信用等级公告

联合〔2020〕2803 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及其相关债券的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，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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏洋河集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 洋河 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 洋河 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 洋河 MTN001	6 亿元	6 亿元	2021-09-06
19 洋河 MTN001	4 亿元	4 亿元	2022-04-12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 28 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	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

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综合竞争优势。跟踪期内，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。同时，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，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。

公司经营活动产生的现金流量净额及 EBITDA 对存续债券保障能力很强。

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。跟踪期内，公司主业经营情况良好，产品毛利率保持在较高水平。

2. **公司经营获现能力强，债务结构均衡，财务弹性良好。**跟踪期内，公司经营现金流状况良好，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 3 月底，短期债务占比 39.17%，债务结构均衡，财务弹性良好。

3. **公司经营活动产生的现金流量净额及 EBITDA 对存续债券保障能力很强。**

分析师：孔祥一　闫　旭　刘祎烜
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

关注

1. **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3月底，公司对外担保余额仍有5.33亿元。

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1－3月，公司主营业务收入同比有所下降。

3. **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平台，自身经营性业务规模很小，利润主要来自下属子公司分红。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.36	42.95	46.83	44.23
资产总额(亿元)	522.79	582.24	618.18	610.90
所有者权益(亿元)	302.16	343.71	373.33	408.40
短期债务(亿元)	32.67	37.16	22.57	28.94
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	73.88
营业收入(亿元)	201.61	243.56	232.87	92.92
利润总额(亿元)	91.70	108.41	98.27	54.01
EBITDA(亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流(亿元)	87.31	59.52	83.41	1.15
营业利润率(%)	60.09	57.66	57.14	58.58
净资产收益率(%)	22.95	23.62	19.93	--
资产负债率(%)	42.20	40.97	39.61	33.15
全部债务资本化比率(%)	15.08	17.74	15.32	15.32
流动比率(%)	183.80	215.95	227.33	285.59
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 3 月
资产总额(亿元)	88.72	85.31	82.32	88.70
所有者权益(亿元)	7.03	7.14	8.08	8.16
全部债务(亿元)	52.50	73.12	66.63	73.13
营业收入(亿元)	0.85	0.67	0.54	0.12
利润总额(亿元)	11.06	13.15	17.02	0.08
资产负债率(%)	92.08	91.63	90.19	90.80
全部债务资本化比率(%)	88.19	91.11	89.19	89.96
流动比率(%)	122.36	166.46	222.54	199.60
经营现金流动负债比(%)	32.93	-75.73	51.50	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 洋河 MTN001、19 洋河 MTN001	AAA	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
19 洋河 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/03/22	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
18 洋河 MTN001	AAA	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

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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“洋河集团”或“公司”）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2020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.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 3 月底，公司资产总额为 610.90 亿元，所有者权益为 408.40 亿元（含少数股东权益 261.01 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.92 亿元，利润总额 54.01 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券为 2018 年 9 月 7 日发行的“18 洋河 MTN001”，募集资金 6 亿元，用于归还有息债务；于 2019 年 4 月 15 日发行的“19 洋河 MTN001”，募集资金 4 亿元，用于归还债务融资工具。截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕，且在跟踪期内按时付息。

表 1　截至 2020 年 3 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18洋河MTN001	6.00	6.00	2018-09-06	2021-09-06
19洋河MTN001	4.00	4.00	2019-04-12	2022-04-12

资料来源：中国货币网，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠

肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；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，2016-2017 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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比

增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，

给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

2019 年，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

期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。

六、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，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。

1. 产权状况

截至2020年3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3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。2019年，洋河股份实施现金分红45.03亿元；公司本部收到分红款16.28亿元。

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. 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。

4. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91321300142334989Y），截至 2020 年 7 月 28 日，公司本部无未结清不良或关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员部分变更，管理制度无重大变化；作为宿迁市国资委下属企业，公司经营管理运作正常。

2019年7月，陈以勤辞去公司监事职务，公司聘任许有恒为监事；刘莹辞去公司董事职务，公司聘任刘静为董事。2020年2月，范晓路任职公司董事；2020年4月，公司原董事长韩锋由于正常人事变动卸任，李民富任职公司董事长；2020年5月，公司免去韩锋总经理职务，暂由董事长李民富行使总经理职权。

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，兼行使总经理职权。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司仍以白酒的生产和销售为主营业务；受中低端白酒收入减少影响，公司营业收入较上年略有下降；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。

2019 年，公司实现主营业务收入 223.18 亿元，占营业收入的 95.84%，主营业务突出。分板块来看，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，白酒业务收入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、粮食和以码头装卸为主的其他业务收入贡献小。

从毛利率来看，2019年，公司主营业务毛利率为73.45%，较上年底减少2.10个百分点。其中，公司白酒业务毛利率为74.31%，较上年下降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；公司红酒、粮食和其他业务收入占比小，对主营业务毛利率影响不大。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 92.92 亿元，同比下降 15.08%，主要系新冠肺炎疫情对白酒终端消费造成影响所致；综合毛利率为 73.74%，较上年持平。

表 3 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 1－3 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	191.83	97.38	67.93	229.13	98.01	76.47	219.67	98.43	74.31	90.94	98.12	74.72

红酒	2.85	1.45	53.20	2.74	1.17	50.74	1.94	0.87	33.44	0.83	0.89	35.70
粮食	2.14	1.08	1.06	1.89	0.81	0.45	1.53	0.68	1.90	1.14	0.01	1.73
其他	0.16	0.08	87.00	0.03	0.01	59.39	0.04	0.02	42.23	0.01	0.00	11.32
合计	**196.98**	**100.00**	**67.01**	**233.79**	**100.00**	**75.55**	**223.18**	**100.00**	**73.45**	**92.92**	**100.00**	**73.74**

资料来源：公司提供

2. 白酒制造

跟踪期内，公司生产经营主体仍为下属上市子公司洋河股份。

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 3 月底，洋河股份资产总计 520.96 亿元，所有者权益合计 399.90 亿元，2020 年 1－3 月实现营业收入 92.68 亿元，同比下降 14.89%；实现利润总额 53.93 亿元，同比变化不大。

（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%。

跟踪期内，洋河股份原材料采购及结算方式未变，仍采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算，但 2016 年以来票据结算规模持续下降，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4　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

2019年，公司仍主要利用位于来安镇、洋河镇和双沟镇的三处基地生产白酒，生产流程无重大变化。公司白酒类产品主要分为中高低端白酒，主要包含高端白酒如“梦系列”和“手工班”等，中端白酒如“天之蓝”和“海之蓝”等，低端白酒如“洋河大曲”和“青瓷”等。

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 1－3 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 5　近年公司白酒生产情况

（单位：万吨/年、万吨、%）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
产能	29.00	29.00	29.00	29.00
产量	22.01	21.16	17.93	3.01
产能利用率	75.91	72.97	61.83	10.38

注：2020 年 1－3 月产能利用率为年化产能利用率

资料来源：公司提供

（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。

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产品竞争力。

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1－3月，公司白酒产品实现销量7.23万吨；产销率为240.00%，主要系2020年一季度白酒生产受疫情影响导致产量较低；销售收入为92.68亿元，销售均价进一步提升至126088.63元/吨。

表6　近年洋河股份白酒销售情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
销量（万吨）	21.60	21.41	18.60	7.23
产销率（%）	98.14	101.18	103.74	240.00
销售收入（亿元）	191.83	229.13	219.67	92.68
销售均价（元/吨）	88810.19	107045.80	118102.15	126088.63

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，2019年，江苏省销售额占公司销售总额的比例为46.48%，较上年下降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1－3月，公司销售收入同比有所下降，省外销售占比进一步上升。

表7　近年洋河股份酒类销售的区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1－3 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	42.34	46.14
省外	92.39	47.46	113.57	49.98	118.62	53.52	49.42	53.86
合计	**194.68**	**100.00**	**231.87**	**100.00**	**221.61**	**100.00**	**91.76**	**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%，较上年下降0.13个百分点，公司销售集中度低。

表8　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

跟踪期内，公司红酒产销量有所下降，2019年，公司红酒生产量同比下降33.48%，库存量同比下降52.56%，红酒销售额为1.94亿元，同比下降29.01%。

表9　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

公司整体经营效率较高，存货规模较大，符合行业特点。

2019年，公司销售债权周转次数同比大幅下降，由93.36次降至47.73次，主要系公司应收票据及应收账款较上年底上升所致；同期，总资产周转次数和存货周转次数分别为0.39次和0.41次。

5. 未来发展

（1）发展战略及目标

2020年，公司仍将专注于白酒的生产与销售，力争将公司白酒品牌进一步做强。公司计划在产品力、品牌力、渠道力、创新力等方面进行升级，并在此基础上，持续做好产品经营、资本经营和生态经营，不断增强公司本身、消费者、经销商、供应商、媒体和资本市场的共建共生，实现营销转型、品质突破和管理升级，追求公司长期健康发展。

（2）在建项目

公司在建项目投资已近尾声，资金需求可控。

在建项目方面，截至2020年3月底，公司主要在建项目为双沟酒业园区包装物流项目和双沟新区酿酒工程项目，计划总投资规模分别为11.61亿元和5.28亿元。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，将分别于2021年7月和9月完工，项目投产后公司酒类产能将进一步提升。

九、财务分析

公司提供了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年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2019年公司合并范围内子公司新增1家，减少5家，截至2019年底公司纳入合并范围的子公司共75家。2020年一季度，公司合并范围较上年底无变化。跟踪期内，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3月底，公司资产总额为610.90亿元，所有者权益为408.40亿元（含少数股东权益261.01亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入92.92亿元，利润总额54.01亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，以流动资产为主，现金类资产充裕，整体资产质量

好；但公司以关联方欠款为主的其他应收款规模较大，对资金形成占用。

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，流动资产和非流动资产分别占71.89%和28.11%，公司资产以流动资产为主。

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。

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。

截至2019年底，公司其他应收款为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

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%。

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。

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。

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。

截至2019年底，公司无形资产为18.50亿元，较上年底下降1.97%。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 3 月底，公司合并资产总额为 610.90 亿元，较上年底下降 1.18%；其中，流动资产占 70.58%，非流动资产占 29.42%。公司资产以流动资产为主，资产规模及结构较上年底变化不大。

2. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司权益中少数股东权益和未分配利润占比仍较高，权益稳定性弱。公司负债规模略有增长，仍以流动负债为主，短期债务占比下降，债务结构均衡；公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。

（1）所有者权益

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3月底，公司所有者权益合计408.40亿元（含少数股东权益261.01亿元），较上年底增长9.39%，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

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

表 11 截至 2020 年 3 月底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
19 洋河 01	2019.04.15	2024.04.15	4.00
19 洋河 MTN001	2019.04.12	2022.04.12	4.00
19 洋河 SCP002	2019.12.16	2020.06.15	8.00
20 洋河 SCP001	2020.02.18	2020.08.27	5.00

注：截至报告出具日，“19洋河SCP002”已到期偿付

资料来源：Wind，联合资信整理

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，截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为39.61%、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。公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 202.50 亿元，较上年底下降 17.30%，主要系预收款项和其他应付款减少所致。其中，流动负债占 74.55%，非流动负债占 25.45%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 73.88 亿元，较上年底增长 9.41%，主要系短期债务增加所致。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 33.15%、15.32%和 9.91%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司白酒业务收入下降导致利润有所下降，但整体盈利能力仍很强。

2019 年，公司实现营业收入 232.87 亿元，同比下降 4.39%；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。同期，公司营业利润率为 57.14%，较上年略有下降。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用为 46.58 亿元，较上年增长 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。

2019 年，利润总额为 98.27 亿元，同比下降 9.36%。其中，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%。公司主业盈利能力很强，利润主要来自经营性利润，非经常性损益对其影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 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。公司各盈利指标较上年有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.92 亿元，同比下降 15.08%，主要系新冠肺炎疫情发展，白酒终端消费下降所致；实现利润总额 54.01 亿元，较上年同期变动不大。

4. 现金流及保障

2019年，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，2019年，公司经营活动现金流入量为303.88亿元，较上年下降2.32%；经营活动现金流出量为220.46亿元，较上年下降12.37%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金净流入量为83.41亿元，较上年增长40.15%。2019年，公司现金收入比为121.48%，较上年上升5.41个百分点，收入实现质量保持在很高水平。

从投资活动来看，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，2019年，公司投资活动现金净流出量为12.82亿元，净流出量较上年下降62.95%。

从筹资活动来看，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；筹资活动现金流出量为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1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.15亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.34亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-4.13亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司债务负担较轻，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，截至2019年底，公司流动比率与速动比率分别为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；现金类资产/短期债务为2.08倍。跟踪期内，公司短期债务规模有所下降，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，2019年，公司EBITDA为108.95亿元，同比下降8.36%。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，公司长期债务偿债能力很强。

截至2020年3月底，公司获得各银行授信合计60.70亿元，已使用15.20亿元，未使用45.50亿元，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3月底，公司对外担保余额为5.33亿元，其中对宿迁市交通产业集团有限公司的担保余额为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）有限公司的担保余额为2.00亿元，对江苏允友成生物环保材料有限公司的担保余额为0.31亿元。公司对外担保金额占同期净资产的比重为1.31%。考虑到公司历史上曾发生过担保代偿，存在一定担保代偿风险。

截至2019年底，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平台，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2020年3月底，母公司对洋河股份持股比例为34.16%，股权均未质押。

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、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，EBITDA 和经营活动现金净流量对存续债券保障能力好。

截至2020年3月底，公司本部存续期内包含各类债券发行总额共计50.00亿元。公司2019年EBITDA为108.95亿元，为存续期内债券总额的2.18倍；经营活动现金净流量为83.41亿元，对存续期内长期债券的覆盖倍数为1.67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。

截至报告出具日，公司本部一年内到期的债券余额为21.00亿元（含行权）。截至2020年3月底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的2.23倍。

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

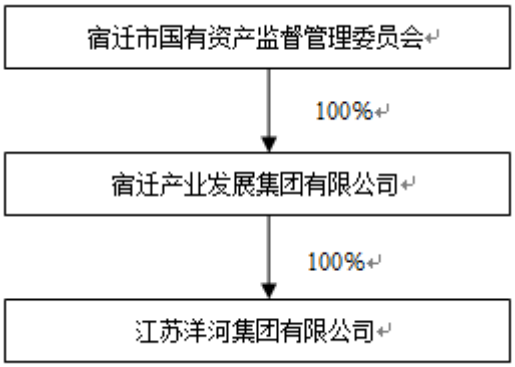
项目	2019 年
一年内到期债券余额	21.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.23
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.08
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.67
EBITDA/应付债券余额	2.18

资料来源：联合资信整理

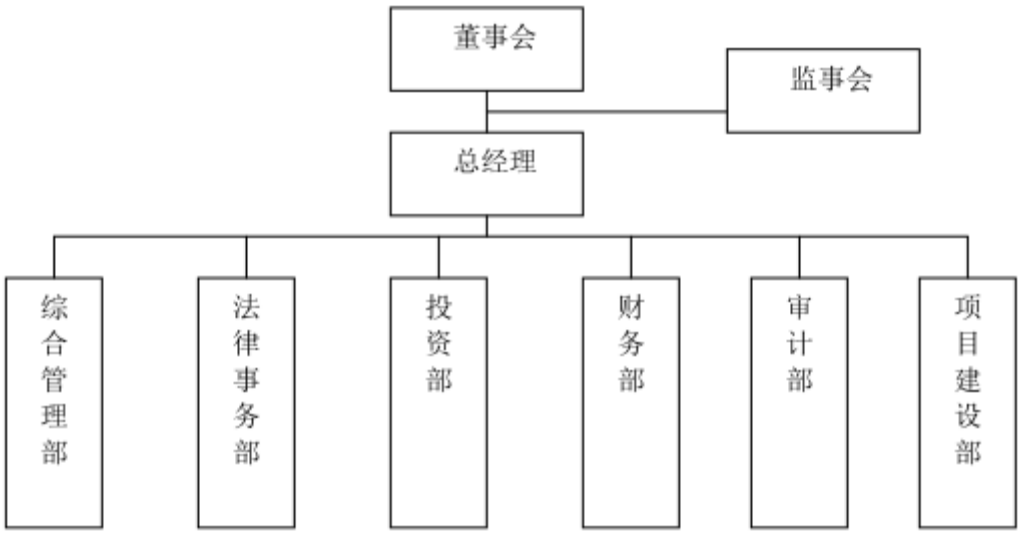
十一、结论

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　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 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	428.00	粮食收储、仓储、运输	100.00	--	划转

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.36	42.95	46.83	44.23
资产总额(亿元)	522.79	582.24	618.18	610.90
所有者权益(亿元)	302.16	343.71	373.33	408.40
短期债务(亿元)	32.67	37.16	22.57	28.94
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	73.88
营业收入(亿元)	201.61	243.56	232.87	92.92
利润总额(亿元)	91.70	108.41	98.27	54.01
EBITDA(亿元)	102.78	118.89	108.95	--
经营性净现金流(亿元)	87.31	59.52	83.41	1.15
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	64.74
营业利润率(%)	60.09	57.66	57.14	58.58
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	9.91
全部债务资本化比率(%)	15.08	17.74	15.32	15.32
资产负债率(%)	42.20	40.97	39.61	33.15
流动比率(%)	183.80	215.95	227.33	285.59
速动比率(%)	106.83	133.11	142.16	181.39
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 年一季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 2-2 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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.52	4.16	3.47	8.83
资产总额(亿元)	88.72	85.31	82.32	88.70
所有者权益(亿元)	7.03	7.14	8.08	8.16
短期债务(亿元)	31.50	36.20	21.70	28.20
长期债务(亿元)	21.00	36.92	44.93	44.93
全部债务(亿元)	52.50	73.12	66.63	73.13
营业收入(亿元)	0.85	0.67	0.54	0.12
利润总额(亿元)	11.06	13.15	17.02	0.08
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	19.98	-31.23	15.09	4.33
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	--
营业利润率(%)	17.25	6.69	7.35	2.54
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	84.62
全部债务资本化比率(%)	88.19	91.11	89.19	89.96
资产负债率(%)	92.08	91.63	90.19	90.80
流动比率(%)	122.36	166.46	222.54	199.60
速动比率(%)	86.98	106.97	148.90	139.30
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 年一季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　同行业企业对比数据

发行人	泸州老窖股份有限公司	北京顺鑫农业股份有限公司	江苏洋河集团有限公司
主体信用等级	AAA	AA^{+}	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	**2019 年**		
综合毛利率（%）	80.62	36.15	73.45
销售债权周转次数（次）	13.09	33.78	47.73
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	289.20	220.22	618.18
所有者权益（亿元）	195.55	74.60	373.33
营业收入（亿元）	158.17	149.00	232.87
利润总额（亿元）	61.04	11.85	98.27
经营活动现金流净额（亿元）	48.42	13.05	15.09
资产负债率（%）	32.38	66.12	39.61

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	（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/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