

信用等级公告

联合[2017]1288 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公开发行的 2017 年公司债券（第二期）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公开发行的 2017 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年九月十日

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（第二期）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：6 亿元

债券期限：品种一为 9 年期，附第 3 年末和第 6 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，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、到期一次还本

评级时间：2017 年 8 月 10 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	449.03	499.78	510.51	503.58
所有者权益 (亿元)	213.50	245.13	275.04	303.36
长期债务 (亿元)	41.13	44.40	20.54	15.15
全部债务 (亿元)	157.65	163.57	114.76	109.88
营业收入 (亿元)	164.31	164.13	175.59	76.32
净利润 (亿元)	44.45	52.70	57.25	27.40
EBITDA (亿元)	66.15	77.91	85.17	--
经营性净现金流 (亿元)	27.61	73.18	88.76	15.34
营业利润率 (%)	53.23	59.00	60.60	59.03
净资产收益率 (%)	21.99	22.98	22.01	9.47
资产负债率 (%)	52.45	50.95	46.12	39.76
全部债务资本化比率 (%)	42.48	40.02	29.44	26.59
流动比率 (%)	1.47	1.59	1.53	1.73
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.42	0.48	0.74	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	36.39	48.47	61.86	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	11.03	12.98	14.19	--

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 2017 年 1-3 月财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司其他流动负债、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，在外部环境、产品知名度以及酿造工艺水平方面所具有的优势。公司整体资产质量较高、盈利能力强、现金流较为充沛。同时，联合评级也注意到中央反腐政策影响高端白酒消费、主打产品市场竞争日趋激烈以及短期债务规模较大等因素可能对公司信用水平和经营发展带来的不利影响。

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，公司经营况有望保持良好。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. 公司整体资产质量较高，盈利能力强，现金流充沛，财务状况良好。

关注

1. 我国白酒行业企业数量众多，行业集中度不高，中端白酒市场竞争日趋激烈。同时我

国积极推进反腐工作，未来高端白酒销量短时间内难以显著回升。

2. 公司其他应收款规模较大，存货规模逐年增长，对公司资金存在一定占用。

3. 公司债务以短期债务为主，短期偿付压力较大；对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

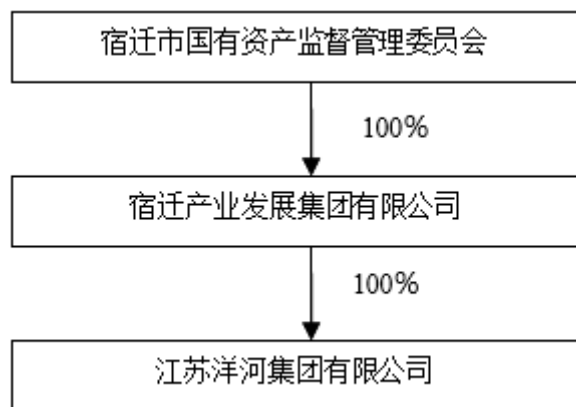
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 2017 年 3 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。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：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、镍铬矿石、炉料、钢材、机械零部件铸件、光稳定剂 944、光稳定剂 622、抗氧剂 3114、有机肥、复合肥、化工原料（危险品除外）、粘胶短纤维、棉浆粕、电动自行车及其配件、锂电池、五金交电销售；原粮销售；房屋租赁；实业投资；市政公用工程、房屋建筑工程、旅游文化产业投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2016 年底，公司下设综合管理部、法律事务部、投资部、财务部、审计部和项目建设部等 6 个职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围的子公司 71 家。截至 2017 年 3 月底，公司拥有在职员工 13,465 人。

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

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

公司注册地址：江苏省宿迁市洋河镇酒家路 2 号；法定代表人：韩锋。

二、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，该债券已于 2016 年 3 月发行完毕；第二期债券全称为“江苏洋河集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”，债券代码：143106.SH，发行规模：5 亿元，债券简称：17 洋河 01，该债券已于 2017 年 4 月 28 日发行完毕。

本期债券名称为“江苏洋河集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”，面向合格投资者公开发行。本期债券发行规模为 6 亿元，分为 2 个品种：品种一为 9 年期固定利率债券，附第 3 年末和第 6 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期固定利率债券，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。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，票面利率由公司和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，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒泛指以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质（糖质）原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑而酿制而成的各类酒。

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

从产业链角度看，白酒酿造对水质和气候环境依赖很大，对粮食等原材料质量要求较高，下游需求受人们收入水平和消费偏好影响较大。水质和气候环境具有地域性，各地酿造的白酒各有特色，水供应较为易得。粮食是白酒酿造的主要原材料，但考虑到包装、广告等因素，粮食成本占比较少。2003~2015 年，我国粮食产量逐年增长，2015 年达到 62,143.92 万吨，同比增长 2.37%，2016 年我国

粮食产量 61,623.90 万吨，同比减少 0.84%，略有下降；整体看，粮食供应较为充足。随着我国经济的快速发展，人均收入水平逐年提高，居民对酒类需求增加，同时考虑到商务、宴饮等因素，我国白酒需求呈快速上升趋势。

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

2. 行业供应情况

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

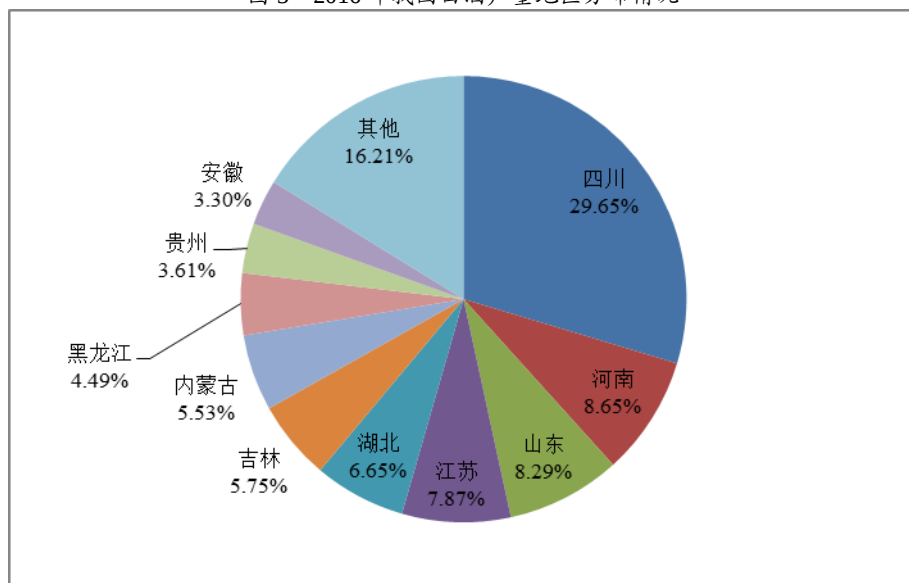
随着我国粮食产量的迅速增长，可用于酿酒的粮食（如高粱、玉米、大麦、小麦、大米等）供应充足，白酒产量逐年上升。2005~2012 年，白酒产量同比增速超过 15%，其中 2011 年同比增速达到 30.70%；2012 年下半年起，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件以及中央“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等因素的影响，我国白酒产量增速开始放缓，2014 年我国白酒产量同比增速降至 2.75%，此后白酒产量增速处于较低水平。2016 年，我国白酒产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.20%。具体如下图所示。



资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

从地域分布来看，我国白酒产量分布较为集中。如下图所示，2016 年，四川、河南、山东、江苏四个省份白酒产量合计占到我国白酒产量的 54.46%，白酒产量前 10 大省份合计占比达到 83.79%。其中，四川是我国白酒产量最大的地区，2016 年白酒产量达到 402.67 万千升，占我国白酒产量的 29.65%。

图3 2016年我国白酒产量地区分布情况



资料来源：Wind 资讯

从白酒生产流程来看，粮食经过发酵后首先成为基酒，基酒一般储存一段时间后，按照一定比例勾兑为成品白酒。成品酒生产耗时较短，一般可根据市场需求迅速生产；基酒酿造包含发酵、储存等流程，耗时较长。白酒的供给主要取决于生产企业的基酒储量。

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

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

3. 行业需求情况

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

我国有着独特的酒文化，白酒作为情感沟通的主要工具，在商务、宴会等场合具有特殊的作用。随着我国经济的快速发展，商务、政务活动也呈上升趋势，增加了对白酒、特别是高端白酒的需求。

如下图所示，白酒销量随着 GDP 增长而增长；2004~2010 年，我国 GDP 增长呈增长状态，同时，白酒（折 65 度）销量的同比增速也处于较高水平。2011 年起，受国际经济危机的冲击，我国经济增长放缓，带动了商务活动需求下降，同时政府开始实施“八项规定”和“厉行节约反对浪费”等政策，导致了白酒销量增速的下降。2016 年，我国白酒（折 65 度）销量为 1,305.71 万千升，同比增长 2.10%，增速较上年下降 4.23 个百分点。未来，我国经济将换挡低速增长，同时受政府反腐政策的影响，商务、政务活动引发的高端白酒需求将处于低速增长状态。

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



资料来源：Wind 资讯

从终端消费来看，白酒消费需求主要受人民收入增长的影响。白酒本身是一种饮食嗜好品，不是必需品，白酒的消费需求只有在收入不断增加的情况下才会出现，中国历来也有量入而出的消费习惯，进一步说明了白酒消费需求增加的根本原因是经济发展带来的居民收入的不断提高，居民收入的增速与白酒产量增速具有相关拟合性，且先于产量反应。随着我国居民收入水平的不断提高（如下图所示），对白酒的消费结构也不断调整、升级，逐渐的由低档白酒向中高档白酒转换。受限于收入水平，我国居民家庭对高端白酒的需求相对较少，未来居民家庭对白酒的需求主要集中于中端、次高端。随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，预期白酒发展前景良好。

图 5 2004~2016 年我国居民收入情况（单位：元、%）



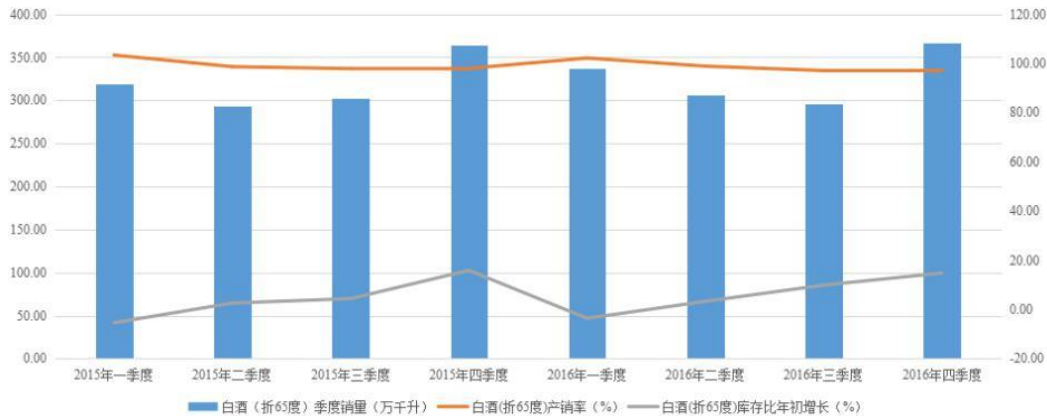
资料来源：Wind 资讯

注：农村居民家庭人均年纯收入缺 2016 年数据

白酒并非生活必需品，人们日常消费数量较少，一般在节假日消费、特别是春节，呈现出明显

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

图 6 2015~2016 年我国白酒销量季度变化情况（单位：万千升、%）



资料来源：Wind 资讯

按香型分类，目前中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率为 60%~70%，清香型白酒市场占有率为 10%左右，酱香型白酒占比 10%左右，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。虽然浓香型白酒市场占比较高，考虑到白酒作为快速消费品，其购买需求受广告等媒体因素影响较大。

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

4. 行业竞争

（1）进出壁垒

白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。

中低端白酒方面，虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛相对较低。过去十几年白酒行业快速发展且毛利率较高，吸引了较多资本进入。白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。截至 2015 年 10 月底，全国规模以上白酒生产企业就有 1,563 家，小企业的数量更是远远超过了上述数字。

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

（2）行业集中度

从白酒行业前十七家上市公司的市场占有率来看，贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 10.00%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也仅在 20.00%左右，白酒行业近似于是完全竞争行业，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

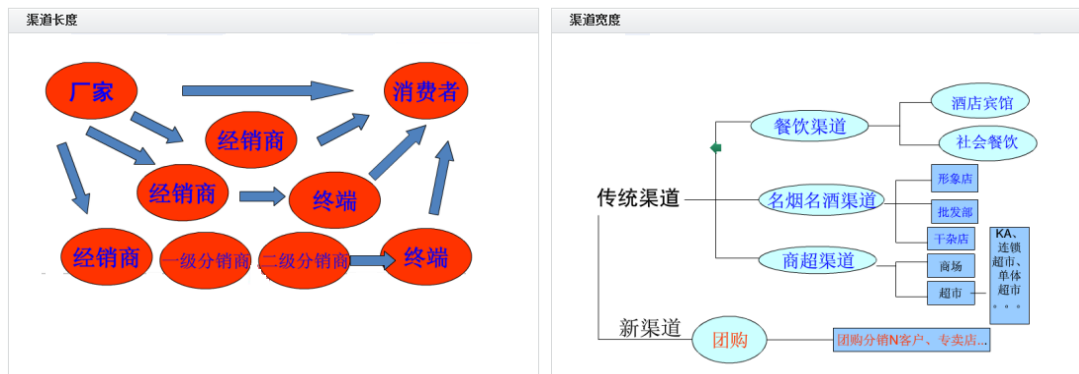
集中度较低和退出壁垒较高，一旦行业整体的销量放缓，行业内现有企业的竞争就会变得非常激烈。此时，除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外，大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争，而价格竞争不利于行业整体盈利能力的提高。

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

（3）重视渠道建设

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

图 7 白酒行业下游主要渠道



资料来源：Wind 资讯

（4）聚焦于中高端产品的竞争

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

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

5. 行业政策

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

2013 年 12 月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度；强化监督监管，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》，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）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。

（2）替代品的威胁

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能给白酒行业的发展带来一定影响。80后、90后消费者对白酒的喜好程度远低于他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

（3）政策性风险

1998~2003年，从量计税政策实施，促使白酒企业开发高端白酒提升产品线；2012~2015年开启整治三公消费，白酒由政务消费开始转向大众消费。政策的变化对行业发展形成了较大的影响。

（4）食品安全

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

7. 未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请的刚性支出。尽管目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，其发展前景依然较好，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

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

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

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

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 2017 年 3 月底，公司拥有总资产 503.58 亿元，生产厂区总占地面积 70 余万平方米，在职员工 13,465 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，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。

公司核心产品洋河蓝色经典系列白酒主要销往江苏各级地市，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，公司白酒产品销售收入多年稳居全国前三，江苏省内市场占有率第一，近三年销售收入呈增长趋势。

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。公司还拥有“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。公司子公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）的省级重大研发机构“江苏省生物酿酒技术研究院”已得到江苏省科技厅的批准。2001 年以来，公司分别研发了“窖泥高效功能菌 YH-LC1 菌的研究与应用”、“新窖老熟新技术在洋河大曲中的研究与运用”、“江淮流域多粮型酒发酵工艺的研究和应用”以及“绵柔型白酒新技术”等四项核心生产技术，并已经由江苏省科技厅等部门组织鉴定，分别获得省级和市级科研成果等奖项。截至 2017 年 3 月底，公司拥有 2 名中国白酒专业委员会专家组专家，2 名中国评酒大师，4 名中国白酒大师，4 名中国白酒工艺大师，21 名国家品酒委员，69 名省级品酒委员，

1,799 名技术类人员。

从研发投入来看，2014~2016 年，洋河股份在白酒产品研发方面投入资金为 6,474.00 万元、8,819.92 万元和 3,673.53 万元，占其营业收入的比例分别为 0.39%、0.55%和 0.21%，洋河股份根据研发课题和创新需要投入研发资金，研发投入呈现出一定波动性。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 2017 年 3 月底，公司拥有董事、监事及高管人员 4 人（公司总经理由董事长兼任）。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；自 2010 年 4 月起担任公司董事长兼总经理，兼任宿迁产业发展集团有限公司董事长、江苏双沟集团董事长和洋河股份董事。

截至 2017 年 3 月底，公司在职员工合计 13,465 人。按文化程度划分，高中及以下学历占比 48.00%，专科占比 28.25%，本科以上学历占比 23.75%，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 44.16%，销售人员占比 30.67%，技术人员占比 13.10%，行政人员占比 12.07%，主要以生产、销售人员为主；按年龄构成划分，30 岁以下人员占比 41.65%；30~50 岁人员占比 47.60%，50 岁以上人员占比 10.75%，主要以中、青年员工为主。

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、岗位和年龄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，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，各级政府部门为扶持当地企业进一步发展，出台了多项补贴性政策，公司根据自身实际情况，积极申请符合条件的政府补贴项目。2014~2016 年，公司获得的各类政府补贴总额较为稳定，收到各类多项政府补助合计分别为 6,072.30 万元、6,036.92 万元和 6,346.41 万元，其中包括 2014 年 4 月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 万元以及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、2015 年 1 月收到宿迁市财政局拨入的促进服务业发展专项资金 200 万元、2015 年 11 月收到宿迁市财政局拨入的省级工业和信息化产业转型升级专项资金 500 万元、2016 年收到粮食补贴收入 1,489.96 万元等。

总体看，近三年，公司获得的各类政府补贴总额较为稳定，受到各级政府及部门的支持力度较大。

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，建立了相关法人治理结构。

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。董事会负责向股东报告工作、制订公司经营计划和投资方案等相关工作。

公司未设监事会，设监事一名，由股东委派产生，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，公司法人治理结构能够满足公司经营管理需求，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。

2014~2016 年，公司分别实现营业收入 164.31 亿元、164.13 亿元和 175.59 亿元，整体呈波动增长趋势，年均复合增长率为 3.38%。2015 年，公司营业收入较 2014 年减少 0.11%，主要系其他业务板块收入减少明显所致；2016 年，公司营业收入较 2015 年增长 6.98%，主要系白酒收入增长所致。2014~2016 年，公司净利润逐年增长，分别为 44.45 亿元、52.70 亿元和 57.25 亿元，年均复合增长 13.49%。

2014~2016 年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均在 97%以上，主营业务突出。从收入构成来看，白酒的生产和销售是公司的核心业务，近三年收入规模逐年增长，分别实现销售收入

140.39 亿元、153.16 亿元和 164.99 亿元，年均复合增长 8.41%，主要系 2015 年以来白酒市场回暖，白酒销售价格上涨所致，公司白酒收入分别占营业收入总额的 85.44%、93.32%和 93.96%。公司近年来积极开发红酒产品，主要包括王者脸面（KING FACE）和星得斯（SIDUS WINE）两大系列产品，自 2013 年推向市场以来，市场反应良好，2014~2016 年，公司红酒分别实现营业收入 3.29 亿元、3.33 亿元和 2.83 亿元，呈波动减少趋势，年均复合减少 7.18%，其中 2016 年较 2015 年减少 15.02%，主要系公司为提高库存周转率适当降低红酒价格所致，红酒业务收入分别占营业收入总额的 2.00%、2.03%和 1.61%，占比较为稳定。2014~2016 年，公司其他业务分别实现销售收入 20.63 亿元、7.64 亿元和 7.77 亿元，呈波动减少趋势，年均复合减少 38.66%，其中，2015 年公司其他业务收入较上年大幅减少 62.98%，主要系化工、纺织品等销售业务毛利水平过低，公司缩小该板块业务规模所致，2016 年公司的其他业务构成有所变化，保留了项王故里景区门票收入，并新增租赁及物流服务收入、不再拥有化工纺织品收入和码头装卸收入，工程维修收入大幅增长。

从毛利率来看，2014~2016 年，公司的综合毛利率分别为 54.40%、60.42%和 62.36%，呈逐年上升趋势，主要系高毛利的白酒业务占比上升所致。2014~2016 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为 61.51%、63.25%和 65.40%，逐年提升，主要系毛利率较高的高端酒占比有所上升所致。2014~2016 年，公司红酒业务的毛利率分别为 69.49%、66.38%和 58.09%，毛利率水平持续下降，主要系公司红酒板块属于新增板块，处于前期扩张发展阶段以及红酒销售价格下降所致。2014~2016 年，公司其他业务毛利率分别为 3.63%、1.05%和-0.64%，毛利率水平有所降低，但占比不大，对公司利润影响较小，其中 2016 年毛利率为负数，主要系收入占比较高的项里、三里台景区运营尚未成熟所致。

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

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	金额	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
白酒	140.39	85.44	61.51	153.16	93.32	63.25	164.99	93.96	65.40
红酒	3.29	2.00	69.49	3.33	2.03	66.38	2.83	1.61	58.09
其他	20.63	12.56	3.63	7.64	4.65	1.05	7.77	4.42	-0.64
合计	164.31	100.00	54.40	164.13	100.00	60.42	175.59	100.00	62.36

资料来源：公司提供、联合评级整理。

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

总体看，公司的主要营业收入来源为白酒业务；白酒的销售收入、毛利率稳定；红酒业务收入较低，但可对公司利润形成有效补充；其他业务构成有所变化，销售收入波动减少，毛利率逐年下降。

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”系列以及“苏酒系列”，普通白酒包括“洋河普优曲”系列、“敦煌古酿”系列。洋河股份的白酒生产，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 2017 年 3 月底，洋河股份共拥有白酒产能 29.00 万吨/年。

洋河股份一直重视新产品开发工作，研发过程着重提升各系列酒的入口口感及饮后舒适度，率先提出了绵柔型的细分香型并引领白酒低度化的市场趋势，其中苏酒包括生态苏酒系列和绵柔苏酒系列，酒精含量均为 40.8%，以 480ml 为主。绵柔苏酒系列目前推出的“绿苏”产品，形成了江苏白酒特有的柔、香、雅的独特风格。生态苏酒系列包括“地锦”和“天绣”两个产品。在成功推出蓝色经典系列及双沟珍宝坊系列后，近期又重新推出“苏酒”系列及新品微分子酒。该系列白酒在原双沟大曲系列白酒的基础上，进行了香型和酒体的改良，体现了洋河股份在浓香型大曲酒生产方面的较高水平，同时，微分子酒主打健康型酒品。

洋河股份于 2016 年 6 月与贵州贵酒有限责任公司（以下简称“贵州贵酒”）正式签约，全资收购贵州贵酒，收购金额 1.93 亿元。贵州贵酒始建于 1950 年，于 2009 年改制成功，2010 年正式更名为贵州贵酒有限责任公司。贵州贵酒是贵州省重点酿酒企业，地处贵阳市修文县龙场镇，属于酱香产地中心区。贵酒有酱香型和浓香型两大系列产品，年产优质白酒 1 万吨，其核心产品“贵阳大曲酒”、“黔春酒”、“贵酒”，曾获得中国国际名酒博览会“中国酒王”称号。

总体看，洋河股份白酒产品品种丰富，工艺成熟，紧跟市场潮流。2016 年，洋河股份通过收购贵州贵酒进入酱香酒市场。

（2）经营情况

采购环节

白酒酿造的生产成本主要包括原材料和能源。其中，粮食占比约 12%，包装物占比约 46%，调味酒占比 9%，酒精占比约 10%，煤炭和电力占比约 3%，剩余 20%成本为水、人力成本和正常性损耗等。2014~2016 年，洋河股份采购额逐年增长，分别为 45.04 亿元、51.71 亿元和 54.86 亿元，年均复合增长 10.37%。

从采购计划的制定来看，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，洋河股份酒厂所在地邻近煤炭产地，且当地电力供应充足，可满足生产过程能源需求。白酒生产用水从厂区地下直接采集，其费用主要为采集地下水时发生的相关电费。酒厂所在地宿迁市拥有洪泽湖、骆马湖、大运河、古黄河等水体，区域地下水资源丰裕，为白酒生产用水提供了充足的来源。

从采购集中度来看，2014~2016 年，洋河股份向前五大供应商采购金额总额分别为 16.02 亿元、13.46 亿元和 12.88 亿元，占当期同类采购金额的比例分别为 35.58%、26.02%和 23.47%，所占比重整体呈下降趋势，主要系洋河股份为避免原材料方面出现采购集中度较高的风险，逐渐降低前五大供应商采购金额总额所致。目前，洋河股份原材料采购集中度一般，对其经营影响较小。

表 2 2014~2016 年洋河股份原材料采购情况（单位：万元、%）

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

资料来源：公司提供

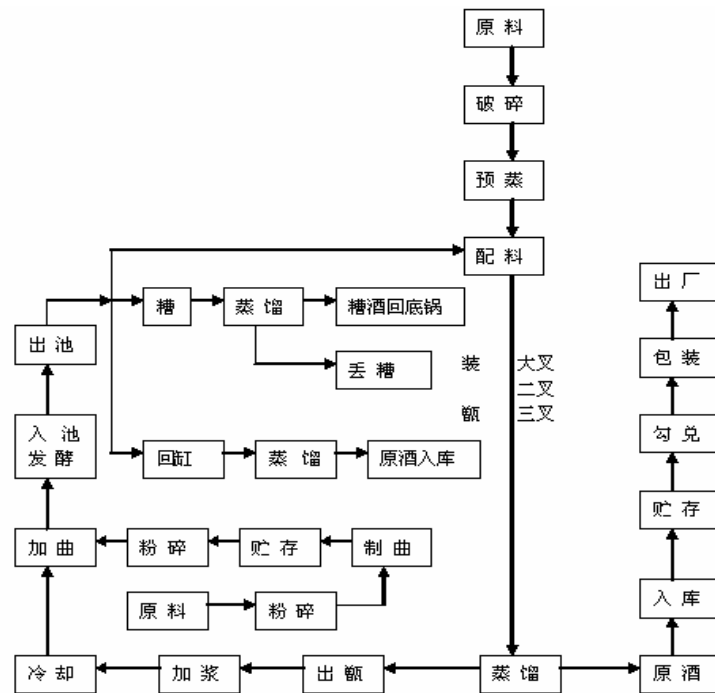
从采购结算方面来看，洋河股份根据供应商和市场经济情况的不同，采购原材料分别采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。通常订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。

总体看，洋河股份采购流程合理、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

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

图 8 洋河股份酿酒工艺图



资料来源：公司提供

洋河股份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。洋河股份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，洋河股份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洋河股份财务部、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，洋河股份采用先计划、后备料、再组织生产的模式。每月月底，洋河酒业向洋河股份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洋河股份财务部、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 年底，洋河股份共拥有白酒产能 29.00 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，洋河股份自身产能能满足白酒的生产和销售需要，没有对外采购的基酒或成品酒。2014~2016 年，洋河股份白酒产量分别为 20.18 万吨、21.92 万吨和 20.45 万吨，呈波动增长趋势；产能利用率分别为 69.58%、75.58%和 70.51%，由于前期发展需求扩大产能，而 2014 年受白酒市场行情影响相应减少生产，2015 年白酒市场回暖，导致产能利用率上升，2016 年，白酒市场产品单价普遍上升，洋河股份白酒销售业务呈现量减价涨

情况。

表 3 2014~2016 年洋河股份白酒产能及产量情况

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

资料来源：公司提供

在安全生产方面，洋河股份建立了“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。洋河股份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洋河股份的领导提任，并按规定配备专职安全生产管理人员。洋河股份的安全生产工作应每年总结一次，在总结的基础上，由洋河股份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。

洋河股份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，洋河股份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，洋河股份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。洋河股份目前已经通过了 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。洋河股份为降低管理成本，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。洋河股份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，洋河股份严控原材料的质量；生产过程中，洋河股份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，洋河股份对成品进行严格“批批检查”，100%合格后才会验收出厂。洋河股份对于已销售的产品进行全流程监控。

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

销售环节

从定价模式来看，洋河股份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，有效提高洋河股份的市场占有率和价格竞争力。

表 4 2016 年洋河股份主要产品定价情况（单位：元）

白酒系列	品牌	2016 年终端销售价格
洋河蓝色经典系列	梦之蓝 M6 40.8 度 500ML	1,329.00
	天之蓝 52 度 375ML	459.00
	天之蓝 42 度 480ML	569.00
	海之蓝 42 度 480ML	259.00
	海之蓝 52 度 375ML	199.00

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

洋河股份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。洋河股份在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区 2~4 户。营销网点按照“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。“1+1”模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢。洋河股份的“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，洋河股份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。洋河股份会通过“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股份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，洋河股份先后实施“盘中盘”模式和“4×3”营销模式。前者是以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。后者保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动、三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体、三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）和三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）。

2013 年以来，洋河股份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，洋河股份实施“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相同和充分调动经销商开拓区域市场积极性的需要，洋河股份在广告投放计划上逐步调整为洋河股份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。洋河股份投放广告时注重结合事件营销，如在 2008 年北京奥运会期间，利用广告受众范围广泛、收视率提高的时机，重点在中央电视台投放大批量广告。

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

表 5 2014~2016 年洋河股份白酒销售情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
产量（吨）	201,788	219,184	204,470
销量（吨）	210,765	213,430	198,199
产销率（%）	104.45	97.37	96.93

销售收入（亿元）	140.39	153.16	164.99
销售均价（元/吨）	66,607.98	71,771.32	80,692.84

资料来源：公司提供、联合评级整理。

从销售情况的区域分布来看，洋河股份酒类产品主要立足于江苏省，2014~2016 年在江苏省的销售额分别为 92.90 亿元、94.57 亿元和 92.01 亿元，销售收入呈波动减少趋势。2016 年，江苏省销售额占洋河股份销售总额比中达到 54.82%，占比较高。除江苏省外，洋河股份酒类产品还主要销往河南省、山东省、安徽省、浙江省和河北省。2014~2016 年，省外地区的销售额分别为 50.78 亿元、61.92 亿元和 75.82 亿元，销售规模呈持续上升趋势，占比分别为 35.34%、39.57%和 45.18%，呈持续上升趋势。

表 6 2014~2016 年洋河股份酒类产品销售情况的区域分布（单位：万元、%）

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

资料来源：公司提供

注：酒类产品包括白酒和红酒

从销售集中度方面来看，2014~2016 年，洋河股份前五大客户的销售收入总额分别为 6.89 亿元、9.47 亿元和 9.29 亿元，占总销售收入比重为 4.70%、5.90%和 5.41%，前五大客户销售总额占比整体呈波动上升趋势，但总额占比不大、销售集中度较低，不会影响洋河股份未来销售和盈利的稳定性。

表 7 2014~2016 年洋河股份前五大客户销售情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前五大客户销售总额	68,918.41	94,716.91	92,878.16
销售总额占比	4.70	5.90	5.41

资料来源：公司提供

从销售结算方式来看，由于洋河股份产品销售较好，在销售货款的结算上，洋河股份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，洋河股份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，洋河股份销售环节销售模式独特，销售渠道畅通，白酒类产品市场覆盖全面、产销率高，主要销往江苏省境内，销售客户集中度较低。

3. 在建项目

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建项目为“3 万吨名优酒酿造技改工程”、“双沟新区酿酒工程”、“宿迁市项王故里景区建设项目”以及“台商创业创新标准厂房建设项目”，计划总投资 71.82 亿元，截至 2017 年 3 月底，累计已完成投资 83.16 亿元，已投入资金超过原计划 11.34 亿元，主要系公司在建设过程中提高了工程建设标准所致。公司测算目前在建项目 2017 年 4~12 月尚需投资 2.70 亿元，2018 年尚需投资 0.30 亿元，考虑到公司现金流充裕，盈利规模较大，公司资金压力较小。公司重大在建工程均进入项目后期，且资金来源均为自筹。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

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

“3 万吨名优酒酿造技改工程”和“双沟新区酿酒工程”主要为酒类相关项目，未来随着项目的完工和投入运营，公司产能将得以提升，产品结构得以优化。项王故里景区项目由宿迁市政府决议提出，项目建成验收合格后由宿迁市旅游局和财政局代表宿迁市人民政府负责收购景区产权。根据与宿迁市旅游局和财政局签订的《宿迁市项王故里景区建设项目投资建设与政府回购协议书》，项目建设期内由宿迁市财政局分期拨付部分项目回购资金至项目建设人指定的项目回购资金账户，每年回购资金不低于 3 亿元，整个建设期预计可获得项目回购资金 12~15 亿元左右，项目建设的资金回报有保障，项目的运营风险由政府承担；余下资金待项目竣工后由政府支付。截至 2017 年 3 月底，公司累计收到回购资金 6.00 亿元。项王故里景区项目与公司主营业务关联度不高，投入资金规模较大，对公司的资金形成一定占用。

总体看，公司在建项目均已进入建设后期，但由于部分项目在建设过程中提高了工程质量要求，导致部分在建项目投入资金已超过原计划；个别项目与公司主营业务关联度不高，投入资金规模较大，对公司的资金形成一定占用；未来随着在建项目的完工投产，公司产能将得以提升，产能结构将得以优化。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数逐年上升，分别为 92.31 次、93.73 次和 118.11 次，2016 年较 2015 年大幅提升，主要系公司营业收入增长所致；存货周转次数逐年下降，分别为 0.79 次、0.61 次和 0.56 次，主要系公司存货增长所致；总资产周转次数分别为 0.39 次、0.35 次和 0.35 次。2016 年，公司应收账款周转率远高于行业平均水平，存货周转率和总资产周转率均处于行业中下水水平。

表 9 2016 年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

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

以上企业平均值	0.47	28.64	0.68
洋河集团	0.35	266.30	0.56

资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

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）高端白酒需求受抑制，中低端白酒市场竞争加剧

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

（3）白酒产能利用率一般

近三年公司白酒产能利用率分别为 69.58%、75.58%和 70.51%，呈波动上升趋势，但整体看产能利用率一般。

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

公司提供的 2014~2015 年审计报告经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年审计报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2017 年第一季度财务数据未经会计师事务所审计。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，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；2016 年公司新增合并单位 28 家，减少 7 家。截至 2016 年底，公司纳入合并财务报表范围内的子公司共 71 家。近年来，公司主营业务稳定，合并范围内子公司增减变化对公司整体影响较小，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

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

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

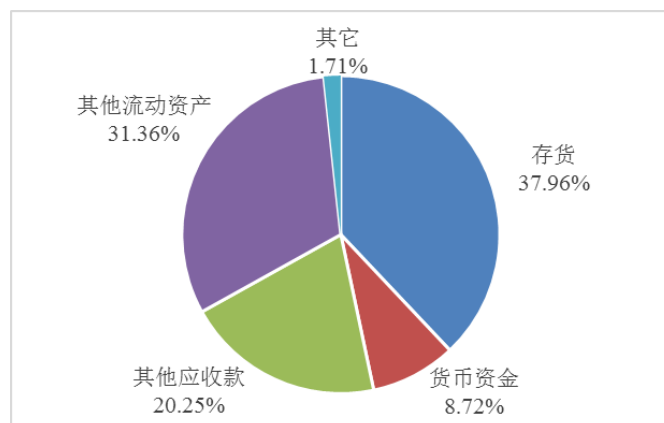
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年增加，年均复合增长 6.63%，主要系流动资产增加所致。截至 2016 年底，公司资产总额 510.51 亿元，较上年底增长 2.15%，其中流动资产占比 63.49%，非流动资产占比 36.51%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年增加，年均复合增长 7.49%，主要系其他流动资产增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产 324.11 亿元，较上年底下降 1.48%，主要由货币资金（占比 8.72%）、其他应收款（占比 20.25%）、存货（占比 37.96%）和其他流动资产（占比 31.36%）构成。

图 9 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金逐年减少，年均复合下降 30.75%。截至 2016 年底，公司货币资金为 28.26 亿元，较上年底下降 46.62%，主要系公司增加理财产品投资，致使货币资金减少所致。公司货币资金主要由银行存款构成，占比 99.91%，其他货币资金主要为票据保证金 0.60 亿元，占比 2.12%。公司受限货币资金 1.94 亿元，系用于质押的定期存单，受限比例 6.86%，受限程度较低。

2014~2016 年，公司其他应收款波动减少，年均复合下降 19.74%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 65.62 亿元，较上年底下降 36.89%，主要系往来借款减少所致；公司其他应收款主要由应收往来借款构成，累计计提坏账准备 0.79 亿元，计提比例为 0.74%；公司前五大欠款单位其他应收款合计 51.89 亿元，占比 78.15%，公司其他应收款集中度较高，对公司资金存在一定占用。

表 10 截至 2016 年底公司其他应收款金额前五大情况（单位：亿元、%）

名称	与公司关系	欠款金额	欠款年限	占其他应收款总额的比例
江苏双沟集团有限公司	关联方	21.65	滚动发生	32.60
宿迁市融资调度管理中心	非关联方	14.19	1~2 年	21.37
宿迁产业发展集团有限公司	关联方	8.87	滚动发生	13.36
宿迁三台山旅游发展有限公司	非关联方	5.71	1~2 年	8.60
宿迁市财政局国库处	非关联方	1.47	1 年以内	2.22
合计	--	51.89	--	78.15

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货逐年增加，年均复合增长 10.09%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 123.04 亿元，较上年底增长 9.92%，主要系公司较往年提早备货所致。公司存货主要由半成品（占比 79.75%）和库存商品（占比 14.41%）构成，其中半成品主要为公司所产基酒，库存商品主要为公司所产成品酒。由于公司白酒产品毛利率较高，库存商品、在产品 and 半成品未发现减值现象，公司仅对价格下降的原材料计提跌价准备 0.12 亿元。

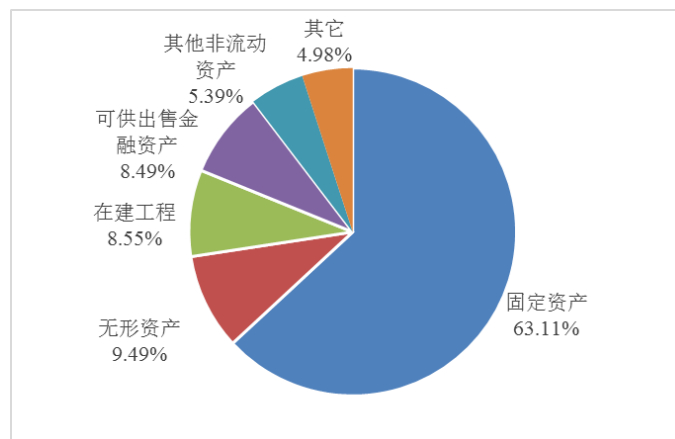
2014~2016 年，公司其他流动资产逐年增加，年均复合增长 165.21%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 101.65 亿元，较上年底大幅增长 90.22%，主要系公司购买了大量的银行短期理财产品所致。公司其他流动资产主要由银行短期理财产品构成，占比 97.14%，公司投资的银行理财产品主要以保本型理财和结构性存款为主。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长 5.18%，主要系固定资产和其他非流动

资产增加所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 186.40 亿元，较上年底增长 9.14%，主要由可供出售金融资产（占比 8.49%）、固定资产（占比 63.11%）、在建工程（占比 8.55%）、无形资产（占比 9.49%）和其他非流动资产（占比 5.39%）构成。

图 10 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产逐年增加，年均复合增长 12.94%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 15.83 亿元，较上年底增长 24.29%，主要系新增对金石坤享股权投资（合伙企业）（有限合伙）3.00 亿元的投资所致。公司持有的可供出售金融全部为活跃市场中没有报价且其公允价值不能可靠计量的权益工具投资，采用成本法核算。公司持有的可供出售金融资产主要包括中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）6.25%的股份（占比 15.39%）、中银国际证券有限责任公司 3.16%的股份（占比 18.94%）和金石坤享股权投资（合伙企业）（有限合伙）17.95%的股份（占比 18.94%）。截至 2016 年底，公司共计提减值准备 94.80 万元。

2014~2016 年，公司固定资产账面价值逐年增加，年均复合增长 10.33%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 117.63 亿元，较上年底增长 13.27%，主要系在建的双沟酒业园区包装物流项目、双沟新区瓶库及包装迁建工程和双沟新区酿酒工程完工部分转固所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比 81.60%）和机器设备（占比 17.34%）构成；公司对固定资产累计计提折旧 25.30 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率 80.34%，成新率较高。截至 2016 年底，公司受限固定资产账面价值为 20.39 亿元，用于抵押借款，占比为 17.33%，受限程度较低。

2014~2016 年，公司在建工程逐年减少，年均复合下降 23.06%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 15.93 亿元，较上年底减少 35.58%，主要系在建项目完工部分转入固定资产所致。公司投入规模较大的在建工程项目主要包括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%）和台商创业园一期项目（占比 21.27%）。

2014~2016 年，公司无形资产波动减少，年均复合下降 0.98%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 17.68 亿元，较上年底下降 2.27%，主要系土地使用权摊销所致。公司无形资产由土地使用权构成，占比 96.01%；公司对无形资产累计计提摊销 4.87 亿元，未计提减值准备。

2014~2016 年，公司其他非流动资产波动增加，年均复合增长 39.82%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 10.04 亿元，较上年底大幅增长 533.03%，主要系公司新增购买一年以上的信托理财产品 8.02 亿元所致。公司其他非流动资产主要由一年以上的信托理财产品，占比 79.90%。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 22.32 亿元，受限比例 4.37%，受限程度低。其中，货币资金受限 1.93 亿元，用于定期存单质押；固定资产受限 20.39 亿元，用于抵押借款。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 503.58 亿元，较上年底下降 1.36%，其中流动资产占比 62.52%，非流动资产占比 37.48%，资产构成以流动资产为主。公司流动资产 314.83 亿元，较上年底下降 2.86%，主要由货币资金（占比 6.42%）、其他应收款（占比 17.40%）、存货（占比 36.79%）和其他流动资产（占比 37.43%）构成，其中货币资金 20.21 亿元，较上年底下降 28.47%，主要系公司增加理财产品投资所致；其他应收款 54.79 亿元，较上年底下降 16.50%，主要系收回部分往来款所致；其他流动资产 117.83 亿元，较上年底增长 15.92%，主要系短期理财产品投资增加所致。公司非流动资产 188.75 亿元，较上年底增长 1.26%，主要由可供出售金融资产（占比 8.57%）、固定资产（占比 62.12%）、在建工程（占比 8.54%）、无形资产（占比 9.32%）和其他非流动资产构成（占比 6.48%）构成，其中其他非流动资产 12.23 亿元，较上年底增长 21.83%，主要系公司新增购买一年以上的信托理财产品及其他资产所致。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中其他应收款、存货和其他流动资产占比较高，其他应收款和存货对公司的资金形成一定占用，但考虑到公司白酒产品销售情况较好，存货变现能力较强以及其他流动资产以短期理财产品为主，公司资产流动性较好，资产受限程度低，整体资产质量较高。

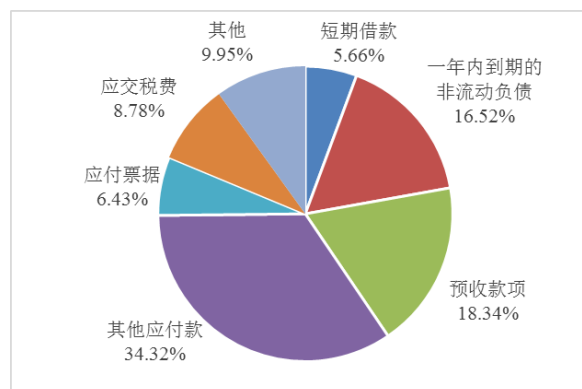
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2014~2016 年，公司负债规模波动减少，年均复合下降 0.01%，变化幅度较小。截至 2016 年底，公司负债合计 235.47 亿元，较上年底下降 7.53%，其中流动负债占比 89.88%，非流动负债占比 10.12%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债逐年增加，年均复合增长 5.18%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债 211.63 亿元，较上年底增长 2.32%，主要由短期借款（占比 5.66%）、应付票据（占比 6.43%）、预收款项（占比 18.34%）、应交税费（占比 8.78%）、其他应付款（占比 34.32%）和一年内到期的非流动负债（占比 16.52%）构成。

图 11 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款波动减少，年均复合下降 19.79%。截至 2016 年底，公司短期借款 11.97 亿元，较上年底增长 54.06%，主要系公司增加短期借款满足日常经营周转所致。公司短期借款主要由信用借款构成，占比 84.84%。

2014~2016 年，公司应付票据逐年减少，年均复合下降 30.93%。截至 2016 年底，公司应付票据 13.60 亿元，较上年底减少 51.08%，主要系公司以往票据到期结算以及 2016 年较少采用票据结算所致。公司应付票据全部由银行承兑汇票构成。

2014~2016 年，公司预收款项逐年增加，年均复合增长 104.29%。截至 2016 年底，公司预收款项 38.81 亿元，较上年底增长 200.59%，主要系公司白酒产品销售收入扩大，预收货款大幅增加所致。公司预付款项主要由预收货款构成，预收款项期末余额中无账龄超过 1 年的重要预收款项。

2014~2016 年，公司应交税费逐年增加，年均复合增长 26.39%。截至 2016 年底，公司应交税费 18.59 亿元，较上年底增加 25.80%，主要系公司收入规模扩大利润水平提升带动消费税和企业所得税增加所致。公司应交税费主要为消费税（占比 11.29%）和企业所得税（占比 83.16%）。

2014~2016 年，公司其他应付款波动增加，年均复合增长 0.50%。截至 2016 年底，公司其他应付款 72.64 亿元，较上年底下降 24.14%，主要系往来借款大幅减少所致。公司其他应付款主要由往来借款（占比 32.61%）、经销商尚未结算的折扣（占比 27.30%）和保证金（占比 23.73%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增加，年均复合增长 256.17%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.96 亿元，较上年底大幅增长 603.71%，主要系将于一年内到期的应付债券转入所致。公司一年内到期的非流动负债中，一年内到期的长期借款 2.96 亿元（占比 8.47%），一年内到期的应付债券 32.00 亿元（占比 91.53%）。

表 11 截至 2016 年底公司一年内到期的应付债券情况（单位：亿元）

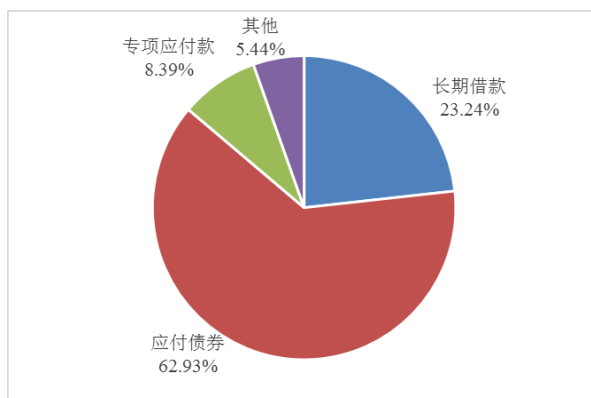
债券名称	发行日期	债券期限	期末金额	到期期限
12 洋河 MTN1	2012.8.2	5 年	8.00	2017.8.2
12 洋河 MTN2	2012.9.11	5 年	12.00	2017.9.11
14 洋河 PPN001	2014.3.9	3 年	5.00	2017.3.9
14 洋河 PPN002	2014.5.29	3 年	7.00	2017.5.29
合计	--	--	32.00	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他流动负债逐年减少，年均复合下降 47.30%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 10.00 亿元，较上年底下降 67.74%，主要系公司 2016 年发行的短期融资券规模减少所致。公司 2016 年共发行两期规模各为 5.00 亿元的短期融资券，其中“16 洋河 SCP002”发行日期为 2016 年 10 月 21 日，期限为 9 个月；“16 洋河 SCP003”发行日期为 2016 年 12 月 9 日，期限为 6 个月。

2014~2016 年，公司非流动负债波动减少，年均复合下降 26.59%，主要系应付债券减少所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 23.84 亿元，较上年底下降 50.14%，主要由长期借款（占比 23.24%）、应付债券（占比 62.93%）和专项应付款（占比 8.39%）构成。

图 12 截至 2016 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期借款波动减少，年均复合下降 4.90%。截至 2016 年底，公司长期借款 5.54 亿元，较上年底下降 25.14%，主要系一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款主要由抵押借款构成，占比 99.97%；公司长期借款到期期限较为分散且整体规模较小，考虑到公司货币资金较为充裕，集中偿付压力较小。

2014~2016 年，公司应付债券波动减少，年均复合下降 34.53%。截至 2016 年底，公司应付债券合计 15.00 亿元，较上年底下降 59.46%，主要系公司将一年内到期的应付债券其转入一年内到期的非流动负债所致。其中，“15 洋河 PPN001”将于 2018 年到期，“16 洋河 01”将于 2026 年到期，集中偿付压力较小。

表 12 截至 2016 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	期末余额	到期期限
15 洋河 PPN001	2015.5.20	3 年	5.00	2018.5.20
16 洋河 01	2016.3.24	10 年	10.00	2026.3.24
合计	--	--	15.00	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司专项应付款逐年减少，年均复合下降 0.30%。截至 2016 年底，公司专项应付款 2.00 亿元，较上年底下降 0.34%，变化幅度较小。公司专项应付款系应付职工身份置换补偿金。

2014~2016 年，公司全部债务规模波动减少，年均复合下降 14.68%。截至 2016 年底，公司全部债务合计 114.76 亿元，较上年底下降 29.84%，以短期债务为主；其中，短期债务为 94.22 亿元（占比 82.10%），较上年底下降 20.80%，主要系往来借款下降所致；长期债务为 20.54 亿元（占比 17.90%），较上年底下降 53.74%，主要系一年内到期的长期债务转入短期债务所致。2014~2016 年，公司债务指标整体呈下降趋势，资产负债率分别为 52.45%、50.95%和 46.12%；全部债务资本化比率分别为 42.48%、40.02%和 29.44%；长期债务资本化比率分别为 16.15%、15.34%和 6.95%，公司债务水平有所下降，整体债务负担较轻，但债务结构有待调整。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 200.22 亿元，较上年底下降 14.97%，其中流动负债占比 90.80%，非流动负债占比 9.20%，负债结构以流动负债为主。公司流动负债 181.81 亿元，较上年底下降 14.09%，主要系预收款项减少所致；公司预收款项 13.87 亿元，较上年底下降 64.25%，主要系公司对部分预收款项结转收入所致。公司非流动负债 18.42 亿元，较上年底下降 22.74%，主要系应付债券减少所致；应付债券 10.00 亿元，较上年底下降 33.33%，主要系公司偿还到期债券“14 洋河 PPN001”5.00

亿元本金所致。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 109.88 亿元，较上年底下降 4.25%，主要系长期债务减少所致；其中短期债务占比 86.22%，长期债务占比 13.78%，短期债务占比继续上升。从债务指标来看，截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.76%、26.59%和 4.76%，较上年底分别下降了 6.36 个百分点、2.85 个百分点和 2.19 个百分点，债务负担进一步减轻。

总体看，近年来，公司负债规模整体呈下降趋势，其中流动负债占比较大；公司整体债务负担持续减轻，但短期债务占比很高，债务结构有待改善。

（2）所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长 13.50%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 275.04 亿元，较上年底增长 12.20%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益 104.18 亿元，较上年底增长 10.15%，占比 37.88%，少数股东权益规模较大主要系合并口径所有者权益中洋河股份占比高所致，公司对上市公司洋河股份持股比例为 34.16%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 1.06%、资本公积占比 20.78%、盈余公积占比 1.08%、未分配利润占比 77.08%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性有待提高。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计为 303.36 亿元，较上年底增长 10.30%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中少数股东权益 188.91 亿元，较上年底增长 10.56%，占比 62.27%；未分配利润 90.58 亿元，较上年底增长 12.79%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 0.96%、资本公积占比 18.92%、盈余公积占比 0.98%、未分配利润占比 79.14%。

总体看，近年来，公司所有者权益逐年增长，其中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增加，年均复合增长 3.38%。2016 年，公司实现营业收入 175.59 亿元，同比增长 6.98%，主要系白酒收入增加所致。2014~2016 年，公司营业成本波动减少，年均复合下降 6.08%；2016 年，公司营业成本 66.09 亿元，同比增长 1.72%，低于营业收入增幅，主要系毛利较高的高端酒销售规模扩大所致。2014~2016 年，公司净利润逐年增加，年均复合增长 13.49%；2016 年，公司实现净利润 57.25 亿元，同比增长 8.64%，主要系公司扩大高端酒销售规模所致，公司利润水平得以提升。

2014~2016 年，公司投资收益波动增加，年均复合增长 211.60%，分别为 0.57 亿元、5.73 亿元和 5.50 亿元，各占当期营业利润的 0.96%、8.17%和 7.22%；公司投资收益主要来自于持有股权投资产生的现金红利、处置股权投资时产生的资本利得和购买理财产品取得的投资收益，公司营业利润对投资收益的依赖程度较低。2014~2016 年，公司营业外收入逐年增长，年均复合增长 2.56%，分别为 0.76 亿元、0.80 亿元和 0.80 亿元，各占当期利润总额的 1.28%、1.13%和 1.04%；公司营业外收入主要来自于政府补助，公司利润总额对营业外收入依赖程度很低。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用逐年增加，年均复合增长 10.75%。2016 年，公司期间费用总额 35.15 亿元，同比增长 8.54%，主要系利息收入减少所致。2014~2016 年，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2016 年，公司销售费用占比 54.11%，管理费用占比 45.98%，财务费用占比-0.08%。2014~2016 年，公司销售费用波动增加，年均复合增长 5.30%；2016 年，公

司销售费用 19.02 亿元，同比下降 1.27%，变化幅度较小。2014~2016 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增长 8.34%；2016 年，公司管理费用 16.16 亿元，同比增长 7.21%，主要系在建工程部分完工转入固定资产后，折旧费用增加所致。2014~2016 年，公司财务费用分别为-2.26 亿元、-1.95 亿元和-0.03 亿元；2016 年，公司财务费用较 2015 年增加 1.92 亿元，主要系公司利用闲置资金增加对理财产品投资后银行存款利息收入减少所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 17.44%、19.73%和 20.02%，呈持续上升趋势，期间费用对公司利润存在一定侵蚀，公司费用控制能力一般。

盈利指标方面，随着公司扩大高端酒销售规模，盈利指标整体呈增长趋势，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 53.23%、59.00%和 60.60%；总资本收益率分别为 12.98%、13.53%和 14.36%，总资产报酬率分别为 14.07%、14.91%和 15.23%，净资产收益率分别为 21.99%、22.98%和 22.01%。整体看，受益于高端酒销售规模逐年扩大，公司盈利能力有所提高。

与同行业上市公司相比，公司总资产报酬率和净资产收益率均处于较高水平，销售毛利率处于一般水平。

表 13 2016 年主要酒类行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
贵州茅台	89.46	24.44	16.78
金徽酒	61.33	18.41	14.46
今世缘	67.88	17.44	13.00
口子窖	66.99	19.81	14.69
古井贡酒	69.90	15.91	10.42
迎驾贡酒	54.68	18.01	12.53
五粮液	67.64	15.01	11.83
山西汾酒	60.98	13.18	8.57
水井坊	72.54	16.34	11.24
以上企业平均值	67.93	17.62	12.61
洋河集团	63.24	23.79	16.04

资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

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

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

总体看，近年来，受白酒产品整体销量增长和高端酒销量提高影响，公司收入规模和利润水平均呈现上升趋势，整体盈利能力处于行业中上水平。

5. 现金流

从经营活动看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入逐年增加，年均复合增长 79.30%。2016 年，公司经营活动现金流入 258.23 亿元，较上年增长 4.34%，主要系公司产品销量增长所致。其中，销售商品提供劳务收到的现金为 232.37 亿元，同比增长 16.67%，主要系公司产品销量增长及部分货款采用预收模式所致；收到其他与经营活动有关的现金 25.87 亿元，同比下降 46.49%，主要系收到的罚款、租金收入减少所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出逐年减少，年均复合下降 1.85%。2016 年，公司经营活动现金流出 169.48 亿元，较上年下降 2.78%，变化幅度较小。其中，支付其他

与经营活动有关的现金 31.34 亿元,同比减少 33.85%,主要系支付的手续费支出和保证金减少所致。受上述因素影响,2014~2016 年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为 27.61 亿元、73.18 亿元和 88.76 亿元。从收入实现质量来看,近三年公司的现金收入比分别为 111.65%、121.34%和 132.33%,公司收入实现质量较高。

从投资活动看,2014~2016 年,公司投资活动现金流入波动增加,年均复合增长 12.89%。2016 年,公司投资活动现金流入 88.78 亿元,同比增长 111.74%。其中收回投资收到的现金 80.36 亿元,同比增长 158.26%,主要系公司收回多期理财产品本息所致。2014~2016 年,公司投资活动现金流出波动增加,年均复合增长 14.49%。2016 年,公司投资活动现金流出 151.69 亿元,同比增长 74.04%,其中投资支付的现金 137.58 亿元,同比增长 119.84%,主要系公司增加理财产品投资所致。受上述因素影响,2014~2016 年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-46.08 亿元、-45.24 亿元和-62.92 亿元,呈净流出状态。

从筹资活动看,2014~2016 年,公司筹资活动现金流入逐年减少,年均复合下降 22.00%。2016 年,公司筹资活动现金流入 61.08 亿元,同比下降 18.12%,主要系公司根据经营周转情况和资金需求,下调整体融资规模所致。2014~2016 年,公司筹资活动现金流出波动减少,年均复合下降 0.13%。2016 年,公司筹资活动现金流出 113.59 亿元,同比增长 4.67%,主要系公司偿还债务本息支出增加所致。受上述因素影响,2014~2016 年,公司筹资活动现金流量净额分别为-13.49 亿元、-33.93 亿元和-52.51 亿元。

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

总体看,近年来,公司经营获得现金流状况良好,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需求,外部筹资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016 年,公司流动比率和速动比率均呈波动上升趋势,其中流动比率分别为 1.47 倍、1.59 倍和 1.53 倍,速动比率分别为 0.94 倍、1.05 倍和 0.95 倍;公司现金短期债务比逐年下降,分别为 0.70 倍、0.45 倍和 0.32 倍,随着公司利用闲置资金增加对理财产品投资,公司现金类资产对短期债务的保护能力有所下降。整体看,考虑到公司投资的理财产品周期较短且变现能力较强,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2014~2016 年,公司 EBITDA 逐年增加,分别为 66.15 亿元 77.91 亿元和 85.17 亿元,主要系利润总额逐年增加所致;2016 年,公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成,分别占 8.46%和 90.23%。2014~2016 年,公司 EBITDA 利息倍数逐年增长,分别为 36.39 倍、48.47 倍和 61.86 倍,处于高水平;EBITDA 全部债务比波动增长,分别为 0.42 倍、0.48 倍和 0.74 倍,EBITDA 对全部债务保障能力较强。整体看,公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 3 月底,公司获得各银行授信合计 51.50 亿元,已使用 19.93 亿元,尚未使用 31.57 亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底,公司合并范围内无重大诉讼、仲裁事项。

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),截至 2017 年 5 月 25 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 6 笔关注类贷款、1 笔不良类和 1 笔关注类票据贴现业务;其中,不良票据贴现业务产生原因是公司在 2015 年通过票据贴现方式发生贸易往来,到期后对方未及时付款,目前该笔不良贴现已结清;其他均为银行操作

问题导致。

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

总体看，近年来，公司债务负担逐年减轻，并考虑到公司主营业务获现能力较强，能够对债务偿还形成较强保障，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 2017 年 3 月底，公司债务总额为 109.88 亿元，本次债券未发行规模为 15.00 亿元，本期拟发行债券规模为 6.00 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 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券未发行规模 15.00 亿元发行后，在其它因素不变的情况下，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 41.50%、29.16% 和 9.04%，较发行前分别上升了 1.74 个百分点、2.57 个百分点和 4.28 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于较低水平。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 6.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 40.47%、27.64% 和 6.52%，较发行前分别上升了 0.71 个百分点、1.05 个百分点和 1.76 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 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 258.23 亿元，对本次债券未发行规模（15.00 亿元）的保护倍数为 17.22 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 85.17 亿元，对本次债券未发行规模（15.00 亿元）的保护倍数为 5.68 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 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 258.23 亿元，对本期债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 43.04 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 85.17 亿元，对本期债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 14.19 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

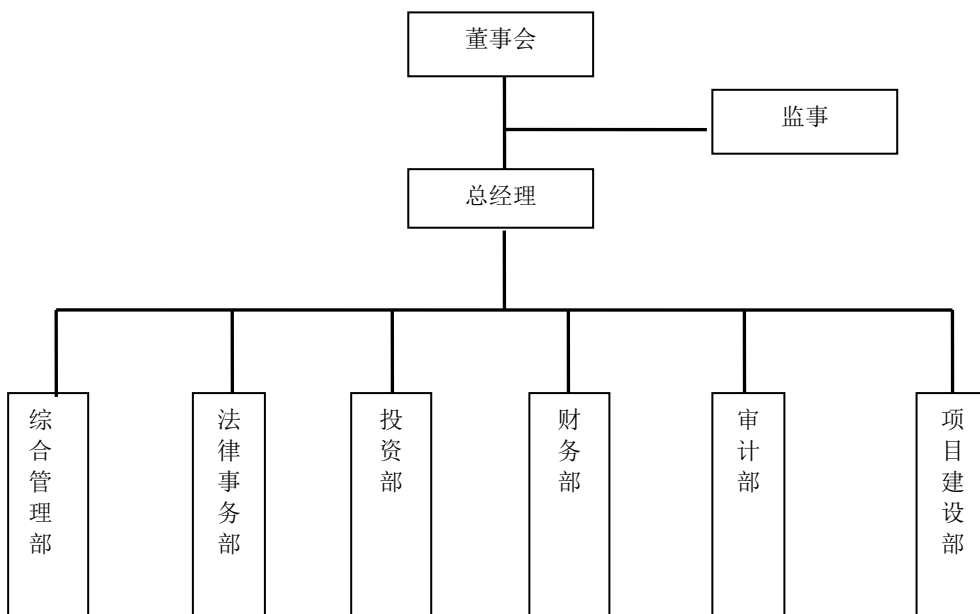
公司作为国内知名白酒酿造企业，在外部环境、产品知名度以及酿造工艺水平方面所具有的优势。公司整体资产质量较高、盈利能力强、现金流较为充沛。同时，联合评级也注意到中央反腐败政

策影响高端白酒消费、主打产品市场竞争日趋激烈以及短期债务规模较大等因素可能对公司信用水平和经营发展带来的不利影响。

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，公司经营状况有望保持良好。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。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	449.03	499.78	510.51	503.58
所有者权益（亿元）	213.50	245.13	275.04	303.36
短期债务（亿元）	116.53	119.17	94.22	94.73
长期债务（亿元）	41.13	44.40	20.54	15.15
全部债务（亿元）	157.65	163.57	114.76	109.88
营业收入（亿元）	164.31	164.13	175.59	76.32
净利润（亿元）	44.45	52.70	57.25	27.40
EBITDA（亿元）	66.15	77.91	85.17	--
经营性净现金流（亿元）	27.61	73.18	88.76	15.34
应收账款周转次数（次）	92.31	93.73	118.11	--
存货周转次数（次）	0.79	0.61	0.56	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.35	0.35	0.25
现金收入比率（%）	111.65	121.34	132.33	89.54
总资本收益率（%）	12.98	13.53	14.36	--
总资产报酬率（%）	14.07	14.91	15.23	--
净资产收益率（%）	21.99	22.98	22.01	9.47
营业利润率（%）	53.23	59.00	60.60	59.03
费用收入比（%）	17.44	19.73	20.02	12.49
资产负债率（%）	52.45	50.95	46.12	39.76
全部债务资本化比率（%）	42.48	40.02	29.44	26.59
长期债务资本化比率（%）	16.15	15.34	6.95	4.76
EBITDA 利息倍数（倍）	36.39	48.47	61.86	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.48	0.74	--
流动比率（倍）	1.47	1.59	1.53	1.73
速动比率（倍）	0.94	1.05	0.95	1.09
现金短期债务比（倍）	0.51	0.45	0.32	0.23
经营现金流负债比率（%）	14.43	35.38	41.94	8.44
EBITDA/本期发债额度（倍）	11.03	12.98	14.19	--

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 2017 年 1~3 月财务报表未经审计，相关指标未年化。3、公司其他流动负债、其他应付款中应付融资租赁费和往来借款计入短期债务。

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（第二期）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。

