

信用等级公告

联合[2019] 634 号

联合资信评估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及拟发行的 2019 年度第一期中期票据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，江苏洋河集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二十二日



江苏洋河集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行额度: 4 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还公司有息债务

评级时间: 2019 年 3 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	53.77	29.78	21.36	15.85
资产总额(亿元)	499.78	510.51	522.79	545.25
所有者权益(亿元)	245.13	275.04	302.16	347.11
短期债务(亿元)	71.54	70.53	32.67	34.34
长期债务(亿元)	44.40	20.54	21.00	27.00
全部债务(亿元)	115.94	91.07	53.68	61.34
营业收入(亿元)	164.13	175.59	201.61	211.21
利润总额(亿元)	70.71	76.84	91.70	94.10
EBITDA(亿元)	77.91	85.17	99.66	--
经营性净现金流(亿元)	73.18	88.76	87.31	45.96
营业利润率(%)	59.00	60.60	60.09	56.56
净资产收益率(%)	21.50	20.82	22.95	--
资产负债率(%)	50.95	46.12	42.20	36.34
全部债务资本化比率(%)	32.11	24.87	15.08	15.02
流动比率(%)	159.06	153.15	183.80	222.53
经营现金流动负债比率(%)	35.38	41.94	44.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.49	1.07	0.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.47	56.13	31.72	--

注: 2018 年三季度财务数据未经审计; 短期债务包含其他应付款和其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一 张豪若

邮箱: 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)网址: 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”) 作为国内老八大名酒之一, 工艺水平处于行业领先地位, 品牌知名度和美誉度高, 市场占有率高, 其主营业务盈利能力强、经营现金流状况良好。同时, 联合资信也关注到白酒行业竞争日趋激烈、公司关联方应收款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, 公司将围绕白酒主业, 进一步扩大生产规模, 积极拓展北方市场; 同时, 调整产品结构, 提高产品毛利。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司下属子公司洋河股份作为老八大名酒, 拥有六枚中国驰名商标, 品牌知名度高, 行业地位优势突出。酒类产品结构相对完整, 覆盖低、中、高价各档位, 近年来产品价格不断提升, 有利于进一步增厚公司利润。
2. 公司产品主要销售区域经济发达, 对中高端白酒消费形成有力支撑。公司拥有中国白酒行业强大的营销网络平台, 销售网络健全, 销售渠道持续扩展, 为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。
3. 公司主业盈利能力强, 每年可从洋河股份

获得稳定分红，经营现金流状况好；债务负担较轻，财务弹性良好。

4. 公司经营活动现金净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司应收政府相关机构关联方款规模大，对资金形成占用；公司对外担保规模较大，担保对象主要为当地国企。截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额 17.89 亿元，因被担保方无力偿还而发生代偿的金额为 7.29 亿元。
2. 公司未分配利润及少数股东权益占比大，权益稳定性弱。
3. 公司本部债务负担较重，利润主要依赖于投资收益。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏洋河集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏洋河集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

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。截至2018年9月底，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2018年9月底，公司下设综合管理部、法律事务部、投资部、财务部、审计部和项目建设部6个职能部门，下辖4家全资及控股一级子公司；其中，公司持有江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”，股票代码：002304.SH）34.16%的股份（其中180万股被冻结，无质押），为其第一大股东。

截至2017年底，公司资产总额522.79亿元，所有者权益302.16亿元（含少数股东权益193.61亿元）。2017年，公司实现营业收入201.61亿元，利润总额91.70亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额545.25亿元，所有者权益347.11亿元（含少数股东权益213.98亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入211.21亿元，利润总额94.10亿元。

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、本期中期票据概况

公司已于2017年注册中期票据额度10亿元，并于2018年发行2018年度第一期中期票据（6亿元）。公司本次计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度4亿元，期限3年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金将用于偿还公司有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项

目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧

盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业分析

1. 行业概况

白酒是以粮谷为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而成原酒，原酒再经长时间存储（一般在1年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后成为出厂的成品酒。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%，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比较低。浓香型白酒以泸州老窖、五粮液、洋河酒等为代表，酱香型白酒以茅台酒为代表，清香型白酒以山西汾酒为代表，凤香型白酒以陕西西凤酒为代表。目前虽然浓香型是白酒消费主流，但白酒市场消费结构逐步发生变化，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。

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 年白酒销量三年复合增长 18.48%，2012 年白酒销量销售收入 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，其中 2012 年行业整体毛利率为 38.13%，为历年来最高值。可以看出，作为白酒的生产和消费大国，截至 2012 年底，中国白酒的产量和销量一直快速增长，行业毛利率高且稳定，白酒企业盈利能力很强。

此后，中国白酒行业进入调整期。在历经限制“三公”消费、销售低迷、减产、降价的冲击后，2015 年白酒行业初步出现转机，商务消费和个人消费一定程度上弥补了“三公”消费带来的空缺，整个行业呈现出量价齐升的态势。2015 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1312.80 万千升，同比增长 5.07%，增速同比增长 2.57 个百分点。规模以上白酒企业累计完成销售收入 5558.86 亿元，与上年同比增长 5.22%，增速同比减少 0.48 个百分点；累计实现利润总额 727.04 亿元，同比增长 3.29%，扭转了上年的下降趋势。2016 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1358.36 万千升，同比增长 3.23%；累计实现销售收入 6125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%；亏损企业累计亏损额 10.54 亿元，同比下降 15.92%。2017 年，受益于大众消费升级、消费结构转换等因素，白酒行业的收入和利润继续保持快速增长，且利润增速明显快于营收增长。根据国家统计局公布的统计数据，全年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1028.48 亿元，同比增长 35.79%。但自 2017 年起，全国白酒产量开始下滑，2017 年为 1198.1 万千升，同比下降 11.8%；2018 年全国白酒产量为 871.2 万千升，同比下降 27.28%。2018 年规模以上白酒企业累计实现销售收入 5363 亿元，累计实现利润总额 1250

亿，比上年同期增长 29.98%。

从行业集中度来看，白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入，但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛仍很低。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。全国白酒制造企业逾千家，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。

整体看，在“禁酒令”、严控“三公”消费等政策出台及宏观经济增速放缓综合作用下，2012 年白酒制造行业逐步从“黄金发展期”进入深度调整期，政军务消费逐渐被大众及商务消费承接，下游需求结构产生转变。2015 年以来，在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业景气度企稳复苏，并于 2016 年延续回暖态势，行业内龙头企业业绩率先回升。在高端产品价格屡次调涨的带动下，次高端产品于 2017 年出现较为明显的上涨，但中低端产品受消费定位具有较强价格弹性、品牌影响力相对有限以及定价权较弱等因素影响，涨幅受限，不同价格带产品价格表现分化趋势显现。

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。

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。

2013年12月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》，《通知》要求严格白酒生产主体责任，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为。

2014年11月25日，财政部与国家税务总局发布《关于调整消费税政策的通知》，通知规定取消酒精消费税。取消酒精消费税后，“酒及酒精”品目相应改为“酒”，并继续按现行消费税政策执行。

2016年4月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐的发展理念。预计到2020年酿酒产业销售收入达到12938亿元，比2015年9229.17亿元增长40.19%，年均复合增长6.99%。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长7.01%，并提出要注重智慧酿造，通过先进的工业智能化提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

2017年8月，中共贵州省委办公厅、贵州省人民政府办公厅印发《贵州省公务活动全面禁酒的规定》（以下简称《规定》）。根据《规定》，自2017年9月1日起，贵州全省范围内的公务活动，一律禁止提供任何酒类，一律不得饮用任何单位和个人提供的任何酒类，包括私人自带的酒类。全省范围内的公务活动，一律禁止公款赠送任何酒类。在工作时间内和工作日午间，一律不准饮酒。此外，重大外事活动和招商引资活动，确需提供酒类和饮酒的，须按一事一购买、一事一审批的原则，由承办单位报分管该单位或该项工作的负责同志审批，同时报同级纪委备案。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，有利于规范和促进行业未来发展。

3. 行业关注

中端白酒市场竞争加剧

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。

酒类消费结构多元化成为趋势

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。

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。

政策性风险

1989 年政府整顿白酒消费，部分白酒企业陷入困境；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，白酒由公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，改变了行业发展环境。

4. 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、商务宴请等刚性支出。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。

高速成长期间，行业内大小白酒制造企业均获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高；2012 年以来行业进入深度调整期，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场，部分市场份额在往次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分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。未来 3~5 年，白酒市场将进入整合重组阶段。行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 9 月底，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

公司白酒的生产经营主要依托下属一级子公司洋河股份，截至 2018 年 9 月底，公司对洋河股份持股 34.16%，为其第一大股东。截至 2018 年 9 月底，洋河股份资产总计 451.78 亿元，所有者权益合计 325.89 亿元，2018 年 1~9 月实现营业收入 209.66 亿元，实现净利润 70.40 亿元。自洋河股份 2009 年上市以来，已实施现金分红 9 次，累计现金分红 183.53 亿元。近三年，洋河股份分别实施现金分红 27.13 亿元、31.65 亿元和 38.43 亿元。

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，原酒年生产能力已达 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，将有效提高产能，优化产品结构，提升公司综合竞争力。

公司建立了产品质量保证的完整体系，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。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。公司参与起草浓香型白酒国家新标准，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。

品牌优势方面，近年来洋河股份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。旗下拥有“洋河”、“蓝色经典”、“梦之蓝”、“双沟”、“珍宝坊”和“苏”六个中国驰名商标，成为白酒行业拥有中国驰名商标数量最多的公司。洋河股份以 42.81 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三，中国第二。2017 年，在 World Brand Lab 发布的《中国 500 最具价值品牌》中以 355.26 亿元的品牌价值排名全国前 100。洋河股份荣登世界财经杂志《福布斯》发布的“全球 2000 强世界上市公司”，“梦之蓝”入选 CCTV“国家品牌计划”TOP10 品牌。

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 2017 年底，产品销售已覆盖全国。

公司核心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。

总体看，作为著名白酒生产企业，公司品牌优势显著，生产规模较大，产品质量优异，市场定位明确，销售地域覆盖全国，在行业中具有很强的竞争优势。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员包括 1 名董事长（兼总经理）、3 名董事，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、公司董事长、江苏双沟集团有限公司董事长和洋河股份董事。

截至 2018 年 9 月底，公司拥有员工 15029 人。从文化素质构成看，高中及以下学历占 48.73%，大专学历占 26.94%，本科及以上学历占 24.33%；从岗位构成看，技术人员占 12.28%，行政人员占 15.18%，生产人员占 39.03%，销售人员占 33.51%。

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；公司员工学历及岗位构成合理，能够满足公司经营发展的需要。

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。洋河股份拥有 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，26 名国家品酒委员，69 名省级品酒委员，1845 名技术类人员。

总体看，公司在白酒领域具备较强的技术优势，有助于未来在白酒领域进行差异化竞争。

六、管理分析

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律和法规的要求，建立了完整的法人治理结构。

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，董事任期三年，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。其中，董事长为公司的法定代表人，任期三年，由董事会选举产生，任期届满，可由董事会选举连任。

公司设监事会，由股东委派监事 1 名。对公司生产经营和重大决策进行监督。公司监事任期为三年，任期届满可由股东再行委派续任；监事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东决定。

总体看，公司法人治理结构完善。

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、资金管理等较为完整的内部控制制度。公司对下属公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键环节进行。

对下属控股子公司的管理和控制，公司主

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

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

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

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。

安全生产方面，公司制定了《防火防爆预案》、《环境、安全运行控制程序》、《突发公共事件总体应急预案》等公共事务管理制度，并定期组织职工进行安全知识培训以及事故演

练。在重大危险源处实施实时监控，并有专门人员负责。公司对新入职员工均进行三级安全生产教育和交通安全知识培训，做到每位职工安全上岗、安全生产。此外，公司每年开展安全生产目标管理、安全隐患排查整改、安全管理模式创新和全员安全培训。

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，公司内部管理制度健全，管理运作情况正常。

七、重大事项

1. 资产划转

根据宿国资发[2015]29号《关于市属国有投资公司整合重组的通知》、宿国资发[2015]31号《关于股权划转有关账务调整的通知》、宿国资发[2015]35号《关于股权划转有关账务调整的通知》等相关文件批复，宿迁国资委拟将公司所持有的江苏西楚旅游文化发展有限公司（以下简称“西楚旅游”）60%股权和宿迁市鼎城建设工程有限公司（以下简称“鼎城建设”）100%股权无偿划转至宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“宿迁城投”）；同时，宿迁市国资委拟将宿迁水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）所持有的宿迁市宿城区金水农村小额贷款有限公司（以下简称“金水小贷”）80%股权无偿划转至宿迁产发。2016年6月，金水小贷70%股权划入宿迁产发，10%股权划入公司。

2017年9月16日，公司出具股东决定，将持有的鼎城建设100%股权划转给宿迁城投，并于2017年9月27日完成股东变更手续，鼎城建设股东变更为宿迁城投。2017年11月8日，宿迁市国资委出具《关于江苏西楚旅游文化发展有限公

司股权划转的情况说明》，要求将公司持有的西楚旅游100%股权无偿一次性划转至宿迁城投。2017年11月9日，公司出具股东决定，将持有的西楚旅游100%股权转让给宿迁城投，并于2017年11月17日完成股东变更手续，西楚旅游股东变更为宿迁城投。

截至2017年底，鼎城建设资产总额0.79亿元，所有者权益0.53亿元；2017年实现营业收入0.21亿元，利润总额0.06亿元。截至2017年底，西楚旅游资产总额44.16亿元，所有者权益11.25亿元；2017年实现营业收入0.10亿元，利润总额0.06亿元。

整体看，此次资产划转对公司资产规模产生一定影响，但剥离上述企业后，公司主业更加清晰，未来公司将进一步聚焦白酒产业，提高公司的经营能力和持续发展能力。

2. 对外担保诉讼

公司为江苏翔盛高新材料股份有限公司（以下简称“翔盛高新材料”）在平安银行杭州分行的1.00亿元借款和在渤海银行杭州分行的1.00亿元借款提供连带责任担保，因翔盛高新材料发生债务违约，平安银行杭州分行和渤海银行杭州分行向当地人民法院提起诉讼，公司均为被告方之一。目前公司已与平安银行杭州分行达成和解，由公司代偿本金1.00亿元，利息部分免除。公司已完成代偿，并已向反担保人（当地AA区级平台公司）启动追偿。根据浙江省杭州市中级人民法院于2018年6月28日出具的判决，翔盛高新材料向渤海银行杭州分行归还借款本金1.00亿元，支付利息2342237.82元及罚息、复利合计4210185.59元；翔盛高新材料于判决生效之日起十日内向原告渤海银行杭州分行支付律师代理费50万元；公司对上述债务承担连带清偿责任。公司已于2018年7月10日依据判决结果偿付对应债务及相关费用。

公司为江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司（以下简称“翔盛粘胶纤维”）在徽商银行南

京分行的 0.70 亿元贷款、在中信银行苏州分行的 2.00 亿元贷款、在中国进出口银行江苏省分行的 2.09 亿元贷款和中国光大银行南京分行的 0.50 亿元贷款提供连带责任担保，翔盛粘胶纤维发生债务违约，各贷款银行均向当地人民法院提起诉讼，公司均为被告方之一。目前公司已与中国进出口银行江苏省分行达成和解，中国进出口银行江苏省分行已经撤诉。公司已对上述其余债务及相关费用完成代偿。

针对多笔违约贷款，公司均有反担保措施。截至目前，除上述涉诉金额外，公司对浙江翔盛及其子公司无其他担保事项。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括白酒业务、红酒业务及其他业务；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、粮食贸易、纺织产品销售以及化肥及粘胶销售等。

2015~2017 年，公司营业收入持续增长，分别为 164.13 亿元、175.59 亿元和 201.61 亿元。从收入构成来看，2015~2017 年，白酒的生产和销售为公司收入主要来源，占营业收入的比重始终在 90%以上；受益于 2016 年以来白酒市场景气度持续回升，2017 年公司白酒业务销售收入占比上升至 95.15%。公司于 2013 年推出红酒系列产品；近年来，受红酒行业竞争加剧影响，公司红酒收入占比不断下降，2017 年为 1.41%。公司其他业务主要来自景区收入、粮食贸易、租金和工程及维修等，2015~2017 年，公司其他业务的销售收入分别占营业收入的

4.65%、4.43%和 3.44%。

从收入变动来看，2015~2017 年，公司白酒板块销售收入持续增长，分别为 153.16 亿元、164.99 亿元和 191.83 亿元。2015~2017 年，公司红酒板块收入呈波动下降趋势，分别为 3.33 亿元、2.83 亿元和 2.85 亿元。近年来，受公司产业结构调整及合并范围变化影响，公司其他业务板块收入不断下降，2017 年为 6.93 亿元。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司综合毛利率持续增长，三年分别为 60.42%、62.36%和 65.80%，主要系公司中高端白酒产品提价所致。2015~2017 年，公司白酒生产及销售业务的毛利率保持较高水平，分别为 63.25%、65.50%和 67.93%。公司红酒业务的毛利率持续下降，近三年分别为 66.37%、58.09%和 53.20%。公司其他板块毛利率水平波动较大，2015~2017 年分别为 1.05%、5.15%和 12.16%，其中 2017 年毛利率较高，系亏损的景区业务因资产划转剥离所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 211.21 亿元，同比增长 23.47%；其中白酒板块实现销售收入 204.80 亿元，占营业收入的比重为 96.07%，红酒板块和其他板块营业收入分别为 1.36 亿元和 5.05 亿元。2018 年 1~9 月，公司综合毛利率为 72.52%，较 2017 年同期增加 10.98 个百分点，主要系白酒产品提价所致。由于公司盈利不强的业务剥离，带动其他板块毛利率同比大幅提高至 51.53%。

总体看，公司近年来收入不断增长，白酒板块对公司收入和利润贡献大，综合毛利率保持高水平，整体经营状况良好。

表 1 2015 年~2018 年 9 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	153.16	93.32	63.25	164.99	93.96	65.50	191.83	95.15	67.93	204.80	96.07	73.03
红酒	3.33	2.03	66.37	2.83	1.60	58.09	2.85	1.41	53.20	1.36	0.64	73.03
其他	7.64	4.65	1.05	7.77	4.43	5.15	6.93	3.44	12.16	5.05	2.39	51.53

合计	164.13	100.00	60.42	175.59	100.00	62.36	201.61	100.00	65.80	211.21	100.00	72.52
----	--------	--------	-------	--------	--------	-------	--------	--------	-------	--------	--------	-------

资料来源：公司提供

2. 白酒生产与销售

公司生产经营主体为下属上市子公司洋河股份及其控股子公司江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟酒业”）。经过多年研发及实践，公司的白酒生产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 等各种不同酒精度、不同风格的成品酒。

截至 2017 年底，洋河股份资产总计 432.58 亿元，所有者权益合计 294.95 亿元，2017 年实现营业收入 199.18 亿元，实现净利润 66.19 亿元。截至 2018 年 9 月底，洋河股份资产总计 451.78 亿元，所有者权益合计 325.89 亿元，2018 年 1~9 月实现营业收入 209.66 亿元，同比增长 24.22%；实现净利润 70.40 亿元，同比增长 26.31%。

截至 2017 年底，双沟酒业资产总计 52.44 亿元，所有者权益合计 19.26 亿元，2017 年实现营业收入 25.80 亿元，实现净利润 15.57 亿元。

采购

白酒酿造的生产成本主要包括原材料和能源（其余为人工、生产线折旧等），各类物资在生产成本中的占比分别约为：粮食占 12%；包装物占 46%；调味酒占 9%；酒精占 10%；煤炭和电力占 3%。

目前，公司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苏酒集团贸易股份有限公司（以下简称“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）及煤炭等，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、供货量以及供应价格。供应部根据招标结果向供应商发出订

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、供货量以及供应价格，报督查室审核后实施采购。供应商根据订单或合同交货，物资经质量部检验合格后，进入仓库保管。

为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份一直与供应商保持长期稳定的合作关系。由于白酒生产所需的糯米、高粱、粳米、小麦、大麦、玉米、稻壳等粮食作物的产量和质量对自然环境、气候条件等因素较为敏感，导致供给量和价格波动性较大，公司采用与规模大、实力雄厚的供应商合作的方式，在保证供应稳定性的同时降低了采购成本。包装材料方面，公司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伙伴；对于新引进的包装材料供应商，公司通过控制其订单规模的形式确保白酒包装的质量稳定性。

在采购结算方面，洋河股份采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算，但从 2016 年开始减少票据结算规模。洋河股份通常在订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。

从采购集中度来看，近三年来，洋河股份向前五大供应商采购金额总额分别为 13.46 亿元、12.88 亿元和 12.68 亿元，占当期采购金额的比重分别为 26.02%、23.47%和 22.98%，所占比重整体呈下降趋势。

表2 2015~2017年洋河股份前五名供应商情况

（单位：万元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
前五大供应商采购金额总额	134556.43	128758.77	126844.10

前五大供应商 占同类采购比	26.02	23.47	22.98
------------------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：上表数据口径为洋河股份营业收入全口径。

总体看，洋河股份建立了一套完整的采购制度和流程，通过与供应商建立长期合作机制有效控制原材料质量和供应稳定。

生产

洋河股份白酒生产分为制曲、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。

在基酒酿造方面，洋河股份基酒酿造采用滚动计划管理，以便与勾储、生产部门衔接。每年年底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，基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，苏酒集团向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。

洋河股份现辖洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地。从实际生产情况来看，截至 2017 年底，洋河股份共拥有原酒产能 29 万吨/年，其中原有的洋河镇生产基地拥有原酒产能 20 万

吨/年，2010 年通过收购取得的双沟镇生产基地拥有原酒产能 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，其自身产能能满足白酒的生产和销售需要，没有对外采购基酒或成品酒。2015~2017 年，白酒产量分别为 21.92 万吨、20.45 万吨和 22.01 万吨，产能利用率分别为 75.58%、70.51%和 75.91%。2016 年，白酒市场产品普遍单价上升，白酒销售业务呈现量减价涨情况。

表 3 近年公司原酒生产情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
产能（万吨/年）	29.00	29.00	29.00	29.00
产量（万吨）	21.92	20.45	22.01	8.75
产能利用率（%）	75.58	70.51	75.91	14.08

资料来源：公司提供

洋河股份在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。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。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%合格后才会上线出厂。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；白酒生产受市场状况影响较大，近年来产量及产能利用率有所波动。

销售

苏酒集团是洋河股份的销售平台，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。

从销售模式来看，为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，苏酒集团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，负责区域内市场营销。截至目前，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。在产品导入期，苏酒集团首选当地优质经销商资源进行合作。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”营销模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险。

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，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。洋河股份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一致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“梦之蓝”切入高端礼品市场，“海之蓝”采取品牌错位竞争原则以较低价格定位，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。

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，对客户基本采用先款后货的结算方式；对于少部分可能采用赊销方式的客户（主要是大型超市），公司严格控制赊销金额，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。

从销售情况来看，2015~2017年，洋河股份产销率分别为98.17%、96.94%和98.14%，基本保持在较高水平。从销售均价上看，2015~2017年公司白酒产品销售均价分别为71771.32元/吨、83245.54元/吨和88831.11元/吨，呈持续上升趋势，此变化与公司白酒产品的市场定位和目标客户的调整密切相关。

表4 近年洋河股份白酒销售情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年
销量(万吨)	21.51	19.82	21.60
产销率(%)	98.17	96.94	98.14
销售收入(亿元)	153.16	164.99	191.83
销售均价(元/吨)	71771.32	83245.54	88831.11

资料来源：公司提供

从销售的区域分布情况来看，洋河股份酒类产品主要立足于江苏省，2015~2017年江苏省的销售收入分别为94.57亿元、92.01亿元和102.29亿元，销售收入波动增长。2017年江苏省销售收入占公司销售总额比重达到52.54%，占比较高。除江苏省外，公司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。

2015~2017年，省外地区的销售额分别为61.92亿元、75.82亿元和92.39亿元，销售规模呈持续上升趋势，占比分别为39.57%、45.18%和47.46%，占比呈上升趋势。2018年上半年，洋河股份酒类销售区域分布较2017年变化不大，省内销售金额74.26亿元，占53.28%；省外销售金额65.12亿元，占46.72%。

表5 近年洋河股份酒类销售情况的区域分布（单位：亿元、%）

区域	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	94.57	60.43	92.01	54.82	102.29	52.54	74.26	53.28
省外	61.92	39.57	75.82	45.18	92.39	47.46	65.12	46.72
合计	156.49	100.00	167.82	100.00	194.68	100.00	139.38	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中销售收入包含红酒销售收入。

销售集中度方面，2015~2017年，洋河股份前五大客户的销售收入总额分别为9.47亿元、9.29亿元和6.87亿元，占总销售收入比重为4.70%、5.90%和3.45%，前五大客户销售总额占比整体呈波动下降趋势，但销售集中度低，对公司未来销售和盈利的稳定性影响不大。

总体看，公司白酒类产品结构及销售网络市场覆盖全面、产销率高；公司建立了适合自身经营特点的销售模式，销售渠道畅通。

3. 红酒业务

为缓解限制三公消费带来的影响，拓展产品结构，公司近年来积极开发红酒业务，产品主要包括王者脸面（KING FACE）和星得斯（SIDUS WINE）两大系列。2015~2017年，公司红酒板块收入呈波动下降趋势，分别为3.33亿元、2.83亿元和2.85亿元。

2015~2017年，公司红酒产销量均持续增长，2017年分别达到5283.01吨和5212.34吨，同

比分别增长4.86%和1.04%。受公司补充库存增加产量影响，红酒产销率持续下滑，2017年为98.66%。

表6 近年洋河股份红酒销售情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年
销量(吨)	4372.29	5158.93	5212.34
产量(吨)	4123.09	5038.31	5283.01
产销率(%)	106.04	102.39	98.66

资料来源：公司提供

4. 其他业务

公司其他业务主要来自景区收入、粮食贸易、租金和工程及维修等。近年来，受公司产业结构调整及合并范围变化影响，公司其他业务板块收入不断下降，2015~2017年分别为7.64亿元、7.77亿元和6.93亿元。

5. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数波动下降，存货周转次数持续下滑，总资产周转

次数有所增长;2017年上述三指标分别为85.91次、0.50次和0.39次。总体看,公司经营效率良好,符合白酒行业特点。

6. 未来发展

公司未来继续围绕白酒主业,同时积极发展红酒板块,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。

截至2018年9月底,公司主要在建项目包括台商创业园一期项目、耿车循环经济产业园和宿迁科技城标准厂房等。在建项目均已进入建设施工的后期。

总体看,公司在建项目投资已近尾声,资金需求可控。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年度合并财务报告,江苏苏亚金诚会计师事务所(特殊普通合伙)对2015年度财务报告进行了审计,中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对2016年度和2017年度财务报告进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的2018年三季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看,2015年公司新增合并范围子公司5家,减少1家;2016年公司新增合并范围子公司28家,减少7家;2017年公司合并范围新增子公司7家,减少4家。2018年前三季度,公司合并范围无变化。考虑到合并范围变化涉及的子公司整体规模较小,公司财务数据可比性较强。

截至2017年底,公司资产总额522.79亿元,所有者权益302.16亿元(含少数股东权益193.61亿元)。2017年,公司实现营业收入201.61亿元,利润总额91.70亿元。

截至2018年9月底,公司资产总额545.25

亿元,所有者权益347.11亿元(含少数股东权益213.98亿元);2018年1~9月,公司实现营业收入211.21亿元,利润总额94.10亿元。

2. 资产质量

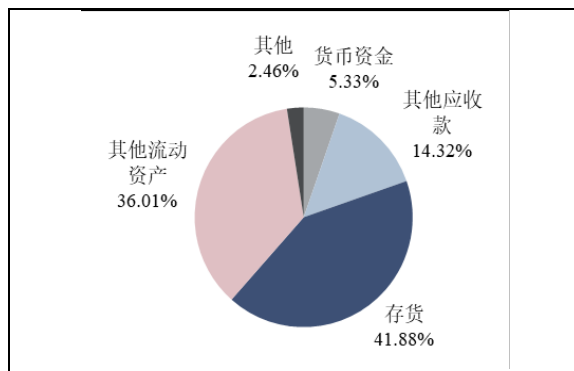
2015~2017年,公司资产规模较为稳定,截至2017年底为522.79亿元。其中,流动资产和非流动资产分别占69.04%和30.96%,流动资产占比进一步提升。

流动资产

2015~2017年,公司流动资产年均增幅4.74%。截至2017年底,公司流动资产360.92亿元,同比增长11.36%,主要来自存货和其他流动资产的增加。截至2017年底,公司流动资产主要由其他应收款(占14.32%)、存货(占41.88%)和其他流动资产(占36.01%)构成。

2015~2017年,公司利用闲置资金购买理财产品,货币资金规模快速下降。截至2017年底,公司货币资金19.23亿元,同比下降31.94%;其中银行存款占98.73%,其余为少量其他货币资金和库存现金。截至2017年底,公司受限货币资金0.15亿元。

图1 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源:公司2017年审计报告

2015~2017年,公司其他应收款年均复合下降29.51%,截至2017年底其他应收款账面价值为51.67亿元,同比下降21.26%。其中按其他组合分类的其他应收款账面价值51.06亿元,主要为应收往来款,由于欠款方主要为政府相关机构、关联方等,回收风险较小,公司未对该部分其他应收款计提坏账准备;公司对

除此之外的其他应收款共计提坏账准备 0.81 亿元，计提比例为 0.74%。从集中度看，截至 2017 年底其他应收款前五名单位合计欠款 48.90 亿元，占其他应收款总额的比例为 93.17%，集中度很高。其中对宿迁市融资调度管理中心的往来借款大幅缩减，系宿迁政府债务缩小，融资需要下降所致。总体看，公司其他应收款主要是应收政府相关机构、关联方的款项，资金占用规模大，且集中度很高，坏账准备计提比例低。

表 7 截至 2017 年底公司其他应收款前 5 名情况

单位名称	是否为关联方	期末余额(亿元)	占总额的比例(%)	性质或内容
江苏双沟集团有限公司	是	31.89	60.77	往来借款
宿迁市融资调度管理中心	否	11.00	20.96	往来借款
收付息	否	4.31	8.21	往来借款
宿迁市财政局国库处(土地利息)	否	1.07	2.03	往来借款
双沟集团一生活区危房拆迁补偿安置房	是	0.63	1.20	往来借款
合 计	--	48.90	93.17	--

资料来源：公司 2017 年审计报告

近年来，公司按照战略安排增加储备，导致存货规模快速增长。截至 2017 年底，公司存货账面价值 151.14 亿元，同比增长 22.84%，主要由半成品(占 69.12%)、库存商品(占 10.70%)、开发成本(占 14.19%)构成。除上述变动外，公司新增开发成本 21.46 亿元，系新增的土地储备。公司白酒产品毛利率较高，在产品和半成品未发现跌价现象，仅对原材料、库存商品、周转材料合计计提跌价准备 0.14 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年复合增长 55.95%。截至 2017 年底，公司其他流动资产 129.97 亿元，同比增长 27.85%，主要为公司购买的信托理财产品 128.23 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产有所波动。截至 2017 年底，公司非流动资产 161.87 亿元，同比下降 13.16%，主要由可供出售金融资产(占 22.17%)、固定资产(占 51.34%)、在建工程(占 8.06%)和无形资产(占 10.88%)构成。

近三年，公司可供出售金融资产分别为 12.74 亿元、15.83 亿元和 35.89 亿元，呈快速增长态势。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产中包含可供出售权益工具 20.65 亿元和理财产品 15.25 亿元，其中 20.61 亿元以成本计量，前五名被投资对象如下表所示，公司当期共获得现金红利 0.22 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司可供出售金融资产投资金额前五名被投资单位(单位：亿元)

被投资单位	投资金额
联储证券有限责任公司	3.30
中银国际证券有限责任公司	3.00
金石坤享股权投资(合伙企业)(有限合伙)	3.00
西部信托-泰禾集团应收债权集合资金信托计划	2.00
中金佳泰(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.90
合 计	--

资料来源：根据公司 2017 年审计报告整理

2015~2017 年，公司固定资产波动下降。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 112.33 亿元，主要由房屋及建筑物(占 69.94%)和机器设备(占 26.50%)构成，同比下降 21.41%，主要系合并范围减少西楚旅游和鼎城建设导致房屋及建筑物下降。公司固定资产累计计提折旧 29.22 亿元，未计提减值准备。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 83.11 亿元，同比下降 29.35%。

近三年，随着名优酒酿造技改项目、双沟酒业园区包装物项目、双沟新区瓶库及包装迁建工程等项目陆续完工转入固定资产，公司在建工程年均复合下降 27.38%。截至 2017 年底，公司在建工程 13.04 亿元，同比下降 18.14%，主要在建项目包括台商创业园一期(5.85 亿元)、耿车循环经济产业园(2.00 亿元)、宿迁科技城标准厂房(2.00 亿元)等。

2015~2017 年，公司无形资产保持相对稳定，截至 2017 年底为 17.61 亿元，主要系土地使用权(占 95.48%)。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 545.25 亿元，较上年底增长 4.30%，资产结构较

2017年底变动不大。其中，公司货币资金14.59亿元，较2017年底下降24.14%；可供出售金融资产43.98亿元，较2017年底增长22.54%，主要系按成本计量的可供出售权益工具增加所致。

截至2018年9月底，公司货币资金中使用受限金额为150.00万元，其余受到限制的资产较2017年底变化不大。

总体看，公司资产规模保持稳定，且以流动资产为主，现金类资产较充裕，整体资产质量高；但公司以应收关联方为主的其他应收款规模较大，对资金形成占用。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益年均复合增长11.02%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。截至2017年底，公司所有者权益302.16亿元（含少数股东权益193.61亿元），同比增长9.86%；归属于母公司的权益中，实收资本占1.01%、资本公积占9.38%、未分配利润占88.55%。2017年底，公司资本公积因无偿划转子公司西楚旅游和鼎城建设股权导致减少至10.18亿元。

截至2018年9月底，受未分配利润和少数股东权益持续增加影响，公司所有者权益较2017年底增长14.88%至347.11亿元；其中少数股东权益213.98亿元，较上年底增长10.52%。归属于母公司的权益中，未分配利润120.24亿元（占90.32%），较上年底增长25.10%。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性弱。

负债

2015~2017年，公司负债总额年均复合下降6.92%。截至2017年底，公司负债合计220.63亿元，同比下降6.30%；其中流动负债占89.00%，非流动负债占11.00%。公司负债以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债规模较为稳定。截至2017年底，公司流动负债196.36亿元，

同比下降7.22%，主要由短期借款（占6.92%）、应付账款（占7.15%）、预收款项（21.40%）、应交税费（占11.94%）、其他应付款（占41.17%）和其他流动负债（占5.09%）构成。

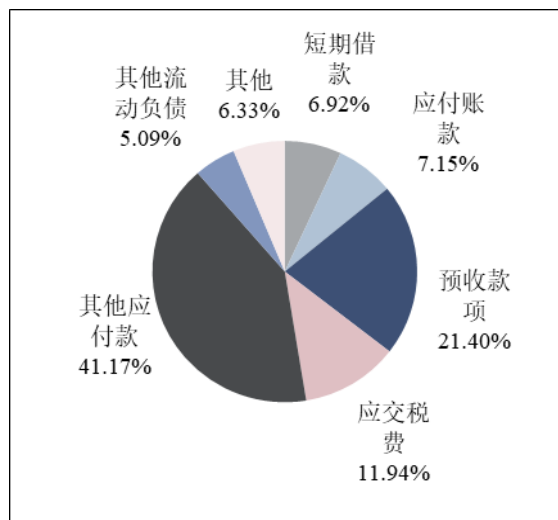
2015~2017年，公司短期借款年均复合增长32.27%。截至2017年底，公司短期借款13.59亿元，同比增长13.56%；其中信用借款9.59亿元、保证借款占4.00亿元。

2016年以来公司减少票据结算方式，近三年应付票据规模快速下降，年均复合降幅61.68%。截至2017年底，公司应付票据4.08亿元，同比下降69.99%，全部为银行承兑汇票。

2015~2017年，公司应付账款年均复合增长29.05%。截至2017年底，公司应付账款14.04亿元，同比增长67.32%，主要为应付货款（12.41亿元）。

公司白酒销量良好，近三年预收款项年均复合增长80.40%。截至2017年底，公司预收款项42.02亿元，同比增长8.26%。

图2 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司2017年审计报告

公司其他应付款主要由往来借款和与白酒销售相关的经销商折扣款、保证金、抵押金等构成。2015~2017年，公司其他应付款波动下降，截至2017年底为80.85亿元，同比增长11.30%。其中经销商尚未结算的折扣占27.82%、经销商保证金占24.69%、往来借款占30.45%；

往来借款中包含向宿迁产发拆借的无息借款13.12亿元和债券置换资金11.00亿元。

受长期借款和应付债券规模快速下降影响，2015~2017年，公司非流动负债年复合下降28.76%。截至2017年底，公司非流动负债24.27亿元，同比变动不大，主要由应付债券（占86.54%）和专项应付款（占8.21%）构成。

2015~2017年，公司长期借款分别为7.40亿元、5.54亿元和14.55万元。其中2017年底长期借款全部为信用借款。

2015~2017年，公司应付债券分别为37.00亿元、15.00亿元和21.00亿元。截至2017年底，公司应付债券包括“16洋河01”（10亿元，10年，附第5年公司调整票面利率选择权和投资者有回售选择权）、“17洋河01”（5亿元，10年，附第5年末公司有调整票面利率选择权和投资者回售选择权）、“17洋河02”（6亿元，9年，附第3年末和第6年末公司有调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。

表9 截至本报告出具日公司存续期内债券明细

债券简称	起息日	到期日	余额（亿元）
18 洋河 SCP003	2018.10.09	2019.04.18	8.00
18 洋河 SCP004	2018.11.28	2019.06.17	5.00
18 洋河 MTN001	2018.09.04	2021.09.06	6.00
16 洋河 01	2016.03.24	2026.03.24	10.00
17 洋河 01	2017.04.27	2027.04.28	5.00
17 洋河 02	2017.08.18	2026.08.21	6.00
18 洋河 01	2018.10.26	2023.10.29	5.00
18 洋河 02	2018.10.26	2023.10.29	5.00

资料来源：wind，联合资信整理

截至2018年9月底，公司负债合计198.14亿元，较2017年底下降10.19%，流动负债占比略有下降。截至2018年9月底，公司短期借款较上年底增长79.05%至24.34亿元；由于白酒业务预收经销商货款符合收入确认条件后确认收入，预收款项较上年底下降34.02%至27.72亿元；其他应付款60.28亿元，较上年底下降25.45%，主要系保证金及往来借款规模下降所致；随着“17洋河SCP001”（5亿元）、“17洋河SCP002”（5亿元）、“15洋河PPN001”（5亿元）的到

期兑付及“18洋河SCP002”（7亿元）、“18洋河MTN001”（6亿元）的发行，公司一年内到期的非流动负债、其他非流动负债和应付债券的余额分别为0.00亿元、7.00亿元和27.00亿元。

2015~2017年，公司全部债务规模快速下降，年均降幅31.96%。截至2017年底，公司全部债务为53.68亿元，同比下降41.06%，主要西楚旅游和鼎城建设划转剥离所致。从有息债务结构来看，公司全部债务以短期债务为主，近三年短期债务占全部债务的比重分别为61.70%、77.44%和60.87%。截至2018年9月底，公司全部债务合计61.34亿元，较2017年底增长14.28%，债务结构仍以短期债务为主（占55.98%）。

从债务指标看，近三年，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均呈持续下降趋势，三年均值分别为45.13%、21.43%和6.50%，2017年底分别为42.20%、15.08%和6.50%。截至2018年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至36.34%和15.02%，长期债务资本化比率上升至7.22%。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务呈现逐年下降趋势，债务结构以短期债务为主；公司整体负债水平较轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

近三年，在大众消费升级、消费结构转化等因素的拉动下，公司营业收入不断增长，年复合增长率为10.83%。2017年，公司白酒产品的销售在省内外均保持良好增长势头，实现营业收入201.61亿元，同比增长14.82%。2015~2017年，公司营业成本年均复合增长3.01%，低于营业收入的增速，2017年为68.95亿元。此外，2017年公司根据国家税务总局的要求调整了白酒消费税的缴纳和核算方式，当年营业税金及附加大幅增长¹。综合影响下，近三年公

¹根据国家税务总局税总函[2017]144号《国家税务总局关于进一步

司营业利润率总体保持较高水平且变动不大，分别为 59.00%、60.60%和 60.09%。

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成符合行业特征。近三年，随着业务推广所需费用的增加及各项成本的上升，公司期间费用呈增长趋势，占营业收入的比重分别为 19.73%、20.02%和 19.89%，对利润形成一定侵蚀。2017 年，公司期间费用合计 40.10 亿元，同比增长 14.09%；其中销售费用同比增长 25.92%至 23.95 亿元，管理费用 16.40 亿元，同比变动不大。近三年公司财务费用持续为负，主要是公司通过购买理财产品获得一定利息收入。

2015~2017 年，公司分别实现投资收益 5.73 亿元、5.50 亿元和 10.09 亿元。2017 年，公司投资收益中包含处置长期股权投资（西楚旅游和鼎城建设）产生的投资收益 3.78 亿元以及购买理财产品获得投资收益 5.17 亿元。2015 和 2016 年，公司营业外收入均为 0.80 亿元，2017 年公司营业外收入及其他收益合计为 0.83 亿元，主要为政府补贴。

随着公司白酒销售持续向好及投资收益的稳定补充，近三年公司分别实现利润总额 70.71 亿元、76.84 亿元和 91.70 亿元。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动态势，三年均值分别 16.60%和 21.76%，2017 年分别为 19.53%和 22.95%，分别同比增加 3.87 个百分点和 2.13 个百分点。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 211.21 亿元，同比增长 23.47%；营业利润率为 56.56%；公司期间费用占营业收入的比重为 12.48%，较 2017 年下降 7.41 个百分点，其中销售费用同比

增长 23.41%至 19.86 亿元；公司实现投资收益 6.77 亿元，同比增长 84.43%，主要来自理财产品的收益。同期，公司实现利润总额 94.10 亿元，同比增长 26.96%，盈利能力保持良好水平。

总体看，随着大众消费升级、白酒行业回暖，公司产品销售情况向好，收入及利润规模持续增长，整体盈利能力强。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量有所增长，年均复合增长率为 3.84%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2017 年公司经营活动现金流入量为 266.88 亿元，同比增长 3.35%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 238.42 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 28.47 亿元，主要系收到的往来款。2015~2017 年，公司经营活动产生现金流出量较为稳定，2017 年 179.58 亿元，同比增长 5.96%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 74.43 亿元，同比增长 14.08%，支付其他与经营活动有关的现金主要系支付的销售费用、管理费用、保证金押金和往来款，2017 年为 24.34 亿元，同比下降 22.33%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 73.18 亿元、88.76 亿元和 87.31 亿元。从收入实现质量来看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 121.34%、132.33%和 118.25%，公司经营获现能力保持较好水平。

投资活动方面，2015~2017 年，公司固定资产投资需求回落，大量闲置资金用于理财产品及股权投资，投资活动产生的现金流入量和流出量均快速增长，年均复合增长率分别为 172.26%和 101.19%。2017 年，公司投资活动现金流入量和流出量分别为 310.79 亿元和 352.80 亿元，同比分别增长 250.09%和 132.57%；其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 305.00 亿元和 348.30 亿元，系赎回和投资理财产品产生。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额表现为净流出，2017 年为 -42.00 亿元。

步加强白酒消费税征收管理工作的通知》文件规定，对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格，自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%，公司白酒消费税的缴纳方式从 2017 年 9 月 1 日起由受托方代扣代缴改为由白酒生产企业直接缴纳，消费税的核算方式由委托加工计入白酒生产成本，改为由白酒生产单位自行生产销售计入税金及附加。从价计征的白酒消费税计税价格自 2017 年 5 月 1 日起由组成计税价格改为按照最终一级销售单位对外销售价格核定消费税最低计税价格。

筹资活动方面，2015~2017年，公司主要通过取得借款和发行债券进行筹资，筹资活动产生的现金流入量呈下降趋势，2017年为52.73亿元。同期，公司筹资活动现金流出规模有所波动，2017年为105.02亿元，其中偿还债务支付的现金67.25亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为-33.93亿元、-52.51亿元和-52.29亿元。

2018年1~9月，公司经营活动现金流入量为270.05亿元，同比增长13.53%。其中销售商品、提供劳务收到的现金224.02亿元，同比增长24.06%；收到其他与经营活动有关的现金46.03亿元，同比下降19.65%。公司经营活动现金流出量224.09亿元，同比增长31.83%，其中支付其他与经营活动有关的现金75.28亿元，同比大幅增长74.72%，主要系支付的往来款增加所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为45.96亿元，同比下降32.29%，当期现金收入比为106.07%。2018年1~9月，公司仍保持较大规模的理财产品投资，收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为223.03亿元和252.02亿元，投资活动现金流量净额为-29.22亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-21.36亿元。

总体看，受益于白酒业务先款后货的结算模式特点，公司经营获现能力及收入质量良好，公司投资规模持续增长，经营活动产生的现金流可满足投资支出，对外融资需求较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均呈波动增长趋势，三年均值分别为165.34%和102.26%，2017年底分别为183.80%和106.83%，同比分别增加30.65个百分点和11.82个百分点。2015~2017年，公司经营现金流动负债比率持续提高，2017年为44.46%。截至2018年9月底，公司流动比率和速动比率较2017年底均有所增长，分别为222.53%和133.35%。考虑到公司流动资产质量好，且现金类资产充裕，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动增长，分别为77.91亿元、85.17亿元和99.66亿元；全部债务/EBITDA分别为1.49倍、1.07倍和0.54倍；EBITDA利息倍数分别为48.47倍、56.13倍和31.72倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年9月底，公司本部共获得各家银行授信合计39.20亿元，尚未使用额度为12.50亿元，公司间接融资渠道有待扩宽。此外，子公司洋河股份为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年9月底，公司对外担保余额17.89亿元（均有反担保措施），担保比率为5.15%。截至2018年9月底，公司因被担保方债务违约而涉及诉讼：公司为翔盛高新材料和翔盛粘胶纤维提供的2.00亿元和5.29亿元贷款连带责任担保，因翔盛高新材料和翔盛粘胶纤维发生债务违约，目前相关案件已完成审理。翔盛高新材料和翔盛粘胶纤维为关联公司，控股股东均为浙江翔盛集团有限公司（以下简称“浙江翔盛”）。针对上述对外担保贷款，公司的反担保措施完备。截至目前，公司已对上述涉诉事项完成代偿。

表 10 截至 2018 年 9 月底公司对外担保情况表

（单位：万元）

被担保公司	担保金额	担保期限
宿迁市经济开发总公司	18000.00	2012.03-2019.03
宿迁市宿城区新农村建设投资有限公司	12500.00	2013.01-2019.12
宿迁市洋河新城新农村建设有限公司	17900.00	2015.11-2018.11
江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司	5000.00	2016.09-2018.09
允友成（宿迁）复合材料有限公司	17160.00	2013.03-2023.03
宿迁市交通产业集团有限公司	16350.00	2014.10-2021.10
宿迁市城市建设投资（集团）有限公司	60000.00	2013.10-2020.10
宿迁水务集团有限公司	32000.00	2012.12-2019.12
合计	178910.00	--

资料来源：公司提供

注：公司对宿迁市经济开发总公司的 18000 万元担保和对江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司的 5000 万元担保目前已经到期。

除上述诉讼外，截至2018年9月底，公司尚涉及两起法律诉讼事件，均为子公司苏酒集团涉及的侵权责任纠纷事项，具体情况如下：一、与中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行储蓄存款1.00亿元侵权责任纠纷事项；二、与中国工商银行股份有限公司开封豪德支行储蓄存款0.30亿元侵权责任纠纷事项。苏酒集团于2015年2月就上述两起纠纷事项向江苏省宿迁市中级人民法院提起诉讼，案件均已立案受理，目前正在审理过程中，案件最终判决结果存在一定不确定性。上述案件诉讼标的额总计1.30亿元，公司已分别计提坏账准备。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G10321302000336805），截至2019年1月28日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的信贷记录中，有1笔欠息（已于2015年5月28日结清）、1笔垫款（已于2015年5月28日结清）和6笔不良/违约类贷款（均已正常收回）。对外担保中包含关注类1.20亿元和不良类0.30亿元。

8. 母公司财务状况

截至2017年底，母公司资产总额88.72亿元，流动资产74.25亿元，非流动资产14.47亿元；流动资产主要由其他应收款和存货构成，分别为51.01亿元和21.47亿元；非流动资产主要是在建工程10.65亿元（包括台商创业园一期5.85亿元，耿车循环经济产业园2.00亿元和宿迁科技城标准厂房2.00亿元等）。

截至2017年底，母公司负债合计81.69亿元，其中，流动负债60.58亿元，主要包括其他应付款24.48亿元、短期借款12.50亿元、其他流动负债10.00亿元和应付票据4.00亿元；非流动负债21.01亿元，主要为应付债券。

截至2017年底，母公司全部债务为42.50亿元，同比下降29.75%，主要系西楚旅游和鼎城

建设划转剥离所致。从有息债务结构来看，截至2017年底，母公司全部债务中长、短期债务比例基本平衡，短期债务为21.50亿元。截至2018年9月底，母公司全部债务合计53.70亿元，较2017年底增长26.35%，其中短期债务26.70亿元。

截至2017年底，母公司所有者权益合计7.03亿元，其中实收资本1.10亿元，资本公积3.14亿元，盈余公积1.12亿元，未分配利润1.65亿元。

2017年母公司实现营业收入0.85亿元，利润总额11.06亿元，其中投资收益10.88亿元，主要为收到的现金分红。

2017年，母公司经营活动现金流入为24.37亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出4.39亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金；经营活动产生的现金流量净额为19.98亿元。公司投资活动现金流入11.90亿元，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出0.41亿元，为构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金；投资活动产生的现金流量净额11.49亿元。公司筹资活动现金流入43.45亿元，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出74.75亿元，主要为偿还债务支付的现金61.50亿元和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金12.54亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-31.30亿元。

综上，母公司债务负担较重，利润主要依赖于投资收益。

9. 抗风险能力

基于对白酒酿造行业运行状况、区域经济环境、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。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司发行本期中期票据的额度为4亿元，

占 2018 年 9 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 14.81%和 6.52%，对公司现有的债务规模有一定影响。

截至 2018 年 9 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 36.34%、15.02%和 7.22%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，发行后实际债务水平变化不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

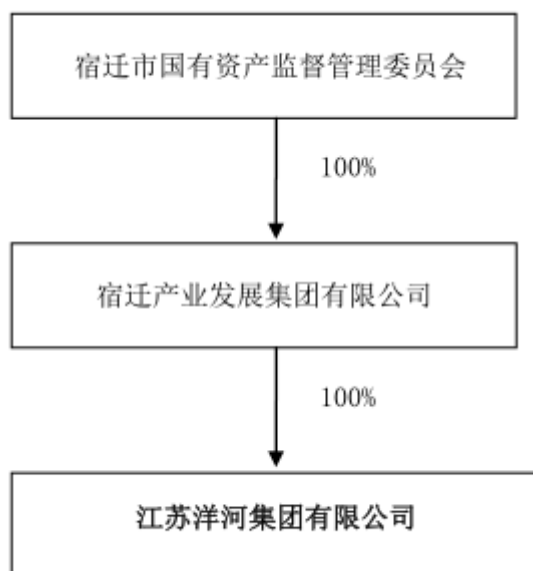
2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 73.18 亿元、88.76 亿元和 87.31 亿元，分别为本期中期票据的 18.30 倍、22.19 倍和 21.83 倍；同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 19.48 倍、21.29 倍和 24.91 倍。总体看，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

十一、结论

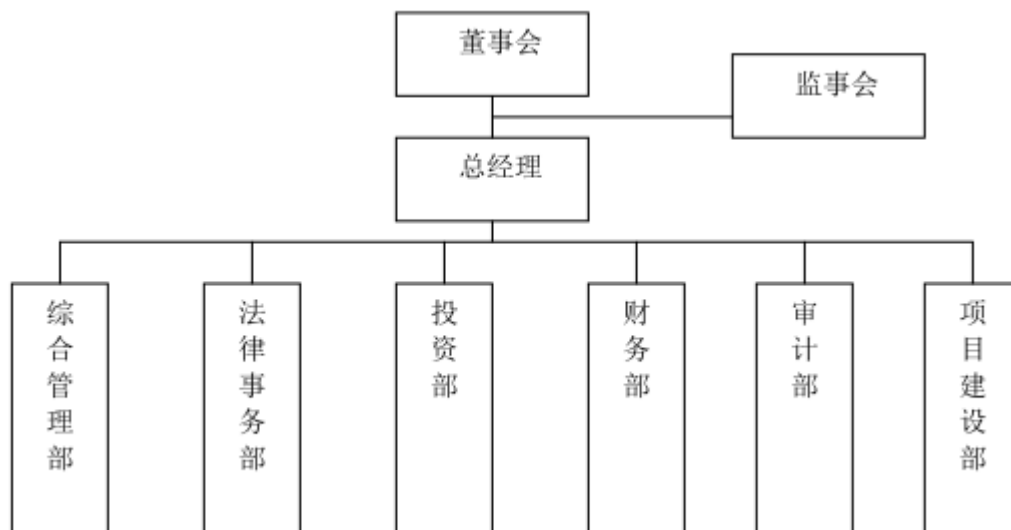
近年来，白酒行业由高速发展期进入成熟期，2016 年以来，白酒行业回暖趋势明显，行业需求已由政务消费驱动逐步向商务消费和大众消费转换。公司作为中国著名白酒酿造企业，白酒酿造经验丰富、白酒产销量位居行业前列，产品知名度高。公司经营效率良好、债务负担轻、盈利能力强、经营现金流状况良好。未来，公司将继续围绕白酒主业，进一步扩大产能，积极拓展省外市场；同时，调整白酒产品结构，进行销售渠道转型和产品多元化发展，大力打造电商平台、扩大品牌红酒销售，提高产品毛利。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	53.77	29.78	21.36	15.85
资产总额(亿元)	499.78	510.51	522.79	545.25
所有者权益(亿元)	245.13	275.04	302.16	347.11
短期债务(亿元)	71.54	70.53	32.67	34.34
长期债务(亿元)	44.40	20.54	21.00	27.00
全部债务(亿元)	115.94	91.07	53.68	61.34
营业收入(亿元)	164.13	175.59	201.61	211.21
利润总额(亿元)	70.71	76.84	91.70	94.10
EBITDA(亿元)	77.91	85.17	99.66	--
经营性净现金流(亿元)	73.18	88.76	87.31	45.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	92.10	95.74	85.91	--
存货周转次数(次)	0.61	0.56	0.50	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.35	0.39	--
现金收入比(%)	121.34	132.33	118.25	106.07
营业利润率(%)	59.00	60.60	60.09	56.56
总资本收益率(%)	14.61	15.66	19.53	--
净资产收益率(%)	21.50	20.82	22.95	--
长期债务资本化比率(%)	15.34	6.95	6.50	7.22
全部债务资本化比率(%)	32.11	24.87	15.08	15.02
资产负债率(%)	50.95	46.12	42.20	36.34
流动比率(%)	159.06	153.15	183.80	222.53
速动比率(%)	104.94	95.01	106.83	133.35
经营现金流动负债比(%)	35.38	41.94	44.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.47	56.13	31.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.49	1.07	0.54	--

注：2018 年三季度季度财务数据未经审计；短期债务包含其他应付款和其他流动负债中的有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+一年内到期的非流动负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 江苏洋河集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏洋河集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江苏洋河集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏洋河集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江苏洋河集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏洋河集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江苏洋河集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江苏洋河集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江苏洋河集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江苏洋河集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江苏洋河集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。