信用等级公告

联合〔2019〕2339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进行跟踪分析和评估，确定维持江苏洋河集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“18洋河MTN001”和“19洋河MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏洋河集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期评级结果：AAA
上次主体长期评级结果：AAA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 洋河 MTN001	4 亿元	2022/04/12	AAA	AAA
18 洋河 MTN001	6 亿元	2021/09/06	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.78	21.36	42.95	233.10
资产总额(亿元)	510.51	522.79	582.24	590.79
所有者权益(亿元)	275.04	302.16	343.71	385.60
短期债务(亿元)	70.53	32.67	37.16	39.49
长期债务(亿元)	20.54	21.00	36.98	36.97
全部债务(亿元)	91.07	53.68	74.15	76.46
营业收入(亿元)	175.59	201.61	243.56	109.41
利润总额(亿元)	76.84	91.70	108.41	53.98
EBITDA(亿元)	85.17	99.66	116.17	--
经营性净现金流(亿元)	88.76	87.31	59.52	2.47
营业利润率(%)	60.60	60.09	57.66	57.77
净资产收益率(%)	20.82	22.95	23.62	--
资产负债率(%)	46.12	42.20	40.97	34.73
全部债务资本化比率(%)	24.87	15.08	17.74	16.55
流动比率(%)	153.15	183.80	215.95	263.62
经营现金流动负债比率(%)	41.94	44.46	30.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	0.54	0.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	56.13	31.72	42.38	--

注：2019年一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： 张豪若 孔祥一 闫 旭
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

江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”或“洋河集团”）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，联合资信联合资信评估有限公司（以下简称“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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 洋河 MTN001”和“19 洋河 MTN001”的信用等级为 AAA，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；公司下属子公司洋河股份作为老八大名酒，拥有“洋河”“双沟”两个中国名酒及“洋河”“双沟”“蓝色经典”“珍宝坊”“梦之蓝”“苏”等六枚中国驰名商标。产品历史悠久，品牌知名度高。
2. 公司产品结构相对完整，覆盖低、中、高价各档位，2018 年来产品价格提升，公司利润进一步增厚。
3. 公司主业盈利能力强，2018 年从洋河股份获得分红 16.47 亿元，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“18 洋河 MTN001”和“19 洋河 MTN001”保障能力好。

关注

1. 公司应收关联方款项规模较大，对资金形成占用；截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 9.19 亿元，面临一定或有负债风险。
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. 母公司债务负担较重，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”或“洋河集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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2019年3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2019年3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（无质押），为其第一大股东。

截至 2018 年底，公司资产总额为 582.24 亿元，所有者权益为 343.71 亿元（含少数股东权益 220.80 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 243.56 亿元，利润总额 108.41 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 590.79 亿元，所有者权益为 385.60 亿元（含少数股东权益 248.36 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 109.41 亿元，利润总额 53.98 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司分别于 2018 年和 2019 年发行“18 洋河 MTN001”和“19 洋河 MTN001”，发行期限均为 3 年，募集资金分别为 6.00 亿元和 4.00 亿元。截至目前，公司存续期内债券全部募集资金均已按照募集资金用途使用完毕。跟踪期内，“18 洋河 MTN001”正常付息。“19 洋河 MTN001”未到付息日。截至目前，除以上所述债券，公司尚有其余各类债券发行总额共计 41.00 亿元。

表 1　截至本报告出具日公司存续期内债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	到期兑付日
18 洋河 MTN001	6.00	2018-9-6	2021-9-6
19 洋河 MTN001	4.00	2019-4-12	2022-4-12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、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。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。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，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位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，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。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，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、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），勾兑后成为出厂的成品酒。

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 10%，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。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。清香型白酒是中国传统三大香型白酒之一，具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，在中国具有深厚的消费基础，有汾酒、红星、牛栏山、衡水老白干、宝丰酒等知名品牌。

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与经济发展、人均收入水平密切相关，并随着收入水平的提高而不断扩大。

2018 年，根据国家统计局数据，全国白酒产量 871.20 万千升，同比下降 27.29%，降幅较上年扩大 15.49 个百分点；白酒（折 65 度）销量 854.65 万千升，同比下降 26.43%，降幅较上年扩大 15.40 个百分点。2017—2018 年，白酒行业库存增长率分别为 7.20%、-3.60%。2018 年，白酒行业高低档产品价格出现分化，高档白酒价格上涨，助长了行业内的马太效应。根据国家发改委数据，截至 2018 年底，全国 52 度高档白酒平均价格为 1043 元/500ml，较上年底增长 14.36%，增幅较上年扩大 2.18 个百分点；52 度中低档白酒平均价格为 155 元/500ml，由上年的增长 3.27%转为下降 1.90%。

经济效益上，根据国家统计局公布的统计数据，2018 年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%；累计实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 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%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也不到 20%。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将趋于激烈。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良性发展。

总体看，2018 年白酒行业产销量下滑，但经济效益持续增长，产品结构不断调整，中高端白酒市场进一步扩大。

2. 行业政策

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

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

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%，并提出要注重智能智慧酿造，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

（1）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。

（2）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。

（3）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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月底，公司对洋河股份持股 34.16%，为其第一大股东。自洋河股份 2009 年上市以来，已实施现金分红 10 次，累计现金分红 231.75 亿元。2018 年，洋河股份实施现金分红 48.22 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 77.95 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2018 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三，中国第二。2018 年，在 World Brand Lab 发布的《中国 500 最具价值品牌》中以 456.15 亿元的品牌价值排名全国第 86 位。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. 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”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。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理体制、管理制度及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

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讼诉，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讼诉，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。

九、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、纺织品销售以及化肥及粘胶销售等。

2018 年，公司营业收入同比增长 20.80%，达到 243.56 亿元。从收入构成来看，白酒的生产和销售为公司收入主要来源，占营业收入的 94.08%；受益于 2018 年白酒市场维持高景气度，公司白酒业务销售收入同比上升 19.44%至 229.13 亿元。受红酒行业竞争加剧影响，公司红酒收入有所下降，2018 年为 2.73 亿元。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，2018 年，公司其他业务的销售收入为 11.70 亿元，占营业收入的 4.80%。

从毛利率来看，2018 年，公司综合毛利率同比增长 7.34 个百分点至 73.14%，主要系公司中高端白酒产品提价所致。同期，受高档白酒市场价格上涨影响，公司白酒生产及销售业务的毛利率同比提升 8.53 个百分点，为 76.46%。公司红酒业务的毛利率同比下降 2.28 个百分点至 50.92%。公司其他板块毛利率水平同比提升 1.00 个百分点至 13.16%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 109.41 亿元，同比增长 14.39%；其中白酒板块实现销售收入 107.15 亿元，同比增长 17.67%；红酒板块和其他板块营业收入分别为 0.54 亿元和 1.72

亿元。2019 年 1—3 月，公司综合毛利率为 71.95%，较 2018 年同期减少 2.66 个百分点；其中，白酒板块和红酒板块毛利率同比分别下降 2.11 个百分点和 3.30 个百分点。公司其他板块毛利率 15.03%，较上年同期变化不大。

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 2　2016 年—2019 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 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	164.99	93.96	65.50	191.83	95.15	67.93	229.13	94.08	76.46	107.15	97.93	72.88
红酒	2.83	1.60	58.09	2.85	1.41	53.20	2.73	1.12	50.92	0.53	0.49	71.70
其他	7.77	4.43	5.15	6.93	3.44	12.16	11.70	4.80	13.16	1.73	1.58	15.03
合计	**175.59**	**100.00**	**62.36**	**201.61**	**100.00**	**65.80**	**243.56**	**100.00**	**73.14**	**109.41**	**100.00**	**71.95**

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”）。

截至 2018 年底，洋河股份资产总计 495.64 亿元，所有者权益合计 336.25 亿元，2018 年实现营业收入 241.60 亿元，实现利润总额 108.39 亿元。截至 2019 年 3 月底，洋河股份资产总计 496.91 亿元，所有者权益合计 378.09 亿元，2019 年 1—3 月实现营业收入 108.90 亿元，同比增长 14.18%；实现利润总额 53.74 亿元，同比增长 14.87%。

截至 2018 年底，双沟酒业资产总计 55.56 亿元，所有者权益合计 12.31 亿元，2018 年实现营业收入 13.27 亿元，实现净利润 8.61 亿元。

(1) 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、籼米、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，2018 来，洋河股份向前五大供应商采购金额总额为 13.59 亿元，占当期采购金额的比重为 32.37%，集中度有所提升。

表3　2016—2018年洋河股份前五名供应商情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
前五大供应商采购金额总额	12.88	12.68	13.59
前五大供应商占同类采购比	23.47	22.98	32.37

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

（2）生产

在基酒酿造方面，洋河股份基酒酿造采用滚动计划管理。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。

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。从产能看，截至 2018 年底，洋河股份共拥有原酒产能 29 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。2018 年，白酒产量为 21.16 万吨，较上年减少 0.85 万吨，主要系产品结构调整所致；产能利用率为 72.97%，较上年下降 2.94 个百分点。

表 4　近年洋河股份原酒生产情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	29.00	29.00	29.00
产量（万吨）	20.45	22.01	21.16
产能利用率（%）	70.51	75.91	72.97

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%合格后才会验收出厂。洋河股份对于已销售的产品进行全流程监控。

（3）销售

苏酒集团是洋河股份的销售平台。从销售模式来看，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）。

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，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，2018年，洋河股份产销率为98.98%，基本保持在较高水平。从销售均价上看，2018年公司白酒产品销售均价为107045.80元/吨，同比提升20.54%，系高档酒占比提升及产品提价所致。

表5　近年洋河股份白酒销售情况

指标	2016年	2017年	2018年
销量（万吨）	19.82	21.60	21.41
产销率（%）	96.94	98.14	98.98
销售收入（亿元）	164.99	191.83	229.13
销售均价（元/吨）	83245.54	88810.19	107045.80

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，2018年江苏省的销售额为118.30亿元，占公司销售总额比重达到51.02%，同比下降1.52个百分点，但占比依然较高。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。2018年，省外地区的销售额达到113.57亿元，占比上升至49.98%。

表6　近年洋河股份酒类销售情况的区域分布（单位：万元、%）

区域	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	920102.84	54.82	1022934.73	52.54	1182995.75	51.02

省外	758166.61	45.18	923901.84	47.46	1135694.46	49.98
合计	**1678269.45**	**100.00**	**1946836.57**	**100.00**	**2318690.21**	**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，2018年，洋河股份前五大客户的销售收入总额为10.27亿元，占总销售收入的比重为4.24%，较2017年有所上升，但销售集中度依然偏低，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。公司红酒收入持续下降，2018年为2.73亿元。

2018年，公司红酒产销量同比有所增长，分别达到6315.57吨和5288.96吨，同比分别增长19.54%和1.47%。受公司补充库存增加产量影响，红酒产销率持续下滑，2018年为83.74%。

表7 近年洋河股份红酒销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
销量（吨）	5158.93	5212.34	5288.96
产量（吨）	5038.31	5283.01	6315.57
产销率（%）	102.39	98.66	83.74

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波动较大，2018年，公司其他业务的销售收入为11.70亿元，同比增长68.83%。

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所增长，存货周转次数同比下滑；2018 年上述三指标分别为 93.36 次、0.44 次和 0.41 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2019年3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。

十、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，中兴华会计师事务所[1]（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2018年公司新设子公司4家，注销2家。2019年一季度，公司合并范围未发生变化。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 2018 年底，公司资产总额为 582.24 亿元，所有者权益为 343.71 亿元（含少数股东权益 220.80 亿元）。2018 年，公司实现营业收

[1]经交易商协会 2019 年第 7 次自律处分会议初审、2019 年第 8 次自律处分会议复审，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中兴华”）在洛娃科技实业集团有限公司年报审计工作中，审计程序存在重大缺失、获取审计证据严重不足，违反行业规范、业务规则，工作开展严重未勤勉尽责决定给予中兴华警告处分，责令其限期整改，并暂停债务融资工具相关业务 6 个月。自律处分决定自 2019 年 7 月 15 日正式生效。

入 243.56 亿元，利润总额 108.41 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 590.79 亿元，所有者权益为 385.60 亿元（含少数股东权益 248.36 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 109.41 亿元，利润总额 53.98 亿元。

1．资产质量

截至2018年底，公司资产总额为582.24亿元。其中，流动资产和非流动资产分别占73.59%和26.41%，流动资产占比进一步提升。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为428.45亿元，同比增长18.71%，主要来自货币资金和其他流动资产的增加。截至2018年底，公司流动资产主要由货币资金（占9.46%）、其他应收款（占9.35%）、存货（占38.36%）和其他流动资产（占39.52%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为40.52亿元，同比大幅增长110.70%；构成主要是银行存款40.40亿元，其余为少量其他货币资金和库存现金。截至2018年底，公司无使用受限的货币资金。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 40.08 亿元，同比下降 22.43%。其中按其他组合分类的其他应收款账面价值为 39.59 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 0.82 亿元，计提比例为 2.00%。从集中度看，截至 2018 年底其他应收款前五名单位合计欠款 38.68 亿元，占其他应收款总额的比例为 97.01%，集中度很高。其中对江苏双沟集团有限公司的往来借款 33.75 亿元。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 8　截至 2018 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	33.75	82.52	往来借款
收付息	否	4.53	11.08	往来借款
宿迁市高新区科技小额贷款公司	是	0.53	1.30	往来借款
宿迁市国丰资产经营管理有限公司	是	0.43	1.06	往来借款
中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行	否	0.43	1.05	储蓄存款（侵权纠纷欠款）
合　计	--	**39.68**	**97.01**	--

资料来源：公司 2018 年审计报告

截至2018年底，公司存货账面价值为164.36亿元，同比增长8.74%，主要由半成品（占68.99%）、库存商品（占10.70%）和开发成本（占14.75%）构成。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，仅对原材料和周转材料合计计提跌价准备0.11亿元。

截至2018年底，公司其他流动资产为169.33亿元，同比增长30.28%，主要为公司购买的信托理财产品167.86亿元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为153.79亿元，同比下降4.99%，主要由可供出售金融资产（占18.48%）、固定资产（占51.43%）、在建工程（占7.96%）和无形资产（占12.27%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产为28.42亿元，同比下降20.82%。公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中25.55亿元以成本计量，前五名被投资对象如下表所示。

表 9　截至 2018 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	13.20

资料来源：根据公司 2018 年审计报告整理

截至2018年底，公司固定资产账面原值为115.20亿元，主要由房屋及建筑物（占69.11%）和机器设备（占27.04%）构成，同比增长2.55%。公司固定资产累计计提折旧36.11亿元，未计提减值准备。截至2018年底，公司固定资产账面价值为79.10亿元，同比下降4.83%。

截至2018年底，公司在建工程为12.24亿元，同比下降6.14%，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）和宿迁科技城标准厂房（2.00亿元）等。

截至2018年底，公司无形资产为18.87亿元，同比增长7.17%，主要是土地使用权（占95.55%）。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为590.79亿元，较上年底增长1.47%，资产结构较2018年底变动不大。其中，公司货币资金为44.50亿元，较2018年底增长9.81%；交易性金融资产为181.37亿元，较2018年底大幅增长，主要系购买的信托理财产品由其他流动资产调整至该科目所致。

总体看，公司资产规模稳定增长，以流动资产为主，以货币资金为主的现金类资产较充裕，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。

2．所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为343.71亿元（含少数股东权益220.80亿元），同比增长13.75%；归属于母公司的权益中，实收资本占0.89%、资本公积占9.20%、未分配利润占89.37%。

截至2019年3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2018年底增长12.19%至385.60亿元；其中少数股东权益为248.36亿元，较上年底增长12.48%。归属于母公司的权益中，未分配利润为123.70亿元，较上年底增长12.61%。

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

截至 2018 年底，公司负债合计 238.53 亿元，同比增长 8.11%；其中流动负债占 83.18%，非流动负债占 16.82%。公司负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债为198.40亿元，同比增长1.04%，主要由短期借款（占12.18%）、应付账款（占6.40%）、预收款项（22.53%）、应交税费（占16.66%）、其他应付款（占34.31%）和其他流动负债（占6.55%）构成。

截至2018年底，公司短期借款为24.16亿元，同比增长77.77%；其中信用借款为11.96亿元、保证借款为12.20亿元。

截至2018年底，公司应付账款12.70亿元，同比下降9.57%，主要为应付货款（12.68亿元）。

公司白酒销量良好，截至2018年底，公司预收款项44.70亿元，同比增长6.39%。

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。截至2018年底为68.07亿元，同比下降15.80%。其中经销商尚未结算的折扣22.99亿元、经销商保证金29.30亿元、经销商风险抵押金6.60亿元、往来借款3.38亿元。

截至2018年底，公司其他流动负债为13.00亿元，为公司发行的超短期融资券。

截至2018年底，公司非流动负债为40.13亿元，同比大幅增长65.37%，主要由应付债券（占92.02%）构成。

截至2018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年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）、“18洋河MTN001”（6亿元，3年期）、“18

洋河01”（5亿元，5年期）和“18洋河02”（5亿元，5年期）。

表10　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 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	2017.04.28	2027.04.28	5.00
17 洋河 02	2017.08.21	2026.08.21	6.00
18 洋河 01	2018.10.29	2023.10.29	5.00
18 洋河 02	2018.10.29	2023.10.29	5.00

资料来源：Wind，联合资信整理

截至2019年3月底，公司负债合计205.19亿元，较2018年底下降13.98%，流动负债占比有所下降。截至2019年3月底，公司应付账款为19.00亿元，较上年底增长49.68%；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55.85%至19.74亿元；其他应付款为52.85亿元，较上年底下降22.36%，主要系保证金及往来借款规模下降所致；其他科目较上年底变化不大。

截至2018年底，公司全部债务为74.15亿元，同比增长38.14%，主要系期内发行多笔债券所致。从有息债务结构来看，公司债务结构较为平衡，短期债务占全部债务的比重为50.12%。截至2019年3月底，公司全部债务合计76.46亿元，较2018年底增长3.13%，短期债务占51.64%。

从债务指标看，2018年底，公司资产负债率同比下降1.23个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比分别提升2.66个百分点和3.22个百分点，分别为40.97%、17.74%和9.72%。截至2019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下降至34.73%、16.55%和8.75%。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务结构较为均衡；公司整体负债水平较轻，财务弹性良好。

3．盈利能力

2018 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 243.56 亿元，同比增长 20.80%，营业成本为 65.43 亿元，同比下降 5.10%。此外，2017 年 5 月起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，导致 2018 年营业税金及附加同比大幅增长 [2]。综合影响下，2018 年公司营业利润率同比下降 2.43 个百分点至 57.66%，但总体保持较高水平。

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。2018 年，随着业务推广所需费用的增加及各项成本的上升，公司期间费用保持增长，占营业收入的比重为 17.47%，对利润形成一定侵蚀。2018 年，公司期间费用合计 42.55 亿元，同比增长 6.11%；其中销售费用同比增长 7.14%至 25.66 亿元，管理费用为 17.20 亿元，同比变动不大；公司财务费用持续为负，主要系公司通过购买理财产品获得一定利息收入。

2018 年，公司实现投资收益 9.32 亿元，其中，包含购买理财产品获得投资收益 8.24 亿元。2018 年，公司营业外收入及其他收益合计 1.19 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，2018 年公司实现利润总额 108.41 亿元，同比增长 18.22%。

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 19.45%和 23.62%，分别同比下降 0.08 个百分点和增长 0.67 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 109.41 亿元，同比增长 14.39%；营业利润率为 57.77%；公司期间费用占营业收入的比重为 11.12%，较 2018 年下降 6.35 个百分点，其中销售费用同比增长 16.25%至 7.01 亿元；公司实现投资收益

[2]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。

2.19 亿元，同比增长 34.70%，主要来自理财产品的收益。同期，公司实现利润总额 53.98 亿元，同比增长 15.42%，盈利能力很强。

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

4．现金流及保障

经营活动方面，2018年公司经营活动现金流入量为311.09亿元，同比增长16.56%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为282.71亿元，收到其他与经营活动有关的现金28.38亿元，主要系收到的往来款。2018年，公司经营活动产生现金流出量为251.57亿元，同比增长40.09%；其中购买商品、接受劳务支付的现金75.26亿元，同比增长1.11%，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，2018年为73.15亿元，同比增长200.52%，主要系偿还关联公司往来款增加所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为59.52亿元。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比为116.08%，公司经营获现能力保持较好水平。

投资活动方面，2018 年，投资活动产生的现金流入量和流出量均保持增长，分别为 352.72 亿元和 387.33 亿元，同比分别增长 13.49%和 9.79%；其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 343.58 亿元和 382.61 亿元，系赎回和投资理财产品产生。2018 年，公司投资活动现金流量表现为净流出 34.61 亿元。

筹资活动方面，2018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增长趋势，2018年为89.04亿元。同期，公司筹资活动现金流出规模有所下降，为92.63亿元，其中偿还债务支付的现金64.50亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.59亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入量为87.53亿元，同比下降11.52%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为82.63亿元，同比下降2.90%；收到其他与经营活动有关的现金4.90亿元。公司经营活动现金流出量为85.05亿元，同比下降6.20%；其中支付其他与经营活动有关的现金11.47亿元，同比下降58.41%，主要系支付的往来款减少所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为2.47亿元，同比下降69.99%，当期现金收入比为75.52%。2019年1—3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103.61亿元和105.03亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.47亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.99亿元。

总体看，2018年，受益于白酒业务先款后货的结算特点，公司经营获现能力及收入实现质量良好，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。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年，公司流动比率和速动比率均呈保持增长，分别为215.95%和133.11%，同比分别增加32.15个百分点和26.28个百分点。2018年，公司经营现金流动负债比率同比下降14.46个百分点，为30.00%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率较2018年底均有所增长，分别为263.62%和169.42%。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA同比增长16.57%，达到116.17亿元；全部债务/EBITDA为0.64倍；EBITDA利息倍数为42.38倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司本部共获得各家银行授信合计59.70亿元，尚未使用额度为29.10亿元。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2019年3月底，公司对外担保余额9.19亿元，担保比率为2.38%，面临一定的或有负债风险。

表 11　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保公司	担保金额	担保期限
宿迁市宿城区新农村建设投资有限公司	0.75	2013.01-2019.12
江苏允友成生物环保材料有限公司	1.20	2013.03-2021.05
宿迁市交通产业集团有限公司	1.64	2014.10-2021.09
宿迁市城市建设投资（集团）有限公司	4.00	2013.10-2020.10
宿迁水务集团有限公司	1.60	2012.12-2019.12
合计	**9.19**	--

资料来源：公司提供

截至2018年底，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，公司均已计提坏账准备。

6. 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5月27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）、6笔关注类贷款（均已正常收回）、1笔不良/违约类和1笔关注类票据贴现垫款。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。对外担保中包含关注类0.59亿元和不良类0.30亿元。

7. 母公司财务状况

截至 2018 年底，母公司资产总额为 85.31 亿元，流动资产为 68.65 亿元，非流动资产为 16.66 亿元；流动资产主要由其他应收款和存货构成，分别为 39.76 亿元和 24.54 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2018年底，母公司负债合计78.17亿元，其中，流动负债为41.24亿元，主要包括短期借款23.20亿元、其他流动负债13.00亿元和其他应付款4.20亿元；非流动负债为36.93亿元，主要为应付债券。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 7.14 亿元，其中实收资本 1.10 亿元，资本公积 4.12 亿元，盈余公积 1.12 亿元，未分配利润 0.78 亿元。

2018 年，母公司实现营业收入 0.67 亿元，利润总额 13.15 亿元，其中投资收益为 13.26 亿元，主要为收到的现金分红。

2018 年，母公司经营活动现金流入为 13.76 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 45.00 亿元，主要是支付其他与经营活动有关的现金；经营活动产生的现金流量净额为-31.23 亿元。母公司投资活动现金流入 13.23 亿元，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出 1.21 亿元，为投资支付的现金；投资活动产生的现金流量净额 12.02 亿元。公司筹资活动现金流入 88.06 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 66.20 亿元，主要为偿还债务支付的现金 63.41 亿元和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 2.77 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 21.86 亿元。

综上，母公司债务负担较重，利润主要依赖于投资收益。

8. 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。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期内包含各类债券发行总额共计51.00亿元。公司2018年EBITDA为116.17亿元，为存续期内债券总额的2.28倍，经营活动现金净流量为59.52亿元，对存续期内长期债券的覆盖倍数为1.17倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金净流量对存续期内债券保障程度较好。

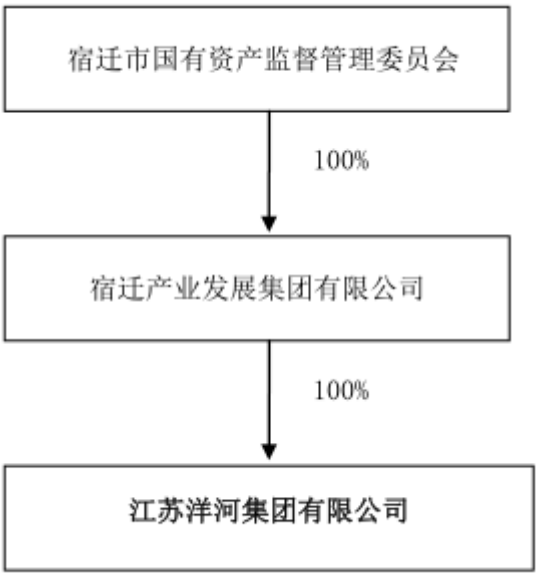
截至目前，公司本部一年内到期的债券余额为6.00亿元。截至2019年3月底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的38.85倍。2018年，公司经营活动产生的现金流入量为公司本部一年内到期的债券余额的51.85倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强，EBITDA 和经营活动现金净流量对存续期内债券保障能力好。

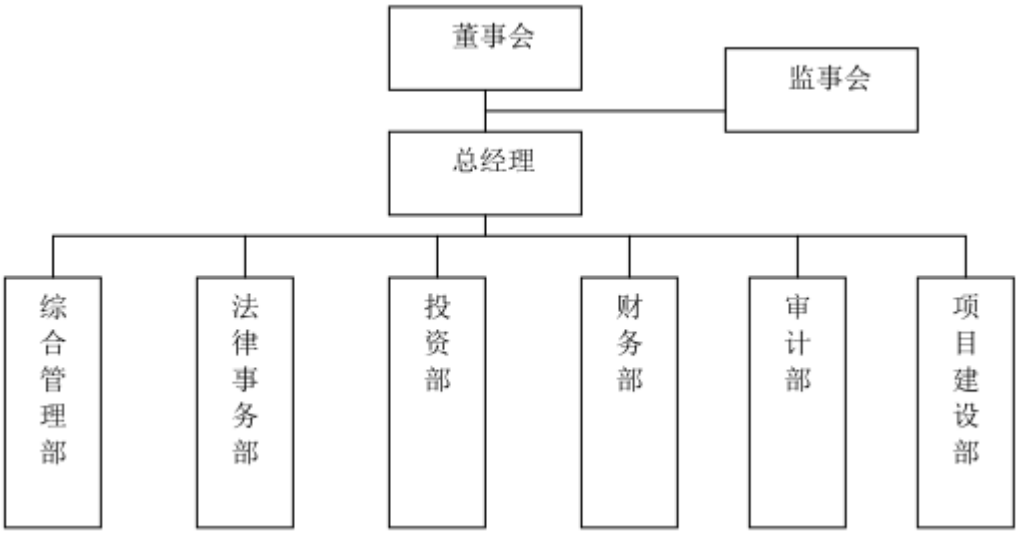
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 洋河 MTN001”和“19 洋河 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.78	21.36	42.95	233.10
资产总额(亿元)	510.51	522.79	582.24	590.79
所有者权益(亿元)	275.04	302.16	343.71	385.60
短期债务(亿元)	70.53	32.67	37.16	39.49
长期债务(亿元)	20.54	21.00	36.98	36.97
全部债务(亿元)	91.07	53.68	74.15	76.46
营业收入(亿元)	175.59	201.61	243.56	109.41
利润总额(亿元)	76.84	91.70	108.41	53.98
EBITDA(亿元)	85.17	99.66	116.17	--
经营性净现金流(亿元)	88.76	87.31	59.52	2.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	95.74	85.91	93.36	--
存货周转次数(次)	0.56	0.50	0.41	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.39	0.44	--
现金收入比(%)	132.33	118.25	116.08	75.52
营业利润率(%)	60.60	60.09	57.66	57.77
总资本收益率(%)	15.66	19.53	19.45	--
净资产收益率(%)	20.82	22.95	23.62	--
长期债务资本化比率(%)	6.95	6.50	9.72	8.75
全部债务资本化比率(%)	24.87	15.08	17.74	16.55
资产负债率(%)	46.12	42.20	40.97	34.73
流动比率(%)	153.15	183.80	215.95	263.62
速动比率(%)	95.01	106.83	133.11	169.42
经营现金流动负债比(%)	41.94	44.46	30.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	56.13	31.72	42.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.07	0.54	0.64	--

注：2019 年一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	（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（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　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。

附件 4-3　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