

信用等级公告

联合〔2020〕123号

宿迁产业发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宿迁产业发展集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

宿迁产业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

宿迁产业发展集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宿迁产业发展集团有限公司

2020 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 10 亿元，（含 10 亿元）

债券期限：不超过 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年计息，到期还本

评级时间：2020 年 4 月 20 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	700.21	675.02	718.33	699.73
所有者权益（亿元）	361.35	395.12	418.41	464.38
长期债务（亿元）	61.12	41.05	58.19	64.93
全部债务（亿元）	197.18	116.29	116.29	100.85
营业收入（亿元）	181.12	208.66	251.46	214.67
净利润（亿元）	58.22	70.79	83.11	74.63
EBITDA（亿元）	86.84	106.36	123.09	--
经营性净现金流（亿元）	82.86	83.16	73.41	13.17
营业利润率（%）	59.81	59.16	57.14	58.44
净资产收益率（%）	16.67	18.71	20.43	16.91
资产负债率（%）	48.39	41.47	41.75	33.63
全部债务资本化比率（%）	35.30	22.74	21.75	17.84
流动比率（倍）	1.68	1.91	2.02	2.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.44	0.91	1.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	50.01	24.10	27.56	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.68	10.64	12.31	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债、其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算；5. 长期应付款中付息部分已调整至长期债务及相关指标核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“产发集团”）的评级反映了公司作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持方面所具有的综合竞争优势。近年来，公司收入规模持续增长，盈利能力很强，经营效率良好，经营活动现金流状况较佳，债务负担较轻，整体财务状况良好。同时，联合评级也关注到公司销售区域集中度较高、少数股东权益占比较高、对外担保规模较大，以及未来下属资产划转存在不确定性等因素对公司信用水平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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司拥有良好的外部环境。**公司子公司江苏洋河集团有限公司所处的洋河镇素有“酒都”之称，酿酒历史悠久、水质优良；江苏省经济发达，对白酒消费能力较高。

2. **受益于白酒价格增长，公司中高端白酒产销量占比持续提高，整体经营状况良好。**2016—2018 年，公司白酒销售均价年均复合上升 13.40%，公司收入和盈利规模持续增长。

3. **公司整体财务状况良好。**公司盈利能力很强，经营活动现金流状况较佳，债务负担较轻。

关注

1. **公司产品销售区域集中度较高。**公司

50%以上的白酒产品在江苏省境内销售，产品销售区域集中度较高。

2. 公司权益结构稳定性一般，对外担保规模较大，存在无偿划转下属资产可能性。公司少数股东权益占比较大，权益结构稳定性有待提高；对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险；作为宿迁市人民政府国有独资公司，公司未来存在无偿划转下属资产的不确定性。

分析师

叶维武 登记编号（R0040215080001）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

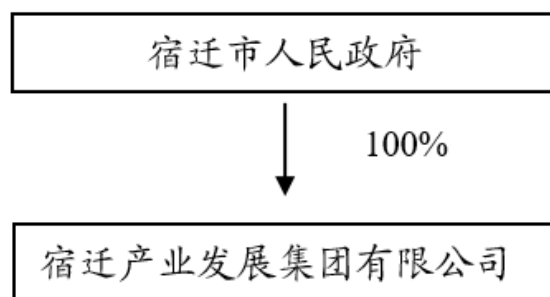

罗峰

联合信用评级有限公司

一、主体概况

宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“产发集团”）原名宿迁市国有资产投资有限公司，成立于 2007 年 11 月 5 日，是由宿迁市人民政府（以下简称“市政府”）出资组建的有限责任公司（国有独资），初始注册资本为 500 万元。2007 年，经江苏省人民政府苏政复〔2007〕67 号文批准，市政府将江苏箭鹿毛纺股份有限公司（以下简称“箭鹿股份”）75.91%的股权无偿划入公司。经市政府宿政发〔2009〕131 号文批准，2010 年市政府将宿迁市同创信用担保有限公司（以下简称“同创担保”）100%的股权无偿划入公司。经市政府宿政发〔2009〕136 号文批准，江苏双沟集团有限公司（以下简称“双沟集团”）将持有的江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟股份”）26.92%股权无偿划入公司。2010 年 3 月，市政府对公司增资人民币 4.95 亿元。其中，以货币出资人民币 1.5 亿元，以持有的双沟股份和同创担保的股权共计出资人民币 3.45 亿元，增资后公司注册资本变更为 5.00 亿元。2010 年 12 月，经市政府宿政复〔2010〕43 号文批准，市政府将江苏洋河集团有限公司（以下简称“洋河集团”）与双沟集团 100%的股权无偿划入公司，同时将公司名称变更为现名。2018 年 5 月 24 日，公司将资本公积转增实收资本 25.00 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 30.00 亿元，实际控制人为宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）。截至 2019 年 9 月底，公司不存在将子公司股权进行质押的情况。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：授权范围内的国有资产营运；制造业和服务业的投资管理；高新技术成果转化风险投资（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 9 月底，公司内设综合管理部、法律事务部、资本运营部、资产管理部、财务审计部和监察室等 6 个职能部门（见附件 1），下辖 98 家全资及控股子公司。截至 2019 年 6 月底，公司拥有在职员工 15,431 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 718.33 亿元，负债合计 299.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）418.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 194.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 251.46 亿元，净利润（含少数股东损益）83.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 29.44 亿元；经营活动现金流量净额 73.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.80 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 699.73 亿元，负债总额 235.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 222.84 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 214.67 亿元，净利润（含少数股东损益）74.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.46 亿元；经营活动现金流量净额 13.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79 亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市青海湖路 17 号江苏银行大楼 12 楼；法定代表人：韩锋¹。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“宿迁产业发展集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行采取网下面向专业投资者询价配售的方式。本期债券发行总规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），债券期限为不超过 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100.00 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定；本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

公司主营业务为白酒生产与销售，所属行业为白酒制造业。

1. 行业概况

白酒是我国特有酒类，对水质和气候依赖较大，产品具有较强的地域特色；粮食是白酒酿造的主要原材料，但成本占比较低，当前供应较为充足；我国经济的快速发展和人均收入水平的提高等因素均对白酒消费市场提供了有力支撑。

白酒为中国特有的一种蒸馏酒，是世界八大蒸馏酒之一，又称烧酒、老白干、烧刀子等，解放后称为白酒。白酒泛指以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质（糖质）原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑而酿制而成的各类酒。

从酿造条件来看，白酒的酿造过程是酿酒微生物的自然富集过程，对气候、土壤、水源、生态环境等自然条件具有天然的依赖性，要酿造出好酒就必须拥有一个有利于酿酒微生物自然生长的环境；不同的酿造工艺和不同的自然环境形成的微生物菌群不同，导致形成的白酒风格各异。由于区域历史文化特点的不同和自然条件的差异，各地酿造的白酒风味独特，消费习惯较为稳定，这使得白酒酿造行业区别于一般的食品制造业，有经营区域性强和产品难复制的特点。目前，我国白酒一般可区分为酱香型、浓香型和清香型三种主要类型。

从产业链角度看，白酒酿造对水质和气候环境依赖很大，对粮食等原材料质量要求较高，下游需求受人民收入水平和消费偏好影响较大。水质和气候环境具有地域性，各地酿造的白酒各有特色，水供应较为易得。粮食是白酒酿造的主要原材料，但考虑到包装、广告等因素，粮食成本占比较低。随着我国经济的快速发展，人均收入水平逐年提高，同时考虑到商务、宴饮等因素，均对我国白酒市场需求提供了有力支撑。

¹公司章程规定董事长为公司的法定代表人，公司董事长于 2020 年 3 月发生变动，截至出报告日，工商信息尚未变更法定代表人。

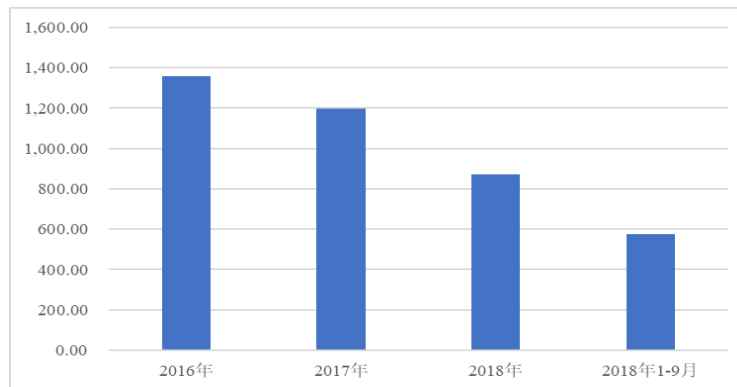
2. 行业供应情况

近年来我国白酒产量呈下降趋势；白酒生产地域集中度较高，四川是我国白酒的主要产地；白酒供应量取决于基酒库存，基酒生产耗时较长，具有地域性，不同企业基酒有所差异。

在中国，酒文化作为一种特殊的文化形式具有其独特的地位，其中，尤以白酒文化最为典型。中国以农业立国，在国家的发展过程中，政治、经济等社会活动皆以农业发展为立足点，而白酒以粮食为主要原料酿造，紧紧依附于农业，成为农业经济的一部分，渗透到社会生活的各个领域。

2012年下半年起，受国内宏观经济下行、“塑化剂”和“勾兑门”事件以及中央“八项规定”和“厉行节约，反对浪费”等因素的影响，我国白酒产量增速开始放缓，2014年我国白酒产量同比增速降至2.75%，此后白酒产量增速处于较低水平。2016年，我国白酒产量1,358.36万千升，同比增长3.20%。2017年我国白酒产量1,198.10万千升，同比下降11.80%，主要系随着市场总销量下降所致。2018年，我国白酒累计产量871.20万千升，较上年下降27.28%。2019年1—9月，白酒产量574.80万千升。

图2 近年来我国白酒产量情况（单位：万千升）



资料来源：Wind，联合评级整理

从地域分布来看，我国白酒产量分布较为集中。2018年白酒产量排名前十的地区是四川省、江苏省、湖北省、北京市、安徽省、河南省、山东省、贵州省、吉林省、山西省。其中，四川省白酒产量位居第一，占全国总产量的41.13%。

从白酒生产流程来看，粮食经过发酵后首先成为基酒，基酒一般储存一段时间后，按照一定比例勾兑为成品白酒。成品酒生产耗时较短，一般可根据市场需求迅速生产；基酒酿造包含发酵、储存等流程，耗时较长。白酒的供给主要取决于生产企业的基酒储量。

从目前国内主流白酒品类来看，酱香型基酒的制造工艺最为复杂。由于要求投料和制曲温度，同时发酵和蒸馏次数较多，酱香型白酒的生产周期一般为1年左右，同时摘取的基酒要储存3~5年的时间才能达到优质酒所要求的口感和纯度。浓香型白酒的生产周期和存酒时间要略短一些，一般3个月左右可以完成发酵。但是由于浓香型白酒是续糟配料，讲究“千年老窖，万年糟”，也就是越老的窖池产出的基酒的品质越好，所以新建的产能很难达到优质白酒的要求；同时浓香型白酒采取分段取酒，即在白酒的蒸馏过程中，酒头、酒中、酒尾的品质存在巨大差距，一般来说，浓香型白酒的优质酒产出率只有20%左右，这造成浓香型基酒生产中存在中高端、低端等不同档次的基酒。清香型基酒工艺相对简单，一般2个月就能完成发酵生产，基酒储存1~2年就能进行勾兑、销售。目前清香型白酒的市场接受度较低，仅占10%左右，并以低端产品为主。此外，每年7—8月我国南方地区由于气温过高，一般停止酿造基酒，因此基酒酿造受限因素较多，耗时较长。基酒酿造受水质、气候因素影响较大，具有地域性，是决定成品酒质量与特性的重要因素，

不同白酒生产企业酿造的基酒各有差异。

3. 行业需求情况

当前反腐政策对白酒消费形成较大抑制，居民收入水平的提高引发了中端、次高端白酒需求的增长；白酒需求具有较强的季节性和地域性，近年来白酒消费需求呈现下降态势，但提价明显。

白酒是我国的特有酒类，融入了我国居民生活的方方面面，其需求受到商务宴会需求、居民生活需求、地域需求等诸多因素的影响。虽然目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”等政策性因素可能对白酒的需求有一定的影响，但引发白酒需求的因素仍然存在。

我国有着独特的酒文化，白酒作为情感沟通的主要工具，在商务、宴会等场合具有特殊的作用。随着我国经济的快速发展，商务、政务活动需求也呈上升趋势，增加了对白酒、特别是高端白酒的需求。2004—2010年，我国GDP增长呈高速增长状态，同时，白酒（折65度）销量的同比增速也处于较高水平。2011年起，受国际经济危机的冲击，我国经济增速放缓，带动了商务活动需求下降，同时政府开始实施“八项规定”和“厉行节约，反对浪费”等政策，导致了白酒需求的下降。

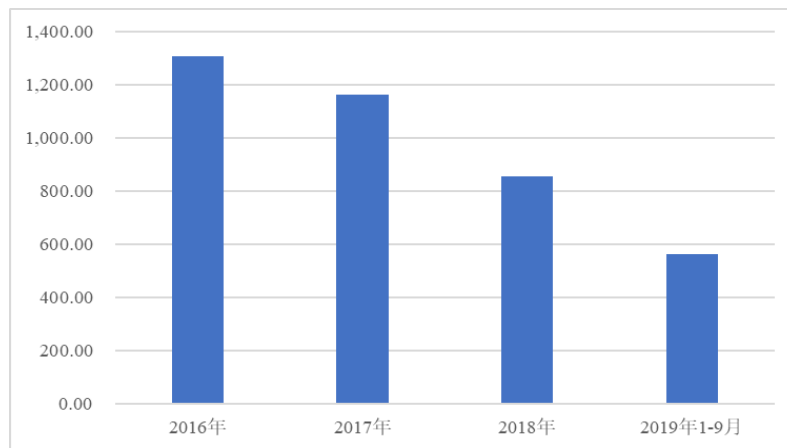
从终端消费来看，白酒消费需求主要受人民收入水平增长的影响。白酒本身是一种饮食嗜好品，不是必需品，白酒的消费需求只有在收入不断增长的情况下才会出现，中国历来也有量入而出的消费习惯，进一步说明了白酒消费需求增长的根本原因是经济发展带来的居民收入的不断提高，居民收入的增速与白酒产量增速具有相关拟合性，且先于产量反应。随着我国居民收入水平的不断提高，对白酒的消费结构也不断调整、升级，逐渐由低档白酒向中高档白酒转换。受限于收入水平，我国居民家庭对高端白酒的需求相对较少，未来居民家庭对白酒的需求主要集中于中端、次高端。随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，预期白酒发展前景良好。

白酒并非生活必需品，人们日常消费数量较少，一般在节假日消费、特别是春节，呈现出明显的季节性特征。我国第四季度白酒销量明显高于其他季度，主要是春节因素带来的销量增长，每年一季度白酒产销率较高、库存明显下降（由于春节主要按照农历庆祝，每年公历日期有所差异，可能带来时间的不一致）。此外，白酒销售具有明显的地域性特征。受气候因素的影响，北方地区对白酒的需求相对较多，特别是山东、北京、东北、内蒙古等地区白酒需求量较大。

目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率为60%~70%，清香型白酒市场占有率为10%左右，酱香型白酒占比10%左右，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。虽然浓香型白酒市场占比较高，考虑到白酒作为快速消费品，购买需求受广告等媒体因素影响较大，浓香型酒企也可能受到酱香型、清香型酒企的竞争。

根据Wind数据，2013—2016年，白酒（折65度）销量逐年上升；2017年，白酒（折65度）销量为1,161.68万千升，较上年下降11.03%；2018年，白酒（折65度）销量为854.65万千升，较上年下降26.43%。2019年1—9月，白酒（折65度）销量为561.17万千升。国内白酒企业市场从产销量上看未明显扩容，但市场价格的提升较为明显。2016—2018年，上市白酒企业共发布提价信息35次，提价行为主要集中在次高端、中高端酒企。在本轮提价周期中，一线酒企提价行为贯穿始终，二、三线酒企采取跟随策略。2018年，规模以上白酒企业1,593家，累计实现销售收入5,654.42亿元，较上年增长14.42%；累计实现利润总额1,028.48亿元，较上年同期增长35.79%。进入2019年，各线酒企仍旧保持较高的市场价格提升速度。

图3 近年来我国白酒（折65度）销量情况（单位：万千升）



资料来源：Wind，联合评级整理

4. 行业竞争

白酒行业目前产能过剩，行业集中度不高，中低档白酒以价格竞争为主；未来行业竞争将聚焦于终端消费者，产品聚焦于中高端产品。

（1）进出壁垒

白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。

中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家2011年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛相对较低。过去十几年白酒行业快速发展且毛利率较高，吸引了较多资本进入。白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。截至2018年底，全国规模以上白酒企业有1,593家，小企业的数量更是远远超过了上述数字。

目前，国内规模以上白酒生产企业工序较长且比较复杂，需要配备灌装、勾调等生产线，需要专门的研发设备和酒窖，这使得白酒企业的专用设备较多，企业的退出成本较高。

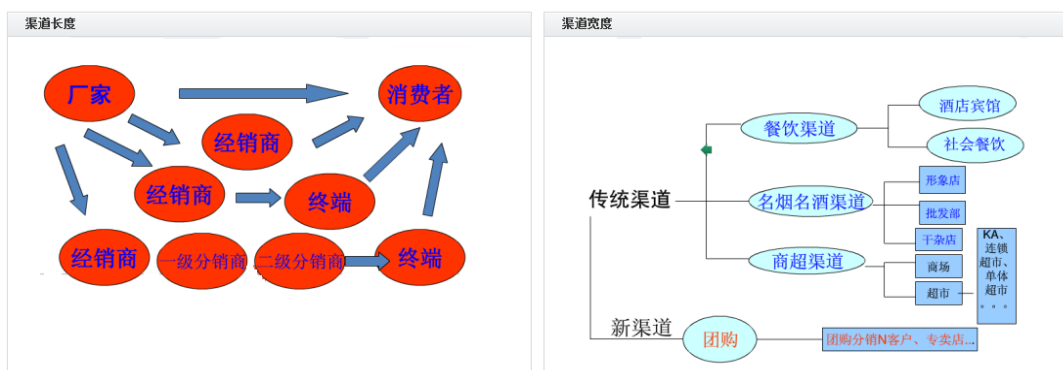
（2）行业集中度

从白酒行业前十七家上市公司的市场占有率来看，贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为10.00%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也仅在20.00%左右，白酒行业近似于是完全竞争行业，没有任何单一企业拥有行业垄断地位。由于白酒行业的进入壁垒较低、行业集中度较低和退出壁垒较高，一旦行业整体的销量放缓，行业内现有企业的竞争就会变得非常激烈。此时，除具有品牌优势、技术优势、市场优势的名优酒企外，大部分的中小白酒企业只能依靠价格战竞争，而价格竞争不利于行业整体盈利能力的提高。

（3）重视终端消费者

销售渠道方面，传统上白酒企业主要通过下游经销商的批发零售到达消费者，当前白酒生产企业越来越重视直接介入对销售终端的营销。在各类销售终端中，大中型酒店主要消费中高档白酒，并通过影响消费者心理带动商超销售；大型商超对于产品的面市率有一定的影响。白酒销售的渠道分布较为均匀，餐饮虽然拥有较高比重，商超、专卖所销售比例亦为不小，而团购、直销等模式在白酒销售中也拥有一定比例。

图 4 白酒行业下游主要渠道



资料来源：Wind，联合评级整理

（4）聚焦于中高端产品的竞争

从量计税政策的实施，促使白酒企业开发高端白酒以减少税负；2012 年开始的整治三公消费政策，使白酒消费由政务消费转向大众消费，产品结构转向中端，高端白酒降价。同时，我国居民收入水平逐年提高，居民消费能力提升带动了白酒消费结构的上移，中端、次高端白酒产品具有较高的性价比，是大众消费的主要领域。供给端、消费端同时向中端、次高端白酒领域发力，未来该领域竞争将较为激烈。

5. 行业政策

白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险，有利于规范和促进行业未来发展；食品安全问题越发受到国家重视。

根据《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 37 号）的规定，“纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位，消费税计税价格低于销售单位对外销售价格（不含增值税）70%以下，属于《中华人民共和国消费税暂行条例》第十条规定的情形，应该按照《国家税务总局关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函〔2009〕380 号）规定的核价办法，核定消费税最低计税价格。

2016 年 4 月 13 日，中国酒业协会于发布了《中国酒业“十三五”发展指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。酒行业规划产量为 1,580 万千升，比 2015 年 1,312.8 万千升增长 20.35%，年均复合增长 3.77%；销售收入达到 7,800 亿元，比 2015 年 5,558.86 亿元增长 40.32%，年均复合增长 7.01%；利税 1,800 亿元，比 2015 年 1,279.71 亿元增长 40.66%，年均复合增长 7.06%。《指导意见》还提出：“白酒行业要注重智能智慧酿造，加大白酒酿造基础科学研究，把智能技术引入白酒业，实现白酒酿造智能化，促进酿造高品质产品。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。同时要改进白酒生产工艺，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户设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染。”

2017 年 2 月 14 日，国务院印发《“十三五”国家食品安全规划》，提出发展目标：到 2020 年，食品安全治理能力、食品安全水平、食品产业发展水平和人民群众满意度明显提升。

6. 行业关注

（1）产能过剩

根据《中国酿酒产业“十三五”发展规划》的目标，2020 年，白酒行业规划产量为 1,580 万

千升，比 2015 年的 1,312.8 万千升增长 20.35%，年均复合增长 3.77%。

按照业内的估计，白酒行业产量过剩超过 500 万千升，而白酒产品市场容量是有限的，目前行业的产量规模超过了消费量一倍。2013 年受宏观经济放缓、限制三公消费政策影响，白酒消费需求大幅萎缩，消费量下滑明显，产能过剩危机更加凸显。

如白酒行业产能过剩进一步严重，而消费需求未能相应增长，未来白酒行业将面临以价格战为主的恶性竞争，不利于整个白酒行业的良性发展。

（2）行业分化

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长将带来消费升级，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更为激烈。

（3）替代品的威胁

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。80 后、90 后消费者对白酒的喜好程度远低于他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

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。

（4）混合所有制改革

当前，我国白酒企业主要以国企为主，经营方式较为传统。2014 年《政府工作报告》提出进一步“加快发展混合所有制经济”，国央企融合成为新一轮国资企业改革的热点。白酒行业关系到国民经济命脉，是混合所有制改革的热门领域，目前已有部分国有白酒企业进行混合所有制改革，对企业及行业发展形成较大影响。

（5）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”，白酒由政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。

（6）食品安全

白酒作为食品关系到人们的生命财产安全，其安全性受到越来越多的关注。2012 年，“塑化剂事件”和“勾兑门事件”对白酒行业发展形成了较大的冲击。未来，仍需关注食品安全性对白酒行业发展的影响。

7. 未来发展

受中央政策和宏观经济下行影响，目前我国白酒行业处于调整期，行业运行稳定，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将获得更好的发展空间。

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、商务宴请的刚性支出。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。

未来 3~5 年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内著名白酒生产企业，经营规模大，产品质量优良，销售地域覆盖全国，具有很强的竞争优势。

公司的主营业务为白酒生产及销售，生产经营主体为上市子公司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”，股票简称“洋河股份”）以及洋河股份的全资子公司双沟股份。截至 2019 年 9 月底，公司通过全资子公司洋河集团持有洋河股份 34.16% 股份，为洋河股份第一大股东。洋河股份拥有江苏省最大的白酒生产基地，代表产品有洋河经典系列和绵柔香型苏酒系列白酒。截至 2018 年底，公司总资产合计 718.33 亿元。洋河股份作为公司重要子公司，资产总计 495.64 亿元；2018 年实现营业收入 241.60 亿元，净利润 81.15 亿元。2019 年 1—9 月，洋河股份的营业收入和利润规模居白酒行业第三位。

洋河股份位于中国白酒之都——宿迁市，坐拥“三河两湖一湿地”，是与苏格兰威士忌产区、法国干邑产区齐名的世界三大湿地名酒产区之一。悠久的历史与得天独厚的生态环境，为酿酒提供了良好的水源、土壤、空气，尤其是酿酒微生物菌群等条件。洋河股份针对消费需求多元化和个性化，突破了白酒香型分类传统，以味定型，创新推出了绵柔型白酒质量新风格，深层次满足了目标消费者的核心需求，并成功构建起适应市场消费口味的绵柔白酒生产新工艺和绵柔机理体系框架。2018 年 6 月，《地理标志产品——洋河大曲酒》（标准号为“GB/T220406-2008”）首次将“绵柔型”这一洋河特有的类型写进了国家标准。

洋河股份作为老八大名酒，拥有“洋河”“双沟”两种中国名酒，并获得“洋河”“蓝色经典”“梦之蓝”“双沟”“珍宝坊”和“苏”等 6 个中国驰名商标。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八十六名。

洋河股份与近 1 万家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。洋河股份目前通过强大的营销网络平台，已覆盖到全国各个地级县市。产品销售目前正处于市场平稳过渡期，虽受到国家政策方面影响，但公司产品的市场占有率稳固，销售收入得到了稳步增长。

2. 技术与工艺水平

公司在白酒领域研发投入较大，具备较强的技术优势，有助于公司未来在白酒领域进行差异化竞争。

公司始终把握自身产品特点进行技术研发、改进生产工艺。洋河股份的省级重大研发机构“江

苏省生物酿酒技术研究院”已得到江苏省科技厅的批准。2001年以来，公司分别研发了“窖泥高效功能菌 YH-LC1 菌的研究与应用”“新窖老熟新技术在洋河大曲中的研究与运用”“江淮流域多粮型酒发酵工艺的研究和应用”以及“绵柔型白酒新技术”等四项核心生产技术，并已经由江苏省科技厅等部门组织鉴定，分别获得省级和市级科研成果等奖项。

截至 2018 年底，洋河股份拥有 31 名国酒大师（其中 2 名为国家评委专家组核心成员），69 名省级品酒委员，1,861 名技术类人员，拥有多个国家和省级技术研究开发平台，公司设计的绵柔酒代表产品，梦之蓝和绵柔苏酒先后荣获国家最佳质量奖、中国白酒酒体设计奖、中国白酒国家评委感官质量奖等国家级质量大奖。

公司 2000 年成立了技术中心，2001 年通过省级技术中心认定，2006 年被认定为省级高新技术企业，2009 年被认定为国家级高新技术企业，2012 年完成了《基于 PTT 及其复合纤维面料制造的关键技术与产业化》江苏省重大科技成果转化专项资金项目验收。技术中心检测和试验设备配套齐全，其中引进了美国 SF-600PLUS 型色光测试仪、瑞士乌斯特条干仪和日本 4Dbox 设计软件等代表世界先进水平的检测设备。

从研发投入来看，2016—2018 年，洋河股份研发投入分别为 3,673.53 万元、3,780.76 万元和 3,288.01 万元，洋河股份在白酒产品的研发投入上不断加大力度，不断推出新产品以稳定并扩展市场。在酒体设计方面，技术中心开发出了上百种产品，积累了丰富的白酒酒体设计开发经验。2018 年，洋河股份荣获省部级科技奖 6 项，获授发明专利 2 项。“梦之蓝·手工班健康效应研究与应用”等两项科技成果通过了国家级鉴定。

3. 人员素质

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；公司员工学历和岗位构成能够满足公司经营发展的需要。

公司现有董事、监事及高级管理人员共 10 名，公司高管人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长李民富先生，1974 年生，硕士研究生学历，2001—2004 年历任沭阳县委办公室秘书、宿豫县委研究室副主任；2004—2013 年历任宿迁市委办公室副科级干部、正科级秘书、处长、宣传部办公室主任、外宣办副主任；2013—2017 年历任宿城区常委、宣传部部长、宿城经济开发区党工委书记、宿城区常务副区长；2017—2020 年任泗阳县常委、常务副县长；2020 年起任公司党委书记、董事长、洋河集团董事长和双沟集团董事长。

公司原总经理任江先生，1963 年生，硕士研究生学历，高级会计师；1982—1984 年任沭阳县农机公司会计；1984—1988 年任沭阳县农机局总账会计；1988—1996 年任沭阳县财政局综合股办事员、预算股总预算会计、预算股股长；1997—2000 年任宿迁市财政局行财科副科长兼市政府采购中心、会计核算中心副主任（主持工作）；2000—2001 年任宿迁市财政局财监科科长，兼任宿迁市城市信用社中心社主任；2001—2008 年任宿迁市财政局农业处处长兼农发办主任；2008—2009 年宿迁市财政局综合处处长，期间兼任宿迁市国丰资产管理有限公司副总经理；2009—2015 年任宿迁市国丰资产管理有限公司总经理，兼任国丰资产管理有限公司、宿迁市国昇担保有限公司、江苏淮海融资租赁有限公司执行董事；2015 年 11 月起任公司党委副书记、总经理，根据 2020 年 1 月 10 日公司发布的《宿迁产业发展集团有限公司关于总经理发生变动的公告》，2020 年 1 月 8 日市政府发布了《市政府关于王胜辉等同志职务任免的通知》，任江卸任公司总经理职务。截至报告出具日，公司总经理新任职人员暂未任命。

截至 2019 年 6 月底，公司共有员工 15,431 人。其中生产人员 5,957 人，占 38.60%；销售人员 5,259 人，占 34.08%；研发人员 1,861 人，占 12.06%；管理人员 2,354 人，占 15.26%。公司员工高中及以下学历 7,436 人，占 48.19%；大专学历 4,079 人，占 26.43%；本科及以上学历 3,916 人，占 25.38%。

4. 区域经济概况

随着江苏省居民人均可支配收入的增长，居民消费能力有所提升，偏向于消费名优白酒，更关注白酒的品质和品牌。江苏省经济的良好发展、较高的人口密度及公司所处的洋河镇优越的地理交通条件为公司业务发展提供了较好的外部环境。

江苏省是公司第一销售大区，2018 年公司来自江苏省的白酒销售收入占白酒总销售收入比重达 51.02%，江苏省的经济发展状况与公司的销售收入密切相关。

根据国家统计局初步核定，2018 年，江苏省实现地区生产总值（GDP）92,595.4 亿元，比上年增长 6.7%。工业运行总体稳定；服务业增加值占 GDP 比重由 2017 年的 50.3%提升至 51%；投资结构继续优化，民间投资占全部投资比重达 71%；居民收入稳定增长，全省居民人均可支配收入比上年增长 8.8%，城乡收入进一步缩小，消费支出进一步增加。

2018 年，全省居民人均可支配收入 38,096 元，比上年同期增长 8.8%。其中，城镇居民人均可支配收入达到 47,200 元，增长 8.2%；农村居民人均可支配收入 20,845 元，增长 8.8%。城乡居民收入差距进一步缩小。

子公司洋河集团所处的洋河镇位于宿迁市南部，隶属洋河新区，位于泗阳县、泗洪县交界处。洋河素有“酒都”之称，洋河新城按照“一年打基础，两年见成效，三年大变样”的总体要求，借助洋河酒业规模扩张、转型的机遇加速发展，打造工业高地，投资“洼地”，制定优惠政策，吸引外来项目，城区现有工业企业 500 余家，形成了酿酒、纺织、包装物流和木材加工四大主导产业。宿迁市交通便利，京杭大运河纵贯南北，京沪、宁宿徐、徐宿淮盐高速公路建成通车，新长铁路、205 国道穿境而过，宿新高速、宿淮铁路全面开工。宿迁市西距徐州观音国际机场 60 公里，北离连云港白塔埠机场 100 公里，空港优势非常明显。

五、公司治理

1. 治理结构

公司拥有较为完善的法人治理结构，运行较规范。

公司根据《公司法》及有关法律和法规的要求，建立了较为完善的法人治理结构。

公司是国有独资公司，未设股东会，市政府授权市国资委履行出资人职责。董事会是公司的决策机构，董事会对市国资委负责。经市国资委授权，董事会可以行使公司出资人的部分职权。

公司设董事会，由 5 人组成。其中设职工董事 1 名，由公司职工代表大会民主选举产生。董事会设董事长 1 名，由市政府指定。董事长为公司的法定代表人。董事会成员任期 3 年，任期届满可连任。

公司设监事会，监事会为公司的监督机构，由 5 人组成。其中职工代表比例为五分之二，由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由市政府指定。监事会每届任期 3 年，任期届满可连任。监事会主席列席公司董事会。截至 2019 年 9 月底，一名监事尚未到位。

公司设总经理 1 人，总理由董事会提名，报市政府批准。副总经理等公司高管人员由总经理提名，经董事会确认，由董事会聘任。总经理对董事会负责。公司的日常经营活动和管理机构

由总经理负责。总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

2. 管理体制

公司管理运作较规范，其管理体制基本能够满足经营发展需要。

公司建立了预算管理、财务管理、投资决策、融资管理、财务资金、资产审计、关联交易、对外担保、日常经营、子公司管理、信息披露管理等方面的管理体系，基本能够覆盖公司的投融资、担保、资金、资产和日常经营等主要环节。

对下属控股子公司的管理和控制方面，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来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事、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，发行人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集团的管理层。除行使股东权利外，发行人原则上不干预子公司的日常经营活动。

财务管理方面，公司制定了一系列财务管理相关制度，其中《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。

生产经营方面，公司的生产经营主要集中在间接控股子公司洋河股份。洋河股份根据自身生产经营特点和企业发展的需要，制定了一系列业务流程管控制度，包括《产品设计和开发管理程序》《产品要求确定和评审管理程序》《顾客信息管理程序》《成品酒配送程序》《兑奖卡管理办法》等销售管理制度；《供应商管理办法》《采购合同管理办法》《采购管理程序》等采购管理制度；《科研试验管理及成果推广办法》《6S 现场管理奖惩办法》《窖池管理制度》《生产工艺管理制度》《流程管理红白票制度》《设备管理办法》《能源管理办法》《包装材料损耗管理规定》《成品酒管理办法》等生产管理制度；《食品防护办法》《质量事故处理规定》《原辅燃料验收规定》《不合格包装材料处理办法》《在库物资复检制度》等质量管理制度。

融资管理方面，公司根据自身实际状况制定了相关的融资管理制度，要求下属主要子公司将融资需求编入年度财务预算，并上报公司审核通过；下属子公司在签订长短期借款合同后的 5 日内，需上报备案。在内部融资管理方面，公司要求资金需求方在内部融资预算范围内提前一个月将书面文件上报，交由公司董事会审核批准后实施。

投资管理方面，为了引导企业加强对长期股权投资的内部控制，提高投资决策效率，防范投资风险，公司制定了《对外投资管理制度》，规定了公司对外投资应符合公司发展战略，就对外投资管理的组织机构、对外投资的审批权限、对外投资管理、对外投资的转让与收回、对外投资的财务管理及审计等进行了明确规定。规定对于重大投资项目可聘请专家或中介机构进行评审和可行性分析论证，规定了董事会和股东关于对外投资的决策权限，规定公司有关归口管理部门负责对投资项目实施运作情况实行全过程的监督、检查和评价，规定公司对外投资组建合作、合资公司时，应派出人员参与和监督新建公司的运营决策。

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《对外

担保制度》。公司对外提供担保的对象为经营正常、征信记录良好的市级平台公司及市内重点大中型企业，担保金额要求在总量控制的条件下单户企业规模适度、额度占比适中，切实落实反担保措施，严禁被担保企业互保。公司章程规定公司（包括子公司）对子公司以外的担保，须经股东批准通过；由董事会审批的对外担保，除应当经全体董事的过半数通过外，还应当经出席董事会的三分之二以上董事审议同意。对集团内企业担保以及对集团外企业担保金额在 5,000 万元以内，由公司董事会负责审批；对集团外企业担保须上报宿迁市国资委，并经宿迁市国资委批准。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入主要来源于白酒业务，主营业务收入持续增长，主营业务毛利率持续上升。

公司主营业务为白酒的生产和其他业务。白酒包括中高档白酒和普通白酒，其他业务包括红酒生产、粮食收储、纺织及服装销售、码头装卸、担保及贷款利息收入等。其中，中高档白酒包括“洋河蓝色经典”系列、“双沟珍宝坊”“青花瓷”“洋河大曲”系列，普通白酒包括洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 181.12 亿元、208.66 亿元和 251.46 亿元，年均复合增长 17.83%，主要系白酒业务销售额增长所致；主营业务收入占总收入比重分别为 97.60%、97.54% 和 96.03%，主营业务突出。2016—2018 年，公司分别实现净利润 58.22 亿元、70.79 亿元和 83.11 亿元，年均复合增长 19.48%，主要系营业收入占比最高的白酒业务毛利率提高所致。

从公司主营业务收入的构成来看，2016—2018 年，公司主营业务中白酒业务分别实现收入 164.99 亿元、191.83 亿元和 229.13 亿元，年均复合增长 17.85%，主要系白酒销售额增长所致；分别占主营业务收入的 93.33%、94.25% 和 94.89%，占比较为稳定。白酒的营业收入为公司主营业务收入的主要来源。2016—2018 年，公司白酒业务外的其他业务板块分别实现销售收入 11.79 亿元、11.69 亿元和 12.35 亿元，分别占主营业务收入的 6.67%、5.74% 和 5.11%，占比较为稳定，对主营业务收入贡献较小。其中，2016—2018 年，公司纺织及服装销售业务板块分别实现营业收入 4.58 亿元、5.47 亿元和 5.72 亿元，分别占主营业务收入的 2.59%、2.69% 和 2.37%，占比变动不大；公司纺织及服装业务为公司第二大收入来源，该业务主要由箭鹿股份运营。但经市国资委宿国资发〔2018〕35 号文批准，2018 年 12 月 28 日，公司无偿转让所持箭鹿股份所有股权，自 2018 年 12 月起，不再将其纳入合并财务报表的合并范围。

表1 近年来公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	164.99	93.33	65.40	191.83	94.25	67.93	229.13	94.89	76.47	200.56	96.90	73.17
红酒	2.83	1.60	58.09	2.85	1.40	53.33	2.74	1.13	50.74	2.98	1.44	60.43
纺织及服装	4.58	2.59	23.69	5.47	2.69	18.89	5.72	2.37	22.75	--	--	--
其他	4.38	2.48	7.36	3.37	1.66	35.98	3.89	1.60	49.69	3.44	1.66	62.46
合计	176.78	100	62.77	203.52	100	65.88	241.48	100	74.47	206.98	100.00	72.81

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
 资料来源：公司提供，联合评级整理

从毛利率来看，2016—2018 年，公司主营业务毛利率分别为 62.77%、65.88% 和 74.47%，呈持

续上升趋势，主要系白酒业务毛利率提升所致。2016—2018年，公司白酒生产及销售业务的毛利率分别为65.40%、67.93%和76.47%，呈逐年上升趋势，主要系毛利率较高的高端酒占比有所上升所致；2016—2018年，公司其他板块毛利率整体呈现下降趋势，但由于其收入占比较小，对公司主营业务毛利率影响不大。其中，2016—2018年，公司纺织及服装销售业务板块的毛利率分别为23.69%、18.89%和22.75%，毛利率水平波动下降。

2019年1—9月，公司实现营业收入为214.67亿元，较上年同期下降0.75%；净利润74.63亿元，较上年同期增长4.97%；主营业务毛利率为72.81%。

2. 白酒生产及销售业务

(1) 生产情况

公司生产管理明确有序，生产与采购过程中质量控制严格，但受市场状况影响产能利用率及产量呈波动上升趋势。

公司主要产品为白酒，包括中高档白酒和普通白酒，生产经营主体为子公司洋河股份以及双沟股份。其中，中高档白酒包括“双沟珍宝坊”“青花瓷”“洋河蓝色经典”系列、“洋河大曲”系列以及“苏酒”系列，普通白酒包括“洋河普优曲”系列和“敦煌古酿”系列。公司的白酒生产经过多年研发及实践，形成了独特的酿造工艺技术。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。

公司白酒生产包含基酒酿造和成品酒生产两个环节。在基酒酿造方面，公司基酒酿造采用滚动计划管理，以便于勾储、生产部门衔接。每年年底洋河股份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。一般而言，原酒储存的条件较为严苛，且储存时间越长品质越好。

在成品酒生产方面，公司采用先计划、后备料、再组织生产的模式。每月月底，洋河酒业向公司生产部门报送下月月度产品需求计划，生产部门根据成品酒库存情况，调整计划并编制生产调度单，报送到包装公司以及公司财务部、勾储部、供应部；并编制月度包装材料备料通知单报送到供应部，作为包装材料备料依据。包装公司根据生产部的生产调度单分别到供应部和勾储部领用包装材料和散酒，然后根据不同产品及其不同生产需求安排相应的班次组织生产，产品生产完工由质量部检验合格后，验收入库。每月底生产部门对生产调度单和实际生产数量核对，以控制生产进度。

从白酒生产情况来看，2016—2018年，公司白酒产能均为29.00万吨/年，产量分别为20.45万吨、22.01万吨和21.16万吨，2018年产量较上年略有下降，主要系公司调整产品种类所致。2016—2018年，公司白酒产能利用率分别为70.51%、75.90%、72.97%，2018年产能利用率较上年下降2.98个百分点，主要系产量下降所致。

表2 近年来公司白酒生产情况

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
产能（万吨/年）	29.00	29.00	29.00	29.00
产量（万吨）	20.45	22.01	21.16	13.25

产能利用率 (%)	70.51	75.90	72.97	45.69
-----------	-------	-------	-------	-------

注：2019 年 1—9 月，产能利用率未年化

资料来源：公司提供，联合评级整理

在安全生产方面，公司建立了安全生产管理制度，明确安全生产工作是以“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，贯彻总经理负责制，各分、子公司要坚持“管生产必须管安全”的原则，生产要服从安全的需要，实现安全生产和文明生产。公司成立了以总经理为领导的安全生产领导小组，负责对本单位的职工进行安全生产教育，制定安全生产实施细则和操作规程，实施安全生产监督检查，确保生产安全。安全生产小组组长由公司领导提任，并按规定配备专职安全生产管理人员。公司的安全生产工作应每年总结一次；在总结的基础上，由公司安全生产领导小组组织评选安全生产先进集体和先进个人。

公司生产的白酒产品供消费者直接饮用，产品的质量、卫生状况关系到消费者的生命健康。因此，公司白酒生产过程建立了严格的质量管理体系和安全生产标准管理体系。在质量控制方面，公司制定了产品质量管理体系，按照严于国家食品安全管理标准要求，从产前、产中、产后，进行产品的全生命周期管控。公司目前已经通过了 ISO9001 质量管理体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证，拥有 9 大类管理体系，包括质量体系、环境体系、食品安全体系、安全生产标准化体系、绿色食品认证、C 标认证等、测量管理体系、整个标准化、产品质量等级认证。公司为降低管理成本，正在实施第五版体系改版，进行大体系融合，拟融入 HACCP 危害评价体系。公司质量管理重视过程质量管控，特别是生产过程前和生产过程中；生产前，公司严控原材料的质量；生产过程中，公司通过生产部执行质量管理要求，通过质量部进行质量监控。生产过程后，公司对成品进行严格“批批检查”，100%合格后才会验收出厂。公司对于已销售的产品进行全流程质量监控。

（2）采购情况

公司采购流程合理、管理规范，原材料供应稳定；公司酒类营业成本呈现波动下降趋势，主要系消费税计入税金及附加科目所致；公司采购集中度呈现波动上升趋势。

白酒酿造的生产成本主要是原材料和能源。从采购计划的制定来看，公司白酒经营主体为洋河股份，每年年底洋河股份下属销售公司对下一年的市场需求做出分析和预测，形成销售计划和与之相适应的生产计划，供应部门以此为依据并结合库存情况制定出采购计划。

对于适宜招标的大宗物资，如粮食、包装材料（箱、盒、标、瓶、盖）和煤炭等，由洋河股份的供应部通知并协助管理部按照洋河股份《招标管理办法》组织招标确定供应商、供货质量以及供应价格。供应部根据招标结果向供应商发出定单或签定采购合同。新产品包装物由供应部组织督查室、财务部、产品开发部等部门，参照已经使用的同类包装物的价格，集体确定采购价格。其他物资，如酒精、调味酒，由供应部采取比价、议价相结合的办法确定供应商、供货质量以及供应价格，报督查室审核后实施采购。供应商根据定单或合同交货，物资经质量部检验合格后，进入洋河股份的仓库进行储存和保管，货到后进行结算付款。

从原材料的供应商来看，为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份与供应商建立了稳定的合作关系。包装材料方面，洋河股份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的合作伙伴；对于新引进的包装材料供应商，洋河股份通过控制其订单规模的形式确保白酒包装质量的稳定性。粮食类原辅料方面，白酒酿造所需糯米、高粱、粳米、小麦、大麦、玉米、稻壳等粮食作物的产量和质量受自然环境、气候条件等因素的制约，可控性较差，导致不同年份的粮

食供给量和价格波动性较大。洋河股份与规模大、实力较强、抗风险能力强的粮食中间代理商合作，不直接向农户采购，从而保证粮食类原辅料供应的稳定性，并尽可能降低了采购成本。五金生产耐用耗材方面，五金配件主要是标准规制的生产设备通用件，该类材料根据实际损耗进行购置，采购的品种多、批次小，而市场供应充足，竞争充分，价格透明，因此该类材料的供应商不固定。

从能源的采购来看，公司酒厂所在地邻近煤炭产地，且当地电力供应充足，可满足生产过程能源需求。白酒生产用水从厂区地下直采，其费用主要为采集地下水时产生的相关电费。酒厂所在地宿迁市拥有洪泽湖、骆马湖、大运河、古黄河等水体，区域地下水资源丰裕，为白酒生产用水提供了充足的来源。

2016—2018 年，公司酒类营业成本中的直接材料的采购金额分别为 34.54 亿元、42.43 亿元和 43.97 亿元，占比分别为 59.24%、67.51%和 79.55%，呈逐年增长趋势，在酒类营业成本中占比最大；2016—2018 年，公司酒类营业成本中的直接人工成本分别为 4.57 亿元、5.42 亿元和 5.98 亿元，占比分别为 7.84%、8.62%和 10.81%，呈逐年增长趋势。其他包括燃料、动力和制造费用在内的营业成本占比较低，对公司营业成本影响较小。另外，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，公司白酒消费税的缴纳方式从 2017 年 9 月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。因此，2018 年营业成本中的消费税大幅下降。受以上因素影响，2016—2018 年，公司酒类业务营业成本分别为 58.30 亿元、62.86 亿元和 55.27 亿元，呈波动下降趋势。

表 3 近年来公司酒类营业成本构成（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	345,363.68	59.24	424,332.98	67.51	439,724.00	79.55
直接人工	45,694.90	7.84	54,151.94	8.62	59,771.78	10.81
燃料动力	16,415.19	2.82	21,240.34	3.38	24,687.15	4.47
制造费用	24,219.90	4.15	26,365.26	4.19	28,014.46	5.07
消费税及附加	151,316.94	25.95	102,485.79	16.30	538.94	0.10
合计	583,010.61	100.00	628,576.31	100.00	552,736.33	100.00

资料来源：公司提供

从采购结算来看，洋河股份根据供应商和市场经营情况的不同，采购原材料分别采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。通常订货时先交付部分订金，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，2016—2018 年，公司前五大供应商采购金额总额分别为 12.88 亿元、12.68 亿元和 13.60 亿元，占当期同类采购金额比分别为 23.47%、22.98%和 32.37%，呈现波动上升趋势。

表 4 近年来公司采购金额前五名供应商情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
前五大供应商采购金额总额	12.88	12.68	13.60	8.99
前五大供应商占采购总额比重	23.47	22.98	32.37	29.60

资料来源：公司提供，联合评级整理

（3）销售情况

公司销售环节销售模式独特，销售渠道畅通，白酒类产品市场覆盖全面、产销率高，公司白酒产品销售均价逐年上涨，带动整体销售额增长；公司销售客户集中度很低，但酒类产品主要销往江苏省境内，区域集中度较高。

从定价模式来看，洋河股份在产品价格策略方面，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。主要产品价格覆盖低、中、高档全系列，蓝色经典主导产品“海之蓝”采取品牌错位竞争原则以较低价格定位，5A级“梦之蓝”直接切入高端礼品市场，而“天之蓝”定价成为衔接高端礼品与中档主流之间的支柱产品，形成了完整的三级市场价格体系，有效提高了公司的市场占有率和价格竞争力。

从销售模式来看，为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，公司子公司苏酒集团贸易股份有限公司（以下简称“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2018年底，产品销售网络已覆盖全国。

公司对营销网点实行预算管理和指标管理，并以指标来引导整体销售目标的实施。公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区2~4户。营销网点按照“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。“1+1”模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢。洋河集团的“1+1”模式是分公司加办事处，直接开发市场，经销商主要起配合作用。在产品导入期，洋河首选当地优质经销商资源进行合作，但是也不排除选择普通经销商。洋河会通过“1+1”厂商合作模式把普通经销商培养成为一流经销商，这从一定程度上保证了洋河经销商对品牌的忠诚度。

针对中高档白酒产品的不同市场发育阶段，公司先后实施“盘中盘”模式和“4×3”营销模式。前者是以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。后者保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动、三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体、三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）和三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）。

2013年以来，公司积极应用互联网思维，强化推进营销模式转型，成功构建全营销网络、市场活动管理系统、会员管理系统等大数据营销系统，成功打造电子商务平台、洋河1号配送酒行，实施精细化管理、精准化营销。公司积极贴合市场开发新品，进一步完善产品梯队，实现了主流价位的全线覆盖，实现了品牌的全方位延伸。

对于普通白酒产品，公司实施“深度分销”营销模式，即与经销商合作，直接开发商超等零售终端，以争取销售较多数量的白酒产品。

从白酒销售情况来看，2016—2018年，公司白酒销量年均复合增长1.72%。其中2018年公司白酒产品实现销量21.41万吨，较上年小幅下降0.88%；产销率呈现逐年上升趋势，处于较高水平。2016—2018年，公司白酒销售均价年均复合上升13.40%，呈现逐年上升趋势，主要系高档白酒占比上升所致。

表5 近年来公司白酒生产销售和价格情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
产量（万吨）	20.45	22.01	21.16	13.25
销量（万吨）	19.82	21.60	21.41	17.49
产销率（%）	96.92	98.14	101.18	132.00
销售收入（亿元）	164.99	191.83	229.13	200.56
销售均价（元/吨）	83,245.54	88,810.19	107,045.80	114,671.24

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销售情况的区域分布来看，公司酒类销售主要集中在江苏省。2016—2018年，公司在江苏省内酒类销售收入占比分别为54.82%、52.54%和51.02%，呈现逐年下降趋势，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，2016—2018年，公司省外酒类销售额分别为75.82亿元、92.39亿元和113.57亿元，年均复合增长22.39%。

表6 近年来公司酒类销售的区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
省内	92.01	54.82	102.29	52.54	118.30	51.02	102.17	50.13
省外	75.82	45.18	92.39	47.46	113.57	48.98	101.62	49.87
合计	167.82	100.00	194.68	100.00	231.87	100.00	203.79	100.00

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2016—2018年，公司前五大客户的销售金额分别为9.29亿元、6.87亿元和10.27亿元，占销售收入的比重分别为5.41%、3.45%和4.24%，客户集中度很低。

从销售结算方式来看，公司对客户基本采用先款后货的结算方式，在销售结算方面占据主导地位。

表7 近年来公司酒类业务前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
前五大客户销售总额	9.29	6.87	10.27	10.51
销售总额占比	5.41	3.45	4.24	5.16

资料来源：公司提供

3. 其他业务

公司其他业务占比较为稳定，对主营业务收入贡献较小。

公司主营业务除白酒生产销售外，还包括红酒生产、粮食收储、纺织及服装销售、码头装卸、担保及贷款利息收入等其他业务。2016—2018年，公司其他业务板块分别实现销售收入11.79亿元、11.69亿元和12.35亿元，分别占主营业务收入的6.67%、5.74%和5.11%。

4. 经营效率

公司各项经营效率指标处于行业中等水平，整体经营效率良好。

2016—2018年，公司应收账款周转次数分别为33.70次、36.90次和62.09次；存货周转次数分别为0.41次、0.40次和0.40次，整体保持稳定；总资产周转次数分别为0.27次、0.30次和0.36

次，呈现逐年上升趋势。与同行业上市公司相比，2018年，子公司洋河股份应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业中等水平，公司经营效率良好。

表8 2018年我国主要白酒生产企业经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转次数	总资产周转次数	存货周转次数
贵州茅台	--	0.52	0.29
五粮液	337.95	0.51	0.94
泸州老窖	1,423.51	0.62	0.97
顺鑫农业	145.23	0.63	0.90
以上企业平均值	635.56	0.57	0.78
洋河股份	3,475.06	0.52	0.47

注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定的差异
资料来源：Wind，公司数据为联合评级计算

5. 经营关注

（1）公司经营的区域性集中度过高

公司作为江苏省知名白酒生产企业，白酒酿造为其主营业务，对当地的自然条件、交通运输和经济情况依赖性较强；从产品销售来看，公司超过五成酒类业务收入来自于江苏省境内，产品销售的集中度较高。未来，若当地自然条件的变化和省内市场需求的下降，都将对公司的白酒生产和销售产生不利影响。

（2）原材料供应及价格波动风险

公司白酒生产所需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等粮食；粮食生产受自然气候、地理环境等因素的影响，可能出现欠收；玉米等粮食可能被用于生产生物燃料；国家可能会调整粮食生产、流通、消费政策；可能导致公司所需原材料、包装物供应短缺，或增加公司采购成本，从而对公司生产经营和业绩产生影响。

（3）市场竞争风险

白酒产业为充分竞争行业，全国白酒企业众多，其中四川、山西、江苏、安徽等地为白酒主要产地，行业竞争较为激烈。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，白酒市场竞争将更趋激烈。公司全国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争，存在市场竞争风险。

（4）产品价格波动风险

2018年，白酒价格总体处于上涨态势，公司部分产品出厂价已处于历史高位。虽然公司白酒产品近年来不断涨价，但产品价格最后取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果公司的品牌认可度及市场消费水平出现下降，则产品可能会面临跌价的风险。

（5）未来下属资产划转的不确定性

2016—2018年，公司无偿划出所持共计14家子公司股权，其中2016年7家，2017年6家，2018年1家。考虑到公司经营主要依托于各子公司，无偿划转资产的不确定性可能会对公司的收入与利润造成不利影响。

6. 未来发展

公司发展战略目标明确，切实可行。

公司未来将把握产业结构调整优化和产业集中整合的发展契机，围绕白酒主业，借助资本运作、差异化竞争手段，着力提升以“洋河蓝色经典”为代表的品牌优势，进一步培育和提升公司

核心竞争力。

公司计划到 2025 年实现总资产过千亿元，净资产 600 亿元，投资企业中出现 5~10 家上市公司，形成以实体经济为支撑，拥有控股证券、信托、保险等公司的金融全牌照，成为“苏北第一，江苏一流”综合性的国有投资集团。

公司全力推进洋河、双沟两大品牌，在市场网络构建过程中，互相促进，相互支撑，实现良好的市场效果。公司将进一步做好品牌结构、区域结构两个优化工作，以及人员队伍、营销模式创新、激励机制包括企业文化等四大保障工作；全力推进技改扩建工程，提高名优基酒生产能力，扩大“洋河蓝色经典”系列等中高档白酒产量。强化技术创新能力，不断完善绵柔型白酒质量风格，提升产品品质，进一步提高市场竞争力。依靠品牌优势和营销创新，重点推广高端品牌，并做好全国化营销网络扩张工作，实现营业收入和盈利能力的持续增长；全力推进管理升级工程，进一步引进先进管理模式嫁接基础管理，打造学习型企业。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见。公司 2019 年 1—9 月财务报告未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围看，2016 年，公司新纳入合并范围子公司 36 家（其中 11 家为新设立、3 家为划拨取得、22 家为非同一控制下合并），减少 9 家（其中 6 家为股权无偿划出，1 家为丧失控制权，2 家为子公司清算）。2017 年，公司新纳入合并范围子公司 9 家（其中 5 家为新设立、4 家为非同一控制下合并），减少 6 家（其中 2 家为股权无偿划出、1 家为丧失控制权，3 家为清算注销）。2018 年，公司新增纳入合并范围子公司 6 家（其中 5 家为新设立、1 家为非同一控制下合并），减少 3 家（其中 1 家为股权无偿划出，2 家为注销）。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 98 家。近年来，公司新纳入或减少子公司规模相对较小，对公司财务数据和主营业务影响不大，且主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 718.33 亿元，负债合计 299.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）418.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 194.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 251.46 亿元，净利润（含少数股东损益）83.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 29.44 亿元；经营活动现金流量净额 73.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.80 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 699.73 亿元，负债总额 235.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 222.84 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 214.67 亿元，净利润（含少数股东损益）74.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.46 亿元；经营活动现金流量净额 13.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.79 亿元。

2. 资产质量

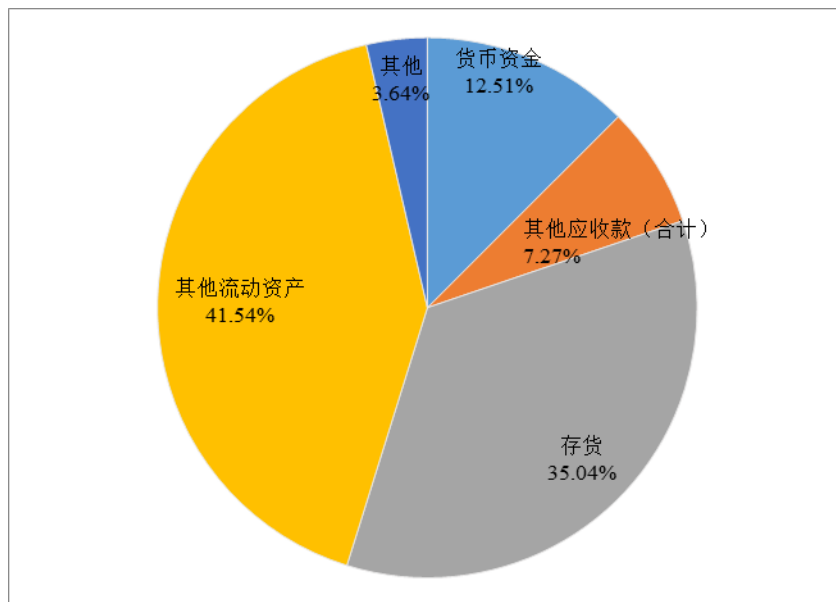
近年来公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中存货和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；资产受限资产比例很低，公司整体资产质量较高。

2016—2018 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 1.29%。截至 2018 年底，公司资产总额为 718.33 亿元，较年初增长 6.42%。其中，流动资产占比 66.65%，非流动资产占比 33.35%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动增长，年均复合增长1.91%，主要系货币资金、存货和其他流动资产的变动所致。截至2018年底，公司流动资产合计478.78亿元，较年初增长6.59%；流动资产主要由货币资金（占12.51%）、其他应收款（占7.27%）、存货（占35.04%）和其他流动资产（占41.54%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 15.98%。截至 2018 年底，公司货币资金 59.89 亿元，较年初增长 62.87%，主要系公司白酒销售收入增长所致，其中银行存款 52.47 亿元（占 87.61%）、其他货币资金 7.42 亿元（占 12.39%）；货币资金受限额为 7.09 亿元（占 11.84%），主要为票据保证金、存出担保保证金及定期存单质押，受限比例一般。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 37.51%。截至 2018 年底，公司其他应收款 34.83 亿元，较年初下降 24.44%，主要系公司收回往来款所致；公司其他应收款主要由非关联方往来款构成。截至 2018 年底，公司其他应收款计提坏账准备 1.84 亿元，计提比例 5.28%。

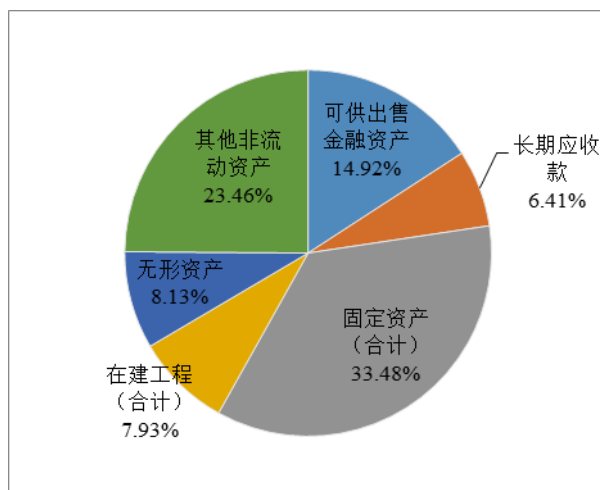
2016—2018 年，公司存货波动下降，年均复合下降 3.88%。截至 2018 年底，公司存货 167.77 亿元，较年初下降 8.22%，主要系开发成本下降所致；公司存货主要由半成品（占 10.47%）、库存商品（占 67.58%）和开发成本（占 16.49%）构成。截至 2018 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.11 亿元，计提比例 0.06%。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年大幅增长，年均复合增长 22.95%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 198.88 亿元，较年初增长 20.73%，主要系公司对信托理财产品投资增长所致。其他流动资产主要由信托理财产品（占 89.58%）构成，受托机构主要包括中航信托，兴业信托、西部信托、平安信托、上海信托、中融信托、民生信托、陕国投信托等机构，资金投向主要包括以下几方面：认购信托公司设立的信托计划项下信托单位或受让信托公司管理的信托计划项下受益人持有的信托收益权；银行存款、债券逆回购、货币市场基金、债基等安全性高并且法律法规以及监管部门允许投资的固定收益类产品；银行信贷资产登记流转的资产、底层资产为标准化产品的流动性高的产品。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长0.08%，主要系固定资产和其他非流动资产变动所致。截至2018年底，公司非流动资产239.55亿元，较年初增长6.07%，主要由于其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占14.92%）、长期应收款（占6.41%）、固定资产（占33.48%）、在建工程（合计）（占7.93%）、无形资产（占8.13%）和其他非流动资产（占23.46%）构成。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长27.35%。截至2018年底，公司可供出售金融资产35.75亿元，较年初下降17.20%，主要系按成本计量的可供出售权益工具下降所致。公司可供出售金融资产主要由按成本计量的可供出售权益工具（占92.00%）构成。

2016—2018年，公司长期应收款逐年大幅增长，年均复合增长124.09%。公司长期应收款全部为融资租赁款。截至2018年底，公司长期应收款15.36亿元，较年初增长50.06%，主要系融资租赁款增长所致。

2016—2018年，公司固定资产逐年下降，年均复合下降18.66%。截至2018年底，公司固定资产80.19亿元，较年初下降7.57%，主要系公司计提固定资产折旧所致；从固定资产构成看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占76.76%）和机器设备（占21.40%）构成。截至2018年底，公司对固定资产累计计提折旧36.51亿元，累计计提减值准备0.04亿元，固定资产成新率为70.72%，成新率尚可。

2016—2018年，公司在建工程（合计）逐年增长，年均复合增长7.84%。截至2018年底，公司在建工程（合计）18.98亿元，较年初增长1.35%。公司在建工程主要包括办公大楼工程（占28.13%）、台商创业园一期（占30.80%）、耿车循环经济产业园（占10.54%）和宿迁科技城标准厂房（占10.54%）。公司未对在建工程计提减值准备。

2016—2018年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长2.61%。截至2018年底，公司无形资产19.47亿元，较年初增长4.32%；公司无形资产主要由土地使用权（占95.74%）构成。截至2018年底，公司无形资产累计摊销6.93亿元，未计提减值准备。

2016—2018年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长36.38%。截至2018年底，公司其他非流动资产56.19亿元，较年初增长229.54%，主要系信托理财产品增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 699.73 亿元，较年初下降 2.59%。其中流动资产占 63.39%，非流动资产占 36.61%，资产结构仍以流动资产为主；公司使用权受限资产账面价值合计 4.67 亿元，占总资产的比重为 0.67%，受限资产主要为货币资金（受限额为 4.62 亿元，主要用作存出担保保证金及定期存单质押）、固定资产（受限额为 0.05 亿元，主要为用于借款抵押的房屋）。

3. 负债及所有者权益

近年来公司负债规模波动下降，以流动负债为主，整体债务负担较轻，债务结构合理。

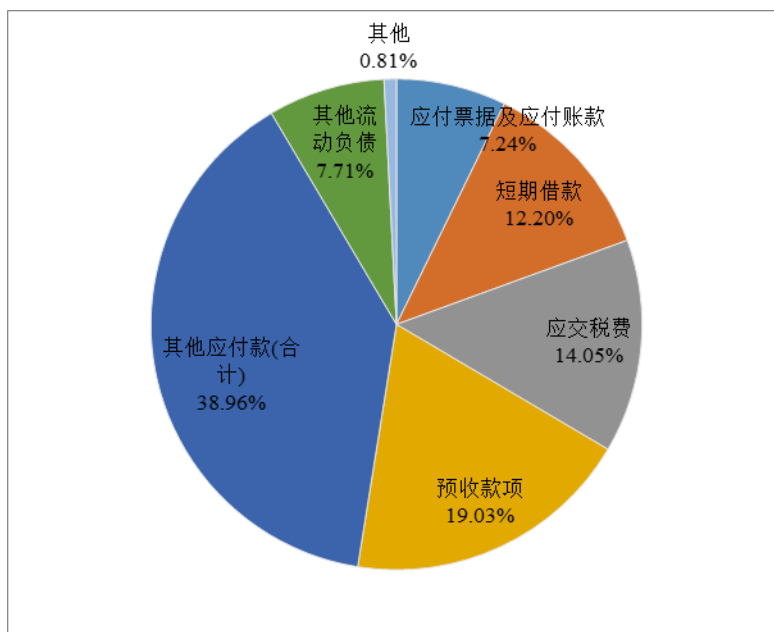
(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 5.92%。截至 2018 年底，公司负债合计 299.91 亿元，较年初增长 7.15%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占比 79.21%，非流动负债占比 20.79%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 6.90%。截至 2018 年底，公司流动负债为 237.56 亿元，较年初增长 1.09%；公司流动负债主要由短期借款（占 12.20%）、应付票据及应付账款（占 7.24%）、预收款项（占 19.03%）、应交税费（占 14.05%）、其他应付款（占 38.96%）和其他流动负债（占 7.71%）构成。

图7 截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款逐年大幅增长，年均复合增长 34.71%。截至 2018 年底，公司短期借款 28.99 亿元，较年初增长 64.06%，主要系流动资金需求增长所致；公司短期借款主要由信用借款（占 41.26%）和保证借款（占比 57.12%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款波动下降，年均复合下降 11.07%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 17.20 亿元，较年初下降 25.50%，主要系公司应付货款下降所致。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 7.16%。截至 2018 年底，公司预收款项 45.21 亿元，较年初增长 6.15%，主要系公司预收货款增长所致。

2016—2018 年，公司应交税费逐年大幅增长，年均复合增长 32.83%。截至 2018 年底，公司应交税费 33.39 亿元，较年初增长 38.81%，主要系企业所得税和消费税增长所致。

2016—2018 年，公司其他应付款（合计）逐年下降，年均复合下降 15.38%。截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）92.55 亿元，较年初下降 6.27%，主要系往来借款规模下降所致。其他应付款主要由往来借款（占 13.86%）、经销商尚未结算的折扣（占 25.15%）和保证金（占 33.57%）构成。

2016—2018 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 24.17%。截至 2018 年底，公司其他流动负债 18.30 亿元，较年初增长 35.99%，主要系公司发行短期融资券所致。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 1.88%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 62.35 亿元，较年初增长 38.85%，主要系公司发行公司债券所致；公司非流动负债以应付债券（占 91.23%）为主。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 31.32%。截至 2018 年底，公司应付债券 56.88 亿元，较年初增长 38.73%，主要系公司发行公司债券所致。公司应付债券还款期集中在 2026 和 2027 年，集中偿付压力一般。

2016—2018 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 23.20%。截至 2018 年底，公司全部债务合计 116.29 亿元，较年初变化不大。其中，短期债务占比 49.96%、长期债务占比 50.04%，债务结构较均衡。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 48.39%、41.47%和 41.75%；全部债务资本化比率分别为 35.30%、22.74%和 21.75%；长期债务资本化比率分别为 14.47%、9.41%和 12.21%，公司整体债务负担较轻。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 235.35 亿元，较年初下降 21.53%。其中流动负债占 70.50%、非流动负债占 29.50%，仍以流动负债为主。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 100.85 亿元，较年初下降 13.27%，其中短期债务和长期债务占比分别为 35.62%和 64.38%，以长期债务为主；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 33.63%、17.84%和 12.27%，较年初分别下降 8.12 个百分点、下降 3.91 个百分点和上升 0.06 个百分点。

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益逐年增长，但少数股东权益和未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 7.61%，主要系股本和未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 418.41 亿元，较年初增长 5.90%，主要系股本和未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益 194.38 亿元（占比 46.46%），较年初下降 1.33%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比 15.43%、资本公积占比 24.77%、盈余公积占比 2.04%、未分配利润占比 57.85%。公司少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 464.38 亿元，较年初增长 10.99%，主要系未分配利润累积所致。从权益结构来看，归属于母公司的所有者权益以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 13.46%、21.64%和 62.97%，权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入和利润规模保持增长，费用控制能力较强，整体盈利能力很强。

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 17.83%；2018 年，公司实现营业收入 251.46 亿元，较上年增长 20.51%，主要系白酒行业景气度提升所致。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 0.24%。2016—2018 年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 19.48%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 12.19%。2018 年，公司期间费用为 44.44 亿元，较上年增长 8.35%，主要系销售费用和管理费用（含研发费用）增长所致。其中，销售费用占比 59.20%、管理费用（含研发费用）占比 41.28%。2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 19.32%。2018 年，公司销售费用 26.31 亿元，较上年增长 8.91%，主要系公司加强宣传力度所致。2016—2018 年，公司管理费用（含研发费用）波动增长，年均复合增长 2.77%。2018 年，公司管理费用（含研发费用）为 18.35 亿元，较上年增长 6.45%，主要系人工费用增长所致。2016—2018 年，公司财务费用分别为 -0.07 亿元、-0.38 亿和 -0.22 亿元，主要系公司进行理财投资的利息收入较高所致。2016—2018 年，公司费用收入比波动下降，分别为 19.49%、19.66%和 17.67%。整体看，公司费用控制能力较强。

2016—2018 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 31.88%，分别为 5.51 亿元、10.30 亿元和 9.58 亿元；公司投资收益分别占当年营业利润的 7.15%、11.05%和 8.69%，对营业利润贡献一般。公司资产减值损失、其他收益、资产处置收益和营业外收入规模较小，对公司利润影响不大。

盈利能力指标方面，2016—2018 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 59.81%、59.16%和 57.14%；公司总资产收益率分别为 10.71%、14.06%和 16.74%，总资产报酬率分别为 11.53%、14.26%和 16.51%，净资产收益率分别为 16.67%、18.71%和 20.43%，均呈逐年上升趋势。从同行业比较看，子公司洋河股份销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率处于行业上游水平。

表 9 2018 年我国主要白酒生产企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
顺鑫农业	39.96	6.22	10.06
泸州老窖	77.53	20.98	21.69
五粮液	73.80	22.33	22.91
贵州茅台	91.14	34.51	34.46
以上企业平均值	70.61	21.01	22.28
洋河股份	73.70	23.21	25.70

资料来源：Wind

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入为 214.67 亿元，较上年同期下降 0.75%；实现营业利润 97.75 亿元，净利润 74.63 亿元，分别较上年同期增长 3.57%和 4.97%。

5. 现金流

近年来，公司经营现金流及状况较佳，收入实现质量保持在较高水平；经营活动现金流量能够满足投资活动现金需求，外部筹资压力较小。

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 13.67%。2018 年，公司经营活动现金流入 369.77 亿元，较上年增长 22.98%，主要系公司产品单价上升，销售额增长所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 20.74%。2018 年公司经营活动现金流出 296.36 亿元，较上年增长 36.24%，主要系购买原材料支付的现金及支付的税

费增长所致。综上，2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 82.86 亿元、83.16 亿元和 73.41 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 130.43%、119.83%和 125.52%，收入实现质量处于较高水平。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 93.85%，主要系公司收回理财产品收到的现金大幅增长所致。2018 年，公司投资活动流入 357.51 亿元，较上年增长 11.87%。2016—2018 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 55.76%。2018 年，公司投资活动现金流出 399.55 亿元，较上年增长 7.84%，主要系购买理财产品规模增长所致。综上，2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-69.54 亿元、-50.94 亿元和-42.04 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.64%。2018 年，公司筹资活动现金流入 120.87 亿元，较上年增长 40.93%，主要系公司发行债券收到的现金增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 0.55%。2018 年公司筹资活动现金流出 131.44 亿元，较上年增长 6.47%，主要系公司偿还债务规模增长所致。综上，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-44.14 亿元、-37.69 亿元和-10.57 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.17 亿元，较上年同期下降 72.96%，主要系公司预收经销商货款和备货保证金有所下降所致；公司投资活动产生的现金流量净额为 15.48 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-29.41 亿元，净流出规模较上年同期下降 1.97%。

6. 偿债能力

近年来，公司长短期偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持方面所具有的综合竞争优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.68 倍、1.91 倍和 2.02 倍，速动比率分别为 1.02 倍、1.13 倍和 1.31 倍，现金短期债务比分别为 0.34 倍、0.58 倍和 1.07 倍，均呈逐年上升趋势。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 86.84 亿元、106.36 亿元和 123.09 亿元，年均复合增长 19.06%。2018 年，公司 EBITDA 较上年增长 15.73%，主要系公司利润总额增长所致，其中，折旧占比 6.10%、摊销占比 0.49%、计入财务费用的利息支出占比 3.63%、利润总额占比 89.79%。2016—2018 年，EBITDA 利息保障倍数分别为 50.01 倍、24.10 倍和 27.56 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.44 倍、0.91 倍和 1.06 倍。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年9月底，公司获得各银行授信合计82.20亿元，尚未使用授信额度60.90亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属洋河股份为上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2019年9月底，公司对外担保余额（不包括正常担保业务）81.32亿元，占公司净资产的 17.51%，对外担保金额较大，若未来被担保公司的经营状况转差，公司将面临一定或有负债风险。

截至 2019 年 9 月底，公司存在重大未决诉讼事项：公司控股子公司苏酒集团在中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行和中国工商银行股份有限公司开封豪德支行储蓄存款合计 130,000,000.00 元，涉及侵权责任纠纷事项，苏酒集团已启动民事诉讼程序向有关责任单位和个人追偿损失。2015 年 2 月 12 日收到江苏省宿迁市中级人民法院《受理案件通知书》，江苏省宿迁市中级人民法院已决定立案受理，2015 年 10 月 30 日和 2015 年 12 月 14 日分别由江苏省高级人民法院《民事裁定书》裁定，上述侵权责任纠纷诉讼事项由江苏省宿迁市中级人民法院受理，部

分侵权人涉嫌刑事犯罪案件已审理结束，上述民事诉讼事项正在审理过程中，截止 2018 年 12 月 31 日，尚未收回资金 65,747,048.93 元。2018 年 7 月 16 日，对涉及中国工商银行股份有限公司郑州解放路支行侵权责任纠纷事项，苏酒集团申请变更诉讼请求，请求判令被告连带赔偿原告本金及存款期间利息 46,025,000.00 元及利息损失（利息损失以 103,250,000.00 元为基数，按照中国人民银行同期同档贷款利率，自 2014 年 5 月 21 日起算，其中 18,257,000.00 元计算至 2017 年 9 月 8 日，38,968,000.00 元计算至 2017 年 12 月 13 日，46,025,000.00 元计算至实际给付之日），本案业经江苏省宿迁市中级人民法院二次开庭审理，法庭辩论已终结，法院将择日判决。因需进一步梳理、补充相关证据资料，苏酒集团于 2018 年 12 月 19 日申请撤回本案诉讼。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10321302001028804），截至 2019 年 10 月 16 日，公司已结清债务中存在 2 笔关注类信贷信息记录，主要系公司在 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；未结清债务中无不良或关注情况。

7. 公司本部财务概况

公司本部作为融资主体，经营性业务规模小，债务规模较大，上市公司股权为其优质资产。

截至 2018 年底，公司本部资产总额 144.72 亿元。其中流动资产 58.21 亿元，主要为其他应收款（47.71 亿元）；非流动资产 86.51 亿元，主要为长期股权投资（50.76 亿元）和其他非流动资产（25.94 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 61.73 亿元，其中流动负债 41.78 亿元，非流动负债 19.96 亿元；流动负债以其他应付款（合计）（41.66 亿元）为主；非流动负债均为应付债券（19.96 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 82.99 亿元，其中实收资本 30.00 亿元，资本公积 43.89 亿元，盈余公积 3.96 亿元，未分配利润 5.13 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 0.69 亿元，投资收益 14.12 亿元，利润总额 14.62 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 28.98 亿元和 7.36 亿元，经营活动现金流量净额为 21.62 亿元；公司投资活动现金流量净额-0.22 亿元；公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 0.19 亿元和 22.88 亿元，筹资活动现金流量净额为-22.69 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额为 100.85 亿元。本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元，占公司全部债务的 9.92%，对公司现有债务负担将产生一定影响。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别上升至 34.57%、19.27%和 13.89%，较发行前分别上升 0.95 个百分点、1.43 个百分点和 1.62 个百分点，债务负担略有加重。考虑到本期债券募集资金用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 123.09 亿元，为本期债券（以发行规模 10.00 亿元测算）发行额度的 12.31 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；经营活动现金净流入量

为 73.41 亿元，为本期债券（以发行规模 10.00 亿元测算）发行额度的 7.34 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综上所述，并考虑到公司作为国内知名白酒企业在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持方面所具有的优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

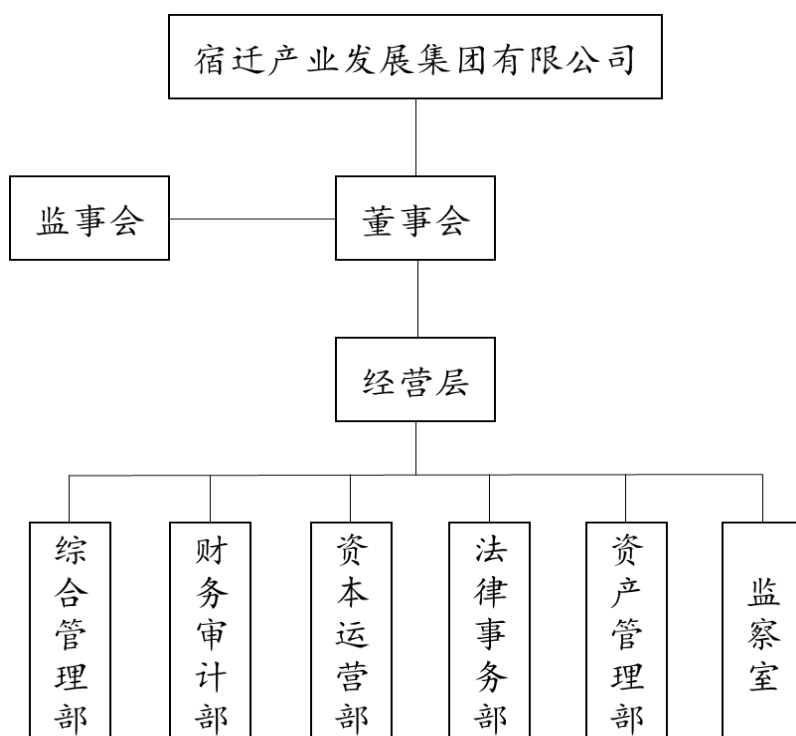
九、综合评价

公司作为国内知名白酒酿造企业，在白酒酿造经验、产品知名度、酿造工艺水平以及外部支持等方面具有综合竞争优势。近年来，公司收入规模持续增长，整体盈利能力很强，经营效率良好，经营活动现金流状况较佳，债务负担较轻，整体财务状况良好。同时，联合评级也关注到公司销售区域集中度较高、少数股东权益占比较高、对外担保规模较大以及未来下属股权划转的不确定性等因素对公司信用水平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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 宿迁产业发展集团有限公司 组织结构图



附件 2 宿迁产业发展集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	700.21	675.02	718.33	699.73
所有者权益（亿元）	361.35	395.12	418.41	464.38
短期债务（亿元）	136.07	75.24	58.10	35.93
长期债务（亿元）	61.12	41.05	58.19	64.93
全部债务（亿元）	197.18	116.29	116.29	100.85
营业收入（亿元）	181.12	208.66	251.46	214.67
净利润（亿元）	58.22	70.79	83.11	74.63
EBITDA（亿元）	86.84	106.36	123.09	--
经营性净现金流（亿元）	82.86	83.16	73.41	13.17
应收账款周转次数（次）	33.70	36.90	62.09	--
存货周转次数（次）	0.41	0.40	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.30	0.36	0.30
现金收入比率（%）	130.43	119.83	125.52	92.91
总资本收益率（%）	10.71	14.06	16.74	--
总资产报酬率（%）	11.53	14.26	16.51	--
净资产收益率（%）	16.67	18.71	20.43	16.91
营业利润率（%）	59.81	59.16	57.14	58.44
费用收入比（%）	19.49	19.66	17.67	17.10
资产负债率（%）	48.39	41.47	41.75	33.63
全部债务资本化比率（%）	35.30	22.74	21.75	17.84
长期债务资本化比率（%）	14.47	9.41	12.21	12.27
EBITDA 利息倍数（倍）	50.01	24.10	27.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.44	0.91	1.06	--
流动比率（倍）	1.68	1.91	2.02	2.67
速动比率（倍）	1.02	1.13	1.31	1.72
现金短期债务比（倍）	0.34	0.58	1.07	5.57
经营现金流动负债比率（%）	30.23	35.39	30.90	7.94
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.68	10.64	12.31	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债、其他应付款中相关项目已调整至短期债务及相关指标核算；5. 长期应付款中付息部分已调整至长期债务及相关指标核算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 宿迁产业发展集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年宿迁产业发展集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宿迁产业发展集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宿迁产业发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宿迁产业发展集团有限公司的相关状况，如发现宿迁产业发展集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如宿迁产业发展集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宿迁产业发展集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送宿迁产业发展集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年四月二十日