全国市场上的主导作用。

多年来，公司在巩固传统的优势地区北京市场的基础上，积极进行全国市场战略布局。通过收购兼并、扩建新建等方式，已经形成了北京、广西、内蒙、福建、湖北五大核心优势竞争区域，在北京、广西、内蒙市场已经拥有绝对优势地位，近几年在广东、湖南、浙江、四川、新疆等市场也形成了局部优势，市场进展迅速，在新疆石河子地区的占有率超过了80%，占据主导地位。

2011年，公司在广西市场完成销量107万千升，同比增长12.16%，广西未来啤酒市场的增长潜力依然很大，是公司西南、华南啤酒市场的中坚力量；内蒙市场完成销量63万千升，同比增长15.09%；广东市场销量达43万千升，同比增长6.68%；新疆市场和销量实现了跨越式提升，完成销量13万千升，同比增长40.24%；四川市场完成销量14万千升，同比增长39.53%；山西市场完成销量9万千升，同比增长48.72%。2011年公司正式在台湾市场销售，将燕京啤酒引入台湾市场，满足台湾消费者的需求。

产品结构方面，公司坚持差异化竞争战略，大力实施产品结构调整，继续增加中高档酒的销售比例。公司大力开发技术含量高、附加值高的

<sup>2</sup> “1”是指“燕京”，“3”是指“漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”。

<sup>3</sup> 公司“燕京”品牌是全国性品牌，主要市场有北京地区及全国其他市场区域，“漓泉”品牌主要集中在广西市场，“惠泉”品牌主要集中在福建市场，“雪鹿”品牌主要集中在内蒙市场。

新品种，中高档啤酒品种比例不断提高。

### 公司实施品牌战略和国际化的发展战略，实施科技发展战略

在确保在中国啤酒行业中的前三强地位的同时，公司继续培育新的经济增长点，使企业继续保持快速、健康、稳定、高速发展态势。2012年公司将继续以技改扩建、收购兼并方式扩大规模。在“十二五”时期，实现啤酒产销量 800 万千升的目标。

## 财务分析

公司提供了 2009~2011 年和 2012 年第一季度财务报表，京都天华会计师事务所有限公司对公司 2009~2011 年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告，2012 年第一季度财务报表未经审计。

### 2011 年以来，公司资产规模有较大增长，公司资产仍以非流动资产为主

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司总资产分别为 118.56 亿元、146.71 亿元、166.79 亿元和 177.53 亿元，2011 年末较 2010 年末增加了 20.08 亿元，增长 13.69%。

公司总资产以非流动资产为主，2009~2011 年末及 2012 年 3 月末非流动资产占资产总额的比重分别为 67.02%、65.39%、63.76%和 60.54%，呈逐渐下降的态势。

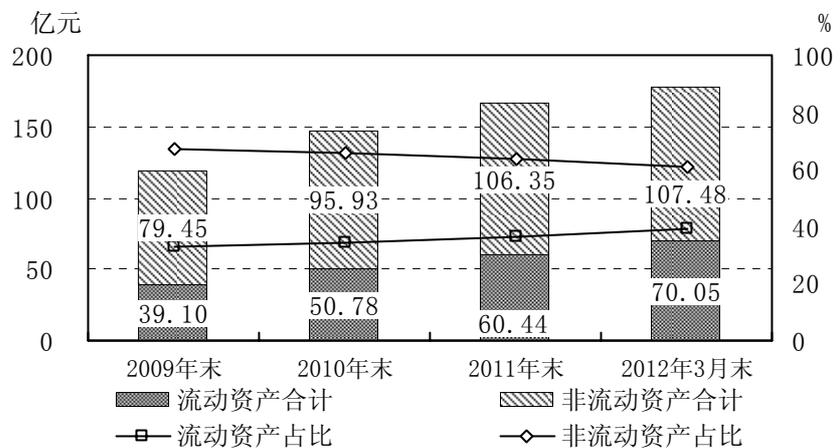


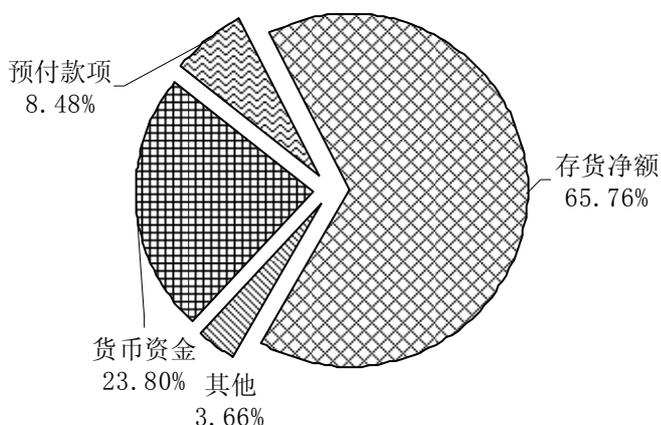
图 4 2009~2011 年末及 2012 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产以货币资金、存货、预付款项构成。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司货币资金余额分别为 10.42 亿元、15.16 亿元、14.38 和 17.56 亿元，分别占流动资产的 26.65%、29.86%、23.79%和 25.07%。2011 年末货币资金增长率为-5.19%；公司是快速消费品行业，应收账款较低，三年来约占公司流动资产的 3%左右。

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司存货分别为 24.30 亿元、29.83 亿元、39.72 和 40.94 亿元，分别占流动资产的 62.14%、58.74%、65.72%

和 58.45%，2011 年末存货较 2010 年末增加了 33.15%，主要是本公司原材料储备增加所致；2012 年 3 月末公司存货占比有小幅下降，主要是由于季节性因素所致，存货较低。公司的存货主要为啤酒生产所需大麦等原料、酒瓶等包装物、产成品。

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司预付款项分别为 2.25 亿元、4.31 亿元、4.09 亿元和 4.26 亿元，分别占流动资产的 5.76%、8.48%、6.77%和 6.08%，公司预付款项主要为预付原材料款和预付项目款。



**图 5 截至 2011 年末公司流动资产构成**

2009~2011 年及 2012 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 155.49 天、161.27 天、174.45 天和 212.14 天。2012 年一季度存货周转天数增加较多，主要是季节性因素使得存货较低所致。应收账款周转天数分别为 4.11 天、3.21 天、2.92 天和 4.12 天。

公司非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司固定资产分别为 68.51 亿元、74.76 亿元、86.30 和 85.58 亿元，分别占非流动资产的 86.22%、77.93%、81.15%和 79.62%。公司新建啤酒生产基地，在内蒙古、山西等地收购子公司，增加了较多固定资产，2011 年末由在建工程转入固定资产 14.90 亿元。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司在建工程余额分别为 3.52 亿元、10.08 亿元、7.97 亿元和 9.84 亿元；2011 年末较 2010 年末减少了 2.11 亿元，降低 20.93%，主要是公司扩建工程和技术改造工程竣工后转为固定资产所致。公司持续的改扩建资本支出，有助于公司提高产能产量，提高全国市场份额。

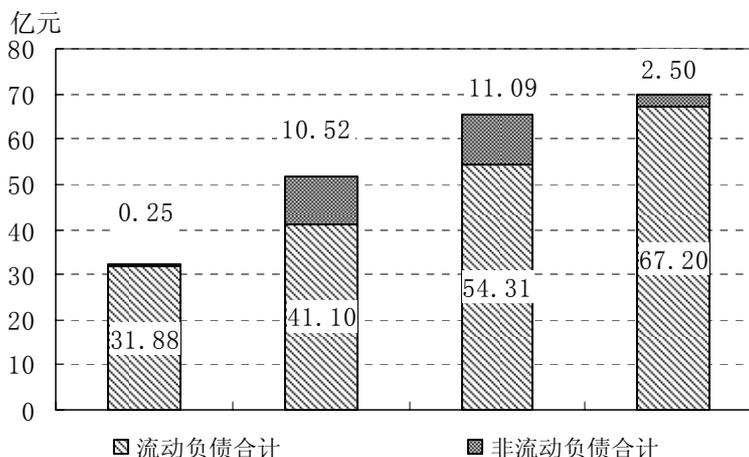
2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司无形资产分别为 6.13 亿元、7.11 亿元、6.88 亿元和 6.86 亿元，分别占非流动资产的 7.71%、7.42%、6.47%和 6.38%，2011 年末，无形资产较 2010 年末减少了 0.23 亿元，主

要是由本期摊销所致。公司无形资产主要为土地使用权。2011 年公司收购燕京内蒙古金川保健啤酒高科技有限公司和燕京啤酒（邢台）有限公司增加了公司商誉 0.86 亿元。

啤酒企业之间的竞争是以兼并收购、快速增产作为有效的竞争手段，能够保持高速的资产规模扩大是支撑产量增长和市场占有率提高的关键因素。公司近年来保持较高强度的资产性支出，在我国主要的啤酒上市公司中处于前列，有助于公司迅速提高产能，保持行业地位。预计未来 1~2 年，公司将保持收购、扩建的发展战略，继续扩大投资、生产规模，公司的资产规模将持续扩大。

**2011 年以来，公司负债规模由于公司业务规模扩大而有所增长，负债以流动负债为主；近年来公司长期负债有所增加，公司有多样化的融资渠道**

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司负债总额分别为 32.14 亿元、51.62 亿元、65.40 亿元和 69.70 亿元，2011 年末较 2010 年末增加了 13.79 亿元，增长了 26.71%，主要是由于公司业务规模扩大所相应增加的负债。公司负债以流动负债为主，2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司流动负债分别占总负债的 99.21%、79.62%、83.04%和 96.42%。2011 年末流动负债占比同比有所上升，主要是由于公司短期借款增加所致。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司资产负债率分别为 27.11%、35.18%、39.21%和 39.26%，资产负债率逐年提高。

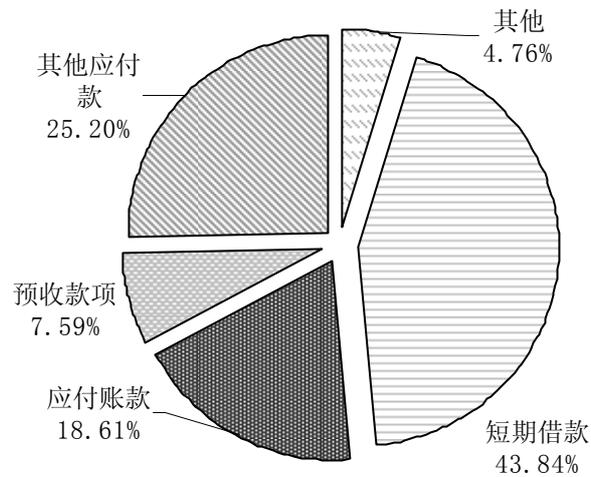


**图 6 2009~2011 年末及 2012 年 3 月末公司负债构成**

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和预收款项构成。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司短期借款分别为 12.05 亿元、16.21 亿元、23.81 亿元和 39.02 亿元，分别占流动负债的 37.80%、39.44%、43.84%和 58.06%。2011 年末较 2010 年末增加了 7.60 亿元，增长了 46.88%，主要是由于公司业务规模扩大所需流动资金增加而相应增加银行短期借款。

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司应付账款分别为 5.53 亿元、

8.03 亿元 10.11 亿元和 7.74 亿元，分别占流动负债的 17.35%、19.53%、18.61%和 11.52%，应付账款主要应付原材料款项；其他应付款分别为 8.84 亿元、12.17 亿元、13.69 亿元和 12.80 亿元，分别占流动负债 27.73%、29.61%、25.20%和 19.05%。



**图 7 2011 年末公司流动负债构成**

公司非流动负债主要是应付债券。2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司非流动负债分别为 0.25 亿元、10.52 亿元、11.09 亿元和 2.50 亿元，2010 年公司发行 11.30 亿元的可转换公司债券导致公司非流动负债有较大增长。

公司有息债务以短期有息负债为主。2010 年公司发行可转换公司债券使公司长期有息负债的比重有较大的提高。2012 年 3 月末，公司总有息债务为 43.19 亿元，占总负债的比重为 61.97%，有所提高。

**表 4 公司 2009~2011 年末及 2012 年 3 月末总有息债务及其构成情况**

指标	单位	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
短期有息债务	亿元	40.96	25.33	16.70	13.19
长期有息债务	亿元	2.23	10.83	10.33	0.09
<b>总有息债务</b>	<b>亿元</b>	<b>43.19</b>	<b>36.16</b>	<b>27.03</b>	<b>13.28</b>
短期有息债务占总息债务比重	%	94.83	70.06	61.79	99.34
长期有息债务占总息债务比重	%	5.17	29.94	38.21	0.66
<b>总有息债务占总负债比重</b>	<b>%</b>	<b>61.97</b>	<b>55.28</b>	<b>52.36</b>	<b>41.31</b>

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司的流动比率分别为 1.23 倍、

1.24 倍、1.11 倍和 1.04 倍，速动比率分别为 0.46 倍、0.51 倍、0.38 倍和 0.43 倍，速动比率较低是由于公司存货较高。

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司的债务资本比率分别为 13.32%、22.13%、26.29%和 28.60%；长期资产适合率分别为 115.10%、125.94%、119.85%和 118.50%，长期资本对长期资产有较好的保障。

截至 2012 年 3 月末，公司无对外担保。

2009~2011 年末及 2012 年 3 月末，公司所有者权益分别为 86.42 亿元、95.09 亿元、101.39 亿元和 107.83 亿元，其中归属母公司所有者权益分别为 73.55 亿元、81.75 亿元、87.53 亿元和 93.95 亿元，少数股东权益分别为 12.87 亿元、13.34 亿元、13.86 亿元和 13.88 亿元。公司所有者权益稳定增长。

公司资产负债率较低，债券融资存在较大空间，同时公司是上市公司，旗下子公司福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司（以下简称“惠泉啤酒”，股票代码“600573”）同为上市公司，股权融资渠道畅通。

### 2011 年，公司营业收入、利润总额和净利润继续增长，期间费用占营业收入的比重有所增加

2009~2011 年，公司实现营业收入分别为 94.90 亿元、102.98 亿元和 121.37 亿元，2011 年营业收入增长率为 17.85%；毛利率分别为 39.80%、41.33%、40.87%，毛利率较为稳定；利润总额分别为 9.28 亿元、10.88 亿元和 11.88 亿元，净利润分别为 7.52 亿元、8.68 亿元和 9.17 亿元，呈增长态势。2009~2011 年，公司总资产报酬率分别为 8.40%、7.88%和 8.12%，净资产收益率分别为 8.70%、9.13%和 9.05%。

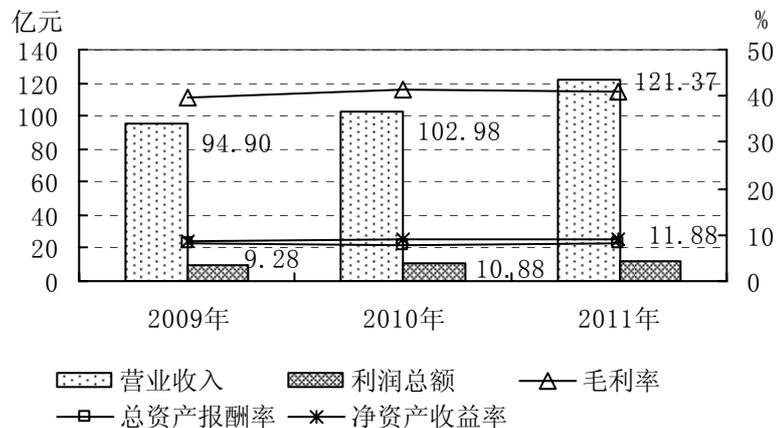


图 8 2009~2011 年公司营业收入及资产盈利能力情况

2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.13 亿元，同比增长 1.21%；毛利率为 34.51%；利润总额 0.88 亿元，同比增长 12.44%；净利润 0.50 亿元，同比增长 9.58%；净资产收益率为 0.46%。

2011 年，公司期间费用占营业收入的比重有所增长，达到 22.33%。2011 年，销售费用增长最快，同比增长 30.87%，主要是广告费、宣传活

动费和赞助费有较大幅度增加所致。

项目	2012 年 1~3 月	2011 年	2010 年	2009 年
销售费用	2.62	15.86	12.12	10.13
管理费用	2.43	10.01	8.29	7.43
财务费用	0.51	1.23	0.46	0.68
<b>期间费用合计</b>	<b>5.56</b>	<b>27.10</b>	<b>20.87</b>	<b>18.24</b>
销售费用占营业收入比	10.02	13.07	11.77	10.67
管理费用占营业收入比	9.31	8.25	8.05	7.83
财务费用占营业收入比	1.95	1.01	0.45	0.72
<b>期间费用占营业收入比</b>	<b>21.28</b>	<b>22.33</b>	<b>20.27</b>	<b>19.22</b>

公司经营业绩稳步增长，随着公司对行业内企业整合步伐的继续，公司生产规模进一步提高，预计未来 1~2 年，公司营业收入规模和利润有望继续扩大。

#### **2011 年，公司经营性净现金流同比下降，对债务的保障程度有所下降**

2009~2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 20.59 亿元、15.48 亿元和 8.24 亿元。2011 年较 2010 年减少了 7.24 亿元，主要是 2011 年公司经营活动中存货大幅增加所致；2009~2011 年，公司投资活动净现金流分别为-8.91 亿元、-23.12 亿元和-13.08 亿元，公司投资活动现金支出较大，是由于公司在新建扩产、技术改造的同时，不断兼并收购地方啤酒公司所致；筹资活动净现金流分别为-10.04 亿元、12.29 亿元和 4.30 亿元，2010 年公司筹资活动有较大的现金流入，主要是由于 2010 年公司发行可转换公司债券筹资 11.30 亿元，2011 年公司筹资活动现金流入大幅下降，主要是由于股价走低可转债达到了回售条件，公司购买可转债投资人回售的债券金额 2.62 亿元。2012 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 2.06 亿元、-8.25 亿元和 9.38 亿元。

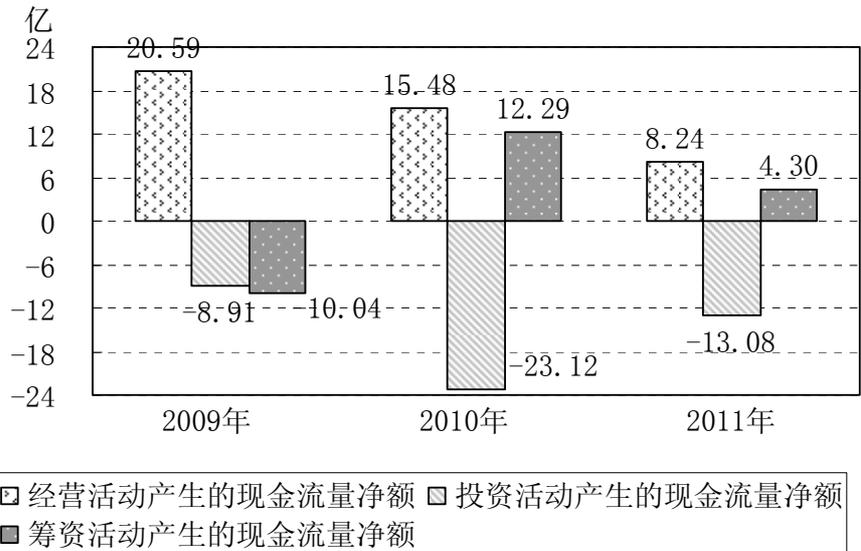


图9 2009~2011年公司现金流情况

2009~2011年，公司经营性净现金流与流动负债的比值分别为62.15%、42.43%和17.27%；经营性净现金流与总负债的比值分别为61.09%、36.97%和14.08%；经营性净现金流利息保障倍数分别为30.44、22.82倍和4.95倍。经营性净现金流对债务的保障程度有所下降。同期，EBIT利息保障倍数分别为14.72倍、17.03倍和8.14倍，EBITDA利息保障倍数分别为24.06倍、26.63倍和12.64倍。

2009~2011年末及2012年3月末，公司现金比率分别为32.69%、36.90%、26.47%和26.13%；现金回笼率分别为120.62%、117.41%、119.24%和152.35%。公司现金保有能力逐年增强，对流动负债的现金偿还能力逐渐增强，并且公司销售有稳定的现金回款，对公司正常经营提供了稳定的保障。

预计未来1~2年，随着公司经营逐步提高，公司经营性净现金流和现金水平有望进一步提高。

## 可转债信用分析

根据截至2012年3月末公司股价及相关数据，大公对本期可转债进行股本扩张能力、债券综合转股能力和回售保障能力进行评估。

### 公司净利润依旧保持一定的扩张能力，股价市盈率反弹提高了公司股本扩张能力

2010~2011年末及2012年3月末，公司的净利润扩张倍数分别为1.15倍、1.06倍和1.10倍，保持稳定；同期公司市盈率扩张倍数分别为0.83倍、0.68倍和1.10倍，主要是由于2011年第四季度股价有较大下降，2012年第一季度有所反弹，因此市盈率扩张倍数有所增长；潜在股本扩张倍数分别为0.96倍、0.72倍和1.20倍，有所提高。

2011 年末及 2012 年 3 月末，公司实际需要的股本扩张倍数分别为 1.04 倍和 1.06 倍，股本扩张能力分别为 0.69 倍和 1.13 倍。2012 年 3 月末公司潜在股本扩张能力有所加强，足以覆盖实际需要的股本扩张倍数，因此公司股本扩张能力有一定的提高。

### 2012 年，公司向下修正转股价格有助于公司的转股能力，本期可转债有较强的综合转股能力

本期可转债设置了转股价向下修正条款，本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续 30 个交易日中有不少于 20 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决，因此在公司股价下降的情况下有助于增强本期可转债的转股能力。

2012 年 3 月 23 日，公司 2012 年第一次临时股东大会审议通过了公司向下修正转股价至 15.37 元的议案，转股价格较初始转股价格 21.66 元有较大下降。由于转股价格有较大下调，本期可转债转股能力有较大提高，截至 2012 年 3 月 31 日，已累计转股 784,248,800 元。

本期可转债设置了回售条款，在本可转债转股期内，如果本公司股票任意连续 30 个交易日中有不少于 20 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%(含 130%，即 28.418 元)，本公司有权按照债券面值的 102%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债，赎回条款减弱了可转债转股能力。

本期可转债设置了有条件回售条款，在本可转债转股期内，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%（即 15.302 元）时，或可转债募集资金用途发生变更，则可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的 102%（含当期计息年度利息）回售给公司。

由于股价走低，达到了回售条件，2012 年 1 月 30 日至 2012 年 2 月 3 日，燕京转债发生回售金额 267,513,462 元（含税）。

公司股价表现和募集资金的使用对回售有一定的压力。

综合分析，本期可转债发生回售，增加了公司的偿债压力，另一方面，公司向下修正转股价格，发生了较大金额的转股，降低了公司的偿债压力，因此基本条款对公司的综合转股能力的影响一般。截至 2012 年 3 月 31 日，可转换债券余额为 83,483,100 元，偿债压力下降。基本条款对本期可转债转股能力影响如下表。

表 6 本期可转债基本条款对转股能力影响		
基本条款	2012 年 3 月末情况	对转股能力的影响
转股价修正条款	可向下修正	增强
转股价格	较低	增强
赎回条款	未达到赎回条件	一般
回售条款	达到回售条件	降低

### 公司未专门设置回售保障准备，但公司有较高的回售保障系数

本期可转债限定了有条件回售条款，公司没有专门为本期可转债设置回售准备措施。2011年，公司回售保障系数9.93倍。公司年经营性净现金流对本期可转债的回售具有较高的保障能力。

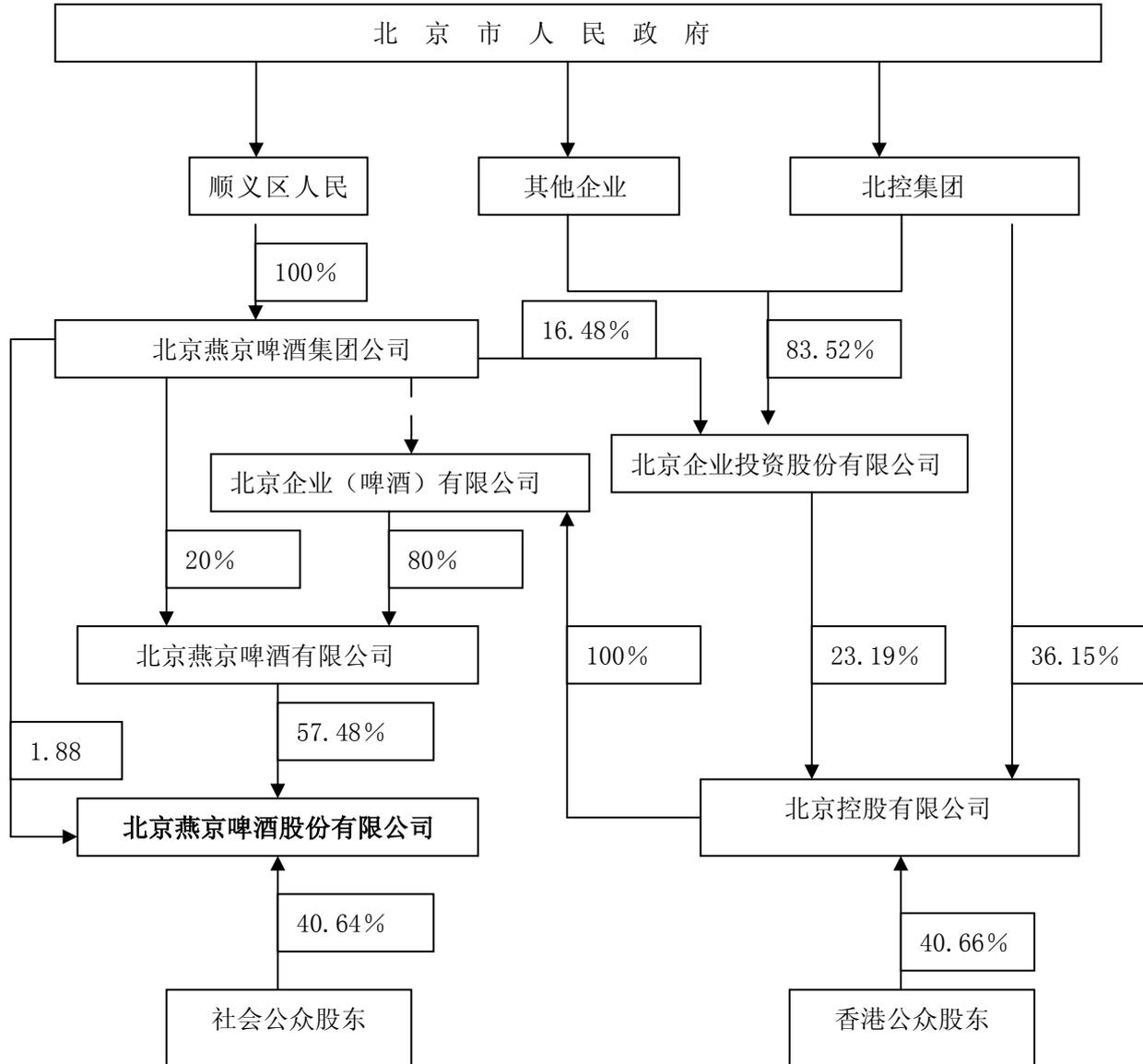
综合分析，2011年第二季度以来公司股价持续走低，引发了可转债回售，由于公司有较为充裕的经营性现金流保障，公司未发生回售困难；同时公司修正转股价格条款向下修正转股价格，保证了本期可转债仍具备较强的转股能力。预计未来1~2年，公司经营有望保持稳健增长，公司股本扩张能力、债券综合转股能力将保持稳定，公司回售保障系数将维持较高水平。

## 结论

预计未来1~2年，我国国民经济仍将保持快速增长的势头，啤酒消费需求进入稳定增长阶段，行业集中度进一步提升。随着啤酒行业竞争的日趋激烈，燕京啤酒的主要竞争对手华润雪花和青岛啤酒分别在产量和产品档次上各自占有强大的优势，公司在激烈的市场竞争中赶超龙头企业的难度较大，但作为国内第三大啤酒生产商中唯一内资品牌，2011年燕京啤酒依托有力的资金支持加速行业内企业收购活动，实现产能、产量的稳步扩张，市场地位进一步稳固，产品结构不断优化，毛利率稳步提高，品牌效应稳步加强。由于2011年第四季度公司经历了较大幅度的股价下降，由此引发可转债的回售以及调低转股价格，回售随着2012年一季度股价反弹，公司股本扩张能力有一定的提高，公司经营性净现金流对本期可转债的回售具有较高的保障作用。

综合分析，预计未来1~2年，公司将保持稳定的收入和利润增长，大公对燕京啤酒的评级展望为稳定。

## 附件 1 北京燕京啤酒股份有限公司股权结构图



**附件 2 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标**

单位：万元

年份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
资产类				
货币资金	175,638	143,774	151,638	104,227
应收票据	1,623	902	268	3,376
应收账款	11,726	12,198	7,511	10,843
其他应收款	59,209	9,014	7,006	7,078
预付款项	42,577	40,921	43,086	22,521
存货	409,415	397,200	298,304	243,003
流动资产合计	700,505	604,383	507,812	391,048
长期股权投资	6,654	6,654	19,854	6,654
固定资产	855,755	863,011	747,561	685,094
在建工程	98,399	79,738	100,839	35,249
无形资产	68,603	68,802	71,131	61,279
递延所得税资产	2,038	2,038	1,132	1,165
非流动资产合计	1,074,801	1,063,527	959,258	794,545
总资产	1,775,306	1,667,910	1,467,070	1,185,594
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.89	8.62	10.34	8.79
应收票据	0.09	0.05	0.02	0.28
应收账款	0.66	0.73	0.51	0.91
其他应收款	3.34	0.54	0.48	0.60
预付款项	2.40	2.45	2.94	1.90
存货	23.06	23.81	20.33	20.50
流动资产合计	39.46	36.24	34.61	32.98
固定资产净额	48.20	51.74	50.96	57.78
在建工程	5.54	4.78	6.87	2.97
无形资产	3.86	4.13	4.85	5.17
非流动资产合计	60.54	63.76	65.39	67.02

**附件 2 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标 (续表 1)**

单位: 万元

年份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
负债类				
短期借款	390,180	238,100	162,100	120,500
应付票据	5,850	1,123	3,945	2,383
应付账款	77,425	101,092	80,262	55,332
预收款项	44,484	41,236	28,839	27,782
应付职工薪酬	4,521	4,056	4,287	3,625
其他应付款	128,005	136,853	121,697	88,421
流动负债合计	672,043	543,114	410,977	318,823
长期借款	15,000	15,000	15,000	880
递延所得税负债	845	828	29	0
其他非流动负债	1,805	1,813	1,895	1,658
应付债券	7,327	93,271	88,271	0
非流动负债合计	24,977	110,913	105,195	2,538
负债合计	697,020	654,026	516,172	321,361
占负债总额比 (%)				
短期借款	55.98	36.41	31.40	37.50
应付票据	0.84	0.17	0.76	0.74
应付账款	11.11	15.46	15.55	17.22
预收款项	6.38	6.30	5.59	8.65
其他应付款	18.36	20.92	23.58	27.51
流动负债合计	96.42	83.04	79.62	99.21
长期借款	2.15	2.29	2.91	0.27
应付债券	1.05	14.26	17.10	0.00
非流动负债合计	3.58	16.96	20.38	0.79
权益类				
少数股东权益	138,816	138,609	133,419	128,699
实收资本(股本)	126,129	121,027	121,027	121,027
资本公积	445,209	389,902	389,623	365,299
盈余公积	103,052	103,052	87,837	76,080
未分配利润	265,080	261,294	218,993	173,127
归属于母公司所有者权益	939,470	875,275	817,479	735,533
所有者权益合计	1,078,286	1,013,883	950,898	864,232

**附件 2 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标 (续表 2)**

单位: 万元

年份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
<b>损益类</b>				
营业收入	261,263	1,213,684	1,029,839	949,012
营业成本	171,100	717,637	604,172	571,295
营业税金及附加	27,316	135,309	117,822	112,065
销售费用	26,188	158,625	121,213	101,283
管理费用	24,321	100,114	82,909	74,350
财务费用	5,100	12,293	4,611	6,815
投资收益	114	675	57	47
营业利润	7,351	89,956	98,410	81,866
营业外收支净额	1,400	28,843	10,380	10,969
利润总额	8,750	118,800	108,790	92,835
所得税	3,798	27,065	21,965	17,604
净利润	4,952	91,734	86,825	75,231
归属于母公司所有者的净利润	3,786	81,722	76,987	62,749
<b>占营业收入净额比 (%)</b>				
营业成本	65.49	59.13	58.67	60.20
营业税金及附加	10.46	11.15	11.44	11.81
销售费用	10.02	13.07	11.77	10.67
管理费用	9.31	8.25	8.05	7.83
财务费用	1.95	1.01	0.45	0.72
营业利润	2.81	7.41	9.56	8.63
利润总额	3.35	9.79	10.56	9.78
所得税	1.45	2.23	2.13	1.85
净利润	1.90	7.56	8.43	7.93
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	20,583	82,406	154,818	205,925
投资活动产生的现金流量净额	-82,536	-130,793	-231,233	-89,120
筹资活动产生的现金流量净额	93,817	42,972	122,892	-100,403
<b>财务指标</b>				
EBIT	8,750	135,448	115,576	99,599
EBITDA	-	207,462	180,724	162,785
总有息负债	431,938	361,575	270,278	132,763

**附件 2 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标 (续表 3)**

年份	2012年3月 (未经审计)	2011年	2010年	2009年
毛利率 (%)	34.51	40.87	41.33	39.80
营业利润率 (%)	2.81	7.41	9.56	8.63
总资产报酬率 (%)	0.49	8.12	7.88	8.40
净资产收益率 (%)	0.46	9.05	9.13	8.70
资产负债率 (%)	39.26	39.21	35.18	27.11
债务资本比率 (%)	28.60	26.29	22.13	13.32
长期资产适合率 (%)	118.50	119.85	125.94	115.10
流动比率 (倍)	1.04	1.11	1.24	1.23
速动比率 (倍)	0.43	0.38	0.51	0.46
保守速动比率 (倍)	0.26	0.27	0.37	0.34
存货周转天数 (天)	212.14	174.45	161.27	155.49
应收账款周转天数 (天)	4.12	2.92	3.21	4.50
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.39	17.27	42.43	62.15
经营性净现金流/总负债 (%)	3.05	14.08	36.97	61.09
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	4.95	22.82	30.44
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	8.14	17.03	14.72
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	12.46	26.63	24.06
现金比率 (%)	26.13	26.47	36.90	32.69
现金回笼率 (%)	152.35	119.24	117.41	120.62
担保比率 (%)	0.40	0.15	0.16	0.17
市盈率扩张倍数	1.10	0.68	0.83	1.15
净利润扩张倍数	1.10	1.06	1.15	1.39
股本扩张能力	1.20	0.69	0.92	-
回售保障系数	2.47	0.73	1.75	-

## 附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的长期债务 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

---

<sup>4</sup> 一季度取 90 天。

<sup>5</sup> 一季度取 90 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%
27. 净利润扩张倍数<sup>6</sup>=期末净利润数/期初净利润数
28. 市盈率扩张倍数<sup>7</sup>=期末市盈率/期初市盈率
29. 潜在股本扩张倍数=市盈率扩张倍数\*净利润扩张倍数
30. 实际需要的股本扩张倍数=（期末股本+发行债券期末余额/期末转股价格）/期末股本
31. 股本扩张能力=潜在股本扩张倍数/实际需要的股本扩张倍数
32. 回售保障系数=年经营性现金净流量 / 可转换债券余额

---

<sup>6</sup> 一季度取同比数值。

<sup>7</sup> 一季度数据做年化处理。

## 附件 4 可转换公司债券及主体信用等级符号和定义

大公可转换公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA 级：**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 级：**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 级：**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 级：**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 级：**偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B 级：**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 级：**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 级：**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 级：**不能偿还债务。

注：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。

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用者正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

三、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

四、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

五、在本报告信用等级有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

六、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。