

信用等级公告

联合[2015] 2521 号

联合资信评估有限公司通过对江苏洋河集团有限公司信用状况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
AAApi

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月八日



江苏洋河集团有限公司公开评级信用分析报告

评级结果:

主体长期信用等级: A+Api

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 12 月 8 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	313.97	402.36	449.03
所有者权益(亿元)	164.53	190.72	213.50
长期债务(亿元)	30.11	29.41	41.13
全部债务(亿元)	53.64	108.11	126.99
营业收入(亿元)	177.86	161.74	164.31
利润总额(亿元)	82.28	67.01	59.68
EBITDA(亿元)	84.68	70.91	66.15
经营性净现金流(亿元)	52.91	47.06	27.61
营业利润率(%)	60.38	55.19	53.23
净资产收益率(%)	37.47	26.30	20.82
资产负债率(%)	47.60	52.60	52.45
全部债务资本化比率(%)	24.59	36.18	37.30
流动比率(%)	182.48	142.22	146.64
全部债务/EBITDA(倍)	0.63	1.52	1.92

注: 公司其他流动负债科目已计入短期债务。

分析师

董征 刘哲

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 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, 在白酒酿造经验和工艺水平、品牌知名度、市场占有率以及外部支持方面的优势明显。公司经营效率良好、盈利能力强、经营现金流状况好。同时, 联合资信也注意到宏观经济增速放缓、限制“三公”消费等政策影响高端白酒消费以及对外担保规模大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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司所处的洋河镇素有“酒都”之称, 酿酒历史悠久、水质优良; 江苏省经济发达, 对白酒消费能力较高, 公司面临良好的外部环境。
2. 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。
3. 公司实行产品多元化战略, 白酒覆盖普通和中高端产品, 并拓展红酒产品。
4. 公司盈利能力强, 经营现金流状况好; 债务负担较轻, 财务弹性良好。

关注

1. 白酒行业企业数量众多, 竞争日趋激烈, 存在一定的产能过剩。

2. 中国宏观经济增速放缓，居民收入水平增长减慢，同时国家限制“三公”消费等政策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. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、本公开评级信用分析报告中引用的江苏洋河集团有限公司相关资料全部来自公开信息，未考虑无法获取的可能对公司信用等级有重要影响的非公开资料，评级结果客观性可能会受到影响，联合资信评估有限公司不保证引用资料的真实性及完整性。

二、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

三、联合资信评估有限公司、评级人员与江苏洋河集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

四、本报告的评级结论是联合资信评估有限公司依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏洋河集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、如本报告所依据的基础信息发生变化，联合资信评估有限公司有权依据新的基础信息对江苏洋河集团有限公司进行重新判断，并依据此重新评定其信用等级。

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11000万元，是由宿迁市国资委实际出资成立的国有独资公司。截至2014年底，公司注册资本11000万元，唯一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有资产监督管理委员会（以下简称“宿迁国资委”）。

公司经营范围为：酿酒机械设备销售，酒出口、进口生产所需的各种原辅材料、设备和零部件，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2014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，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”，公司持有34.16%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和江苏宿迁国家粮食储备库。

截至2014年底，公司合并资产总额449.03亿元，所有者权益213.50亿元（含少数股东权益129.40亿元）。2014年公司实现营业收入164.31亿元，利润总额59.68亿元。

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、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货

币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业

公司主要从事浓香型白酒的生产、销售业务。

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四大香型白酒之一，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，中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

年白酒产量三年复合增长率为 18.48%。2012 年，白酒产量 1153.16 万千升，同比增长 12.44%。2007~2012 年白酒销量三年复合增长 18.48%，2012 年白酒销量达 1126.70 万千升，同比增长 10.27%，实现销售收入 4466 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，截至到 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 1226.20 万千升和 1166.20 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。

2014 年中国白酒产量为 1257.13 万千升，同比增长 2.52%，销量 1202.60 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 5259.00 亿元，同比增长 5.7%，然而，对比历史数据，行业总体销售收入增速近年来正在逐渐放缓，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%，行业整体景气程度继续下行。

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；而水井坊、青花汾酒、酒鬼酒等中档白酒价格基本保持不变。白酒行业调整对中档白酒影响较小。

从行业集中度来看，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不到 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 2014 年主要白酒行业上市公司市场占有率

排名	企业名称	销售额(亿元)	市场占有率(%)
1	贵州茅台	315.74	6.00
2	五粮液	210.11	4.00
3	洋河股份	146.72	2.79
4	顺鑫农业	94.81	1.80
5	泸州老窖	53.53	1.02
6	古井贡酒	46.51	0.88
7	山西汾酒	39.16	0.74
8	迎驾贡酒	29.59	0.56
9	今世缘	24.00	0.46
10	口子窖	22.59	0.43
合计		982.76	18.68
白酒行业总销售额		5259.00	100.00

数据来源：Wind 资讯及国家统计局。

总体看，2013 年以前的十年，是中国白酒行业发展的“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，许多以高档酒为主的规模酒企纷纷加大在中低端产品上的投入并扩产，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，有望成为未来白酒行业新的增长点。

2. 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 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。

国家税务总局发布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函[2009]380 号）及附件《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，规定自 2009 年 8 月 1 日起，白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格高于销售单位对外销售价格 70%（含 70%）以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格。对设立销售单位的白酒生产企业销售给销售单位的白酒中，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下、年销售额 1000 万元以上的品种，由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定消费税最低计税价格。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。已核定最低计税价格的白酒，生产企业实际销售价格高于消费税最低计税价格的，按实际销售价格申报纳税；实际销售价格低于消费税最低计税价格的，按最低计税价格申报纳税。已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销

售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20%（含）以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

2012 年 7 月 13 日，财政部和国家税务总局联合颁布的《关于〈中华人民共和国消费税暂行条例实施细则〉有关条款解释的通知》（财法[2012]8 号）对《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》第七条第二款“委托加工的应税消费品直接出售的，不再缴纳消费税”进行了解释：委托方将收回的应税消费品，以不高于受托方的计税价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税；委托方以高于受托方的计税价格出售的，不属于直接出售，需按照规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代收代缴的消费税。

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》还要求强化监督管理，严厉打击违法违规行。

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。

3. 行业关注

酒类消费结构多元化成为趋势

随着人们健康意识的不断增强，人们对葡

葡萄酒、啤酒、黄酒等低度酒精饮料以及其他不含酒精饮料的消费有所提升；同时，随着中国国际化程度的加深，威士忌、白兰地等国外蒸馏酒逐步进入中国市场，对白酒消费结构产生一定冲击。总体来看，各种低酒精饮料与白酒的市场竞争日趋激烈，将给白酒生产企业的经营管理带来一定挑战。

中端白酒市场竞争加剧

近年来，中端白酒由于产品价位适中、消费群体固定、受宏观消费环境影响小等原因，呈现快速增长势头。中国白酒行业正在逐步进入调整期，2014年一季度，多家一线酒企收入增幅出现明显下降甚至负增长，但主导大众消费的中低端白酒将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。

受此影响，高端白酒也开始发力中低端产品。先是茅台表示将增资 3.73 亿元再次扩大主要生产王子酒、迎宾酒等中端产品的 301 厂产能；五粮液也随后推出五粮春新品、五粮醇蓝淡雅等中低端产品；2013 年剑南春也推出价格 200 元左右的金剑南 K6 和 400 左右的金剑南 K9。因为同样的价格，消费者大多会选择原本高端品牌的中端产品，这将会给原本库存高企的中端酒企带来明显的市场压力。

限制“三公消费”相关政策的影响

2012 年 12 月 4 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“建立公务接待审批控制制度”，对公务接

待的费用标准进行严格把控。

随着“三公消费”的不断深入，一线白酒价格大幅下降，贵州茅台从超过 2000 元/瓶的价格最低回落到 800 元/瓶以下；五粮液从 1300 元/瓶下降到最低 700 元/瓶。同时预收款项作为判断白酒企业也记得重要指标，2013 年也均出现大幅下滑，贵州茅台预收款项 30.45 亿元，较 2012 年底下降 40.19%。同时，2013 年贵州茅台和五粮液白酒销量均结束多年的高速增长，首次出现下滑，其中贵州茅台销量较 2012 年下降 2.09%；五粮液销量较 2012 年下降 1.31%。

4. 未来发展

白酒行业长期高速增长格局改变

未来 5 到 10 年，中国白酒行业将逐渐从高成长期过渡到成熟成长期，未来 5 年行业销售收入增长中枢将从过去 5 年的 25%~30%的下行到 10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。同时消费结构和产品结构也将从目前的哑铃型(两头大中间小)逐步变为橄榄型(两头小中间大)，相应的，行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

中国白酒行业正处于一个 5~10 年的转型期，将逐渐从高成长期过渡到成熟期。在这一过程中，预计行业销售收入增长中枢将从过去五年的 20%~30%显著下行到 10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。相应地，预计行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

白酒行业开始探索“产区”模式

独特的地域生态环境对酒类品质有着重要意义，通过“产区”这一模式将之具体化、标准化、法规化，将整个产业链条都调动起来，加之持续有效的传播，对于整个地区白酒产业的发展和品牌打造起到积极的促进作用。2009 年，四川省正式出台“中国白酒金三角规划”，2010 年郎酒二郎镇、泸州老窖酒业集中发展区、五粮液历史文化街区、绵竹剑南老街等“名酒

名镇”建设陆续启动。2011年“中国白酒金三角”获得国家质检总局地理标志产品认证，由此标志中国白酒行业逐步进入“产区”时代。未来白酒行业的竞争将由单个企业竞争转变为以产区为单位的竞争。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本11000万元，唯一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。

2. 企业规模与竞争力

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。公司生产厂区总占地面积70余万平方米，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。

公司的主要产品是洋河经典系列白酒，主要度数有38度、42度、46度等，并根据不同区域的消费者需求作出调整；产品在风格上突出绵柔、淡雅的特点，实现产品差异化。目标群体主要是政府机关、企事业单位以及商务人士招待用酒，产品覆盖中低高端不同层次市场。据行业数据分析表明，高档酒市场随着经济的发展呈不断上升趋势，2007年达到20%的水平，2008年市场容量达到22%。洋河蓝色经典系高档酒，产品从差异化上定位，避开了硬碰硬的市场对抗，容易获得市场的快速成长，并在短期内获得收益。

公司洋河蓝色经典系列白酒主要销往湖北、安徽、江苏、广东、浙江、湖南等全国28个省、自治区、直辖市。截至2014年底，产品销售已覆盖全国。目前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。

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。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长、董事、监事、总经理、财务部长共4名，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、江苏双沟集团董事长和江苏洋河酒厂股份有限公司董事。

公司董事兼财务部长熊志平先生，1956年生，大学学历；历任原江苏洋河酒厂成本会计、江苏洋河集团有限公司财务处副处长、常州销售公司副总经理；现任江苏洋河集团有限公司

董事兼财务部部长。

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。

4. 技术水平

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，1782 名技术类人员。

从研发投入来看，2012~2014 年，公司在研发方面投入资金大约为 4509 万元、5693 万元和 6474 万元，占比营业收入分别为 0.25%、0.35%和 0.39%。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。

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 1800 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能人才专项资金 234.56 万元等 13 项政府资金补助，合计 6072.30 万元。

总体看，公司受到各级政府的支持力度较大。

五、管理分析

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。

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，由董事会聘任或者解聘。经理对董事会负责。公司的日常经营活动和管理机构由总经理负责。公司总经理由董事会聘任，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. 管理水平

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。

总体来看，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. 经营现状

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”、洋河大曲系列，普通白酒包括洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。

2012~2014 年，公司实现营业收入分别为 177.86 亿元、161.74 亿元和 164.31 亿元，整体呈波动下降态势，年均复合下降 3.88%。

从公司营业收入的构成来看，2012~2014 年白酒的生产和销售实现收入分别为 170.35 亿元、144.47 亿元和 140.38 亿元，分别占营业收入总额的 95.78%、89.32%和 85.44%，随着公司 2013 年推出红酒系列产品，白酒的营业收入占比呈下降趋势，但仍为营业收入的主要来源。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，2013 和 2014 年分别实现销售

收入 2.45 亿元和 3.29 亿元，收入占比较小。2012~2014 年，公司其他业务分别实现销售收入 7.51 亿元、14.82 亿元和 20.64 亿元，三年复合增长率为 65.78%，营业收入增长迅速，主要是公司粮食、化肥和黏胶贸易的增长造成的。

从毛利率来看，2012~2014 年，公司的整体毛利率分别为 61.70%、56.36%和 54.40%，整体呈下降趋势，主要与公司高毛利的白酒业

务占比下降有关。2012~2014 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为 64.26%、61.31%和 61.51%，保持在 60%以上的高水平。2013~2014 年，公司红酒业务的毛利率分别为 77.96%和 69.60%，毛利率水平略有下降，整体高于白酒业务的毛利率。2012~2014 年，公司其他业务实现毛利率分别为 3.86%、4.45%和 3.63%，毛利率水平变动不大。

表 2 2012 年~2014 年公司营业收入分产品情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年		
	销售收入	占比	毛利率	销售收入	占比	毛利率	销售收入	占比	毛利率
白酒	170.35	95.78	64.26	144.47	89.32	61.31	140.38	85.44	61.51
红酒	--	--	--	2.45	1.51	77.96	3.29	2.00	69.60
其他	7.51	4.22	3.86	14.82	9.16	4.45	20.64	12.56	3.63
合计	177.86	100.00	61.70	161.74	100.00	56.36	164.31	100.00	54.40

资料来源：公司审计报告

2. 白酒生产与销售

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，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。

采购

目前，公司的白酒经营主体洋河股份的供应部根据生产部和下属销售公司洋河酒业（2011 年后更名为苏酒集团）对各种原辅材料的需求，并结合库存情况制定物资采购计划。对于适宜招标的大宗物资，如粮食、包装材料（箱、盒、标、瓶、盖）煤炭等，由供应部通知并协助管理部按照公司《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，进入公司仓库保管。

为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份一直与粮食供应商保持长期合作关系。白酒生产所需的糯米、高粱、粳米、小麦、大麦、玉米、稻壳等原料主要从东北采购。

公司采购货款的结算方式通常为：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。

生产

公司白酒生产分为制曲、酿酒、勾兑、包装等环节，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。

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，以便与勾储、生产部门衔接。每年年底洋河股份勾储部根据苏酒集团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，苏酒集团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2015年6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。2012~2014年，公司白酒产量分别为21.63万吨、20.39万吨和20.18万吨，逐年减少；公司产能利用率分别为80.11%、72.82%和69.59%，由于前期发展需求公司扩大

产能，而近年受白酒市场行情影响相应减少生产，导致产能利用率呈下降趋势。

表3 近年公司白酒生产情况

指标	2012年	2013年	2014年
产能（万吨/年）	27.00	28.00	29.00
产量（万吨）	21.63	20.39	20.18
产能利用率（%）	80.11	72.82	69.59

资料来源：中国货币网

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%合格后才会验出厂。公司对于已销售的产品进行全流程监控。

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

洋河股份设立了苏酒集团这一新的销售平台，从2011年开始洋河股份与双沟酒业生产的白酒统一销售给苏酒集团，由苏酒集团对外销售。

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，也不替代苏酒集团办理上述订立合同、开票、收付货款、发货等销售事项。

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。

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。洋河

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，2012~2014年，公司产

销率分别为100.09%、107.21%和104.46%，有所波动但始终保持在较高水平，主要系白酒市场回暖和公司营销模式有效调整，使公司白酒的销售量上升所致。从销售均价上看，2012~2014年公司白酒产品销售均价分别为81006.97元/吨，66088.75元/吨和66593.93元/吨，整体呈波动下降趋势，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，2014年价格有所回升。

表4 近年公司白酒销售情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年
产量（万吨）	21.63	20.39	20.18
销量（万吨）	21.65	21.86	21.08
产销率（%）	100.09	107.21	104.46
销售收入（亿元）	175.51	144.47	140.38

表5 近年公司销售情况的区域分布（单位：万元、%）

区域	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	1088762.49	63.91	928191.20	63.18	929018.23	64.65
省外	614733.85	36.09	540964.30	36.82	507756.02	35.35
合计	1703496.34	100.00	1469155.50	100.00	1436774.25	100.00

资料来源：中国货币网

注：包含红酒销售收入。

从销售集中度方面来看，2012~2014年，公司前五大客户的销售收入总额分别为15.48亿元、10.64亿元和12.26亿元，占总销售收入比为8.96%、7.09%和7.46%，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。

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

销售均价（元/吨）	81066.97	66088.75	66593.93
-----------	----------	----------	----------

资料来源：中国货币网

从销售情况的区域分布来看，公司产品主要立足于江苏省，2012~2014年的销售额分别为108.88亿元、92.82亿元和92.90亿元，销量收入波动下降、三年复合下降7.63%。2014年江苏省销售量占公司销售总量比例达到64.65%。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，2012~2014年，省外地区的销售额分别为61.47亿元、54.10亿元和50.78亿元，销售规模呈下降趋势，占比分别为36.09%、36.82%和35.35%，占比呈波动下降趋势。

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。

3. 其他业务

公司逐步扩大自身经营范围，涉及化肥及粘胶行业，具体领域包括有机肥、复合肥、化工原料（危险品除外）、粘胶短纤维、棉浆粕销售等。公司从事化肥及粘胶业务主要是依托自身品牌及资金优势进行的贸易行为，不涉及生产环节，为控制交易风险，采购结算方式为货到付款，销售结算方式为款到发货，销售及采购客户目前均分布在宿迁市内。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动中有所上升、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，2014年分别为81.94次、0.79

次和 0.39 次。总体看，公司经营效率良好，符合白酒行业特点。

5. 在建工程和未来发展

公司未来发展规划继续围绕白酒主业，同时积极发展红酒板块，拓展化肥及粘胶业务，借助资本运作、差异化竞争手段，运用有效的营销模式，着力提升以洋河蓝色经典为代表的品牌优势，进一步培育和增强企业核心竞争力，使公司的营业收入、净利润、净资产收益率等得到提升。

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，总投资分别为11.61亿元和18.42亿元，截至2015年3月底投资分别为9.13亿元和7.51亿元，建设进度分别达到 80%和 40%左右，预计分别将于 2015 年和 2017 年完工。拟投资项目包括来安基地名优酒技术改造及配套工程31.32亿元和来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目5.56亿元。

总体看，公司技术改造项目的建成有利于提高公司产能，优化公司产品结构，提高公司竞争力；在建和拟建项目未来存在一定融资需求。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2012~2014年度财务报告，均经江苏苏亚金诚会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

从报表合并范围看，2012年底，公司纳入合并报表子公司有30家，2013年较2012年新增合并范围子公司7家，终止合并子公司3家。2014年新增合并范围子公司9家。考虑到新纳入合并范围子公司整体规模较小，对公司近三年合并范围变化影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 449.03 亿元，所有者权益 213.50 亿元（含少数股东权益 129.40 亿元）。2014 年公司实现营业收入

164.31 亿元，利润总额 59.68 亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额年均增长 19.59%，2014年底为449.03亿元；其中流动资产占62.48%，非流动资产占37.52%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均增长 14.78%，2014年底为280.54亿元；主要由货币资金（占21.01%）、其他应收款（占36.31%）和存货（占36.19%）构成。

2012~2014 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 19.59%，2014 年底为 58.93 亿元，同比下降 35.17%，主要是公司存货、其他应收款占款规模大幅增加及投资活动支出上升所致。截至 2014 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 92.47%）和其他货币资金（占比 7.52%）组成。

2012~2014年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长76.28%，2014年底为101.87亿元，同比增长44.36%，主要系公司应收往来款增加所致，其他应收款前五名分别为宿迁市融资调度管理中心往来款39.40亿元、宿迁市产业发展集团有限公司36.18亿元、宿迁三台山旅游发展有限公司12.71亿元、江苏双沟集团有限公司5.90亿元和宿迁市景城建材有限公司2.85亿元。公司计提坏账准备0.66亿元，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。

2012~2014年，公司存货规模快速增长，年均复合增长30.30%，2014年底为101.53亿元，同比增长15.13%，主要系存货中半成品规模大幅增长所致。截至2014年底，公司存货主要由原材料（占比2.60%）、半成品（占比82.28%）、在产品（占比4.45%）和库存商品（占比10.64%）构成。2014年，公司仅对存货中价格下降的原材料计提跌价准备0.12亿元，计提比例偏低。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均增长29.15%，主要是固定资产大幅增长所致；公司非流动资产2014年底为168.49亿元，主要由可供出售金融资产（占7.37%）、固定资产（占57.35%）、在建工程（占15.97%）和无形资产（占10.70%）构成。

2012~2014年底，公司固定资产年均增长74.03%，2014年底为96.63亿元，同比增长57.35%，主要系公司购买机器设备及在建工程转固所致。截至2014年底，公司固定资产原值108.77元，其中房屋及建筑物占比79.16%，机器设备占比18.13%；公司固定资产累计计提折旧12.14亿元。

2012~2014年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合下降8.69%。截至2014年底，公司在建工程26.91亿元，同比减少50.76%，主要系完工在建工程转入固定资产所致。

2014年，公司新增可供出售金融资产12.41亿元，全部为以成本计量的权益工具。

总体看，公司流动资产以存货和应收项目为主，货币持有量较充裕，流动性尚可；非流动资产中固定资产、在建工程所占比重较大；公司资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均增长13.91%，2014年底为213.50亿元，主要是未分配利润及少数股东权益大幅增长所致。截至2014年底，归属于母公司所有者权益中股本占1.26%、资本公积占25.59%、盈余公积占1.33%、未分配利润占71.77%；公司未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性较差。

负债

2012~2014年，公司负债总额年均增长25.54%，2014年底为235.53亿元；其中流动负债占81.22%，非流动负债占18.78%。公司负债以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债年均增长

28.03%，2014年底为191.30亿元；主要由短期借款（占9.72%）、应付票据（占14.90%）、其他流动负债（占18.82%）和其他应付款（占37.59%）构成。

2012~2014年，公司短期借款年均增长24.67%，2014年底为18.60亿元，公司短期借款主要为信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款。

2012~2014年，公司应付票据年均增长177.38%，2014年底为28.51亿元，同比增长46.61%，全部为银行承兑汇票。

2012~2014年，公司其他应付款年均增长15.89%，2014年底为71.91亿元，主要由经销商尚未结算的折扣、保证金及往来借款组成。

截至2014年底，公司其他流动负债36.00亿元，全部为短期融资券。

有息债务方面，2012~2014年，公司短期债务、长期债务和全部债务分别年均增长91.01%、16.88%和53.86%至85.87亿元、41.13亿元和126.99亿元。截至2014年底，短期债务占67.61%，长期债务占32.39%，债务结构较为合理。2012~2014年，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动上升，2014年分别为52.45%、16.15%和37.30%，三年平均值分别为50.88%、14.99%和32.69%。

总体看，债务结构较为合理，债务负担较轻。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动下降，年均复合减少3.88%。截至2014年底，公司实现营业收入164.31亿元，同比增长1.59%，主要系化工、纺织品等贸易品种销售的增加。

从期间费用看，2012~2014年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为14.92%、14.14%和17.44%，期间费用占营业收入的比重呈波动上升态势。其中，近三年公司财务费用持续为负，2014年为-2.26亿元，主要是公司通过购买理财

产品获得一定利息收入。

2012~2014年,公司利润总额分别为82.28亿元、67.01亿元和59.68亿元,年均下降14.83%。

盈利指标方面,2012~2014年,公司营业利润率不断下降,三年分别为60.38%、55.19%和53.23%,三年加权平均值为55.25%;公司总资本收益率不断下降,分别为28.25%、16.86%和13.11%,三年加权平均值为17.21%;公司净资产收益率逐年下降,分别为37.47%、26.30%和20.82%,三年加权平均值为25.79%。2014年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均较上年有所下降,主要是受宏观政策和市场环境的影响,白酒消费降档,市场竞争加剧所致。

总体看,公司盈利能力呈下降趋势,但仍属较高水平。

5. 现金流

从经营活动看,2012~2014年,公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金,年均下降4.22%,2014年为183.45亿元;公司经营活动现金流出主要是购买商品接受劳务支付的现金,年均增长1.70%,2014年为80.40亿元;公司经营活动现金净流量年均下降27.76%,2014年为27.61亿元。从收入实现质量看,2012~2014年,公司现金收入比分别为112.44%、114.83%和111.65%,现金收入实现质量较好。

2012~2014年,公司投资活动现金流表现为现金流出,分别为-62.78亿元、-45.76亿元和-46.08亿元,主要与公司对外投资力度较大有关。

2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为28.12亿元、10.46亿元和-13.49亿元,经营活动产生的现金流净额不能覆盖公司投资支出。

总体看,公司经营活动现金流入规模大,收入实现质量较好,但公司投资规模较大且偿还债务支付现金较多,公司对外部融资存在一

定依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014年,公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势,截至2014年底,流动比率和速动比率分别为146.64%和93.57%;公司经营性现金流动负债比率波动中不断下降,分别为45.34%、26.20%和14.43%,三年平均值为24.14%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2012~2014年,公司EBITDA三年分别为84.68亿元、70.91亿元和66.15亿元,呈下降趋势。全部债务/EBITDA的比率三年平均值为1.54倍,2014年为1.92倍。总体看,公司长期偿债能力强。

或有负债方面,截至2015年3月底,公司对外担保35.78亿元,担保比率为15.18%,担保规模较大,存在一定的或有负债风险。

表6 截至2015年3月底公司对外担保情况表
(单位:万元)

被担保方	担保方式	担保种类	担保金额
宿迁市经济开发区总公司	连带责任担保	贷款	70708.26
江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司	连带责任担保	贷款	42000.00
允友成(宿迁)复合材料有限公司	连带责任担保	贷款	38114.50
宿迁市湖滨新城投资开发有限公司	连带责任担保	贷款	35360.00
宿迁市宿城区新农村建设投资有限公司	连带责任担保	贷款	35000.00
江苏嘉隆工程建设有限公司	连带责任担保	贷款	30000.00
宿迁市水务建设投资有限公司	连带责任担保	贷款	20000.00
江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司	连带责任担保	贷款	19580.00
宿迁市宿城新区投资开发有限公司	连带责任担保	贷款	15000.00
江苏省宿迁市公路工程建设处	连带责任担保	贷款	15000.00
江苏洋河新城投资开发有限	连带责任担保	贷款	14000.00

公司			
宿迁市万基置业有限公司	连带责任担保	贷款	10000.00
江苏时代建设工程有限公司	连带责任担保	贷款	8000.00
江苏翔盛高新材料股份有限公司	连带责任担保	贷款	5000.00
合计	--	--	357763.56

资料来源：中国货币网

7. 过往债务履约情况

根据公开记录查询，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对白酒酿造行业运行状况、区域市场环境、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

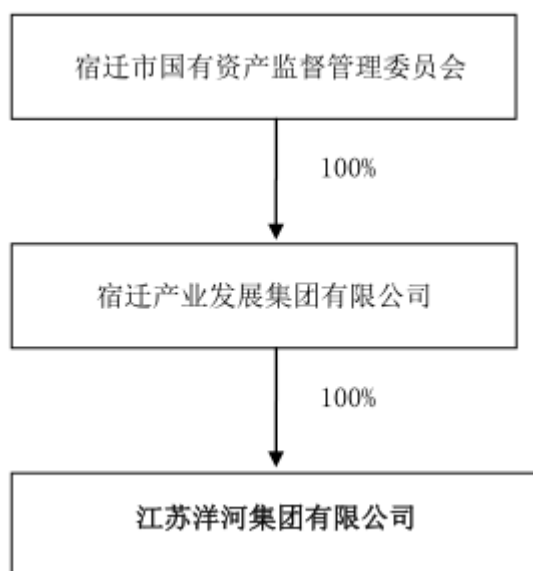
八、结论

受国家限制“三公”消费等政策影响，白酒行业由高速发展期进入成熟期，行业产能过剩问题日趋严重，行业竞争压力加大。公司是中国著名白酒酿造企业，白酒酿造经验丰富、白酒产销量位居行业前列，旗下“洋河”“双沟”等产品知名度高、地方政府支持力度大。公司经营效率良好、债务负担较轻、盈利能力强、经营现金流状况好。同时，联合资信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。

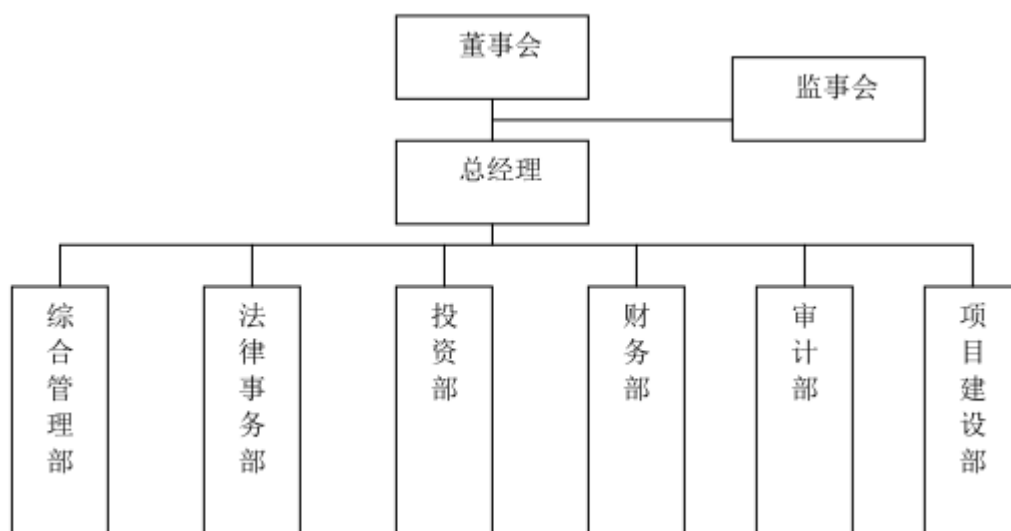
未来，公司将继续专注于中高档白酒的生产与销售，进一步扩大白酒的生产规模与销售市场，积极拓展省外市场；同时，调整白酒产品结构，进行销售渠道转型和产品多元化发展，大力打造电商平台、扩大品牌红酒销售，提高产品毛利，公司经营状况将保持良好。

综合考虑，公司主体信用风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	106.68	94.20	59.70
资产总额（亿元）	313.97	402.36	449.03
所有者权益（亿元）	164.53	190.72	213.50
短期债务（亿元）	23.54	78.70	85.87
长期债务（亿元）	30.11	29.41	41.13
全部债务（亿元）	53.64	108.11	126.99
营业收入（亿元）	177.86	161.74	164.31
利润总额（亿元）	82.28	67.01	59.68
EBITDA（亿元）	84.68	70.91	66.15
经营性净现金流（亿元）	52.91	47.06	27.61
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	93.87	81.94
存货周转次数（次）	--	0.95	0.79
总资产周转次数（次）	--	0.45	0.39
现金收入比（%）	112.44	114.83	111.65
营业利润率（%）	60.38	55.19	53.23
总资本收益率（%）	28.25	16.86	13.11
净资产收益率（%）	37.47	26.30	20.82
长期债务资本化比率（%）	15.47	13.36	16.15
全部债务资本化比率（%）	24.59	36.18	37.30
资产负债率（%）	47.60	52.60	52.45
流动比率（%）	182.48	142.22	146.64
速动比率（%）	131.24	93.12	93.57
经营现金流动负债比（%）	45.34	26.20	14.43
全部债务/EBITDA（倍）	0.63	1.52	1.92

注：公司其他流动负债科目已计入短期债务。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务