

信用等级公告

联合[2018] 2831 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长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定黑龙江北大荒农垦集团总公司主体长期信用等级为 AAA，黑龙江北大荒农垦集团总公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月二十八日



黑龙江北大荒农垦集团总公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 5 亿元(品种一), 10 亿元(品种二), 两个品种间可以进行双向回拨, 最终规模合计 15 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 每个赎回日, 公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期永续票据。

发行目的: 用于补充子公司流动资金和偿还本部银行贷款。

评级时间: 2018 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
现金类资产(亿元)	398.30	316.46	266.18	335.26
资产总额(亿元)	1928.37	1943.60	1916.00	2105.20
所有者权益(亿元)	333.45	364.01	409.12	410.04
短期债务(亿元)	751.35	659.86	603.90	677.72
长期债务(亿元)	194.98	251.24	227.36	264.72
全部债务(亿元)	946.33	911.10	831.26	942.44
营业总收入(亿元)	1313.36	1214.47	1082.32	470.01
利润总额(亿元)	6.47	0.14	5.16	2.88
EBITDA(亿元)	83.33	82.11	89.10	--
经营性净现金流(亿元)	18.24	48.42	34.77	128.31
营业利润率(%)	16.09	17.25	19.10	22.16
净资产收益率(%)	0.14	-1.25	0.18	--
资产负债率(%)	82.71	81.27	78.65	80.52
全部债务资本化比率(%)	73.94	71.45	67.02	69.68
流动比率(%)	86.18	89.51	92.27	96.53
经营现金流流动负债比(%)	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 年半年度财务数据未经审计; 2.2015~2018 年 6 月底, 所有者权益中分别包含永续债券 15 亿元、35 亿元、50 亿元和 50 亿元; 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。

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。近年来, 公司土地承包费稳定增长, 工业和商业板块收入有所波动。2016 年, 下属子公司黑龙江北大荒农业股份有限公司虚增利润受到证监会处罚; 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、盈利能力弱及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。

未来随着国家产业政策支持的不深化、粮食进出口自营业务的开展以及农产品深加工等业务的不断完善, 公司整体经营状况有望好转, 盈利能力将得到改善。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期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, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低, 安全性很高。

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。近三年, 公司获得的政府补助分别为62.55亿元、61.89亿元和59.20亿元。
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。公司管辖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. 公司土地承包费稳定增长, 为利润提供有力支撑。
4. 公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 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, 削弱了公司主业盈利能力。
2. 受2018年5月重新合并粮食集团影响, 公司负债规模有所上升, 有息债务以短期债务为主, 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。2016年, 子公司北大荒农业股份有限公司受到证监会行政处罚; 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, 导致公司2017年审计报告被出具了有保留意见的审计结论; 2018年9月, 子公司北大荒农业股份有限公司资金被税务部门冻结(目前已解冻)。
4. 2018年5月, 粮食集团重新纳入合并范围, 公司负债规模有所上升。
5. 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。
6. 本期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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

黑龙江北大荒农垦集团总公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”，股票代码：600598）于 2002 年在上海证券交易所上市，截至 2018 年 6 月底，公司持股 64.14%（无质押）。公司出资人于 2018 年 12 月 16 日由黑龙江省农垦总局变更为中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）。截至 2018 年 12 月 28 日，公司实收资本 102.15 亿元。公司实际控制人为财政部。

截至 2017 年底，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、金融投资部共 9 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 6 月底，公司（合并）资产总额 2105.20 亿元，所有者权益 410.04（含少数股东权益 72.83 亿元）亿元；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 470.01 亿元，利润总额 2.88 亿元。

公司注册地址：黑龙江省哈尔滨市南岗区千山路 8 号；法定代表人：王守聪。

二、本期中期票据概况

公司拟注册中期票据额度 70 亿元，并计划发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 15 亿元（品种一 5 亿元，品种二 10 亿元，两个品种间可以进行双向回拨），用于补充子公司流动资金和偿还本部银行贷款。本期中期票据无担保。本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

期限方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据品种一每个重定价周期末（每 2 个计息年度为 1 个重定价周期），公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）全额赎回本期中期票据；品种二在本期中期票据发行第 3 年及之后的每个票面利率重置日均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，

本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围内子公司）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）、公司减少注册资本或向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，合并范围内不得向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）、减少注册资本或向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付。

品种一：本期中期票据采用固定利率形式，单利按年计息。第 1 个定价周期（前 2 个计息年度）的固定利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 2 个计息年度保持不变。前 2 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上基本利差，其中初始基准利率为簿记建档前 500 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；基本利差为票面利率与初始基准利率之间的差值；如公司不行使赎回权，则第 2、3、4、5、6 个定价周期票面利率维持不变，与第 1 个定价周期保持一致；如果公司不行使赎回权，则从第 7 个定价周期（第 13 至 14 个计息年度）开始，票面利率调整为初始基准利率加上基本利差再加上 300 个基点。

品种二：本期中期票据采用固定利率，

单利按年计息。前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的固定利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变，前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第 3 年不行使赎回权，从第 4~6 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。其中初始基准利率为簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；基本利差为票面利率与初始基准利率之间的差值；如果公司不行使赎回权，则第 4 个计息年度开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始基准利率再加上 300 个基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

此外，在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付如上文所述。如果发生强制付息事件时公司未付息且拖欠行为持续 5 个工作日以上，或公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，品种一从第 7 个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为初始基准利率加上基本利差再加上 300 个基点；品种二从第 4 个计息年

度开始，票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司（包含合并范围内子公司）发生普通股份分红（按规定上缴国有资本收益除外）、公司减少注册资本或向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司合并范围控股子公司北大荒股份自2002年上市，于2015~2017年连续实施分红。从历史分红角度分析，公司下属上市公司北大荒股份分红意愿明显，未来持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合考虑分析，本期中期票据具有赎回权、票面利率重置等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期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/债务工具相关特征接近。

三、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。

四、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

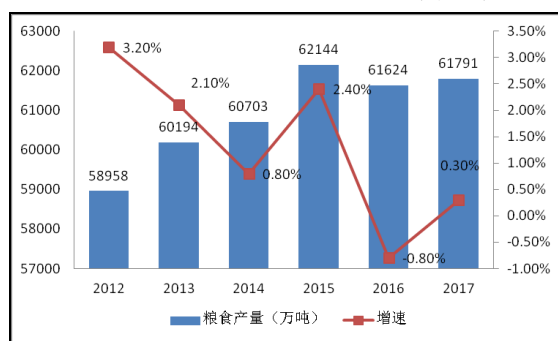
2004~2015年，中国粮食产量实现连续十一年增产，2008~2016年，粮食产量连续7年稳定在5亿吨以上，主要是受粮食播种面

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。

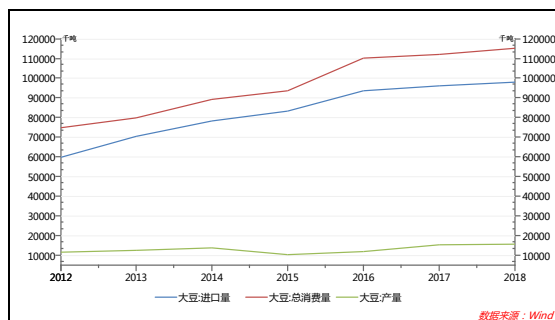
由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

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。

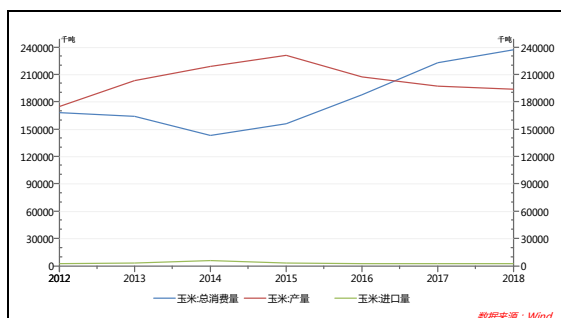
图 2 近年来国内大豆需求与进口量
(单位：千吨)



数据来源：Wind 资讯

图3 近年来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¹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²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³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。

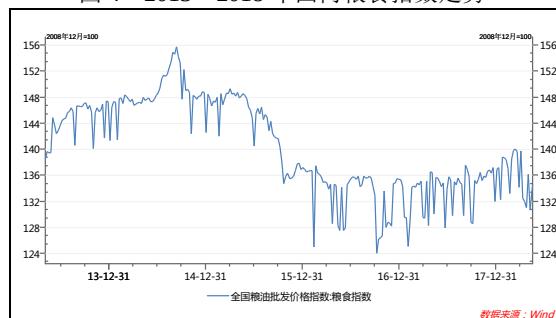
2018 年, 在中国口粮品种最低收购价全面下调的影响下, 国内稻谷和小麦可能会出现一定程度的去库存, 但由于拍卖稻谷和小麦品质较差, 可能主要用于饲用谷物市场。2018 年, 小麦和稻谷进口价差依然存在, 且国内外品种差异导致的调剂需求维持刚性, 预计国内企业仍将继续加大进口力度。中国居民食品消费结构中, 肉禽蛋奶和食用植物油的需求将继续增长, 大豆、油菜籽等进口将维持较高的增速, 油脂进口可能进一步增加。临储政策取消导致国内玉米价格与国际市场接轨, 玉米种植面积增减以及去库存程度, 将在很大程度上决定玉米及其替代品进口的增减。

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, 粳米和大豆价格微幅下跌。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

¹ 小麦市场年度为当年 6 月至次年 5 月。

² 稻谷市场年度为当年 10 月至次年 9 月。

³ 玉米市场年度为当年 10 月至次年 9 月。

（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，并在 2018 年上半年明显升级。2018 年 3 月 22 号，美国总统特朗普签署总统备忘录，宣布依据美国 301 调查的结果，将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并限制中国企业对美国的投资和并购。2018 年 4 月 4 日上午，美国政府发布了加征关税的商品清单，拟对中国出口美的 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华商品加征关税实施情况另行公布。自此，美国大豆期货指数下跌 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、3285、658 万吨。这意味着，美国的大豆，对中国而言并非不可替代。而且随着日益增长的大豆需

求量，中国的粮食进出口企业等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，出口中六成到了中国。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将推高大豆进口成本，并不会造成后期进口大豆供给紧张。受中美贸易摩擦的影响，海关总署公布的最新数据显示，中国 3 月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 7 月 6 日，美国正式对第一批清单上 818 个类别、价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的进口关税，而同日中国对原产于美国的农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元进口商品加征 25% 关税的措施也正式实施，对化工品、医疗设备、能源产品等 114 项其余商品加征关税的实施时间另行公布。据国务院关税税则委员会公布的通知显示，在 7 月 6 日中午之前中国大豆进口关税大部分为 3%，7 月 1 日起对原产于孟加拉国、印度、老挝、韩国、斯里兰卡的大豆等作物进口关税将降至零。从以上情况来看，贸易战的加征关税必然会导致大豆的进口成本增加，但后期也很可能出现国内进口南美大豆数量较多，但是南美地区购买美国的大豆用于加工生产的情况。总体看，短期内中美贸易摩擦对大豆现货价格提振作用非常有限，长期看贸易战难以引起大豆市场价格剧烈上涨的情况，但大豆进口物流体系会发生新的变化，而且全球大豆贸易平衡可能需要重新来构筑。同时，贸易战也将成为国内大豆产业变革的一次重要机遇，构建大豆进口多元化格局，提高国产大豆自给率，势必在未来一段时间内成为国内大豆产业振兴的着力点。

（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。

2017年，规模以上食品工业增加值按可比价格计算同比增长6.8%，高于全国工业增速0.2个百分点，比上年同期加快了3.5个百分点。若不计烟草制品业，食品工业增加值同比增长7.9%。分行业看，农副食品加工业增长6.8%，食品制造业增长9.1%，酒、饮料和精制茶制造业增长9.1%，烟草制品业增长3.5%，增幅分别比上年同期0.7、0.3、1.1、11.8个百分点。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%。

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技术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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司出资人为财政部，实际控制人为财

政部。

2. 企业规模及竞争力

规模及品牌优势

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。

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。

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%。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。

公司农业生产组织化程度较高，农业生

产辐射示范周边农村。公司围绕粮食生产形成了农业产前、产中、产后服务网络体系，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。

3. 人员素质

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，公司董事长。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，农业部种植业管理司司长，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、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、总经理。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、总经理，黑

龙江省农垦总局党委委员、副局长。

截至 2018 年 6 月底，公司下属企业从业人员 66 万人，以生产人员为主，符合农业生产的劳动密集型特点，其中，35 岁以下员工占比 3.97%，35~45 岁员工占比 30.22%，45~55 岁员工占 65.81%。

总体看，公司管理人员在相关行业从业经验丰富，员工构成符合农业生产特点，但员工年龄结构偏大。

六、管理分析

1. 公司治理

公司是经国家批准设立的具有独立法人资格的全民所有制企业，依照出资人（黑龙江北大荒农垦总局）授权，经营监管公司的全部国有资产，主要通过对企业资产投资、融资控股、参股、资产重组、企业并购等方式进行资产经营和资本经营活动，承担保值增值责任。

公司根据《中华人民共和国公司法》及《公司章程》设立了董事会和监事会，不设股东会。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，董事人选由黑龙江省农垦总局党委确定；监事会由 5 名监事组成，其中包括职工监事 1 名；公司实行总经理负责制，总经理主持公司的日常经营管理工作，对董事会负责。总经理人选由黑龙江省农垦总局党委提名，由董事会聘任或解聘。

2. 管理水平

公司针对自身的经营特点，设有综合工作组、发展战略部、资产经营部、财务管理部、经贸合作部、项目开发部等相关职能部门，对口下属企业职能部门进行专业指导。

在农业生产管理方面，公司根据下属单位多，耕地分布广的特点，采取以统一经营管理为主导，家庭农场承包经营为基础的统分结合的双层经营体制。每个家庭农场是一个独立核算、自负盈亏的经营主体，农户通

过与公司签订《农业生产承包协议》承包公司土地，自主决定承包面积，并向公司交纳承包费用。在生产过程中，公司统一为家庭农场提供产前、产中、产后服务，在技术、生产资料供应、农用机械、农产品处理、市场信息及销售等方面为农户提供支持。

对下属企业的管理方面，公司作为母公司分享资产收益、重大问题决策和选择管理者的权利，建立资产经营责任制度，对子公司和分公司经营的资产实行监督和管理。公司决定或批准分、子公司的领导体制，委派分、子公司的主要管理者，履行对分、子公司生产经营活动和财务状况的监督。公司对分公司、子公司成本、费用支出情况进行审查，重大开支项目和财产损失、财务挂账的处理要经过集团总公司审批。

货币资金采用集中管理模式。公司采用对下属分、子公司实施相对集权与适度分权相结合的原则，实行集团总公司和子公司二级核算二级管理。其中，投资资金、融资资金通过网上银行将资金集中进行统一管理和使用，生产经营性资金由所属公司在一定范围内自主管理，财务管理部进行即时监控。公司通过完善网上银行和财务信息化系统，实现对货币资金使用和现金流量预算的实时、双重控制，保证资金使用的合理性和有效性。实现控制财务费用支出、降低贷款规模、缓解企业资金压力的目标。

财务管理方面，公司实行预算管理，由财务管理部编制公司年度预算，并定期监督、检查分析，指导分、子公司的财务预算编制，监督其执行。

总体看，公司初步建立了公司治理结构，经营体制符合自身生产经营特点，但下属子公司过多，经营范围重叠、经营项目重复建设情况较多，未来仍有整合与改善的空间。

七、重大事项

1. 证监会处罚及资金冻结

2016年8月29日，公司子公司北大荒农业公告称收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》，北大荒鑫亚经贸有限责任公司（以下简称“北大荒鑫亚”）通过亚麻交易虚增2011年利润1600.58万元，通过水稻交易虚增2011年度利润3524万元，证监会对北大荒农业及相关责任人进行了警告，并处以北大荒农业50万元罚款，相关责任人50万元罚款。

北大荒农业于2018年9月29日发布《黑龙江北大荒农业股份有限公司关于银行账户资金被冻结的公告》称：2018年9月20日收到哈尔滨市香坊区税务局下达的《税务事项通知书》（香税通[2018]10010号），要求北大荒农业补缴2016年、2017年企业所得税及滞纳金合计3.06亿元，并于9月28日收到《税收保全措施决定书》（哈香税保冻[2018]10001号），哈尔滨市香坊区税务局决定自2018年9月28日起冻结公司在建行农垦分行营业室的存款9亿元，要求公司于28日前缴纳应纳税款，逾期未缴将采取强制执行措施。截至2018年9月29日，北大荒农业在银行被税务部门冻结的3个账户已经解冻，目前没有资金被冻结情况，但后续是否需要补缴尚不明确，公司将与有关部门沟通，联合资信将对后续事项进展及对事项公司的影响保持关注。

2. 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”）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，黑龙江省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，黑龙江省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，由于债权不存在抵质押物，如计提坏账将对公司利润产生较大影响。企业由于目前法院程序未完结，待判决结束后可能重新调整2017年审计，且后续参与高峰糖业重整投资。

3. 粮食集团影响合并范围

北大荒粮食集团（以下简称“粮食集团”）原是公司的全资子公司，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，新股东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。

2018年5月31日，公司与宁波粮食有限公司签订一致行动人协议，粮食集团重新纳入合并范围。截至2018年6月底，粮食集团总资产153.00亿元，权益11.00亿元；2018年1~6月，实现营业收入74.39亿元，同比下降3.34%，净利润-526.00万元，同比减少687万元。

八、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。

2015~2017 年，公司主营业务规模不断下降，主要系商业板块收入下降所致；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 年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(股权稀释，公司目前持股 40%)；家庭农场承包收入 119.12 亿元，同比变化不大；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。

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率不断提高，2017 年为 16.95%，较上年有所上升。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 1~6 月，公司实现主营业务收入 459.90 亿元，同比下降 15.89%，系商业板块收入下降所致，主要系公司半年报未经审计，2017 年半年报将粮食集团纳入合并范围，2018 年半年报纳入粮食集团 6 月单月收入所致；毛利率为 20.79%，较 2017 年底增加 4.72 个百分点，主要系工业、商业板块毛利率均有提升所致。

表 1 公司主营业务收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农产品销售收入	58.08	4.61	7.51	50.15	4.34	7.27	7.70	0.75	7.27	8.10	1.76	7.28
家庭农场承包费收入	109.42	8.68	100.00	116.19	10.05	100.00	119.12	11.56	100.00	58.63	12.75	100.00
工业	517.66	41.08	5.71	483.36	41.82	5.36	484.10	46.99	6.36	220.28	47.90	8.78
商业	521.23	41.37	5.20	461.88	39.96	5.60	373.19	36.22	5.49	163.44	35.54	9.78
建筑业	44.76	3.55	10.14	37.11	3.21	7.14	39.84	3.87	5.27	7.29	1.59	9.05
服务业	8.92	0.71	48.43	7.02	0.61	30.87	6.37	0.62	25.90	2.17	0.47	19.82
合计	1260.07	100.00	14.23	1155.71	100.00	15.27	1030.32	100.00	16.95	459.90	100.00	20.79

资料来源：公司提供

2. 农业板块

（1）土地承包费收入

土地承包的经营主体主要包括各区农场及北大荒农业。截至 2017 年底，北大荒农业总资产 76.47 亿元，净资产 58.76 亿元；2017 年，实现营业收入 29.92 亿元，利润总额 7.63 亿元。截至 2018 年 6 月底，北大荒农业总资产 90.87 亿元，净资产 61.16 亿元；2018 年 1~6 月，实现营业收入 17.62 亿元，利润总额 7.23 亿元。

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、生产成本等各项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，在上年承包费的基数上作适当调整。

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杂草的危害，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。受粮食集团不再纳入合并范围影响，公司农产品产销量不断下降，2017 年分别为 152 万吨和 142 万吨，以玉米和水稻为主。

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 2 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，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。但粮食收购价格受国家管制，粮

食销售受政策性因素影响较大。

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”）、北大荒农垦集团（以下简称“农垦集团”）以及完达山乳业股份有限公司（以下简称“完达山乳业”）等。

（1）九三粮油

公司大豆加工业务经营主体主要为九三粮油，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。绿色食品基地生产富含异黄酮、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，主产品为豆粕、豆油和浓缩磷脂、豆油脂肪酸等；大豆产品精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。2018 年 1~6 月，九三粮油实现营业收入 171 亿元，同比下降 5.20%，净利润 0.64 亿元。其中豆油销售收入 41 亿元，豆粕销售收入 77 亿元；境内外贸易实现收入 49 亿元。2018 年 1~6 月，九三粮油毛利率达到 6.57%，同比增加 3.50 个百分点，主要是 2018 年 5 月 1 日起国内农产品增值税降低 1% 税点，利好大豆价格；且中美贸易战态势紧张的情况下，公司严格加强压榨利润头寸管理，科学有效套保，降低大豆采购价格所致。

近年来，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。2018 年 1~6 月，豆油业务实现销售收入 41.35 亿元，同比增长 6.82%；销售豆粕 240.42 万吨，实现收入 76.62 亿元，同比增长 20.87%。

表 3 九三粮油主要产品产销情况（单位：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
2018 年 1-6 月	65	240	67	240	41.35	76.62

资料来源：公司提供

表 4 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	2018 年 1-6 月
采购量	752	617	762	371
其中：国产大豆	36	40	21	22
进口大豆	716	577	741	349
平均采购价格	2770	3412	3253	3233

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。2018 年 1~6 月，采购价格变化不大。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 90%以现金结算，其余通过银行承兑汇票进行结算。

(2) 完达山乳业

完达山乳业（公司持股 66%、统一集团持股 34%）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 14.29%，主要受粉类平均价格下降影响。2018 年 1~6 月，完达山乳业实现营业总收入 23.10 亿元，同比增长 11.59%，实现利润总额 1.60 亿元，同比增长 14.29%。

2017 年，完达山乳业液奶产品销量为

272980 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 吨，同比增长 3.22%，采购价格 3479 元/吨，同比上涨 0.99%。

近年来，完达山乳业粉类及液奶产能利用率较低的主要原因一是国家新食品安全法的颁布；二是小乳品厂的淘汰。具体为，一方面，2010 年国家颁布了新食品安全法对婴儿配方粉的质量提出了更高的要求，即成品细菌总数由 30000 个降至 1000 个，公司为了生产出更优质的产品，将细菌总数的内控标准设定为 500，为保证细菌数控制在 500 以内，只能通过增加蒸发器中间清洗时间，因此造成乳粉生产设备有效运行时间缩短，影响产能的发挥。另一方面，近几年公司先后建成了 3 个大型加工工厂，引进了先进的生产线，增加产能 21000 吨，原有的小型乳品厂被淘汰，小型乳品厂的淘汰也直接影响了粉类及液奶的产能利用率。

表 5 完达山乳业产销状况（单位：吨）

产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
粉类	产能	53975	46800	46800	67800
	产量	27995	37962	35471	16522
	销量	25334	33224	45015	17883
	平均价格(万元/吨)	4.65	4.99	4.51	6.23
	销售额(万元)	166405	165693	203040	111285
液奶	产能	603570	569588	616986	616986
	产量	316742	294778	274197	138812
	销量	283071	296300	272980	173036
	平均价格(万元/吨)	0.63	0.55	0.61	0.63
	销售额(万元)	177680	163829	167319	109495

资料来源：公司提供

表 6 完达山乳业采购情况（单位：吨、元/吨、%）

名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-6 月		
	采购量	采购价格	成本占比	采购量	采购价格	成本占比	采购量	采购价格	成本占比	采购量	采购价格	成本占比
鲜奶	350935	3718	32.00	381925	3445	38.45	394240	3479	38.62	182345	3520	37.66
乳清粉	8001	16366	3.00	6645	11616	2.26	9879	11454	2.18	3210	11738	2.21
白砂糖	6613	4153	0.67	7398	5291	1.14	6533	6022	1.32	3784	5720	1.27
糊精	533	4454	0.06	542	3916	0.06	607	3783	0.06	345	3800	0.08
乳糖	1132	5816	0.16	952	6086	0.17	1021	7905	0.18	608	6034	0.22

油脂类	406	40463	0.40	299	39087	0.34	411	38982	0.33	255	38291	0.57
饴糖	270	3132	0.02	225	3126	0.02	188	3077	0.02	115	3074	0.02

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，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——中心化实验室”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。

（3）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 7 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,持续亏损,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。目前米业公司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。2018 年 1~6 月米业公司实现营业收入 7.37 亿元,实现利润总额-0.78 亿元。

4. 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,主要经营单位为商贸集团(持股 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”)。

(1) 商贸集团

商贸集团主要从事包括成品油销售、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%,其中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,主要系化肥市场价格波动较大,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 1~6 月,商贸集团实现营业收入 131.00 亿元,毛利率为 6.50%,同比增加 1.8 个百分点,主要系燃料油、化肥、各类工业产成品及饲料毛利均有提升所致,利润总额-4.96 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。2018 年 1~6 月,商贸集团收购粮食 277.54 万吨,较上年减少 33.71 万吨,其中水稻 10.58 万吨,玉米 197.58 万吨,大豆 48.35 万吨。销售各类粮食 242 万吨,其中水稻 12 万吨,玉米 189 万吨,大豆 12 万吨,总销量较上年减少 46 万吨;实现粮食销售收入 48.38 亿元,同比下降 15.97%,主要是受市场经济环境影响,大宗商品行情较差。

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。2018 年 1~6 月,商贸集团成品油实现销售收入 27.15 亿元,同比下降 10.78%,主要是竞争油站增多,原有客户分流;低价倾销冲击市场,垦区客户流失;农业种植结构调整,农业用油需求减量;工程及物流需求减少,终端需求减弱综合所致。

(2) 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%,实现利润总额 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。

5. 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公司,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 42 家,现有员工 5000 多名,各类工程专业技术人员 1200 余名,拥有各类大型施工机械设备 600 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,2015~2017 年,公司销售债权周转次数分别为 12.32 次、10.80 次和 11.60 次;存货周转次数分别为 4.14 次、4.17 次和 3.88 次;总资产周转次数分别为 0.69 次、0.63 次和

0.56 次。总体看,公司资产规模大,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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2015~2017 年财务报告经瑞华会计师事务所审计,其中 2017 年出具了有保留意见的审计结论(见重大事项),2015 年、2016 年出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年半年度财务数据未经审计。

财务数据合并范围方面,2016 年新纳入合并范围的公司 1 家,为黑龙江农垦建设工程交易中心;2017 年不再纳入合并范围的公司 2 家,粮食集团⁴和黑龙江省牡丹江新城粮食经销有限公司(注销);2018 年 1~6 月,合并范围内新纳入子公司 1 家,系粮食集团。总体看,合并范围变化对公司有一定影响,公司近三年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 年公司实现营业总收入 1082.32 亿元,利润总额 5.16 亿元。

截至 2018 年 6 月底,公司(合并)资产总额 2105.20 亿元,所有者权益 410.04(含少数股东权益 72.83 亿元)亿元;2018 年 1~6 月公司实现营业总收入 470.01 亿元,利润总额 2.88 亿元。

⁴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;粮食集团于 2018 年 6 月重新纳入合并范围,系签署一致行动人协议所致。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额保持稳定。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

2015~2017年，公司流动资产小幅下降，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。

2015~2017年，公司货币资金不断下降，年均复合下降17.83%。截至2017年底，公司货币资金为251.43亿元，同比下降15.91%，主要是系粮食集团不纳入合并范围所致；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，预付高峰糖业13.80亿元，账期2年以上，目前高峰糖业破产清算中，可收回金额不确定；预付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；预付中油丰年（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。

2015~2017年，公司其他应收款主要是往

来款及应收工程款（政策性借款），近年不断增长，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，均正常付息。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；构成以库存商品及原材料为主。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。

截至2017年底，公司其他流动资产37.83亿元，同比略降，构成主要系应交增值税-进项税（21.61亿元）、资管产品及国债逆回购。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产波动中有所增长。截至2017年底，公司非流动资产为862.22亿元，以固定资产（占74.58%）和在建工程（占8.52%）为主。

2015~2017年，公司可供出售金融资产波动中有小幅增长，截至2017年底为26.03亿元，主要系以成本计量的可供出售权益工具（占92.33%），同比保持稳定，投资较分散。2015~2017年，公司长期股权投资不断增长，年复合增长47.51%；截至2017年底为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，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。

2015~2017年，公司固定资产波动增长。

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，公司在建工程为 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 6 月底，公司资产总额 2105.20 亿元，其中流动资产占 58.81%，非流动资产占 41.19%，资产结构较 2017 年底变动不大。其中，货币资金较 2017 年底增长 21.52% 至 305.55 亿元，主要系粮食集团纳入合并范围及债务规模增长，公司为偿债旺季筹备资金所致；交易性金融资产及持有至到期投资较 2017 年底均有所增长，主要系子公司阳光保险持有的资管产品增长所致；应收账款较 2017 年底增长 48.37%，系粮食集团纳入合并范围所致；预付账款继续增长至 233.89 亿元，较 2017 年底增长 17.87%，主要系预付货款及工程款增长所致；其他应收款较 2017 年底增长 8.00%，主要系拆借款金额增加所致。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；其他应收款和预付款规模大，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。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 10.77%，主要来源于资本公积的增长。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，这部分公益性建设所需资金是由国家差额拨款或不拨款，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 6 月底，公司所有者权益为 410.04 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

2015~2017 年，公司负债总额小幅下降，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，2015~2017 年，公司流动负债不断下降。截至 2017 年底，公司流动负债为 1142.09 亿元，同比有所下降，以短期借款（占 41.89%）和其他应付款（占 22.23%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款不断下降，年均复合下降 10.18%。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。

2015~2017 年，公司预收账款波动增长，主要是预收的售粮款。截至 2017 年底，公司预收账款合计 101.54 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 78.80%。

截至 2017 年底，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，2015~2017 年，公司

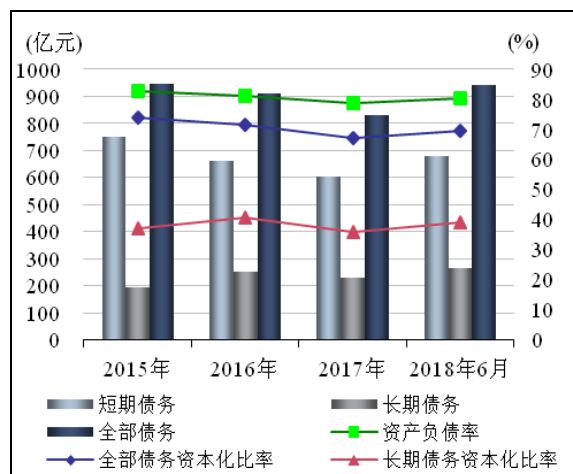
非流动负债波动增长，截至 2017 年底，公司非流动负债为 364.79 亿元，同比略有下降。截至 2017 年底，公司长期借款 160.79 亿元，同比略有下降；构成以信用借款为主；公司递延收益 101.20 亿元，系各类政府补助。

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。2015~2017 年，公司全部债务分别为 946.33 亿元、911.10 亿元和 831.26 亿元。2017 年底短期债务占 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 亿元永续中票，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。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额 1695.16 亿元，较 2017 年底增长 12.49%，结构保持稳定。其中短期借款及长期借款较 2017 年底分别增长 23.26%和 34.01%至 589.65 亿元和 215.47 亿元，系粮食集团纳入合并范围及公司为偿债备款增加所致；预收款项 148.98 亿元，较 2017 年底增长 45.72%，主要系子公司销售订金增加所致；其他应付款较 2017 年底增长 12.98%至 286.78 亿元，主要系财政拨款未转所致；应付债券 37.82 亿元，较 2017 年底下降 28.55%，主要是公司兑付中票；专项应付款较 2017 年底增长 33.63%，系基建拨款及扶贫拨款增加所致。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 942.44 亿元，较 2017 年底增长 13.37%。其中短期债务 677.72 亿元，长期债务 264.72 亿元，债务结构保持稳定。

图 4 2015~2018 年 6 月公司债务情况



资料来源：公司年报

债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均有所下降，三年平均值分别为 80.25%、69.73%和 37.49%。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 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.52%、69.68%和 39.23%，较 2017 年底略有增长。

总体看，公司债务规模大，债务负担重，以短期债务为主，短期偿债压力大。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入不断下降，年复合下降 9.22%。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。

期间费用方面，公司期间费用保持稳定，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。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司营业外收入分别 98.38 亿元、87.31 亿元和 81.10 亿元，主要是政府补助。2015~2017 年，公司营业外支出分别为 128.92 亿元、124.92 亿元和 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，公司其他收益 2.46 亿元；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。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 6.47 亿元、0.14 亿元和 5.16 亿元，2017 年利润上升主要得益于期间费用控制力度加强及投资收益提升综合所致。

从公司盈利指标看，近三年，公司营业利润率持续上升，净资产收益率波动增长，2017 年分别为 17.14%和 0.18%；总资产收益率波动下降，2017 年为 2.69%，公司整体盈利能力弱。

2018 年 1~6 月，公司营业总收入为 470.01 亿元，同比下降 14.52%，主要系商业板块的下降；利润总额为 2.88 亿元，同比下降 18.78%；营业利润率上升至 20.45%。

总体看，公司营业总收入不断下降，公司社会负担重，营业外支出规模大，整体盈利能力弱且受资产减值事件不确定影响。

5. 现金流及保障

经营活动方面，随着营业收入下降，2015~2017 年，公司经营活动现金流入有所下降，年复合下降 14.10%。近三年，销售商品、提供劳务收到的现金年复合下降 11.44%，购买商品、接受劳务支付的现金年复合下降 12.25%。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。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 108.43%、111.41%和 103.18%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 80.26 亿元、131.43 亿元和 74.33 亿元。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；2017 年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。2015~2017 年，投资活动现金流量净额分别-83.53 亿元、-68.21 亿元和-84.85 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入不断下降，分别为 1318.93 亿元、1090.90 亿元和 848.62 亿元，主要是银行贷款及收到其他与筹资活动有关的现金减少所致；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%；筹资活动产生的净现金流分别为 94.92 亿元、-10.48 亿元和 0.04 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的净现金流为 128.31 亿元，投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-33.35 亿元和-40.92 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量状况较好，但由于对外投资所需资金量大，原粮收购及营运资金需求大，公司存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为86.18%、89.51%和92.27%，速动比率为63.69%、66.32%和69.34%，流动比率和速动比率均呈上升趋势。经营现金流动负债比为1.43%、4.04%和3.04%，呈波动增长趋势。截至2018年6月底，流动比率及速动比率分别为96.53%和75.32%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为83.33亿元、82.11亿元和89.10亿元，EBITDA利息倍数分别为2.42倍、2.48倍和2.71倍，呈上升趋势；全部债务/EBITDA分别为11.36倍、11.10倍和9.33倍，呈现不断下降态势。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年6月底，公司对外担保总额为37.80亿元，全部为黑龙江省农垦总局交通局担保。

截至2018年6月底，公司获得授信额度共计516.19亿元⁵，未使用额度91.93亿元；公司下属子公司北大荒农业为A股上市公司，公司直接和间接融资渠道畅通。

7. 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12月27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。

8. 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。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为15亿元，占2018年6月底调整后全部债务和长期债务的1.59%和5.67%，对公司现有债务结构影响不大。

截至2018年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.52%、69.68%和39.23%。以公司2018年6月底报表财务数据为基础，考虑公司于2018年9月发行的“18北大荒MTN001”（20亿元，3年）、2018年10月发行的“18北大荒MTN002”（10亿、3年）及2018年12月发行的“18北大荒MTN003”（10亿元，3年）。不考虑将本期中期票据计入权益及其他因素，预计本期中期票据发行后，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81.02%、70.87%和43.81%，公司债务负担有所加重。考虑到本期募集资金部分用于偿还银行贷款，实际债务负担低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营净现金流对本期中期票据的保障倍数的均值为2.37倍，2017年为2.32倍；公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数的均值为5.72倍，2017年为5.94倍，EBITDA对本期中期票据保障程度良好。

总体看，公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。此外，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、结论

公司是中国目前规模最大、现代化水平最高的农业生产集团和商品粮生产基地，具备显著的规模优势、资源优势、技术优势和装备优势。公司资产构成以流动资产为主，债务构成以短期债务为主，债务负担重。近年来，公司

⁵ 授信统计不包括农场土地使用权质押及不需公司提供担保的部分借款。

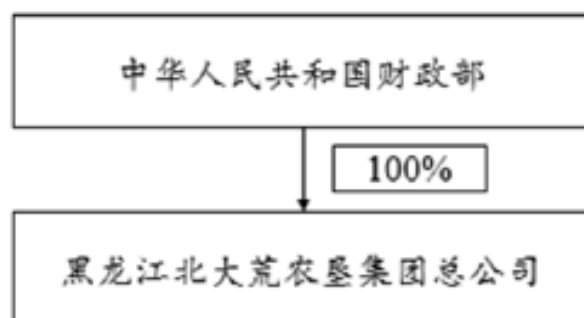
营业收入不断下降，社会负担重，且受资产减值不确定事件影响，公司整体盈利能力弱。

近年来，公司土地承包费稳定增长，工业和商业板块收入有所波动。未来，随着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。

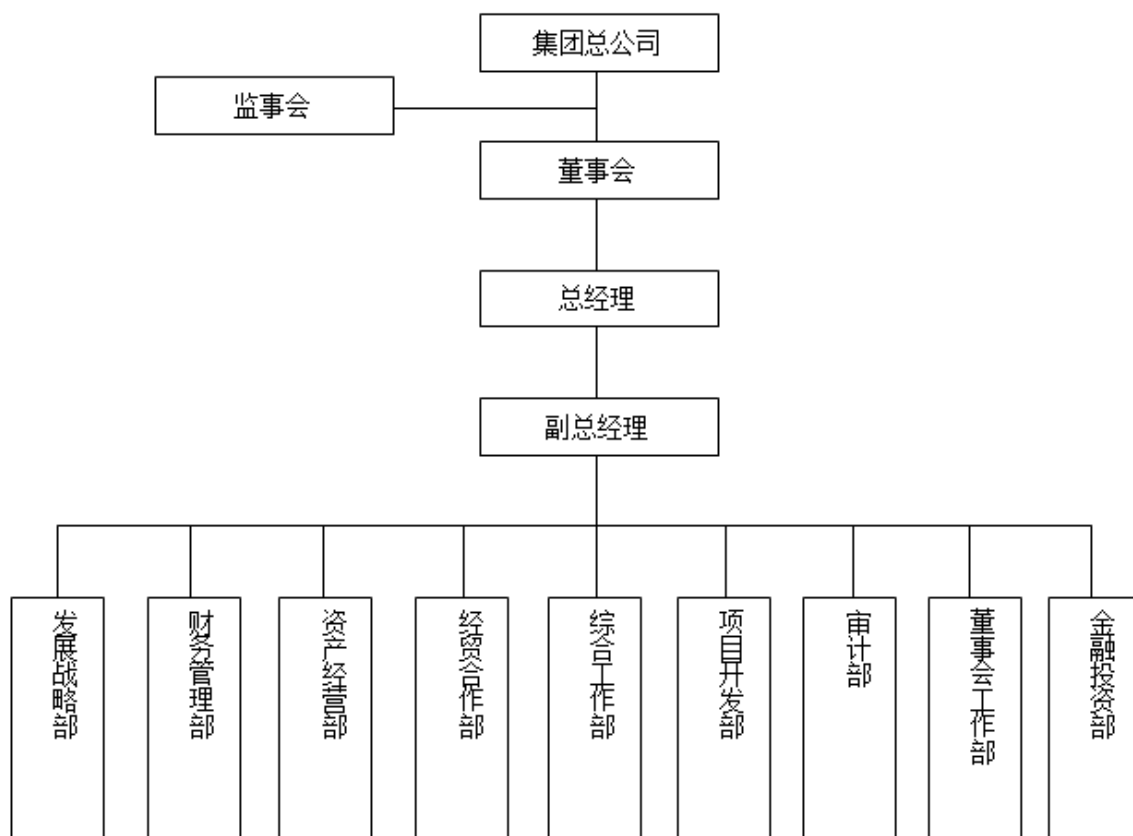
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	398.30	316.46	266.18	335.26
资产总额(亿元)	1928.37	1943.60	1916.00	2105.20
所有者权益(亿元)	333.45	364.01	409.12	410.04
短期债务(亿元)	751.35	659.86	603.90	677.72
长期债务(亿元)	194.98	251.24	227.36	264.72
全部债务(亿元)	946.33	911.10	831.26	942.44
营业总收入(亿元)	1313.36	1214.47	1082.32	470.01
利润总额(亿元)	6.47	0.14	5.16	2.88
EBITDA(亿元)	83.33	82.11	89.10	--
经营性净现金流(亿元)	18.24	48.42	34.77	128.31
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	114.83
营业利润率(%)	16.09	17.25	19.10	22.16
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	39.23
全部债务资本化比率(%)	73.94	71.45	67.02	69.68
资产负债率(%)	82.71	81.27	78.65	80.52
流动比率(%)	86.18	89.51	92.27	96.53
速动比率(%)	63.69	66.32	69.34	75.32
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 年半年度财务数据未经审计；2.2015~2018 年 6 月底，所有者权益中分别包含永续债券 15 亿元、35 亿元、50 亿元和 50 亿元；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 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	
总资产收益率	(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+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。

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 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

黑龙江北大荒农垦集团总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

黑龙江北大荒农垦集团总公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对黑龙江北大荒农垦集团总公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，黑龙江北大荒农垦集团总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注黑龙江北大荒农垦集团总公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现黑龙江北大荒农垦集团总公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对黑龙江北大荒农垦集团总公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如黑龙江北大荒农垦集团总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对黑龙江北大荒农垦集团总公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与黑龙江北大荒农垦集团总公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。