

信用等级公告

联合[2018] 1531 号

联合资信评估有限公司通过对黑龙江北大荒农垦集团总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黑龙江北大荒农垦集团总公司主体长期信用等级为 AAA，“17 北大荒 CP001”、“18 北大荒 CP001”信用等级为 A-1，“15 北大荒 MTN001”、“15 北大荒 MTN002”、“16 北大荒 MTN001”、“16 北大荒 MTN002”、“17 北大荒 MTN001”、“17 北大荒 MTN002”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

二零一八年七月五日

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>

黑龙江北大荒农垦集团总公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA	评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA	评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 北大荒 MTN001	15 亿元	2018/11/17	AAA	AAA
*15 北大荒 MTN002 ¹	15 亿元	2018/11/25	AAA	AAA
16 北大荒 MTN001	20 亿元	2019/3/11	AAA	AAA
*16 北大荒 MTN002	20 亿元	2019/10/24	AAA	AAA
*17 北大荒 MTN001	15 亿元	2020/5/26	AAA	AAA
17 北大荒 MTN002	15 亿元	2020/8/9	AAA	AAA
17 北大荒 CP001	10 亿元	2018/7/26	A-1	A-1
18 北大荒 CP001	10 亿元	2019/1/15	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 7 月 5 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	398.30	316.46	266.18	292.23
资产总额(亿元)	1928.37	1943.60	1916.00	1958.25
所有者权益(亿元)	333.45	364.01	409.12	410.21
短期债务(亿元)	751.35	659.86	603.90	638.29
长期债务(亿元)	194.98	251.24	227.36	231.19
全部债务(亿元)	946.33	911.10	831.26	869.48
营业总收入(亿元)	1313.36	1214.47	1082.32	166.55
利润总额(亿元)	6.47	0.14	5.16	1.68
EBITDA(亿元)	83.33	82.11	89.10	--
经营性净现金流(亿元)	18.24	48.42	34.77	56.75
营业利润率(%)	14.48	15.44	17.14	23.65
净资产收益率(%)	0.14	-1.25	0.18	--
资产负债率(%)	82.71	81.27	78.65	79.05
全部债务资本化比率(%)	73.94	71.45	67.02	67.94
流动比率(%)	86.18	89.51	92.27	94.24
经营现金流动负债比(%)	1.43	4.04	3.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.36	11.10	9.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.48	2.71	--

注: 1.2018 年一季度财务数据未经审计; 2.指标计算时未将所有者权益中合计 50 亿元永续中票计入长期债务; 3.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务; 4.长期应付款中融资租赁款计入长期债务。

¹注: 存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据, 所列到期兑付日为首次赎回行权日。

评级观点

黑龙江北大荒农垦集团总公司(以下简称“公司”)是中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地和农业生产、贸易龙头企业之一。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在政策支持、土地资源、机械化作业、规模化生产和农副产品加工贸易等方面具有明显的竞争优势。跟踪期内,公司土地承包费及工业板块收入保持稳定,农产品销售及商业板块收入因子公司北大荒粮食集团有限公司改制,不再纳入合并范围有所下滑。2017 年子公司黑龙江农垦北大荒商贸集团有限责任公司(以下简称“商贸集团”)未对破产清算的苏州高峰糖业有限公司(以下简称“高峰糖业”)预付账款及其他应收款计提坏账准备,造成会计师事务所出具了有保留意见的审计结论。联合资信也关注到原粮收购资金需求量大、公司社会负担重、盈利能力弱、债务负担重等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

随着国家产业政策支持不断深化,粮食进出口自营业务的开展,农产品深加工等业务的不断完善,公司整体经营状况将有所好转,盈利能力将得到改善。

综合评估,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA,“17 北大荒 CP001”、“18 北大荒 CP001”信用等级为 A-1,“15 北大荒 MTN001”、“15 北大荒 MTN002”、“16 北大荒 MTN001”、“16 北大荒 MTN002”、“17 北大荒 MTN001”、“17 北大荒 MTN002”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

分析师

刘哲 刘然

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

优势

1. 农业是国民经济的基础产业, 国家对农业高度重视, 为公司发展提供了较多政策支持。
2. 公司拥有优质的土地资源, 农业自然环境优越, 生产规模大, 机械化作业程度高, 公司垦区是中国最大的商品粮生产基地之一, 具有农业种植、农产品加工及销售的完整产业链。
3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期债务的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内, 公司工业和商业等业务多处于微利或亏损状态, 同时社会负担重, 削弱了公司整体盈利能力。
2. 公司以短期债务为主, 债务负担重, 短期偿债压力大。
3. 公司下属子公司众多, 管控水平有待提高。跟踪期内, 公司 2017 年审计报告被出具了有保留意见的审计结论, 系 2017 年子公司商贸集团未对破产清算的高峰糖业预付账款及其他应收款计提坏账准备所致。
4. 跟踪期内, 公司对外担保金额大, 存在一定或有负债风险。
5. 跟踪期内, 公司其他应收款及预付账款规模大, 对公司资金形成占用, 且部分其他应收款及预付款项存在回收风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由黑龙江北大荒农垦集团总公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

黑龙江北大荒农垦集团总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于黑龙江北大荒农垦集团总公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本概况

黑龙江北大荒农垦集团总公司（以下简称“北大荒集团”或“公司”）前身为始建于1947年的黑龙江省农垦总局，1998年8月，农业部以农（垦国字）[1998]44号文《关于将黑龙江省农垦总局资产划拨到黑龙江北大荒农垦集团公司的批复》，批准授权公司统一经营黑龙江省农垦总局所持的各类国有资产。公司是以垦区国有农场、国有及国有控股企业为主体，吸收部分参股企业和协作企业所构建的大型农业企业联合体，企业性质为全民所有制，集团成员企业按产权联结关系和协作关系分为母公司、子公司、参股公司和协作成员，其中子公司北大荒农业股份有限公司（以下简称“北大荒农业股份”）（600598）于2002年在上海证券交易所上市，公司持股64.14%（无质押）。截至2018年3月底，公司实收资本102.15亿元。公司实际控制人为中华人民共和国农业部。

截至2018年3月底，公司内设综合工作部、发展战略部、资产经营部、财务管理部、经贸合作部、项目开发部、审计部、董事会工作部、金融投资部等10个部门，拥有9个农垦分局，农牧场105个，26家直属子公司。

公司业务范围涵盖种子生产经营、农业种植、养殖、农副产品加工、食品药品制造、建筑业、房地产开发，以及贸易业、物流业、金融等服务业。

截至2017年底，公司（合并）资产总额1916.00亿元，所有者权益409.12（含少数股

东权益72.70亿元）亿元，2017年公司实现营业总收入1082.32亿元，利润总额5.16亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额1958.25亿元，所有者权益410.21亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年1~3月公司实现营业总收入166.55亿元，利润总额1.68亿元。

公司注册地址：黑龙江省哈尔滨市香坊区红旗大街175号；法定代表人：王守聪。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，公司存续期债券共计120.00亿元，募集资金已全部按其用途使用完毕，跟踪期内，上述债券均已按时足额付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 北大荒 MTN001	15	15	2015/11/17	2018/11/17
*15 北大荒 MTN002	15	15	2015/11/25	2018/11/25
16 北大荒 MTN001	20	20	2016/3/11	2019/3/11
*16 北大荒 MTN002	20	20	2016/10/24	2019/10/24
*17 北大荒 MTN001	15	15	2017/5/26	2020/5/26
17 北大荒 MTN002	15	15	2017/8/9	2020/8/9
17 北大荒 CP001	10	10	2017/7/26	2018/7/26
18 北大荒 CP001	10	10	2018/1/15	2019/1/15

资料来源：

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步

显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI)有所回落，工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业 PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI)均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较 2016 年有所上升，财政赤字(3.1 万亿元)较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业

利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%)较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资(不含农户)63.2 万亿元，同比增长 7.2%(实际增长 1.3%)，增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资(38.2 万亿元)同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、

大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企改革、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居

民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 区域经济环境

黑龙江省是中国最东北的省份，面积为45万多平方公里，约占全国总面积的4.7%。2017年黑龙江地区生产总值实现15386.09亿元，排名全国第21位，GDP增速6.1%，排名全国第29位。

公司地处黑龙江三江平原，地势平坦（自然坡降在1/1000~1/7000），是世界三大黑土带之一，土壤条件良好，有机质含量在4%左右。公司所在区域主要河流有黑龙江、松花江和乌苏里江，支流有挠力河、七虎林河、水库，湖泊有蛤蟆通、青山、青河三座大中型水库以及兴凯湖等。地下水储量十分丰富，含水层厚度为30~200米，埋深在30~40米，非常有利于灌溉农作物。当地年平均气温在1.8至3.2℃之间，最高气温在7月份，日平均温度为25.3~27.4℃，无霜期在120~145天，年有效积温为2400~2550℃，太阳辐射每平方厘米为110~120千卡。日照4至9月为1500~1700小时，有利于一年一季的农作物生长发育和优质农产品生产。

2. 粮食产业

（1）中国粮食产销状况

农业是中国国民经济的基础，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国，粮食问题关系到国计民生和社会稳定。在中国，粮食是战略物资。

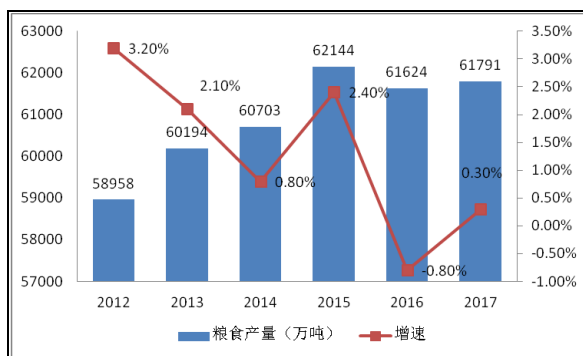
粮食再度增产，农业种植结构调整优化

2004~2015年，中国粮食产量实现连续十一年增产，2008~2016年，粮食产量连续7年稳定在5亿吨以上，主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等因素影响。2016年中国粮食总产量61623.9万吨，比上年减少520.10万吨，减产0.8%。2017年，全国粮食总产量61791万吨，比2016年增加166万吨，增长0.3%。从三大粮食品种看，2017年全国稻谷产量20856万吨，增产0.7%；小麦产量12977万吨，增产0.7%；玉米产量21589万吨，减产1.7%。另外，全年棉花产量549万吨，比上年增产3.5%；油料产量3732万吨，增产2.8%。糖料产量12556万吨，增产1.7%；茶叶产量255万吨，增产6.0%。

2017年，中国大豆种植面积延续2016年以来的回升态势。由于国家政策引导农户减少玉米种植面积，提倡粮豆轮作，加之春播前玉米市场价格同比下跌，使得大豆种植面积同比明显增加；由于2017年国产大豆播种及生长期天气理想，单产也同比上升。综合导致2017年国产豆整体供应大幅度增加。

总体看，全年粮食产量在高产作物大幅调减等情况下，依然实现小幅增产，取得历史上第二个高产年，尤其是库存较多的玉米产量继续调减，市场缺口较大的大豆及小品种继续增加，农业供给侧结构性改革取得积极成效。

图1 2012~2017年中国粮食总产量
(单位：万吨)



数据来源：国家统计局

从粮食产销区域看，中国粮食作物主要生长在北方，产销两区市场割裂问题较为严重，加之粮食具有季节生产性，存在粮食周期性需求的矛盾，因此粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。

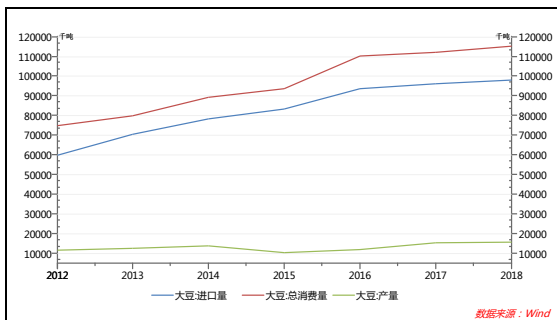
由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

粮食进出口逆差扩大，对外依存度增加

从粮食进口情况看，大豆是目前中国进口量最大的粮油作物，超过80%的比例从国际市场进口。除大豆外，其他品种如小麦、玉米、稻谷等进口量不大，对国内粮食构成的价格压力也较小。

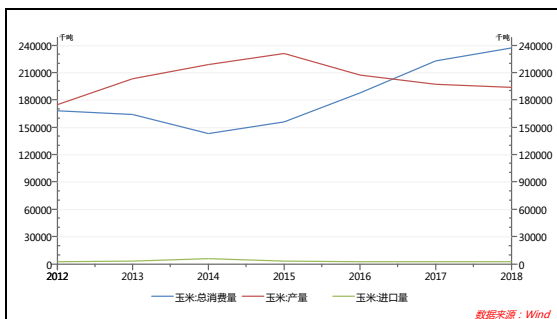
2017年，中国粮油进口全面增加。海关数据显示，全年谷物和谷物粉累计进口2559万吨，较2016年增长16.4%，谷物进口量仍是仅次于2015年的第二高位；全年大豆进口量达到9554万吨，同比增长13.9%，创历史最高纪录；全年食用油进口量为580万吨，同比提高4.4%。谷物进口量同比增加主要系国内玉米价格触底回升，国内外玉米及其替代品价差扩大，导致大麦进口同比猛增。2017年饲用谷物品种中，大麦进口量同比增长77.1%，玉米和高粱分别下降10.8%和23.9%；而小麦进口量同比增长27.3%，稻米增长13%，虽然上述品种内外价差有所缩小，但贸易商进口利润空间仍较大。

图2 2012~2018年国内大豆需求与进口量
(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

图3 2012~2018年国内玉米需求与进口量
(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

根据国家粮油信息中心发布的2月份食用谷物市场供需状况月报,预计2017/18年度²全国小麦供求结余量为2106.8万吨,较上年度增加68.1万吨,增幅3.3%。预计2017/18年度³全国稻谷结余量为2596万吨,较上年度略减16万吨。由于玉米产量连续第二年下降,消费需求继续增加,2017/18年度⁴中国玉米市场结余量近7年首次转负,当年供需缺口为2561万吨,比上年度减少2607万吨。

2018年,在中国口粮品种最低收购价全面下调的影响下,国内稻谷和小麦可能会出现一定程度的去库存,但由于拍卖稻谷和小麦品质较差,可能主要用于饲用谷物市场。2018年,小麦和稻谷进口价差依然存在,且国内外品种差异导致的调剂需求维持刚性,预计国内企业仍将继续加大进口力度。中国

²小麦市场年度为当年6月至次年5月。

³稻谷市场年度为当年10月至次年9月。

⁴玉米市场年度为当年10月至次年9月。

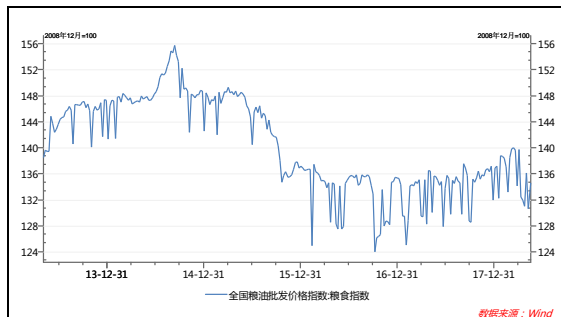
居民食品消费结构中,肉禽蛋奶和食用植物油的需求将继续增长,大豆、油菜籽等进口将维持较高的增速,油脂进口可能进一步增加。临储政策取消导致国内玉米价格与国际市场接轨,玉米种植面积增减以及去库存程度,将在很大程度上决定玉米及其替代品进口的增减。

全球粮价同比上涨,国内主要粮食品种价格走势分化

根据联合国粮农组织公布的最新粮食价格指数,2017年全球粮食价格指数平均值为174.6点,同比上涨8.2%,为2014年以来的最高年度平均值。国际小麦价格出现走弱态势,玉米和大米价格则表现坚挺。从国内粮食价格来看,2017年粮食价格涨幅较2016年小幅回升,但与2010~2011年两位数的涨幅相比,2012~2017年粮食价格涨幅均在5%以内,其中2016~2017年粮食价格涨幅均小于2%。从2017年粮食价格指数的月度走势来看,基本维持在1.2%~1.7%的窄幅区间震荡,全年走势呈现头尾低、中间高的格局。在分类指数中,粮价波动较小,粮食价格在CPI中依然起着“稳定器”和“压舱石”的作用。2017年全国主要粮油批发市场主要粮食品种的年度个体价格指数走势分化,除白小麦、早籼米和晚籼米价格指数同比上涨外,其他粮食品种价格指数均有不同程度的下跌,其中黄玉米价格跌幅居前,粳米和大豆价格小幅下跌。受玉米临时收储政策取消的影响,2017年国内玉米价格继续下跌,但跌幅较前两年已经明显收窄;受面积和单产同比大幅增加的影响,2017年国内大豆产量同比增幅明显,大豆目标价格补贴政策改为实行市场化收购加补贴机制,价格由市场决定,供应大幅增加导致国内大豆价格指数承压下跌。2017年小麦、晚籼米、早籼米和粳米价格指数继续受到最低收购价底价的有力支撑。受供需偏紧和政策收储量维持高位的综合影响,2017年小麦价格涨幅居首;国内大米市

场表现坚挺，价格走势分化，涨跌幅度均不大，早籼米、晚籼米价格小幅上涨，而粳米价格小幅下跌。

图 4 2013~2018 年国内粮食指数走势



数据来源：Wind 资讯

(2) 国内粮食政策

中国作为粮食生产和消费大国，粮食生产和粮食市场的稳定至关重要。国家粮食政策主要涉及粮食生产方面和粮食流通两个方面。

多年来，中国一直重视粮食安全工作，通过增加农资补贴、增加收储量及提高最低收购价格等措施，带动农民粮食生产的积极性，保障粮食供应稳定。然而，面对目前国内粮食品种阶段性供过于求和供给不足并存的局面，说明中国粮食领域的主要矛盾已经由总量矛盾转变为结构性矛盾，矛盾的主要方面在供给侧。

2016 年 7 月，国家粮食局发布《关于加快推进粮食行业供给侧结构性改革的指导意见》。2017 年 2 月，中央继续出台第 14 个涉农一号文件，《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》，以增加农民收入、保障有效供给为主要目标，以提高农业供给质量为主攻方向。

2018 年 2 月，根据全国粮食流通工作会议关于突出“六项重点”和强化“六个支撑”的部署要求，国家粮食局研究制定了《2018 年粮食流通工作要点》，以供给侧结构性改革为主线，“六项重点”为粮食收储制度改革、库存消化、粮食流通监管、粮食宏观调控、

粮食产业经济、优质粮食工程；“六个支撑”为粮食安全省长责任制考核、粮食安全保障立法、科技兴粮和人才兴粮、国家粮食电子交易平台体系建设、行业信息化建设、粮食流通设施现代化。

玉米收储制度改革是中国粮食供给侧结构性改革的“先手棋”。2016 年，中国取消玉米临储政策，实行“市场化收购加补贴”的新机制，鼓励多元主体入市收购。2017 年，玉米的总体价格回归到相对合理的水平，地区间、品种间、品质间的合理价差也开始形成，价格信号开始发挥作用，促使农民自发调整种植结构。东北玉米由“就地储”变成“全国销”，南北粮食流通市场活跃。随着玉米价格随行就市，深加工企业成本降低，产业上下游价格关系逐渐理顺，企业开工率持续回升。收储制度改革后，国内外玉米价差大幅缩小，东北玉米运抵南方港口与进口玉米完税价基本持平，进口玉米价格优势不再，玉米进口明显减少。2017 年政策性粮食库存消化 1690 亿斤，是 2016 年的 1.37 倍；政策性玉米库存比历史最高点下降 28%。

(3) 行业关注

市场不健全

随着粮食价格、经营和市场的逐步开放，以批发市场为中心，以收购市场和零售市场为两翼的粮食流通市场体系不断完善。但由于设施落后，运行机制不配套的问题，难以发挥沟通产销、引导供求、搞活流通的作用，多数批发市场是有场无市，大部分粮食还是场外交易，期货市场尚未对生产者、经营者起到套期保值、规避风险和发现价格的作用，炒作性大；市场机制难以有效发挥导向作用，市场法规建设滞后，导致市场管理规范化水平不高，在实际管理中无法做到有法可依、执法必严，无序的粮食市场给粮食流通领域带来了混乱；分散的生产者与规范的交易市场之间的固有矛盾没有解决；市场价格由于流通体系不健全，出现供求脱节现象。

粮食专业物流滞后

中国粮食主产区和主销区的矛盾决定了中国“北粮南运”、“东粮西运”的态势明显。对于粮食贸易企业而言，粮食运输是粮食贸易中的重要环节。目前，粮食从生产区运到销售区的流通费用占粮食销售价格的 30%~35%。粮食专业物流作为粮食生产和粮食流通的不可缺少的重要内容，在中国粮食流通业能否在市场上进行有效的竞争上起着重要作用。而现在有诸多因素制约着粮食专业物流的科学运作和发展：①认识上的片面性；②技术问题；③硬件设施落后；④宏观调控缺乏力度；⑤人才缺乏。

骨干型、规模型、专业化的粮食现代物流企业是以运输合理化，仓储标准化，装卸机械化，加工配送一体化，信息管理网络化为标志的功能齐全的现代粮食物流管理系统。现代物流业主要通过为客户提供增值服务中获得利润，高效优质的服务理念应贯穿于物流全过程，粮食物流要以传统粮食仓储业务流程管理为导向，从功能管理、产品管理、存货管理中挣脱出来，转变为以服务为导向，重视物流过程管理、客户管理和信息管理，实现物流流程的重组，组织结构的改革。而这些正是中国粮食流通企业所缺乏的。

中美贸易摩擦对中国粮食进出口贸易影响重大

近年来，中美在贸易领域的摩擦日益频繁。2016年9月13日，美国向世界贸易组织提起诉讼，指责中国向本国大米、小麦和玉米种植者提供非法补贴。中国商务部在2016年9月23日发布声明表示，在经过反倾销调查后，中国初步裁定原产于美国的进口干玉米酒糟（简称DDGS）存在倾销，对中国国内行业造成损害，将对美国几家公司的DDGS征收33.8%的反倾销关税，并且立即生效。2017年8月，美国贸易代表办公室（USTR）称，小麦、大米、玉米的全球价格低于中国

国内价格，但中国没有完全使用关税配额；这令美国及其他国家的出口谷物获得的中国市场准入有限。向世贸组织申请成立一个小组，调查中国针对大米、小麦、玉米关税配额的使用。2018年4月4日上午，美国政府发布了加征关税的商品清单，拟对中国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。4月4日下午，国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对中国的商品加征关税实施情况，另行公布。美国大豆期货指数瞬间下跌3.3%。美国其他农产品期货全线大跌，美国玉米跌3%、小麦跌1.7%、豆油跌1.8%、豆粕跌2.9%。

美国是全球最大的谷物出口国。2016年，中国是美国农产品第二大出口市场，占美国农产品出口的15%。中国海关数据显示，2017年中国前三大的大豆进口国分别为巴西、美国 and 阿根廷，进口量分别为5093万吨、3285万吨、658万吨。美国的大豆对中国而言并非不可替代，且随着日益增长的大豆需求量，中国的粮食进出口企业也增强了与南美洲大豆出口国的合作。美国大豆的出口量占产量一半以上，其中六成出口到中国。每年4~7月，南美大豆将批量上市并供应中国市场，因此，中美之间的贸易摩擦或短期推高大豆进口成本，但对长期进口大豆进口供应影响有限。受中美贸易摩擦的影响，海关总署公布的最新数据显示，3月中国进口美国大豆数量同比锐减27%，巴西大豆进口量则增加三分之一。2018年5月19日，中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差。双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口。

（4）未来发展

根据2016年10月国家发展改革委、国家粮食局印发的《粮食行业“十三五”发展规划纲要》，“十三五”时期，粮食行业的主

要发展目标是：粮食宏观调控能力显著增强；粮情预警和应急保障能力明显提升；粮食产业经济活力全面释放；粮食仓储物流能力不断优化；粮食流通现代化水平稳步提高；粮食质量安全保障能力持续加强；粮食行业治理能力显著增强。

3. 食品工业

食品工业是中国国民经济的重要支柱产业，也是关系国计民生及关联农业、工业、流通等领域的大产业，细分包括食品制造业、饮料制造业、烟草加工业、饲料工业。

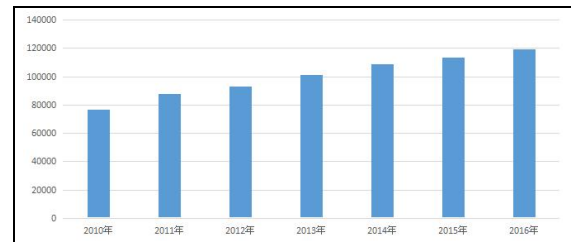
目前，中国食品工业以农副食品原料的初加工为主，精细加工的程度比较低，处于成长期。食品行业为完全竞争行业，集中度较低，中小企业比例高，技术水平低，同质化严重，价格竞争激烈，利润空间狭小，随着行业整合及行业成熟度的提高，行业利润向大企业迅速集中，行业龙头企业将担当起行业资源整合的重任。

2016年，食品工业完成工业增加值占全国工业增加值的比重为11.9%，对全国增长贡献率6.6%，拉动了全国工业增长0.4个百分点。在三大细分行业领域，农副食品加工业增长6.1%，食品制造业增长8.8%，酒、饮料、精制茶制造业增幅比2015年同期均有所回升。2016年，41494家规模以上食品工业企业主营业务收入实现11.1万亿元，同比增长6.5%，高出中国全部工业1.6个百分点，增幅比2015年同期扩大2个百分点；食品工业实现利润总额7247.8亿元，同比增长6.1%。

2017年，全国规模以上食品工业企业（不含烟草）累计完成主营业务收入105204.5亿元，同比增长6.6%；实现利润总额7015.6亿元，同比增长8.5%；亏损企业亏损总额327.7亿元，同比增长1.8%；资产合计67318.1亿元，同比增长5.6%；存货9504.2亿元，同比增长8.1%（其中产成品存货3806.0亿元，同比增长4.6%）。2017年，农副食品加工业、食品制造

业及酒、饮料和精制茶制造业完成工业增加值（现价）占全国工业增加值的比重分别为4.4%、2.1%和2.0%，同比分别增长6.8%、9.1%和9.1%。

图5 2010~2016年规模以上食品工业企业主营业务收入（单位：亿元）



数据来源：《2016-2017年度中国食品工业发展报告》

从行业主营业务和利润构成情况来看，由于农副食品加工大宗、规模化、高效率的行业特征，农副食品加工业在主营业务和利润总额两方面占据主导地位，2016年分别占整个食品工业主营业务收入和利润的62.1%和47.2%，食品制造业及酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入分别占整个食品工业主营业务收入的21.3%和16.6%，利润总额分别占整个食品工业利润的27.6%和25.2%。

近几年，中国食品工业产品结构调整取得较大进展。各类食品在质量、件次、品种、功能以及包装等方面已基本满足不同消费层次的需求。如全精炼油产量已占油脂总产量的30%左右；粮食加工中，特二级以上精度的小麦粉已占面粉总产量的70%左右。名优产品得到较快发展，产品质量稳定，产量不断增加，产品市场覆盖面扩大。

食品工业企业科技研发投入持续增长，2016年规模以上食品工业企业研发经费达到524.61亿元，是2014年的139.4%。大中型企业成为食品工业研发活动的主要力量。企业研发活动产出效益明显。2016年，规模以上食品工业企业新产品销售收入达到784.32亿元，占全国工业的4.5%，年度发明专利申请数量突破万件。高新技术在食品工业中得到较好应用。大中型企业技术装备水平有了较大提高，如生物工程技术、超高温杀菌、冷冻速

冻、超临界萃取、膜分离、分子蒸馏等一大批高新技术在食品行业得到了推广应用，有力地促进了食品工业生产水平的提高和产品的更新换代，中国食品机械设备制造水平正在逐步适应食品工业的发展和技术改造的要求。

目前，中国食品产业链各环节的发展水平不均衡，产业链上游整体处于小规模化、分散化、粗放式的生产方式；产业链中游的发展水平和加工能力基本与国际上同业先进水平保持同步，但存在产能过剩现象；产业链下游食品物流特别是冷链物流发展水平远远滞后于食品产业发展需要。未来，食品产业发展仍需产业链规模化整合与均衡性发展，产业链一体化成为行业发展的趋势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司出资人为黑龙江省农垦总局，实际控制人为中华人民共和国农业部。

2. 企业规模及竞争力

规模及品牌优势

公司的前身黑龙江农垦系统是中国中央级直属四大垦区之一，下属单位分布在黑龙江省 12 个地市、74 个县市区，垦区总人口 167.3 万人，土地总面积 5.62 万平方公里，横跨小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区，占黑龙江省土地总面积的 12%，人均占有耕地面积 20 亩。目前，公司拥有 9 个分公司，拥有耕地近 4000 万亩，耕地面积相当于其他三家垦区耕地面积总和的 1.4 倍，是国家重点建设的商品粮基地和农产品加工基地。垦区粮食生产从业人员人均经营耕地 100 余亩、平均生产粮食 6.5 万斤，生产能力达到了中等发达国家水平。

公司拥有国家级和省级龙头企业 19 家，

九三粮油、完达山乳业、米业公司等龙头企业的生产能力居国内同行前列，先后培育了“北大荒”、“完达山”、“九三”、“丰缘”等一批中国驰名商标，大豆异黄酮、维生素 E、乳珍、冻干粉针等 20 多项产品的核心技术在国内领先。

经过多年发展，公司已成为中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地和农业生产、贸易龙头企业，形成以农业生产为核心的完整产业链，在农业生产规模、土地资源、机械化作业和专业化程度等方面具有明显的竞争优势。

农作物种植环境优越

公司自然资源丰富，生态环境优良，地处世界三大黑土带之一，土质肥沃，有机质含量平均在 3-5%，是无公害食品、绿色食品、有机食品的理想生产地。垦区现已建成国家级生态示范区 4 个、省级生态示范区 2 个，国家级、省级自然保护区 17 个，受保护地区面积比例达 12.3%。累计治理水土流失面积达 405 万亩，水土流失治理率达 45.5%，治理沙化土壤 19 万亩，盐渍化土壤 19 万亩，森林覆盖率达 15.3%。2003 年，进行安全农产品认证 198 个，安全农产品生产基地认定 17 个。公司建立了国家级的绿色食品基地 4 个，占全省的 47.6%，同比增长 29.9%，绿色食品面积扩大到 650 万亩，其中绿色食品基地检测面积 400 万亩。公司农作物种植区域内无工业污染源，空气清新、水质优良，土壤中无任何金属污染，是全国少有的绿色、有机食品生产地。中国已将三江平原列为湿地保护地，禁止再开垦荒地，保证了三江平原免受环境污染，持续作为绿色有机食品生产基地。未来随着人民生活水平的不断提高，消费者更倾向于购买安全健康环保的绿色食品，公司产品在市场中的竞争优势将更加突出。

机械化作业率高

公司农业生产种植规模大，种植区域地广人稀，土地集中连片，非常适宜进行机械

化耕种。垦区农业机械装备先进，粮食生产的机械化程度高，农业机械化率达 97.8%，基本实现了粮食生产全过程机械化。晒场、烘干塔、水利建筑等农业基础设施完备，抗灾保障能力强。

农业服务体系健全

作为国家农业产业化的标志性企业，公司在水稻、大豆、小麦等农作物大面积开发种植方面积累了丰富的经验，形成了一整套农作物高产栽培技术和抵御自然灾害的有效措施及管理经验。公司拥有技术管理与指导、科技研发与推广等完善的技术服务推广体系。技术管理与指导以公司农业生产部为主体，形成了公司本部、分公司、管理区、作业站“四级”网络；科技研发与推广以“三站一室”，即气象站、植保站、试验站和土壤化验室为主体，以有关科研院所、大专院校为依托，全面开展农业气象、生物灾害预警防控综合服务，重点实施优新品种引进筛选、重大生产课题科研攻关、主推技术示范、核心技术成熟化、技术创新以及科技培训。

农业生产组织化程度较高，农业生产辐射示范周边农村。围绕粮食生产形成了农业产前、产中、产后服务网络体系，公司建立了健全的良好繁育供应、技术指导、农机服务、加工、营销和质量安全检验检测等社会化服务保障体系。公司具有粮食食品加工、农业机械化、规模化经营、种子加工、农业科研、社会化服务等诸多辐射优势。

公司农业科技转化率和农业从业人员素质较高，形成了农业科研院所、部级检验中心、农业技术推广中心、基层农业技术推广站、专业育种单位、品种试验网点等较完整的粮食生产科研、开发和推广体系。农业科技进步贡献率达 67%，比全国平均水平高出 25 个百分点，粮食作物良种化率达到 98.5%。垦区在良种繁育、模式化栽培、病虫害防治、农业航化作业等新技术应用上和实行保护性耕作方面居国内领先水平。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动，在管理制度、治理结构等方面无其他重大变动。

公司董事长王守聪先生，1964 年出生，中共党员，毕业于南京农业大学，本科学士学位，现任黑龙江省农垦总局党委书记，黑龙江北大荒集团董事长。曾任农业部农业出版社科普编辑室编辑，农业部农业出版社科普编辑室副主任，四川省黔江地区农业科副科长，农业部农业出版社生活图书编辑室主任，农业部农业司调研员，农业部农业司花卉处处长，农业部种植业管理司经济作物处处长，农业部种植业管理司副巡视员，农业部种植业管理副司长，农业部农村社会事业发展中心书记、主任，中央农业广播电视学校常务副校长，农业部农垦局局长，2017.11~至今任黑龙江省农垦总局党委书记、北大荒农垦集团总公司董事长、第十三届全国人民代表大会代表。

公司总经理徐学阳先生，中共党员，1984 年 7 月参加工作，研究生学历、硕士学位、高级工程师职称，现任公司董事。历任大庆市纪委调研室副主任、主任、大庆市纪委监委、秘书长、大庆市纪委副书记、肇源县委书记。现任公司董事、黑龙江省农垦总局党委委员、副局长。

八、重大事项

1. 2017 年审计报告出具保留意见的审计结论

苏州市吴江区人民法院于 2017 年 7 月 26 日受理苏州高峰糖业有限公司（以下简称“高峰糖业”）破产清算案件。截至 2017 年底，北大荒集团子公司商贸集团对苏州高峰糖业有限公司其他应收款账面余额 4.28 亿元（全部为担保代偿），预付账款账面余额 13.82 亿元（包含预付采购款 1.30 亿元、担保代偿 4.16 亿元及

借款8.36亿元), 合计18.10亿元, 未计提坏账准备。由于无法实施函证及其他满意的审计程序, 以获取充分、适当的审计证据, 无法判断上述款项可收回金额及坏账准备计提合理性, 瑞华会计师事务所对公司2017年审计报告出具保留意见的审计结论。

2013年7月, 农垦总局选定高峰糖业等10家玉米深加工企业进行合作并购, 加速推进玉米深加工产业; 2014年7月, 农垦总局交于商贸集团运作玉米产业项目; 2014年底, 商贸集团为保证下一步并购后高峰糖业在银行有良好的信誉, 企业征信无不良记录等, 先行向高峰糖业投入资金8.36亿元, 供高峰糖业偿还银行借款, 并与银行签订担保合同共计9.15亿元(无抵质押借款及担保)。但高峰糖业偿还银行贷款后, 银行未再次授予高峰糖业授信额度, 致使高峰糖业资金链断裂; 2015年3月, 商贸集团落实农垦总局精神, 不再对高峰糖业提供保证及借款; 高峰糖业于2015年11月停产, 公司承担担保合同义务代偿资金共计8.44亿元, 截至2016年底, 担保义务全部解除; 2017年7月法院裁定高峰糖业受理破产清算。商贸集团负责人因受贿罪等, 被判有期徒刑十年。

目前, 高峰糖业涉及公司预付款项及其他应收款共计18.10亿元, 由于债权不存在抵押物, 如计提坏账将对公司利润产生较大影响。

2. 粮食集团不再纳入合并范围

粮食集团原是公司全资子公司, 现有黑龙江农垦建三江粮库有限责任公司等11个全资子公司、13个控股子公司、21个分公司, 共计45余个粮食收储单位, 遍布东北三省及环渤海经济圈。

粮食集团占地429.64万平方米, 有标准仓容234.14万吨、罩棚65.6万吨、地坪86.04万平方米, 铁路专用线16553万延长米及3个年中转能力超百万吨的物流园区, 粮食仓

储能力达402.74万吨。2017年, 粮食集团营业收入192.48亿元, 以玉米和水稻销售为主, 二者合计占比66.15%。粮食集团以国家保护价作为定价依据, 结算方式94.5%为现金, 5.5%为银行承兑汇票。其中, 结算方式94.5%为现金主要因为粮食集团的粮食收储都是从每家农户手中购买, 必须采取现金支付。

2017年2月, 粮食集团实行混改, 不再纳入公司合并范围, 新股东方和润集团有限公司和宁波粮食有限公司合计增资3.12亿元, 目前资本金均已实缴。混改完成后, 粮食集团注册资本由2亿元增至5亿元, 公司和润集团有限公司和宁波粮食有限公司分别持股40%、35%和25%, 粮食集团变更为合营企业。截至2017年底, 粮食集团总资产139.96亿元、权益14.00亿元; 2017年, 实现营业收入192.48亿元、净利润5101.76万元。

九、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事水稻、大豆、玉米、麦类、马铃薯、蔬菜等粮食作物的种植、培育、加工和销售, 农资产品(化肥、种子、农机、柴油)的生产或销售, 粮油、豆粕、大米、麦芽、乳制品等农副产品的加工、贸易, 形成了农、工、贸、商一体化产业链。公司收入构成中, 农业板块主要是农产品销售和土地承包费收入; 工业板块主要是农副产品加工和食品工业; 商业板块主要是粮食贸易和农资产品(成品油、种子、化肥、农机)销售。

跟踪期内, 公司主营业务规模有所下滑, 2017年实现主营业务收入1030.32亿元, 同比下降10.85%。从收入构成看, 农、工、商三大板块是公司核心业务, 2017年分别占主营业务收入的12.31%、46.99%和36.22%。2017农产品销售收入大幅下滑, 实现收入

7.70 亿元，主要系粮食集团于 2017 年 2 月不再纳入合并范围所致；家庭农场承包收入 119.12 亿元，同比变化不大；公司工业板块收入保持稳定；商业板块收入同比下降 19.20%，主要系粮食集团于 2017 年 2 月不再纳入合并范围所致所致。

2017 年，公司综合毛利率小幅增长至 16.95%。其中，工业板块毛利率略有增长，2017 年为 6.36%，主要系成本下降所致；建筑业毛利率有所下降主要是建筑成本不断上

涨所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 164.70 亿元，同比下降 21.71%，毛利率为 23.98%，较 2017 年底增加 7.03 个百分点。其中家庭农场承包费收入同比增长 99.74% 至 23.85 亿元，主要系各农场确认收入口径问题；商业板块同比下降 51.88% 至 53.32 亿元，毛利率上升至 11.23%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致。

表 2 公司主营业务收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务分类	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月			2017 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
农产品销售收入	50.15	4.34	7.27	7.70	0.75	7.27	2.18	1.32	27.52	3.45	1.64	23.19
家庭农场承包费收入	116.19	10.05	100.00	119.12	11.56	100.00	23.85	14.48	100.00	11.94	5.68	100
工业	483.36	41.82	5.36	484.10	46.99	6.36	81.93	49.74	9.70	81.73	38.85	8.22
商业	461.88	39.96	5.60	373.19	36.22	5.49	53.32	32.37	11.23	110.8	52.67	5.79
建筑业	37.11	3.21	7.14	39.84	3.87	5.27	2.42	1.47	33.88	1.47	0.7	32.65
服务业	7.02	0.61	30.87	6.37	0.62	25.90	1.00	0.61	29.00	0.97	0.46	25.77
合计	1155.71	100.00	15.27	1030.32	100.00	16.95	164.70	100	23.98	210.36	100	12.64

资料来源：公司提供

2. 农业板块

(1) 土地承包费收入

土地承包费受宏观经济影响小，是公司稳定的收入和利润来源。公司通过“公司+农场+农场职工”的模式，以企业为龙头，以农场为纽带，把土地承包给下属农场职工种植，收取土地承包费。土地承包收取的模式为：公司按照“全费自理、自主经营、自负盈亏”的方针，一般每 3-5 年与农场职工签订《农业生产承包协议》，将土地承包给家庭农场（农场职工）经营，收取土地承包费。农场职工根据自身情况向农场申请承包土地数量，种植品种在年初由公司决定，农产品销售对象由农场职工自主选择。土地承包费一年一定，每年收取的具体标准主要依据影响利润形成的农作物产值、生产成本的各因素和土地生产设施（包括农作物产量、耕地质量差异、农田水利设施、生产资料价格、粮食

市场价格及走势）进行综合分析测算，在上一年承包费的基数上作适当调整。

2017 年，公司共完成总播种面积 418.5 万亩。公司土地平均承包费为 276 元/亩。

农场职工所承包的土地每年种植品种由公司决定。由于不同作物对土壤中的养分具有不同的吸收利用能力，采取轮作方式有利于土壤中的养分的均衡消耗，同时轮作还有利于减轻与作物伴生的病虫草害的危害，因此公司根据垦区土壤特点，实行“大豆-小麦-玉米”轮作，年初确定垦区内土地的种植品种。

(2) 农产品销售

公司原粮销售以水稻、大豆、玉米和麦类为主，蔬菜、杂粮为辅。现阶段公司农产品销售主要采用向农户集中收购、统一销售的经营模式。公司集中购销的粮食约占农户年总产量的 50%，其余部分由农户自行处理。

公司集中购销的主体为分公司下设的农场、粮食经销子公司等。

粮食收购价格方面，公司严格执行国家规定的粮食最低收购价格，并根据市场和企业情况略有上浮。在销售方式的选择上，公司农产品的销售渠道可划分为三大类，一是对各级储备粮库的销售，约占销售总量的40%；二是对各龙头加工企业的销售，约占销售总量的40%，三是其他渠道（包括各粮食批发市场等）约占销售总量的20%。

垦区主要农作物单产与国内平均水平相比具有较大的领先优势，代表中国农业生产的最高水平。公司农业生产种植规模大，种植区域地广人稀，土地集中连片，非常适宜

进行机械化耕种，农业机械装备水平在全国领先。近三年，公司不断加大农业现代化建设的投资，截至2017年底，黑龙江垦区有效灌溉面积达163.54万公顷，机电井8.97万眼。现有粮食处理中心431座，种子加工厂74个，金属粮仓2713座，水泥晒场3634万平方米，粮食仓储能力达到2277万吨。截至2017年底，公司拥有农用机械总动力1099.30万千瓦，农用大中型拖拉机8.45万台，机动水稻插秧机82717万台，联合收获机38426万台，农用飞机80架，农用飞机场68处，垦区航化作业面积145.30万公顷。公司利用现代的农业机械进行大规模的联合机械化耕作，并向农户收取相关费用。

表3 农产品产销情况（单位：万吨）

业务分类	2015年		2016年		2017年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
玉米	427	412	463	450	42	39
大豆	61	55	59	52	22	22
水稻	715	709	706	693	81	78
麦类	4	4	3	3	3	1
其他	6	6	5	5	4	2
合计	1213	1186	1236	1203	152	142

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司农产品板块的经营模式符合自身特点，规模化优势显著，土地承包费收入稳定。合并范围的变化使农业板块收入有所下降。

3. 工业板块

公司工业板块主营业务主要是农副产品加工业和食品工业，经营主体主要为九三粮油工业集团有限公司（以下简称“九三粮油”）、黑龙江省北大荒米业集团有限公司（以下简称“米业公司”）、北大荒农垦麦芽有限公司（以下简称“麦芽公司”）以及完达山乳业股份有限公司（以下简称“完达山乳业”）等。

九三粮油

公司大豆加工业务主要由九三粮油完成，九三粮油下设12个分公司，拥有绿色食品种植基地、大豆产品初加工基地和大豆产品精深加工基地。绿色食品基地盛产富含异黄酮、维生素E等多种人体必需营养素的非转基因优质大豆；初加工基地拥有大豆加工生产线，主要产品为豆粕、豆油和浓缩磷脂、豆油脂肪酸等；大豆产品深加工基地为九三粮油在哈尔滨市高新技术开发区引进的大豆产品深加工生产线，主要产品为天然维生素E原液、大豆异黄酮粉、粉末磷脂、植物甾醇、脂肪酸甲酯以及保健食品等。九三粮油主打产品非转基因大豆油被评为国家首批无污染、无公害“绿色食品”。

2017年，九三粮油实现营业收入391亿

元，同比下降 4.00%，净利润 1.66 亿元。其中豆油销售收入 87 亿元，豆粕销售收入 150 亿元；境内外贸易实现收入 146 亿元。跟踪期内，九三粮油产销情况较好，豆粕和豆油产销率保持在 95% 以上。2017 年豆油销售 148 万吨，平均售价 6616 元，吨油价格比上年增加 30 元；2017 年累计销售豆粕 550 万吨，平均售价 3055 元，吨粕售价比上年增加 75 元。

除农产品加工业务外，九三粮油还从事粮食贸易业务，2017 年九三粮油经营境内外

贸易大豆 0.4 万吨，实现收入 0.2 亿元；经营豆腐 1887 万盒，实现收入 0.29 亿元；经营豆浆粉 0.2 万吨，实现收入 0.21 亿元；销售磷脂、维 E 原液、各类胶囊等其他大豆深加工产品实现收入 0.79 亿元；经营玉米、水稻、绿豆等杂粮 0.65 万吨，实现收入 0.1 亿元，主要在黑龙江省内销售，占总销售额的 0.41%。九三粮油境外采购方主要为美国和巴西，境内大豆销售对象主要是个体及私营企业、小型贸易公司。

表 4 九三粮油主要产品产销情况（万吨、亿元）

	产量		销量		销售收入	
	豆油	豆粕	豆油	豆粕	豆油	豆粕
2015 年	145	570	141	569	81.00	141.00
2016 年	153	571	153	578	89.18	152.34
2017 年	152	551	148	550	87.44	149.90

资料来源：公司提供

表 5 九三粮油原料采购情况

（单位：万吨、元/吨）

采购情况	2015 年	2016 年	2017 年
采购量	752	617	762
其中：国产大豆	36	40	21
进口大豆	716	577	741
平均采购价格	2770	3412	3253

资料来源：公司提供

原材料采购方面，大豆占九三粮油生产成本的 95%，为采购的主要原材料。九三粮油每年大部分的大豆从国外进口，国内收购的大豆主要为垦区出产的非转基因大豆，相对于进口转基因大豆成本较高。2017 年，九三粮油累计采购大豆 762 万吨，其中：国内大豆 21 万吨，进口大豆 741 万吨，大豆以进口为主，平均采购价格 3253 元/吨，采购价格有所下降。九三粮油前五大供应商合计占比 59%，集中度高。

九三粮油产品以销售市场价格作为定价依

据，约 99% 以现金结算。

完达山乳业

完达山乳业下辖 24 家分、子公司，拥有年加工鲜奶能力 100 余万吨，可生产奶粉、液态奶、饮料、豆制品、米麦制品及保健食品等 11 大系列 220 个品种，销售网络遍及全国。2017 年，完达山乳业实现营业总收入 45.60 亿元，同比增长 8.44%，实现利润总额 2.62 亿元，同比下降了 14.29%，主要受粉类平均价格下降影响。

2017 年，完达山乳业液奶产品销量为 272980 万吨，同比下降 7.87%；粉类销量 45015 万吨，同比增长 35.49%。鲜奶收购情况看，2017 年完达山乳业累计收购鲜奶 394240 万吨，同比增长 3.22%，采购价格 3479 元/吨，同比上涨 0.99%。跟踪期内，完达山乳业粉类、液奶产能利用率较低。

表 6 完达山乳业产销状况（单位：吨）

产品		2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
粉类	产能	46800	46800	11700

	产量	37962	35471	7840
	销量	33224	45015	7129
	平均价格(万元/吨)	4.99	4.51	5.3
	销售额(万元)	165693	203040	44929
液奶	产能	569588	616986	154247
	产量	294778	274197	62589
	销量	296300	272980	70996
	平均价格(万元/吨)	0.55	0.61	0.57
	销售额(万元)	163829	167319	44557

资料来源：公司提供

在奶源管理上，完达山乳业直接与奶农签订牛奶收购合同，而非通过合作式奶站收奶。完达山乳业采用“集中机械榨乳、快速冷链运输”的管理模式，从源头上保证了奶源的安全。完达山乳业建立了奶源质量追溯制度，奶源追溯可直达饲料的管理，保证每个环节可控。

在生产管理上，为了在产品质量管理上与国际接轨，完达山乳业实施并通过了 ISO9001 质量管理体系认证，HACCP（危害分析及关键控制点）食品安全管理体系认证，引进 GMP 乳制品企业良好生产规范，导入“5S”现场管理等国际先进的管理方法，实行严格的可追溯体系。完达山乳业在设备上实现了自动化加工生产，包括自动配料、自动清洗等，对关键控制点及清洗、杀菌灯等关键参数进行授权管理，对设定的多维参数如供热、时间、物料变量等进行自动化全程监控。完达山乳业的生产线全部采用中央控制系统，组建国际第一条不规则软性液体小包装的后段机器人全自动包装生产线，使开箱、称重、筛包、装箱、喷箱、封箱等一系列操作全部实现自动化。机械手码垛及全自动智能仓储系统可自动完成箱码垛及自动出入库，有效控制产品出入库的时间、数量、品种等。对比只能进行一维调整的在线监测，完达山实现了自动化程度在国内最高。

在检测上，完达山乳业投资近 1.5 亿元建立了现代化乳品检测中心和各分、子公司检验室。在产品标准方面，制定了高于国家标准的企业内部标准，原料及产品均实施“三级检测”制度。在加工环节上，采取“原辅料——半成品——成品”检验制度，在加工过程中，每隔半小时要对工序上的产品做一次抽检；在产品发往市场前，采取“分厂——分公司——中心化验室”三级检验制度；在成品进入物流库后、发往市场前，中心实验室要对数十项指标进行检测，合格产品才可以进入市场。完达山乳业建立了完善的记录和标识与电子可追溯性程序，每一批产品都可以追溯到所使用的原料奶产地、原材料、使用量、原辅料供应商、生产时间、生产过程工艺参数、生产班次、班上作业人员、成品检验人员、放行人员、每批产品物流存储地点、物流发货去向，从而实现对产品质量与食品安全的全过程监控和全方位追踪问效。

品——成品”检验制度，在加工过程中，每隔半小时要对工序上的产品做一次抽检；在产品发往市场前，采取“分厂——分公司——中心化验室”三级检验制度；在成品进入物流库后、发往市场前，中心实验室要对数十项指标进行检测，合格产品才可以进入市场。完达山乳业建立了完善的记录和标识与电子可追溯性程序，每一批产品都可以追溯到所使用的原料奶产地、原材料、使用量、原辅料供应商、生产时间、生产过程工艺参数、生产班次、班上作业人员、成品检验人员、放行人员、每批产品物流存储地点、物流发货去向，从而实现对产品质量与食品安全的全过程监控和全方位追踪问效。

米业公司

米业公司主要从事大米的生产、深加工、销售业务，并根据市场情况进行大米原粮销售，其中大米深加工占公司农产品深加工的 80% 以上。

表 8 米业公司大米产销量情况

项目	产量(万吨)		销量(万吨)	
	大米	副产品	大米	副产品
2015 年	15.01	2.47	13.43	2.17
2016 年	12.42	1.57	13.35	1.76
2017 年	16.01	2.29	15.20	1.80

资料来源：公司提供

注：大米销量不包括直接销售的原粮。

米业公司现有 5 个分公司、11 家控股子公司、34 个制米厂，拥有国际领先制米生产线 60 多条，年加工稻谷能力为 300 万吨，是中国目前最大的米业生产企业和农业产业化重点龙头

企业，并通过了 ISO9001、ISO14001、ISO22000 质量环境和食品安全管理标准体系。公司生产的“北大荒”品牌系列大米成为绿色食品、有机食品中最具市场竞争力的品牌产品之一。米业公司生产所需的水稻和原粮主要从下属的农业分公司、北大荒集团下属的农场以及其他渠道采购。

米业公司在市场营销上积极进行分公司转型，力争销售渠道覆盖全国主要区域，先后在北京、成都、广州、西安、上海、哈尔滨、大连、郑州、江苏等地成立了分子公司。米业公司根据销售市场价格作为定价依据，货款约 5% 为现金结算，95% 为先款后货的结算方式。

由于米业公司管理不到位，亏损严重，2014 年公司对米业公司进行分拆，一分为三：一部分并入商贸集团、一部分并入下属农场、剩余保留在原木业公司下。未来米业公司将每年获得部分补贴支持，逐步化解危机。2017 年米业公司实现营业收入 14.93 亿元，实现利润总额 -2.14 亿元。

3. 商业板块

公司商业板块主要是粮食物流和农资相关产品销售，如成品油、种子、化肥、农机的销售，主要经营单位为黑龙江农垦北大荒商贸集团有限责任公司（以下简称“商贸集团”，持股比例 100%）、黑龙江北大荒种业集团有限公司（以下简称“种业集团”）和北大荒粮食集团（以下简称“粮食集团”）。

商贸集团

商贸集团主要从事包括成品油销售、燃料油、农业生产资料（主要是化肥）销售、农产品销售、有机绿色食品连锁经营等业务。商贸集团在全国建立了黑龙江肇东、河北秦皇岛、四川德阳、广东中山、浙江宁波等五大物流中心，依托垦区内 15 个物流节点、物流公共信息平台 and 物流管理信息平台，为公司成品油、农资、农业机械、粮食、以及农副产品及农副加工产品流通提供了辐射全国的一体化物流服

务。2017 年商贸集团公司实现营业总收入 350.43 亿元，同比下降 10.30%，主要是粮食销售收入减少近 20 亿元，化肥及饲料收入减少近 14 亿元所致，主要系市场价格波动较大，公司在保证垦区直供化肥的前提下，减少采购量所致。2017 年，商贸集团实现利润总额 -3.84 亿元，主要系收入规模下降及财务费用较高所致；2018 年 1~3 月，商贸集团实现营业收入 49.00 亿元。

商贸集团通过“粮食银行”模式对大宗原粮及农副产品实施定点收购、仓储保管、现货销售、网上交易、陆海联运的一体化经营，营销链条延展至全国各地。2017 年，商贸集团收购粮食 754 万吨，较上年增加 65 万吨，其中水稻 44 万吨，玉米 473 万吨，大豆 148 万吨。2017 年销售各类粮食 645 万吨，其中水稻 44 万吨，玉米 429 万吨，大豆 102 万吨，总销量较上年减少 26 万吨；实现粮食销售收入 134.72 亿元，同比下降 13.18%，主要受政策影响，玉米和水稻毛利率极低，商贸集团减少业务量所致。

成品油业务方面，商贸集团拥有运营油库 12 座、加油站 143 座，遍及垦区 113 个农场及周边市、县，负责垦区工农业生产和居民生活所需成品油的供应。近三年商贸集团年均销售成品油 70 多万吨，零售率 98% 以上。2017 年商贸集团成品油实现销售收入 55.55 亿元，同比增长 43.06%，主要是通过拓展进货渠道，外采降低成本，以及乙醇汽油等新品种销售额的增加。

种业集团

种业集团是集育、繁、加、销于一体化的大型种业科技企业，拥有 30 几个自有品种。截至 2017 年底，种业集团拥有二级子公司 8 家，三级子公司 30 家。

2017 年，种业集团实现销售收入 17.93 亿元，同比下降 19.70%，实现利润 0.89 亿元，同比下降 56.90%。其中，销售农作物种子 18.11 万吨，实现收入 14.20 亿元；销售肥料及农药 12.20 万吨，实现收入 2.42 亿元；销售农机 1757

台套，实现收入 1.00 亿元。种业集团以政府指导价作为定价依据，结算方式约 60%为现金支付，40%为赊销。

4. 建筑工程板块

黑龙江农垦建工集团（以下简称“建工集团”）是公司建筑工程板块的经营主体，是该板块主要收入来源。建工集团是集规划设计、建筑施工、路桥施工、房地产开发、消防电气、水利水电施工为一体的综合性国有控股集团，具有工程总承包、国际工程承包国家一级资质大型公司。建工集团下辖各类子（分）公司共计 24 家，现有员工 1491 名，各类工程专业技术人员 1037 余名，拥有各类大型施工机械设备 1600 多台套。建工集团累计在全国 20 多个省市的 60 多个建筑市场上承建了 400 多个省和国家级重点建设项目，目前已进入黑龙江省企业 50 强、哈尔滨市建筑业 10 强行列。

2017 年，建工集团共承揽 674 个项目，其中，建筑安装工程项目 575 项，路桥工程项目 23 项，建筑设计项目 76 项。2017 年，建设集团实现主营业务收入 36.00 亿元，同比增长 6.28%；实现利润总额 0.25 亿元，同比变化不大。

建工集团是按照预算定额进行定价，结算方式 90%为现金、支票及银行存款、汇款等，10%为银行承兑汇票。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，公司为农业企业，农产品采购和销售活动多采用现金结算，销售债权周转次数较高，2017 年，公司销售债权周转次数有所加快，为 11.60 次；存货周转次数与总资产周转次数有所下降，分别为 3.88 次和 0.56 次。总体看，公司资产规模大，但盈利能力强的资产占比小，且承担较多社会支出，公司总体经营效率一般。

7. 未来发展

公司获得粮食自营进出口权对于带动黑龙江粮食外销和整个产业的发展都有十分重要的意义，有利于公司由国内最大的粮食生产者向国际化粮商的角色转换，为公司粮食销售打开一个新的市场，也可以充分利用这一政策，调剂余缺，积累粮食进出口的经验，为应对未来国外市场竞争做好准备。

十、财务分析

公司 2017 年财务报告经瑞华会计师事务所审计，并出具了有保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年导致保留意见事项为：苏州市吴江区人民法院于 2017 年 7 月 26 日受理苏州高峰糖业有限公司破产清算案件。截至 2017 年 12 月 31 日，北大荒集团子公司黑龙江农垦北大荒商贸集团有限责任公司下属公司对苏州高峰糖业有限公司其他应收款账面余额 427674072.05 元，预付账款账面余额 1381955952.21 元，合计 1809630024.26 元，未计提减值准备。由于无法实施函证及其他满意的审计程序，以获取充分、适当的审计及证据，无法判断上述款项可收回金额及坏账准备计提的合理性。

财务数据合并范围方面，2017 年不再纳入合并范围的公司 2 家，粮食集团⁵和黑龙江省牡丹江新城粮食经销有限公司（注销）。总体看，合并范围变化对公司有一定影响，跟踪期内财务数据可比性尚可。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1916.00 亿元，所有者权益 409.12（含少数股东权益 72.70 亿元）亿元，2017 年公司实现营业收入 1082.32 亿元，利润总额 5.16 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1958.25 亿元，所有者权益 410.21（含少数股东权益 73.41 亿元）亿元；2018 年 1~3 月公司实现

⁵股权稀释，公司目前持股 40%，计入长期股权投资核算年底余额 5.44 亿元。

营业总收入166.55亿元，利润总额1.68亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额为1916.00亿元，其中流动资产占55.00%，非流动资产占45.00%，以流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产1053.78亿元，同比略有下降，主要以货币资金（占23.86%）、预付款项（占18.83%）、其他应收款（占19.39%）和存货（占24.85%）为主。

截至2017年底，公司货币资金为251.43亿元，同比下降15.91%，主要是粮食集团不再纳入合并范围所致；受限货币资金34.67亿元，其中24.31亿元是子公司九三粮油为取得美元押汇借款进行了质押，8.50亿元为结构性存款。

由于公司农产品销售、土地承包费、涉农物资销售皆采取现金结算，因此相对于营业收入规模，公司应收账款规模不大。截至2017年底，应收账款为78.06亿元，同比下降24.29%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致；其中，账龄在1年以内的应收账款占43.51%，1~2年的占22.29%，公司对应收款项共计提坏账准备11.11亿元，计提比例为28.07%。考虑到公司应收账款账龄偏长，存在一定回收风险。

截至2017年底，公司预付账款为198.44亿元，同比增长31.47%，主要系九三粮油的大豆采购款增长所致；预付款中账龄超过1年以上的占44.56%，主要系合同未执行完毕，其中，苏州高峰糖业有限公司预付13.80亿元，账期2年以上，目前破产清算中，可收回金额不确定；北京银奥联合商贸有限公司6.29亿元，账期3年以上，目前此公司经营正常，但可收回金额不确定；中油丰年（北京）石油销售有限公司5.10亿元，账期3年以上，目前处于诉讼状态，回收风险大。

公司其他应收款主要是往来款及应收工程款（政策性借款），截至2017年底，公司其他应收款为204.35亿元，同比增长13.76%，主要

是下属子公司商贸集团和部分分局加大了项目建设力度所致。公司其他应收款共计提坏账准备23.95亿元，计提比例为21.25%，其中采用个别认定法计提坏账准备的占85.46%；前五名合计金额84.03亿元（已计提坏账0.15亿元），主要系黑龙江省农垦总局交通运输局借款50.54亿元和黑龙江圣保利投资有限公司13.04亿元，借款具有持续性。公司其他应收款规模大，对公司资金形成占用。

截至2017年底，公司存货账面余额为261.87亿元，同比下降5.88%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致；主要是库存商品及原材料。公司计提存货跌价准备4.48亿元，计提比例为1.68%。由于公司存货为粮食及相关产品，价格波动较大，存在一定的跌价风险，计提比例较低；存货中6.67亿元所有权受限于贷款质押（亚麻制品），受限比例很低。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产为862.22亿元，主要以固定资产（占74.58%）和在建工程（占8.52%）为主。

截至2017年底公司可供出售金融资产为26.03亿元，同比保持稳定，投资较分散；截至2017年底，公司长期股权投资为26.98亿元，同比增长71.38%，主要系粮食集团不纳入合并后计入本科目所致（5.44亿元），从构成看，包括黑龙江北大荒浩良河化肥有限公司4.66亿元、大庆农商银行股份有限公司2.02亿元等投资较分散。

截至2017年底，固定资产账面价值为643.02亿元，同比变化不大；其中，房屋建筑物占54.48%，机器设备占13.76%，社会性固定资产占22.82%，主要构成为公司继承农垦总局办社会形成的资产；固定资产中3.78亿元所有权受限于贷款抵押及法院查封，受限比例很低。

截至2017年底，在建工程为73.45亿元，公司在建工程项目较分散，包括各类农场配套项目建设及生产性建设。

截至2018年3月底，公司资产总额1958.25

亿元，其中流动资产占56.70%，非流动资产占43.30%，资产结构较2017年底变动不大。其中，预付账款继续增长至229.70亿元，较2017年底增长15.75%，主要系预付货款及工程款增长所致；其他科目变化不大。

总体看，公司资产规模有所波动，资产构成以流动资产为主。货币资金中受限资金规模较大；其他应收款规模大，对公司资金形成占用，且部分其他应收款与预付款项存在回收风险；存货存在一定跌价风险，整体资产质量一般。

2. 负债与所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为409.12亿元（含少数股东权益72.70亿元），其他权益工具为公司2015年发行的15亿元永续中票、2016年发行的20亿元永续中票及2017年发行的15亿永续中票，资本公积249.87亿元，同比增长12.89%，主要系农场取得的农业生产基础设施建设财政拨款。归属于母公司权益中，实收资本占30.36%、资本公积占74.27%、未分配利润占-20.06%。公司存在巨额累积亏损，主要是公司重组改制期间遗留下来的累计亏损，同时公司下属农场属于区域经济，要负责所在辖区内的公益性建设，这部分公益性建设是由国家差额拨款或不拨款，而其不足部分或全部应由所在农场用其经营积累支付。

截至2018年3月底，公司所有者权益为410.21亿元，较2017年底变化不大。

总体看，公司未分配利润持续为负，侵蚀所有者权益。

负债

截至2017年底，公司负债总额为1506.88亿元，其中流动负债占75.79%，非流动负债占24.21%。

从流动负债来看，截至2017年底，公司流动负债为1142.09亿元，同比变化有所下降，以短期借款（占41.89%）和其他应付款（占

22.23%）为主。截至2017年底，公司短期借款为478.38亿元，同比下降11.74%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致，构成以保证借款及信用借款为主；公司应付账款128.40亿元，同比增长40.45%，主要系商贸集团大豆采购量增长所致；公司其他应付款为253.84亿元，同比下降12.46%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致；构成主要是工程质保金及应付工程设备款等。

从非流动负债来看，截至2017年底，公司非流动负债为364.79亿元，同比略有下降。截至2017年底，公司长期借款160.79亿元，同比略有下降；公司递延收益101.20亿元，系各类政府补助。

有息债务数据均以调整后数据为基础分析，调整后全部债务新增其他流动负债中的短期融资券，长期应付款中融资租赁款。2017年，公司全部债务为831.26亿元，短期债务占72.65%，长期债务占27.35%。公司于2015年11月发行15亿元永续中票、2016年10月发行20亿元永续中票和2017年5月发行15亿永续中票，上述永续中票计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述永续中票待偿还本金后，截至2017年底，公司全部债务881.26亿元。从债务指标来看，截至2017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78.65%、67.02%和35.72%，同比分别下降2.62、4.44和5.11个百分点。

截至2018年3月底，公司负债总额1548.04亿元，较2017年底变化不大。其中预收款项139.55亿元，较2017年底增长37.44%，主要系公司预收货款增加；应付债券37.82亿元，较2017年底下降28.55%，主要是公司兑付一

期中票。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 869.48 亿元，较 2017 年底增长 4.60%。其中短期债务 638.29 亿元，长期债务 231.19 亿元，债务结构保持稳定。考虑上述永续中票待偿还本金后，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 919.48 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.05%、67.94% 和 36.04%，较 2017 年底略有增长。

跟踪期内，公司债务规模大，以短期债务为主，但债务负担很重。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 1082.32 亿元，同比下降 10.88%，主要系粮食集团不再纳入合并范围所致。同期，公司营业总成本也随之下降，同比下降 11.24%。2017 年营业利润率为 17.14%，同比增加 2.30 个百分点。

2017 年，公司期间费用为 142.57 亿元，同比略有下降，期间费用占营业收入比例为 13.17%，较去年底变化不大。其中，汇兑损失 2.80 亿元，主要是九三粮油大宗贸易形成。

2017 年，公司投资收益 6.54 亿元，同比增加 4.04 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益 2.00 亿元（较分散）、处置长期股权投资产生的投资收益 0.65 亿元等；公司资产减值损失 8.30 亿元，主要系坏账损失 5.40 亿元及固定资产减值损失 1.91 亿元。

非经常损益方面，2017 年，公司营业外收入 81.10 亿元，主要是政府补助；公司营业外支出 120.55 亿元，主要为公司办社会性支出（由于历史遗留问题，公司还承担着诸多的政策性、社会性职能，包括：义务教育、卫生防疫、社保统筹、公检法、土地管理、安置复员转业官兵、道路修建、小城镇建设等方面）。

2017 年，公司利润总额 5.16 亿元，同比增加 5.02 亿元，主要系财务费用的下降及营业利润率的提高所致。从公司盈利指标看，2017 年，

公司净资产收益率和总资本收益率呈上升趋势，分别为 0.18% 和 2.69%，公司整体盈利能力有所提升，但依然很弱。

2018 年 1~3 月，公司营业总收入为 166.55 亿元，同比下降 24.77%，主要系商业板块的下降；利润总额为 1.68 亿元，同比增长 218.44%，主要系投资收益的增长；营业利润率增长至 23.65%。

总体看，跟踪期内，公司营业总收入不断下降，社会负担较重，营业外支出规模大，整体盈利能力弱。

4. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 1116.77 亿元，同比下降 17.46%；2017 年收到其他与经营活动有关的现金为 219.72 亿元，同比下降 21.02%。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为支付与其他企业的往来款、预付账款以及支付建筑单位存入的保证金等，2017 年同比下降 24.01% 至 208.50 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 28.19%，为 34.77 亿元；公司现金收入比为 103.18%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2017 年收回投资收到的现金 64.22 亿元，主要是项目投资收回的资金及国债逆回购业务形成的现金流；公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，其中投资支付的现金主要是下属公司购买理财产品；支付其他与投资活动有关的现金 25.40 亿元，主要系公司购买的结构性理财产品。2017 年，投资活动现金流量净额为 -84.85 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入同比下降 22.21% 至 848.62 亿元，主要为取得借款收到的现金 712.41 亿元，同比下降 18.85%；筹资活动现金流出同比下降 22.95% 至 848.58 亿元，主要为偿还债务支付的现金 735.06 亿元，同比下降 17.98%；筹资活动现金流量净

额为0.04亿元，由负转正。

2018年1~3月，公司经营活动产生的净现金流为56.75亿元，投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-21.23亿元和-10.91亿元。

总体看，公司经营活动现金流量状况良好，但由于对外投资所需资金量大，公司存在一定融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为92.27%和69.34%。截至截至2018年3月底，上述两项指标为94.24%和74.28%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为89.10亿元，较上年有所增长；公司EBITDA利息倍数为2.71倍；全部债务/EBITDA为9.33倍。整体看，受债务规模增加的影响，长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司对外担保总额为127亿元，其中对粮食集团的担保89.20亿元（农垦体系内），为黑龙江省农垦总局交通局担保37.80亿元，存在一定或有负债风险。

截至2017年底，公司获得授信额度共计514.94亿元，未使用额度87.64亿元；公司下属子公司北大荒农业股份有限公司为A股上市公司，公司直接和间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10230103007922003），截至2018年6月12日，公司已结清信贷记录中不良/违约类笔数3笔，关注类信贷记录3笔，公司无未结清不良信贷记录。

7. 抗风险能力

公司拥有优质的土地资源，农业自然环境优越、机械化作业程度高，具有农业种植、农产品加工及销售的完整产业链。公司资产规模

大，主导产品质量优异、销售网络覆盖面广，整体竞争实力极强。联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续期内短期融资券为“17北大荒CP001”和“18北大荒CP001”发行额度共20亿元；中期票据为“15北大荒MTN001”、“15北大荒MTN002”、“16北大荒MTN001”、“16北大荒MTN002”、“17北大荒MTN001”和“17北大荒MTN002”，发行额度共100亿元；私募债“16龙垦02”，发行额度3亿元。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2017年
一年内到期债券余额	73.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.17
经营活动现金流入量/应付债券余额	14.68
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.37
EBITDA/应付债券余额	0.96

资料来源：联合资信整理

注：存续期债券中永续中期票据的到期兑付日按首次赎回权行权日统计。

2017年，公司现金类资产对未来1年内将要到期的债务（73.00亿元）的保障倍数为3.17倍，经营活动现金流入量及EBITDA对应付债券的保障倍数为11.10倍和1.22倍。总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入及EBITDA对跟踪期内债券保障能力强。

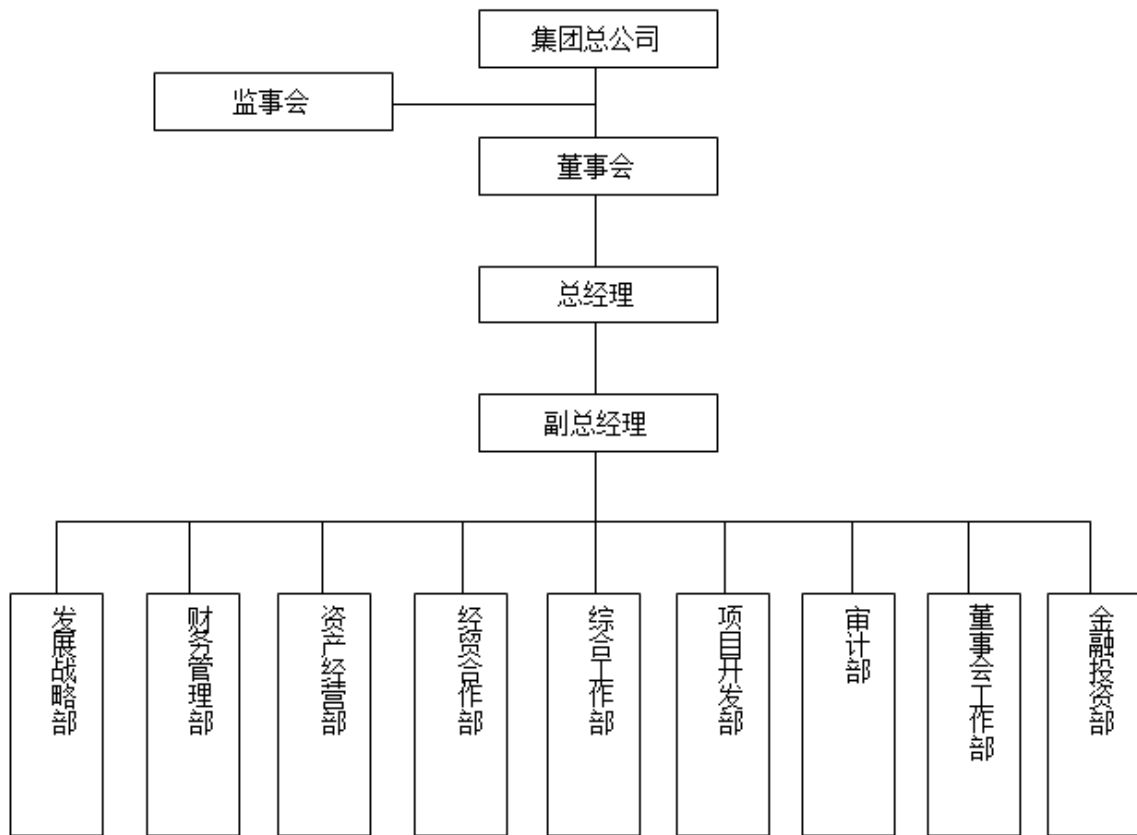
十二、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，“17北大荒CP001”、“18北大荒CP001”信用等级为A-1，“15北大荒MTN001”、“15北大荒MTN002”、“16北大荒MTN001”、“16北大荒MTN002”、“17北大荒MTN001”、“17北大荒MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司产权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	398.30	316.46	266.18	292.23
资产总额(亿元)	1928.37	1943.60	1916.00	1958.25
所有者权益(亿元)	333.45	364.01	409.12	410.21
短期债务(亿元)	751.35	659.86	603.90	638.29
长期债务(亿元)	194.98	251.24	227.36	231.19
全部债务(亿元)	946.33	911.10	831.26	869.48
营业总收入(亿元)	1313.36	1214.47	1082.32	166.55
利润总额(亿元)	6.47	0.14	5.16	1.68
EBITDA(亿元)	83.33	82.11	89.10	--
经营性净现金流(亿元)	18.24	48.42	34.77	56.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.32	10.80	11.60	--
存货周转次数(次)	4.14	4.17	3.88	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.63	0.56	--
现金收入比(%)	108.43	111.41	103.18	141.78
营业利润率(%)	14.48	15.44	17.14	23.65
总资本收益率(%)	2.72	2.22	2.69	--
净资产收益率(%)	0.14	-1.25	0.18	--
长期债务资本化比率(%)	36.90	40.84	35.72	36.04
全部债务资本化比率(%)	73.94	71.45	67.02	67.94
资产负债率(%)	82.71	81.27	78.65	79.05
流动比率(%)	86.18	89.51	92.27	94.24
速动比率(%)	63.69	66.32	69.34	74.28
经营现金流动负债比(%)	1.43	4.04	3.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.48	2.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.36	11.10	9.33	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.指标计算时未将所有者权益中合计 50 亿元永续中票计入长期债务；3.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；4.长期应付款中融资租赁款计入长期债务。

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	
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	营业总收入/(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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加)/营业总收入×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息