

信用等级公告

联合[2017]1174 号

宿迁产业发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宿迁产业发展集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

宿迁产业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

宿迁产业发展集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年七月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宿迁产业发展集团有限公司

公开发行 2017 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）

信用评级分析报告

本次债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：本次发行总额不超过 20 亿元（含 20 亿元），本期发行 10 亿元
债券期限：10 年期，附第 5 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
还本付息方式：按年付息、到期还本
评级时间：2017 年 7 月 13 日

财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	589.08	656.48	700.21	684.80
所有者权益（亿元）	301.87	336.94	361.35	388.95
长期债务（亿元）	62.10	71.49	61.12	41.35
全部债务（亿元）	151.05	147.77	131.65	102.20
营业收入（亿元）	173.81	169.69	181.12	77.42
净利润（亿元）	45.10	53.25	58.22	26.77
EBITDA（亿元）	67.58	79.27	86.84	--
经营性净现金流（亿元）	28.88	62.13	82.86	13.63
营业利润率（%）	50.98	58.36	59.81	57.25
净资产收益率（%）	15.71	16.67	16.67	7.14
资产负债率（%）	48.76	48.67	48.39	43.20
全部债务资本化比（%）	33.35	30.49	26.70	20.81
流动比率（倍）	1.59	1.75	1.68	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.54	0.66	--
EBITDA 利息倍数（倍）	30.47	41.20	50.01	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.38	3.96	4.34	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，相关数据采用期初数值；3、2017 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“产发集团”）的评级反映了公司作为国内知名白酒酿造企业洋河集团的母公司，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持方面所具有的优势。公司经营效率良好、盈利能力强、现金流较为充沛、债务负担较轻，整体财务状况良好。同时，联合评级也关注到中央反腐政策影响高端白酒消费以及主打产品市场竞争日趋激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续专注于白酒的生产与销售，进一步扩大白酒的生产规模，积极拓展北方市场；同时，调整白酒产品结构，加大中高端白酒生产力度，提高产品毛利，公司经营情况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 子公司洋河集团所处的洋河镇素有“酒都”之称，酿酒历史悠久、水质优良；江苏省经济发达，对白酒消费能力较高，公司拥有良好的外部环境。

2. 公司拥有较强的技术研发实力，研发投入较多，并且坚持自主研发与产学研相结合的研发模式，已经获得数百项专利，在白酒行业有较强的技术优势。

3. 公司作为国有独资企业，一直受到宿迁市政府的资金支持，提升了公司资本实力。

4. 公司盈利能力强，现金流充沛，债务负担较轻，整体财务状况良好。

关注

1. 白酒行业企业数量众多，行业集中度不高，存在一定的产能过剩，公司未来将长时间面临激烈的竞争局面。同时我国积极推进反腐工作，对高端白酒行业需求形成较大影响。

2. 公司对关联方应收款规模大，且承担了部分政府项目，同时，公司存货规模大，均对公司的资金形成占用。

3. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

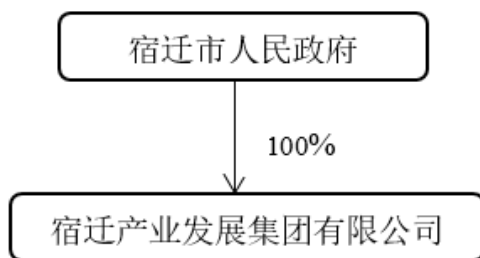


一、主体概况

宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“产发集团”）原名宿迁市国有资产投资有限公司，成立于 2007 年 11 月 5 日，是由宿迁市人民政府出资组建的有限责任公司（国有独资），公司初始注册资本为 500 万元。2007 年，经江苏省人民政府苏政复[2007]67 号文批准，宿迁市人民政府将江苏箭鹿毛纺股份有限公司（以下简称“箭鹿股份”）75.91%的股权无偿划入公司。经宿迁市人民政府宿政发[2009]131 号文批准，2010 年宿迁市人民政府将宿迁市同创信用担保有限公司（以下简称“同创担保”）100%的股权无偿划入公司。经宿迁市人民政府宿政发[2009]136 号文批准，江苏双沟集团有限公司（以下简称“双沟集团”）将持有的江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟股份”）26.92%股权无偿划入公司。2010 年 3 月，宿迁市人民政府对公司增资人民币 4.95 亿元，其中，以货币出资人民币 1.5 亿元，以持有的双沟股份和同创担保的股权共计出资人民币 3.45 亿元，增资后公司注册资本变更为 5.00 亿元。2010 年 12 月，经宿迁市人民政府宿政复[2010]43 号文批准，宿迁市人民政府将江苏洋河集团有限公司（以下简称“洋河集团”）与双沟集团 100%的股权无偿划入公司，同时将公司名称变更为“宿迁产业发展集团有限公司”。

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 5 亿元，控股股东和实际控制人为宿迁市人民政府（以下简称“宿迁市政府”）。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：授权范围内的国有资产营运；制造业和服务业的投资管理；高新技术成果转化风险投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 3 月底，公司下设综合管理部、法律事务部、项目投资部、资产管理部、财务审计部和监察室等 6 个职能部门（见附件 1），下辖 101 家全资及控股子公司，拥有在职员工 13,591 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 700.21 亿元，负债合计 338.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）361.35 亿元，其中归属母公司所有者权益 185.08 亿元。2016 年，公司实现营业收入 181.12 亿元，净利润（含少数股东损益）58.22 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 19.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 82.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-30.79 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 684.80 亿元，负债合计 295.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）388.95 亿元，其中归属母公司所有者权益 196.43 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.42 亿元，净利润（含少数股东损益）26.77 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 10.55 亿元，经营活动产生的现金流量净额 13.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.91 亿元。

公司注册地址：宿迁市南湖路 1 号（宿迁市党政办公大楼 236 房）；法定代表人：韩锋。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“宿迁产业发展集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）”，采取公开方式发行。本次债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），本期债券发行规模 10 亿元，期限为 10 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。每张票面金额为 100 元，按票面金额平价发行。本期债券票面利率在债券存续期内前 5 年固定不变。在本期债券存续期内第 5 年末，如公司行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率加调整基点，在债券存续期第 6 到第 10 年固定不变。本期债券前 5 年票面利率将根据询价或公开招标结果，由协议各方按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募资金拟用于偿还公司及子公司债务。

三、行业分析

公司主营业务为白酒生产与销售，所属行业为白酒制造业。

1. 行业概况

白酒为中国特有的一种蒸馏酒，是世界八大蒸馏酒之一，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒泛指以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质（糖质）原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑而酿制而成的各类酒。

从酿造条件的来看，白酒的酿造过程是酿酒微生物的自然富集过程，对气候、土壤、水源、生态环境等自然条件具有天然的依赖性，要酿造出好酒就必须拥有一个有利于酿酒微生物自然生长的环境；不同的酿造工艺和不同的自然环境形成的微生物菌群不同，导致形成的白酒风格各异。由于区域历史文化特点的不同和自然条件的差异，各地酿造的白酒风味独特，消费习惯较为稳定，这使得白酒酿造行业区别于一般的食品制造业，有经营区域性强和产品难复制的特点。目前，我国白酒一般可区分为酱香型、浓香型和清香型三种主要类型。

从产业链角度看，白酒酿造对水质和气候环境依赖很大，对粮食等原材料质量要求较高，下游需求受人们收入水平和消费偏好影响较大。水质和气候环境具有地域性，各地酿造的白酒各有特色，水供应较为易得。粮食是白酒酿造的主要原材料，但考虑到包装、广告等因素，粮食成本占比较少。2003~2015 年，我国粮食产量逐年增长，2015 年达到 62,143.92 万吨，同比增长 2.37%，2016 年我国粮食产量 61,623.90 万吨，同比减少 0.84%，略有下降；整体看，粮食供应较为充足。随着我国经济的快速发展，人均收入水平逐年提高，居民对酒类需求增加，同时考虑到商务、宴饮等因素，我国白酒需求呈快速上升趋势。

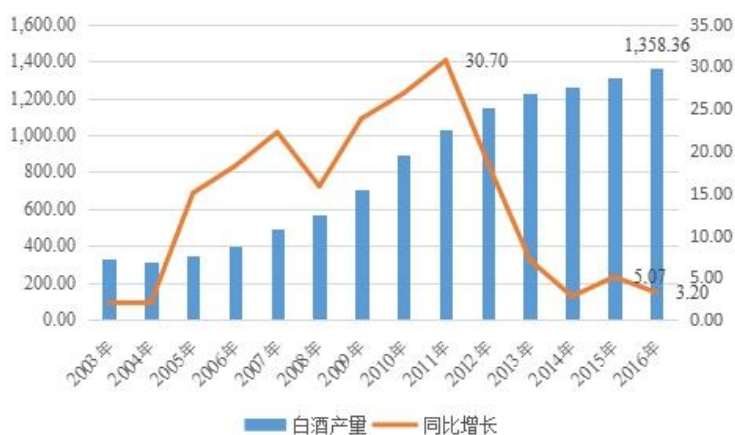
总体看，白酒是我国特有酒类，对水质和气候依赖较大，产品具有较强的地域特色；粮食是白酒酿造的主要原材料，但成本占比较低，当前供应较为充足；随着我国经济的快速发展和人均收入的水平的提高，对白酒消费需求增加。

2. 行业供应情况

在中国，酒文化作为一种特殊的文化形式具有其独特的地位，其中，尤以白酒文化最为典型。中国以农业立国，在国家的发展过程中，政治、经济等社会活动皆以农业发展为立足点，而白酒以粮食为主要原料酿造，紧紧依附于农业，成为农业经济的一部分，渗透到社会生活的各个领域。

随着我国粮食产量的迅速增长，可用于酿酒的粮食供应充足，白酒产量逐年上升。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”等因素的影响，我国白酒产量增速开始放缓，2014 年我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。2016 年，我国白酒产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.20%。具体如下图所示。

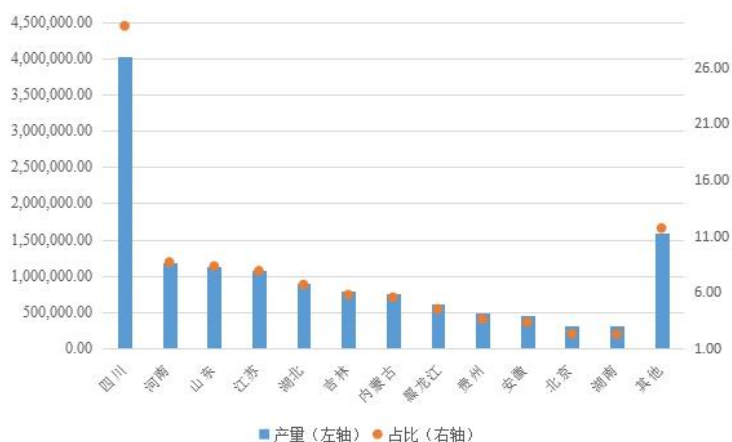
图 2 2003 年以来我国白酒产量情况（单位：万千升、%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

从地域分布来看，我国白酒产量分布较为集中。如下图所示，2016 年，四川、河南、山东、江苏四个省份白酒产量合计占到我国白酒产量的 54.46%，白酒产量前 10 大省份合计占比达到 83.79%。四川是我国白酒产量最大的地区，2016 年白酒产量达到 402.67 万千升，占我国白酒产量的 29.64%。

图 3 2016 年我国白酒产量地区分布情况（单位：千升、%）



资料来源：Wind 资讯

从白酒生产流程来看，粮食经过发酵后首先成为基酒，基酒一般储存一段时间后，按照一定比

例勾兑为成品白酒。成品酒生产耗时较短，一般可根据市场需求迅速生产；基酒酿造包含发酵、储存等流程，耗时较长。白酒的供给主要取决于生产企业的基酒储量。

从目前国内主流白酒品类来看，酱香型基酒的制造工艺最为复杂。由于要求投料和制曲温度，同时发酵和蒸馏次数较多，酱香型白酒的生产周期一般为 1 年左右，基酒要储存 3~5 年的时间才能达到优质酒所要求的口感和纯度。浓香型白酒的生产周期和存酒时间要略短一些，一般 3 个月左右可以完成发酵。但是由于浓香型白酒是续糟配料，讲究“千年老窖，万年糟”，也就是越老的窖池产出的基酒的品质越好，所以新建的产能很难达到优质白酒的要求；同时，浓香型白酒采取分段取酒，即在白酒的蒸馏过程中，酒头、酒中、酒尾的品质存在巨大差距，一般来说，浓香型白酒的优质酒产出率只有 20% 左右，这造成浓香型基酒生产中存在中高端、低端等不同档次的基酒。清香型基酒工艺相对简单，一般 2 个月就能完成发酵生产，基酒储存 1~2 年就能进行勾兑、销售；但目前清香型白酒的市场接受度较低，仅占 10% 左右，并以低端产品为主。此外，每年 7~8 月我国南方地区由于气温过高，一般停止酿造基酒，因此基酒酿造受限因素较多，耗时较长。基酒酿造受水质、气候因素影响较大，具有地域性，是决定成品酒质量与特性的重要因素，不同白酒生产企业酿造的基酒各有差异。

总体看，我国白酒产量呈逐年增长趋势，2005~2012 年增速较高，2014 年以来增速处于较低水平；白酒生产地域集中度较高，四川是我国白酒的主要产地；白酒供应量取决于基酒库存，基酒生产耗时较长，不同企业基酒有所差异。

3. 行业需求情况

白酒是我国的特有酒类，融入了我国居民生活的方方面面，其需求受到商务宴会需求、居民生活需求、地域需求等诸多因素的影响。虽然目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”等政策性因素可能对白酒的需求有一定的影响，但引发白酒需求的因素仍然存在。

我国有着独特的酒文化，白酒作为情感沟通的主要工具，在商务、宴会等场合具有特殊的作用。随着我国经济的快速发展，商务、政务活动也呈上升趋势，增加了对白酒、特别是高端白酒的需求。如下图所示，白酒销量随着 GDP 增长而增长；2004~2010 年，我国 GDP 增长呈增长状态，同时，白酒（折 65 度）销量的同比增速也处于较高水平。2011 年起，受国际经济危机的冲击，我国经济增速放缓，带动了商务活动需求下降，同时政府开始实施“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等政策，导致了白酒销量增速的下降。未来，我国经济将换挡低速增长，同时受政府反腐政策的影响，商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态。

图 4 2004~2016 年我国白酒销量与 GDP 增长情况（单位：万千升、千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

从终端消费来看，白酒消费需求主要受人民收入增长的影响。白酒本身是一种饮食嗜好品，不是必需品，白酒的消费需求只有在收入不断增加的情况下才会出现，中国历来也有量入而出的消费习惯，进一步说明了白酒消费需求增加的根本原因是经济发展带来的居民收入的不断提高，居民收入的增速与白酒产量增速具有相关拟合性，且先于产量反应。随着我国居民收入水平的不断提高（如下图所示），对白酒的消费结构也不断调整、升级，逐渐的由低档白酒向中高档白酒转换。受限于收入水平，我国居民家庭对高端白酒的需求相对较少，未来居民家庭对白酒的需求主要集中于中端、次高端。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，预期白酒发展前景良好。

图 5 2004~2016 年我国居民收入情况（单位：元、%）

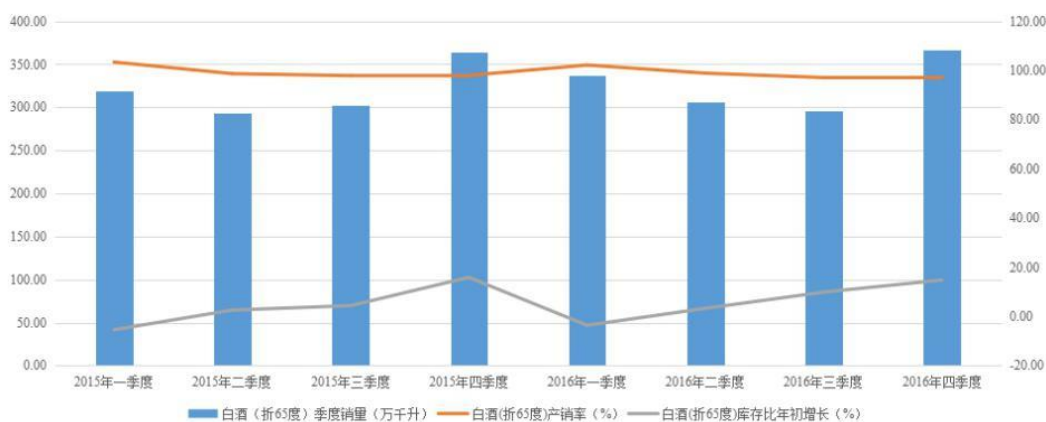


资料来源：Wind 资讯

注：农村居民家庭人均年纯收入缺 2016 年数据

白酒并非生活必需品，人们日常消费数量较少，一般在节假日消费、特别是春节，呈现出明显的季节性特征。如下图所示，我国第四季度白酒销量明显高于其他季度，主要是春节因素带来的销量增长，每年一季度白酒产销率较高、库存明显下降（由于春节主要按照农历庆祝，每年公历日期有所差异，可能带来时间的不一致）。此外，白酒销售具有明显的地域性特征。受气候因素的影响，北方地区对白酒的需求相对较多，特别是山东、北京、东北、内蒙古等地区白酒需求量较大。

图 6 2015~2016 年我国白酒销量季度变化情况（单位：万千升、%）



资料来源：Wind 资讯

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%左右，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。虽然浓香型白酒市场占比较高，考虑到白酒作为快速消费品，其购买需求受广告等媒体因素影响较大。

总体看，当前反腐政策对白酒消费形成较大抑制，但拉动白酒需求增长的因素仍然存在；商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态，居民收入水平的提高引发了中端、次高端白酒需求的增长；白酒需求具有较强的季节性和地域性，受广告因素影响较大。

4. 行业竞争

（1）进出壁垒

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要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相对较低。过去十几年白酒行业快速发展且毛利率较高，吸引了较多资本进入。白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。截至 2015 年 10 月底，全国规模以上白酒生产企业就有 1,563 家，小企业的数量更是远远超过了上述数字。

目前，国内规模以上白酒生产企业工序较长且比较复杂，需要配备灌装、勾调等生产线，需要专门的研发设备和酒窖，这使得白酒企业的专用设备较多，企业的退出成本较高。

（2）行业集中度

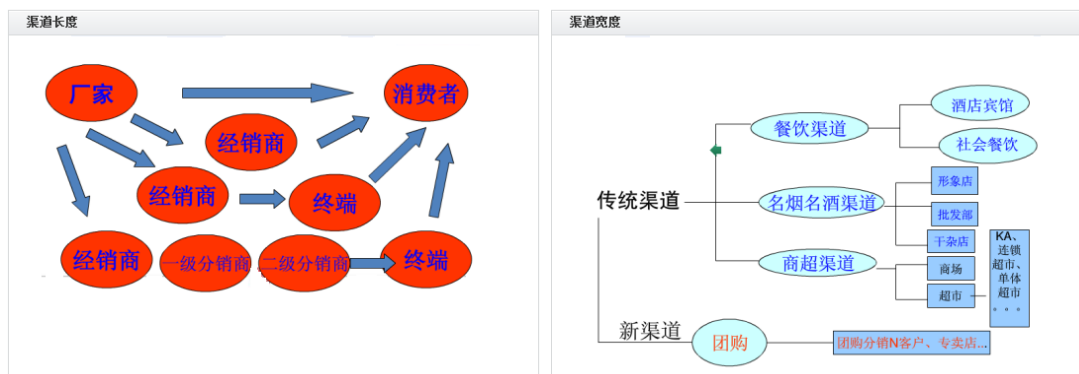
从白酒行业前十七家上市公司的市场占有率来看，贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 10.00%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也仅在 20.00%左右，白酒行业近似是完全竞争行业，没有任何单一企业拥有行业垄断地位。由于白酒行业的进入壁垒较低、行业集中度较低和退出壁垒较高，一旦行业整体的销量放缓，行业内现有企业的竞争就会变得非常激烈。此时，除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外，大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争，而价格竞争不利于行业整体盈利能力的提高。

随着 2013 年以来白酒行业逐渐进入行业调整期，产能过剩的状况有望通过小的白酒企业退出得以缓解，行业内的兼并收购也会使得行业集中度在未来上升。

（3）重视渠道建设

销售渠道方面，传统上白酒企业主要通过下游经销商的批发零售到达消费者，当前白酒生产企业越来越重视直接介入对销售终端的营销。在各类销售终端中，大中型酒店主要消费中高档白酒，并通过影响消费者心理带动商超销售；大型商超对于产品的面市率有一定的影响。白酒销售的渠道分布较为均匀，餐饮虽然拥有较高比重，商超、专卖所销售比例亦为不小，而团购、直销等模式在白酒销售中也拥有一定比例。

图 7 白酒行业下游主要渠道



资料来源：Wind 资讯

（4）聚焦于中高端产品的竞争

从量计税政策的实施，促使白酒企业开发高端白酒以减少税负；2012 年开始的整治三公消费政策，使白酒消费由政务消费转向大众消费，产品结构转向中端，高端白酒降价。同时，我国居民收入水平逐年提高，居民消费能力提升带动了白酒消费结构的上移，中端、次高端白酒产品具有较高的性价比，是大众消费的主要领域。供给端、消费端同时向中端、次高端白酒领域发力，未来该领域竞争将较为激烈。

总体看，白酒行业目前产能过剩，行业集中度不高，中低档白酒以价格竞争为主；未来行业竞争将聚焦于渠道建设，产品竞争聚焦于中高端。

5. 行业政策

2013 年 11 月，中华人民共和国商务部 2013 年 21 号公告颁布了《酒类行业流通服务规范》，规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。

2013 年 12 月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，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；强化监督管理，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》，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。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险，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。

6. 行业关注

(1) 产能过剩

根据《中国酿酒产业“十三五”发展规划》的目标，2020年，白酒行业规划产量为1,580万千升，比2015年的1,312.8万千升增长20.35%，年均复合增长3.77%。

按照业内的估计，白酒行业产量过剩超过500万千升，而白酒产品市场容量是有限的，目前行业的产量规模超过了消费量一倍。2013年伊始，受宏观经济放缓、限制三公消费政策影响，白酒消费需求大幅萎缩，消费量下滑明显，产能过剩危机更加凸显。

(2) 行业分化

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。

(3) 替代品的威胁

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。80后、90后消费者对白酒的喜好程度远低于他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

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。

(4) 政策性风险

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。

(5) 食品安全

白酒作为食品关系到人们的生命财产安全，其安全性受到越来越多的关注。2012年，“塑化剂事件”和“勾兑门事件”对白酒行业发展形成了较大的冲击。未来，仍需关注食品安全性对白酒行业发展的影响。

7. 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、商务宴请的刚性支出。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。

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

总体看，2013 年以来，受中央政策和宏观经济下行影响，目前我国白酒行业处于调整期，行业运行较稳定，行业增速有回暖迹象；未来白酒行业将继续保持稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是江苏省最大的白酒生产基地，代表产品有洋河经典系列和绵柔香型苏酒系列白酒。截至 2017 年 3 月底，公司通过洋河集团间接持有洋河股份 34.10% 股份，为洋河股份第一大股东。截至 2017 年 3 月底，公司总资产合计 684.80 亿元，生产厂区总占地面积 70 余万平方米，公司现拥有多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 29 万吨。公司主要在建项目包括 3 万吨名优酒酿造技改工程等，均已进入建设施工的后期，在建项目计划总投资 33.19 亿元，目前已完成投资 41.29 亿元，项目建成后，将有效提高公司产能，优化公司产品结构，提升公司综合竞争力。

公司通过了包括 ISO9002 质量体系、ISO14001 环境体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系和 HACCP 食品卫生安全控制体系在内的整合型体系认证，建立了产品质量保证的完整体系。公司成立了省级企业技术中心，被省经贸委授予博士后技术创新中心称号，并被表彰为省“九五”产学研合作先进单位。洋河酒厂参与起草浓香型白酒国家新标准，公司下设江苏省酿酒工程技术研究中心于 2004 年通过了项目建设省级验收。近年来，公司先后获得了全国酿酒行业百名先进企业、中国食品工业质量效益型先进企业、中国白酒百强企业、经济效益十佳企业和省纳税百强企业等多项殊荣。公司还获得“洋河”、“蓝色经典”、“梦之蓝”、“双沟”和“双沟珍宝坊”五个中国驰名商标，成为白酒行业拥有中国驰名商标数量最多的公司。

公司的主要产品为洋河经典系列白酒，主要度数包括 38 度、42 度、46 度等，并根据不同区域的消费者需求作出调整；产品在风格上突出绵柔、淡雅的特点，实现产品差异化。目标群体主要是政府机关、企事业单位以及商务人士，产品覆盖中低高端不同层次市场。

公司洋河蓝色经典系列白酒主要销往湖北、安徽、江苏、广东、浙江、湖南等全国 28 个省、自治区、直辖市。截至 2014 年底，产品销售已覆盖全国。截至 2016 年底，产品投放市场以来已实现年销售突破 164.99 亿元，目前正处于市场平稳过渡期，虽受到国家政策方面影响，但公司产品的市场占有率依然稳固，销售收入也在稳步增长。

公司下属全资子公司宿迁市第一毛条厂有限公司拥有 1 条进口制条生产线、3 条国产制条生产线，具有年产 3,000 吨毛条的生产能力，主要为公司精纺呢绒生产配套。下属箭鹿制衣有限公司，年产各类制服、西服、休闲服 150 万套，是军队、公安、保安、铁路税务等行业制服定点生产企业。公司精毛纺生产上下产业链的延伸，为精纺呢绒产品提高质量、降低成本和销售提供了保证。

总体看，公司作为著名白酒生产企业，生产规模较大，产品质量优异，销售地域覆盖全国，具有一定的竞争优势。同时，公司在面料或制服领域的主要客户为各党政机关及司法系统等单位，具有一定行业竞争力。

2. 技术与工艺水平

公司始终把握自身产品特点进行技术研发、改进生产工艺。公司孙公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）的省级重大研发机构“江苏省生物酿酒技术研究院”已得到江苏省科技厅的批准。2001 年以来，公司分别研发了“窖泥高效功能菌 YH-LC1 菌的研究与应用”、“新窖老熟新技术在洋河大曲中的研究与运用”、“江淮流域多粮型酒发酵工艺的研究和应用”以及“绵

柔型白酒新技术”等四项核心生产技术，并已经由江苏省科技厅等部门组织鉴定，分别获得省级和市级科研成果等奖项。公司拥有 2 名中国白酒专业委员会专家组专家，2 名中国评酒大师，4 名中国白酒大师，4 名中国白酒工艺大师，16 名国家品酒委员，19 名省级品酒委员，1,782 名技术类人员。

纺织方面，公司为适应市场需求，提升产品质量和档次，先后从德国、意大利、比利时、法国等国家引进混条、针梳、粗纱、细纱、自动络筒、倍捻机、剑杆织机、高速洗缩联合机、四刀剪毛机、KD-1600 罐蒸机、平洗连煮机等具有国际先进水平的纺、织、染和后整理设备及乌斯特条杆分析仪等精密检测仪器，织机无梭化率达 100%，产品质量一等品率达 99% 以上。

公司 2000 年成立了技术中心，2001 年通过省级技术中心认定，2006 年被认定为省级高新技术企业，2009 年被认定为国家级高新技术企业，2012 年完成了《基于 PTT 及其复合纤维面料制造的关键技术与产业化》江苏省重大科技成果转化专项资金项目验收。技术中心检测和试验设备配套齐全，其中引进美国 SF-600PLUS 型色光测试仪、瑞士乌斯特条干仪和日本 4Dbox 设计软件等代表世界先进水平的检测设备。公司拥有专利 98 件，其中发明专利 4 件、实用新型 9 件、外观专利 85 件。制订企业技术标准 7 份，中国人民解放军总后勤部物资油料部颁标准 1 份，其他行业标准 3 份。2015 年公司有 15 个新产品被评为省级新产品，产品多次获得“唯尔佳”新产品奖或入围中国流行面料。

从研发投入来看，2014~2016 年，公司在研发方面投入资金大约为 7,544.70 万元、10,151.66 万元和 5,026.58 万元，占营业收入的比重分别为 0.43%、0.60% 和 0.28%。在酒体设计方面，技术中心开发出了上百种产品，积累了丰富的白酒酒体设计开发经验。

总体看，公司在白酒领域科研投入较大，具备较强的技术优势，有助于公司未来在白酒领域进行差异化竞争。同时，公司纺织精密仪器较为先进，提升了公司竞争优势。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共 11 名，公司高管人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长韩锋先生，1962 年生，研究生学历；1983~1996 年任宿迁市财政局办事员、副股长、股长；1996~2003 年任宿迁市财政局科员、副科长、科长；2003~2004 年任宿迁市交通投资有限公司总经理；2004~2006 年任泗阳县副县长、党组成员；2006~2010 年任泗阳县委常委、副县长、党组成员；2010 年至今任公司董事长，兼任江苏双沟集团有限公司董事长、江苏洋河集团有限公司董事长和江苏洋河酒厂股份有限公司董事。

公司总经理任江先生，1963 年生，研究生学历；1982~1984 年任沭阳县农机公司会计；1984~1988 年任沭阳县农机局总账会计；1988~1996 年任沭阳县财政局综合股办事员、预算股总预算会计、预算股股长；1997~2000 年任宿迁市财政局行财科副科长兼市政府采购中心、会计核算中心副主任（主持工作）；2000~2001 年任宿迁市财政局财监科科长，兼宿迁市城市信用社中心社主任；2001~2008 年任宿迁市财政局农业处处长兼农发办主任；2008~2009 年任宿迁市财政局综合处处长，期间兼任宿迁市国丰资产管理有限公司副总经理；2009~2015 年任宿迁市国丰资产管理有限公司总经理，兼任国丰资产管理有限公司、宿迁市国昇担保有限公司、江苏淮海融资租赁有限公司执行董事；2015 年 11 月至今任公司党委副书记、总经理。

截至 2017 年 3 月底，公司共有员工 13,591 人，其中生产人员 5,946 人，占 43.75%；销售人员 4,199 人，占 30.90%；技术人员 1,783 人，占 13.12%；管理人员 1,673 人，占 12.31%。公司员工高中及以下学历 6,493 人，占 47.77%；大专学历 3,849 人，占 28.32%；本科及以上学历 3,249 人，占

23.91%。

总体看，公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司员工学历和岗位构成能够满足公司经营发展的需要。

4. 区域环境

江苏省是公司第一销售大区，2016 年公司来自江苏省的白酒销售收入占白酒总销售收入比重达 54.82%，江苏省的经济发展状况与公司的销售收入密切相关。

根据国家统计局初步核定，2016 年，江苏省实现地区生产总值（GDP）76,086.2 亿元，比上年增长 7.8%。第一产业增加值 4,078.5 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 33,855.7 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 38,152 亿元，增长 9.2%，财政收入增长较快。农业方面，2016 年，江苏全省粮食播种面积 543.3 万公顷，比上年增加 0.8 万公顷。

2016 年底，江苏省常住人口为 7,998.6 万人。当年江苏全省实现社会消费品零售总额 28,707.1 亿元，增长 10.9%。商品零售增速稳中有升。全年全省居民人均可支配收入 32,070 元，比上年增长 8.6%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 40,152 元，增长 8.0%；农村居民人均可支配收入 17,606 元，增长 8.3%。居民生活水平持续改善。

公司子公司洋河集团所处的洋河镇位于宿迁市南部，隶属洋河新区，位于泗阳县、泗洪县交界处。洋河素有“酒都”之称，洋河新城按照“一年打基础，两年见成效、三年大变样”的总体要求，借助洋河酒业规模扩张、转型的机遇加速发展，打造工业高地，投资“洼地”，制定优惠政策，吸引外来项目，城区现有工业企业 500 余家，形成了酿酒、纺织、包装物流和木材加工四大主导产业。宿迁市交通便利，京杭大运河纵贯南北，京沪、宁宿徐、徐宿淮盐高速公路建成通车，新长铁路、205 国道穿境而过，宿新高速、宿淮铁路全面开工。宿迁市西距徐州观音国际机场 60 公里，北离连云港白塔埠机场 100 公里，空港优势非常明显。

总体看，随着江苏省居民人均可支配收入的增加，居民消费能力有所提升，偏向于消费名优白酒，更关注白酒的品质和品牌。江苏省经济的良好发展和较高的人口密度及公司所处的洋河镇优越的地理交通条件为公司业务发展提供了较好的外部环境。

五、公司治理

1. 治理结构

公司根据《公司法》及有关法律和法规的要求，建立了较为完善的法人治理结构。

公司是国有独资公司，未设股东会，董事会是公司的决策机构，董事会对宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会负责。经宿迁市国资委授权，董事会可以行使公司出资人的部分职权。

公司设董事会，成员 5 人，非职工代表的董事会成员由宿迁市国资委委派，设董事长 1 人，由宿迁市人民政府从董事中研究确定。董事长为公司的法定代表人。董事会成员任期 3 年，任期届满可连任。

公司设监事会，成员 5 人，设监事会主席 1 人，由宿迁市国资委从监事会成员中研究确定，其中职工代表比例为五分之一。监事会成员由宿迁市国资委委派，但是监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会为公司的监督机构，对宿迁市国资委负责。监事会每届任期 3 年，任期届满可连任。监事会主席列席公司董事会。

公司设总经理 1 人，总理由董事会提名，报市国资委批准。副总经理、财务主管等公司高管人员由总经理提名，经董事会确认，由董事会聘任。总经理对董事会负责。公司的日常经营活动和

管理机构由总经理负责。总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

总体看，公司拥有较为完善的法人治理结构，运行较规范。

2. 管理体制

公司建立了涵盖生产、采购、销售、资产管理、存货管理、资金管理较为完整的内部控制制度。公司对下属公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键环节进行。

对下属控股子公司的管理和控制方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董事、监事人员，通过董事会向子公司委派、推荐总经理、财务总监等高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大融投资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时并对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。在必要时，经子公司董事会同意，公司可要求中介机构或内部稽核部门到被投资公司了解财务状况与经营情况，并将审计结果报送到集团的管理层。除行使股东权利外，公司原则上不干预子公司的日常经营活动。

财务管理方面，公司制订了一系列财务管理相关制度，其中：《宿迁产业发展集团有限公司财务管理制度》对财务核算及管理的各项基础工作加以规范，对公司财务报告和财务评价及会计档案管理等作出明确规定；为加强对货币资金的内部控制，保证货币资金的安全，提高货币资金的使用效益，公司制定了《货币资金管理制度》，对资金的审批、用款审批手续、应收应付款管理、费用报销、在建工程管理及价格管理等作出明确规定。

生产经营方面，公司的生产经营主要集中在间接控股子公司洋河股份。洋河股份根据自身生产经营特点和企业发展需要，制定了一系列业务流程管控制度，包括：《产品设计和开发管理程序》、《产品要求确定和评审管理程序》、《顾客信息管理程序》、《成品酒配送程序》、《兑奖卡管理办法》等销售管理制度；《供应商管理办法》、《采购合同管理办法》、《采购管理程序》等采购管理制度；《科研试验管理及成果推广办法》、《6S 现场管理奖惩办法》、《窖池管理制度》、《生产工艺管理制度》、《流程管理红白票制度》、《设备管理办法》、《能源管理办法》、《包装材料损耗管理规定》、《成品酒管理办法》等生产管理制度；《食品防护办法》、《质量事故处理规定》、《原辅燃料验收规定》、《不合格包装材料处理办法》、《在库物资复检制度》等质量管理制度。

融资管理方面，公司根据自身实际状况制定了相关的融资管理制度，要求下属主要子公司将融资需求编入年度财务预算，并上报公司审核通过；下属子公司在签订长短期借款合同后的 5 日内，需上报备案。在内部融资管理方面，公司要求资金需求方在内部融资预算范围内提前一个月将书面文件上报，交由公司董事会审核批准后实施。

投资管理方面，为了引导企业加强对长期股权投资的内部控制，提高投资决策效率，防范投资风险，公司制定了《对外投资管理制度》，规定了公司对外投资应符合公司发展战略，就对外投资管理的组织机构、对外投资的审批权限、对外投资管理、对外投资的转让与收回、对外投资的财务管理及审计等进行了明确规定。规定对于重大投资项目可聘请专家或中介机构进行评审和可行性分析论证，规定了董事会和股东关于对外投资的决策权限，规定公司有关归口管理部门负责对投资项目实施运作情况实行全过程的监督、检查和评价，规定公司对外投资组建合作、合资公司时，应派出人员参与和监督新建公司的运营决策。

对外担保管理方面，为规范公司对外担保行为，有效防范对外担保风险，公司制定了《宿迁产业发展集团有限公司对外担保制度》。公司对外提供担保的对象为经营正常、征信记录良好的市级平台公司及市内重点大中型企业，担保金额要求在总量控制的条件下单户企业规模适度、额度占比适中，切实落实反担保措施，严禁被担保企业互保。章程规定公司（包括子公司）对子公司以外的担保，须经股东批准通过；由董事会审批的对外担保，除应当经全体董事的过半数通过外，还应当经出席董事会的三分之二以上董事审议同意。对集团内企业担保以及对集团外企业担保金额在 5,000 万元以内，由公司董事会负责审批，对集团外企业担保须上报宿迁市国资委，并经宿迁市国资委批准。

总体来看，公司管理运作规范，内部控制有效，其管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为白酒、红酒的生产和其他业务；白酒包括中高档白酒和普通白酒，其他业务包括粮食收储、纺织及服装销售、项里景区收入、码头装卸、担保及贷款利息收入等。其中，中高档白酒包括“洋河蓝色经典”系列、“双沟珍宝坊”、“青花瓷”、洋河大曲系列，普通白酒包括洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。

2014~2016 年，公司分别实现营业收入 173.81 亿元、169.69 亿元和 181.12 亿元，整体呈波动上升态势，年均复合增长 2.08%。近三年，公司分别实现净利润 45.10 亿元、53.25 亿元和 58.22 亿元，呈现持续上升态势，其中，2015 年公司净利润较 2014 年大幅增长，主要系 2015 年公司出售中金佳天（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）股权所致；2016 年公司净利润较 2015 年小幅增长，主要系行业回暖所致。

从公司营业收入的构成来看，2014~2016 年主营业务中白酒的生产和销售分别实现收入 140.39 亿元、153.16 亿元和 164.99 亿元，呈持续上升趋势，主要系 2014 年受国家限制三公消费的政策影响，白酒收入较低，但 2015 年由于白酒市场回暖，公司营业收入持续增长所致，公司白酒收入分别占营业收入总额的 82.35%、92.95%和 93.33%，白酒收入为公司主营业务收入的主要来源。公司近年来积极开发红酒产品，主要包括王者脸面（KING FACE）和星得斯（SIDUS WINE）两大系列产品，自 2013 年推向市场以来，市场反应良好，2014~2016 年公司红酒分别实现营业收入 3.29 亿元、3.33 亿元和 2.83 亿元，呈波动下降趋势，收入分别占营业收入总额的 1.93%、2.02%和 1.60%，占比较为稳定。2014~2015 年，公司化工、纺织品销售分别实现收入 19.53 亿元和 0.31 亿元，大幅下降，其中 2015 年收入极低，主要系 2015 年经济下行，化工、纺织品销售业务开展较少所致，占主营业务收入的比重由 2014 年的 11.46%降至 2015 年的 0.19%，由于市场波动致使利润微薄，出于经营效益的考虑，公司逐步缩减，2016 年停止该业务。2014~2016 年，公司纺织及服装分别实现营业收入 4.00 亿元、4.03 亿元和 4.58 亿元，呈持续小幅上升趋势，主要系每年订单较为稳定所致，其营业收入占比分别为 2.35%、2.45%和 2.59%，占比变动不大，公司纺织及服装业务为公司第二大收入来源，该业务主要由江苏箭鹿毛纺股份有限公司（以下简称“箭鹿股份”）运营。2016 年，公司新增工程施工业务板块，收入来源于中融鼎诚信用管理有限公司和宿迁市知谷科技发展有限公司，但目前收入较低。2014~2016 年，公司主营业务中的其他板块收入较低，占比较小。

表 1 2014~2016 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	140.39	82.35	61.51	153.16	92.95	63.25	164.99	93.33	65.40
红酒	3.29	1.93	69.49	3.33	2.02	66.38	2.83	1.60	58.09
粮食	1.93	1.13	0.69	2.65	1.61	0.77	2.92	1.65	0.60
项里景区及三台山景区收入	0.27	0.16	-202.97	0.33	0.20	-167.03	0.34	0.13	-272.83
化工、纺织品销售	19.53	11.46	0.04	0.31	0.19	0.55	--	--	--
纺织及服装	4.00	2.35	23.61	4.03	2.45	23.89	4.58	2.59	23.69
码头装卸	0.02	0.01	43.03	0.02	0.01	42.62	--	--	--
担保	0.39	0.23	100.00	0.39	0.24	100.00	0.26	0.15	99.82
贷款利息收入	0.63	0.37	94.07	0.52	0.31	94.02	0.48	0.27	100.00
工程施工	--	--	--	--	--	--	0.36	0.21	26.57
其他	0.02	0.01	100.00	0.05	0.03	100.00	0.12	0.07	95.23
合计	170.48	100.00	52.83	164.78	100.00	60.96	176.78	100.00	62.77

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

从毛利率来看，2014~2016 年，公司的整体毛利率分别为 52.83%、60.96%和 62.77%，整体呈持续上升趋势，主要系高毛利的白酒业务占比上升所致。2014~2016 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为 61.51%、63.25%和 65.40%，变化幅度不大，均保持在 60%以上的高水平。2014~2016 年，公司红酒业务的毛利率分别为 69.49%、66.38%和 58.09%，毛利率水平持续下降，主要系公司红酒板块为近几年刚开发的新增板块，处于前期扩张发展阶段所致。2014~2016 年，公司项里景区及三台山景区收入的毛利率分别为-202.97%、-167.03%和-272.83%，主要系公司景区运营尚未成熟导致门票收入较低但运营成本较高所致。2014~2016 年，公司担保业务毛利率基本维持在 100.00%左右，主要系业务性质决定该业务产生的人员薪酬等计入费用所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.42 亿元，同比增长 9.72%，占 2016 年全年营业收入的 42.74%。从营业收入结构来看，白酒的营业收入占比 78.54%，比 2016 年同期增加 7.72 个百分点；红酒的营业收入占比 0.97%，比 2015 年同期减少 15.02 个百分点。从毛利率情况来看，公司 2017 年一季度整体毛利率达到 59.16%，其中，白酒的毛利率 65.58%，红酒的毛利率为 57.34%。

总体看，公司的营业收入主要来源于白酒业务；白酒的销售收入、毛利率稳定；红酒业务收入较低，但可对公司利润形成有效补充；2016 年公司停止了化工、纺织品销售和码头装运业务，其他业务实现的销售收入规模较为稳定。

2. 白酒生产及销售业务

（1）业务概况

公司主要产品为白酒，包括中高档白酒和普通白酒，生产经营主体为公司下属上市孙公司洋河股份以及双沟股份。其中，中高档白酒包括“洋河蓝色经典”系列、“双沟珍宝坊”、“青花瓷”、“洋河大曲”系列以及“苏酒”系列，普通白酒包括“洋河普优曲”系列、“敦煌古酿”系列。公司的白酒生产，经过多年研发及实践，形成了独特的酿造工艺技术。公司吸取传统的固态发酵工艺，结合先进技术，人工培养老窖，低温发酵、慢火蒸馏、分等贮存、精工勾兑，基酒可分别勾兑生产成酒精含量在 38%V/V、42%V/V、46%V/V、48%V/V、53%V/V、55%V/V 等各种不同酒度、不同风格的成品酒。2014~2016 年，公司白酒业务分别实现收入 140.39 亿元、153.16 亿元和 164.99 亿元。

公司一直重视新产品开发工作，研发过程着重提升各系列酒的入口口感及饮后舒适度，率先提出了绵柔型的细分香型并引领白酒低度化的市场趋势，其中苏酒包括生态苏酒系列和绵柔苏酒系列，酒精含量均为 40.8%，以 480ml 为主。绵柔苏酒系列目前推出的“绿苏”产品，形成了江苏白酒特有的柔、香、雅的独特风格。生态苏酒系列包括“地锦”和“天绣”两个产品。在成功推出蓝色经典系列及双沟珍宝坊系列后，近期又重新推出“苏酒”系列及新品微分子酒。该系列白酒在原双沟大曲系列白酒的基础上，进行了香型和酒体的改良，体现了公司在浓香型大曲酒生产方面的较高水平，同时，微分子酒主打健康型酒品。

洋河股份于 2016 年 6 月与贵州贵酒有限责任公司（以下简称“贵州贵酒”）正式签约，全资收购贵州贵酒，收购金额 1.9 亿元。贵州贵酒始建于 1950 年，于 2009 年改制成功，2010 年正式更名为贵州贵酒有限责任公司。公司是贵州省重点酿酒企业，地处贵阳市修文县龙场镇，属于酱香产地中心区。贵酒有酱香型和浓香型两大系列产品，年产优质白酒 1 万吨，其核心产品“贵阳大曲酒”、“黔春酒”、“贵酒”，曾获得中国国际名酒博览会“中国酒王”称号。

总体看，公司白酒产品品种丰富，工艺成熟，紧跟市场潮流，随着公司收购贵州贵酒，将进入酱香酒市场。

（2）经营情况

采购环节

白酒酿造的生产成本主要包括原材料和能源。其中，粮食占比 12%；包装物占比 46%；调味酒占比 9%；酒精占比 10%；煤炭和电力占比 3%。

从采购计划的制定来看，公司白酒经营主体为洋河股份，每年年底洋河股份下属销售公司对下一年的市场需求做出分析和预测，形成销售计划和与之相适应的生产计划，供应部门以此为依据并结合库存情况制定出采购计划。

从原材料的具体采购来看，白酒酿造过程中所需的原材料主要分为粮食、包装材料和五金生产耐用耗材等。对于适宜招标的大宗物资，如粮食、包装材料（箱、盒、标、瓶、盖）和煤炭等，由洋河股份的供应部通知并协助管理部按照洋河股份《招标管理办法》组织招标确定供应商、供货质量以及供应价格。供应部根据招标结果向供应商发出定单或签定采购合同。新产品包装物由供应部组织督查室、财务部、产品开发部等部门，参照已经使用的同类包装物的价格，集体确定采购价格。其他物资，如酒精、调味酒，由供应部采取比价、议价相结合的办法确定供应商、供货质量以及供应价格，报督查室审核后实施采购。供应商根据定单或合同交货，物资经质量部检验合格后，进入洋河股份的仓库进行储存和保管，货到后进行结算付款。

从原材料的供应商来看，为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份与供应商建立了稳定的合作关系。包装材料方面，洋河股份的包装材料主要包括酒瓶、纸盒、纸箱、瓶盖、标签纸等，属于定制和专有材料，对材质、工艺和质量有着严苛的要求，故此类材料的供应商主要为长期合作的合作伙伴；对于新引进的包装材料供应商，洋河股份通过控制其订单规模的形式确保白酒包装的质量稳定性。粮食类原辅料方面，白酒酿造所需糯米、高粱、粳米、小麦、大麦、玉米、稻壳等粮食作物的产量和质量受自然环境、气候条件等因素的制约，可控性较差，导致不同年份的粮食供给量和价格波动性较大。洋河股份与规模大、实力雄厚、抗风险能力强的粮食中间代理商合作，不直接向农户采购，从而保证粮食类原辅料供应的稳定性，并尽可能降低了采购成本。五金生产耐用耗材方面，五金配件主要是标准规制的生产设备通用件，该类材料根据实际损耗进行购置，采购的品种多、批次小，而市场供应充足，竞争充分，价格透明，因此洋河股份没有该类材料固定的供应商。

从能源的采购来看，公司酒厂所在地邻近煤炭产地，且当地电力供应充足，可满足生产过程能

源需求。白酒生产用水从厂区地下直接采集，其费用主要为采集地下水时发生的相关电费。酒厂所在地宿迁市拥有洪泽湖、骆马湖、大运河、古黄河等水体，区域地下水资源丰裕，为白酒生产用水提供了充足的来源。

从采购集中度来看，2014~2016 年，公司前五大供应商采购金额总额分别为 16.02 亿元、13.46 亿元和 12.88 亿元，占当期同类采购金额比分别为 35.58%、26.02%和 23.47%，所占比重整体呈下降趋势，主要系公司为避免原材料方面出现采购集中度较高的风险，近三年逐渐降低前五大供应商采购金额总额所致。目前，公司原材料采购集中度一般，对公司经营影响较小。

表 2 2014~2016 年公司原材料采购情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前五大供应商采购金额总额	160,243.34	134,556.43	128,758.77
前五大供应商占同类采购比	35.58	26.02	23.47

资料来源：公司提供

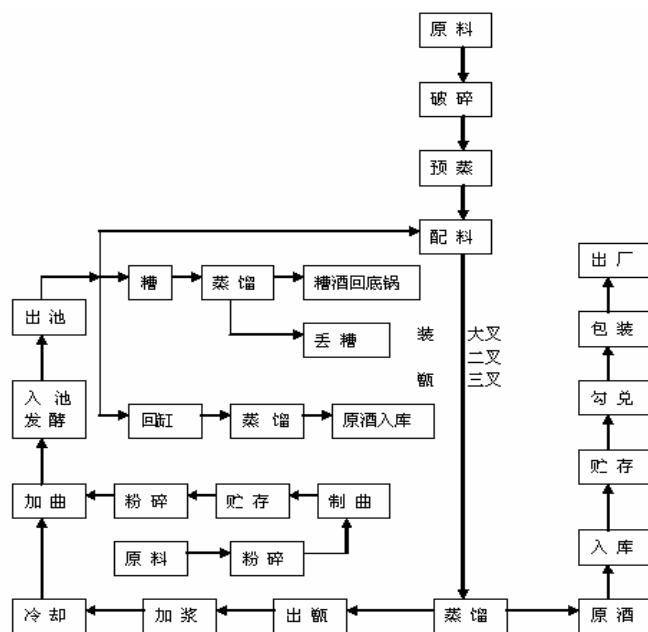
从采购结算方面来看，洋河股份根据供应商和市场营销情况的不同，采购原材料分别采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。通常订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。

总体看，公司采购流程合理、管理规范，原材料供应稳定，近年原材料采购集中度呈下降趋势。

生产环节

公司白酒生产分为制曲、酿酒、勾兑、包装等环节（见下图），粮食经酿酒车间酿制后产出原酒，然后将原酒进行等级划分后贮存一段时间，最后勾兑成商品酒、进行包装销售。

图8 公司酿酒工艺图



资料来源：公司提供

公司独立完成白酒生产的全过程，有三处生产基地，主要位于江苏省宿迁市洋河镇和双沟镇。公司白酒生产包含基酒酿造和成品酒生产两个环节。

在基酒酿造方面，公司基酒酿造采用滚动计划管理，以便于勾储、生产部门衔接。每年年底洋

河股份勾储部根据洋河酒业提供的下一年销售数量及产品结构，制定下一年基酒总量及结构需求计划。生产部根据该项计划，参考当年基酒产量、结构情况，编制全年生产计划，分发到各酿酒车间及公司财务部、供应部、勾储部。各酿酒车间根据生产部的计划组织全年生产，所产基酒按不同等级送勾储部品评后分等储存。一般而言，原酒储存的条件较为严苛，且储存时间越长品质越好。

在成品酒生产方面，公司采用先计划、后备料、再组织生产的模式。每月月底，洋河酒业向公司生产部门报送下月月度产品需求计划，生产部门根据成品酒库存情况，调整计划并编制生产调度单，报送到包装公司以及公司财务部、勾储部、供应部；并编制月度包装材料备料通知单报送到供应部，作为包装材料备料依据。包装公司根据生产部的生产调度单分别到供应部和勾储部领用包装材料和散酒，然后根据不同产品及其不同生产需求安排相应的班次组织生产，产品生产完工由质量部检验合格后，验收入库。每月底生产部门对生产调度单和实际生产数量核对，以控制生产进度。

从实际生产情况来看，截至 2016 年底，公司共拥有白酒产能 29 万吨/年，其中原有的洋河镇生产基地拥有白酒产能 20 万吨/年，2010 年通过收购取得的双沟镇生产基地拥有白酒产能 5 万吨/年，2013 年部分名优酒酿造技改项目完工后产能提升 4 万吨/年，公司自身产能能满足白酒的生产和销售需要，没有对外采购的基酒或成品酒。2014~2016 年，公司白酒产量分别为 201,788 吨、219,184 吨和 204,470 吨，呈波动上升趋势；产能利用率分别为 69.58%、75.58%和 70.51%，由于前期发展需求公司扩大产能，而 2014 年受白酒市场行情影响相应减少生产，2015 年白酒市场回暖，导致产能利用率上升，2016 年，白酒市场产品普遍单价上升，公司白酒销售业务呈现量减价涨情况。

表 3 近年公司白酒产能及产量情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
产能（吨/年）	290,000	290,000	290,000
产量（吨）	201,788	219,184	204,470
产能利用率（%）	69.58	75.58	70.51

资料来源：公司提供

在安全生产方面，公司建立了“安全生产管理制度”，明确安全生产工作是以“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，贯彻总经理负责制，各分子公司要坚持“管生产必须管安全”的原则，生产要服从安全的需要，实现安全生产和文明生产。公司成立了以总经理为领导的安全生产领导小组，负责对本单位的职工进行安全生产教育，制订安全生产实施细则和操作规程。实施安全生产监督检查，确保生产安全。安全生产小组组长由公司的领导提任，并按规定配备专职安全生产管理人员。公司的安全生产工作应每年总结一次，在总结的基础上，由公司安全生产领导小组组织评选安全生产先进集体和先进个人。

公司生产的白酒产品供消费者直接饮用，产品的质量、卫生状况关系到消费者的生命健康，因此，公司白酒生产过程建立了严格的质量管理体系和安全生产标准管理体系。在质量控制方面，公司制定了产品质量管理体系，按照严于国家食品安全管理标准要求，从产前、产中、产后，进行产品的全生命周期管控。公司目前已经通过了 ISO9001 质量管理体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证，拥有 9 大类管理体系，包括质量体系、环境体系、食品安全体系、安全生产标准化体系、绿色食品认证、C 标认证等、测量管理体系、整个标准化、产品质量等级认证。公司为降低管理成本，正在实施第五版体系改版，进行大体系融合，拟融入 HACCP 危害评价体系。公司质量管理重视过程质量管控，特别是生产过程前和生产过程中；生产前，公司严控原材料的质量；生产过程中，公司通过生产部执行质量管理要求，通过质量部进行质量监控。生产过程后，公司对成品进行严格“批

批检查”，100%合格后才会验收出厂。公司对于已销售的产品进行全流程监控。

总体看，公司生产管理明确有序，生产与采购过程中质量控制严格，但受市场状况影响产能利用率呈波动上升趋势。

销售环节

从定价模式来看，公司主要考虑产品生产成本、毛利率水平和消费者预期等因素，灵活定价。主要产品“洋河蓝色经典”系列价格覆盖低、中、高档全系列，蓝色经典主导产品“海之蓝”采取品牌错位竞争原则以较低价格定位，“梦之蓝”切入高端礼品市场，而“天之蓝”定价成为衔接高端礼品与中档主流之间的支柱产品，形成了完整的三级市场价格体系，有效提高公司的市场占有率和价格竞争力。最新产品定价情况如下表所示。

表 4 公司主要产品定价情况（单位：元）

白酒系列	品牌	2016 年终端销售价格
洋河蓝色经典系列	梦之蓝 M6 40.8 度 500ML	1,329
	天之蓝 52 度 375ML	459
	天之蓝 42 度 480ML	569
	海之蓝 42 度 480ML	259
	海之蓝 52 度 375ML	199

资料来源：公司提供

从销售模式来看，为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，公司子公司苏酒集团贸易股份有限公司（以下简称“苏酒集团”）将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部、北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。营销网点负责推进当地市场营销，但并不直接面向消费者，也不替代洋河酒业办理上述订立合同、开票、收付货款、发货等销售事项。截至2016年底，产品销售网络已覆盖全国。

公司对营销网点实行预算管理和指标管理，并以指标来引导整体销售目标的实施。公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区2~4户。营销网点按照“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。“1+1”模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢。洋河集团的“1+1”模式是分公司加办事处，直接开发市场，经销商主要起配合作用。在产品导入期，洋河首选当地优质经销商资源进行合作，但是也不排除选择普通经销商。洋河会通过“1+1”厂商合作模式把普通经销商培养成为一流经销商，这从一定程度上保证了洋河经销商对品牌的忠诚度。

针对中高档白酒产品的不同市场发育阶段，公司先后实施“盘中盘”模式和“4×3”营销模式。前者是以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。后者保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动、三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体、三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）和三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）。

2013年以来，公司积极应用互联网思维，强化推进营销模式转型，成功构建全营销网络、市场活动管理系统、会员管理系统等大数据营销系统，成功打造电子商务平台、洋河1号配送酒行，实施精细化管理、精准化营销。公司积极贴合市场开发新品，进一步完善产品梯队，实现了主流价位的全线覆盖，实现了品牌的全方位延伸。

对于普通白酒产品，公司实施“深度分销”营销模式，即与经销商合作，直接开发商超等零售终端，以争取销售较多数量的白酒产品。

广告策略方面，考虑到全国各区域市场竞争格局不尽相同和充分调动经销商开拓区域市场积极性的需要，公司在广告投放计划上逐步调整为公司主要承担全国性广告投放，经销商主要承担本区域广告、现场广告的投放。公司投放广告时注重结合事件营销，如在 2008 年北京奥运会期间，利用广告受众范围广泛、收视率提高的时机，重点在中央电视台投放大批量广告。

从销售情况来看，2014~2016 年，公司产销率分别为 104.45%、97.37%和 96.93%，持续下降但始终保持在较高水平，主要系 2016 年白酒市场行情较好但竞争激烈，公司调整营销模式，降低产量上调价格，致使产销率出现下降所致。从销售均价上看，2014~2016 年公司白酒产品销售均价分别为 66,607.98 元/吨、71,771.32 元/吨和 80,692.84 元/吨，整体呈持续上升趋势，此变化与公司白酒产品的市场定位和目标客户的调整密切相关。

表 5 近年公司白酒销售情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
产量（吨）	201,788	219,184	204,470
销量（吨）	210,765	213,430	198,199
产销率（%）	104.45	97.37	96.93
销售收入（亿元）	140.39	153.16	164.99
销售均价（元/吨）	66,607.98	71,771.32	80,692.84

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售情况的区域分布来看，公司产品主要立足于江苏省，2014~2016年的销售额分别为92.90亿元、94.57亿元和92.01亿元，销量收入波动下降趋势。2016年江苏省销售额占公司销售总额比中达到54.82%，占比较高。除江苏省外，公司白酒产品还主要销往河南省、山东省、安徽省、浙江省和河北省。2014~2016年，省外地区的销售额分别为50.78亿元、61.92亿元和75.82亿元，销售规模呈持续上升趋势，占比分别为35.34%、39.57%和45.18%，占比呈持续上升趋势。

表 6 近年公司销售情况的区域分布（单位：万元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	929,018.23	64.66	945,684.74	60.43	920,102.84	54.82
省外	507,756.02	35.34	619,241.19	39.57	758,166.61	45.18
合计	1,436,774.25	100.00	1,564,925.93	100.00	1,678,269.45	100.00

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2014~2016年，公司前五大客户的销售收入总额分别为6.89亿元、9.47亿元和9.29亿元，占总销售收入比重为4.70%、5.90%和5.41%，前五大客户销售总额占比整体呈波动下降趋势，但总额占比不大、销售集中度较低，不会影响公司未来销售和盈利的稳定性。

从销售结算方式来看，由于公司产品销售较好，在销售货款的结算上，公司对客户基本采用先款后货的结算方式，如果采用赊销方式（主要是大型超市），需要经销售经理和信用管理经理书面同意，如果赊销的订货单超过销售经理的权限，需要负责销售的总经理批准。

总体看，公司销售环节销售模式独特，销售渠道畅通，白酒类产品市场覆盖全面、产销率高，主要销往江苏省境内，销售客户集中度较低。

3. 纺织及服装业务

纺织及服装业务为公司第二收入来源，该业务主要由子公司箭鹿股份运营。箭鹿股份是从事毛纺行业面料及制服细分领域的高新技术企业，以毛纺织生产设备、多样性的毛纺织生产工艺为核心，形成从原毛到成衣制品的完整生产链。2014~2015年，公司化工、纺织品销售分别实现收入19.53亿元和0.31亿元，大幅下降，由于市场波动致使利润微薄，出于经营效益的考虑，公司逐步缩减，2016年停止该业务。

(1) 采购

毛纺行业的主要盈利模式为通过对羊毛的精加工生产获取较为稳定的加工费。箭鹿股份产品的主要原材料为澳大利亚原产羊毛，澳毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等因素影响，价格波动容易影响毛纺行业的原材料成本以及产品价格。由于澳毛主要通过澳大利亚公开拍卖市场取得，价格透明，市场化程度高，故箭鹿股份澳毛的采购均价随市场价格波动。2014~2016年，公司羊毛采购价分别为7.23万/吨、7.00万/吨和8.00万/吨，由于2014年开始羊毛价格大幅下跌，公司增加了羊毛采购量。2014~2016年，公司羊毛采购量为2,285.48吨、2,342吨和2,500吨。

表 7 2014~2016 年公司纺织及服装板块主要原材料采购情况

原材料	项目	2014 年	2015 年	2016 年
羊毛	采购量（吨）	2,285.48	2,342	2,500
	采购均价（万/吨）	7.23	7.00	8.00

资料来源：公司提供

从集中度上看，公司近三年前五大供应商采购金额分别为1.52亿元、1.73亿元和1.58亿元，占总采购金额比重分别为79.72%、48.26%和53.23%，呈波动下降趋势，但集中度仍然较高。

表 8 2014~2016 年公司毛纺前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	购买金额	占总采购金额比重
2014 年	澳大利亚	9,570.12	50.3
	上海汉哲实业有限公司	1,964.78	10.33
	上海泛翔国际货运代理有限公司	1,339.15	7.04
	舟山欣欣化纤有限公司	1,255.54	6.59
	宁波汉博	1,038.83	5.46
合计		15,168.42	79.72
2015 年	P. J. MORRIS 羊毛有限公司	12,684.59	35.31
	上海泛翔国际货运代理有限公司	1,917.94	5.34
	N.Schlumberger	1,143.67	3.18
	江苏江南高纤股份有限公司	798.70	2.22
	上海汉哲实业有限公司	795.61	2.21
合计		17,340.50	48.26
2016 年	供应商 1	5,657.25	19.03
	供应商 2	4,225.53	14.22
	供应商 3	2,156.46	7.26
	供应商 4	2,574.57	8.66
	供应商 5	1,208.31	4.06
合计		15,822.12	53.23

资料来源：公司提供

总体看,原材料供应稳定,但采购价格和质量受行业影响较大;近年原材料采购集中度呈波动下降趋势,但仍然较高。

(2) 生产

箭鹿公司下属全资子公司宿迁市第一毛条厂有限公司拥有 1 条进口制条生产线、3 条国产制条生产线,具有年产 3,000 吨毛条的生产能力,主要为精纺呢绒生产配套,精纺呢绒 800 万米。下属子公司箭鹿制衣有限公司,年产各类制服、西服、休闲服 150 万套,是军队、公安、保安、铁路税务等行业制服定点生产企业。箭鹿股份精毛纺生产上下产业链的延伸,为精纺呢绒产品提高质量、降低成本和销售提供了保证。2015 年,为进一步做大公司产业链,箭鹿股份投入 1,000 万元新增羊毛衫项目,现已批量生产,具有年产羊毛衫 100 万件的生产能力。2015 年,箭鹿股份为顺应市场需求,新增绒线生产线,投入资金 2,500 万元,以绒线带动毛条生产,未来项目建成后,具有年产绒线 2,000 吨的生产能力。

表 9 2016 年公司主要产品产能情况

产品	单位	2016 年
毛条	吨	3,000.00
各类制服	万套	150.00
羊毛衫	万件	100.00

资料来源:公司提供

总体看,公司精毛纺生产产业链较为完善,新增羊毛衫和绒线生产线有利于提升公司竞争力。公司主要产品的产能较为稳定,随着未来绒线生产线的投产,产能会出现提升。

(3) 销售

箭鹿股份的主要客户为各党政机关,采取直销为主模式直接参与解放军、武警部队、各省公安系统、税务、司法系统等单位的面料或制服采购的招标活动,并以零售市场成衣销售为辅。目前,箭鹿股份以生产设备、工艺等硬件为基础,利用研发技术团队的优势与各行业服装装备研发机构展开全面的技术合作,推进技术工艺的发展。箭鹿股份在行业面料及制服行业拥有良好的品牌美誉度和知名度,具备多个行业面料及制服的定点生产企业资质。

2014~2016 年,公司毛纺精纺呢绒产品销量分别为 676 万米、610 万米和 658 万米,呈波动下降趋势;单位平均售价分别为 58.00 元/米、60.00 元/米和 58.54 元/米,变化不大,主要系公司产品认可度较高,产品价格较稳定所致。

表 10 2014~2016 年公司主要产品销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
毛纺精 纺呢绒	产量(万米)	661.00	632.00	673.00
	销量(万米)	676.00	610.00	658.00
	产销率(%)	102.27	96.52	97.77
	单位平均售价(元/米)	58.00	60.00	58.54

资料来源:公司提供

从销售集中度上看,2014~2016 年,公司前五大客户销售金额分别为 0.66 亿元、0.90 亿元和 1.00 亿元,呈持续上升趋势;近三年,公司前五大客户销售金额占销售总额比重分别 16.17%、21.11%和 21.72%,呈持续上升趋势,集中度一般。

表 11 2014~2016 年公司对前五大客户销售情况 (单位: 万元、%)

年份	客户名称	销售金额	占销售总额比重
2014	河南公安厅	1,808.19	4.44
	浙江新澳纺织公司	1,695.47	4.17
	河北3502厂	1,045.85	2.57
	吉林荣发服装厂	1,045.73	2.57
	河南公安厅	981.42	2.42
合计		6,576.65	16.17
2015	浙江新澳纺织股份有限公司	3,171.91	7.42
	际华三五零二职业装有限公司	1,904.17	4.45
	福建省公安厅	1,530.99	3.58
	北京市公安局	1,222.52	2.86
	吉林省服装总公司	1,198.03	2.80
合计		9,027.62	21.11
2016 年	客户 1	3,183.74	6.88
	客户 2	2,009.51	4.34
	客户 3	1,905.53	4.12
	客户 4	1,534.80	3.32
	客户 5	1,412.73	3.05
合计		10,046.31	21.72

资料来源: 公司提供

总体看, 箭鹿股份的主要客户为各党政机关, 客户群体较为稳定, 销售集中度一般。

4. 在建工程

截至 2017 年 3 月底, 公司主要在建工程计划总投资 33.19 亿元, 已投资 41.29 亿元, 未来仍需投入 1.05 亿元, 在建项目均已进入建设施工的后期。

与生产相关的各在建项目, 对于提高公司产品能、优化产品结构、提高公司综合竞争实力有积极的意义。此外, 项王故里景区项目由宿迁市政府决议提出, 项目建成验收合格后由宿迁市旅游局和财政局代表宿迁市人民政府负责收购景区产权。根据与宿迁市旅游局和财政局签订的《宿迁市项王故里景区建设项目投资建设与政府回购协议书》, 项目建设期内由宿迁市财政局分期拨付部分项目回购资金至项目建设人指定的项目回购资金账户, 每年回购资金不低于 3 亿元, 整个建设期预计可获得项目回购资金 12~15 亿元左右, 项目建设的资金回报有保障, 项目的运营风险由政府承担。项王故里景区项目与公司主营业务关联度不高, 投入资金规模较大, 对公司的资金形成一定占用。联合评级认为回购资金全额支付的可能性较低, 未来存在无法全额收回回购资金的风险。

表 12 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程情况 (单位: 亿元、年)

在建项目	计划总投资	截至 2017 年 3 月底已投资	尚需投入资金	建设进度	建设期	资金来源
3 万吨名优酒酿造技改工程	16.30	19.63	0.80	后期	3	自筹资金
双沟酒业园区包装物流项目	11.61	12.81	0.25	后期	4	自筹资金
双沟新区酿酒工程	5.28	8.85	--	后期	3	自筹资金
合计	33.19	41.29	1.05	--	--	--

资料来源: 公司提供

总体看，公司在建项目投资规模大，但均进入后期，建成后有利于提高公司产能，优化公司产品结构，提高公司竞争力。同时，联合评级认为项王故里景区项目回购资金全额支付的可能性较低，未来存在无法全额收回回购资金的风险。

5. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数分别为 23.76 次、22.14 次和 33.70 次，呈波动上升趋势，主要系随着公司营业收入的波动而变化所致；公司存货周转次数分别为 0.63 次、0.45 次和 0.41 次，主要系存货规模逐年增长所致；总资产周转次数分别为 0.31 次、0.27 次和 0.27 次，呈下降趋势，主要系公司资产总额逐年增长所致。公司在同行业中各项指标均处于行业中等水平，公司经营效率良好。

表 13 2016 年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

指标名称	贵州茅台	五粮液	沱牌舍得	口子窖	酒鬼酒	山西汾酒	洋河股份
存货周转率	0.18	0.81	0.24	0.49	0.21	0.72	0.53
应收账款周转率	168,403.07	228.68	50.47	172.11	754.90	121.47	1,988.82
总资产周转率	0.40	0.43	0.38	0.53	0.28	0.62	0.47

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，数据均引自 wind；由于公司白酒业务来自于洋河股份，故企业经营效率指标主要参考洋河股份的指标。

总体看，公司各项经营效率指标处于行业中等水平，整体经营效率良好。

6. 经营关注

（1）公司经营的区域性集中度过高

公司作为江苏省知名白酒生产企业，白酒酿造为其主营业务，对当地的自然条件、交通运输和经济情况依赖性较强；从产品销售来看，公司50%以上的白酒产品销往江苏省境内，产品销售的集中度较高。未来，区域经济增长的放缓，当地自然条件的变化和省内市场需求的下降，都将对公司的白酒生产和销售产生不利影响。

（2）高端白酒需求受抑制，中低端白酒市场竞争加剧

2012年，中央出台八项规定，开始严格反腐，限制了茅台、五粮液等高端白酒品牌的销售，迫使高端白酒品牌开始注重中档白酒市场；而公司所生产的系列白酒主要定位于中低档市场，高端品牌白酒重视中档市场对公司珍品系列等主导中档白酒形成一定的冲击。另一方面，公司为了提高盈利，近年来开始重视发展中高端白酒；未来，公司中高端白酒销售很可能将面临市场需求放缓、市场竞争加剧的局面，可能对公司白酒销售收入增长带来影响。

（3）白酒产能利用率一般

近三年公司产能利用率波动上升，由于前期发展需求公司扩大产能，而2014年受白酒市场行情影响相应减少生产，2015年白酒市场回暖，产能利用率有所提升，但公司整体白酒产能利用率一般。

7. 未来发展

公司未来将把握产业结构调整优化和产业集中整合的发展契机，围绕白酒主业，借助资本运作、差异化竞争手段，着力提升以“洋河蓝色经典”为代表的品牌优势，进一步培育和提升公司核心竞争力。

公司计划到 2020 年，实现总资产过千亿元，净资产 600 亿元，投资企业中出现 5 至 10 家以上上市公司，形成以实体经济为支撑，拥有控股证券、信托、保险等公司的金融全牌照，成为“苏北第一，江苏一流”综合性的国有投资集团。

公司未来全力推进洋河、双沟两大品牌在市场网络构建过程中，互相促进，相互支撑，起到了良好的市场效果。公司将进一步做好品牌结构、区域结构两个优化工作，以及人员队伍、营销模式创新、激励机制包括企业文化等四大保障工作；全力推进技改扩建工程，提高名优基酒生产能力，扩大“洋河蓝色经典”系列等中高档白酒产量。强化技术创新能力，不断完善绵柔型白酒质量风格，提升产品品质，进一步提高市场竞争力。依靠品牌优势和营销创新，重点推广高端品牌，并做好全国化营销网络扩张工作，实现营业收入和盈利能力的持续增长；全力推进管理升级工程，进一步引进先进管理模式嫁接基础管理，打造学习型企业。

总体看，公司发展战略目标明确，切实可行，未来持续运营发展可期。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年和 2015 年度财务报告已经江苏苏亚金诚会计事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年度财务报告已经中兴华会计事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围看，2015 年公司新增纳入合并范围子公司 7 家（其中 5 家为新设立、1 家为划拨取得、1 家为非同一控制下合并），减少 1 家；2016 年，公司新纳入合并范围子公司 39 家（其中 11 家为新设立、6 家为划拨取得、22 家为非同一控制下合并），减少 9 家（其中 6 家为无偿划出，1 家为丧失控制权，2 家为子公司清算），新纳入或减少子公司规模相对较小，对公司财务数据和主营业务影响不大，且主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 700.21 亿元，负债合计 338.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）361.35 亿元，其中归属母公司所有者权益 185.08 亿元。2016 年，公司实现营业收入 181.12 亿元，净利润（含少数股东损益）58.22 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 19.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 82.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-30.79 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 684.80 亿元，负债合计 295.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）388.95 亿元，其中归属母公司所有者权益 196.43 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.42 亿元，净利润（含少数股东损益）26.77 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 10.55 亿元，经营活动产生的现金流量净额 13.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.91 亿元。

2. 资产质量

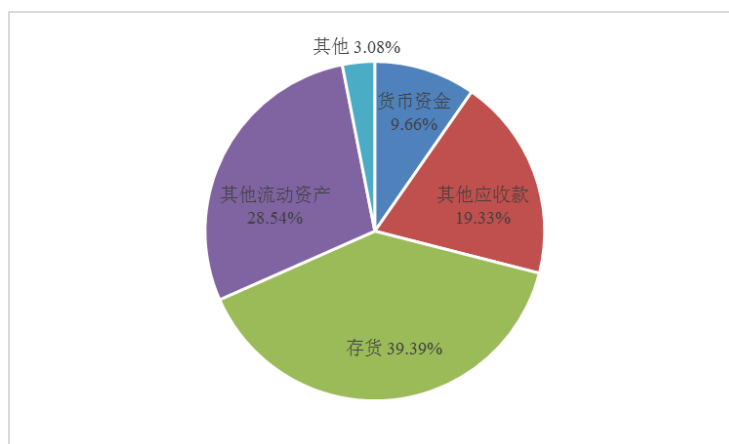
2014~2016 年，公司合并资产总额稳步增长，年均复合增长 9.03%，主要系流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司合并资产总额为 700.21 亿元，其中流动资产占 65.84%，非流动资产占 34.16%。2014~2016 年底，公司资产结构变化不大，以流动资产为主，资产结构稳定。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 14.34%，主要系其他流动资产增长较快所致。截至 2016 年底，公司流动资产总额为 461.03 亿元，较年初增长 7.88%，主要系其他流动资产大幅增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 9.66%）、其他应收款（占 19.33%）、存货（占

39.39%) 和其他流动资产 (占 28.54%) 构成。

图 9 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金余额大幅下降，年均复合减少 22.65%。截至 2016 年底，公司货币资金余额为 44.52 亿元，较年初下降 39.43%，主要系投资活动和筹资活动支出的现金增多所致。其中银行存款 37.40 亿元（占 84.00%），货币资金受限额为 6.96 亿元（占比为 15.62%）。

2014~2016 年，公司其他应收款账面价值波动下降。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 112.31 亿元，较年初增长 22.38%，主要系宿迁市融资调度管理中心欠款金额大幅增长所致。截至 2016 年底，其他应收款账面价值为 89.11 亿元，较年初下降 20.66%，主要系宿迁市融资调度管理中心还款所致。从其他应收款构成看，主要由按其他组合划分的其他应收款和按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款。其中，前者共计账面余额 86.16 亿元，占其他应收款总额的 94.50%，未计提坏账准备，主要为宿迁市融资调度管理中心欠款，存在一定资金占用及回收风险；从账龄看，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款共计账面余额 3.45 亿元，1 年以内占 45.45%，1~2 年占 14.07%，2~5 年占 8.24%，5 年以上占 32.24%，共计计提坏账准备 1.40 亿元（计提比例 40.69%），账期较长，计提较为充分。截至 2016 年底，公司其他应收款坏账准备累计计提 2.07 亿元，计提比例为 2.27%，计提较充分。

表 14 截至 2016 年底其他应收款前五大明细情况（单位：亿元、%）

名称	与公司关系	欠款金额	欠款年限	占其他应收款总额的比例
宿迁市融资调度管理中心	非关联方	24.03	滚动发生	26.36
宿迁市运河中心港产业园财政审计局	非关联方	15.25	1 年以内	16.72
宿迁三台山旅游发展有限公司	非关联方	5.71	1-2 年	6.26
宿迁经济开发区财政局	非关联方	5.00	2-3 年	5.48
宿迁市财政局	非关联方	4.90	滚动发生	5.37
合计	--	54.88	--	60.19

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

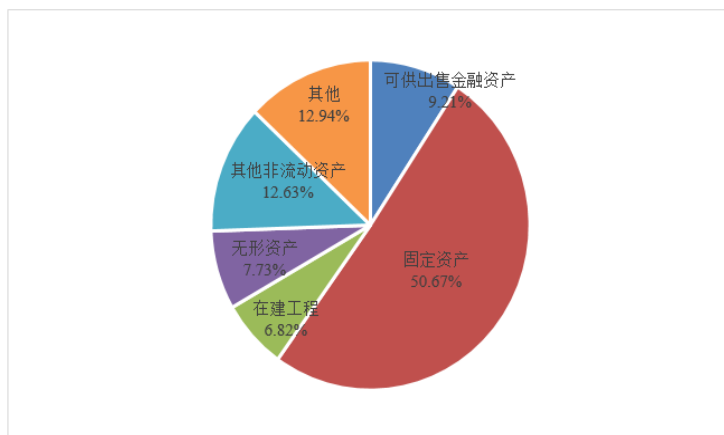
2014~2016 年，公司存货账面价值有所上升，年均复合增长 12.92%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 181.61 亿元，较年初增长 15.11%，主要系公司按照战略安排，为后期发展、提高产品质量而大量储备半成品所致。公司存货中，半成品和库存商品占 64.48%，开发成本占 30.89%。截至 2016 年底公司累计计提存货跌价准备 0.32 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产持续快速增长，年均复合增长 107.21%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 131.57 亿元，较年初增长 88.15%，主要系公司加大对银行短期理财产品投资所致。其他流动资产主要由银行短期理财产品（占 75.48%）和信托理财产品（占 15.92%）构成。

非流动资产

2014~2016 年底，公司非流动资产规模分别为 236.45 亿元、229.12 亿元和 239.18 亿元，保持稳定。截至 2016 年底，公司非流动资产为 239.18 亿元，较上年增长 4.39%，主要系在建工程减少所致。截至 2016 年底，公司非流动资产以可供出售金融资产（占 9.21%）、固定资产（占 50.67%）、在建工程（占 6.82%）、无形资产（占 7.73%）和其他非流动资产（占 12.63%）为主。

图 10 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 29.08%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 22.04 亿元，较年初大幅增长 42.18%，主要系公司新增对金石坤享股权投资（合伙企业）（有限合伙）、江苏骆马湖文化旅游发展有限公司和江苏宿迁民丰农村商业银行股份有限公司等股权投资所致。

2014~2016 年，公司固定资产账面价值持续增长，年均复合增长 10.43%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 121.19 亿元，较年初增长 13.51%，主要系在建工程完工转入所致。从固定资产构成看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 81.17%）和机器设备（占 17.95%）构成。截至 2016 年底，公司对固定资产累计计提折旧 28.27 亿元，累计计提减值准备 0.04 亿元，固定资产成新率为 81.06%，成新度较高。

2014~2016 年，公司在建工程账面价值持续下降，年均复合减少 50.95%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 16.32 亿元，较年初减少 75.14%，主要系在建工程完结转固定资产（双沟酒业园区包装物流项目转固 6.47 亿元、双沟新区瓶库及包装迁建工程转固 1.89 亿元、双沟新区酿酒工程转固 1.43 亿元）所致。公司在建工程主要包括办公大楼工程（占 18.54%）、台商创业园一期（占 35.82%）、耿车循环经济产业园（占 12.26%）和宿迁科技城标准厂房（占 12.26%）。

2014~2016 年，公司无形资产规模保持稳定。截至 2016 年底，公司无形资产为 18.49 亿元，较年初小幅减少 1.18%。公司无形资产主要由土地使用权（占 96.16%）构成。截至 2016 年底，公司无形资产累计摊销 5.95 亿元，未计提减值准备。

2014~2016 年，公司其他非流动资产账面价值波动增长，年均复合增长 16.88%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 30.21 亿元，较年初大幅增长 356.56%，主要系新增一年以上的信托理财产品

和其他资产所致。公司其他非流动资产主要由委托贷款（占 16.55%）、尚未挂牌土地拆迁补偿费（占 5.25%）、一年以上的信托理财产品（占 26.55%）、预付工程设备款及购房款（占 1.53%）、不良资产包（占 5.72%）和其他资产（占 44.39%）等构成，其他资产主要是子公司宿迁市国丰资产管理有限公司的房产。

截至 2016 年底，公司使用权受限资产账面价值合计 28.62 亿元，受限比例为 4.09%，受限资产主要为货币资金（受限于 6.96 亿元，主要用作保证金、借款融资）和固定资产（受限于 21.25 亿元，主要用作抵押借款）。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 684.80 亿元，较年初小幅减少 2.20%，主要系流动资产减少所致，资产结构较年初变化不大。

总体看，资产构成以流动资产为主，资产中存货、其他应收款、其他流动资产和固定资产规模较大，其中存货和其他应收款规模增大，对资金形成一定占用，未来公司存货的消化能力和其他应收款的回收程度对公司资产质量及利润影响较大。公司整体资产质量一般。

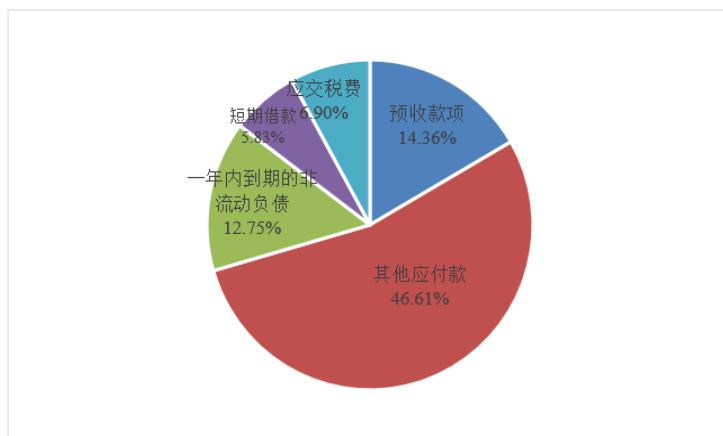
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 8.62%。截至 2016 年底，公司负债合计 338.86 亿元，较年初增长 6.05%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 80.89%，非流动负债占 19.11%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 11.24%。截至 2016 年底，公司流动负债为 274.10 亿元，较年初增长 12.23%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债以短期借款（占 5.83%）、应交税费（占 6.90%）、预收款项（占 14.36%）、其他应付款（占 46.61%）和一年内到期的非流动负债（占 12.75%）为主。

图 11 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款呈波动减少趋势。截至 2016 年底，公司短期借款余额为 15.98 亿元，较年初增长 43.20%，主要系流动资金需求上升所致；公司短期借款主要由信用借款（占 65.70%）、质押借款（占比 8.86%）和保证借款（占比 18.86%）构成。

2014~2016 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 102.12%。截至 2016 年底，公司预收款项为 39.37 亿元，较年初增长 198.02%，主要系预收货款大幅增长所致。

2014~2016 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 25.51%。截至 2016 年底，公司应交税费为 18.92 亿元，较年初增长 24.55%，主要系企业所得税和消费税增长所致。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 17.38%。截至 2015 年底，公司其他应付款 122.61 亿元，较年初增长 32.24%，主要系公司与宿迁市融资调度管理中心、宿迁市城市建设投资有限公司和宿迁市财政局的往来借款大幅增长所致；截至 2016 年底，公司其他应付款为 127.75 亿元，较年初增长 4.19%。其他应付款主要由往来借款（占比 51.30%）、经销商尚未结算的折扣（占比 15.53%）和保证金（占比 15.61%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 256.17%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.96 亿元，较年初大幅增长 501.68%，主要系一年内到期的应付债券大幅增长。

2014~2016 年，公司非流动负债波动减少。截至 2016 年底，公司非流动负债为 64.76 亿元，较年初减少 14.00%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债以应付债券（占 50.93%）、长期应付款（22.86%）和长期借款（占 20.60%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款余额波动增长，年均复合增长 20.76%。截至 2016 年底，公司长期借款余额为 13.34 亿元，较年初减少 19.25%，主要系 2015 年公司有其他借款而 2016 年无此借款所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 41.51%）、保证借款（占 58.31%）构成。公司还款期限集中在 2017 年和 2018 年。公司未来存在一定偿付压力。

2014~2015 年，公司无长期应付款，2016 年，公司新增长期应付款 14.80 亿元，主要为洋北镇扶贫资金（占 0.07%）和应付融资租赁款（占 99.93%）。

2014~2016 年，公司应付债券余额波动下降，年均复合下降 21.08%。截至 2016 年底，公司应付债券余额为 32.98 亿元，较年初减少 40.00%，主要系公司偿付了部分应付债券所致。公司应付债券还款集中在 2018 年、2022 年和 2026 年，偿还时间较为分散，集中偿付压力不大。

全部债务方面，2014~2016 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 6.64%。截至 2016 年底，公司全部债务为 131.65 亿元，较年初减少 10.91%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务和长期债务分别占 53.58%和 46.42%，公司债务结构以短期债务为主。

从债务指标看，2014~2016 年，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整体均呈下降趋势。截至 2016 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分别为 48.39%、26.70%和 14.47%，较 2015 年分别下降 0.28 个百分点、3.79 个百分点和 3.03 个百分点，公司债务负担变化不大，处于较低水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 295.85 亿元，较年初减少 12.69%，主要系流动负债减少所致；公司负债合计中流动负债占 78.88%，非流动负债占 21.12%，负债结构与年初比变化不大。刚性债务方面，截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 102.22 亿元，较年初下降 22.37%，主要系长期债务的减少所致。其中，短期债务占 59.54%，长期债务占 40.46%，短期债务占比较年初有小幅下降。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分别为 43.20%、20.81%和 9.61%，分别较年初下降 5.19、5.89 和 4.86 个百分点，公司整体负债及债务水平变化不大。

总体看，近年来公司负债水平变化不大，处于合理水平；公司债务结构以短期为主，债务负担较轻。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 9.41%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 361.35 亿元，少数股东权益 176.27 亿元。归属于母公司的所有者权益为 185.08 亿元，其

中股本占 2.70%、资本公积占 53.92%、盈余公积占 1.35%、未分配利润占 41.84%，公司少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 388.95 亿元，较年初增长 7.64%，主要系未分配利润的增长所致；少数股东权益 192.53 亿元，归属于母公司的所有者权益为 196.43 亿元，其中股本占 2.55%、资本公积占 52.25%、盈余公积占 1.27%、未分配利润占 43.75%，公司少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益增长明显，以资本公积和未分配利润为主，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，分别为 173.81 亿元、169.69 亿元和 181.12 亿元，年均复合增长 2.08%，主要系白酒行业回暖所致；公司营业成本波动下降，分别为 83.20 亿元、68.25 亿元和 69.62 亿元，年均复合减少 8.53%。2016 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 77.05 亿元、77.90 亿元和 58.22 亿元，分别同比增长 9.06%、8.87%和 9.34%，主要系营业成本大幅下降所致。其中，2016 年公司归属于母公司所有者的净利润为 19.99 亿元，同比增长 11.18%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用增长较快，年均复合增长 10.59%。截至 2016 年，公司期间费用总额为 35.31 亿元，较上年增长 5.47%，主要系管理费用增加所致。公司费用构成中，以销售费用和管理费用为主。2014~2016 年，公司销售费用分别为 17.69 亿元、19.70 亿元和 18.48 亿元，2015 年增长较快主要系公司加大销售力度使得销售投入增加所致；管理费用分别为 13.52 亿元、15.80 亿元和 16.89 亿元，年均复合增长 11.77%，主要系公司规模扩大，管理人员增加以及工资薪酬上调所致；财务费用分别为-2.35 亿元、-2.03 亿元和-0.07 亿元，财务费用控制较好，主要系公司进行理财投资的利息收入较高所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 16.61%、19.75%和 19.49%，公司期间费用控制能力有待改善。

2014~2016 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 221.67%。2015 年，公司投资收益为 5.88 亿元，较 2014 年增长 1,004.10%，主要系公司处置中金佳天（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）和中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）的股权以及投资银行短期理财产品获得收益所致。2016 年，公司投资收益为 5.51 亿元，较上年减少 6.28%，主要系 2016 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益较少所致。2014~2016 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 0.89%、8.32%和 7.15%，投资收益对营业利润的贡献不大。

2014~2016 年，公司营业外收入变化不大。2016 年，公司营业外收入为 1.03 亿元，较上年减少 6.27%，主要系违约金收入及非流动资产处置利得减少所致。公司营业外收入以政府补助利得为主，占 80.14%，违约金收入和其他收入分别占 7.02%和 7.04%。2016 年公司营业外收入占利润总额的 1.32%，对公司利润总额贡献程度很低。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司主营业务毛利率持续上升，分别为 52.83%、60.96%和 62.77%，呈波动上升趋势；2014~2016 年，公司营业利润率分别为 50.98%、58.36%和 59.81%，2015 年增幅较大，主要系 2015 年营业成本降速比营业收入降速快所致；2014~2016 年，公司总资产收益率波动增长，分别为 10.68%、11.41%和 11.98%，总资产报酬率分别为 11.05%、11.53%和 11.53%，净资产收益率分别为 15.71%、16.67%和 16.67%，均呈上升趋势。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于行业中上游，具体情况见下表。

表 15 2016 年我国主要白酒生产企业盈利指标情况（单位：%）

指标名称	贵州茅台	五粮液	沱牌舍得	口子窖	酒鬼酒	山西汾酒	洋河股份
净资产收益率	24.44	15.01	3.51	19.81	6.00	13.18	23.79
总资产报酬率	24.02	15.00	5.28	19.77	4.78	12.75	21.34
销售毛利率	91.23	70.20	64.16	72.44	74.99	68.68	63.90

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，数据均引自 wind；由于公司白酒业务来自于洋河股份，故企业经营效率指标主要参考洋河股份的指标。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.42 亿元，利润总额 36.00 亿元，净利润 26.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 10.55 亿元。

总体看，近年来公司营业收入变动不大，利润小幅增长，期间费用增长较快，费用控制能力有待改善；投资收益对营业利润的贡献较大。公司整体盈利能力强，盈利能力在行业中处于中上游水平。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为 215.67 亿元、272.21 亿元和 286.15 亿元，其中 2015 年公司经营活动现金流入较 2014 年大幅增长，主要系公司收回 2014 年部分货款所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 186.79 亿元、210.08 亿元和 203.29 亿元，2016 年，经营活动现金流出较上年减少 3.23%，主要系支付其他与经营活动有关的现金减少所致。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续上升，分别为 28.88 亿元、62.13 亿元和 82.86 亿元。从收入实现质量看，2014~2016 年公司的现金收入比大幅提高，分别为 108.97%、120.74% 和 130.43%，公司收入实现质量很高，主要系预收账款增大幅长所致。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入波动较大，分别为 83.65 亿元、66.47 亿元和 95.14 亿元。2015 年公司投资活动现金流入量较 2014 年减少 20.54%，主要系受经济下行影响，投资活动减少致使投资收入减少所致，2016 年公司投资活动现金流入量较 2015 年增长 43.12%，主要系收回理财投资增加致使收回投资收到的现金大幅增长所致。近三年，公司从洋河股份获取的现金分红分别为 7.36 亿元、9.27 亿元和 10.81 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 133.83 亿元、109.24 亿元和 164.69 亿元，2016 年公司投资活动现金流出较 2015 年增长 50.75%，主要系购买的理财产品和股权投资增加所致。2014~2016 年，由于公司投资活动现金流出规模较大，投资活动现金流呈净流出状态，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-50.17 亿元、-42.77 亿元和 -69.54 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入持续减少，分别为 136.29 亿元、91.43 亿元和 85.88 亿元，主要系发行债券收到的现金逐年减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 137.18 亿元、116.56 亿元和 130.02 亿元，其中 2015 年筹资活动现金流出较低，主要系偿还债务支付的现金较少所致。2014~2016 年，由于公司筹资活动现金流出规模较大，筹资活动现金流呈净流出状态，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.89 亿元、-25.13 亿元和-44.14 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 13.63 亿元；投资活动产生的现金流量净额 -21.27 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-0.25 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模持续增长，公司收入实现质量很高；投资活动占用现金较多，经营活动产生的现金流净额不能覆盖投资活动和筹资活动的现金支出，公司存在一定的对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年底，公司流动比率分别为 1.59 倍、1.75 倍和 1.68 倍，流动比率波动上升。2014~2016 年底，公司速动比率变化趋势和流动比率一致，分别为 0.95 倍、1.10 倍和 1.02 倍；由于公司存货规模较大，速动比率处于较低水平。同期，公司现金短期债务比分别为 0.85 倍、0.98 倍和 0.65 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力较强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，受到公司利润总额变动的影响，公司 EBITDA 分别为 67.58 亿元、79.27 亿元和 86.84 亿元，年均复合增长 17.30%。2016 年 EBITDA 中，折旧占 8.68%、摊销占 1.22%、计入财务费用的利息支出占 0.39%、利润总额占 89.71%，EBITDA 质量很高。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 30.47 倍、41.20 倍和 50.01 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度很高。EBITDA 全部债务比分别为 0.45 倍、0.54 倍和 0.66 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 61.50 亿元，已使用额度 31.93 亿元，间接融资渠道畅通；合并范围含上市公司洋河股份，有直接融资渠道。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额（不包括正常担保业务）合计 84.33 亿元，占当期净资产的 21.68%。其中，对外担保金额较大的单位主要为泗阳县民康农村经济发展有限公司、宿迁市运河港区开发有限公司、宿迁市经济开发总公司等。总体看，公司对外担保金额较大，未来被担保公司的经营及按期偿付状况将直接影响到公司的或有负债风险。

截至 2017 年 3 月底，公司存在两起重大未决诉讼。苏酒集团在中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行和中国工商银行股份有限公司开封豪德支行储蓄存款合计 1.3 亿元，涉及侵权责任纠纷事项，公安机关已介入调查，进行相关案件侦查和资产保全措施，苏酒集团已启动民事诉讼程序向有关责任单位和个人追偿损失：1) 苏酒集团与中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行储蓄存款 1 亿元侵权责任纠纷事项，苏酒集团已向江苏省宿迁市中级人民法院提起诉讼，并于 2015 年 2 月 12 日收到江苏省宿迁市中级人民法院《受理案件通知书》，江苏省宿迁市中级人民法院已决定立案受理，目前案件正在审理过程中。2) 与中国工商银行股份有限公司开封豪德支行储蓄存款 0.3 亿元侵权责任纠纷事项，苏酒集团已向江苏省宿迁市中级人民法院提起诉讼，并于 2015 年 2 月 12 日收到江苏省宿迁市中级人民法院《受理案件通知书》，江苏省宿迁市中级人民法院立案受理，后因部分侵权人涉嫌刑事犯罪，致使上述诉讼事项中止审理，实体审理等后续程序，须依据刑事案件的处理结果和江苏省宿迁市中级人民法院通知。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10321302001028804），截至 2017 年 5 月 7 日，公司已结清贷款中存在 2 笔关注类信贷信息记录，过往债务履约情况一般。

总体看，公司目前债务负担较轻，考虑到公司主营业务获现能力较强，经营活动现金流入规模大，盈利水平高，均能对债务偿还形成很好保障，公司整体偿债能力极强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额为 102.20 亿元，本次拟发行债券规模为 20 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发行额度较大，对公司负债水平有一定的影响。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 13.62%、23.91%

和 44.81%，分别上升了 4.01 个百分点、3.10 个百分点和 1.61 个百分点，债务负担有所加重，但仍属较轻。本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于公司改善债务结构。考虑到本次债券募集资金将用于偿还公司各项债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 286.15 亿元，对本次债券发行额度（20 亿元）的保护倍数为 14.31 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 86.84 亿元，对本次债券发行额度（20 亿元）的保护倍数为 4.34 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度高。

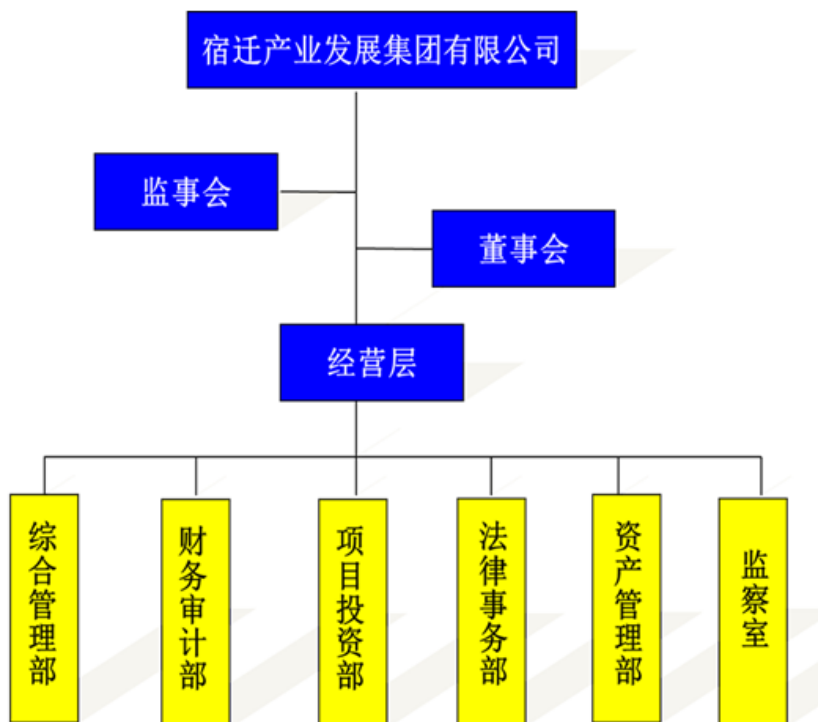
综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名白酒生产企业，在行业经验、市场品牌等方面具有很强的竞争优势，能够通过持续经营维持较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为国内知名白酒酿造企业洋河集团的母公司，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持方面所具有的优势。公司经营效率良好、盈利能力强、现金流较为充沛、债务负担较轻，整体财务状况良好。同时，联合评级也关注到中央反腐政策影响高端白酒消费以及主打产品市场竞争日趋激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续专注于白酒的生产与销售，进一步扩大白酒的生产规模，积极拓展北方市场；同时，调整白酒产品结构，加大中高端白酒生产力度，提高产品毛利，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。综上，联合信用评级有限公司评定宿迁产业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了公司主体的违约风险极低。

附件 1 宿迁产业发展集团有限公司组织结构图



附件 2 宿迁产业发展集团有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	589.08	656.48	700.21	684.80
所有者权益（亿元）	301.87	336.94	361.35	388.95
短期债务（亿元）	88.95	76.28	70.54	60.85
长期债务（亿元）	62.10	71.49	61.12	41.35
全部债务（亿元）	151.05	147.77	131.65	102.20
营业收入（亿元）	173.81	169.69	181.12	77.42
净利润（亿元）	45.10	53.25	58.22	26.77
EBITDA（亿元）	67.58	79.27	86.84	--
经营性净现金流（亿元）	28.88	62.13	82.86	13.63
应收账款周转次数（次）	23.76	22.14	33.70	--
存货周转次数（次）	0.63	0.45	0.41	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.27	0.27	0.11
现金收入比率（%）	108.97	120.74	130.43	84.68
总资本收益率（%）	10.68	11.41	11.98	--
总资产报酬率（%）	11.05	11.53	11.53	--
净资产收益率（%）	15.71	16.67	16.67	7.14
营业利润率（%）	50.98	58.36	59.81	57.25
费用收入比（%）	16.61	19.73	19.49	12.63
资产负债率（%）	48.76	48.67	48.39	43.20
全部债务资本化比率（%）	33.35	30.49	26.70	20.81
长期债务资本化比率（%）	17.06	17.50	14.47	9.61
EBITDA 利息倍数（倍）	30.47	41.20	50.01	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.54	0.66	--
流动比率（倍）	1.59	1.75	1.68	1.88
速动比率（倍）	0.95	1.10	1.02	1.17
现金短期债务比（倍）	0.85	0.98	0.65	0.70
经营现金流动负债比率（%）	13.04	25.44	30.23	5.84
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.38	3.96	4.34	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，相关数据采用期初数值；3、2017 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 宿迁产业发展集团有限公司 公开发行 2017 年公司债券 (面向合格投资者) (第一期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次(期)债券存续期内,在每年宿迁产业发展集团有限公司审计报告公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次(期)债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宿迁产业发展集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。宿迁产业发展集团有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宿迁产业发展集团有限公司的相关状况,如发现宿迁产业发展集团有限公司或本次(期)债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本次(期)债券的信用等级。

如宿迁产业发展集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至宿迁产业发展集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次(期)债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间;同时,跟踪评级报告将报送宿迁产业发展集团有限公司、监管部门等。

