

信用等级公告

联合[2017]309 号

江苏洋河集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江苏洋河集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟发行的 2017 年公开发行公司债券（第一期）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 四月二十日

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

2017年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：基础发行规模为3亿元，可超额配售不超过2亿元

债券期限：不超过10年，附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2017年4月20日

主要财务数据：

项目	2013年	2014年	2015年	16年9月
资产总额(亿元)	402.36	449.03	499.78	481.45
所有者权益(亿元)	190.72	213.50	245.13	266.19
长期债务(亿元)	29.41	41.13	44.40	22.93
全部债务(亿元)	125.96	157.65	163.57	118.93
营业收入(亿元)	161.74	164.31	164.13	149.69
净利润(亿元)	50.16	44.45	52.70	47.98
EBITDA(亿元)	70.91	66.15	77.91	64.16
经营性净现金流(亿元)	47.06	27.61	73.18	59.62
经营活动流入量(亿元)	216.67	203.53	247.50	214.01
营业利润率(%)	55.19	53.23	59.00	58.31
净资产收益率(%)	28.24	21.99	22.98	--
资产负债率(%)	52.60	52.45	50.95	44.71
全部债务资本化比率(%)	39.78	42.48	40.02	30.88
流动比率(%)	1.42	1.47	1.59	1.58
EBITDA全部债务比(倍)	0.56	0.42	0.48	--
EBITDA利息倍数(倍)	51.30	36.39	48.47	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	14.18	13.23	15.58	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司2016年1~9月财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司其他应付款中应付融资租赁费和往来借款计入短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”或“洋河集团”）的评级反映了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、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。同时，联合评级也注意到宏观经济增速放缓、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和经营发展可能带来的不利影响。

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”。

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

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，同时白酒行业景气度有所回升，公司面临良好的外部环境。

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，一直受到宿迁市财政局和宿迁市国库集中支付中心的资金支持，政府资金补助为公司技术改造升级、提升生产能力和管理水平提供了保障。

4. 公司盈利能力强，现金流充沛，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。

2. 我国宏观经济增速放缓，居民收入水平增长减慢，同时我国积极推进反腐，对白酒行业需求形成较大影响。

3. 公司对关联方应收款规模大，对公司的资金形成占用。

4. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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：

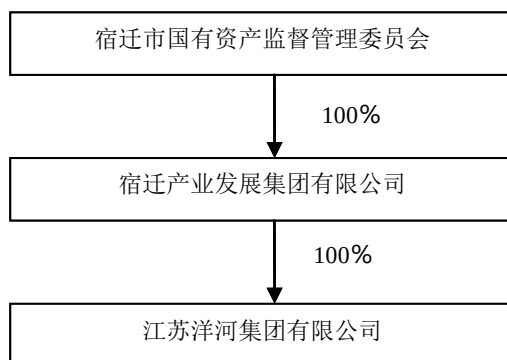


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。1997 年 5 月，经江苏省人民政府批准，江苏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 2016 年 9 月底，公司注册资本 11,000 万元，控股股东为宿迁产业发展集团有限公司，实际控制人为宿迁国资委，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：粮食收购；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）；镍、钼铁、精炼镍铁、镍铬生铁、镍镉矿石、炉料、钢材、机械零部件铸件、光稳定剂944、光稳定剂622、抗氧剂31144、有机肥、复合肥、化工原料（危险品除外）、粘胶短纤维、棉浆粕、纺织品、纺织原料、电动自行车及其配件、锂电池、五金交电销售；原粮销售；实业投资；市政公用工程、房屋建筑工程、旅游文化产业投资。

截至2016年9月底，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6个职能部门（见附件1），下辖4家全资及控股子公司，即江苏洋河酒厂股份有限公司（股票代码：002304，以下简称“洋河股份”）、宿迁市鼎城建设工程有限公司、江苏西楚旅游文化发展有限公司（以下简称“西楚旅游”）和江苏宿迁国家粮食储备库。截至2016年9月底，公司拥有在职员工13,291人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 499.78 亿元，负债合计 254.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）245.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 94.59 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 164.13 亿元，净利润（含少数股东损益）52.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 17.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 73.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 481.45 亿元，负债合计 215.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）266.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 101.78 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 149.69 亿元，净利润（含少数股东损益）47.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 16.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 59.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.73 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、本次及本期债券概况及募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券经中国证监会（证监许可[2015]2970 号文）核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券。其中第一期债券全称为“江苏洋河集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”，债券代码：136341.SH，发行规模：10 亿元，债券简称：16 洋河 01，第一期债券已于 2016 年 3 月发行完毕。

本期债券名称为“江苏洋河集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”，面向合格投资者公开发行。本期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 2 亿元，期限为不超过 10 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率由公司的主承销商按照发行时网下簿记建档结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司各项债务、调整公司债务结构和补充营运资金。

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，由淀粉或糖质原料制成酒醅或发酵后经蒸馏而得，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒酒质无色（或微黄）透明，气味芳香纯正，入口绵甜爽净，酒精含量较高，经贮存老熟后，具有以酯类为主体的复合香味。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。

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。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。如上所述，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。

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。虽然目前浓香型是白酒消费的主流，但白酒市场消费结构正逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”转化的特点，这种口味的变化将有利于清香型白酒市场份额的进一步增长。清香型白酒是中国传统三大

香型白酒之一，具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，在中国具有广泛和深厚的群众基础。目前市场上的清香型白酒包括汾酒、红星、牛栏山、衡水老白干、丰宝酒等知名品牌。

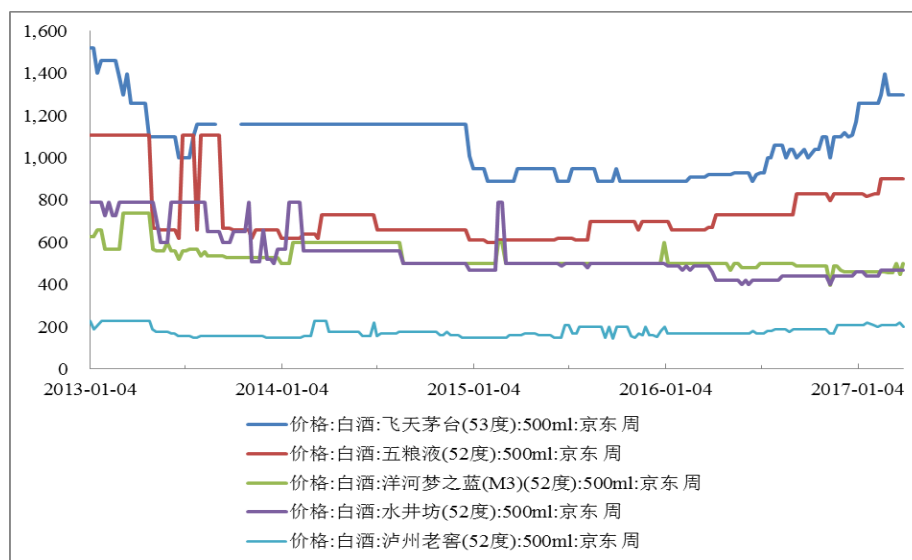
从产销量来看，从 2003 年开始，我国白酒行业进入了建国以来增速最快的“黄金十年”，白酒行业总产量和销售收入分别保持了近 13.3%和 23.4%的年均增长速度。2007~2012 年白酒产量年均复合增长率为 18.48%。2012 年，白酒产量 1,153.16 万千升，同比增长 12.44%。2007~2012 年白酒销量年均复合增长 18.48%，2012 年白酒销量达 1,126.70 万千升，同比增长 10.27%，实现销售收入 4,466 亿元，同比增长 26.82%，实现行业利润总额 819 亿元，同比增长 48.52%。2007~2012 年，白酒行业的毛利率处于 25%~38%区间，2012 年行业整体毛利率为 38.13%，为历年来最高值。可以看出，作为白酒的生产和消费大国，截至 2012 年底，中国白酒的产量和销量一直快速增长，行业毛利率高且稳定，白酒企业盈利能力很强。

2013 年，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件影响，白酒行业整体销量增速放缓。当年中国白酒的产量和销量分别为 1,226.20 万千升和 1,166.20 万千升，同比增长 6.33%和 3.51%，增速同比上年分别下降 6.11 和 6.76 个百分点。

国家统计局数据显示，2014 年，中国白酒产量为 1,312.80 万千升，同比增长 5.07%；销量 1,202.60 万千升，同比增长 3.12%。从销售收入来看，2014 年全年白酒行业销售收入 5,259.00 亿元，同比增长 5.7%；2014 年全年白酒行业实现利润总额 699 亿元，比上年同期下降 12.6%，受 2013 年政策的后续影响，行业整体景气程度继续下行。

2015 年，中国白酒产量为 1,257.13 万千升，同比增长 2.52%；销量 1,278.80 万千升，同比增长 6.34%。2016 年，中国白酒产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.23%；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%。白酒行业景气度回升。

图 2 近年白酒价格波动情况（单位：元/瓶）



资料来源：Wind 资讯

从价格来看，自 2012 年开始，白酒行业陷入“寒冬”，销售价格持续走低，一线高端白酒的价格在一年内遭到腰斩。从上图可以看出，茅台、五粮液等高端白酒价格在 2013 年不断波动，至 2015 年价格已经有了大幅下降，主要受中央“八项规定”和“厉行节约反对浪费”影响，需求较小所致；而水井坊、洋河梦之蓝、泸州老窖等中档白酒价格变动幅度较小。白酒行业调整对中档

白酒影响较小，受白酒库存去化彻底，供给端边际变化导致渠道价格迅速反应影响，近期高端白酒价格有所回升。

总体看，2013年以前的十年，是我国白酒行业发展的“黄金十年”。2013年以来，受中央政策和宏观经济下行影响，白酒行业进入了行业调整期和结构调整期，高端白酒产销量明显下滑，价格持续下跌，但中低档白酒基本不受影响。2016年，白酒行业复苏趋势确定。

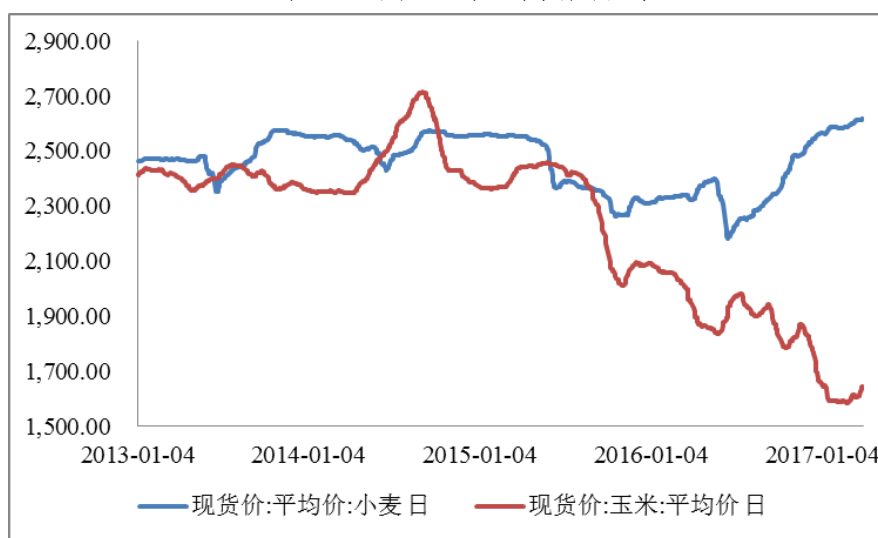
2. 原料供应情况

白酒作为我国特有酒种，是以粮谷为主要原料酿制的，酿酒所使用的粮食原料主要包括高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等谷物。

近年来我国粮食生产连续丰收，供给形势总体良好，库存充足，使得白酒酿造原料来源较充足。2015年，全国粮食总产量62,143.5万吨，比2014年增加1,440.8万吨，同比增长2.4%；其中谷物产量57,225.3万吨，比2014年增加1,484.6万吨，同比增长2.7%，包括小麦产量13,018.7万吨、玉米产量22,458.0万吨。

2016年，全国粮食总产量61,623.9万吨，比2015年减少520.1万吨，同比减少0.8%。其中谷物产量56,516.5万吨，比2015年减少711.5万吨，同比减少1.2%，包括小麦产量12,885.0万吨、玉米产量21,955.4万吨。总体看，虽然2016年粮食产量有所降低，但粮食供应仍然充足。

图3 白酒行业上游主要原料价格情况



资料来源: Wind 资讯

从价格上来看，2013年，玉米价格相对平稳。2014年1~6月受临储收购力度空前、进口退运、临储拍卖等影响，多数地区出现供应缺口，玉米整体价格保持稳中有升的态势；7~9月份拍卖政策持续但难改市场阶段性供应紧张，价格上涨至历史新高。国内玉米价格从2014年9月起开始大幅度下跌。此外，玉米在2016年3月之前实行的是临储托市政策，供过于求，国家不断下调收购价格；2016年3月之后开始实行市场价格收购机制。在现货市场上，玉米价格从2,714.17元/吨的高点一路下行至2016年底的1,660.00元/吨，跌幅较大。

近年来，小麦价格变动幅度相对较小，整体呈现下滑趋势，但2016年下半年以来，小麦面临供不应求的局势，面粉企业对质优小麦的刚性需求支撑小麦价格全线上行。粮食价格的变动影响白酒行业生产成本，在一定程度上影响了其盈利能力。

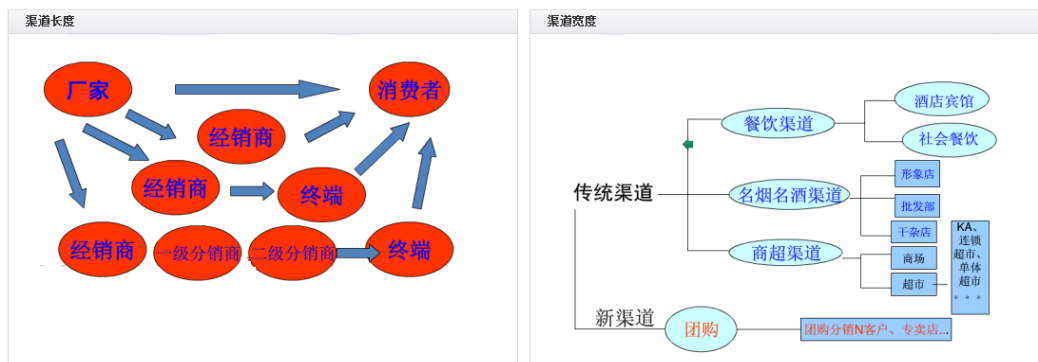
总体看，我国粮食供应充足，玉米价格不断下降，小麦价格近期回升，粮价的不断波动，影

响白酒行业成本。

3. 下游销售情况

从渠道来看，白酒通过下游经销商的批发零售到达消费者，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 4 白酒行业下游主要渠道



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。目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，可能对白酒的需求有一定的影响。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，预期白酒发展前景良好。（白酒销量及白酒价格情况详见行业概况分析）。

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。

中低端白酒的进入壁垒方面，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还是很低的。白酒行业的进入门槛低，加上过去十年的高毛利率，导致了各路资本纷纷进入白酒行业。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 2016 年 12 月，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1,578 家，小企业的数量远超上述数字。

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，由此

看出白酒行业近似于是完全竞争行业，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。

表 1 2015 年白酒行业上市公司市场占有率分析（单位：亿元，%）

企业名称	2015 年销售额	市场占有率
贵州茅台	334.47	6.02
五粮液	216.59	3.90
洋河股份	160.52	2.89
顺鑫农业	96.37	1.73
泸州老窖	69.00	1.24
古井贡酒	52.53	0.95
山西汾酒	41.29	0.74
迎驾贡酒	29.27	0.53
口子窖	25.84	0.46
今世缘	24.25	0.44
老白干酒	23.36	0.42
金种子酒	17.28	0.31
伊力特	16.38	0.29
青青稞酒	13.64	0.25
金徽酒	11.82	0.21
沱牌舍得	11.56	0.21
水井坊	8.55	0.15
酒鬼酒	6.01	0.11
*ST 皇台	1.05	0.02
合计	1,159.78	20.86
白酒行业销售额	5,558.86	100.00

资料来源：Wind 资讯及国家统计局

注：2016 年数据未出

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。2015 年以来高端白酒价格纷纷上调，白酒业有望出现量价齐升的良好局面。白酒行业的未来盈利能力仍较为可观。

总体看，白酒行业目前产能过剩，行业集中度不高，中低档白酒的竞争尤其激烈。

5. 行业政策

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（国家发改委令第 9 号），延续了《产业结构调整指导目录（2005 年本）》（国家发改委令 40 号）中的规定，将“白酒生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号），对此类项目，国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。

商务部《酒类流通管理办法》（商务部 2005 年第 25 号令）自 2006 年 1 月起施行。该管理办法规定包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度：酒类经营者按属地管理原则，填报《酒类流通备案登记表》，向登记注册地工商行政管理部门的同级商

务主管部门办理备案登记；酒类经营者在批发酒类商品时应填制《酒类流通随附单》，在酒类流通的全过程实现单随货走、单货相符，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。《酒类流通管理办法》同时规定酒类经营者不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。

2012年3月，国务院召开第五次廉政工作会议，提出2012年要重点抓好政府采购建交易平台、推进预算决算公开、禁止超标使用办公费等方面工作。会议在谈到“禁止超标使用办公费”提出“禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品”。

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》，《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。另外，《通知》还要求强化监督监管，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》，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2016年1,358.36万千升增长16.32%，年均复合增长3.85%。而按照业内的估计，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，行业暂未没有到谷底，白酒产量还在增长并不正常。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，产能过剩危机更加凸显。

如白酒行业产能过剩进一步严重，而消费需求未能相应增长，未来白酒行业将面临以价格战为主的恶性竞争，不利于整个白酒行业的良性发展。

（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对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。

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,行业运行稳定,行业增速回升。未来白酒行业将继续保持稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司是一家以白酒生产和销售为主的企业,代表产品有洋河经典系列和绵柔香型苏酒系列白酒。截至2016年9月底,公司拥有总资产499.78亿元,生产厂区总占地面积70余万平方米,在职员工13,291人,是江苏省最大的白酒生产基地。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双沟酒业园区包装物流项目和台商创业创新标准厂房集中区等,均已进入建设施工的中后期,在建项目预计总投资30.03亿元,目前已完成投资25.27亿元,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。

公司洋河蓝色经典系列白酒主要销往江苏各地市,同时也覆盖湖北、安徽、江苏、广东、浙江、湖南等全国28个省、自治区、直辖市,已于2014年底实现了遍布全国的网络布局。2016年1~9月,公司已实现销售收入149.69亿元;目前公司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。2015 年，公司成功入选福布斯“亚太最优秀上市公司”50 强；洋河大曲以 836.33 亿元品牌价值，入选 2015 年中国品牌价值酒水饮料类地理标志产品。

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。

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。公司子公司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 个中国白酒专业委员会专家组专家，2 个中国评酒大师，4 个中国白酒大师，4 个中国白酒工艺大师，16 名国家品酒委员，19 名省级品酒委员，1,782 名技术类人员。

从研发投入来看，2013~2015 年，公司在研发方面投入资金大约为 5,693 万元、6,474 万元和 8,819.92 万元，占比营业收入分别为 0.35%、0.39%和 0.55%。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。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司拥有董事、监事及高管人员 4 人。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。

公司董事长兼总经理韩锋先生，1962 年生，硕士研究生学历。历任江苏省泗阳县副县长、党组成员、泗阳县委常委；现任宿迁产业发展集团有限公司董事长、江苏洋河集团董事长兼总经理、江苏双沟集团董事长和江苏洋河酒厂股份有限公司董事。

截至 2016 年 9 月底，公司在职员工合计 13,291 人。按文化程度划分，高中及以下学历占比 48.48%，专科占比 28.40%，本科以上学历占比 23.12%，主要以高中及以下学历人员为主；按岗位构成划分，生产人员占比 44.37%，销售人员占比 30.76%，财务人员占比 1.15%，技术人员占比 13.19%，行政人员占比 10.53%，主要以生产、销售人员为主。

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，公司来自江苏省的销售收入占主营业务收入比重达六成左右，江苏省的经济发展状况与公司的销售收入密切相关。

根据国家统计局数据，2016 年，江苏省全年实现地区生产总值 76,086.2 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 4,078.5 亿元，同比增长 0.7%；第二产业增加值 33,855.7 亿元，同比增长

7.1%；第三产业增加值 38,152.0 亿元，同比增长 9.2%。同时，江苏省财税实力明显增强，全年完成一般公共预算收入 8,121.2 亿元，同比增长 5.0%；上划中央四税 5,295.4 亿元，同比增长 5.8%。

农业方面，江苏省农业生产平稳，2016 年，江苏省粮食年总产量达 3,466 万吨，比上年减产 95.3 万吨，同比下降 2.7%；夏粮 1,216.5 万吨，同比下降 4.3%；秋粮 2,249.5 万吨，同比下降 1.8%。全年粮食播种面积 543.3 万公顷，比上年增加 0.8 万公顷。工业方面，轻工业同比增长 7.6%，重工业同比增长 7.7%，工业运行保持稳定；在规模以上工业中，国有控股工业同比增长 4.0%，私营工业同比增长 10.6%。

截至 2016 年底，江苏省常住人口 7,998.6 万人，比上年末增加 22.3 万人，同比增长 0.3%。江苏省全年实现社会消费品零售总额 28,707.1 亿元，同比增长 10.9%。城镇消费品零售额 25,768 亿元，同比增长 10.8%；乡村消费品零售额 2,939.1 亿元，同比增长 12.0%。乡村市场增速快于城镇市场 1.2 个百分点，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，同比增长 8.6%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 40,152 元，同比增长 8.0%；农村居民人均可支配收入 17,606 元，同比增长 8.3%。居民生活水平持续改善。

公司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，借助公司规模扩张、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，吸引外来项目上马，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，公司产品的销售收入大部分来自于江苏省，有一定知名度，具有区域竞争力。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优越的外部环境。

5. 外部支持

近年来，国家、省各级发改委、财政、农业等部门扶持企业项目建设，加强企业技术改造升级，提升生产能力和管理水平。2014 年 4 月公司收到宿迁市财政局拨入的促进服务业专项资金 1,800 万元，2014 年 11 月公司收到宿迁市国库集中支付中心拨入的“四新技改”补助资金 200 万元，收到中华人民共和国工业和信息化部、宿迁市国库集中支付中拨入的工业和信息产业转型升级专项引导资金各 60 万元，收到宿迁市国库集中支付中拨入的紧缺型高技能人才专项资金 234.56 万元等 13 项政府资金补助，合计 6,072.30 万元。2015 年，公司收到政府的各种奖励和补贴合计 6,036.92 万元，与上年基本持平。

总体看，公司多方面受到各级政府及部门的支持，财政支持较为稳定。

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，由股东行使股东会的相关权力，决定公司的重大事项。

公司设董事会，成员 3 人，由股东委派产生，董事任期 3 年，任期届满可由股东再行委派续任，董事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。董事会对股东负责，设董事长 1 名，由宿迁

市国有资产监督管理委员会任命，董事会会议由董事长召集和主持。

公司未设监事会，设监事一名，由股东委派产生。公司监事会与内部审计部独立工作，对公司生产经营和重大决策进行监督。公司监事任期为3年，任期届满可由股东再行委派续任。

公司设总经理1名，总理由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。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、资金管理等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，公司主要通过委派董事、总经理、财务总监等方式实现。公司建立了《劳动人事管理制度》、《财务管理基本制度》、《全面预算管理制度》、《内部审计制度》、《资产经营考核办法》、《投资管理办法》等专项制度，细化了管理流程，明确了各部门权责关系和下属公司投资权限，推行了全面预算管理和统一投融资管理，并将经营管理效果与绩效考核挂钩。

财务管理方面，公司组织实施会计核算、会计监督等财务工作；组织实施公司财务预算、收支、成本、费用管理和财务活动分析；负责公司资金、信贷、税务和财产保险管理；制定公司财务管理制度以及会计核算规程；结合现状，制定切实可行的财务管理制度，并检查督促相关部门执行。

融资管理方面，公司依据在不同发展阶段的融资需求确定公司的资产负债率，每年度由董事会根据当年实际需要确定公司的具体资产负债比率，在此范围内发生的贷款转期、新增流动资金贷款等，由董事会批准，在年度投资计划或年度财务预算中确定的贷款额度内审批贷款。公司实行资金的统一调度、统一支配；确保按时优质完成各项项目建设任务；严格执行工程招标投标管理办法，积极支持监理单位对工程施工质量、进度、资金进行全过程监控，严格执行国家、省、市政府有关工程建设的财务、审计等制度，切实加强对建设资金的管理；组织有关部门对工程建设项目进行中间验收、质量验评和竣工验收。

项目投资管理方面，公司建立有严谨、完善的投资管理流程，项目投资必须经公司股东大会、董事会表决通过后进入预算、审核、划拨、使用程序，建设项目一律实行招标制管理模式，在充分进行比选、认证后确定施工单位。在项目实施中建立有系统的月（年）度投资进度计划、过程管理、定期报告、审计监督等监管程序，明确了项目负责人是质量保证的第一责任人，对质量事故负终身连带直接责任。

对外担保管理方面，董事会是对外担保的决策机构，公司一切对外担保行为，须按程序经公司董事会批准。未经公司董事会的批准，公司不得对外提供担保。对外担保由公司统一管理。未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保。

人力资源方面，公司依据《劳动法》及国家相关法规，制订了包括员工守则、人事聘用、劳动纪律、考勤管理等一系列人事管理制度，并实行制度化、规范化。公司建立企业人才资源库，为公司整体提供人才管理与人才交流服务平台，使人才分流、人才调剂和劳资管理更加规范有序。

总体看，公司管理运作规范，内控严密有效，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，其他业务包括项里景区收入、码头装卸、化工和纺织品销售等。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”、洋河大曲和苏酒系列，普通白酒包括洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。

2013~2015 年，公司实现销售收入分别为 161.74 亿元、164.31 亿元和 164.13 亿元，整体呈波动增长态势，年均复合增长率为 1.48%。2014 年，公司营业收入较 2013 年上升了 1.59%，主要是由于红酒、化工、纺织品等销售收入增长较快，抵消了白酒销售收入下降所致。2015 年，公司营业收入较 2014 年下降 0.11%，同比略有下降，主要系其他业务板块收入减少明显所致。公司净利润和营业收入变动趋势不一致，主要系公司其他业务收入波动所致。

从销售收入的构成来看，2013~2015 年，公司白酒分别实现销售收入 144.47 亿元、140.38 亿元和 153.16 亿元，分别占营业收入总额的 89.32%、85.44%和 93.32%，随着公司 2013 年推出红酒系列产品，2014 年公司白酒的营业收入占比有所下降。但 2015 年，随着白酒行业景气度的上升以及化工、纺织品等其他业务收入的下降，公司白酒收入占比有所提升。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，2013~2015 年分别实现销售收入 2.45 亿元、3.29 亿元和 3.33 亿元，年均复合增长 16.58%。2013~2015 年，公司其他业务分别实现销售收入 14.82 亿元、20.64 亿元和 7.64 亿元。其中，2014 年，公司其他业务同比增长 39.27%，主要系公司粮食、化肥和黏胶贸易的增长所致；2015 年，公司其他业务同比大幅减少 62.98%，主要系化工、纺织品等销售业务毛利水平过低，公司缩小该版块业务规模所致。

从毛利率来看，2013~2015 年，公司的整体毛利率分别为 56.36%、54.40%和 60.42%，整体呈波动增长趋势，主要与公司高毛利的白酒业务占比波动有关。2013~2015 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为 61.31%、61.51%和 63.25%，近期均有所提升，但变化幅度不大，保持在 60%以上的高水平。2013~2015 年，公司红酒业务的毛利率分别为 77.96%、69.60%和 66.37%，毛利率水平有所下降，主要系公司红酒板块属于新增板块，处于前期扩张发展阶段，毛利率稳定性较差，但红酒整体高于白酒业务的毛利率。2013~2015 年，公司其他业务实现毛利率分别为 4.45%、3.63%和 1.05%，毛利率水平有所降低，但占比不大，对公司利润影响较小。

表 2 2013~2015 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	金额	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
白酒	144.47	89.32	61.31	140.38	85.44	61.51	153.16	93.32	63.25
红酒	2.45	1.51	77.96	3.29	2.00	69.60	3.33	2.03	66.37
其他	14.82	9.17	4.45	20.64	12.56	3.63	7.64	4.65	1.05
合计	161.74	100.00	56.36	164.31	100.00	54.40	164.13	100.00	60.42

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2016 年 1~9 月，公司销售整体呈回暖迹象，实现销售收入 149.69 亿元，占 2015 年全年销售收入的 91.20%，完成度较好。从销售收入结构来看，白酒的销售收入为 143.64 亿元，完成 2015 年全年的 93.78%；收入占比有所提升，为 95.96%。红酒业务销售收入 1.62 亿元，完成 2015 年全

年的 48.65%，完成度较低；收入占比有所下降，为 1.08%；其他业务收入 4.43 亿元，完成 2015 年全年的 57.98%，完成度较低，收入占比为 2.96%。从毛利率情况来看，公司 2016 年 1~9 月毛利率达到 59.88%，有所下降，但仍保持较高水平，其中，白酒的毛利率 59.63%，红酒的毛利率为 59.88%，其他业务的毛利率为 67.95%，其他业务毛利率大幅提升，主要系公司加强对其他业务成本的控制提升。

总体看，公司的主要营业收入来源为白酒业务；白酒产品系列丰富，覆盖了高中低档各个层次市场，白酒的销售收入、毛利率稳定；红酒业务实现的销售收入规模虽小，但稳定增长；其他业务实现的销售收入规模及毛利率变动明显。

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子公司洋河股份以及洋河股份的全资子公司双沟酒业。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。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：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 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。截至 2016 年 9 月底，公司共拥有白酒产能 29 万吨/年。2013~2015 年，公司白酒业务分别实现收入 158.46 亿元、140.38 亿元和 153.16 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。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。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。

总体看，公司白酒产品品种丰富，工艺成熟，质量控制严格。

（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，原材料、能源及在生产成本中的占比分别约为：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%，剩余 20%成本为水电、直接人工、管理费用、销售费用等。

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江苏洋河酒业有限公司（以下简称“洋河酒业”）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形成默契的合作伙伴；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，2015 年，公司前五大供应商分别为江苏金之彩集团有限公司、青岛广隆盛粮油有限公司、四川宜宾环球集团天沃商贸有限公司、江阴市彩虹印刷有限公司、江苏省农垦米业集团有限公司。2013~2015 年，公司前五大供应商采购金额总额分别为 23.78 亿元、16.02 亿元和 13.46 亿元，占当期同类采购金额比分别为 37.85%、35.58%和 26.02%，所占比重整体呈下降趋势，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。2016 年 1~9 月，公司前五大供应商占同类采购比为 27.31%。

表 3 2013~2016 年 9 月公司采购金额前五名供应商情况（单位：万元，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
前五大供应商采购金额总额	237,795.67	160,243.34	134,556.43	95,980.86
前五大供应商占同类采购比	37.85	35.58	26.02	27.31

资料来源：公司提供

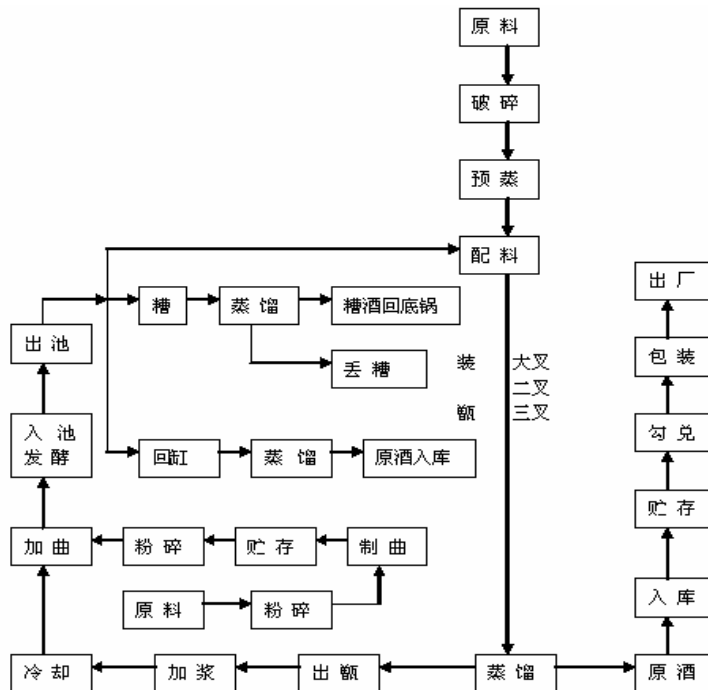
从采购结算方面来看，洋河股份根据供应商和市场营销情况的不同，采购原材料分别采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。通常订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。

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有所下降。

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5 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 9 月底，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。2013~2015 年，公司白酒产量分别为 20.39 万吨、20.18 万吨和 21.91 万吨，呈波动增长态势；公司产能利用率分别为 72.83%、74.74%和 75.89%，主要系白酒市场回暖，需求有所提升导致产量增加所致，但整体水平不高，主要系公司不断进行技术研发，改进生产工艺，公司产能得到持续提升所致。2016 年 1~9 月，公司白酒产量 14.36 万吨，产能利用率为 66.02%。

表 4 2013~2016 年 9 月公司白酒生产情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
产能（万吨/年）	28.00	29.00	29.00	21.75
产量（万吨）	20.39	20.18	21.91	14.36
产能利用率	72.83%	74.74%	75.89%	66.02%

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。

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一般。

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。2015年，公司蓝色经典系列销售额在公司白酒中的销售额占比为85%左右。公司近年产品定价情况如下表所示，价格基本保持稳定。

表5 今年来公司产品定价情况（单位：元）

白酒系列	品牌	2015年终端价	2016年终端售价
洋河蓝色经典系列	梦之蓝 M6 40.8 度 500ML	550	550
	天之蓝 52 度 375ML	219	219
	天之蓝 42 度 480ML	270	270
	海之蓝 42 度 480ML	125	125
	海之蓝 52 度 375ML	109	109

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，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。

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。公司的1+1模式是分公司加办事处，直接做市场，经销商主要起配合作用。在产品导入期，公司首选当地优质经销商资源进行合作，但是也不排除选择二流经销商。洋河会通过1+1厂商合作模式把二流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，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；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。

在广告策略方面，考虑到全国各区域市场竞争格局不尽一致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，2013~2015年，公司产销率分别为107.21%、104.46%和97.37%，呈逐年下降趋势所致，2015年下降明显，主要系公司较往年提早备货所致。从销售均价上看，2013~2015年，公司白酒产品销售均价分别为66,088.75元/吨、66,593.93元/吨和71,771.32元/吨，整体呈上升趋势，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；2016年1~9月，公司的销售均价为78,406.11元/吨，较2015年回升明显。

表6 近期公司白酒产销售和价格情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
产量（万吨）	20.39	20.18	21.91	14.36
销量（万吨）	21.86	21.08	21.34	18.32
产销率（%）	107.21	104.46	97.37	127.58
销售收入（亿元）	144.47	140.38	153.16	143.64
销售均价（元/吨）	66,088.75	66,593.93	71,771.32	78,406.11

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，2013~2015年的销售额分别为92.82亿元、92.90亿元和94.57亿元，销量收入波动下降、三年复合增长率0.94%。2015年江苏省销售量占公司销售总量比例达到60.43%。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，2013~2015年，省外地区的销售额分别为54.10亿元、50.78亿元和61.92亿元，销售规模呈波动增长趋势，占比分别为36.82%、35.34%和39.57%，占比呈波动增长趋势。

表7 近年公司销售情况的区域分布（单位：万元，%）

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年度		2016 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	928,191.20	63.18	929,018.23	64.66	945,684.74	60.43	848,295.00	56.19
省外	540,964.30	36.82	507,756.02	35.34	619,241.19	39.57	661,524.00	43.81
合计	1,469,155.50	100.00	1,436,774.25	100.00	1,564,925.93	100.00	1,509,819.00	100.00

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2013~2015年，公司前五大客户的销售收入总额分别为10.64亿元、12.26亿元和9.47亿元，占总销售收入比为7.09%、7.46%和5.90%，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、销售集中度一般，不会影响公司未来销售和盈利的稳定性。

表8 2013~2016年9月公司前五大客户销售情况（单位：万元，%）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1~9 月
前五大客户销售总额	106,393.03	122,604.40	94,716.91	96,633.98
销售总额占比	7.09	7.46	5.90	6.40

资料来源：公司提供

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。目前，公司均采用先款后货的结算方式，在销售结算方面占据主导地位。

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，销售区域集中度较高。

3. 在建及拟建工程

从公司工程来看，截至 2016 年 9 月底，公司拟对双沟酒业园区包装物流项目、台商创业园一期总投资 30.03 亿元，已投资 25.27 亿元，尚需投资 4.76 亿元，在建项目已进入建设施工的中后期，未来投资压力较小。

双沟酒业园区项目为技改项目，项目位于江苏省宿迁市双沟镇，项目内容包括：10.96 万平方米的建筑物（含构筑物面积 2.5 万平方米），新建 8 条包装线，购置手工洗瓶池、洗瓶机、输瓶机、压盖机、烘干机、流量计、机械化平库运输设备等国产设备 2,620 台套等，上述项目全部达产后，可形成 4.5 万吨的包装能力。该项目总投资为 11.61 亿元，其中固定资产投资额为 4.21 亿元，所需资金全部由洋河股份自筹。目前该项目已处于收尾阶段，累计投资 12.76 亿元。

公司于 2013 年计划并启动台商创业创新标准厂房集中区项目，项目主要建设内容包括台商创业创新标准厂房、宿舍区及建设配套的道路、绿化、停车位和工程管线铺设等工程。项目总占地面积为 307,401 平方米，总建筑面积 678,400 平方米，预计总投资 18.42 亿元。截至 2016 年 9 月

底公司主要在建工程情况如下表所示。

表9 截至2016年9月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金来源	截至2016年9月底 已累计投资	2016年10~12月	2017年
双沟酒业园区包装物流项目	11.61	自筹	12.76	0.21	0.77
台商创业园一期	18.42	自筹	12.51	0.02	2.00
合计	30.03	--	25.27	0.23	2.77

资料来源：公司提供

总体看，公司在建拟建项目基本进入中后期，未来资金需求较小。公司拟建项目有技术改造项目，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。

4. 经营效率

2015年，公司应收账款周转次数由2014年的92.31次上升至93.73次，主要系公司收到应收安装业务账款所致；公司存货周转次数由2014年的0.79次下降至0.61次，主要系公司2015年提早备货，存货增加所致；公司总资产周转次数由2014年的0.39次下降至0.35次，主要系公司资产总额增长而收入有所降低所致。2015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 2015年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
贵州茅台	5.60	0.15	0.39
金徽酒	99.60	1.60	0.58
今世缘	40.71	0.55	0.44
口子窖	8.18	0.56	0.50
古井贡酒	8.46	1.15	0.66
迎驾贡酒	9.56	0.86	0.54
五粮液	2.44	0.79	0.40
山西汾酒	2.98	0.71	0.55
水井坊	18.98	0.28	0.43
以上企业平均值	21.83	0.74	0.50
公司	93.73	0.61	0.35

资料来源：wind 资讯，洋河集团数据为联合评级计算。

注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 wind，公司应收账款及存货计算均为净额口径（与面额口径稍有差异）。

总体看，公司各项经营效率指标处于行业较高水平，整体经营效率良好。

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60%左右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）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，进而影响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

公司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。

从公司未来发展战略来看，公司启动“双核驱动”战略，探索以健康体验为核心的技术创新，做强做大白酒主业，实现主业稳定增长。更要适应互联网时代新变化，探索新型商业模式，围绕主业开辟新领域的新业务，寻求新业爆发式突破。

从公司未来的经营计划来看，公司将围绕长远发展战略规划，坚持“热情拥抱新时代：双核驱动新发展”的总体工作思路，坚持推进“三化制胜”总举措（主导极致化、创新颠覆化、机制自发化），实现企业稳中求进，持续向好的总目标。

一是主导极致化。市场营销迈向极致化，开展氛围营造，做实两大市场，开创新江苏市场，追求消费升级，推进互联网和市场投入极致化转型，做好组织和机制极致化保障；持续开展绵柔机理重大课题研究，优化酿酒生产等级标准，确保绵柔品质再提升；继续弘扬精益生产，优化生产管控流程，实现酿酒生产量质齐飞和效能管控；深化企业管理改革，持续做透老课题，全面掀起新浪潮，围绕“三性九化”，全员参与，持续改进。

二是创新颠覆化。认清对白酒行业能够产生颠覆化影响的三大革命：一是以健康和体验为标志的技术革命；二是以互联网为核心的商业模式创新；三是以资本为手段的产业并购和资产整合。坚持“一个指导，三个推动”应对方针，全面扎实推进各项工作。

三是机制自发化。优化公司治理，匹配资源，调整力量，全力支持双核发展战略；推进组织裂变，全面推广阿米巴管理模式，实现自我管理和效能提升；探索机制创新，探索引进基金管理机制，探索引进互联网生态管理机制，充分激发企业活力。

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

公司提供了 2013~2015 年度财务报告，均经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2016 年 1~6 月财务数据未经审计。目前，公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，会计政策变更方面，公司于 2014 年 7 月 1 日根据新修订的会计准则对 2013 年可供出售金融资产项目进行追溯调整，将原列入长期股权投资的 10.20 亿元转入可供出售金融资产。合并范围方面，2013 公司新增合并单位 7 家，减少 3 家；2014 年公司新增合

并单位 9 家；2015 年公司新增合并单位 5 家，减少 1 家。总的来看，公司变动的合并单位资产规模较小，且公司主营业务未发生变化；部分会计政策变更对财务数据可比性影响不大，公司整体财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 499.78 亿元，负债合计 254.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）245.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 94.59 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 164.13 亿元，净利润（含少数股东损益）52.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 17.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 73.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 481.45 亿元，负债合计 215.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）266.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 101.78 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 149.69 亿元，净利润（含少数股东损益）47.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 16.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 59.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.73 亿元。

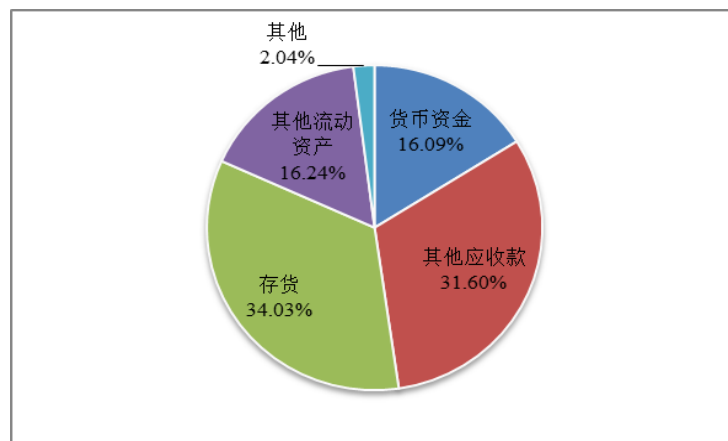
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模呈持续增长态势，年均复合增长 11.45%，主要系流动资产增加所致。截至 2015 年底，公司资产总额为 499.78 亿元，较年初增长 11.30%。其中流动资产合计占比 65.83%，非流动资产占比 34.17%，以流动资产为主，流动资产占比较年初略有上升。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 13.49%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 328.99 亿元，较年初增加 17.27%，主要系其他流动资产大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 16.09%）、其他应收款（占比 31.60%）、存货（占比 34.03%）和其他流动资产（占比 16.24%）构成，见下图。

图6 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金持续减少，年均复合下降 23.69%，主要系公司购买的理财产品所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 52.94 亿元，较年初减少 10.17%。公司货币资金由银行存款（占比 98.83%）、库存现金（占比 0.02%）和其他货币资金（占比 1.15%）构成，其他货币资金主要为票据保证金 0.60 亿元。公司货币资金使用受到限制的规模较小（占比 7.94%）。

2013~2015 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 21.38%，主要系公司应收往来款增

加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 103.97 亿元，较年初增加 2.06%，主要是由宿迁市融资调度管理中心、宿迁市产业发展集团、江苏双沟集团有限公司等的往来借款构成。公司对其他应收款计提坏账准备 0.78 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 73.75 亿元（占比 70.41%），公司其他应收款集中度风险较高，但欠款方主要为政府相关机构、关联方等，回收风险较小，公司其他应收款坏账准备计提比例较为合理。公司与其他企业往来款规模大，对公司资金形成占用。

表 11 截至 2015 年底公司其他应收款金额前五大数据情况

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（%）
宿迁市融资调度管理中心	非关联方	394,000.00	1 年以内 5 亿元； 1~2 年 3.5 亿元； 2~3 年 30.9 亿元；	往来借款	37.62
宿迁市产业发展集团	关联方	186,299.96	1 年以内	往来借款	17.79
江苏双沟集团有限公司	关联方	107,163.00	1 年以内	往来借款	10.23
宿迁水务集团有限公司	非关联方	40,000.00	1 年以内	往来借款	3.82
中国工商银行股份有限公司 郑州解放路支行	非关联方	9,996.63	1~2 年	储蓄存款	0.95
合计		737,459.58			70.41

资料来源：公司审计报告

注：间接控股子公司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开封豪德支行储蓄存款，因涉及侵权责任纠纷事项，已向江苏省宿迁市中级人民法院提起诉讼，目前案件正在审理过程中。

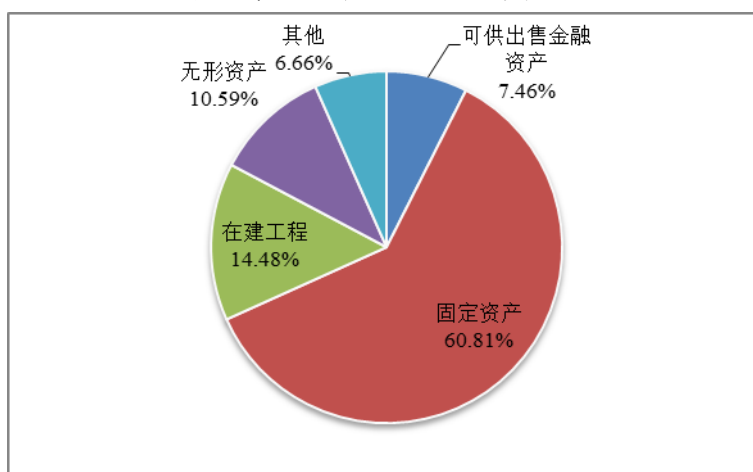
2013~2015 年，公司存货逐年持续增长，年均复合增长 12.67%，主要系公司按照战略安排，为后期发展、提高产品质量而大量储备半成品所致。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 111.94 亿元，较年初增长 10.26%，主要系 2015 年公司较往年提早备货所致。公司存货主要由原材料（占比 2.58%）、半成品（占比 80.42%）、在产品（占比 4.73%）和库存商品（占比 12.27%）构成，其中原材料主要为公司所产原酒，材料采购主要为酿酒原料，库存商品主要为公司所产成品酒。公司白酒产品毛利率较高，故库存商品、在产品和半成品未发现减值现象，仅对价格下降的原材料计提跌价准备 0.11 亿元。

2013 年，公司无其他流动资产。截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 53.44 亿元，较年初大幅增长 269.76%，主要系公司购买了大量的银行短期理财产品所致。公司其他流动资产中，信托理财产品占比 21.43%，银行短期理财产品占比 78.57%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产持续增加，年均复合增长 7.81%，主要系公司固定资产增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 170.78 亿元，较年初增加 1.36%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 7.46%）、固定资产（占比 60.81%）、在建工程（占比 14.48%）和无形资产（占比 10.59%）构成，如下图所示。

图7 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 11.76%，主要系公司购买以成本计量的权益工具增加所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 12.74 亿元，较年初增加 2.62%，均为按成本价值计量且可供出售权益工具，主要包括持有上海金融发展投资基金（有限合伙）1.14%的股份（占比 18.83%）、中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）2.14%的股份（占比 16.77%）及中银国际证券有限责任公司 1.08%的股份（占比 23.53%）。公司共计提减值准备 94.80 万元。

2013~2015 年，公司固定资产账面价值大幅增长，年均复合增长 38.51%，主要系近两年名优酒酿造技改项目、名优酒酿造技改三期工程、项王故里景区建设项目的完工转入固定资产所致所致。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 103.85 亿元，较年初增长 7.48%，主要系在建工程转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 81.59%）、机器设备（占比 17.34%）、运输设备（占比 0.20%）和电子及其他设备（占比 0.86%）组成，公司对固定资产累计计提折旧 18.25 亿元，固定资产成新率 86.84%，成新率较高。公司认为固定资产不存在减值情形，故未提取减值准备。

2013~2015 年，公司在建工程呈持续减少态势，年均复合减少 32.74%，主要系在建工程转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 24.73 亿元，较年初减少 8.12%，主要由研发中心大楼工程（占比 7.23%）、双沟新区瓶库及包装迁建工程（占比 11.40%）、双沟酒业园区包装物流项目（占比 27.85%）、双沟新区酿酒工程（占比 6.39%）、台商创业园一期（占比 21.27%）、耿车循环经济产业园（占比 8.09%）及耿车循环经济产业园（占比 8.09%）等构成。公司认为在建工程不存在减值情形，故未提取减值准备。

2013~2015 年，公司无形资产变化不大，年均复合增长 1.04%。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 18.09 亿元，较年初变化不大，公司无形资产由土地使用权（占比 93.65%）、商标权（占比 3.46%）和计算机软件（占比 2.88%）构成；公司对无形资产累计计提摊销 4.87 亿元。

截至 2015 年底，公司受限资产包括货币资金和固定资产，账面价值合计 24.00 亿元，占总资产比例 4.80%，公司受限资产规模低。截至 2015 年底，公司资产受限情况如下表所示。

表 12 截至 2015 年底公司受限资产情况（单位：万元，%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	672.80	0.01	冻结
货币资金	35,360.00	0.71	定期存款质押，用于票据和借款融资
固定资产	203,940.53	4.08	抵押，用于借款融资
合计	239,973.33	4.80	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 481.45 亿元，比年初降低 3.67%，主要系其他应收款规模下降所致。其中流动资产占比 61.97%，非流动资产占比 38.03%，公司资产结构仍以流动资产为主，但流动资产占比较年初有所下降。公司流动资产主要由货币资金（占比 19.66%）、其他应收款（占比 23.45%）、存货（占比 36.18%）和其他流动资产（占比 19.11%）构成；截至 2016 年 9 月底，公司其他应收款 69.97 亿元，较年初下降 32.70%，主要由于融资调度中心归还部分借款；其他流动资产 57.01 亿元，较年初增长 6.68%，主要系公司购买理财产品所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 6.76%）、固定资产（占比 58.74%）、在建工程（占比 14.25%）和无形资产（占比 9.62%）构成。

总体看，公司资产增长较快，并且以流动资产为主，流动资产中货币资金、存货和其他应收款占有较大比例；公司现金类资产较充裕，整体资产质量较高；公司存货和其他应收款大幅增长，短期内对公司的资金形成占用。

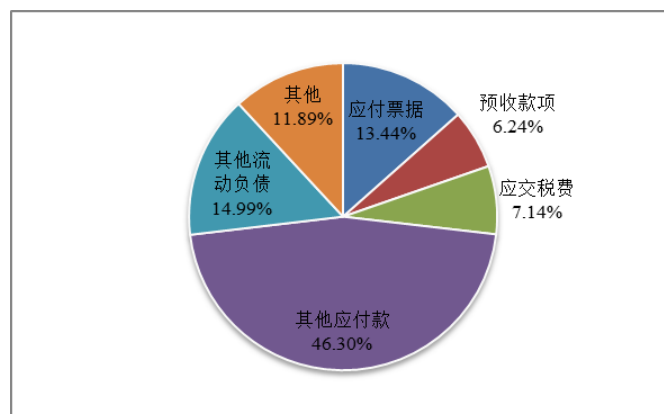
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 9.69%，主要来自于流动负债的增长；截至 2015 年底，公司负债合计 254.64 亿元，较年初增长 8.11%，主要系公司发行债券与长期借款增加所致。其中流动负债占比 81.22%，非流动负债占比 18.78%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 7.32%，主要系其他应付款大幅增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债为 206.83 亿元，较年初增长 8.12%。公司流动负债主要由应付票据（占比 13.44%）、预收款项（占比 6.24%）、应交税费（占比 7.14%）、其他应付款（占比 46.30%）和其他流动负债（占比 14.99%）构成，见下图。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款持续减少，年均复合减少 43.11%，主要系公司融资及支付方式

有所变化，采用长期借款和债券的融资方式有所增加，同时增加票据支付导致流动资金需求减少所致。截至 2015 年底，公司短期借款 7.77 亿元，较年初下降 58.24%，公司短期借款主要为信用借款（占比 9.70%）、保证借款（占比 6.44%）、质押借款（占比 23.36%）和其他借款（占比 60.50%），其中，其他借款为交银国际信托资金 5 亿元。

2013~2015 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 19.58%。截至 2014 年底，公司应付票据 28.51 亿元，较年初增长 46.61%，一方面是公司生产经营规模扩大带动原材料采购规模增长，另一方面是公司在建工程的工程款支付方式采用票据的形式结算所致。截至 2015 年底，公司应付票据账面价值为 27.80 亿元，较年初减少 2.48%，变动较小，应付票据全部由银行承兑汇票构成。

2013~2015 年，公司预收款项持续增长，年均复合增长 19.22%，主要系随着公司生产经营规模扩大预收货款的增加所致。截至 2015 年底，公司预收款项为 12.91 亿元，较年初增长 38.84%，主要由预收货款构成。公司预收款项期末余额中无账龄超过 1 年的重要预收款项。

2013~2015 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 24.50%。截至 2014 年底，公司其他流动负债 36.00 亿元，较年初增长 80.00%，主要系公司增发短期融资债券所致。截至 2015 年底，公司其他流动负债 31.00 亿元，较年初减少 13.89%，主要系部分短期融资债券到期偿付所致。

公司其他应付款包括经销商尚未结算的折扣、保证金、风险抵押金、预提费用、仓储建设费和往来借款等，其中往来借款、经销商尚未结算的折扣和保证金占比较高。2013~2015 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 23.39%，主要系公司为满足资金需求，向宿迁市融资调度管理中心的借款增加所致，及生产销售规模扩大带动备货保证金和质保金、履约保证金增加所致。截至 2014 年底，公司其他应付款 71.91 亿元，同比增长 14.33%，主要为向宿迁市融资调度管理中心的借款。截至 2015 年底，公司其他应付款 95.76 亿元，同比增长 33.16%，主要为向宿迁市融资调度管理中心的借款增加所致。截至 2015 年底，公司其他应付款前五大情况如下表所示。

表 13 截至 2015 年底公司其它应付款构成（单位：万元，%）

项目名称	金额	占比	性质或内容
经销商尚未结算的折扣	207,586.55	21.68	折扣及折让
宿迁市融资调度管理中心	207,100.00	21.63	往来借款
宿迁市城市建设投资有限公司	150,546.48	15.72	往来借款
经销商备货保证金	128,093.38	13.38	保证金
宿迁市财政局	110,000.00	11.49	往来借款
合计	803,326.41	83.89	

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司应交税费波动增长，年均复合增长 0.12%，波动主要系各年利润总额的差异导致企业所得税有所波动所致。截至 2015 年底，公司应交税费 14.78 亿元，主要为企业所得税（占比 88.58%）和消费税（占比 10.24%）。

2013~2015 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 22.13%，主要来自于应付债券的增加。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 47.81 亿元，较年初增长 8.10%，主要以长期借款（占比 15.48%）和应付债券（占比 77.39%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 7.01%，主要系公司筹资方式趋向长期筹资所致。截至 2015 年底，公司长期借款余额为 7.40 亿元，较年初增长 20.80%，主要由抵押借款（占比 39.99%）和其他借款（占比 59.98%）构成；其中，3.70 亿元将于 2018 年内到期，3.70

亿元将于 2019 年内到期，考虑到公司货币资金较为充裕，集中偿付压力较小。

2013~2015 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 26.98%，主要系近两年发行债券进行融资所致。截至 2015 年底，公司应付债券合计 37.00 亿元，较年初增长 5.71%，主要系公司于 2015 年 5 月发行 5.00 亿元非公开定向债务融资工具所致；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。截至 2015 年底，公司应付债券如下表所示，公司应付债券在 2017 年到期较多，存在一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2015 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	期初金额	期末余额	到期期限
12 洋河 MTN1	2012.08.02	5 年	8.00	8.00	2017.08.01
12 洋河 MTN2	2012.09.11	5 年	12.00	12.00	2017.09.10
13 洋河 PPN001	2013.08.13	3 年	3.00	--	2016.08.12
14 洋河 PPN001	2014.03.09	3 年	5.00	5.00	2017.03.08
14 洋河 PPN002	2014.05.29	3 年	7.00	7.00	2017.05.28
15 洋河 PPN001	2015.05.20	3 年	--	5.00	2020.05.19
合计			35.00	37.00	

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 13.96%，截至 2015 年底，公司全部债务合计 163.57 亿元，较年初增长 3.76%，主要系长期债务规模增加所致；其中，短期债务为 119.17 亿元，占比 72.86%；长期债务为 44.40 亿元，占比 27.14%。

债务比率方面，2013~2015 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率变动幅度较小。其中，资产负债率略有下降，三年分别为 52.60%、52.45%和 50.95%，主要系公司负债增速小于资产增速所致；全部债务资本化比率波动增长，三年分别为 39.78%、42.48%和 40.02%，2014 年增长主要系全部债务增速大于所有者权益增速所致，2015 年下降主要系全部债务下降与所有者权益增加共同影响所致；长期债务资本化比率波动上升，三年分别为 13.36%、16.15%和 15.34%，2015 年增长主要系长期债务增速大于所有者权益增速所致，2015 年下降主要系长期债务增速回落所致。总体来看，公司债务负担较轻。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 215.26 亿元，较年初下降 15.46%，主要系非流动负债减少所致；公司负债中流动负债占比 87.79%，非流动负债占 12.21%，流动负债占比较年初提高 6.57 个百分点。截至 2016 年 9 月底，公司应付票据 18.12 亿元，较年初下降 34.82%，主要系票据方式结算的金额减少所致；截至 2016 年 9 月底，一年内到期的非流动负债 39.97 亿元，较年初增加 35.00 亿元，其中包括“14 洋河 PPN001（5 亿元）”、“14 洋河 PPN002（7 亿元）”、“12 洋河 MTN1（8 亿元）”和“12 洋河 MTN2（12 亿元）”；截至 2016 年 9 月底，公司应付债券减少 22.00 亿元，主要系公司 32 亿应付债券转入一年内到期的非流动负债，2016 年新发行“16 洋河 01”（10 亿元）所致。

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务 118.93 亿元，较年初降低 27.29%；其中短期债务占比 80.72%，长期债务占比 19.28%，债务结构有待优化。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 44.71%、30.88%和 7.93%，债务负担有所下降。

总体看，公司负债以流动负债为主，负债结构与资产结构较为匹配；债务负担较轻，债务结构有待改善，但公司融资及支付方式趋向长期化，债务结构将有所优化。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 13.37%，主要系未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 245.13 亿元，归属于母公司所有者权益为 94.59 亿元。由于公司合并口径所有者权益中上市公司洋河股份占比高，公司对洋河股份持股占比为 34.16%，故少数股东权益规模较大。归属于母公司所有者权益中，股本占比 1.16%、资本公积占比 23.21%、盈余公积占比 1.19%、未分配利润占比 74.44%。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 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计为 266.19 亿元，较年初增长 8.59%；其中少数股东权益 164.40 亿元，较年初增长 9.20%；未分配利润 77.70 亿元，较年初增长 10.34%。截至 2016 年 9 月底，归属于母公司所有者权益中，未分配利润占 76.34%。

总体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者的权益占比较低，归属于母公司所有者的权益以未分配利润和其他资本公积为主，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业总收入呈波动增长态势，年均复合增长 0.74%，变化较小。2015 年公司实现合并营业收入 164.13 亿元，同比减少 0.11%。2013~2015 年，公司营业利润、利润总额、净利润均呈波动增长状态，年均复合增长率分别为 2.37%、2.72%、2.50%；2014 年，公司营业利润、利润总额、净利润分别 59.19 亿元、59.68 亿元、44.45 亿元，分别较 2013 年减少 11.50%、10.94%、11.38%，主要系受宏观政策和市场环境的影响，白酒消费降档，市场竞争加剧，拓展难度加大，白酒销售收入下降所致。2015 年公司营业利润、利润总额、净利润和归属于母公司所有者净利润分别为 70.08 亿元、70.71 亿元、52.70 亿元和 17.38 亿元，分别较 2014 年增长 18.40%、18.47%、18.55% 和 17.61%，主要系白酒行业有所复苏所致。

2013~2015 年，公司投资收益分别为 0.51 亿元、0.57 亿元和 5.73 亿元，分别占公司当期营业利润的 0.76%、0.96% 和 8.17%；公司 2015 年投资收益比 2014 年增加 911.11%，主要系处置对中金佳天（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）与中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）的可供出售金融资产取得的投资收益增加所致，公司营业利润对投资收益的依赖程度一般。

2013~2015 年，公司营业外收入持续增长，年均复合增长 23.46%，主要为政府补助；2015 年公司营业外收入为 0.80 亿元，同比增加 4.71%，主要来自于政府的各种奖励和补贴。2013~2015 年，公司营业外收入占利润总额的比分别为 0.78%、1.28% 和 1.13%，公司利润总额对营业外收入依赖程度很低。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 18.98%，2015 年公司期间费用合计 32.38 亿元，同比增长 13.00%，主要由销售费用和管理费用增加所致。销售费用方面，2013~2015 年公司销售费用持续增长，年均复合增长 16.37%，主要系公司实施多品牌、多品类、多元化营销战略，积极开拓红酒市场，在销售方面的投入有所增加所致；2015 年公司销售费用 19.26 亿元，比 2014 年增长 12.30%。管理费用方面，2013~2015 年，公司管理费用逐年递增，年均复合增长 19.20%，主要系业务扩大，各项费用增加所致；2015 年，公司管理费用 15.07 亿元，较 2014 年增长 9.48%，主要系公司职工薪酬增加所致。财务费用方面，2013~2015 年，公司财务费用持续为负，2015 年，公司财务费用 -1.95 亿元，收入有所减少，主要是公司利息收入有所减少所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 14.14%、17.44% 和 19.73%，呈持续增长趋势，公司

费用控制能力一般。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司营业利润率分别 55.19%、53.23%和 59.00%，呈波动增长态势；2013~2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别均呈波动下降趋势，近三年，公司总资本收益率分别为 18.84%、12.98%和 13.53%，总资产报酬率分别为 18.77%、14.07%和 14.91%，净资产收益率分别为 28.24%、21.99%和 22.98%。整体看，公司盈利能力呈下降态势，但仍属较高水平。

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 149.69 亿元，完成 2015 年全年销售收入的 91.20%；实现利润总额 64.16 亿元，完成 2015 年全年利润总额的 90.74%；净利润为 47.98 亿元，完成 2015 年全年净利润的 91.04%，完成度较好。

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等偏上水平。

表 15 2015 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	26.42	28.83	91.31
金徽酒	23.55	13.66	52.62
今世缘	18.09	17.79	66.5
口子窖	20.36	19.13	64.13
古井贡酒	15.88	13.79	66.18
迎驾贡酒	17.08	15.01	50.61
五粮液	14.93	15.27	66.43
山西汾酒	12.52	11.91	60.91
水井坊	7.11	6.02	71.13
以上企业平均值	17.33	15.71	65.54
公司	14.91	22.98	61.68

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。

总体看，公司利润水平高，盈利能力强。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 6.88%，2015 年，公司经营活动现金流入 247.50 亿元，较上年增长 21.60%，主要系公司产品销量增长所致；其中，公司 2015 年收到其他与经营活动有关的现金为 48.34 亿元，较上年增长 140.80%，主要系公司经营租赁固定资产收到的现金增加所致。2013~2015 年公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 1.38%，2015 年公司经营活动现金流出 174.32 亿元，较上年减少 0.91%，变化幅度较小。其中，公司 2015 年支付其他与经营活动有关的现金为 47.28 亿元，较上年增长 42.09%，主要系公司经营租赁固定资产所产生的经营费用增加，以及销售规模和体量的增加，差旅费等与经营活动有关的现金支出增加所致。综上，2013~2015 年，公司经营活动均呈净流入状态，分别为 47.06 亿元、27.61 亿元和 73.18 亿元，呈波动增长态势。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 115.06%、111.65%和 121.34%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，公司进行大量的股权投资，在建工程投入规模也较大，导致近三年投资活动现金流入流出规模均较大。2013~2015 年公司投资活动现金收入分别为 46.29 亿元、69.66 亿元

和 41.93 亿元，呈波动降低态势，主要系公司收回投资收到的现金规模波动所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出分别为 84.79 亿元、115.73 亿元和 87.16 亿元，呈波动增长态势，随公司股权投资规模和购买的理财产品规模大小而波动。2013~2015 年，公司投资活动均呈大额净流出状态，分别为 -38.51 亿元、-46.08 亿元和 -45.24 亿元。

从筹资活动看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 85.52 亿元、100.40 亿元和 74.60 亿元，呈波动下降态势，2014 年增长主要系公司发行短期融资券所致，2015 年减少主要系公司发行债券规模减小所致；2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 82.42 亿元、113.89 亿元和 108.53 亿元，呈波动增长态势，波动主要系主要系偿还债务、支付利息波动所致。综上，公司筹资活动现金净流量分别为 3.20 亿元、-13.49 亿元和 -33.93 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 59.62 亿元，继续呈现净流入状态；2016 年 1~9 月，公司投资活动现金流入和流出规模均很大，其中收回投资收到的现金 141.20 亿元，主要系处置可供出售金融资产所致；投资支付现金 148.01 亿元，主要用于购买理财产品；公司投资活动产生的现金流量净额为 3.58 亿元。2016 年 1~9 月，受偿还债务支付的现金规模较大影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -57.44 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模大，经营活动现金流充沛，但由于公司投资规模较大且偿还债务支付现金较多，仍有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均呈持续增长趋势，其中流动比率分别为 1.42 倍、1.47 倍和 1.59 倍；速动比率近三年分别为 0.93 倍、0.94 倍和 1.05 倍；近三年流动资产与流动负债增长速度基本保持一致，致使流动比率与速动比率变化不大。近三年，公司经营现金流动负债比率呈波动增长趋势，三年分别为 26.20%、14.43%和 35.38%，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力一般。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.98 倍、0.51 倍和 0.45 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，考虑到公司持有的银行短期理财产品规模较大，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 70.91 亿元、66.15 亿元和 77.91 亿元，呈波动增长态势，主要受利润总额波动影响；2015 年公司 EBITDA 中折旧占比 7.95%，摊销占比 1.23%，计入财务费用的利息支出占比 0.07%，利润总额占比 90.76%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 51.30 倍、36.39 倍和 48.47 倍，呈波动下降态势，但仍处于高水平；EBITDA 全部债务比分别为 0.56 倍、0.42 倍和 0.48 倍，呈波动下降态势，主要受 EBITDA 波动的影响。公司 EBITDA 对利息的保障能力很强，对全部债务的保障能力强。近三年，公司经营现金债务保护倍数分别为 0.37 倍、0.18 倍和 0.45 倍，呈波动增长趋势，经营活动收到的现金对债务的保护能力有所增强，处于良好水平。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2016 年 9 月底，公司获得授信额度 31.00 亿元，未使用授信额度 24.19 亿元；公司间接融资渠道通畅。此外，子公司洋河股份为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

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：G10321302000336805），截至 2017 年 2 月 27 日，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 1 笔欠息（已归还）、6 笔关注类贷款、1 笔不良类和 1 笔关注类票据贴现业务。根据公司出具的说明，公司 1 笔不良类票据贴现业务产生原因是公司在 2015 年通过票据贴现方式与某公司发生贸易往来，该公司到期后未及时付款，在催款后予以还款。目前该笔不良票据贴现已经结清。1 笔欠息（已归还）、

6笔关注类贷款和1笔关注类票据贴现业务产生原因是银行操作失误。

截至2016年9月底，公司合并范围内无重大诉讼、仲裁事项。

截至2016年9月底，公司对外担保86.62亿元，主要系对宿迁市经济开发总公司和宿迁市城市建设投资（集团）有限公司等公司的担保。虽然被担保方主要为宿迁市国资委下属企业，经营正常，但公司对外担保规模较大，占当期所有者权益的比为32.54%，且对外担保企业区域集中，存在一定的或有负债风险。截至2016年9月底，公司对外担保情况如下表所示。

表16 截至2016年9月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象名称	担保方式	担保余额	担保期限	是否互保
宿迁市经济开发总公司	保证	173,500.00	2012.04~2021.09	否
江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司	保证	64,000.00	2015.07~2017.05	否
江苏允友成生物环保材料有限公司	保证	59,300.00	2013.03~2023.03	否
宿迁市湖滨新城投资开发有限公司	保证	3,100.00	2012.07~2018.03	否
宿迁市宿城区新农村建设投资有限公司	保证	40,000.00	2013.01~2019.12	否
宿迁市宿城新区投资开发有限公司	保证	22,000.00	2014.12~2018.07	否
江苏翔盛新材料股份有限公司	保证	40,000.00	2016.04~2017.05	否
宿迁市交通产业集团有限公司	保证	50,000.00	2014.10~2021.10	否
宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	30,000.00	2014.01~2017.01	否
江苏洋河新城投资开发有限公司	保证	26,900.00	2015.11~2017.08	否
江苏新源水务有限公司	保证	3,100.00	2012.07~2017.07	否
宿迁市众安置业有限公司	保证	45,000.00	2014.12~2018.04	否
宿迁市水务建设投资有限公司	保证	95,000.00	2012.12~2019.12	否
宿迁市城市建设投资（集团）有限公司	保证	100,000.00	2013.10~2020.10	否
江苏宿豫经济开发区开发投资有限公司	保证	3,600.00	2013.03~2018.03	否
宿迁裕丰资产经营管理有限公司	保证	3,600.00	2013.03~2018.03	否
宿迁市洋河新城新农村建设有限公司	保证	22,100.00	2013.05~2018.05	否
宿迁市国丰资产经营管理有限公司	保证	5,000.00	2009.08~2017.08	否
宿迁产业发展集团有限公司	保证	80,000.00	2012.03~2018.03	否
合计	--	866,200.00	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司目前负债水平适中，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了很好保障，公司整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次及本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2016年9月底，公司债务总额为118.93亿元，本次债券未发行规模为20亿元，本期拟发行债券规模为5亿元，相对于目前公司债务规模，未发行债券规模与本期债券发行额度不大，对公司债务水平的影响不大。

以2016年9月底财务数据为基础，假设本次债券未发行规模20亿元发行后，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13.89%、34.29%

和 46.92%，分别上升了 5.96 个百分点、3.41 个百分点和 2.21 个百分点，债务负担有所加重，但仍属较低水平。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 5 亿元，本期债券发行后，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 9.50%、31.77%和 45.28%，分别上升了 1.57 个百分点、0.89 个百分点和 0.57 个百分点，债务负担有所加重，但仍属较低水平。本期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。考虑到本期债券募集资金中部分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. 本次及本期债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 247.50 亿元，对本次债券未发行规模（20 亿元）的保护倍数为 12.37 倍；公司 2015 年 EBITDA 为 77.91 亿元，对本次债券未发行规模（20 亿元）的保护倍数为 3.90 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券未发行规模的保护程度很高。

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 247.50 亿元，对本期债券发行额度（5 亿元）的保护倍数为 49.50 倍；公司 2015 年 EBITDA 为 77.91 亿元，对本期债券发行额度（5 亿元）的保护倍数为 15.58 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的保护程度很高。

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，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

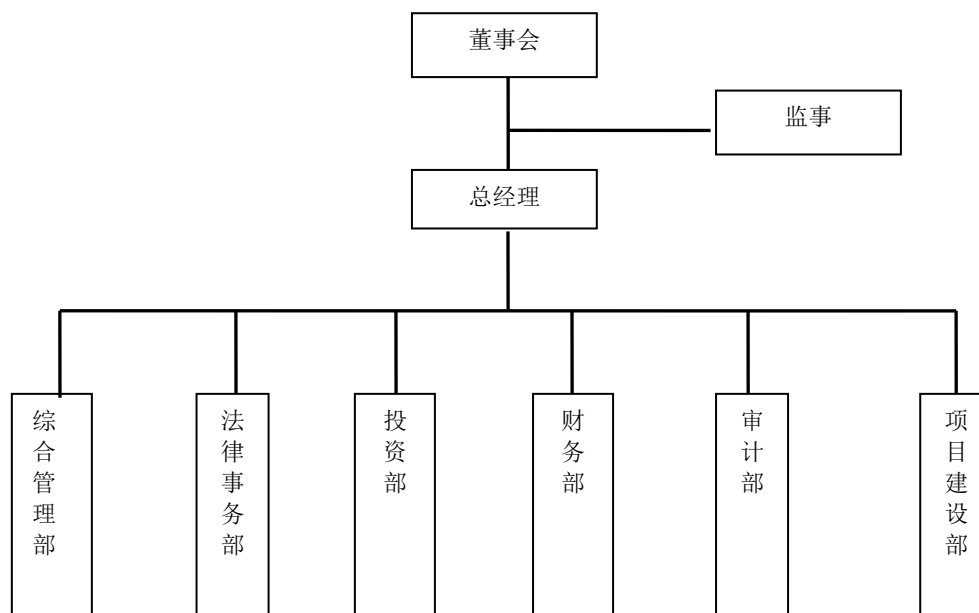
九、综合评价

公司作为白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及地方政府大力支持等方面具有优势。公司经营效率较好、盈利能力较强、现金流较为充沛。同时，联合评级也注意到宏观经济增速放缓、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和经营发展可能带来不利影响。

未来，公司将继续专注于中高档白酒的生产与销售，进一步扩大白酒的生产规模与销售市场，积极拓展省外市场；同时，调整白酒产品结构，进行销售渠道转型和产品多元化发展，大力打造电商平台、扩大品牌红酒销售，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”。

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

附件 1 江苏洋河集团有限公司组织结构图



附件 2 江苏洋河集团有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	402.36	449.03	499.78	481.45
所有者权益（亿元）	190.72	213.50	245.13	266.19
短期债务（亿元）	96.55	116.53	119.17	96.00
长期债务（亿元）	29.41	41.13	44.40	22.93
全部债务（亿元）	108.11	126.99	115.94	118.93
营业收入（亿元）	161.74	164.31	164.13	149.69
净利润（亿元）	50.16	44.45	52.70	47.98
EBITDA（亿元）	70.91	66.15	77.91	64.16
经营性净现金流（亿元）	47.06	27.61	73.18	59.62
应收账款周转次数（次）	131.26	92.31	93.73	--
存货周转次数（次）	0.95	0.79	0.61	--
总资产周转次数（次）	0.45	0.39	0.35	--
现金收入比率（%）	115.06	111.65	121.34	113.84
总资本收益率（%）	18.84	12.98	13.53	--
总资产报酬率（%）	18.77	14.07	14.91	--
净资产收益率（%）	28.24	21.99	22.98	--
营业利润率（%）	55.19	53.23	59.00	58.31
费用收入比（%）	14.14	17.44	19.73	17.33
资产负债率（%）	52.60	52.45	50.95	44.71
全部债务资本化比率（%）	39.78	42.48	40.02	30.88
长期债务资本化比率（%）	13.36	16.15	15.34	7.93
EBITDA 利息倍数（倍）	51.30	36.39	48.47	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.56	0.42	0.48	--
流动比率（倍）	1.42	1.47	1.59	1.58
速动比率（倍）	0.93	0.94	1.05	1.01
现金短期债务比（倍）	0.98	0.51	0.45	0.62
经营现金流负债比率（%）	26.20	14.43	35.38	31.55
EBITDA/本期发债额度（倍）	14.18	13.23	15.58	--

注：1、公司 2016 年 1~9 月财务报告未经审计，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 江苏洋河集团有限公司 2017 年公开发行 公司债券（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，在每年江苏洋河集团有限公司年报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。

江苏洋河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。江苏洋河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江苏洋河集团有限公司的相关状况，如发现江苏洋河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。

如江苏洋河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，直至江苏洋河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江苏洋河集团有限公司、监管部门等。

