

跟踪评级公告

联合[2017]632 号

江苏洋河集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

江苏洋河集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

江苏洋河集团有限公司公开发行的“16 洋河 01”和“17 洋河 01”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：

二零一七年六月十四日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

江苏洋河集团有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 洋河 01	10 亿元	10 年 (5+5)	AAA	AAA	2016 年 6 月 28 日
17 洋河 01	5 亿元	10 年 (5+5)	AAA	AAA	2017 年 4 月 20 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 14 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	499.78	510.51	503.58
所有者权益 (亿元)	245.13	275.04	303.36
长期债务 (亿元)	44.40	20.54	15.15
全部债务 (亿元)	163.36	114.76	109.88
营业收入 (亿元)	164.13	175.59	76.32
净利润 (亿元)	52.70	57.25	27.40
EBITDA (亿元)	77.91	85.17	--
经营性净现金流 (亿元)	73.18	88.76	15.34
营业利润率 (%)	59.00	60.60	59.03
净资产收益率 (%)	22.98	22.01	9.47
资产负债率 (%)	50.95	46.12	39.76
全部债务资本化比率 (%)	39.99	29.44	26.59
流动比率 (倍)	1.59	1.53	1.73
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.48	0.74	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	48.47	61.86	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	7.79	5.68	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2017 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、已将其其他应付款中付息部分计入短期债务。

评级观点

2016 年，江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”或“洋河集团”）作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度和酿造工艺水平等方面仍具有较强的竞争优势。公司继续专注于白酒的生产与销售，加大中高端白酒占比，收入和盈利规模进一步增长，盈利能力和经营获现能力较强，整体经营状况保持良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到白酒行业竞争激烈、其他应收款对公司资金形成占用、短期偿付压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建酒业生产项目的完工和投产，公司白酒业务的收入和盈利规模有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 洋河 01”和“17 洋河 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司所处的洋河镇素有“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，公司面临良好的外部环境。

2. 2016 年，公司积极调整产品结构，提高高端酒产品比重，经营情况良好，收入和盈利规模继续增长。

3. 2016 年，公司盈利能力和经营获现能力仍较强，债务负担进一步下降。

关注

1. 2016 年，公司其他应收款规模较大，对公司的资金形成一定占用。

2. 公司债务中短期债务占比高，短期偿

付压力较大。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

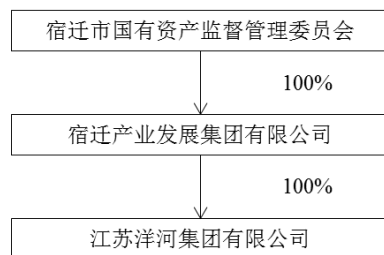


联合信用评级有限公司

一、主体概况

江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”或“洋河集团”）成立于1949年7月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，1986年8月经江苏省工商局批准更名为江苏洋河酒厂（以下简称“洋河酒厂”）。1997年5月，经江苏省人民政府批准，洋河酒厂整体改制为江苏洋河集团有限公司，注册资本11,000万元，是由宿迁市国有资产监督管理委员会（以下简称“宿迁国资委”）实际出资成立的国有独资公司。截至2017年3月底，公司控股股东为宿迁产业发展集团有限公司，实际控制人为宿迁市国资委。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司仍以白酒的生产和经营为主营业务，公司经营范围未发生变化。截至2016年底，公司下设综合管理部、法律事务部、投资部、财务部、审计部和项目建设部等6个职能部门，组织结构未发生改变；纳入合并范围的子公司71家，较上年底增加28家；公司拥有在职员工12,917人。

截至2016年底，公司合并资产总额510.51亿元，负债合计235.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）275.04亿元，其中归属于母公司所有者权益合计104.18亿元。2016年，公司实现营业收入175.59亿元，净利润（含少数股东损益）57.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为19.11亿元；经营活动产生的现金流量净额88.76亿元，现金及现金等价物净增加额为-26.62亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额503.58亿元，负债合计200.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）303.36亿元，其中归属于母公司所有者权益合计114.45亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入76.32亿元，净利润（含少数股东损益）27.40亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.40亿元；经营活动产生的现金流量净额15.34亿元，现金及现金等价物净增加额为-8.05亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市洋河镇酒家路2号；法定代表人：韩锋。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2015年12月18日经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2970号”文核准向合格投资者公开发行面值总额不超过30.00亿元（含30.00亿元）的公司债券；本次债券分期发行，第一期于2016年3月25日发行结束，发行规模为10.00亿元，债券期限为10年，附第5年末发行人调整利率选择权和回售权；票面利率为3.24%，每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金偿还，起息日为2016年3月24日，付息日为2017年至2026年每年的3月24日；第一期债券于2016年4月21日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 洋河 01”，债券代码“136341.SH”。第二期债券于2017年4月28日发行结束，发行规模为5.00亿元，债券期限为10年，附第5年末发行人调整利率选择权和回售权；票面利率为4.95%，每年付息一次，到期还

本，最后一期利息随本金偿还，起息日为 2017 年 4 月 28 日，付息日为 2018 年至 2027 年每年的 4 月 28 日；第二期债券于 5 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 洋河 01”，证券代码“143106.SH”。

截至 2017 年 5 月底，公司两期债券共募集资金 15.00 亿元；其中“16 洋河 01”募集资金 10.00 亿元，“17 洋河 01”募集资金 5.00 亿元，均已完全使用完毕；公司募集资金专户剩余 70,921.15 元。

公司已于 2017 年 3 月 24 日支付“16 洋河 01”自 2016 年 3 月 24 日至 2017 年 3 月 23 日期间的利息 3,240.00 万元。

三、行业分析

1. 行业概况

据国家统计局发布 2016 年我国白酒行业数据显示，2016 年全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%，增速较上年下降 1.84 个百分点。从各省情况看，2016 年白酒产量较高省份分别是：四川省白酒年产量 402.67 万千升，增长 8.65%，产量位居全国第 1 位；河南省白酒产量 117.50 万千升，增长 3.65%，位居全国第 2 位；山东省白酒年产量 112.64 万千升，下降 0.72%，位居全国第 3 位；江苏省白酒年产量 106.89 万千升，增长 7.83%，位居全国第 4 位。从各省市区的白酒产量增长的情况来看，2016 年白酒产量增长率超过 10%的共有 7 个省市。其中：青海省白酒年产量 2.63 万千升，增长 42.16%；山西省白酒年产量 10.32 万千升，增长 24.33%；湖南省白酒年产量 30.58 万千升，增长 18.79%；北京市白酒年产量 31.02 万千升，增长 16.73%；其他年产量增长率超过 10%的省市区分别是：吉林、天津、贵州。从各省市区白酒年产量下降的情况来看，2016 年白酒年产量下降的省市区共有 11 个。其中辽宁省白酒年产量 8.28 万千升，下降 80.78%；西藏自治区白酒年产量 0.05 万千升，下降 28.62%；浙江省白酒年产量 1.15 万千升，下降 21.13%；江西白酒年产量 16.01 万千升，下降 12.18%。下降幅度超过 5%的还有河北、福建、广东。

从行业企业业绩来看，2016 年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1,578 家，其中亏损企业 113 个，企业亏损面为 7.16%；规模以上白酒企业累计完成销售收入 6,125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%；亏损企业累计亏损额 10.54 亿元，同比下降 15.92%。行业企业业绩两极分化，以茅台、洋河、泸州老窖为代表的高端酒企均成功实现业绩回温，而中低端酒企发展持续疲软。

总体看，2016 年，白酒行业实现弱势回暖，分别以高端和以中低端白酒为主导的白酒企业业绩两极分化，占有优势的国内中高端酒企逐渐凸显主导地位，并以稳定的增势实现局部回温；但中小型企业之间的竞争却更加激烈，同时受行业恶劣的宏观经济拖累发展环境更加恶化。

2. 行业上下游

上游方面，白酒行业的原材料主要为粮食和包装材料。

粮食方面，从产量看，2016 年，主要受气象灾害导致粮食减产、全国粮食种植面积下滑影响，中国粮食生产在连续实现“十二连增”之后首次出现下滑。国家统计局的数据显示，2016 年全国粮食总产量 61,624 万吨，较 2015 年减少 520 万吨，下降 0.8%，仍是历史第二高产年。其中，夏粮产量 13,920 万吨，下降 1.2%；早稻产量 3,278 万吨，下降 2.7%；秋粮产量 44,426 万吨，下降 0.6%。2016 年中国粮食播种面积 113,028.2 千公顷，比 2015 年减少 314.7 千公顷，减少 0.3%。全

国粮食单位面积产量每公顷 5,452.1 公斤,比 2015 年每公顷减少 30.7 公斤,减少 0.6%。价格方面,虽然最近几年粮食价格保持稳中有升的态势,但因粮食为关系国计民生的基础性商品,政府对粮食价格进行严格的控制。尤其国家近几年对农业投入的加大,并对农产品进行补贴,粮食价格的波动幅度整体不大,对白酒行业的成本不会造成大的不利影响。包装材料方面,白酒产品配套的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖/瓶塞、外包装箱等,因供货商众多,白酒生产企业的选择余地较大,白酒生产成本受包装材料供应量、价格的影响不大。

下游方面,白酒为快速消费品,下游渠道主要为酒类经销商、酒店、商场和超市等批发零售商,经由上述渠道销售至终端消费者。各地消费者的收入水平以及对白酒品牌的认知程度最终影响白酒未来的发展。2016 年,白酒行业逐步适应市场消费的“新常态”,随着消费者日常聚饮以及商务餐饮的白酒消费水平逐步提升,一部分大众和商务白酒消费将从原来中低端区域进入到次高端区域,中高端白酒呈现出复苏和发展的迹象。

总体看,2016 年,上游原材料价格较为稳定,对行业内企业采购成本影响不大,下游销量有所回暖,中高端白酒发展前景良好。

3. 行业政策

跟踪期内,我国白酒行业法规标准体系建设和落实仍然滞后,无相关政策、法律出炉。目前涉及白酒生产流通的主要法律是《食品安全法》和《产品质量法》,缺乏适应白酒生产流通特点的专门法规;食品行业遵循的《食品安全国家标准食品生产通用卫生规范》(GB14881—2013),不完全适用白酒酿造的工艺特点。中国酒业协会发布的关于工艺和理化指标检测方法等推荐标准,也由于缺乏强制性,很难被地方政府及生产企业执行落实。

4. 行业关注

(1) 行业分化

白酒行业经历了数年调整,逐步回归正常经营,在以茅台、五粮液为代表的高端酒逐步提价的大背景下,高端酒中龙头产品的市占率呈现逐步提高态势,且未来议价能力越发增强,中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

(2) 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会给白酒行业的发展带来长远的阻力。80 后、90 后的消费者对白酒的依赖程度远不如他们的父辈,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。

5. 未来发展

白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一,随着居民收入增加,白酒行业的发展前景依然光明。未来 3~5 年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组期将会有效的提高行业集中度,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

企将挤压小企业的生存空间。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，白酒行业的发展前景光明，但将面临行业整合重组过程。

四、管理分析

2016年，单成武先生和熊志平先生因个人原因不再担任公司董事，选举任江先生和刘莹女士为新任董事。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务仍为白酒的生产和销售。2016年，受益于白酒销售均价增长，公司实现营业收入175.59亿元，同比增长6.98%；公司实现净利润57.25亿元，同比增长8.64%。

2016年公司实现主营业务收入171.39亿元，占公司营业收入的97.61%，主营业务突出。分板块来看，2016年公司白酒业务实现收入164.99亿元，同比增长7.72%，主要系白酒价格上升所致，白酒业务收入占比小幅上升至96.27%；2016年公司红酒业务实现收入2.83亿元，同比下降15.02%，主要系公司为提高库存周转率适当降低红酒价格所致，红酒业务收入占比由2015年的2.09%下降至1.65%；2016年公司粮食业务实现收入2.92亿元，同比增长10.19%，主要系销量增长所致，粮食业务占比由2015年的1.66%上升至1.71%；2016年公司的其他业务构成有所变化，仍保留了项王故里景区门票收入，新增租赁及物流服务收入、不再拥有化工纺织品收入和码头装卸收入，工程维修收入大幅增长，其他板块实现营业收入0.64亿元，同比小幅下降4.48%。

表 1 2015~2016 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	153.16	95.84	63.25	164.99	96.27	65.40
红酒	3.33	2.09	66.38	2.83	1.65	58.09
粮食	2.65	1.66	0.77	2.92	1.71	0.60
其他	0.67	0.42	-79.25	0.64	0.37	-80.08
合计	159.81	100.00	61.68	171.39	100.00	63.63

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

从毛利率来看，2016年公司主营业务毛利率为63.63%，较上年上升1.95个百分点。分板块来看，2016年公司白酒业务毛利率为65.40%，较上年上升了2.15个百分点，主要系毛利率较高的高端酒占比有所上升所致；红酒业务毛利率为58.09%，较上年下降了8.29个百分点，主要系红酒价格下降所致；粮食业务毛利率依然较低，为0.60%，较上年变化不大；其他业务毛利率仍为负数，为-80.08%，主要系收入占比较高的项里、三里台景区运营尚未成熟所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入76.32亿元，占2016年全年的43.46%，主要系春节期间白酒销量较大所致；实现净利润27.40亿元，占2016年全年的47.86%。

总体看，2016年公司仍以白酒的生产和销售为主营业务；营业收入规模继续增长，毛利率水平略有提升。

2. 酒类业务

(1) 生产情况

公司有三处生产基地，主要位于江苏省宿迁市、洋河镇和双沟镇。跟踪期内，公司酒类生产流程无重大改进。公司白酒类产品主要分为中高档白酒和普通白酒，主要包含中高档白酒如：“洋河蓝色经典”系列、“双沟珍宝坊”、“青花瓷”、洋河大曲系列，以及普通白酒如：洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。2016年8月，公司推出高档白酒“蓝色经典封坛酒”和“梦之蓝手工班”，主要针对高端消费人群，属于“洋河蓝色经典系列”高端白酒，2016年销售收入接近1,000万元。

从白酒生产情况来看，截至2016年底，公司共拥有白酒产能29.00万吨/年，较上年末未发生变化。2016年，公司白酒产量为20.45万吨，同比下降6.70%，主要系公司调整产品结构使得高端产品占比上升所致。受此影响，2016年，公司白酒生产产能利用率由2015年的75.89%下降至70.51%，产能利用率水平不高。

表 2 2015~2016 年公司酒类产品生产情况

项目	指标	2015 年	2016 年	变动水平 (%)
白酒	产能 (万吨/年)	29.00	29.00	--
	产量 (万吨)	21.92	20.45	-6.70
	产能利用率 (%)	75.89	70.51	下降 5.38 个百分点
红酒	产能 (万吨/年)	0.50	0.50	--
	产量 (万吨)	0.48	0.37	-23.49
	产能利用率 (%)	96.18	73.59	下降 22.59 个百分点

资料来源：公司提供

从红酒生产情况来看，截至2016年底，红酒产能为5,000.00吨/年，较上年末未发生变化；2016年红酒产量为0.37万吨，同比下降23.49%，主要系下游需求低迷所致；产能利用率也由96.18%下降至73.59%，产能利用率处于较低水平。

总体看，2016年公司酒类产品产能稳定，公司主动调整产品结构，向中高档白酒倾斜，总体产量有所下降，产能利用率下降；受下游需求低迷影响，红酒产量和产能利用率下降幅度较大。

(2) 成本构成情况

2016年，公司酒类酿造的成本构成保持稳定，仍主要由直接材料和直接人工构成，其中直接材料又包含粮食（占直接材料的22.89%）、包装物（占直接材料的46.33%）、调味酒和酒精等。从占比情况来看，2016年，直接材料占公司酒类生产营业成本比重最大，为55.68%；其次，消费税及附加占公司酒类生产营业成本比重为24.39%；直接人工，占公司酒类营业成本比重为7.32%；其他包括燃料动力和制造费用在内的营业成本占比较低，分别为2.65%和3.90%。

2016年，公司酒类生产直接材料的采购金额为34.54亿元，同比小幅增长1.71%；公司酒类生产直接人工成本为4.57亿元，同比增长15.60%，主要系平均人工成本上涨所致；燃料动力和制造费用分别为1.64亿元和2.42亿元；燃料动力和制造费用成本对公司营业成本影响较小。受以上因素影响，公司白酒酿造的综合成本为58.30亿元，同比小幅增长1.55%。

表 3 2015~2016 年公司酒类营业成本构成（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		同比增减
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
直接材料	339,545.79	55.53	345,363.68	55.68	1.71
直接人工	39,528.50	6.46	45,694.90	7.32	15.60
燃料动力	13,989.07	2.29	16,415.19	2.65	17.34
制造费用	22,513.38	3.68	24,219.90	3.90	7.58
消费税及附加	158,542.56	25.93	151,316.94	24.39	-4.56
合计	574,119.31	93.89	583,010.61	93.94	1.55

资料来源：公司提供

公司原材料采购结算未发生变化，仍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规定的规定支付。从采购集中度来看，2016年，公司前五大供应商采购金额总额为12.88亿元，同比下降4.31%，主要系公司为规避采购风险，减少对供应商的依赖程度分散采购渠道所致；受此影响，前五大供应商采购金额占当期同类采购金额的比重由26.02%下降至23.47%，原材料采购集中度有所下降。

表 4 2015~2016 年公司采购金额前五名供应商情况（单位：万元、%）

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

资料来源：公司提供

总体看，2016年公司酒类生产成本较上年有所增长，成本构成无重大变化；公司采购集中度较低，集中采购风险小。

（3）销售情况

从营销模式来看，公司已于2014年底建立完成覆盖全国销售网络。目前，公司营销网点按照“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。针对中高档白酒产品的不同市场发育阶段，公司完成了从“盘中盘”模式到“4×3”营销模式的转变。公司首先以核心酒店为营销起点，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。随后，在保持目标消费群不变的情况下，转向开发各区域的核心企事业单位；具体措施包括集团消费、核心酒店、媒体联动，重点客户部、酒店部、品牌推广部一体化等举措。

从白酒销售情况来看，2016年，公司白酒产品实现销量19.82万吨，同比下降7.12%，主要系公司调整产品结构使得高端产品占比较高所致；产销率为96.94%，较2015年小幅下降，但仍处于较高水平。从销售均价来看，2016年，公司白酒产品销售均价为83,245.54元/吨，同比大幅上升15.99%，主要系高档白酒占白酒的比例上升所致。

表5 2015~2016年公司白酒生产销售和价格情况

指标	2015 年度	2016 年度	变动水平 (%)
产量 (万吨)	21.91	20.45	-6.66
销量 (万吨)	21.34	19.82	-7.12
产销率 (%)	97.37	96.94	下降 0.44 个百分点
销售收入 (亿元)	153.16	164.99	7.72
销售均价 (元/吨)	71,771.32	83,245.54	15.99

资料来源：公司提供

从红酒销售情况来看，2016年，公司红酒实现销量5,158.93吨，同比增长17.99%，主要系公司主动降价促进销售所致；产销率由2015年的90.92%大幅上升至140.22%，主要系公司为优化供应链消耗库存所致，其中2016年消耗库存120.62吨。从销售均价来看，2016年红酒销售均价为54,939.46元/吨，同比大幅下降27.96%，主要系公司为优化供应链提高库存周转率适当降价所致。

表6 2015~2016年公司红酒生产销售和价格情况

指标	2015 年度	2016 年度	变动水平 (%)
产量 (吨)	4,809.15	3,679.28	-23.49
销量 (吨)	4,372.29	5,158.93	17.99
产销率 (%)	90.92	140.22	提高 49.30 个百分点
销售收入 (亿元)	3.33	2.83	-15.02
销售均价 (元/吨)	76,262.74	54,939.46	-27.96

资料来源：公司提供

从销售的区域分布来看，公司产品销售主要集中在江苏省，2016年，江苏省销售量占公司销售总量比例达到54.82%，较2015年下降9.21个百分点，主要系公司全国范围内拓展销售渠道所致。除江苏省外，公司白酒产品还销往河南省、山东省、安徽省、浙江省和河北省等地区，2016年，省外地区的销售额75.82亿元，同比增长22.43%，因此带动省外销售占比由2015年的39.57%上升至45.18%。

表7 2015~2016年公司酒类业务销售的区域分布情况 (单位：万元、%)

区域	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
省内	945,684.74	60.43	920,102.84	54.82
省外	619,241.19	39.57	758,166.61	45.18
合计	1,564,925.93	100.00	1,678,269.45	100.00

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2016年，公司前五大客户的销售收入总额为9.29亿元，占总销售收入比重为5.41%，较2015年小幅下降，公司销售集中度较低，单一客户需求与采购政策对公司产销的影响较低。

从销售结算方式来看，公司对客户仍主要采用先款后货的结算方式，在销售结算方面占据主导地位。

表8 2015~2016年公司前五大客户销售情况（单位：万元、%）

项目	2015 年	2016 年
前五大客户销售总额	94,716.91	92,878.16
销售总额占比	5.90	5.41

资料来源：公司提供

总体看，2016年公司白酒产品向中高端转换，销售均价上升，销量小幅下降，整体销售额增长；红酒产品整体库存消耗量较大，销量增长，价格有所下降；公司酒类产品销售仍以江苏省内为主，销售客户集中度较低。

3. 在建项目

截至2017年3月底，公司主要在建项目为“3万吨名优酒酿造技改工程”、“双沟新区酿酒工程”、“宿迁市项王故里景区建设项目”以及“台商创业创新标准厂房建设项目”，计划总投资71.82亿元，截至2017年3月底累计已完成投资83.16亿元，已投入资金超过原计划11.34亿元，主要系公司在建设过程中提高了工程建设标准所致；公司测算目前在建项目2017年尚需2.70亿元投入，2018年尚需投资0.30亿元，考虑到公司现金流充裕，盈利规模较大，公司资金压力较小。公司重大在建工程均进入项目后期，且资金来源均为自筹。

表9 截至2017年3月底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2017年3月底已投入资金	2017年4~12月预计投入资金	2018年预计投入资金	项目进度	资金来源
3万吨名优酒酿造技改工程	16.30	19.60	0.50	0.30	后期	自筹资金
双沟新区酿酒工程	5.28	8.85	--	--	后期	自筹资金
宿迁市项王故里项目	31.82	42.11	2.00	--	后期	自筹资金
台商创业创新标准厂房建设项目	18.42	12.60	0.20	--	后期	自筹资金
合计	71.82	83.16	2.70	0.30	--	--

资料来源：公司提供

注：公司项目中计划总投资额小于截至2017年3月底累计投资额系项目在建设过程中提高了工程建设标准，增加了资金需求导致。

“3万吨名优酒酿造技改工程”和“双沟新区酿酒工程”主要为酒类相关项目，未来随着项目的完工和投入运营，公司产能将得以提升，产品结构得以优化。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；余下资金待项目竣工后由政府支付。截至2017年3月底，公司累计收到回购资金6.00亿元。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。

总体看，公司在建项目均已进入建设后期，但由于部分项目在建设过程中提高了工程质量要求，导致部分在建项目投入资金已超过原计划；个别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；未来随着在建项目的完工投产，公司产能将得以提升，产能结构将得以优化。

4. 经营效率

2016年，公司应收账款周转次数由2015年的93.73次上升至118.11次，主要系公司营业收入增长所致；公司存货周转次数由2015年的0.61次下降至0.56次，主要系公司存货增长所致；公司总资产周转次数仍为0.35次，较上年发生变化，主要系公司资产总额和营业收入均快速增长所致。2016年，公司应收账款周转率远高于行业平均水平，存货周转率和总资产周转率均处于行业中下水平，公司经营效率尚可。

表10 2016年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

公司简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
贵州茅台	0.34	6.89	0.18
金徽酒	0.53	115.58	1.42
今世缘	0.40	50.53	0.51
口子窖	0.44	8.30	0.49
古井贡酒	0.64	9.28	0.96
迎驾贡酒	0.47	14.92	0.64
五粮液	0.39	2.45	0.81
山西汾酒	0.50	2.57	0.72
水井坊	0.51	47.21	0.37
以上企业平均值	0.47	28.64	0.68
公司	0.35	266.30	0.56

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 wind。

总体看，2016年公司整体经营效率尚可。

5. 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54.82%酒类业务收入来自于江苏省境内，产品销售的集中度较高。未来，若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）宏观经济增长放缓

近年来，我国经济进入“新常态”，经济增长速度、居民收入增长速度逐渐放缓；股票市场大幅调整、房地产市场增速放缓，限制甚至减少了居民的财富收入增长。宏观经济形势变化对居民的消费支出产生较大的影响，这影响到了白酒行业的整体需求。未来白酒行业整体需求可能放缓，对公司白酒销售产生不利的影响。

（3）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。

6. 未来发展

2017年，公司仍将专注于白酒的生产与销售，未来将继续坚持白酒主业，将公司白酒品牌进一步做强，公司将在打造产品力、品牌力、渠道力的竞争力基础上，持续做好产品经营、资本经营和生态经营。

产品方面，公司将全面探索、研究消费者在消费能力、消费心理和消费方式等方面的变化，主动顺应和引领变化，开发满足市场需求的产品，实现产品自传播、自销售，打造和构建自营销售体系。品牌建设方面，运用多种媒介增强新媒体传播力度，最大化投放效率，进一步彰显品牌的价值。渠道方面，全面分析和把握目标定位规律、成长阶段规律、区域拓展规律等，并根据规律因时因势，制定针对性工作举措，聚焦渠道极致化，打造新增长点，追求企业长期健康发展。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2016年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见；公司2016年度合并财务报表按照《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定进行确认和计量，并在此基础上编制财务报表。2017年一季度财务报表未经审计。2016年合并范围较2015年增加28家，其中，通过非同一控制下企业合并增加子公司21家，通过新设增加子公司7家；不再纳入合并范围的7家，其中，通过股权无偿划出减少子公司6家，注销子公司1家。合并财务报表范围虽有所变化，但新纳入合并范围的子公司对公司整体影响较小，且相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额510.51亿元，负债合计235.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）275.04亿元，其中归属于母公司所有者权益合计104.18亿元。2016年，公司实现营业收入175.59亿元，净利润（含少数股东损益）57.25亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为19.11亿元；经营活动产生的现金流量净额88.76亿元，现金及现金等价物净增加额为-26.62亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额503.58亿元，负债合计200.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）303.36亿元，其中归属于母公司所有者权益合计114.45亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入76.32亿元，净利润（含少数股东损益）27.40亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.40亿元；经营活动产生的现金流量净额15.34亿元，现金及现金等价物净增加额为-8.05亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至2016年底，公司资产总额为510.51亿元，较年初小幅增长2.15%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占比63.49%，非流动资产占比36.51%，流动资产占比有所下降；资产结构较年初变化不大。

截至2016年底，公司流动资产合计324.11亿元，较年初小幅下降1.48%；流动资产由货币资金（占比8.72%）、其他应收款（占比20.25%）、存货（占比37.96%）和其他流动资产（占比31.36%）构成。

截至2016年底，公司货币资金为28.26亿元，较年初下降46.62%，主要系票据保证金减少所致；公司货币资金主要由银行存款（占比99.91%）构成；公司货币资金使用受到限制的规模较小（占比6.85%）。

截至2016年底，公司其他应收款账面价值为65.62亿元，较年初下降36.89%，主要系往来款减少所致；其他应收款主要由应收往来款构成，累计计提坏账准备0.79亿元，计提比例为0.74%；公司前五大欠款单位其他应收款合计51.89亿元，占比78.15%，公司其他应收款集中度较高，存在一定的风险。

表11 截至2016年底公司其他应收款金额前五大情况

名称	与本公司关系	欠款金额（万元）	欠款年限	性质或内容	占其他应收款总额的比例（%）
江苏双沟集团有限公司	关联方	216,460.00	滚动发生	往来借款	32.60
宿迁市融资调度管理中心	非关联方	141,900.00	1~2 年	往来借款	21.37
宿迁产业发展集团有限公司	关联方	88,700.00	滚动发生	往来借款	13.36
宿迁三台山旅游发展有限公司	非关联方	57,100.00	1~2 年	往来借款	8.60
宿迁市财政局国库处	非关联方	14,709.84	1 年以内	往来借款	2.22
合计	--	518,869.84	--	--	78.15

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货账面价值为123.04亿元，较年初增长9.92%，主要系公司较往年提早备货所致；公司存货主要由半成品（占比79.75%）和库存商品（占比14.41%）构成；公司对原材料累计计提0.12亿元跌价准备。

截至2016年底，公司其他流动资产合计101.65亿元，较年初大幅增长90.22%，主要系公司购买了大量的银行短期理财产品所致。

截至2016年底，公司非流动资产合计186.40亿元，较年初增长9.14%，主要系固定资产和其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比8.49%）、固定资产（占比63.11%）、在建工程（占比8.55%）和无形资产（占比9.49%）构成。

截至2016年底，公司可供出售金融资产合计15.83亿元，较年初增长24.29%，主要系新增对金石坤享股权投资（合伙企业）（有限合伙）3.00亿元的投资所致；公司可供出售金融资产均为按成本计量的可供出售权益工具。

截至2016年底，公司固定资产账面价值为117.63亿元，较年初增长13.27%，主要系公司购入固定资产、非同一控制企业合并增加固定资产和在建工程转入所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占比81.60%）和机器设备（占比17.34%）构成，符合所处行业特征；公司对固定资产累计计提折旧25.30亿元，固定资产成新率80.34%，成新率较高。截至2016年底，公司受限固定资产账面价值为20.39亿元，占比为17.33%，受限比例较低。

截至2016年，公司在建工程账面净值为15.93亿元，较年初下降35.58%，主要系部分在建生产项目建成转入固定资产所致；公司未对在建工程计提减值准备。

截至2016年底，公司无形资产账面价值为17.68亿元，较年初小幅下降2.27%，主要系土地使用权摊销所致；主要由土地使用权（占比96.01%）构成；公司对无形资产累计摊销5.82亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额为503.58亿元，较年初小幅下降1.36%；其中流动资产为314.83亿元（占比62.52%），非流动资产为188.75亿元（占比37.48%），资产构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产构成以流动资产为主，受限资产占比很低；公司存货和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，公司整体资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计235.47亿元，较年初下降7.53%，主要系非流动负债大幅下降所致；其中，流动负债占比89.88%，非流动负债占比10.12%，流动负债占比较上年上升了8.65个百分点，负债以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债为211.63亿元，较年初增长2.32%；公司流动负债主要由短期借款（占比5.66%）、应付票据（占比6.43%）、预收款项（占比18.34%）、应交税费（占比8.78%）、其他应付款（占比34.32%）和一年内到期的非流动负债（占比16.52%）构成。

截至2016年底，公司短期借款为11.97亿元，较年初增长54.06%，主要系公司融资需求较大所致；公司应付票据余额为13.60亿元，较年初下降51.08%，主要系公司以往票据到期结算以及2016年较少采用票据结算所致，全部由银行承兑汇票构成；公司预收款项为38.81亿元，较年初增长200.59%，主要系预收货款大幅增加所致；公司应交税费合计18.59亿元，较年初增长25.80%，主要系公司利润总额增加带动税费增长所致；公司其他应付款余额为72.64亿元，较年初下降24.14%，主要系往来借款大幅下降所致；公司一年内到期的非流动负债余额为34.96亿元，较年初大幅增长603.71%，主要系将于一年内到期的应付债券转入所致。

截至2016年底，公司非流动负债为23.84亿元，较年初下降50.14%，主要系应付债券将于一年内到期转入一年内到期的非流动负债所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比23.24%）、应付债券（占比62.93%）和专项应付款（占比8.39%）构成。截至2016年底，公司长期借款5.54亿元，较年初下降25.14%，主要系一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；主要由抵押借款（占比99.97%）构成；公司应付债券合计15.00亿元，较年初下降59.46%，主要系公司“12洋河MTN1”、“12洋河MTN2”、“14洋河PPN001”和“14洋河PPN001”合计32亿元将于一年内到期转出所致；公司应付债券由中期票据（占比54.05%）和定向融资工具（占比45.95%）构成。公司专项应付款2.00亿元，系应付职工身份置换补偿金，较年初微幅下降。

截至2016年底，公司全部债务合计114.76亿元，较年初下降29.75%；其中，短期债务为94.22亿元，较年初下降20.80%，主要系往来借款下降所致；长期债务为20.54亿元，较年初下降53.74%，主要系一年内到期的长期债务转入短期债务所致。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由2015年底的50.95%、32.11%和15.34%下降至46.12%、29.44%和6.95%，公司债务水平有所下降，整体债务负担较轻，但债务结构有待调整。

截至2017年3月底，公司负债合计235.47亿元，较年初下降7.53%；其中流动负债占比90.80%，非流动负债占比9.20%，负债结构较年初变化不大。截至2017年3月底，公司全部债务合计109.88亿元，较年初下降4.25%，主要系长期债务下降所致；其中短期债务占比86.22%，长期债务占比13.78%，短期债务占比继续上升。从债务指标来看，截至2017年3月底，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较年初分别下降了6.36个百分点、2.85个百分点和2.19个百分点至39.76%、26.59%和4.76%，债务负担进一步减轻。

截至2016年底，公司所有者权益合计275.04亿元，较年初增长12.20%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；其中归属于母公司所有者权益104.18亿元，较年初增长10.15%，占比37.88%，较年初变化不大。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比1.06%，资本公积占比20.78%、盈余公积占比1.08%、未分配利润占比77.08%；公司未分配利润和少数股东权益占比较大，权益结构稳定性有待提高。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计303.36亿元，较年初增长10.30%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模下降，以流动负债为主且占比较大；债务负担较轻，但短期债务占比很高，公司债务结构有待优化；所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有待提高。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入175.59亿元，同比增长6.98%，主要系白酒收入增长所致；实现营业成本66.09亿元，同比增长1.72%；实现营业利润76.17亿元，同比增长8.70%；分别实现利润总额和净利润76.84亿元和57.25亿元，分别同比增长8.68%和8.64%；归属于母公司的净利润为19.11亿元，同比增长9.98%。

2016年，公司期间费用为35.15亿元，同比增长8.54%，主要系管理费用和财务费用增长所致；其中，销售费用占比54.11%，管理费用占比45.98%。2016年公司销售费用为19.02亿元，同比小幅下降；公司管理费用为16.16亿元，同比增长7.21%，主要系员工薪酬增长所致；公司财务费用依然保持净流入，净流入规模由2015年的1.95亿元下降至292.30万元，主要系利息收入大幅下降所致。2016年，公司费用收入比由19.73%上升至20.02%，对营业利润造成一定侵蚀。

2016年，公司通过处置可供出售金融资产获得投资收益5.50亿元，同比小幅下降3.97%；占营业利润的7.23%，对营业利润影响较小。

从盈利能力指标看，2016年，公司总资产收益率由2015年的14.09%上升至14.36%，主要系公司净利润增长所致；总资产报酬率由2015年的14.91%上升至15.23%，主要系公司利润总额增长所致；净资产收益率由2015年的22.98%小幅下降至22.01%，主要系公司所有者权益增长所致。整体看，公司盈利能力较强。

与同行业上市公司相比，公司总资产报酬率处于中等水平；净资产收益率、销售毛利率处于行业中上水平。

表 12 2016 年主要酒类行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
贵州茅台	89.62	24.44	24.02
金徽酒	54.52	18.41	14.46
今世缘	67.88	17.44	17.01
口子窖	66.99	19.81	19.77
古井贡酒	69.90	15.91	14.06
迎驾贡酒	54.68	18.01	16.37
五粮液	67.64	15.01	15.00
山西汾酒	60.98	13.18	12.75
水井坊	72.54	16.34	13.08
以上企业平均值	67.19	17.62	16.28
公司	62.36	19.23	15.21

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

由于一季度是每年销售旺季，春节期间白酒销量较高。2017年1~3月，公司实现营业收入76.32亿元，占2016年全年收入的43.46%；公司实现净利润27.40亿元，占2016年全年净利润的47.86%；其中归属母公司所有者净利润9.40亿元。

总体上看，跟踪期内，受白酒销量增长影响，公司利润总额和净利润规模较大，且呈上升趋势；公司盈利能力有所提升，处于行业中上水平。

4. 现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动现金流入258.23亿元，同比增长4.34%；其中销售商品提供劳务收到的现金为232.37亿元，同比增长16.67%，主要系公司产品销量增长及部分货款多采用预收模式所致；公司经营活动现金流出169.48亿元，同比小幅下降2.78%，主要系支付与其他经营活动有关的现金下降所致，2016年支付其他与经营活动有关的现金占比18.49%；受以上因素影响，公司经营活动现金流净额为88.76亿元，同比增长21.28%。2016年，公司现金收入比率由2015年的121.34%上升至132.33%，收入实现质量较高。

投资活动方面，2016年，公司投资活动流入88.78亿元，同比大幅增长111.74%，主要系收回投资收到的现金大幅增长所致；其中收回投资收到的现金为80.36亿元，同比大幅增长158.26%；公司投资活动现金流出151.69亿元，同比增长74.04%，主要系投资支付的现金大幅增长所致，其中投资支付的现金为137.58亿元，同比增长119.84%。受以上因素影响，公司投资活动产生的现金流仍表现为净流出，且继续扩大，净流出额为62.92亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入61.08亿元，同比下降18.12%，主要系2015年公司发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金合计46.00亿元，而2016年无此项活动；公司筹资活动现金流出113.59亿元，同比增长4.67%，主要系偿还债务规模加大所致。受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金流仍表现为净流出，且继续扩大，净流出额为52.51亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为15.34亿元，投资活动产生的现金流量净额为-20.43亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.94亿元；现金及现金等价物净增加额为-8.05亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流量规模较大，收入实现质量保持在较高水平；经营活动现金流量能够满足公司投资需求，外部筹资压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率由2015年底的1.59倍和1.05倍分别下降至1.53倍和0.95倍。受短期债务增长影响，2016年，公司现金短期债务比由2015年的0.45倍下降至0.32倍；公司现金类资产对短期债务的保护能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司EBITDA合计85.17亿元，同比增长9.32%，主要系公司利润总额增长所致；其中，折旧占比8.46%，摊销占比1.22%，计入财务费用的利息支出占比0.10%，利润总额占比90.23%。受益于公司债务规模下降，2016年公司EBITDA全部债务比由2015年的0.48倍上升至0.74倍；受EBITDA增长影响，2016年公司EBITDA利息倍数也由2015年的48.47倍上升至61.86倍，仍处于很高水平；公司经营现金债务保护倍数由2015年的0.45倍上升至0.74倍。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2016年底，公司获得各银行授信合计51.50亿元，已使用19.93亿元，31.57亿元尚未使用，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司江苏洋河酒厂股份有限公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2016年底，公司合并范围内无重大诉讼、仲裁事项。

截至2017年5月25日，根据公司出具的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10321302000336805），公司无未结清不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在6笔关注类贷款、1笔不良类和1笔关注类票据贴现业务；其中，不良票据贴现业务产生原因是公司在

2015年通过票据贴现方式发生贸易往来，到期后对方未及时付款，目前该笔不良贴现已结清；其他均为银行操作问题导致。

截至2016年底，公司对外担保52.13亿元，担保规模较大，占所有者权益的比重为18.95%，考虑到被担保企业均属于宿迁市及江苏地区从事基础设施建设和承担公用事业的国有企业，或有负债风险可控。

总体看，随着公司借款规模减少，债务负担减轻，偿债能力指标有所优化，偿债能力继续得到进一步提升，整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达22.04亿元，约为“16洋河01”、“17洋河01”本金合计（15.00亿元）的1.47倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度很高；公司净资产达303.36亿元，约为债券本金合计（15.00亿元）的20.22倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16洋河01”和“17洋河01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为85.17亿元，约为债券本金合计（15.00亿元）的5.68倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入258.23亿元，约为债券本金合计（15.00亿元）的17.22倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度和酿造工艺水平等方面具有优势，公司对“16洋河01”“17洋河01”的偿还能力极强。

八、综合评价

公司作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度和酿造工艺水平等方面仍具有较强的竞争优势。公司继续专注于白酒的生产与销售，加大中高端白酒占比，收入和盈利规模进一步增长，盈利能力和经营获现能力较强，整体经营状况保持良好。同时，联合评级也关注到白酒行业竞争激烈、应收款对公司资金形成占用、短期偿付压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在建酒业生产项目的完工和投产，公司白酒业务的收入和盈利规模有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16洋河01”和“17洋河01”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 江苏洋河集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	499.78	510.51	503.58
所有者权益（亿元）	245.13	275.04	303.36
短期债务（亿元）	118.96	94.22	94.73
长期债务（亿元）	44.40	20.54	15.15
全部债务（亿元）	163.36	114.76	109.88
营业收入（亿元）	164.13	175.59	76.32
净利润（亿元）	52.70	57.25	27.40
EBITDA（亿元）	77.91	85.17	--
经营性净现金流（亿元）	73.18	88.76	15.34
应收账款周转次数（次）	93.73	118.11	--
存货周转次数（次）	0.61	0.56	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.35	0.25
现金收入比率（%）	121.34	132.33	89.54
总资本收益率（%）	14.09	14.36	--
总资产报酬率（%）	14.91	15.23	--
净资产收益率（%）	22.98	22.01	9.47
营业利润率（%）	59.00	60.60	59.03
费用收入比（%）	19.73	20.02	12.49
资产负债率（%）	50.95	46.12	39.76
全部债务资本化比率（%）	39.99	29.44	26.59
长期债务资本化比率（%）	15.34	6.95	4.76
EBITDA 利息倍数（倍）	48.47	61.86	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.48	0.74	--
流动比率（倍）	1.59	1.53	1.73
速动比率（倍）	1.05	0.95	1.09
现金短期债务比（倍）	0.45	0.32	0.23
经营现金流流动负债比率（%）	35.38	41.94	8.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.79	5.68	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、已将其其他应付款中付息部分计入短期债务。

附件 2 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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	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	
总资产收益率	(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+拆入资金

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 3 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。