

跟踪评级公告

联合〔2020〕1894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：

二〇二〇年八月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10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 2020 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	2019 年 6 月 20 日
17 洋河 01	5 亿元	10 年 (5+5)	AAA	AAA	2019 年 6 月 20 日
17 洋河 02	6 亿元	9 年 (3+3+3)	AAA	AAA	2019 年 6 月 20 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	522.79	586.32	618.18	610.90
所有者权益 (亿元)	302.16	346.77	373.33	408.40
长期债务 (亿元)	21.00	36.98	44.95	44.94
全部债务 (亿元)	78.29	74.15	67.52	73.88
营业收入 (亿元)	201.61	243.56	232.87	92.92
净利润 (亿元)	69.36	81.17	74.41	40.12
EBITDA (亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流 (亿元)	87.31	59.52	83.41	1.15
营业利润率 (%)	60.09	57.66	57.14	58.58
净资产收益率 (%)	24.03	25.02	20.67	10.26
资产负债率 (%)	42.20	40.86	39.61	33.15
全部债务资本化比率 (%)	20.58	17.62	15.32	15.32
流动比率 (倍)	1.84	2.16	2.27	2.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.31	1.60	1.61	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	31.72	42.38	38.48	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.89	5.66	5.19	--

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. 已将其其他流动负债中付息部分计入短期债务；4. 2020 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”）整体经营状况良好，盈利能力很强，整体债务负担较轻，经营活动现金流状况较佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司收入和盈利规模有所下降、公司酒类业务人工成本上升导致综合毛利率水平下降、公司酒类销售区域集中度较高以及所有者权益结构稳定性有待提高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. 整体盈利能力很强。2019 年，公司营业利润率为 57.14%，较上年变化不大；总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 17.93%、16.79%和 20.67%。

2. 经营性现金流量状况佳。2019 年，公司经营活动现金流持续净流入，净流入规模为 83.41 亿元，较上年增长 40.15%；现金收入比为 121.48%，较上年上升 5.41 个百分点，收入实现质量保持在很高水平。

关注

1. 公司酒类产品销售区域集中度较高。2019 年，公司酒类产品销售江苏省销售额占公司销售总额比例达到 46.48%。若省内市场需求下

降，将对公司的白酒业务收入产生不利影响。

2. 公司所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年末，公司少数股东权益占所有者权益的比例为 64.20%；归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比为 89.88%。

分析师

宁立杰 登记编号（R0040218030002）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：

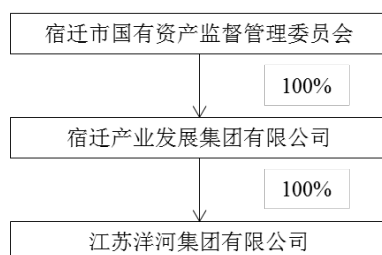


联合信用评级有限公司

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“宿迁市国资委”）实际出资成立的国有独资公司。截至2020年3月末，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2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，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2020年3月末，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。截至2019年末，公司纳入合并范围内子公司共75家。截至2020年3月末，公司拥有在职员工15,802人。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”）为深圳证券交易所上市公司，股票简称“洋河股份”，股票代码“002304.SZ”。截至2020年3月末，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。

截至2019年末，公司合并资产总额为618.18亿元，负债合计244.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）373.33亿元，其中归属于母公司所有者权益133.65亿元。2019年，公司实现营业收入232.87亿元，净利润（含少数股东损益）74.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润25.78亿元；经营活动产生的现金流量净额83.41亿元，现金及现金等价物净增加额6.31亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额为610.90亿元，负债合计202.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）408.40亿元，其中归属于母公司所有者权益147.39亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入92.92亿元，净利润（含少数股东损益）40.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润13.75亿元；经营活动产生的现金流量净额1.15亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61亿元。

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：李民富。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2015年12月18日获中国证券监督管理委员会核准，可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，并于2016年3月至2017年8月分三期完成发行。

第一期债券为“江苏洋河集团有限公司2016年公开发行公司债券（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年末公司调整利率选择权

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”。

第二期债券为“江苏洋河集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”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 年末公司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”。

第三期债券为“江苏洋河集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）”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 年末公司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 2020 年 3 月末，公司“16 洋河 01”募集资金 10.00 亿元、“17 洋河 01”募集资金 5.00 亿元和“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 2020 年 3 月 24 日、2020 年 4 月 28 日和 2019 年 8 月 21 日支付“16 洋河 01”“17 洋河 01”和“17 洋河 02”上一计息年度应付利息。

三、行业分析

2019 年，白酒行业收入和利润保持稳健增长，行业集中度提高，未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强；2020 年，受新冠肺炎疫情影响，白酒行业整体需求存在一定不确定性。

受益于消费升级、消费结构转换等因素，2019 年，白酒行业收入和利润保持稳健增长，且利润增速高于营收增速。2019 年，全国规模以上白酒企业累计实现销售收入 5,617.82 亿元，同比增长 8.24%；累计实现利润总额 1,404.09 亿元，同比增长 14.54%。2019 年，全国白酒产量为 785.9 万千升，同比下降 0.8%。未来随着高端、次高端产品的量价齐升以及中产阶级的崛起，白酒行业发展态势良好。

2019 年，白酒行业市场的竞争更加激烈，全面进入挤压式竞争时代，名酒企业在产品、品牌、渠道和市场等方面不断强化优势，无论是高端、次高端产品，还是中低端和小酒等，都逐步形成了各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的竞争格局逐渐稳定，并将在今后的市场竞争中进一步强化。2019 年前三季度，19 家白酒上市企业收入增速为 17%，比行业总体增速高出 7 个百分点以上，销售收入进一步向头部企业集中。随着行业集中度的不断提升，具备资本优势、管理优势、品牌优势、人才优势、渠道优势的名优白酒企业，有望在未来的白酒市场竞争中胜出，抢占更多的市场份额。

2020 年，受新型冠状病毒肺炎的影响，国内经济下行压力进一步加大，社交场景被动暂停延缓，消费需求收缩明显，将对白酒行业整体需求造成一定不确定性。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和重要管理人员有一定变更，管理制度无重大变化；作为宿迁市

国资委下属企业，公司经营管理运作正常。

2019年7月，陈以勤辞去公司监事职务，公司聘任许有恒为监事；刘莹辞去公司董事职务，公司聘任刘静为董事。2020年2月，范晓路任职公司董事；2020年4月，公司原董事长韩锋由于正常人事变动卸任，李民富任职公司董事长；2020年5月，公司免去韩锋总经理职务，暂由董事长李民富行使总经理职权。

李民富先生，1974年生人，曾任泗阳县委常委、常务副县长，宿城区常委、常务副区长，宿城经济开发区党工委书记等。现任公司董事长，兼行使总经理职权。

跟踪期内，公司管理制度连续，无重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年公司仍以白酒的生产和销售为主营业务；受中低端白酒收入减少影响，公司营业收入较上年略有下降；受酒类业务人工成本上升影响，综合毛利率水平有所下降，但仍保持在较高水平。

2019年，公司实现营业收入232.87亿元，较上年下降4.39%，主要系白酒销售收入减少所致；公司实现营业利润98.18亿元，较上年下降9.29%，主要系期间费用增加所致；公司实现净利润74.41亿元，较上年下降8.32%。

2019年，公司实现主营业务收入223.18亿元，占营业收入的95.84%，主营业务突出。分板块来看，2019年公司白酒业务实现收入219.67亿元，较上年下降4.13%，主要系中低端白酒收入减少所致，白酒业务收入占主营业务收入的占比为98.43%，较上年小幅上升0.42个百分点；公司红酒、粮食和以码头装卸为主的其他业务收入贡献极小。

表1 2017-2019年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	191.83	97.38	67.93	229.13	98.01	76.47	219.67	98.43	74.31
红酒	2.85	1.45	53.20	2.74	1.17	50.74	1.94	0.87	33.44
粮食	2.14	1.08	1.06	1.89	0.81	0.45	1.53	0.68	1.90
其他	0.16	0.08	87.00	0.03	0.01	59.39	0.04	0.02	42.23
合计	196.98	100.00	67.01	233.79	100.00	75.55	223.18	100.00	73.45

注：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
 资料来源：公司提供、洋河股份年报和联合评级整理

从毛利率来看，2019年，公司主营业务毛利率为73.45%，较上年下降2.10个百分点。其中，公司白酒业务毛利率为74.31%，较上年下降2.16个百分点，主要系人工成本上升所致；公司红酒、粮食和其他业务收入占比小，对主营业务毛利率影响不大。

2020年1-3月，公司实现营业收入92.92亿元，较上年同期下降15.08%，主要系新冠肺炎疫情对白酒终端消费造成影响所致；实现净利润40.12亿元，较上年同期下降0.94%。

2. 酒类业务

2019年，公司白酒类产品产能稳定，产销量较上年有所下降；因人工成本上升，生产成本较上年有所上升，毛利率有所下降；受高端白酒销售收入占比上升影响，2019年公司白酒产品销售

均价有所上升；公司酒类产品对省外销售收入占比有所提高，但省内销售占比依然较高，销售客户集中度较低。

（1）生产情况

2019年，公司仍主要利用位于来安镇、洋河镇和双沟镇的三处基地生产白酒，生产流程无重大变化。公司白酒类产品主要分为中高低端白酒，主要包含高端白酒如“梦系列”和“手工班”等，中端白酒如“天之蓝”和“海之蓝”等，低端白酒如“洋河大曲”和“青瓷”等。

从白酒生产情况来看，截至2019年末，公司共拥有白酒产能29.00万吨/年，较年初未发生变化。2019年，公司白酒产量为17.93万吨，较上年下降15.26%，主要系公司白酒产品年初库存量较大所致。受此影响，2019年，公司白酒产能利用率由2018年的72.97%下降至61.83%。

表 2 2017—2019 年公司白酒生产情况

项目	指标	2017 年	2018 年	2019 年
白酒	产能（万吨/年）	29.00	29.00	29.00
	产量（万吨）	22.01	21.16	17.93
	产能利用率（%）	75.90	72.97	61.83

资料来源：公司提供

（2）成本构成情况

2019年，公司酒类产品的成本占营业成本的比重为85.17%，较上年变化很小。从酒类产品成本构成来看，2019年，公司酒类产品成本主要由直接材料（占74.21%）、直接人工（占15.68%）、燃料动力（占3.91%）和制造费用（占3.91%）构成。

2019年，公司酒类产品直接材料的采购金额为42.84亿元，较上年减少2.57%；公司酒类生产直接人工成本为9.05亿元，较上年增长51.34%，主要系2019年员工工资提高所致；燃料动力和制造费用分别为2.26亿元和3.58亿元，对公司营业成本影响较小。受以上因素影响，公司酒类业务的成本为57.73亿元，较上年增长4.45%。

表 3 2017—2019 年公司酒类成本构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 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	42.43	61.54	43.97	67.20	42.84	63.20
直接人工	5.42	7.86	5.98	9.14	9.05	13.35
燃料动力	2.12	3.07	2.47	3.78	2.26	3.33
制造费用	2.64	3.83	2.80	4.28	3.58	5.28
消费税及附加	10.25	14.87	0.05	0.08	--	--
合计	62.86	91.17	55.27	84.47	57.73	85.17

资料来源：公司提供、洋河股份年报和联合评级整理

2019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规定的规定支付。如采取现金结算方式，一般在货物检验合格入库后三个月内支付款项，如采取银行承兑汇票方式结算，则一般为6个月期银行承兑汇票。从采购集中度来看，2019年，公司对前五大供应商采购金额合计10.60亿元，较上年下降22.06%；受此影响，公司向前五大供应商采购金额占当期同类采购金额的比重由32.37%下降至18.00%，原材料采购集中度明显下降。

表4 2017—2019年公司采购金额前五名供应商情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
前五大供应商采购总额	12.68	13.60	10.60
前五大供应商占采购总额的比例	22.98	32.37	18.00

资料来源：公司提供

（3）销售情况

从定价模式来看，公司主要产品价格覆盖高中低端全系列，蓝色经典主导产品“海之蓝”采用品牌错位竞争原则以较低价格定位，“梦之蓝”“梦6+”直接切入高端礼品市场，“天之蓝”定价成为衔接高端和中端主流之间的支柱产品。从销售模式来看，公司将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部和北部等若干区域，并按地域设立营销网点。营销网点负责推进当地市场营销，但不直接面对消费者，也不代替公司办理上述订立合同、开票、收付货款和发货等销售事项。截至2019年末，公司产品销售网络已覆盖全国各地级市。

从白酒销售情况来看，2019年，公司白酒产品实现销量18.60万吨，较上年下降13.12%；产销率为103.74%，较上年上升4.76个百分点，处于较高水平。从销售均价来看，2019年，公司白酒产品销售均价为118,102.15元/吨，较上年上升10.36%，主要系高端白酒销售占比上升所致。

表5 2017—2019年公司白酒生产销售和价格情况

指标	2017年度	2018年度	2019年度
产量（万吨）	22.01	21.16	17.93
销量（万吨）	21.60	21.41	18.60
产销率（%）	98.10	98.98	103.74
销售收入（亿元）	191.83	229.13	219.67
销售均价（元/吨）	88,810.19	107,020.08	118,102.15

资料来源：公司提供、联合评级整理

从销售的区域分布来看，公司酒类产品销售在江苏省占比仍最大，2019年，江苏省销售额占公司销售总额的比例为46.48%，较上年下降3.60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，2019年，省外地区的销售额为118.62亿元，较上年增长2.48%，因此带动省外销售占比由2018年的49.92%上升至53.52%。

表6 2017—2019年公司酒类业务销售的区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	102.29	52.54	116.12	50.08	102.99	46.48
省外	92.39	47.46	115.75	49.92	118.62	53.52
合计	194.68	100.00	231.87	100.00	221.61	100.00

资料来源：公司提供、联合评级整理

从销售集中度方面来看，2019年，公司对前五大客户的销售收入合计9.50亿元，占销售总额的比例为4.11%，较上年下降0.13个百分点，公司销售集中度低。

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，此方式在销售结算中占据主导地位。

表7 2017—2019年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前五大客户销售总额	6.86	10.27	9.50
占销售总额的比例	3.45	4.24	4.11

资料来源：公司提供

3. 经营关注

（1）公司经营的区域性集中度较高

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，公司近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、玉米和大麦等粮食，若粮食生产受气候等因素的影响而出现欠收，或国家调整粮食生产、流通和消费政策，均可能导致公司所需原材料供应短缺或价格上涨，从而增加公司采购成本，并对公司生产经营和业绩产生不利影响。

（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

2019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，但产品价格最终取决于品牌、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。

（5）宏观经济波动风险

2019年，公司白酒产品收入占主营业务收入的比重为98.43%，若宏观经济持续不景气，居民消费需求下降，可能会影响白酒产品的销售收入。

4. 未来发展

公司发展战略目标可行，有一定可行性。

2020年，公司仍将专注于白酒的生产与销售，力争将公司白酒品牌进一步做强。公司计划在产品力、品牌力、渠道力、创新力等方面进行升级，并在此基础上，持续做好产品经营、资本经营和生态经营，不断增强公司本身、消费者、经销商、供应商、媒体和资本市场的共建共生，实现营销转型、品质突破和管理升级，追求公司长期健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见，公司2020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。2019年，公司新纳入合并范围内子公司1家，不再纳入合并范围的子公司共5家；截至2019年末，公司

纳入合并范围的子公司共75家。公司合并范围变化不大，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额为618.18亿元，负债合计244.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）373.33亿元，其中归属于母公司所有者权益133.65亿元。2019年，公司实现营业收入232.87亿元，净利润（含少数股东损益）74.41亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润25.78亿元；经营活动产生的现金流量净额83.41亿元，现金及现金等价物净增加额6.31亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额为610.90亿元，负债合计202.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）408.40亿元，其中归属于母公司所有者权益147.39亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入92.92亿元，净利润（含少数股东损益）40.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润13.75亿元；经营活动产生的现金流量净额1.15亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61亿元。

2. 资产质量

截至2019年末，公司资产规模略有增长，以流动资产为主；公司货币资金充裕，并持有大额银行理财产品，公司整体资产质量很高。

截至2019年末，公司合并资产总额为618.18亿元，较年初增长5.44%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占71.89%，非流动资产占28.11%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动资产为444.42亿元，较年初增长3.73%。公司流动资产主要由货币资金（占10.54%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占40.45%）、其他应收款（占9.10%）和存货（占37.46%）构成。

截至2019年末，公司货币资金为46.83亿元，较年初增长15.57%，主要系公司主要业务规模稳定、收现质量保持在较高水平所致。公司货币资金主要由银行存款（占99.62%）构成，无使用受限的货币资金。

截至2019年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为179.77亿元，较年初增长0.43%，变化不大。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以债务工具投资（占99.99%）为主，债务工具投资为在一年内到期的银行理财产品和信托理财产品。

截至2019年末，公司其他应收款为40.42亿元，较年初增长0.77%，变化不大。公司其他应收款账面余额41.36亿元，累计计提坏账准备0.94亿元，计提比例为2.26%；公司前五大欠款单位其他应收款合计30.58亿元，占其他应收款期末余额的比例为73.93%，其中关联方欠款占其他应收款期末余额的比例为72.89%。公司其他应收款集中度较高。

截至2019年末，公司存货为166.49亿元，较年初增长1.30%。存货主要由半成品（占70.81%）、库存商品（占10.65%）和开发成本（占12.89%）构成，其余为在产品和原材料等；公司存货账面余额166.56亿元，累计计提跌价准备0.07亿元，计提比例0.04%。

截至2019年末，公司非流动资产173.76亿元，较年初增长10.06%，主要系其他非流动金融资产增加所致。公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占29.07%）、固定资产（占42.16%）、在建工程（占7.67%）和无形资产（占10.64%）构成。

截至2019年末，公司其他非流动金融资产50.51亿元，较年初增长61.67%，主要系公司子公司洋河股份购买期限在一年以上的信托理财增加所致。其他非流动金融资产由权益工具投资（占66.40%）和债务工具投资（占33.60%）构成。

截至2019年末，公司固定资产73.27亿元，较年初下降7.37%，主要系计提折旧使得固定资产账面价值减少所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占77.79%）和机器设备（占20.51%）构成，符合行业特征。公司固定资产累计计提折旧43.21亿元；固定资产成新率65.76%，成新率一般。公司无使用权受限的固定资产。

截至2019年末，公司在建工程13.33亿元，较年初增长8.94%，主要系公司新投入四万吨陶坛库工程和南京运营中心大楼工程所致。在建工程未计提减值准备。

截至2019年末，公司无形资产18.50亿元，较年初下降1.97%，变化不大。公司无形资产以土地使用权（占95.53%）为主，累计摊销7.38亿元，未计提减值准备。

截至2020年3月末，公司合并资产总额为610.90亿元，较年初下降1.18%，变化不大。其中，流动资产占70.58%，非流动资产占29.42%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

截至2019年末，公司负债规模略有增长，以流动负债为主；债务负担较轻，且债务结构合理；公司所有者权益规模小幅增长，少数股东权益和未分配利润占比很高，权益结构稳定性有待提高。

（1）负债

截至2019年末，公司负债总额为244.85亿元，较年初增长2.22%，变化不大。其中，流动负债占79.84%，非流动负债占20.16%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动负债195.50亿元，较年初下降1.46%，变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占6.42%）、应付账款（占6.81%）、预收款项（占34.55%）、应交税费（占9.55%）、其他应付款（占36.43%）和其他流动负债（占5.12%）构成。

截至2019年末，公司短期借款12.55亿元，较年初下降48.06%，主要系偿还短期借款所致；短期借款主要由保证借款（占69.33%）和信用借款（占30.67%）构成。

截至2019年末，公司应付账款13.32亿元，较年初增长4.89%，主要系应付采购货款增加所致。应付账款期末余额中无账龄超过1年的重要应付账款。

截至2019年末，公司预收款项67.55亿元，较年初增长51.11%，主要系预收货款增加所致。

截至2019年末，公司应交税费18.68亿元，较年初下降43.50%，主要系公司利润总额下降所致。

截至2019年末，公司其他应付款71.22亿元，较年初增长4.62%。其他应付款主要由经销商尚未结算的折扣（占35.93%）、经销商保证金（占37.46%）、经销商风险抵押金（占10.09%）和往来借款（占8.34%）构成。

截至2019年末，公司其他流动负债10.00亿元，较年初下降23.08%。公司其他流动负债由短期融资券（占80.00%）和短期信托借款（占20.00%）构成。

截至2019年末，公司非流动负债49.36亿元，较年初增长19.96%，主要系公司应付债券增加所致。公司非流动负债主要由应付债券（占91.04%）构成。

截至2019年末，公司应付债券44.93亿元，较年初增长21.69%，主要系“19洋河MTN001”和“19洋河01”的发行所致。

截至2019年末，公司全部债务67.52亿元，较年初下降8.94%。其中，短期债务占33.43%，长期债务占66.57%，以长期债务为主。短期债务22.57亿元，较年初下降39.27%，主要系公司偿还短期借款所致。长期债务44.95亿元，较年初增长21.54%，主要系“19洋河MTN001”和“19洋河01”的发行所致。截至2019年末，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39.61%、15.32%和10.75%，较年初分别下降1.25个百分点、下降2.30个百分点和上升1.11个百分点。

点。公司债务负担较轻。

截至2020年3月末，公司负债总额为202.50亿元，较年初下降17.30%，主要系预收款项和其他应付款减少所致。其中，流动负债占74.55%，非流动负债占25.45%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至2020年3月末，公司全部债务73.88亿元，较年初增长9.41%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务28.94亿元（占39.17%），较年初增长28.21%，主要系应付票据增加所致。长期债务44.94亿元（占60.83%），较年初下降0.02%。截至2020年3月末，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33.15%、15.32%和9.91%，较年初分别下降6.46个百分点、上升0.00个百分点和下降0.83个百分点。

（2）所有者权益

截至2019年末，公司所有者权益（含少数股东权益）373.33亿元，较年初增长7.66%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为35.80%，少数股东权益占比为64.20%。归属于母公司所有者权益133.65亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占0.82%、8.46%、-0.01%、0.84%和89.88%。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2020年3月末，公司所有者权益（含少数股东权益）408.40亿元，较年初增长9.39%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为36.09%，少数股东权益占比为63.91%。归属于母公司所有者权益147.39亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占0.75%、7.67%、-0.02%、0.76%和90.84%。公司权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入略有下降，加之酒类业务直接人工成本上升，净利润小幅减少，整体盈利能力仍很强。

2019年，公司实现营业收入232.87亿元，较上年下降4.39%；实现营业利润98.18亿元，较上年下降9.29%，主要系酒类业务直接人工成本上升所致。2019年，公司实现净利润74.41亿元，较上年下降8.32%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为46.58亿元，较上年增长9.48%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为57.94%、40.18%、3.43%和-1.55%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为26.99亿元，较上年增长5.20%，主要系公司加大营销宣传力度所致；管理费用为18.72亿元，较上年增长8.85%，主要系人员成本增加所致。2019年，公司财务费用为-0.72亿元。2019年，公司费用收入比为20.00%，较上年上升2.53个百分点，公司费用控制能力仍属较强。

2019年，公司通过处置交易性金融资产实现投资收益9.11亿元，较上年下降2.23%；投资收益占营业利润比重为9.28%，对营业利润贡献不大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为57.14%，较上年变化不大。2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为17.93%、16.79%和20.67%，较上年分别下降3.70个百分点、3.27个百分点和4.35个百分点。公司各盈利指标较上年有所下降，但仍很强。

2020年1—3月，公司实现营业收入92.92亿元，较上年同期下降15.08%，主要系新冠肺炎疫情发展，白酒终端消费下降所致；公司实现净利润40.12亿元，较上年同期下降0.94%。

5. 现金流

2019年，公司经营现金流状况较佳，收入实现质量保持在很高水平；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。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为303.88亿元，较上年下降2.32%，变化不大；经营活动现金流出量为220.46亿元，较上年下降12.37%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金净流入量为83.41亿元，较上年增长40.15%。2019年，公司现金收入比为121.48%，较上年上升5.41个百分点，收入实现质量保持在很高水平。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为407.10亿元，较上年增长15.42%，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出量为419.93亿元，较上年增长8.41%，主要系公司增加对外投资所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动现金净流出量为12.82亿元，净流出量较上年下降62.95%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为44.98亿元，较上年下降49.48%，主要系上年发行债券收到的现金较多使得基数较高所致；筹资活动现金流出量为109.30亿元，较上年增长17.99%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金净流出量为64.31亿元，净流出量较上年增长16.92倍。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为1.15亿元，投资活动现金流量净额为0.34亿元，筹资活动现金流量净额为-4.13亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的2.16倍和1.33倍上升至2.27倍和1.42倍。截至2019年末，受短期债务规模减少影响，公司现金短期债务比由年初的5.97倍上升至10.33倍。整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为108.95亿元，较上年下降8.36%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占6.69%）和利润总额（占90.19%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的42.38倍下降至38.48倍，EBITDA全部债务比由上年的1.60倍上升至1.61倍，整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2020年3月末，公司获得各银行授信合计60.70亿元，已使用15.20亿元，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2020年3月末，公司对外担保余额5.33亿元，其中对宿迁市交通产业集团有限公司担保余额1.24亿元，对宿迁市洋河新城新农村建设有限公司担保余额1.79亿元，对宿迁市城市建设投资（集团）有限公司担保余额2.00亿元，对江苏允友成生物环保材料有限公司担保余额0.31亿元。公司对外担保金额占同期净资产的比重为1.31%，或有负债风险较低。

截至2019年末，公司不存在重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91321300142334989Y），截至2020年5月20日，公司本部无未结清不良或关注类信贷信息记录。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为投资控股平台，自身经营性业务规模小；上市公司股权为其优质资产，所带来投资收益是公司本部重要的利润来源。

截至2019年末，公司本部资产总额为82.32亿元，较年初下降3.50%。其中，流动资产65.23亿元（占79.24%），非流动资产17.09亿元（占20.76%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款

(占 61.36%) 和存货 (占 33.09%) 构成, 非流动资产主要由长期股权投资 (占 24.48%) 和在建工程 (占 62.32%) 构成, 其中长期股权投资主要以成本法计量。截至 2019 年末, 公司本部货币资金为 3.47 亿元。

截至 2019 年末, 公司本部负债总额为 74.24 亿元, 较年初下降 5.03%。其中, 流动负债 29.31 亿元 (占 39.48%), 非流动负债 44.93 亿元 (占 60.52%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款 (占 39.92%)、其他应付款 (占 23.57%) 和其他流动负债 (占 34.12%) 构成, 非流动负债全部为应付债券。截至 2019 年末, 公司本部 2019 年资产负债率为 90.19%。

截至 2019 年末, 公司本部所有者权益为 8.08 亿元, 较年初增长 13.21%。其中, 实收资本为 1.10 亿元 (占 13.61%)、资本公积合计 4.12 亿元 (占 50.94%)、未分配利润合计 1.74 亿元 (占 21.56%)、盈余公积合计 1.12 亿元 (占 13.89%), 所有者权益稳定性较强。

2019 年, 公司本部营业收入为 0.54 亿元, 净利润为 17.02 亿元, 投资收益为 17.08 亿元, 对利润贡献很大。

2019 年, 公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 18.40 亿元和 3.30 亿元, 经营活动产生的现金流量净额为 15.09 亿元; 投资活动产生的现金流量净额为 16.59 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 -32.38 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月末, “16 洋河 01” “17 洋河 01” 和 “17 洋河 02” 的待偿本金 (以下简称 “公司债券待偿本金”) 合计 21.00 亿元。

从资产情况来看, 截至 2019 年末, 公司现金类资产 (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) 为 233.20 亿元, 为公司债券待偿本金的 11.10 倍, 公司现金类资产对公司债券待偿本金的覆盖程度很高; 截至 2019 年末, 公司净资产为 373.33 亿元, 为公司债券待偿本金的 17.78 倍, 公司净资产对公司债券待偿本金按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看, 2019 年, 公司 EBITDA 为 108.95 亿元, 为公司债券待偿本金的 5.19 倍, 公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看, 2019 年, 公司经营活动产生的现金流入量为 303.88 亿元, 为公司债券待偿本金的 14.47 倍, 公司经营活动产生的现金流入对公司债券待偿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” 和 “17 洋河 02” 的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内, 公司整体经营状况良好, 盈利能力很强, 整体债务负担较轻, 经营活动现金流状况较佳。同时, 联合评级也关注到公司收入和盈利规模有所下降、公司酒类业务人工成本上升导致综合毛利率水平下降、公司酒类销售区域集中度较高以及所有者权益结构稳定性有待提高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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	522.79	586.32	618.18	610.90
所有者权益 (亿元)	302.16	346.77	373.33	408.40
短期债务 (亿元)	57.29	37.16	22.57	28.94
长期债务 (亿元)	21.00	36.98	44.95	44.94
全部债务 (亿元)	78.29	74.15	67.52	73.88
营业收入 (亿元)	201.61	243.56	232.87	92.92
净利润 (亿元)	69.36	81.17	74.41	40.12
EBITDA (亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流 (亿元)	87.31	59.52	83.41	1.15
应收账款周转次数 (次)	150.31	225.10	203.48	--
存货周转次数 (次)	0.50	0.41	0.41	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.44	0.39	0.15
现金收入比率 (%)	118.25	116.08	121.48	64.74
总资本收益率 (%)	19.45	21.62	17.93	--
总资产报酬率 (%)	18.38	20.06	16.79	--
净资产收益率 (%)	24.03	25.02	20.67	10.26
营业利润率 (%)	60.09	57.66	57.14	58.58
费用收入比 (%)	19.89	17.47	20.00	12.41
资产负债率 (%)	42.20	40.86	39.61	33.15
全部债务资本化比率 (%)	20.58	17.62	15.32	15.32
长期债务资本化比率 (%)	6.50	9.64	10.75	9.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	31.72	42.38	38.48	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.31	1.60	1.61	--
流动比率 (倍)	1.84	2.16	2.27	2.86
速动比率 (倍)	1.07	1.33	1.42	1.81
现金短期债务比 (倍)	0.37	5.97	10.33	7.95
经营现金流动负债比率 (%)	44.46	30.00	42.67	0.76
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.89	5.66	5.19	--

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. 已将其他流动负债中付息部分计入短期债务；4. 2020 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]
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-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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	
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)
本期公司债券偿还能力	
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。