

# 信用评级公告

联合〔2022〕5192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，“20 洋河 MTN001”“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”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

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

## 江苏洋河集团有限公司 2022 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
20 洋河 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 洋河 02	AAA	稳定	AAA	稳定
17 洋河 01	AAA	稳定	AAA	稳定
16 洋河 01	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 洋河 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023-10-21
17 洋河 02	6 亿元	2.4178 亿元	2026-08-21
17 洋河 01	5 亿元	5 亿元	2027-04-28
16 洋河 01	10 亿元	1.5550 亿元	2026-03-24

注：1. 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；2. 债券余额为截至 2022 年 3 月底数据

评级时间：2022 年 6 月 27 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均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

2021 年，江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”）作为国内知名白酒酿造企业，在行业内仍保持了综合竞争优势，并得到当地政府的较大支持。2021 年，公司白酒产销量增长、产品结构进一步优化，收入规模扩大、营业利润率有所提高，盈利能力很强；公司经营现金和 EBITDA 对债务覆盖能力很强，债务负担较轻，资产质量良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到白酒行业竞争激烈，期间费用和非经常性损益对利润形成侵蚀，公司权益稳定性较弱、公司本部债务负担较重且利润来源依赖投资收益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水平有望提升。

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“20 洋河 MTN001”“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

- 公司竞争优势强，发展受当地政府支持。**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”）拥有六个中国驰名商标，品牌优势显著，酿造工艺水平高，生产规模大，截至 2021 年底，公司白酒产品销售已渗透到全国各个地市级区域。宿迁市政府重视当地酿酒产业的发展，2021 年 2 月通过宿迁产业发展集团有限公司对公司增资，公司实收资本由 5 亿元增至 10 亿元。
- 公司债务负担较轻，资产质量良好。**截至 2021 年底，公司全部债务 63.40 亿元；全部债务资本化比率较上年下降 1.37 个百分点至 12.38%。截至 2021 年底，公司现金类资产为 330.43 亿元；存货中以基酒为主的半成品占存货的 68.56%。
- 公司盈利能力很强；经营现金和 EBITDA 对债务覆盖能力很强。**2021 年，公司白酒产销量增长、产品结构进一步优化，实现营业总收入 256.97 亿元，同比增长 20.37%，实现利润总额为 100.03 亿元；营业利润率、

分析师：孙长征  
李敬云  
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](http://www.lhratings.com)

总资本收益率和净资产收益率分别为58.78%、15.18%和16.83%。2021年，公司经营现金/全部债务为2.28倍，全部债务/EBITDA为0.58倍。

#### 关注

1. **公司面临市场竞争风险。**公司在全国范围内面临“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。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。
2. **期间费用和非经常性损益对利润形成侵蚀。**2021年，公司费用总额为53.26亿元，期间费用率<sup>1</sup>为20.73%；公司公允价值变动收益由上年的12.68亿元转为损失7.21亿元，对公司利润水平产生了一定不利影响。
3. **公司权益稳定性较弱，公司本部债务负担较重，利润来源依赖投资收益。**截至2021年底，公司未分配利润及少数股东权益合计占所有者权益总额的94.77%。截至2021年底，公司本部全部债务资本化比率为74.83%，公司本部债务负担较重。公司本部作为投资控股平台，自身经营性业务规模小，利润主要来自下属子公司洋河股份的分红。

#### 主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	233.20	229.69	330.43	312.50
资产总额（亿元）	618.18	629.89	767.00	729.87
所有者权益（亿元）	373.33	400.89	448.66	499.98
短期债务（亿元）	22.57	17.37	22.81	15.03
长期债务（亿元）	44.95	46.53	40.59	50.41
全部债务（亿元）	67.52	63.90	63.40	65.44
营业总收入（亿元）	232.87	213.48	256.97	130.99
利润总额（亿元）	98.27	100.27	100.03	67.34
EBITDA（亿元）	108.95	110.86	109.97	--
经营性净现金流（亿元）	83.41	43.56	144.34	-28.22
营业利润率（%）	57.14	56.11	58.78	60.51
净资产收益率（%）	19.93	18.96	16.83	--
资产负债率（%）	39.61	36.36	41.50	31.50
全部债务资本化比率	15.32	13.75	12.38	11.57
流动比率（%）	227.33	256.50	201.58	299.72
经营现金流动负债比	42.67	24.92	53.06	--

<sup>1</sup> 期间费用率=期间费用总额/营业总收入\*100%

现金短期债务比（倍）	10.33	13.22	14.39	20.79
EBITDA 利息倍数	38.48	41.19	49.15	--
全部债务/EBITDA	0.62	0.58	0.58	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	82.32	74.07	77.83	82.74
所有者权益（亿元）	8.08	12.74	19.43	20.27
全部债务（亿元）	66.63	59.80	57.76	61.90
营业总收入（亿元）	0.54	1.17	0.78	0.09
利润总额（亿元）	17.02	16.00	16.10	0.84
资产负债率（%）	90.19	82.80	75.04	75.50
全部债务资本化比率	89.19	82.44	74.83	75.33
流动比率（%）	222.54	400.82	237.18	387.55
经营现金流动负债比	51.50	29.02	-11.36	--
现金短期债务比（倍）	0.16	0.47	0.11	0.43

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. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；4. 其他流动负债中的有息债务已计入相关指标计算；2019-2021 年底合并口径应收款项融资中的应收票据计入相关指标计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

### 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
20 洋河 MTN001 16 洋河 01 17 洋河 01 17 洋河 02	AAA	AAA	稳定	2021/06/25	孙长征 李敬云	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	<a href="#">阅读全文</a>
20 洋河 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/09/29	孔祥一 刘伟炬 闫旭	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）	<a href="#">阅读全文</a>
16 洋河 01 17 洋河 01 17 洋河 02	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	宁立杰 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	<a href="#">阅读全文</a>
17 洋河 02	AAA	AAA	稳定	2017/08/10	高鹏 孙林林	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	<a href="#">阅读全文</a>
17 洋河 01	AAA	AAA	稳定	2017/04/20	冯磊 王安娜	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	<a href="#">阅读全文</a>
16 洋河 01	AAA	AAA	稳定	2015/11/02	周旭 冯磊	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年之前的评级方法没有编号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江苏洋河集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 江苏洋河集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、企业基本情况

公司成立于 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现名。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元，唯一股东为宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“产发集团”），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”），实际控制人所持有的公司股份未质押。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；组织架构有调整，见附件 1-2。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 70 家，其中上市公司 1 家，为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”），公司持有洋河股份 34.16% 的股份（51485.89 万股，无质押），为其第一大股东。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 767.00 亿元，所有者权益 448.66 亿元（含少数股东权益 283.79 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 256.97 亿元，利润总额 100.03 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 729.87 亿元，所有者权益 499.98 亿元（含少数股东权益 316.95 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 130.99 亿元，利润总额 67.34 亿元。

公司注册地址：宿迁市宿城区青海湖路 17 号；法定代表人：杨卫国。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，其中已到付息日的均在付息日正常付息。

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 洋河 MTN001	10.00	10.00	2020-10-21	3
17 洋河 02	6.00	2.4178	2017-08-21	9 (3+3+3)
17 洋河 01	5.00	5.00	2017-04-28	10 (5+5)
16 洋河 01	10.00	1.5550	2016-03-24	10 (5+5)
合计	31.00	18.9728	--	--

资料来源：联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>2</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。



拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前

2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速  
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较去年底高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增

4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

**2021 年，白酒产量继续下降，但行业内企业收入和利润保持增长，行业集中度提高，落后产能出清。未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强。**

近年来，受益于消费升级、消费结构转换等因素，中国市场高端、次高端白酒产品量价齐升，带动白酒行业保持了良好发展态势。受行业集中度提升，以及行业洗牌导致的落后产能出清等因素影响，2021 年，中国规模以上白酒企业为 965 家，较上年减少 75 家；白酒产量 715.63 万千升，同比下降 0.59%；实现营业收入 6033.48 亿元，同比增长 18.69%；实现利润总额 1701.94 亿元，同比增长 32.95%。

白酒行业已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。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；而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。

## 2. 行业竞争

近年来，白酒制造行业分化趋势显现。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中高端品牌酒企占据；中低端白酒市场参与者众多，竞争最为激烈。未来，品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或将陆续退出市场。

白酒制造属于充分竞争性行业，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）三家白酒品牌所占据，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，毛利率水平快速上升，吸引大量资本进入，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，头部效应逐步显现。

中低端白酒则属于完全竞争市场。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中国化大众品牌，市场以区域竞争为主，产品同质性较强，定价权较弱。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。

## 3. 行业政策

近年来，中国白酒行业政策致力于控制白酒总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产，通过税收政策、行业准入等政策调整供需和优化行业秩序，有利于白酒行业集中度进一步提升。

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。

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。

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，仍沿用2015年国家税务总局发布的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。

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。

2021年4月，中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》（以下简称“《意见》”），根据《意见》中提出的目标，未来数年白酒行业销售收入和利润的增速将大幅领先于产量增速，预计2025年中国白酒行业将实现产量800万KL，比“十三五”末增长8.0%，年均递增1.6%；实现销售收入9500亿元，增长62.8%，年均递增10.2%；实现利润2700亿元，增长70.3%，年均递增11.2%。

#### 4. 行业关注

**行业分化。**近年来，在以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端酒逐步提价的大背景下，高端酒中龙头产品的市占率呈现逐步提高态势，且未来议价能力越发增强，中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

**原材料供应及价格波动风险。**白酒生产所

需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米和大麦等粮食，若粮食生产受气候等因素的影响出现欠收，或国家调整粮食生产、流通和消费政策，均可能导致原材料供应短缺或价格上涨，从而增加白酒企业采购成本。

**市场竞争风险。**白酒产业为充分竞争行业，目前中国白酒企业众多，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。公司中国范围内面临“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。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，以及健康生活方式、理性饮酒理念的日益加深，白酒市场竞争将更趋激烈。

**产品价格波动风险。**近年来，白酒价格总体处于上涨态势，但产品价格最终取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果白酒企业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. 未来发展

**白酒行业未来将呈现存量竞争的局面，健康消费理念的加强、新冠肺炎疫情的冲击等将加速行业洗牌、进一步提高行业集中度。优质白酒企业凭借其品牌、规模、资金等方面的优势，有望获得更高的市场份额。**

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不断挤压中小酒企的生存空间。近年来，规模以上白酒企业持续减少，2021年，中国规模以上白酒企业同比减少75家至965家，全国上市白酒企业CR10收入合计2829.05亿元，占规模以上白酒企业销售收入的46.89%，同比上升5.95个百分点，行业集中度进一步提升。名优酒企将通过自身品牌优势逐步丰富产品结构，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。新冠肺炎疫情加速了行业洗牌，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

### 1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元，唯一股东为产发集团，实际控制人为宿迁市国资委，实际控制人所持有的公司股权未质押。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司主营业务依托下属上市公司洋河股份开展。洋河股份作为国内著名白酒生产企业，品牌优势显著，生产规模大，酿造工艺领先，产品质量优异，营销网络域覆盖面广，在行业中竞争优势强。**

公司白酒的生产经营主要依托下属一级子公司洋河股份开展。2021 年，洋河股份的营业收入和利润规模继续保持行业前列。截至 2022 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，所持股权未质押。洋河股份自 2009 年上市以来，已实施现金分红 12 次。2021 年，公司本部收到上年度分红款 15.45 亿元。

品牌优势方面，洋河股份旗下拥有“洋河”“双沟”两个中国名酒品牌，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。2021 年，洋河股份以 70.9 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2021 全球烈酒品牌价值 50 强”，排名全球第三。2021 年，在 World Brand Lab 发布的“中国 500 最具价值品牌”中，洋河股份以 642.1 亿元的品牌价值位

居第 95 位。2022 年，在 Brand Finance 发布的“2022 全球品牌价值 500 强”榜单中，洋河股份品牌价值位列第 342 位。

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约 32 万吨。

公司建立了完整的产品质量保证体系，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，被江苏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。

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、湖南等中国 28 个省、自治区、直辖市。截至 2021 年底，公司产品销售已渗透到中国各个地级县市。

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 度和 52 度等，并根据不同区域的消费者需求做出调整；产品在风格上突出绵柔、淡雅的特点，实现产品差异化。

### 3. 企业信用记录

#### **公司过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91321300142334989Y），截至 2022 年 5 月 10 日，公司本部无未结清不良或关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中有 1 笔垫款、7 笔关注和 1 笔不良信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。



## 七、管理分析

2021年，公司主要管理制度连续，经营运作正常。公司董事长和部分董事有所变动。

2021年，公司各项管理制度未发生重大变化。

2021年，公司董事长李民富离任，部分外部董事发生变动。根据公司公告，2022年1月，公司聘任杨卫国为公司董事长；2022年3月，刘静不再担任公司董事，公司聘任赵鹏程为公司董事和财务总监。公司其余核心管理人员未发生变动。

杨卫国，男，曾任宿迁日报社党委书记及社长、中共宿迁市委副秘书长、改革办副主任、泗阳县委常委、宣传部部长等，现任公司董事长，兼任产发集团党委书记、董事长，江苏双沟集团有限公司董事长。

赵鹏程，女，曾任江苏淮海融资租赁有限公司总账会计、宿迁市国丰资产管理服务有限公司总账会计、产发集团资产管理部经理助理，现任公司董事兼财务总监。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2021年，受益于公司白酒产品量价齐升，公司营业总收入明显增长，营业利润率同比上升，但受公允价值变动损失影响，公司利润总额同比变化不大。

公司主营业务为白酒、红酒的生产和其他业务，白酒包括中高档白酒和普通白酒，其他业务包括粮食销售、融资租赁、码头装卸等。2021年，公司实现营业总收入256.97亿元，同比增长20.37%，主要系公司白酒产品量价齐升所致；营业成本64.40亿元，同比增长8.17%；营业利润率为58.78%，同比提高2.68个百分点，主要系公司优化产品结构，中高档酒收入占比提升所致。2021年，公司利润总额为100.03亿元，同比下降0.24%，主要系公允价值变动损失侵蚀利润所致。

从营业总收入的构成和毛利率看，2021年，白酒业务收入同比有所增长，占公司营业总收入的比例提升至95.11%，白酒业务仍很突出。白酒业务毛利率同比有所提升。公司红酒和其他业务收入贡献小，对公司收入和利润水平影响不大。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年			2021年			2022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
白酒	201.52	94.40	74.55	244.40	95.11	77.07	125.58	95.87	78.91
红酒	1.82	0.85	36.98	1.98	0.77	49.81	1.02	0.78	53.83
其他	10.14	4.75	29.98	10.59	4.12	30.34	4.39	3.35	34.32
合计	213.48	100.00	72.11	256.97	100.00	74.94	130.99	100.00	77.22

资料来源：公司提供，联合资信整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入130.99亿元，同比增长23.77%；营业成本29.84亿元，同比增长18.34%；营业利润率为60.51%，同比增长0.73个百分点。2022年1—3月，实现利润总额67.34亿元，同比增长30.35%。

### 2. 白酒业务

公司白酒业务经营主体为子公司洋河股份

及其子公司江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟酒业”）。截至2021年底，洋河股份资产总额677.99亿元，所有者权益合计424.81亿元；2021年，洋河股份实现营业总收入253.50亿元，实现利润总额99.46亿元。截至2022年3月底，洋河股份资产总额638.11亿元，所有者权益475.00亿元，2022年1—3月，洋河股份实现营业总收入130.26亿元，实现利润总额66.11亿元。以下分析将主要围绕洋河股

份展开。

(1) 采购

2021年，受白酒产量增长和提高职工待遇影响，公司白酒业务直接材料成本和直接人工成本均有所增长。公司采购集中度尚可。

公司白酒经营主体洋河股份的供应部结合库存情况制定物资采购计划，并对各种原辅材料进行集中统一采购。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，洋河股份与主要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、工艺和质量有着严格的要求，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。

2021年，公司白酒业务成本占营业成本的87.00%，仍是营业成本主要构成部分。

表4 公司白酒业务成本构成

(单位：亿元、%)

项目	2020年		2021年	
	金额	占营业成本的比重	金额	占酒类成本的比重
直接材料	37.36	62.75	40.33	62.62
直接人工	9.00	15.12	10.83	16.82
燃料动力	2.11	3.54	2.35	3.65
制造费用	2.97	4.99	2.52	3.91
合计	51.44	86.40	56.03	87.00

资料来源：公司年报，洋河股份年报，联合资信整理

从白酒业务成本构成看，2021年，直接材料成本和直接人工成本仍为白酒业务成本的主要构成部分，合计约占营业成本近80%。其中直接材料成本规模有所增长，直接人工成本规模和占比有所上升，主要系公司白酒产销量增长以及提高员工薪酬待遇所致。燃料动力和制造费用占比较小，对白酒业务成本影响不大。

在采购结算方面，洋河股份仍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。如采取现金结算方式，一般在货物检验合格入库后3个月内支付款项；如采取银行承兑汇票方式结算，则一般在货物检验合格入库后3个月内支付6个月期银行承兑汇票。

从采购集中度来看，2021年，洋河股份向前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重同比有所上升，采购集中度尚可。

表5 洋河股份前五名供应商情况

(单位：亿元、%)

项目	2020年	2021年
前五大供应商采购金额	10.46	15.75
前五大供应商占洋河股份采购总额的比重	20.47	23.41

资料来源：洋河股份年报

(2) 生产

2021年，公司白酒产能保持稳定，产量较上年有所增长。

经过多年研发及实践，公司的白酒生产形成了独特的酿造工艺技术。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度数不同、风格不同的成品酒。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销售部门提供的下一年预计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，2021年，洋河股份原酒产能无变化，仍为31.96万吨/年。2021年，随着新冠肺炎疫情好转，洋河股份白酒产量同比有所增长，产能利用率明显提高。

表6 公司白酒原酒生产情况  
(单位: 万吨/年、万吨、%)

指标	2020年	2021年
产能	31.96	31.96
产量	16.15	20.43
产能利用率	50.53	63.92

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，按照严于国家食品安全管理标准的要求进行产品的全生命周期管控。

### (3) 销售

**2021年，受中高端酒销量增加影响，公司酒类产品销量有所增长；受中高端酒销量占比上升影响，公司酒类均价有所上升，酒类产品销售收入有所增长，销售集中度很低。**

洋河股份销售模式整体分为批发经销和线上直销两种，其中批发经销是公司主要的销售模式。从2011年开始洋河股份本部及其子公司生产的白酒统一销售给苏酒集团贸易股份有限公司（洋河股份之子公司，以下简称“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，苏酒集团将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部和北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。2019年以来，洋河股份进行营销调整转型，围绕“一商为主、多商配称”的互补协调发展指导思想进行经销商体系构建，经销商数量有一定减少。截至2021年底，洋河股份在江苏省内经销商数量为2950家，省外5192家，合计8142家，较上年底减少909家。

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，洋河股份对客户基本仍采用先款后货的结算方式，主要通过银行转账支付；对于少部分可能采用赊销方式的客户（主要是大型超市），洋河股份严格控制赊销金额，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，2021年，随着国内新冠肺炎疫情好转，洋河股份白酒销量及收入同比均有所增长。

表7 洋河股份白酒生产销售情况

指标	2020年	2021年
产量(万吨)	16.15	20.43
销量(万吨)	15.58	18.40
产销率(%)	96.47	90.05
销售收入(亿元)	201.52	244.40
销售均价(万元/吨)	12.93	13.28

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

从销售的区域分布情况来看，江苏省是洋河股份酒类产品的重要销售区域，但近年来洋

河股份在全国范围内拓展销售渠道，2021年，洋河股份省外销售额占酒类销售总额的比例为53.10%。除江苏省外，公司白酒产品还销往河南、山东、安徽、浙江和河北等省份。2021年，公司仍有近五成酒类业务收入来自江苏省内，销售集中度较高，如省内市场需求下降，可能对白酒生产销售产生不利影响。

表8 洋河股份酒类销售情况的区域分布

项目	2020年		2021年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
省内	95.60	47.01	115.56	46.90
省外	107.74	52.99	130.83	53.10
合计	203.34	100.00	246.39	100.00

资料来源：洋河股份年报

销售集中度方面，2021年，洋河股份对前五大经销客户的销售收入合计10.84亿元，占洋河股份销售总额的比例为4.28%，洋河股份销售集中度仍很低。

### 3. 经营效率

**2021年，洋河股份整体经营效率良好，但与同行业上市公司相比仍处于中下水平。**

从经营效率指标看，2021年，洋河股份销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为33.60次、0.36次和0.37次，同比均有小幅上升。与同行业其他上市公司相比，2021年，洋河股份经营效率表现处于行业中下水平。

表9 2021年同行业上市公司经营效率情况

(单位：次)

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
贵州茅台	0.29	*	0.47
五粮液	1.20	1252.90	0.53
泸州老窖	0.49	13164.28	0.53
顺鑫农业	1.67	396.85	0.72
山西汾酒	0.69	13601.14	0.80
古井贡酒	0.82	169.11	0.65
以上企业平均值	0.86	4764.05	0.62
洋河股份	0.36	2116.93	0.37

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用Wind数据；“\*”指无限大  
资料来源：Wind

### 4. 重大在建项目

**截至2022年3月底，公司拟建、在建项目尚需一定资金投入，但整体资金压力可控。**

截至2022年3月底，公司单项投资额超过5000.00万元的主要拟建、在建项目计划投资总额为17.28亿元，已投资7.09亿元，未来仍需投资10.19亿元，考虑到公司货币资金充裕，整体资金压力可控。

### 7. 未来发展

**公司发展战略符合经营需要，可行性较强。**

公司未来将继续围绕白酒主业，全面提升产品个性化、特色化和饮后舒适度，争取引领白酒市场消费趋势。同时，公司计划顺应消费升级的发展趋势，在思考和研究消费者的消费心理的基础上，把握消费升级的方向，抓住行业分化的机遇，进一步提升市场占有率。在品牌推广方面，公司将针对信息时代媒体特征，研究并提升传播效率，提升品牌力，助力营销稳健发展。在产品品质方面，公司将在技术上寻求突破，产业布局方面持续拓展，实现白酒绵柔品质持续提升。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准的无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2021年，公司合并范围内子公司新增5家，减少8家；2022年1—3月，公司合并范围内子公司无变化。截至2022年3月底，公司合并范围内子公司合计70家。公司合并范围变化不大，主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额767.00亿元，所有者权益448.66亿元（含少数股东权益283.79亿元）；2021年，公司实现营业总收入

256.97亿元，利润总额100.03亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额729.87亿元，所有者权益499.98亿元（含少数股东权益316.95亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入130.99亿元，利润总额67.34亿元。

## 2. 资产质量

**截至2021年底，公司资产规模大幅增长，**

**以流动资产为主，现金类资产充裕，资产受限比例低，公司资产质量良好。**

截至2021年底，公司合并资产总额767.00亿元，较上年底增长21.77%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占71.49%，非流动资产占28.51%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10 公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>448.41</b>	<b>71.19</b>	<b>548.32</b>	<b>71.49</b>	<b>520.34</b>	<b>71.29</b>
货币资金	80.51	17.95	212.00	38.66	180.95	34.77
交易性金融资产	143.02	31.89	109.54	19.98	126.18	24.25
存货	171.17	38.17	190.70	34.78	182.58	35.09
<b>非流动资产</b>	<b>181.47</b>	<b>28.81</b>	<b>218.68</b>	<b>28.51</b>	<b>209.53</b>	<b>28.71</b>
其他非流动金融资产	63.67	35.09	96.76	44.25	84.58	40.37
长期应收款	8.31	4.58	11.59	5.30	12.86	6.14
固定资产 (合计)	70.58	38.89	64.43	29.46	62.93	30.03
无形资产	17.19	9.47	16.85	7.70	16.70	7.97
递延所得税资产	9.26	5.10	13.94	6.37	16.63	7.94
<b>资产总额</b>	<b>629.89</b>	<b>100.00</b>	<b>767.00</b>	<b>100.00</b>	<b>729.87</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产548.32亿元，较上年底增长22.28%，主要系货币资金增加所致。

截至2021年底，公司货币资金212.00亿元，较上年底增长163.33%，主要系持续收回销售款所致。货币资金中有1.09亿元受限资金，受限比例为0.51%，全部为定期存款应收利息。

截至2021年底，公司交易性金融资产109.54亿元，较上年底下降23.41%，主要系子公司洋河股份购买的银行理财和信托产品减少所致。公司交易性金融资产主要为一年内到期的银行理财和信托理财（共109.07亿元）。

截至2021年底，公司存货190.70亿元，较上年底增长11.41%，主要系洋河股份半成品和库存商品增加所致。存货主要由半成品（占68.56%）、库存商品（占14.42%）和开发成本（占11.25%）构成，累计计提跌价准备0.16亿

元，计提比例为0.08%。

### (2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产218.68亿元，较上年底增长20.50%，主要系其他非流动金融资产增加所致。

截至2021年底，公司其他非流动金融资产96.76亿元，较上年底增长51.97%，主要系非洋河股份的其他子公司权益工具投资增加所致。公司其他非流动金融资产主要由权益工具投资（占86.80%）和债务工具投资（占13.20%）构成。

截至2021年底，公司长期应收款11.59亿元，较上年底增长39.48%，主要系应收融资租赁款增加所致。长期应收款全部为融资租赁款。2021年，公司融资租赁业务收入1.89亿元，经营主体为江苏淮海融资租赁有限公司。

截至2021年底，公司固定资产（合计）

64.43亿元，较上年底下降8.71%。固定资产主要由房屋及建筑物（占82.28%）和机器设备（占16.70%）构成，累计计提折旧57.04亿元；固定资产成新率55.69%，成新率一般。

截至2021年底，公司无形资产16.85亿元，较上年底下降1.97%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占94.65%）和计算机软件（占4.84%）构成，累计摊销8.34亿元，未计提减值准备。

截至2021年底，公司递延所得税资产13.94亿元，较上年底增长50.50%，主要系为控股子公司苏酒集团预提的应付经销商尚未结算的折扣与折让、预提广告费以及递延收益大幅增加所致。

截至2022年3月底，公司合并资产总额729.87亿元，较上年底下降4.84%，资产规模和结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至2022年3月底，公司资产受限比例很低，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：万元、%）

项目	账面价值	占资产总额的比例	占所属会计科目的比例	所有权或使用权受限的原因
货币资金	10882.75	0.15	0.60	定期存款应收利息
长期应收款	22724.91	0.31	17.68	质押借款
合计	33607.66	0.46	--	--

资料来源：公司提供

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

截至2021年底，得益于少数股东权益增加和未分配利润累积，公司所有者权益有所增长，其中少数股东权益和未分配利润占比高，公司所有者权益结构稳定性弱。

截至2021年底，公司所有者权益448.66亿元，较上年底增长11.91%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为36.75%，少数股东权益占比为63.25%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占6.07%、5.55%和85.77%，归属母公司所有者权益中未分配利润占比高。公司权益结构稳定性弱。

截至2022年3月底，公司所有者权益499.98亿元，较上年底增长11.44%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为36.61%，少数股东权益占比为63.39%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为5.46%、5.06%和87.07%。公司权益结构稳定性弱。

#### （2）负债

截至2021年底，公司负债规模受预收货款增加影响而大幅增长，以流动负债为主。公司债务结构以长期债务为主，债务负担轻。

截至2021年底，公司负债总额318.34亿元，较上年底增长39.02%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占85.45%，非流动负债占14.55%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表 12 公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	174.82	76.34	272.01	85.45	173.61	75.52
应付账款	11.61	6.64	14.45	5.31	13.16	7.58
应交税费	22.24	12.72	31.26	11.49	22.18	12.78
其他应付款	23.90	13.67	18.17	6.68	--	--
合同负债	88.01	50.34	158.61	58.31	98.31	56.63



其他流动负债	8.04	4.60	26.58	9.77	6.97	4.02
<b>非流动负债</b>	<b>54.17</b>	<b>23.66</b>	<b>46.33</b>	<b>14.55</b>	<b>56.29</b>	<b>24.48</b>
应付债券	45.30	83.63	39.62	85.51	49.70	88.29
<b>负债总额</b>	<b>229.00</b>	<b>100.00</b>	<b>318.34</b>	<b>100.00</b>	<b>229.90</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债272.01亿元，较上年底增长55.59%，主要系合同负债增加所致。

截至2021年底，公司应付账款14.45亿元，较上年底增长24.46%，主要系应付货款增加所致。应付账款以货款为主，无账龄超过1年的重要应付账款。

截至2021年底，公司应交税费31.26亿元，较上年底增长40.54%。

截至2021年底，公司其他应付款18.17亿元，较上年底下降23.96%，主要系对产发集团的往来借款大幅下降所致。其他应付款主要由经销商保证金（占29.75%）、经销商风险抵押金（占37.73%）和预提费用（占19.34%）构成。

截至2021年底，公司合同负债158.61亿元，较上年底增长80.21%，主要系应付经销商尚未结算的折扣与折让、预收货款较上年底分别增加15.49亿元和54.52亿元所致。

截至2021年底，公司其他流动负债26.58亿元，较上年底增长230.62%，主要系新发行短期融资券“21洋河 SCP001”6.00亿元，叠加待转销税额新增7.02亿元以及新增未终止确认的应收票据背书5.48亿元所致。

截至2021年底，公司非流动负债46.33亿元，较上年底下降14.47%，主要系应付债券减少所致。

截至2021年底，公司应付债券39.62亿元，较上年底下降12.54%，主要系偿还“18洋河 MTN001”所致。

截至2022年3月底，公司负债总额229.90亿元，较上年底下降27.78%，主要系“21洋河 SCP001”到期偿还，叠加公司2021年预收经销商货款本期发货，公司其他流动负债和合同负债减少所致。其中，流动负债占75.52%，非流动负债占24.48%。公司以流动负债为主，非

流动负债占比上升，主要系发行“22洋河 MTN001A”和“22洋河 MTN001B”合计10.00亿元所致。

截至2021年底，公司全部债务63.40亿元，较上年底下降0.77%，变化不大。债务结构方面，短期债务占35.98%，长期债务占64.02%，以长期债务为主，其中，短期债务22.81亿元，较上年底增长31.35%，主要系公司发行短期融资券所致；长期债务40.59亿元，较上年底下降12.76%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率41.50%、较上年底上升5.15个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为12.38%和8.30%，较上年底分别下降1.37个百分点和2.10个百分点。公司债务负担轻。

截至2022年3月底，公司全部债务65.44亿元，较上年底增长3.22%。债务结构方面，短期债务占22.97%，长期债务占77.03%，以长期债务为主，其中，短期债务15.03亿元，较上年底下降34.10%，主要系21洋河 SCP001到期兑付所致；长期债务50.41亿元，较上年底增长24.19%，主要系应付债券增加所致。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底下降10.01个百分点和0.81个百分点，长期债务资本化比率较上年底上升0.86个百分点。

#### 4. 盈利能力

2021年，受益于公司白酒产品量价齐升，公司营业总收入明显增长，营业利润率同比上升，但受公允价值变动损益同比转负影响，公司利润总额同比变化不大。

2021年，公司实现营业总收入256.97亿元，同比增长20.37%，主要系公司白酒产品量价齐升所致；营业成本64.40亿元，同比增长8.17%；



营业利润率为 58.78%，同比提高 2.68 个百分点，主要系公司优化产品结构，中高档酒收入占比提升所致。2021 年，公司利润总额为 100.03 亿元，同比下降 0.24%，主要系公允价值变动损失侵蚀利润所致。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 53.26 亿元，同比增长 16.02%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 66.62%、34.75%、4.85%和-6.22%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 35.49 亿元，同比增长 35.87%，主要系收入增长，职工薪酬、促销费、差旅费等增加所致；管理费用为 18.51 亿元，同比增长 6.30%；研发费用为 2.58 亿元，同比下降 0.63%；财务费用仍呈净收益状态，由上年的 0.87 亿元增至 3.31 亿元，主要系存款增加、利息收入增加所致。2021 年，公司期间费用率为 20.73%，同比下降 0.78 个百分点。公司费用规模大，对整体利润有所侵蚀。

2021 年，公司公允价值变动收益由上年的 12.68 亿元转为损失 7.21 亿元，主要系洋河股份持有的交易性金融资产的公允价值降低所致。公允价值变动收益对公司利润水平有一定影响。

2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 15.18%和 16.83%，同比分别下降 1.75 个百分点和 2.13 个百分点。公司各盈利指标仍属很强。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	213.48	256.97
利润总额（亿元）	100.27	100.03
营业利润率（%）	56.11	58.78
总资产收益率（%）	16.93	15.18
净资产收益率（%）	18.96	16.83

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从同行业比较看，公司子公司洋河股份销售毛利率高于行业平均水平；总资产报酬率和净资产收益率低于行业平均水平，主要系非经常性损益侵蚀利润所致。

表 14 2021 年同行业上市公司盈利情况对比

（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
贵州茅台	91.54	29.21	28.29
五粮液	75.35	23.98	24.17
泸州老窖	85.70	24.87	28.21
顺鑫农业	27.91	4.25	1.35
山西汾酒	74.91	23.67	34.58
古井贡酒	75.10	12.50	13.76
以上企业平均值	71.75	19.75	21.73
洋河股份	75.32	14.67	17.68

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 130.99 亿元，同比增长 23.77%；营业成本 29.84 亿元，同比增长 18.34%；营业利润率为 60.51%，同比增长 0.73 个百分点。2022 年 1—3 月，实现利润总额 67.34 亿元，同比增长 30.35%。

## 5. 现金流分析

2021 年，受益于销售收入增加以及经销商积极预付货款，公司收入实现质量很高，经营活动净现金流同比大幅增长。受资金较多沉淀于金融类资产、期末未收回影响，公司投资活动净现金流保持净流入但规模有所下降。受借款和偿还均同比下降的综合影响，公司筹资活动净现金流保持净流出但净流出规模收窄。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入量	303.88	256.31	394.83
经营活动现金流出量	220.46	212.74	250.49
经营活动现金流量净额	83.41	43.56	144.34
投资活动现金流入量	407.10	318.26	281.71
投资活动现金流出量	419.93	266.59	263.86
投资活动现金流量净额	-12.82	51.67	17.85
筹资活动前现金流净额	70.59	95.23	162.19
筹资活动现金流入量	44.98	53.92	45.94
筹资活动现金流出量	109.30	116.52	77.70
筹资活动现金流量净额	-64.31	-62.60	-31.75
现金收入比（%）	121.48	106.64	149.28

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入和流出均有所增长，经营活动现金净流入144.34亿元，同比增长231.33%，主要系销售收入增加以及经销商积极预付货款所致。2021年，公司现金收入比为149.28%，同比提高42.64个百分点，收入实现质量很高。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入281.71亿元，同比下降11.48%；投资活动现金流出263.86亿元，同比下降1.02%。2021年，公司投资活动现金净流入17.85亿元，同比下降65.45%，主要系大额资金沉淀于金融类资产期末未收回所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为162.19亿元，同比增长70.31%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入45.94亿元，同比下降14.80%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出77.70亿元，同比下降33.32%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2021年，公司筹资活动现金净流出31.75亿元，同比下降49.28%。

2022年1-3月，主要受税费缴纳影响，公司经营活动现金净流出28.22亿元；投资活动现金净流出3.41亿元；筹资活动现金净流出0.26亿元。

## 6. 偿债能力

2021年，公司短、长期偿债指标表现很好。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	256.50	201.58
	速动比率（%）	158.59	131.47
	经营现金/流动负债（%）	24.92	53.06
	经营现金/短期债务（倍）	2.51	6.33
	现金类资产/短期债务（倍）	13.22	14.48
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	110.86	109.97
	全部债务/EBITDA（倍）	0.58	0.58
	经营现金/全部债务（倍）	0.68	2.28
	EBITDA/利息支出（倍）	41.19	49.15
	经营现金/利息（倍）	16.19	64.52

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：公司提供，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有所下降，主要系合同负债增加所致，流动资产对流动负债的保障程度仍很高。2021年，公司经营现金流动负债比率为53.06%，同比提高28.15个百分点；公司经营现金/短期债务同比提高3.82倍。截至2021年底，公司现金短期债务比较上年底有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度仍属很高。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比下降0.81%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占6.45%）和利润总额（占90.97%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数同比上升，EBITDA对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA为0.58倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度高。2021年，公司经营现金对全部债务和利息支出的保障程度均大幅提高。

截至2022年3月底，公司对外担保余额合计4.94亿元，占净资产的0.99%。被担保方为江苏双沟集团有限公司（2.00亿元）、宿迁大数据产业发展有限公司（1.15亿元）和宿迁市洋河新城新农村建设有限公司（1.79亿元）。公司历史上发生过对外担保代偿事件，存在一定的或有负债风险。

截至2021年底，公司不存在需要披露的重大未决诉讼事项。

截至2021年3月底，公司获得各银行授信合计72.20亿元，尚未使用授信额度64.20亿元，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。

## 7. 公司本部财务分析

2021年，公司本部作为投资控股平台，经营性业务规模小，债务负担重；所持上市公司洋河股份的股票为其优质资产，所带来投资收益是公司本部重要的利润来源。

截至2021年底，公司本部资产总额77.83亿元，较上年底增长5.07%。其中，流动资产44.55亿元（占57.23%），非流动资产33.28亿

元（占 42.77%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 47.36%）、其他应收款（占 44.80%）和存货（占 48.21%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 61.28%）、长期股权投资（占 29.05%）和在建工程（占 6.50%）构成。截至 2021 年底，公司本部货币资金为 1.97 亿元。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 58.40 亿元，较上年底下降 4.79%。其中，流动负债 18.78 亿元（占 32.16%），非流动负债 39.62 亿元（占 67.84%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 42.74%）、一年内到期的非流动负债（占 21.90%）和其他流动负债（占 32.23%）构成；非流动负债全部为应付债券。截至 2021 年底，公司本部资产负债率为 75.04%，较上年底下降 7.77 个百分点。

截至 2021 年底，公司本部全部债务 57.76 亿元。其中，短期债务占 31.41%、长期债务占 68.59%。截至 2021 年底，公司本部短期债务为 18.14 亿元。截至 2021 年底，公司本部全部债务资本化比率 74.83%，公司本部债务负担重。

截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 19.43 亿元，较上年底增长 52.53%，主要系实收资本增加所致。在归属母公司所有者权益中，实收资本为 10.00 亿元（占 51.47%），资本公积合计 2.23 亿元（占 11.46%），未分配利润合计 2.87 亿元（占 14.77%），盈余公积合计 4.33 亿元（占 22.30%），所有者权益稳定性强。

2021 年，公司本部营业总收入为 0.78 亿元，利润总额为 16.10 亿元。同期，公司本部投资收益为 16.62 亿元。根据洋河股份发布的《江苏洋河酒厂股份有限公司 2021 年年度权益分派实施公告》，公司本部收到洋河股份 2021 年度分红款 15.44 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为-2.13 亿元，投资活动现金流净额 11.95 亿元，筹资活动现金流净额-14.60 亿元。

表 17 2021 年公司本部与合并报表财务数据比较  
(单位: 亿元、%)

科目	公司本部	占合并口径的比例
资产	77.83	10.15
所有者权益	19.43	4.33
全部债务	57.76	91.10
营业总收入	0.78	0.31
利润总额	16.10	16.09

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 十、外部支持

**宿迁市人民政府计划重点发展酿造（酒）细分产业，外部环境有利公司发展；公司获得股东支持力度大。**

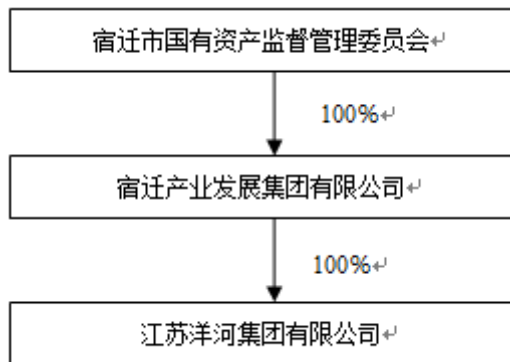
2021年2月，宿迁市人民政府发布《宿迁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称“纲要”）。纲要指出，酿造（酒）作为重点发展的细分产业之一，要围绕打响中国酒都品牌、以白酒、啤酒为重点，以大型酒企为核心，进一步发展宿迁酒产业；以洋河酒厂、双沟酒业为龙头，大力发展高端白酒，进一步做强宿迁酒产业实力。

2021年4月，经公司股东决定，公司注册资本由5.00亿元增至10.00亿元。

## 十一、结论

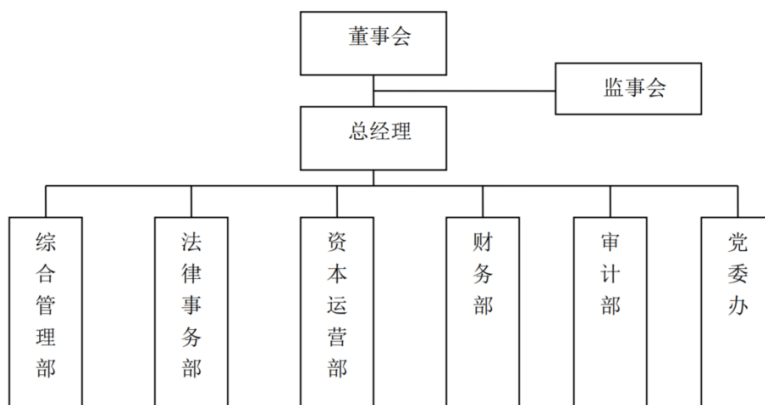
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 洋河 MTN001”“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2022 年 3 月底江苏洋河集团有限公司 股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2022 年 3 月底江苏洋河集团有限公司 组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底江苏洋河集团有限公司  
主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
1	江苏洋河酒厂股份有限公司	酒水生产、销售等	34.16	--	设立

资料来源：公司提供，联合资信整理



附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	233.20	229.69	330.43	312.50
资产总额 (亿元)	618.18	629.89	767.00	729.87
所有者权益 (亿元)	373.33	400.89	448.66	499.98
短期债务 (亿元)	22.57	17.37	22.81	15.03
长期债务 (亿元)	44.95	46.53	40.59	50.41
全部债务 (亿元)	67.52	63.90	63.40	65.44
营业总收入 (亿元)	232.87	213.48	256.97	130.99
利润总额 (亿元)	98.27	100.27	100.03	67.34
EBITDA (亿元)	108.95	110.86	109.97	--
经营性净现金流 (亿元)	83.41	43.56	144.34	-28.22
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	47.73	32.03	33.60	--
存货周转次数 (次)	0.41	0.35	0.36	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.34	0.37	--
现金收入比 (%)	121.48	106.64	149.28	64.15
营业利润率 (%)	57.14	56.11	58.78	60.51
总资本收益率 (%)	17.52	16.93	15.18	--
净资产收益率 (%)	19.93	18.96	16.83	--
长期债务资本化比率 (%)	10.75	10.40	8.30	9.16
全部债务资本化比率 (%)	15.32	13.75	12.38	11.57
资产负债率 (%)	39.61	36.36	41.50	31.50
流动比率 (%)	227.33	256.50	201.58	299.72
速动比率 (%)	142.16	158.59	131.47	194.56
经营现金流动负债比 (%)	42.67	24.92	53.06	--
现金短期债务比 (倍)	10.33	13.22	14.39	20.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	38.48	41.19	49.15	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.62	0.58	0.58	--

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. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；4. 其他流动负债中的有息债务已计入相关指标计算；2019-2021 年底应收款项融资中的应收票据计入相关指标计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	3.47	6.75	1.97	5.21
资产总额 (亿元)	82.32	74.07	77.83	82.74
所有者权益 (亿元)	8.08	12.74	19.43	20.27
短期债务 (亿元)	21.70	14.50	18.14	12.20
长期债务 (亿元)	44.93	45.30	39.62	49.70
全部债务 (亿元)	66.63	59.80	57.76	61.90
营业总收入 (亿元)	0.54	1.17	0.78	0.09
利润总额 (亿元)	17.02	16.00	16.10	0.84
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	15.09	4.65	-2.13	-1.53
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	3.21	15.84	--	--
存货周转次数 (次)	0.02	0.05	0.03	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比 (%)	72.58	100.94	99.28	68.07
营业利润率 (%)	7.35	3.42	16.65	37.19
总资本收益率 (%)	26.57	25.76	23.69	--
净资产收益率 (%)	210.69	125.59	82.86	--
长期债务资本化比率 (%)	84.76	78.05	67.10	71.03
全部债务资本化比率 (%)	89.19	82.44	74.83	75.33
资产负债率 (%)	90.19	82.80	75.04	75.50
流动比率 (%)	222.54	400.82	237.18	387.55
速动比率 (%)	148.90	266.88	122.84	219.43
经营现金流动负债比 (%)	51.50	29.02	-11.36	--
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.47	0.11	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

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. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 其他流动负债中的有息债务已计入相关指标计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持