

跟踪评级公告

联合〔2019〕1187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”、“17 洋河 01”和“17 洋河 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十四日

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>

江苏洋河集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AAA

评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级

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	2018 年 6 月 25 日
17 洋河 01	5 亿元	10 年 (5+5)	AAA	AAA	2018 年 6 月 25 日
17 洋河 02	6 亿元	9 年 (3+3+3)	AAA	AAA	2018 年 8 月 25 日

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 20 日

主要财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	510.51	522.79	582.24	590.79
所有者权益 (亿元)	275.04	302.16	343.71	385.60
长期债务 (亿元)	20.54	21.00	36.98	--
全部债务 (亿元)	104.76	68.29	74.15	--
营业收入 (亿元)	175.59	201.61	243.56	109.41
净利润 (亿元)	57.25	69.36	81.17	40.50
EBITDA (亿元)	85.31	102.78	118.89	--
经营性净现金流 (亿元)	88.76	87.31	59.52	2.47
营业利润率 (%)	60.60	60.09	57.66	57.77
净资产收益率 (%)	21.14	24.03	25.14	11.11
资产负债率 (%)	46.12	42.20	40.97	34.73
全部债务资本化比率 (%)	27.58	18.43	17.74	--
流动比率 (倍)	1.53	1.84	2.16	2.64
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.81	1.51	1.60	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	56.13	31.72	42.38	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.06	4.89	5.66	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 3、已将其其他应付款中付息部分计入短期债务; 4、2019 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内, 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; 公司中高端白酒销售占比得到提升, 收入和盈利规模进一步增长, 盈利能力和偿债能力很强, 整体债务负担较轻, 经营获现能力强, 经营活动现金流状况较佳, 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”) 也关注到公司销售区域集中度较高、少数股东权益占比较大以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司进一步拓展省外销售渠道, 以及中高端白酒产销量的提升, 公司白酒业务的收入和盈利规模有望获得进一步提升。

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”、“17 洋河 01”和“17 洋河 02”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, 公司外部发展环境良好。

2. 受益于白酒价格增长, 公司整体经营情况良好, 中高端白酒产销量占比进一步提升, 收入和盈利规模继续增长。

3. 公司盈利能力和偿债能力很强, 经营活动现金流状况较佳, 收入实现质量较高, 整体债务负担进一步减轻。

关注

1. 公司50%以上的白酒产品在江苏省境内销售，产品销售的集中度较高。
2. 公司少数股东权益占比较大，权益结构稳定性有待提高；对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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：



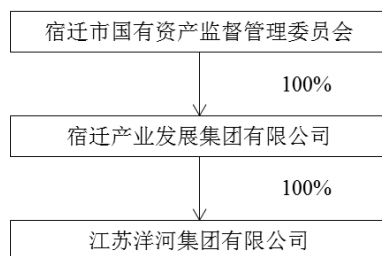
罗峰

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2019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。公司下属子公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）于2002年成立时，公司持有洋河股份5,300万股，股权比例为51.10%，历经多次增资扩股，截至2019年3月底，公司持有洋河股份51,485.90万股，股权比例为34.16%，不存在质押情况。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018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2018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79家，较上年底增加2家；公司拥有在职员工15,293人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 582.24 亿元，负债合计 238.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）343.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 122.91 亿元。2018 年，公司实现营业收入 243.56 亿元，净利润（含少数股东损益）81.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.74 亿元；经营活动现金流量净额 59.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.31 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 590.79 亿元，负债合计 205.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）385.6 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 137.25 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 109.41 亿元，净利润（含少数股东损益）40.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 40.45 亿元；经营活动现金流量净额 2.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.98 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”。第三期债券于 2017 年 8 月 21 日发行结束，发行规模为 6.00 亿元，债券期限为 9 年，附第 3 年末和第 6 年末发行人调整利率选择权和回售权；票面利率为 4.62%，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 8 月 21 日，付息日为 2018 年至 2027 年每年的 8 月 21 日；第三期债券于 8 月 30 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“17 洋河 02”，证券代码“143258.SH”。

截至 2019 年 3 月底，公司三期债券共募集资金 21.00 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，“17 洋河 02”募集资金 6.00 亿元，均已按照募集说明书约定用途完全使用完毕；公司已于 2019 年 3 月 24 日、2019 年 4 月 28 日和 2018 年 8 月 21 日支付“16 洋河 01”、“17 洋河 01”和“17 洋河 02”当年应付利息。

三、行业分析

2018 年，受上一年白酒质量安全事故、政府加强惩治贪腐以及多项禁酒令的影响，白酒行业产销量继续下降，但库存有下降趋势。根据国家统计局数据，2018 年，全国白酒产量 871.20 万千升，同比下降 27.29%，降幅较上年扩大 15.49 个百分点；白酒（折 65 度）销量 854.65 万千升，同比下降 26.43%，降幅较上年扩大 15.40 个百分点。2017~2018 年，白酒行业库存增长率分别为 7.20%、-3.60%。2018 年，白酒行业高低档产品价格出现分化，高档白酒价格上涨，助长了行业内的马太效应。根据国家发改委数据，截至 2018 年底，全国 52 度高档白酒平均价格为 1,043 元/500ml，较上年底增长 14.36%，增幅较上年扩大 2.18 个百分点；52 度中低档白酒平均价格为 155 元/500ml，由上年的增长 3.27% 转为下降 1.90%。

从上游分析，我国粮食播种面积与产量在“耕地红线”与“中国碗端中国粮”的战略方针指引下，整体保持稳定。2018 年，我国粮食种植面积 11,704 万公顷，较上年减少 95 万公顷；其中小麦种植面积 2,427 万公顷，较上年减少 24 万公顷；稻谷种植面积 3,019 万公顷，较上年减少 56 万公顷；玉米种植面积 4,213 万公顷，较上年减少 27 万公顷。2018 年，全年粮食产量 65,789 万吨，较上年减少 371 万吨，减产 0.6%；其中稻谷产量 21,213 万吨，较上年减产 0.3%；小麦产量 13,143 万吨，较上年减产 2.2%；玉米产量 25,733 万吨，较上年减产 0.7%。价格方面，2018 年，我国首次调低小麦最低收购价格至 1.15 元/斤，较上年降低 0.03 元/斤。稻谷最低收购价格自 2015 年以来持续下调，2018 年早籼稻为 1.2 元/斤，较上年降低 0.1 元/斤，较 2015 年降低 0.15 元/斤。包装材料供应由于基本属于完全竞争市场，白酒生产企业的选择余地较大，受供应量、价格的影响不大。

从下游需求分析，白酒需求端大致分个人需求、商务需求和政务需求三个方面。在当前三公消费持续受限、白酒市场总容量未增的宏观环境下，随着收入水平的提高和生活的改善，个人需求方面消费升级趋势加快；商务需求受经济发展的影响比较大，我国近年来基础建设投资力度较大且发展速度较快，预计短期内不会有大规模的经济刺激政策出台，使得商务需求的提升幅度不会很大；政务需求目前处于低位且短期难以改善。

预计未来一段时间内，随着行业调整期渠道库存基本出清、终端需求回暖和渠道利润改善，行业开始进入加库存周期，产销量有望增加；同时由于各阶层消费者众多，高中低档白酒均有望

增长，品牌和渠道将成为提升白酒企业竞争力的核心要素。

总体看，2018年，我国白酒行业发展稳定；主要原材料价格有所下降，未来原材料价格大幅上涨概率较低；未来一段时期内白酒产销量有望增加。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、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，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司营业收入243.56亿元，同比增长20.80%，主要系高档白酒收入增长所致。2018年公司实现营业利润108.23亿元，同比增长18.18%。2018年公司净利润81.17亿元，同比增长17.03%，其中归属于母公司的所有者净利润27.74亿元，同比增长7.47%。

2018年公司实现主营业务收入233.79亿元，占公司营业收入的95.99%，主营业务突出。分板块来看，2018年公司白酒业务实现收入229.13亿元，同比增长16.28%，主要系白酒销量及销售均价上升所致，白酒业务收入占比为98.01%，较上年小幅上升0.62个百分点；公司其他业务包括红酒业务、粮食业务等，收入贡献极小。

表1 2016~2018年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	164.99	96.27	65.40	191.83	97.39	66.93	229.13	98.01	76.46
红酒	2.83	1.65	58.09	2.85	1.45	53.33	2.73	1.17	50.92
粮食	2.92	1.71	0.60	2.14	1.09	0.94	1.89	0.81	0.53
其他	0.64	0.37	80.08	0.16	0.07	81.25	0.04	0.02	50.00
合计	171.39	100.00	63.63	196.98	100.00	67.01	233.79	100.00	75.55

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

从毛利率来看，2018年公司主营业务毛利率为75.55%，较上年上升8.54个百分点。其中，2018年公司白酒业务毛利率为76.46%，较上年上升了9.53个百分点，主要系毛利率较高的高端酒占比上升所致；公司其他板块毛利率均有所下降，但由于其收入占比较小，对公司主营业务毛利率影响不大。

2019年1~3月，公司营业收入109.41亿元，同比增长14.39%，净利润40.50亿元，同比增长16.77%，其中，其中归属于母公司的所有者净利润40.45亿元。

总体看，2018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，毛利率水平进一步提升。

2. 酒类业务

（1）生产情况

公司有三处生产基地，主要位于来安镇、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。

从白酒生产情况来看，截至2018年底，公司共拥有白酒产能29.00万吨/年，较上年底未发生变化。2018年，公司白酒产量为21.16万吨，较上年略有下降，主要系公司主要生产品种与上年不同所致。受此影响，2018年，公司白酒产能利用率由2017年的75.90%下降至72.97%。

表 2 2016~2018 年公司白酒生产情况

项目	指标	2016 年	2017 年	2018 年
白酒	产能（万吨/年）	29.00	29.00	29.00
	产量（万吨）	20.45	22.01	21.16
	产能利用率（%）	70.51	75.90	72.97

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司白酒类产品产能稳定，产量较上年略有下降。

（2）成本构成情况

2018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，其中直接材料包含粮食（约额占直接材料的20%）、包装物（约占直接材料的40%）、调味酒和酒精等。从占比情况来看，2018年，直接材料占公司酒类生产营业成本比重最大，为79.55%；直接人工成本占公司酒类营业成本比重为10.81%；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4.47%和5.07%。

2018年，公司酒类生产直接材料的采购金额为43.97亿元，较上年增长3.63%；公司酒类生产直接人工成本为5.98亿元，较上年增长10.38%，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2.47亿元和2.80亿元，燃料动力和制造费用成本对公司营业成本影响较小。根据国家税务总局税总函[2017]144号《国家税务总局关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知》文件规定，公司白酒消费税的缴纳方式从2017年9月起由受托方代扣代缴改为由白酒生产企业直接缴纳，消费税的核算方式由委托加工计入白酒生产成本，改为由白酒生产单位自行生产销售计入税金及附加，因此营业成本中的消费税大幅下降。受以上因素影响，公司白酒酿造的综合成本为55.27亿元，较上年减少12.07%。

表 3 2016~2018 年公司酒类营业成本构成（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	345,363.68	59.24	424,332.98	67.51	439,724.00	79.55
直接人工	45,694.90	7.84	54,151.94	8.62	59,771.78	10.81
燃料动力	16,415.19	2.82	21,240.34	3.38	24,687.15	4.47
制造费用	24,219.90	4.15	26,365.26	4.19	28,014.46	5.07
消费税及附加	151,316.94	25.95	102,485.79	16.30	538.94	0.10
合计	583,010.61	100.00	628,576.31	100.00	552,736.33	100.00

资料来源：公司提供

2018年，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要求的规定支付。从采购集中度来看，2018年，公司前五大供应商采购金额总额为13.59亿元，较上年增长

7.18%；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22.98%上升至32.37%，原材料采购集中度有所上升。

表4 2016~2018年公司采购金额前五名供应商情况（单位：万元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
前五大供应商采购金额总额	12.88	12.68	13.59
前五大供应商占同类采购比重	23.47	22.98	32.37

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司酒类生产成本较上年有所下降，主要系消费税计入税金及附加科目所致；公司采购集中度有所上升。

（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，2018年，公司白酒产品实现销量21.41万吨，小幅减少0.88%；产销率为98.98%，较2017年小幅上升0.84个百分点，处于较高水平。从销售均价来看，2018年，公司白酒产品销售均价为107,045.80元/吨，同比上升20.53%，主要系高档白酒占比上升所致。

表5 2016~2018年公司白酒生产销售和价格情况

指标	2016年度	2017年度	2018年度
产量（万吨）	20.45	22.01	21.63
销量（万吨）	19.82	21.60	21.41
产销率（%）	96.94	98.14	98.98
销售收入（亿元）	164.99	191.83	229.13
销售均价（元/吨）	83,245.54	88,810.19	107,045.80

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，2018年，江苏省销售量占公司销售总量比例达到51.02%，较2017年下降1.52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，2018年，省外地区的销售额113.57亿元，同比增长22.92%，因此带动省外销售占比由2017年的47.46%上升至48.98%。

表6 2016~2018年公司酒类业务销售的区域分布情况（单位：万元、%）

区域	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	920,102.84	54.82	1,022,934.73	52.54	1,182,995.75	51.02
省外	758,166.61	45.18	923,901.84	47.46	1,135,694.46	48.98
合计	1,678,269.45	100.00	1,946,836.57	100.00	2,318,690.21	100.00

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2018年，公司前五大客户的销售收入总额为10.27亿元，占总销售收入比重为4.24%，较2017年有所上升。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7 2016~2018年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
前五大客户销售总额	9.23	6.86	10.27
销售总额占比	5.41	3.45	4.24

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司白酒产品销售均价有所上升，带动整体销售额增长；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. 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，公司超过五成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）原材料供应及价格波动风险

公司白酒生产所需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等粮食；粮食生产受自然气候、地理环境等因素的影响，可能出现欠收；玉米等粮食可能被用于生产生物燃料；国家可能会调整粮食生产、流通、消费政策；可能导致公司所需原材料、包装物供应短缺，或增加公司采购成本，从而对公司生产经营和业绩产生影响。

（3）市场竞争风险

白酒产业为充分竞争行业，全国白酒企业众多，其中四川、山西、江苏、安徽等地为白酒主要产地，行业竞争较为激烈。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，白酒市场竞争将更趋激烈。公司全国范围内面临“五粮液”、“贵州茅台”、“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”、“皖酒”等白酒企业品牌竞争，存在市场竞争风险。

（4）产品价格波动风险

2018年，白酒价格总体处于上涨态势，公司部分产品出厂价已处于历史高位。虽然公司白酒产品近年来不断涨价，但产品价格最后取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果公司的品牌认可度及市场消费水平出现下降，则产品可能会面临跌价的风险。

4. 未来发展

2019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2018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2019年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。截至2018年底，纳入合并范围的子公司79家，较上年底增加4家，减少2家，合并范围变化较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额582.24亿元，负债合计238.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）343.71亿元，其中归属于母公司的所有者权益122.91亿元。2018年，公司实现营业收入243.56亿元，净利润（含少数股东损益）81.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润27.74亿元；经营活动现金流量净额59.52亿元，现金及现金等价物净增加额21.31亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额590.79亿元，负债合计205.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）385.6亿元，其中归属于母公司的所有者权益137.25亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入109.41亿元，净利润（含少数股东损益）40.50亿元，其中归属于母公司所有者的净利润40.45亿元；经营活动现金流量净额2.47亿元，现金及现金等价物净增加额3.98亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至2018年底，公司资产总额582.24亿元，较年初增长11.37%，主要系流动资产规模增加所致；其中，流动资产占比73.59%，非流动资产占比26.41%，公司资产结构以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2018年底，公司流动资产428.45亿元，较年初增长18.71%，主要系货币资金和存货增加所致；流动资产由货币资金（占比9.46%）、其他应收款（占比9.36%）、存货（占比38.36%）和其他流动资产（占比39.52%）构成。

截至2018年底，公司货币资金40.52亿元，较年初增长110.70%，主要系公司增加债券发行及借款规模导致银行存款增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占比99.68%）构成。截至2018年底，公司无使用权受限的货币资金。

截至2018年底，公司其他应收款合计40.10亿元，较年初减少22.42%，主要系关联方往来款减少所致；公司累计计提坏账准备0.82亿元，计提比例为2.00%；公司前五大欠款单位其他应收款合计39.68亿元，占比97.01%，公司其他应收款集中度较高。

截至2018年底，公司存货164.36亿元，较年初增长8.74%，主要系公司提早备货所致；公司存货主要由半成品（占比68.99%）和库存商品（占比10.68%）构成，其余主要为在产品和原材料等；公司对存货累计计提0.11亿元跌价准备，计提比例0.07%。

截至2018年底，公司其他流动资产169.33亿元，较年初增长30.28%，主要系公司购买了大量理财产品所致。

截至2018年底，公司非流动资产153.79亿元，较年初减少4.99%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比18.48%）、固定资产（占比51.43%）、在建工程（占比7.96%）和无形资产（占比12.27%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产28.42亿元，较年初减少20.82%，主要系信托理财产品减少所致；主要由按成本计量的可供出售权益工具（占89.87%）构成。

截至2018年底，公司固定资产79.10亿元，较年初减少4.83%，主要系计提折旧使得固定资产账面价值减少所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占比76.26%）和机器设备（占比21.92%）构成，符合所处行业特征；公司对固定资产累计计提折旧36.11亿元，固定资产成新率71.29%，成新率尚可。截至2018年底，公司无使用权受限的固定资产。

截至2018年底，公司在建工程12.25亿元，较年初减少6.14%，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2018年底，公司无形资产18.87亿元，较年初增长7.17%，主要系土地使用权增加所致；无形资产主要由土地使用权（占比95.60%）构成；公司对无形资产累计摊销6.83亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额590.79亿元，较年初增长1.47%；其中，流动资产占比73.55%，非流动资产占比26.45%，公司资产结构仍以流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主；公司存货和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，公司整体资产质量较高。

（2）负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债合计238.53亿元，较年初增长8.11%；其中，流动负债占比83.18%，非流动负债占比16.82%，负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债198.40亿元，较年初增长1.04%；公司流动负债主要由短期借款（占比12.18%）、应付票据及应付账款（占比6.40%）、预收款项（占比22.53%）、应交税费（占比16.66%）、其他应付款（占比34.72%）和其他流动负债（占比5.55%）构成。

截至2018年底，公司短期借款24.16亿元，较年初增长77.77%，主要系业务规模扩大筹资规模增加所致。截至2018年底，公司应付票据及应付账款12.70亿元，较年初减少29.94%，主要系银行承兑汇票到期兑付所致。

截至2018年底，公司预收款项44.70亿元，较年初增长6.39%，主要系预收货款增加所致。

截至2018年底，公司应交税费33.06亿元，较年初增长41.06%，主要系公司利润总额增长带动应交企业所得税增长所致。

截至2018年底，公司其他应付款68.88亿元，较年初减少16.05%，主要系往来借款减少所致。

截至2018年底，公司其他流动负债13.00亿元，较年初增长30.00%，全部为短期融资券。

截至2018年底，公司非流动负债合计40.13亿元，较年初增长65.37%，主要系公司发行应付债券增加所致；公司非流动负债主要由应付债券（占比86.54%）构成。截至2018年底，公司应付债券36.92亿元，较年初增长75.83%，主要系“18洋河01”和“18洋河02”发行所致。

截至2018年底，公司全部债务74.15亿元，较年初增长8.58%；债务结构中，短期债务占比50.12%，长期债务占比49.88%，债务结构较均衡。截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.97%、17.74%和9.72%，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年下降1.23个百分点和0.69个百分点，长期债务资本化比率较上年上升3.22个百分点，整体看，企业债务负担较轻。

截至2019年3月底，公司负债合计205.19亿元，较年初增长下降13.98%，主要系预收款项和其

他应付款减少所致；其中，流动负债占比80.33%，非流动负债占比19.67%，负债结构仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司所有者权益合计343.71亿元，较年初增长13.75%，主要系未分配利润累积所致；其中，归属于母公司的所有者权益122.91亿元（占比35.76%），少数股东权益220.8亿元（占比64.24%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比0.89%，资本公积占比9.20%，盈余公积占比0.91%，未分配利润占比89.37%；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2019年3月底，公司所有者权益合计385.6亿元，较年初增长12.19%，主要系未分配利润累积所致；其中，归属于母公司的所有者权益137.25亿元（占比35.59%），少数股东权益248.36亿元（占比64.41%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比0.80%，资本公积占比8.24%，盈余公积占比0.82%，未分配利润占比90.13%，权益结构变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，以流动负债为主且占比较大，整体债务负担较轻；公司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

2018年，公司营业收入243.56亿元，同比增长20.80%，主要系高档白酒收入增长所致。2018年公司实现营业利润108.23亿元，同比增长18.18%。2018年公司净利润81.17亿元，同比增长17.03%，其中归属于母公司的所有者净利润27.74亿元，同比增长7.47%。

2018年，公司费用总额42.55亿元，同比增长6.11%；其中，销售费用占比60.30%，管理费用占比41.06%，以销售费用为主。2018年，公司销售费用25.66亿元，较上年增加7.14%，主要系公司加大营销宣传力度所致。2018年，公司管理费用17.47亿元，较上年增加6.56%，主要系人员成本增加所致。2018年，公司财务费用依然保持净流入，净流入规模由2017年的0.24亿元增加至0.58亿元，主要系利息收入大幅增加所致。2018年，公司费用收入比由19.89%下降至17.47%，费用控制能力较强。

2018年，公司通过处置长期股权投资及购买理财产品获得投资收益9.32亿元，同比减少7.61%；占营业利润的8.61%，对营业利润贡献一般。

从盈利能力指标看，2018年，公司总资产收益率20.61%，净资产收益率25.14%，总资产报酬率为19.64%，分别较上年增长1.26个百分点、1.10个百分点和1.26个百分点，较上年有所提升。

2019年1~3月，公司营业收入109.41亿元，同比增长14.39%，净利润40.50亿元，同比增长16.77%，其中，其中归属于母公司的所有者净利润40.45亿元。

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保持增长，公司整体盈利能力进一步提升。

4. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入311.09亿元，同比增长16.56%，主要系公司产品单价上升，销售额增长所致；经营活动现金流出251.57亿元，同比增长40.09%，主要系公司购买原材料规模增加所致。受以上因素影响，2018年公司经营活动现金流量净额为59.52亿元，同比减少31.83%；公司现金收入比为116.08%，同比下降2.18个百分点，收入实现质量有所下降但仍处于较高水平。

从投资活动看，2018年公司投资活动现金流入352.72亿元，同比增长13.49%，主要系收回理财产品收到的现金增长所致；投资活动现金流出387.33亿元，同比增长9.79%，主要系购买理财产品

品规模增长所致。受以上因素影响，2018年公司投资活动现金净流出-34.61亿元。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入89.04亿元，同比增长68.87%，主要系发行债券收到的现金增长所致；筹资活动现金流出92.63亿元，同比减少11.79%，主要系偿还债务规模减少所致。受以上因素影响，2018年公司筹资活动现金流量净额为-3.59亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额为2.47亿元，投资活动现金流量净额为-0.47亿元，筹资活动现金流量净额为1.99亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流状况较佳，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活动现金需求，外部筹资压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率由2017年底的1.84倍和1.07倍上升至2.16倍和1.33倍；受短期债务规模减少影响，公司现金短期债务比由2017年底的0.45倍上升至1.16倍；公司现金类资产对短期债务的保护能力有所上升。整体看，公司短期偿债能力得到提升。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为118.89亿元，同比增长0.16%；其中，折旧和摊销占比6.46%，计入财务费用的利息支出占比2.36%，利润总额占比91.18%，EBITDA以利润总额为主。2018年，公司EBITDA全部债务比1.60倍，EBITDA利息倍数42.38倍，均较上年有所提升。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司获得各银行授信合计59.70亿元，已使用30.60亿元，29.10亿元尚未使用，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司洋河股份为上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2018年底，公司对外担保11.24亿元，包括对宿迁水务集团有限公司担保余额1.60亿元，宿迁市城市建设投资（集团）有限公司4.00亿元，宿迁市交通产业集团有限公司1.64亿元，江苏允友成生物环保材料有限公司1.20亿元，宿迁市宿城区新农村建设投资有限公司1.00亿元和宿迁市经济开发区总公司1.80亿元。公司对外担保金额较大，占所有者权益的比重为3.27%，面临一定的或有负债风险。

截至2018年底，除上诉对外担保诉讼外，公司存在1起重大未决诉讼事项：苏酒集团贸易股份有限公司（以下简称“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，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：截至2018年底部分侵权人涉及刑事案件已审理结束，上述民事诉讼事项尚在审理过程中，公司尚未收回资金0.66亿元。2018年7月16日，对涉及中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行侵权责任纠纷事项，苏酒集团贸易股份有限公司申请变更诉讼请求，请求判令被告连带赔偿原告本金及存款期间利息，本案业经江苏省宿迁市中级人民法院二次开庭审理，法庭辩论已终结，法院将择日判决。上述中国工商银行股份有限公司开封豪德支行涉及侵权责任纠纷事项，因需进一步梳理、补充相关证据资料，苏酒集团于2018年12月19日申请撤回本案诉讼。

截至2019年5月27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。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达42.95亿元，约为“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”待偿本金合计（21.00亿元）的2.05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343.71亿元，约为“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”待偿本金合计（21.00亿元）的16.37倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16洋河01”、“17洋河01”和“17洋河02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为118.89亿元，约为“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”待偿本金合计（21.00亿元）的5.66倍，公司EBITDA对“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入311.09亿元，约为“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”待偿本金合计（21.00亿元）的14.81倍，公司经营活动现金流入量对“16洋河01”、“17洋河01”、“17洋河02”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”和“17洋河02”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，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；公司中高端白酒销售占比得到提升，收入和盈利规模进一步增长，盈利能力和偿债能力很强，整体债务负担较轻，经营获现能力强，经营活动现金流状况较佳，整体经营状况保持良好。同时，联合评级也关注到公司销售区域集中度较高、少数股东权益占比较大以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司进一步拓展省外销售渠道，以及中高端白酒产销量的提升，公司白酒业务的收入和盈利规模有望获得进一步提升。

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”、“17洋河01”和“17洋河02”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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	510.51	522.79	582.24	590.79
所有者权益（亿元）	275.04	302.16	343.71	385.60
短期债务（亿元）	84.22	47.29	37.16	--
长期债务（亿元）	20.54	21.00	36.98	--
全部债务（亿元）	104.76	68.29	74.15	--
营业收入（亿元）	175.59	201.61	243.56	109.41
净利润（亿元）	57.25	69.36	81.17	40.50
EBITDA（亿元）	85.31	102.78	118.89	--
经营性净现金流（亿元）	88.76	87.31	59.52	2.47
应收账款周转次数（次）	10.91	150.31	225.10	--
存货周转次数（次）	0.18	0.50	0.41	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.39	0.44	0.19
现金收入比率（%）	132.33	118.25	116.08	75.52
总资本收益率（%）	12.39	19.35	21.31	--
总资产报酬率（%）	10.24	18.38	20.13	--
净资产收益率（%）	21.14	24.03	25.14	11.11
营业利润率（%）	60.60	60.09	57.66	57.77
费用收入比（%）	20.02	19.89	17.47	11.12
资产负债率（%）	46.12	42.20	40.97	34.73
全部债务资本化比率（%）	27.58	18.43	17.74	--
长期债务资本化比率（%）	6.95	6.50	9.72	--
EBITDA 利息倍数（倍）	56.13	31.72	42.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.81	1.51	1.60	--
流动比率（倍）	1.53	1.84	2.16	2.64
速动比率（倍）	0.95	1.07	1.33	1.69
现金短期债务比（倍）	0.35	0.45	1.16	--
经营现金流动负债比率（%）	41.94	44.46	30.00	1.50
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.06	4.89	5.66	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、已将其其他应付款中付息部分计入短期债务；2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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。