

信用等级公告

联合〔2020〕 3793 号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏洋河集团有限公司主体及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的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 AAA，江苏洋河集团有限公司 2020 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年九月二十九日



江苏洋河集团有限公司

2020 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

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 8 亿元人民币，发行金额上限 10 亿元人民币

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 9 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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”）作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、酿造工艺水平、产品知名度和美誉度等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司主业经营情况稳定，整体盈利能力很强，经营活动现金流状况良好，债务负担较轻，整体财务状况良好。同时，联合资信也关注到白酒行业竞争日趋激烈，人工成本及期间费用上升对利润形成一定侵蚀，公司权益稳定性弱，应收关联方款项规模较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，随着公司进一步拓展省外销售渠道，以及中高端白酒产销量的增长，公司白酒业务的收入和盈利规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

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，公司主体偿债风险极小，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 洋河股份品牌知名度高，营销网络健全。洋河股份拥有六枚中国驰名商标，品牌知名度高，行业地位优势突出，销售区域立足江苏省内并向全国拓展，销售网络健全。

2. 公司主业盈利能力很强。公司下属子公司洋河股份是中国知名白酒生产企业，品牌知名度高，市场竞争力强。近年来，公司主业经营情况良好，产品毛利率保持在较高水平。

3. 公司白酒产品销售均价持续提升。公司产品结构相对完整，覆盖低、中、高价各档位；受益于产品价

分析师：孔祥一 刘祎烜 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

格的提高，公司中高端白酒销售额占比持续提高，进一步增厚公司利润。

4. 公司经营获现能力强，债务结构均衡，财务弹性良好。近年来，公司经营现金流状况良好，2019年，公司净流入规模增至83.41亿元，对投资活动现金净流出规模覆盖程度高；收入实现质量保持在很高水平。公司整体债务负担较轻，截至2020年6月底，短期债务占比26.66%，债务结构均衡，财务弹性良好。

5. 公司经营活动现金流量净额及EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

关注

1. 公司其他应收款占用资金，存在一定规模对外担保。公司应收关联方款项规模较大，截至2019年底为40.45亿元，对资金形成占用；公司历史曾发生对外担保代偿，截至2020年6月底，公司对外担保余额仍有5.03亿元。

2. 受新冠肺炎疫情影响，白酒行业整体需求存在一定不确定性。2020年初，国内爆发新冠肺炎疫情，对白酒消费场景造成一定影响，2020年1—6月，公司主营业务收入同比有所下降。

3. 公司权益稳定性弱。公司未分配利润及少数股东权益占比高，截至2020年6月底分别占所有者权益总额的35.56%和61.22%。

4. 公司本部债务负担较重，利润来源依赖投资收益。公司本部作为投资控股集团，自身经营性业务规模很小，利润主要来自下属子公司洋河股份分红。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	21.36	42.95	53.43	75.53
资产总额(亿元)	522.79	582.24	618.18	547.18
所有者权益(亿元)	302.16	343.71	373.33	390.43
短期债务(亿元)	32.67	37.16	22.57	16.34
长期债务(亿元)	21.00	36.98	44.95	44.94
全部债务(亿元)	53.68	74.15	67.52	61.27
营业收入(亿元)	201.61	243.56	232.87	134.62
利润总额(亿元)	91.70	108.41	98.27	71.97
EBITDA(亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流(亿元)	87.31	59.52	83.41	-6.03
营业利润率(%)	60.09	57.66	57.14	57.37
净资产收益率(%)	22.95	23.62	19.93	--
资产负债率(%)	42.20	40.97	39.61	28.65
全部债务资本化比率(%)	15.08	17.74	15.32	13.57
流动比率(%)	183.80	215.95	227.33	350.76
经营现金流动负债比(%)	44.46	30.00	42.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	31.72	42.38	38.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.52	0.62	0.62	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	88.72	85.31	82.32	90.43
所有者权益(亿元)	7.03	7.14	8.08	22.82
全部债务(亿元)	52.50	73.12	66.63	60.14
营业收入(亿元)	0.85	0.67	0.54	0.36
利润总额(亿元)	11.06	13.15	17.02	15.71
资产负债率(%)	92.08	91.63	90.19	74.76
全部债务资本化比率(%)	88.19	91.11	89.19	72.49
流动比率(%)	122.36	166.46	222.54	350.82
经营现金流动负债比(%)	32.93	-75.73	51.50	--

注：2020 年 1-6 月财务数据未经审计；合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/07/30	张豪若 孔祥一 闫旭	白酒制造行业企业信用评级方法（2017 年） 消费品生产行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AAA	稳定	2018/07/13	孔祥一 张豪若	白酒制造企业主体信用评级方法（2017 年） 消费品生产行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AAA pi	稳定	2015/12/8	董征 刘哲	制造业企业信用分析要点（2014 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项；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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、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2020年6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“宿迁市国资委”）。

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2020年6月底，公司下设综合管理部、法律事务部、资本运营部、财务部、审计部和项目建设部6个职能部门，下辖2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.SZ）34.16%的股份（51485.90万股，无质押），为其第一大股东。

截至2019年底，公司资产总额为618.18亿元，所有者权益为373.33亿元（含少数股东权益239.68亿元）。2019年，公司实现营业收入232.87亿元，利润总额98.27亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额为547.18亿元，所有者权益为390.43亿元（含少数股东权益239.03亿元）。2020年1—6月，公司实现营业收入134.62亿元，利润总额71.97亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市洋河镇酒家路2号；法定代表人：李民富。

二、本期中期票据概况

公司计划于2020年注册中期票据额度10亿元，本次计划发行2020年度第一期中期票据，基础发行规模8亿元，发行金额上限10亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为3年；按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进

出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、

第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）

有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列

阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循

环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

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

1. 行业概况

受益于消费升级、消费结构转换等因素，2019年，白酒行业收入和利润保持稳健增长，且利润增速高于营收增速。2019年，全国规模以上白酒企业累计实现销售收入5617.82亿元，同比增长8.24%；累计实现利润总额1404.09亿元，同比增长14.54%。2019年，全国白酒产量为785.9万千升，同比下降0.8%。未来随着高端、次高端产品的量价齐升以及中产阶级的崛起，白酒行业发展态势良好。

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

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

2. 行业政策

国家对白酒制造行业总体的发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；

鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。在行业发展历程中，政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。

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》，提出了“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设备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。

2019年11月6日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2019年本）》，自2020年1月1日起施行，“白酒生产线”“酒精生产线”等不再列入国家限制类产业。此次产业政策调整，行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

2015年，国家税务总局发布关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的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1000万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每季

度都要进行审核和上报。根据 2019 年 12 月 3 日财政部与国家税务总局联合下发的《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，酒类消费税率未发生改变。

消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

3. 行业竞争

白酒制造属于完全竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈。各档次白酒竞争环境差异较大，竞争核心要素不同，白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不等。通常来说，600 元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300~600 元/瓶划分为次高端酒，100~300 元/瓶划分为中端酒，100 元/瓶以下划分为低端酒。

高端白酒目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖 1573）三家白酒制造企业所占据，其中茅台及五粮液集中度约在 85%以上，行业地位显著。高端白酒以商务宴请、送礼、政务消费等为主，价格因素在竞争中并不敏感，品牌力最为重要，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变，存在很高的进入壁垒。总体看，高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。

次高端产品方面，主要由高端酒的系列酒、主品牌下的副品牌（如洋河旗下天之蓝、梦之

蓝）和单一品牌（如剑南春、郎酒）等组成。2016 年以来，随着行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端白酒寡头垄断格局的形成并日渐稳固和价格的不断上涨，带动次高端酒企产品价格不断提升，毛利率水平快速增长，吸引许多资本进入使得次高端白酒市场竞争较高端白酒市场相对激烈。次高端白酒主要消费定位商务宴请等，核心竞争要素是品牌力以及渠道布局，代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、舍得等。次高端白酒本身具备较强的品牌力，经历过上轮周期调整后，次高端白酒市场集中度上升较为明显，整体竞争格局较为清晰。截至 2018 年底，剑南春水晶剑、洋河天梦系列和郎酒红花郎系列分别占次高端酒品市场份额的 25%、22%和 10%，集中度稳步提升，头部效应逐步显现。

中低端白酒则属于完全竞争市场。2018 年，国内中低端酒品销量占国内白酒行业整体销量的 76.5%，行业龙头顺鑫农业二锅头系列仅占中低端酒市场份额的 5%左右。目前，中低端白酒市场主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和全国化大众品牌，市场以区域竞争为主，产品同质性较强，定价权较弱。同时考虑到低端白酒消费场景主要为自饮，消费者诉求以高性价比为主，大多数省级白酒制造企业主力布局于中低端酒产品，依托本土化优势加之深耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度，对当地经销商、终端资源等渠道控制力强，在区域市场具备较强竞争力。

行业经过深度调整期后，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，行业分化趋势显现。高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局，市场集中度高，进入壁垒高；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，市场份额主要由数家全国化的品牌酒企占据，行业集中度逐步提高；中低端白酒市场参与者众多，竞争尤为激烈，在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出

市场。

4. 未来发展

白酒制造行业经过“黄金十年”高速发展和近年来的行业深度调整,2016年下半年起,白酒制造行业景气度逐步回升,高端白酒需求显著回暖,产业集中度逐步提高,行业分化日趋明显,高端酒行业寡头垄断格局日渐稳固,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。名优酒企将逐步通过自身品牌优势逐步增加产品结构,发力次高端市场,部分市场份额在向次高端领域转移;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,随着产业政策放宽以及本次白酒行业整合调整期的结束,行业品牌优势及头部效应将逐步显现,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,行业将进入良性发展期。

五、基础素质分析

公司主营业务依托下属上市公司洋河股份。洋河股份是国内知名白酒生产企业,公司品牌优势显著,生产规模较大,酿造工艺领先,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;公司高管具备丰富的从业经历和经营管理经验,现有员工结构能够满足经营发展需求。

1. 产权状况

截至2020年6月底,公司注册资本为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资委。

2. 企业规模及竞争力

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2020年6月底,公司对洋

河股份的持股比例为34.16%,为其第一大股东,所持股权均未质押。洋河股份自2009年上市以来,已实施现金分红11次。洋河股份2019年度(分红年度)实施现金分红45.03亿元;公司2020年本部收到上年度分红款15.44亿元(2019财年的利润分配方案的执行)。

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双沟新区酿酒工程项目,截至目前上述项目已基本完成投资,项目建设均进入后期收尾阶段,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,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。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。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;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位居第86位。

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 2019 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。

3. 人员素质

公司现有董事长一名，董事两名，监事一名。

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

范晓路先生，1984 年生，大学本科学历。2010 年起历任宿迁产发集团项目投资部职员、副经理、经理；2014 年至今任宿迁产业发展集团有限公司副总经理并于 2020 年起兼任公司董事。

刘静女士，1988 年生，研究生学历。曾就职于宿迁市社会保险基金管理中心稽核审计部；2012 年至今就职于公司财务部，同时任公司董事。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有员工 15805 人。从文化素质构成看，高中及以下学历占 46.66%，大专学历占 27.31%，本科学历占 24.13%，硕士及以上学历占 1.90%；从岗位构成看，管理人员占 14.48%，研发人员占 11.78%，生产人员占 38.11%，销售人员占 35.63%。

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”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。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（信用机构代码：G10321302000336805），截至 2020 年 7 月 28 日，公司无未结清不良贷款信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构健全，制定了适应自身业务发展的管理制度。

1. 法人治理结构

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，成员三人，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。

公司未设监事会，由股东委派监事一名，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。

公司暂不设经理，由董事会决定聘任或者

解聘。公司董事长行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；决定聘任或者解聘除应由股东决定聘任或者解聘以外的管理人员，由董事会聘任或者解聘。

2. 管理水平

对子公司的管理方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派、推荐总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大融投资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时并对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。在必要时，经子公司董事会同意，公司可要求中介机构或内部稽核部门到被投资公司了解财务状况与经营情况，并将审计结果报送到公司管理层。除行使股东权利外，公司原则上不干预子公司的日常经营活动。

预算管理方面，公司制定了《全面预算管理制度》，在公司系统内全面建立科学、高效、有序的预算管理体系，利用预算对公司各部门、各单位的各种财务及非财务资源进行预测、决策和目标控制的管理方式，达到防范风险，提高效益的目的。预算管理制度涵盖预算管理的各个环节，明确将公司各项生产活动全部纳入预算管理，界定了预算管理组织机构的权利和责任，各部门的职责分工明确，流程清晰。

财务管理方面，公司制订了一系列财务管理相关制度，其中：《江苏洋河集团有限公司财务管理制度》对财务核算及管理的各项基础工作加以规范，对公司财务报告和财务评价及会计档案管理等作出明确规定；为加强对

货币资金的内部控制，保证货币资金的安全，提高货币资金的使用效益，公司制定了《货币资金管理制度》，对资金的审批、用款审批手续、应收应付款管理、费用报销、在建工程管理及价格管理等作出明确规定。

融资管理方面，为规范公司融资行为，降低融资成本，减少融资风险，提高资金利用效益，依据国家有关财经法规规定，并结合公司具体情况，公司制定了融资管理制度。在融资管理方便要求公司必须提前将融资需求报公司控股股东集体决策通过，相关合同必须履行合同审批流程。制度详细介绍了融资管理的原则、管理部门和职责等内容。

对外担保管理方面，为规范公司对外担保行为，有效防范对外担保风险，公司制定了《江苏洋河集团有限公司对外担保制度》，就担保对象及担保条件、担保审批权限、担保决策程序、担保合同的订立、担保的后续管理等内容做出规定。规定子公司作为对外担保的责任主体，负责对外担保项目的审核、管理和各项程序的落实，并报股东研究，根据研究结果，提出初步意见报送国资委。

七、重大事项

公司历史发生担保代偿，其中，为江苏翔盛高新材料股份有限公司代偿本息 4.11 亿元，为江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司代偿本息 6.56 亿元。

公司于 2016 年 9 月 12 日至 2018 年 3 月 20 日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”）提供对外担保，担保余额为 4 亿元；于 2016 年 5 月 30 日至 2018 年 3 月 30 日对江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司（以下简称“翔盛粘胶纤维”）提供对外担保，担保余额为 6.29 亿元。公司上述多笔担保均有反担保措施。2017 年 12 月至 2018 年 10 月期间，翔盛高新材料及翔盛粘胶纤维无法按期偿付债务，公司陆续为翔盛高新材料代偿本息

4.11 亿元,为翔盛粘胶纤维代偿本息 6.56 亿元。

发生上述代偿后,公司于 2018 年 10 月前将债权全部转让给宿迁产发集团子公司宿迁市金融资产管理有限公司(以下简称“金融资产公司”)。截至 2020 年 6 月底,公司对浙江翔盛及其子公司除上述已转让代偿款项外,无其他担保事项。

八、经营分析

1. 经营现状

近年来,公司营业总收入波动增长,其中白酒业务占比不断提升。2019 年,受中低端白酒收入减少影响,公司营业收入有所波动;高端白酒销售占比上升使得销售均价有所提升;受酒类业务人工成本上升影响,综合毛利率水平有所下降,但仍保持在较高水平。2020 年初,国内爆发新冠肺炎疫情,对白酒消费产生一定影响。

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,其他业务包括粮食贸易等。

近三年,公司营业收入有所波动,2017—2019 年,公司营业收入分别为 196.98 亿元、233.79 亿元和 223.18 亿元;从构成来看,白酒业务收入占比持续上升,2019 年公司白酒业务

实现收入 219.67 亿元,较上年下降 4.13%,主要系中低端白酒收入减少所致,占主营业务收入的比例为 98.43%,较上年小幅上升 0.42 个百分点。公司红酒、粮食和其他业务收入贡献小。2017—2019 年,受红酒行业竞争加剧影响,公司红酒收入持续下降,2019 年为 1.94 亿元。

从毛利率来看,2018 年受益于白酒产品毛利率提升,公司主营业务毛利率有所增长,2018 年同比增加 7.34 个百分点至 73.14%;2019 年,公司主营业务毛利率为 73.45%,较上年减少 2.10 个百分点,其中,公司白酒业务毛利率为 74.31%,较上年减少 2.16 个百分点,主要系人工成本由 2018 年的 5.98 亿元上升至 9.05 亿元所致。近年来公司红酒业务的毛利率持续下滑,2019 年该板块毛利率同比减少 17.30 个百分点至 33.44%,主要系近年来受进口红酒价格冲击的影响,国产红酒售价与成本增幅不均所致。

2020 年 1—6 月,公司实现主营业务收入 134.62 亿元,同比下降 16.19%,主要系新冠肺炎疫情对白酒终端消费造成影响所致,销售仍处于恢复阶段;综合毛利率为 73.06%,较上年变动不大。

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

表 2 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

产品	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 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	191.83	97.38	67.93	229.13	98.01	76.47	219.67	98.43	74.31	128.68	95.59	75.29
红酒	2.85	1.45	53.20	2.74	1.17	50.74	1.94	0.87	33.44	0.92	0.68	36.55
粮食	2.14	1.08	1.06	1.89	0.81	0.45	1.53	0.68	1.90	1.72	1.28	0.41
其他	0.16	0.08	87.00	0.03	0.01	59.39	0.04	0.02	42.23	3.3	2.45	34.24
合计	196.98	100.00	67.01	233.79	100.00	75.55	223.18	100.00	73.45	134.62	100.00	73.06

资料来源:公司提供

2. 白酒制造

公司是全国大型白酒生产企业,是白酒行业唯一拥有洋河、双沟两大中国名酒,两个中

华老字号,六枚中国驰名商标的企业。公司主导产品梦之蓝、洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、洋河大曲、双沟大曲等绵柔型系列白酒,在全

国享有较高的品牌知名度和美誉度。

截至 2019 年底，洋河股份资产总计 534.55 亿元，所有者权益合计 364.92 亿元，2019 年实现营业收入 231.26 亿元，实现利润总额 97.71 亿元。截至 2020 年 6 月底，洋河股份资产总计 460.78 亿元，所有者权益合计 367.26 亿元，2020 年 1—6 月实现营业收入 134.29 亿元，同比下降 16.06%；实现利润总额 71.70 亿元，同比下降 3.52%。

(1) 采购

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。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，2019 年，洋河股份向前五大供应商采购金额总额为 10.60 亿元，占当期采购金额的比重为 18.00%，集中度有所下降。

表3 2017—2019年洋河股份前五名供应商情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前五大供应商 采购金额总额	12.68	13.59	10.60
前五大供应商 占同类采购比	22.98	32.37	18.00

注：上表数据口径为洋河股份营业成本全口径

资料来源：公司提供

(2) 生产

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。公司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酒精含量在 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。目前公司有三处生产基地，主要位于江苏省宿迁市来安镇、洋河镇和双沟镇。

基酒方面，公司基酒生产组织采用滚动计划管理，以便于勾储、生产部门衔接。每年年底勾储部根据洋河酒业提供的下一年销售数量及产品结构，制定下一年基酒总量及结构需求计划。生产部根据该项计划，参考当年基酒产量、结构情况，编制全年生产计划，分发到各酿酒车间及公司财务部、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；成品酒方面，公司成品酒生产模式是先计划、

后备料、再组织生产。

从白酒生产情况来看，截至 2019 年底，洋河股份共拥有白酒产能 29.00 万吨/年，同比变化不大。2019 年，洋河股份白酒产量为 17.93 万吨，较上年下降 15.26%，主要系公司白酒产品年初库存量较大所致。受此影响，2019 年，洋河股份白酒产能利用率由 2018 年的 72.97% 下降至 61.83%。2020 年 1—6 月，受新冠肺炎疫情影响，洋河股份复工复产延期，白酒产量及产能利用率有所降低。

表 4 近年公司原酒生产情况

(单位：万吨/年、万吨、%)

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
产能	29.00	29.00	29.00	29.00
产量	22.01	21.16	17.93	6.65
产能利用率	75.91	72.97	61.83	22.93

注：2019 年 1-9 月产能利用率为年化产能利用率

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

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，洋河酒业（2011 年后为苏酒集团）将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部、北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。营销网点负责推进当地市场营销，但并不直接面向消费者，也不替代洋河酒业办理上述订立合同、开票、收付货款、发货等销售事项。截至 2019 年底，产品销售网络已覆盖全国。

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。

从白酒销售情况来看，2019 年，公司白酒产品实现销量 18.60 万吨，较上年下降 13.12%；产销率为 103.74%，较上年上升 4.76 个百分点，处于较高水平。从销售均价来看，2019 年，公司白酒产品销售均价为 118102.15 元/吨，较上年上升 10.36%，主要系高端白酒销售占比上升所致。2020 年 1—6 月，公司白酒产品实现销量 10.33 万吨；产销率为 155.34%，主要系 2020 年上半年白酒生产受疫情影响导致产量较低；销售收入为 128.68 亿元，销售均价进一步提升至 124567.02 元/吨。

表5 近年洋河股份白酒销售情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
销量（万吨）	21.60	21.41	18.60	10.33
产销率（%）	98.14	101.18	103.74	155.34
销售收入（亿元）	191.83	229.13	219.67	128.68
销售均价（元/吨）	88810.19	107045.80	118102.15	124567.02

资料来源：公司提供

从销售的区域分布情况来看，洋河股份酒类主要产品主要立足于江苏省，2019年，江苏省销售额占公司销售总额的比例为46.48%，较上年减少3.60个百分点，主要系公司全国范围内拓展销售渠道所致。除江苏省外，公司白酒产品还销往河南省、山东省、安徽省、浙江省和河

北省等地区，2019年，省外地区的销售额为118.62亿元，较上年增长2.48%，因此带动省外销售占比由2018年的49.98%上升至53.52%。2020年1—6月，公司销售收入同比有所下降，省外销售占比略有下降。

表6 近年洋河股份酒类销售情况的区域分布（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	102.29	52.54	118.30	51.02	102.99	46.48	62.13	47.94
省外	92.39	47.46	113.57	49.98	118.62	53.52	67.46	52.06
合计	194.68	100.00	231.87	100.00	221.61	100.00	129.59	100.00

注：上表中销售收入包含红酒销售收入

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019年，洋河股份对前五大客户的销售收入合计9.50亿元，占销售总额的比例为4.11%，较上年减少0.13个百分点，公司销售集中度低。

表7 2019年公司前五大客户销售情况

客户名称	是否关联方	销售金额（亿元）	占销售总额比例（%）
第一名	否	3.26	1.41
第二名	否	2.82	1.22
第三名	否	1.30	0.56
第四名	否	1.24	0.54
第五名	否	0.88	0.38
合计	--	9.50	4.11

资料来源：公司提供

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。2017—2019年，公司红酒板块收入呈持续下降趋势，分别为2.85亿元、2.74亿元和1.94亿元。

近年来，公司红酒产销量波动下降。2019年，公司红酒产量为4137.99吨，同比减少2177.58吨；销量为4854.36吨，同比减少434.60吨。

表8 近年来洋河股份红酒销售情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
销量（吨）	5212.34	5288.96	4854.36
产量（吨）	5283.01	6315.57	4137.99
产销率（%）	98.66	83.74	117.31

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数、

总资产周转次数和存货周转次数均波动下降，三年均值分别为 69.06 次、0.40 次和 0.43 次，2019 年分别为 47.73 次、0.39 次和 0.41 次。

总体看，公司整体经营效率较高，存货规模较大，符合行业特点。

5. 未来发展

(1) 发展战略及目标

公司未来继续围绕白酒主业，围绕绵柔机理深度应用，全面提升产品个性化、特色化和饮后舒适度，引领白酒市场消费趋势，坚持品牌成长周期规律，推动市场实现更好更快发展。同时，公司顺应消费升级的发展趋势，深入思考和研究消费者的消费心理方面，精准把握消费升级的方向，抓住行业分化的机遇，抢抓终端消费者，进一步提升市场占有率。在品牌推广方面，公司针对信息时代媒体特征，深入研究并提升传播效率，全面讲好品牌和品质故事。精铸直入人心的品牌力，聚焦新品牌、新营销、新内容，优化传播方式，利用高效媒体，打造直入人心的品牌力，助力营销稳健发展。在产品品质方面，公司技术上寻求突破，产业布局方面持续拓展，推进绵柔机理应用，实现绵柔品质持续提升。

(2) 疫情防控

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。疫情防控期间，公司积极配合政府进行疫情防控工作，根据1月28日江苏省政府办公厅发出《关于延迟企业复工的通知》，根据宿迁地区疫情和公司生产经营实际情况，公司集团本部及各子公司已于2月17日陆续复工。复工后，公司将继续严格落实有关法律法规、细则和通知，有序做好企业疫情防控工作。疫情防控期间，公司对员工要求每日上报健康状况，来自于疫情严重地区或者通过公共交通经停、中转以上地区的员工，需按照要求的流程立即上报，同时必须隔离14天。

原材料采购方面，考虑公司核心原材料储

备足够满足公司近期生产需求，短期内公司原材料采购受影响较小；本次疫情对公司销售渠道影响较大，受疫情期间各地防疫管控要求，大多数烟酒店、餐饮及中小超市暂时停业，白酒主要购买场景和消费场景受到严格限制。从本次疫情发展情况来看，对下游白酒消费影响较大。主要体现在宴会、春节礼品聚饮以及节后团购等方面。受此影响，春节期间经销商和终端备货库存消化进度缓慢，影响整个上半年的销售。

整体看，截至目前疫情对公司整体生产经营存在一定影响，考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及其信用水平可能带来的影响。

(3) 在建项目

公司部分在建项目尚需一定投资规模，但整体资金需求可控。

在建项目方面，截至2020年6月底，公司主要在建项目计划总投资合计27.29亿元，主要包括研发中心大楼工程、双沟酒业园区包装物流项目、双沟新区酿酒工程项目、四万吨陶坛库工程和南京运营中心大楼工程，其中，四万吨陶坛库工程和南京运营中心大楼工程累计投入占预算比例分别为36.00%和7.37%，尚需一定投资规模，但整体资金需求可控。

表9 截至2020年6月底公司在建项目投资情况
(单位: 万元、%)

项目名称	预计总投资	截至2020年6月底 累计投入占预算比例
研发中心大楼工程	26051.00	198.15
双沟酒业园区包装物流项目	49500.00	207.12
双沟新区酿酒工程	52818.00	162.55
双沟新区配套工程	7000.00	173.17
双沟包装生产线	12000.00	89.53
智慧酿造(绵柔型125车间)项目	4500.00	58.71
泗阳基地立库、包装生产线项目	4100.00	64.53
制曲三车间芝麻香曲扩产二	980.00	62.88

期项目		
四万吨陶坛库工程	36000.00	36.00
南京运营中心大楼工程	80000.00	7.37
合计	272940.00	--

资料来源：洋河股份半年度报告，联合资信整理

九、财务分析

公司提供了2017—2019年度合并财务报告，中兴华会计师事务所（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2020年半年度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2017年公司合并范围新增子公司7家，减少4家；2018年公司新设子公司4家，注销2家；2019年公司合并范围内子公司新增1家，减少5家；截至2020年6月底，公司合并范围共计61家，较上年底减少8家，均系洋河股份下属子公司注销所致。整体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额为618.18亿元，所有者权益为373.33亿元（含少数股东权益239.68亿元）。2019年，公司实现营业收入232.87亿元，利润总额98.27亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额为547.18亿元，所有者权益为390.43亿元（含少数股东权益239.03亿元）。2020年1—6月，公司实现营业收入134.62亿元，利润总额71.97亿元。

1. 资产质量

2017—2019年，公司资产规模稳定增长，结构以流动资产为主，现金类资产较充裕，同时拥有大规模银行及信托理财产品；以关联方欠款为主的其他应收款规模和存货规模较大，对资金形成占用；整体看，公司资产质量良好。

2017—2019年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长8.74%，截至2019年底，公司合并资产总额为618.18亿元，较上年底增长6.17%。其中，公司资产总额中流动资产占71.89%，非流

动资产占28.11%。公司资产以流动资产为主。

2017—2019年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长10.97%，截至2019年底，公司流动资产为444.42亿元，较上年底增长3.73%。公司流动资产主要由货币资金（占10.54%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占40.45%）、其他应收款（占9.10%）和存货（占37.46%）构成。

2017—2019年，公司货币资金快速增长，年均复合增长56.05%，截至2019年底，公司货币资金为46.83亿元，较上年底增长15.57%，主要系公司主要业务规模稳定、收现质量保持在较高水平所致。公司货币资金主要由银行存款（占99.62%）构成，无使用权受限的货币资金。

截至2019年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为179.77亿元，较上年底大幅增长，主要系其他流动资产重分类所致；构成方面，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以债务工具投资（占99.99%）为主，债务工具投资为一年内到期的银行理财产品和信托理财产品。

2017—2019年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少11.52%，截至2019年底，公司其他应收款账面价值40.45亿元，较上年底变化不大。公司其他应收款账面余额41.36亿元，累计计提坏账准备0.94亿元，计提比例为2.26%；公司前五大欠款单位其他应收款合计30.58亿元，占其他应收款期末余额的比例为73.93%，其中关联方欠款占其他应收款期末余额的比例为72.89%。公司其他应收款集中度较高。

表10 截至2019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	29.03	70.17	往来借款
宿迁市国丰资产经营管理有限公司	是	0.44	1.05	往来借款
宿迁市高新区科技小额贷款公司	是	0.43	1.04	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	1.04	储蓄存款（侵权纠纷欠款）

宿迁市金融资产 管理有限公司	是	0.26	0.63	往来借款
合 计	--	30.58	73.93	--

资料来源：公司2019年审计报告

2017—2019年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长4.95%，截至2019年底，公司存货为166.49亿元，较上年底增长1.30%。存货主要由半成品（占70.81%）、库存商品（占10.65%）和开发成本（占12.89%）构成，其余为在产品和原材料等；公司存货账面余额为166.56亿元，公司白酒产品毛利率较高，在产品和半成品未发生跌价现象，累计计提跌价准备0.07亿元，计提比例为0.04%。

2017—2019年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长3.61%，截至2019年底，公司非流动资产合计173.76亿元，较上年底增长12.99%，主要系其他非流动金融资产增加所致。公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占29.07%）、固定资产（占42.16%）、在建工程（占7.67%）和无形资产（占10.64%）构成。

截至2019年底，公司较上年底新增其他非流动金融资产50.51亿元（2019年初公司其他非流动金融资产调整为31.24亿元，系金融工具重分类所致），主要系公司子公司洋河股份购买期限在一年以上的信托理财增加所致。其他非流动金融资产由权益工具投资（占66.40%）和债务工具投资（占33.60%）构成。

2017—2019年，公司固定资产规模逐年下降，年均复合减少6.11%，截至2019年底，公司固定资产为73.27亿元，较上年底下降7.37%，主要系计提折旧使得固定资产账面价值减少所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占77.79%）和机器设备（占20.51%）构成，符合行业特征。公司固定资产累计计提折旧43.21亿元。公司无使用权受限的固定资产。

近三年，公司在建工程规模有所波动，截至2019年底，公司在建工程为13.33亿元，较上年底增长8.94%，主要系公司新投入四万吨陶坛库工程和南京运营中心大楼工程所致。在建工程未计提减值准备。

近三年，公司无形资产规模相对稳定，截至2019年底，公司无形资产为18.50亿元，较上年底变动不大。公司无形资产以土地使用权（占95.53%）为主，累计摊销7.38亿元，未计提减值准备。

截至2020年6月底，公司合并资产总额为547.18亿元，较上年底下降11.49%，主要系公司赎回部分理财产品导致交易性金融资产较上年底大幅减少所致，赎回资金主要用于偿还公司有息债务。资产结构仍以流动资产为主，占资产总额的67.75%。

2. 所有者权益及负债

近年来，公司所有者权益规模稳定增长，其中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性弱。同期，公司负债规模稳定增长，结构以流动负债为主，有息债务规模可控，财务弹性良好。

（1）所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长11.15%，截至2019年底，公司所有者权益合计373.33亿元（含少数股东权益239.68亿元），较上年底增长8.62%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益为133.65亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占0.82%、8.46%、-0.01%、0.84%和89.88%。

截至2020年6月底，公司所有者权益合计390.43亿元（含少数股东权益239.03亿元），较上年底增长4.58%，主要系未分配利润累积所致。公司权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2017—2019年，公司负债总额不断增长，年均复合增长5.35%，截至2019年底，公司负债总额为244.85亿元，较上年底增长2.65%。其中，流动负债占79.84%，非流动负债占20.16%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

近三年，公司流动负债规模保持稳定，截

至2019年底，公司流动负债合计195.50亿元，较上年底下降1.46%。公司流动负债主要由短期借款（占6.42%）、应付账款（占6.81%）、预收款项（占34.55%）、应交税费（占9.55%）、其他应付款（占36.43%）和其他流动负债（占5.12%）构成。

2017—2019年，公司短期借款波动减少，年均复合减少3.91%，截至2019年底，公司短期借款为12.55亿元，较上年底下降48.06%，主要系偿还短期借款所致；短期借款主要由保证借款（占69.33%）和信用借款（占30.67%）构成。

2017—2019年，公司应付账款有所波动，截至2019年底，公司应付账款为13.32亿元，较上年底增长4.89%，主要系应付采购货款增加所致。应付账款期末余额中无账龄超过1年的重要应付账款。

2017—2019年，公司预收款项快速增长，年均复合增长26.79%，截至2019年底，公司预收款项为67.55亿元，较上年底增长51.11%，主要系预收货款增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少6.21%，截至2019年底，公司其他应付款为71.22亿元，较上年底增长4.62%。其他应付款主要由经销商尚未结算的折扣（占35.93%）、经销商保证金（占37.46%）、经销商风险抵押金（占10.09%）和往来借款（占8.34%）构成。

近三年，公司其他流动负债有所波动，截至2019年底，公司其他流动负债为10.00亿元，较上年底下降23.08%。公司其他流动负债由短期融资券（占80.00%）和短期信托借款（占20.00%）构成。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长42.62%，截至2019年底，公司非流动负债合计49.36亿元，较上年底增长23.00%，主要系公司应付债券增加所致。公司非流动负债主要由应付债券（占91.04%）构成。

近三年，公司应付债券快速增长，年均复合增长46.27%，截至2019年底，公司应付债券

为44.93亿元，较上年底增长21.69%，主要系发行“19洋河MTN001”和“19洋河01”所致。

2017—2019年，公司有息债务波动增长，年均复合增长12.16%，截至2019年底，公司全部债务为67.52亿元，较上年底下降8.94%。其中，短期债务22.57亿元，较上年底下降39.27%，主要系公司偿还短期借款所致；长期债务44.95亿元，较上年底增长21.54%，主要系发行“19洋河MTN001”和“19洋河01”所致。从债务指标来看，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加权平均值分别为40.53%、16.00%和9.59%；截至2019年底，上述三项指标分别为39.61%、15.32%和10.75%，分别较上年底下降1.25个百分点、下降2.30个百分点和上升1.11个百分点。公司债务规模整体可控。

截至2020年6月底，公司负债总额为156.75亿元，较上年底下降35.98%，主要系预收款项和其他应付款减少所致。其中，流动负债占67.03%，流动负债占比有所下降。截至2020年6月底，公司全部债务为61.27亿元，较上年底减少9.25%。同期，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28.65%、13.57%和10.32%。

3. 盈利能力

近年来，公司收入规模波动增长，主营业务保持高盈利水平，以投资收益为主的非经常性损益对公司利润形成良好补充。公司整体盈利能力很强。

近三年，公司分别实现营业收入201.61亿元、243.56亿元和232.87亿元，2019年收入同比下降4.39%；同期，公司营业成本为67.78亿元，同比增长3.60%，主要系酒类业务直接人工成本上升所致。近三年，公司营业利润率分别为60.09%、57.66%和57.14%。

从期间费用看，近三年，公司期间费用规模逐年增长，2019年为46.58亿元，同比增长9.48%，以销售费用和管理费用为主。其中，销

售费用为 26.99 亿元，较上年增长 5.20%，主要系公司加大营销宣传力度所致；管理费用为 18.72 亿元，较上年增长 8.85%，主要系人员成本增加所致。2019 年，公司费用收入比为 20.00%，较上年上升 2.53 个百分点。

近三年，公司分别实现利润总额 91.70 亿元、108.41 亿元和 98.27 亿元，2019 年同比下降 9.36%。近年来，公司投资收益稳定，2019 年公司通过处置交易性金融资产实现投资收益 9.11 亿元，较上年下降 2.23%。近三年，公司非经常性损益分别为 10.92 亿元、10.51 亿元和 10.38 亿元，对公司利润形成良好补充。公司整体盈利能力很强。

从盈利指标看，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率加权平均值分别为 18.87% 和 21.64%，2019 年上述两项指标分别为 17.52% 和 19.93%，较上年分别减少 2.57 个百分点和 3.68 个百分点。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 134.62 亿元，同比下降 16.19%，主要系受新冠肺炎疫情影响，白酒终端消费下降所致；投资收益和公允价值变动损益分别为 7.00 亿元（源于股权投资和理财产品带来的投资收益）和 9.20 亿元（源于权益工具和债务工具投资的公允价值变动），同比增长明显；实现利润总额 71.97 亿元，较上年同期变动不大。

4. 现金流及保障

近年来，公司经营现金流状况良好，收入实现质量保持在很高水平；经营性净现金流能够覆盖投资净支出，对外筹资需求不大。

从经营活动来看，近三年，公司经营活动现金流入量分别为 266.88 亿元、311.09 亿元和 303.88 亿元，2019 年较上年下降 2.32%；同期，公司经营活动现金净流量有所波动，分别为 87.31 亿元、59.52 亿元和 83.41 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 118.25%、116.08% 和 121.48%，收入实现质量保持在很高水平。

从投资活动来看，近年来，公司投资活动

现金流入流出规模较大，主要系购买及赎回理财产品所致。2019 年，公司投资活动现金流入量为 407.10 亿元，较上年增长 15.42%，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出量为 419.93 亿元，较上年增长 8.41%，主要系公司增加对外投资所致。受上述因素影响，近三年，公司投资活动现金流量净额分别为 -42.00 亿元、-34.61 亿元和 -12.82 亿元。

从筹资活动来看，近三年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 44.98 亿元，较上年下降 49.48%，主要系上年发行债券收到的现金较多使得基数较高所致；同期，公司筹资活动现金流出量波动增长，2019 年为 109.30 亿元，较上年增长 17.99%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流出量为 64.31 亿元，净流出量较上年大幅增长。

2020 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -6.03 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 83.42 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -49.03 亿元。

5. 偿债能力

近年来，公司债务负担较轻，长短期偿债指标良好，整体偿债能力极强；对外担保存在一定代偿风险。

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率与速动比率加权平均值分别为 215.21% 和 132.38%，截至 2019 年底，上述两项指标分别为 227.33% 和 142.16%，分别较上年底增加 11.37 个百分点和 9.05 个百分点；2019 年现金类资产/短期债务为 2.37 倍。近年来，公司短期债务规模波动下降，现金类资产对其保障能力强，整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 分别为 102.78 亿元、118.89 亿元和 108.95 亿元。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 38.48 倍，全部债务/EBITDA 为 0.62 倍，整体看，

公司长期偿债能力很极。

截至2020年6月底，公司本部获得各银行授信合计60.70亿元，已使用10.20亿元，未使用50.50亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司洋河股份为上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2020年6月底，公司对外担保余额为5.03亿元，其中对宿迁市交通产业集团有限公司（实际控制人宿迁市国资委持股100.00%）的担保余额为1.24亿元，对宿迁市洋河新城新农村建设有限公司（实际控制人宿迁市国资委持股100.00%）的担保余额为1.79亿元，对宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（实际控制人宿迁市人民政府持股100.00%）的担保余额为2.00亿元。公司对外担保金额占同期净资产的比重为1.29%。公司历史上曾发生过担保代偿，但考虑存续对外担保企业均为宿迁市国资委和宿迁市人民政府下属全资平台，违约代偿风险可控。

截至2020年6月底，公司不存在重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

6. 母公司财务分析

公司本部作为投资控股集团，自身经营性业务规模小；本部资产负债率高，债务负担较重；上市公司股权为公司本部优质资产且未质押，利润总额依赖投资收益。公司本部持有洋河股份34.16%股权，均未质押。

截至2019年底，公司本部资产总额为82.32亿元，较2018年底下降3.50%。其中，流动资产65.23亿元（占79.24%），非流动资产17.09亿元（占20.76%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占61.36%）和存货（占33.09%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占24.48%）和在建工程（占62.32%）构成，其中长期股权投资主要以成本法计量。截至2019年底，公司本部货币资金为3.47亿元。

截至2019年底，公司本部负债总额为74.24亿元，较上年底下降5.03%。其中，流动负债

29.31亿元（占39.48%），非流动负债44.93亿元（占60.52%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占39.92%）、其他应付款（占23.57%）和其他流动负债（占34.12%）构成，非流动负债全部为应付债券。截至2019年底，公司本部资产负债率为90.19%。

截至2019年底，公司本部所有者权益为8.08亿元，较上年底增长13.21%。其中，实收资本为1.10亿元（占13.61%）、资本公积为4.12亿元（占50.94%）、未分配利润为1.74亿元（占21.56%）、盈余公积为1.12亿元（占13.89%）。

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

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

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2020年6月底，公司全部债务为61.27亿元，其中长期债务为44.94亿元。本期中期票据发行金额上限为10亿元，分别占2020年6月底全部债务和长期债务的16.32%和22.25%，对公司现有债务规模有一定影响。

截至2020年6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28.65%、13.57%和10.32%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，本期中期票据发行对公司整体债务负担情况影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为102.78亿元、118.89亿元和108.95亿元，为本

期中期票据拟发行金额上限的 10.28 倍、11.89 倍和 10.90 倍；公司经营活动现金流量净额分别为 87.31 亿元、59.52 亿元和 83.41 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额上限的 8.73 倍、5.95 倍和 8.34 倍。

总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营性净现金流对本期中期票据保障能力很强。

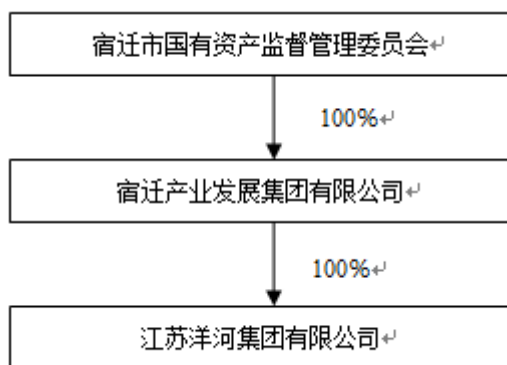
十一、结论

近年来，白酒行业由高速发展期进入成熟期，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。

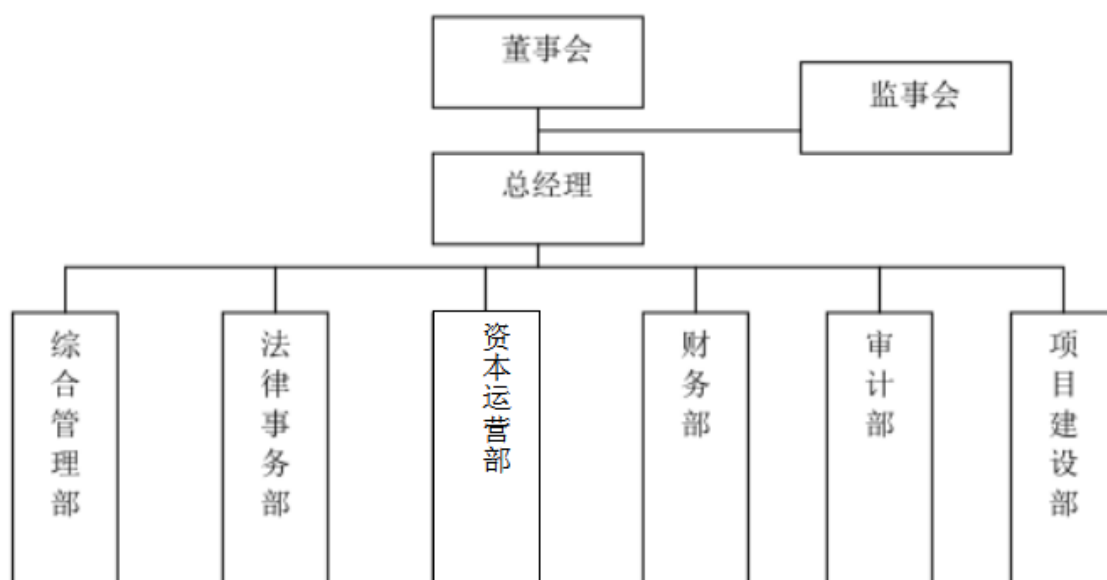
公司 EBITDA 和经营性净现金流对本期中期票据保障能力很强。

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，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
江苏洋河酒厂股份有限公司	150698.80	白酒制造	34.16	--	
江苏宿迁国家粮食储备库	428	粮食收储、仓储、运输	100.00	--	划转

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.36	42.95	53.43	75.53
资产总额(亿元)	522.79	582.24	618.18	547.18
所有者权益(亿元)	302.16	343.71	373.33	390.43
短期债务(亿元)	32.67	37.16	22.57	16.34
长期债务(亿元)	21.00	36.98	44.95	44.94
全部债务(亿元)	53.68	74.15	67.52	61.27
营业收入(亿元)	201.61	243.56	232.87	134.62
利润总额(亿元)	91.70	108.41	98.27	71.97
EBITDA(亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流(亿元)	87.31	59.52	83.41	-6.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	85.91	93.36	47.73	--
存货周转次数(次)	0.50	0.41	0.41	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.44	0.39	--
现金收入比(%)	118.25	116.08	121.48	59.71
营业利润率(%)	60.09	57.66	57.14	57.37
总资本收益率(%)	19.53	19.45	17.52	--
净资产收益率(%)	22.95	23.62	19.93	--
长期债务资本化比率(%)	6.50	9.72	10.75	10.32
全部债务资本化比率(%)	15.08	17.74	15.32	13.57
资产负债率(%)	42.20	40.97	39.61	28.65
流动比率(%)	183.80	215.95	227.33	350.76
速动比率(%)	106.83	133.11	142.16	198.27
经营现金流动负债比(%)	44.46	30.00	42.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	31.72	42.38	38.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.52	0.62	0.62	--

注：2020 年半年度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分已计入短期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.52	4.16	3.47	22.06
资产总额(亿元)	88.72	85.31	82.32	90.43
所有者权益(亿元)	7.03	7.14	8.08	22.82
短期债务(亿元)	31.50	36.20	21.70	15.20
长期债务(亿元)	21.00	36.92	44.93	44.94
全部债务(亿元)	52.50	73.12	66.63	60.14
营业收入(亿元)	0.85	0.67	0.54	0.36
利润总额(亿元)	11.06	13.15	17.02	15.71
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	19.98	-31.23	15.09	21.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.86	3.38	3.21	--
存货周转次数(次)	0.07	0.03	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	105.76	118.17	72.58	68.30
营业利润率(%)	17.25	6.69	7.35	2.35
总资本收益率(%)	18.71	16.49	22.78	--
净资产收益率(%)	156.78	184.25	210.69	--
长期债务资本化比率(%)	74.92	83.80	84.76	66.32
全部债务资本化比率(%)	88.19	91.11	89.19	72.49
资产负债率(%)	92.08	91.63	90.19	74.76
流动比率(%)	122.36	166.46	222.54	350.82
速动比率(%)	86.98	106.97	148.90	350.82
经营现金流动负债比(%)	32.93	-75.73	51.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年半年度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息部分已计入短期债务

附件 4 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 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (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%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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 + 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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5-1 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成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 江苏洋河集团有限公司 2020 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，及时对该事项进行分析，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。