

信用评级公告

联合〔2021〕7338号

联合资信评估股份有限公司通过对北大荒农垦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，确定维持北大荒农垦集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 北大荒 MTN002”“16 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001B”和“19 北大荒 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

北大荒农垦集团有限公司 2021 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
北大荒农垦集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 北大荒 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16 北大荒 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 北大荒 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 北大荒 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 北大荒 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 北大荒 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 北大荒 MTN002	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
15 北大荒 MTN002*	15 亿元	15 亿元	2021/11/25
16 北大荒 MTN002*	20 亿元	20 亿元	2022/1/24
18 北大荒 MTN001	20 亿元	20 亿元	2021/9/21
18 北大荒 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/10/17
18 北大荒 MTN003	10 亿元	10 亿元	2021/12/27
19 北大荒 MTN001B*	10 亿元	10 亿元	2022/1/28
19 北大荒 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022/1/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券；标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为下一行权日

评级时间：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

北大荒农垦集团有限公司（以下简称“公司”）拥有中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地，是农业生产、贸易龙头企业之一，在政策支持、行业地位、土地资源、机械化作业、规模化生产和产业链完整度等方面具有明显的竞争优势。2020 年，公司收入和利润规模同比有所增长。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，公司社会负担重、营业外支出规模大对利润有明显侵蚀，高管人员尚未完全到位，存货和其他应收款规模大、对营运资金占用明显，部分其他应收款与预付款项存在回收风险、存货面临一定跌价风险以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、农产品深加工等业务的不断完善，以及承担的社会责任逐步剥离，公司整体经营状况有望好转，盈利能力将得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“15 北大荒 MTN002”“16 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001B”和“19 北大荒 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 行业地位突出，产业链完整度高。**公司拥有中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地，是农业生产、贸易龙头企业，形成了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。
- 作为对国民经济有重要影响的农业龙头企业，公司享有的政府支持力度大。**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。2020 年，公司收到政府补助 67.60 亿元，同比增长 7.69%。
- 收入和利润规模有所增长。**2020 年，公司实现营业总收入 1423.32 亿元，同比增长 15.39%；实现利润总额 13.14 亿元，同比增长 4.01 倍。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	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	A	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	3
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
政府支持力度大，2020年获得政府补助67.60亿元				+2

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

分析师：刘丽红

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

关注

1. **社会负担重、盈利能力弱。**公司工业和商业等业务板块部分经营主体处于微利或亏损状态，同时社会负担重，营业外支出规模大，侵蚀公司整体盈利水平。
2. **高管成员尚未完全到位。**截至报告出具日，公司管理团队共10人，监事会尚在建设中，高管人员存在空缺。
3. **公司存货和其他应收款规模大，对营运资金占用明显，部分其他应收款与预付款项存在回收风险；存货面临一定跌价风险。**
4. **债务负担重。**截至2020年底，公司负债总额1681.14亿元，较年初增长6.53%；如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至1096.58亿元。截至2020年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为77.68%和68.44%。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	282.10	263.04	306.95	481.62
资产总额（亿元）	1991.03	1985.72	2164.32	2327.55
所有者权益（亿元）	404.93	407.68	483.18	478.05
短期债务（亿元）	680.10	532.92	550.24	512.71
长期债务（亿元）	289.77	442.64	497.44	538.24
全部债务（亿元）	969.87	975.56	1047.68	1050.95
营业总收入（亿元）	1160.10	1233.49	1423.32	298.26
利润总额（亿元）	2.40	2.62	13.14	6.13
EBITDA（亿元）	94.01	100.55	116.68	--
经营性净现金流（亿元）	48.64	11.83	54.91	127.23
营业利润率（%）	18.89	18.54	16.22	14.08
净资产收益率（%）	-0.48	-0.32	1.86	--
资产负债率（%）	79.66	79.47	77.68	79.46
全部债务资本化比率（%）	70.55	70.53	68.44	68.73
流动比率（%）	98.26	113.59	112.91	115.52
经营现金流动负债比（%）	4.26	1.22	5.37	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.49	0.56	0.94
EBITDA利息倍数（倍）	2.43	2.26	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.32	9.70	8.98	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	605.26	741.78	951.78	1014.76
所有者权益（亿元）	235.57	291.96	326.48	321.66
全部债务（亿元）	365.39	414.16	506.05	523.10
营业总收入（亿元）	1.93	2.44	3.12	0.39
利润总额（亿元）	5.17	10.33	4.38	0.17
资产负债率（%）	61.08	60.64	65.70	68.30
全部债务资本化比率（%）	60.80	58.65	60.78	61.92

流动比率 (%)	281.81	724.05	296.82	281.31
经营现金流动负债比 (%)	-0.53	-11.51	13.38	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 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; 3. 2021年1-3月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债部分已计入债务相关指标核算; 5. 2018-2020年合并口径现金类资产已剔除受限资金
资料来源: 公司审计报告及提供资料, 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
19 北大荒 MTN001B 19 北大荒 MTN002 18 北大荒 MTN001 18 北大荒 MTN002 18 北大荒 MTN003 16 北大荒 MTN002 15 北大荒 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/06/22	徐臻 黄冠嘉	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)	阅读全文
19 北大荒 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/01/17	刘哲 刘然	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
19 北大荒 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2018/12/28	刘哲 刘然	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
18 北大荒 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/10/31	刘哲 刘然	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
18 北大荒 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/09/27	刘哲 刘然	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
18 北大荒 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/07/05	刘哲 刘然	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
16 北大荒 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/09/18	刘哲 董征	制造企业信用分析要点 (2014年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016年)	阅读全文
15 北大荒 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/09/01	刘哲 董征	制造企业信用分析要点 (2014年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由北大荒农垦集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、根据联合资信控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北大荒农垦集团有限公司 2021 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”）关于北大荒农垦集团有限公司（以下简称“公司”或北大荒集团）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。2018 年 12 月 16 日，公司出资人由黑龙江农垦总局变更为中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”），公司实际控制人由原中华人民共和国农业部变更为财政部。2020 年 5 月，公司改制为国有独资公司，名称由黑龙江北大荒农垦集团总公司变更为现名。截至 2021 年 3 月底，公司实收资本为 186.55 亿元，注册资本为 236.00 亿元；实际控制人为财政部，所持有的公司股权无质押。

跟踪期内，公司经营范围与组织架构无变化。截至 2020 年底，公司拥有 9 家农垦分局、106 个农牧场和 170 家子公司。其中，公司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.SH）于 2002 年在上海证券交易所上市，截至 2021 年 3 月底，公司持股 64.14%（无质押）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2164.32

亿元，所有者权益 483.18 亿元（含少数股东权益 77.39 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 1423.32 亿元，利润总额 13.14 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2327.55 亿元，所有者权益 478.05 亿元（含少数股东权益 76.73 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 298.26 亿元，利润总额 6.13 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、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公司债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

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
19 北大荒 MTN002	10.00	10.00	2019-01-30	3
19 北大荒 MTN001B	10.00	10.00	2019-01-28	3 (3+N)
18 北大荒 MTN003	10.00	10.00	2018-12-27	3
18 北大荒 MTN002	10.00	10.00	2018-10-17	3
18 北大荒 MTN001	20.00	20.00	2018-09-21	3
16 北大荒 MTN002	20.00	20.00	2016-10-24	6 (3+N)
15 北大荒 MTN002	15.00	15.00	2015-11-25	6 (3+N)
合计	95.00	95.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等

短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成

总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

2. 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长

率，下同。

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较年初下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较年初增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较年初增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结

构有望优化: 房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计 2021 年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

五、行业分析

1. 粮食加工和贸易行业

2020 年,中国粮食产量在品种结构持续优化的基础上继续保持高位水平。受生猪行业景气度上行影响,作为饲料原料的豆粕和玉米需求量大幅上升,中国粮食进口量大幅增长。随着国家政策推进,中国粮食产业将加快结构调整,提高粮食加工水平和运输服务,不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态,品种间差异较大。2020 年,全国粮食总产量 13390 亿斤,同比增长 0.9%,主要系各地加大对粮食生产的支持力度,层层压实粮食生产责任,积极落实各项补贴政策,提高农民种粮积极性所致。其中,稻谷、小麦、豆类薯类产量增加,玉米略减。粮食播种面积增加 1056 万亩,同比增长 0.6%。其中稻谷、豆类、薯类面积增加,玉米种植面积维持,小麦种植面积下降。总体看来,中国稻谷和小麦为供大于求,玉米产不足需、大豆依赖进口。

2020 年,我国农产品贸易逆差 947.7 亿美元,同比增长 32.9%。2020 年,根据海关总署统计数据显示,中国进口粮食 14262 万吨,同比增长 28%。其中,大豆进口 10033 万吨,同比增长 13.3%,进口单价 1.4 元/斤,比国内市场价格低 1.1 元/斤;玉米进口 1130 万吨,同比增长 135.7%,进口单价 0.8 元/斤,比国内市场价格低 0.5 元/斤;小麦进口 838 万吨,同比增长 140.2%,进口单价 1 元/斤,比国内市场价格低 0.25 元/斤;大麦进口 808 万吨,同比增长

36.3%;高粱进口 481 万吨,增长 478.6%;稻谷及大米进口 294 万吨,同比增长 15.6%。

从粮食进口种类看,2020 年,中国大豆和玉米进口量有所增长,合计约占中国粮食进口总量的 78%,主要系生猪行业景气度上行,作为饲料原料的豆粕和玉米需求大幅上升所致。其他进口品种如小麦、大麦和高粱也主要作为畜禽饲料,大米和稻谷作为食用粮,进口量不大,对国内粮食构成的价格压力较小。

行业政策方面,农业农村部印发《2020 年种植业工作要点》提出守底线、优结构和提质量三点要求。其中“守底线”就是守住国家粮食安全底线,坚持稳字当头,稳政策、稳面积、稳产量,确保三大谷物面积稳定在 14 亿亩以上、口粮面积稳定在 8 亿亩以上,确保 2020 年粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上;“优结构”就是继续优化种植结构。巩固区域结构调整成果,调优品种结构,提高产品品质,增加绿色优质农产品供给;“提质量”就是推动种植业绿色高质量发展。

近年来中国粮食加工行业发展较快,品种结构得到了一定程度的优化,但从粮食加工企业的具体特征来看,企业规模仍偏小,生产经营方式粗放,市场竞争能力不强;布局较为分散,区域发展不平衡;初加工产能相对过剩,稻谷、小麦加工行业产能利用率只有 43%和 60%左右;粮食加工产品质量标准体系不健全,技术要求偏低,部分产品缺乏统一标准,食品质量安全水平仍有待提高。

从粮食产销区域看,中国粮食产销区存在市场割裂问题,加之粮食具有季节生产性,国内粮食生产以秋粮为主,存在粮食周期性需求的矛盾,全国粮食省际间流通量约占全国粮食总产量的 1/3,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。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。在粮食运输方式上,粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主,粮食外贸主要以航运为主。能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业在竞争中占有较大优势。

2. 乳制品行业

乳品行业经过多年发展已进入全产业链竞争阶段。中国乳品行业对外部奶源及乳粉等原材料的需求持续存在，其价格的波动对乳品企业成本影响较大。国内乳品行业集中度较高，龙头企业具有明显的竞争优势和市场份额。

乳业方面，经过近二十年的发展，中国乳品行业度过最初的快速成长期（2008年之前），在经历2008年食品安全“三聚氰胺”事件导致的行业盘整后逐步进入稳步发展期（2009—2014年），国产乳品占有率回落，养殖散户难以为继、产业向规模化养殖普及，中游企业加速向上游奶源布局；2015年以来，行业增速放缓、景气度处于低位波动，行业步入产业升级期，冷链物流等技术和规模化牧场生产普及，低温酸奶、鲜奶快速发展，国产婴幼儿配方奶粉有所回暖，国产乳品占有率呈现回升态势，乳品企业布局上游奶源的同时，注重产品创新和品类拓展以优化产品结构，行业进入全产业链竞争阶段。

中国乳品需求结构也在过去十年发生了较大变化，饮用奶（常温奶和低温巴氏奶）仍占主要地位，但占比从2009年超过80%下降近20个百分点至大约62%；酸奶占比上升幅度较大，从最初的约16.8%上升至2019年的约35.6%。现阶段看，中国乳品人均消费量相比美国、韩国、日本仍有差距，随着消费者购买力的持续提升，以及关注健康食品的理念不断普及，以乳品为代表的健康食品产业发展前景良好。

2020年，我国乳制品行业产值近6500亿元，主要由饮用奶（约占39%）、婴幼儿配方奶粉（约占27%）、酸奶（约占24%）和冰激凌（约占7.5%）构成，其余为黄油、奶酪等乳制品。行业的市场规模方面，近年来我国乳制品行业销售总额总体保持增长，2020年达4195.58亿元，同比增长6.30%，增速较上年下降9.83个百分点。

图1 2007-2020年我国乳品业销售情况

（单位：亿元、%）

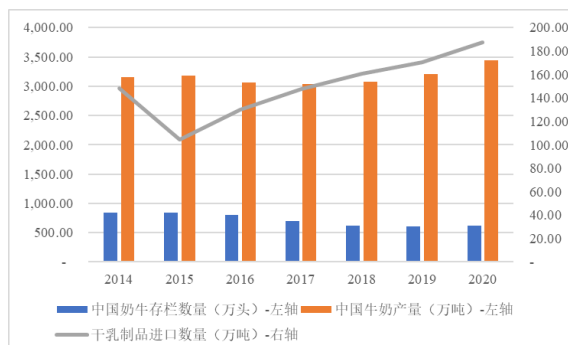


资料来源：Wind

我国乳制品行业加工所需原料奶主要来源系国内奶牛产出的原料奶和来自海外的牛奶（主要为大包粉），海外牛奶的价格对我国原料奶价格有拉低的作用。

国内奶牛养殖方面，2008年以来，我国奶牛养殖规模化程度不断提高，但与美国、加拿大、澳大利亚等奶业发达国家相比，我国奶牛存栏量100头以下的牧场比重仍偏高。养殖技术方面，2020年，我国荷斯坦奶牛平均单产能力已超7.80吨/年，规模牧场100%实现机械化挤奶，90%以上配备全混合日粮（TMR）搅拌机。奶牛存栏方面，2020年，我国奶牛存栏量同比增长0.82%至615万头。随着牛奶单产能力增加，我国牛奶产量同步增长。

图2 2014-2020年我国奶牛、牛奶和乳制品进口



注：我国奶牛存栏数量来自 Wind 抓取的 USDA 数据，仅做变动趋势参考

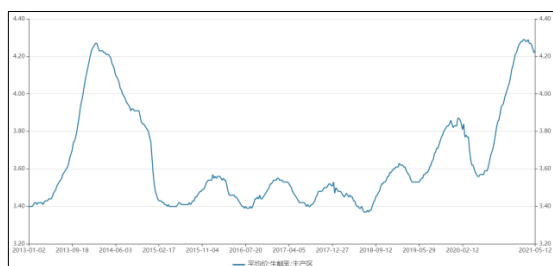
资料来源：Wind

目前，国内商品原料奶供应总量存在一定的供给缺口，需要通过进口原料奶粉予以补充。2018—2020年，我国进口干乳制品（含全脂奶粉、各类脱脂程度奶粉、乳清粉和奶酪等）数量逐年

增长，分别为160.78万吨、170.33万吨和187.40万吨。

我国乳制品进口的主要来源国为新西兰。近年来，我国从新西兰进口奶粉、鲜奶、黄油和奶酪数量分别占各类别进口总量的7成、8成、8成和5成左右。上述进口产品的进口量受到新西兰原奶价格的影响较大；新西兰原奶价格以恒天然原奶价格为风向标。恒天然原奶价格持续低迷至2016年开始震荡上涨，同期在进口低价大包粉的替代作用下国内原料奶价格持续走低。2020年，受国内原料奶供给不足和新冠疫情催化乳制品需求的双重影响，我国主产区生鲜乳均价由年初的3.83元/公斤上涨至4.21元/公斤，涨幅达9.92%。原奶价格上涨对乳制品企业成本控制形成一定压力。

图3 我国生鲜乳（主产区）均价走势
(单位：元/公斤)



资料来源：Wind

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。根据商务部统计数据，牛奶零售价自2019年初进入快速上行阶段，受新冠肺炎疫情影响和消费者对于生活质量的更高需求影响，目前仍位于近年来的价格高位。

竞争格局方面。2020年，我国乳制品行业规模以上乳企572家；龙头企业伊利股份和蒙牛乳业市场占有率合计约达48%，第3到第10名市占率差距较小。我国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来我国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

从参与企业来看，国内参与乳业竞争的企业可分为三大梯队，第一梯队包括伊利、蒙牛两

大全国性品牌，市占率均在20%以上；第二梯队包括光明、三元等区域性品牌，与第一梯队在全国范围内形成互补，市占率在5%以下；第三梯队包括完达山、贝因美、科迪、燕塘等品牌，有特色主导产品或较高的区域认知度，市占率在1%以下。国外参与我国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。预计未来一段时间内，如无食品安全等重大事件发生，伊利等一线品牌的全国市场份额仍将稳中有增，区域强势品牌的区域市场份额有望保持稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。公司实际控制人为财政部，所持有的公司股权无质押。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有中国最大的垦区种植面积，已形成以农业生产为核心的完整产业链，具有规模及品牌优势。经过多年发展，公司拥有中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地，为农业生产、贸易龙头企业，形成了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。

公司的前身为黑龙江省农垦总局，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5.54万平方公里，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。公司是国家重点建设的商品粮基地和农产品加工基地。

公司拥有多家国家级和省级龙头企业，九三粮油工业集团有限公司（以下简称“九三粮油”）、完达山乳业股份有限公司（以下简称“完达山乳业”）、黑龙江省北大荒米业集团有限公司（以下简称“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处于国内领先水平。

垦区地理位置优越，为农作物种植提供良好环境。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%，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，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、试验站和土壤化实验室为主

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。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. 外部支持

作为对国民经济有重要影响的农业龙头企业，公司享有的政府支持力度大。2018—2020 年，公司获得政府补助分别为 60.52 亿元、62.77 亿元和 67.60 亿元。2020 年，公司收到政府补助主要是下属农场收到的与日常经营活动无关的补助，包括政社拨款（20.11 亿元）、离退休经费（17.70 亿元）、税费改革资金（5.61 亿元）、产粮大县奖励（2.41 亿元）和其他补助等。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10230103007922003），截至 2021 年 5 月 28 日，公司已结清信贷记录中不良/违约类笔数 3 笔，主要系公司财务人员及银行工作人员工作疏忽，导致应在周末还款的贷款延期至下一工作日结清；已结清关注类信贷记录 3 笔，主要系公司下属子公司财务指标较上期有所下降，银行将对其授信调入关注所致。公司无未结清不良信贷记录。

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

公司监事会尚在建设中，高管人员存在空缺。公司管理体系未来仍有较大整合与改善的空间。

跟踪期内，公司按照《公司法》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。2020年初，公司本部设立资金归集系统平台，目前已完成对部分农牧场的资金归集，对下属其余各层级子公司的资金归集将在未来逐步完成。公司对下属子公司管控能力增强，但仍存在下属子公司过多、经营范围重叠等问题。截至报告出具日，公司管理团队共10人，监事会尚在建设中，高管人员存在空缺。整体看，公司管理体系未来仍有较大整合与改善的空间。

八、经营分析

1. 经营概况

公司经营规模大，农业产业链完整。2020年，公司收入和利润规模同比有所增长，主业盈利能力弱。

公司作为黑龙江省大型农业集团，围绕原粮、乳制品和农资产品，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、化肥、农机）

销售。

2020年，公司实现营业总收入1423.32亿元，同比增长15.39%；实现利润总额13.14亿元，同比增长4.01倍，主要系费用成本减少以及政府补助增加所致。

2020年，公司实现主营业务收入1345.47亿元，同比增长15.53%；主营业务收入占营业总收入的比例为94.53%，占比仍很突出。公司主营业务收入构成中，农业（农产品销售+家庭农场承包费收入）、工业、商业三大板块作为公司核心业务，合计占主营业务收入的96.60%。公司农业板块收入分为农产品销售收入和家庭农场承包费收入，2020年，农产品销售收入同比增长38.95%，家庭农场承包费收入略有增长；工业板块和商业板块收入分别同比增长15.32%和14.78%。公司其他业务涉及建筑业和服务业，收入占比较小，对公司整体经营影响不大。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率同比下降2.67个百分点，主要系公司涉及的农产品在上游采购和下游销售方面均受国家价格控制，以及奶制品竞争激烈挤压利润空间等原因综合导致。分板块看，2020年，公司农产品销售业务毛利率同比下降7.57个百分点；家庭农场承包费收入毛利率由100.00%下降至91.08%，主要系公司2020年将与农业生产相关的支出、分公司基本田应付家庭农场款、以及境外承包土地支付的租金均计入成本所致；工业板块毛利率同比上升1.52个百分点，商业板块毛利率同比下降1.18个百分点。

表3 2018-2020年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018年			2019年			2020年		
	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	72.55	6.58	6.41	102.19	8.78	10.75	141.99	10.55	3.18
家庭农场承包费收入	125.35	11.37	100.00	132.57	11.38	100.00	135.05	10.04	91.08
工业	467.47	42.41	6.54	474.35	40.73	5.15	547.00	40.66	6.67
商业	376.91	34.19	6.67	414.44	35.59	4.58	475.69	35.35	3.40
建筑业	53.76	4.88	8.04	35.63	3.06	6.76	39.12	2.91	5.87
服务业	6.31	0.57	20.13	5.39	0.46	31.85	6.62	0.49	36.18
合计	1102.35	100.00	17.35	1164.58	100.00	16.41	1345.47	100.00	13.74

注：2018年农产品销售收入仅包含北大荒粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）2018年7-12月收入

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021年1-3月,公司实现营业总收入298.26亿元,同比增长61.11%,主要系上年同期新冠疫情导致可比基数较低所致;实现利润总额6.13亿元,同比转亏为盈。

2. 农业板块

公司垦区种植面积广,规模化优势显著。2020年,公司土地承包费收入保持稳定,但粮食收购价格受国家管制,粮食销售利润受政策性因素影响较大。

公司农业板块收入包括土地承包费收入和农产品销售收入。

(1) 土地承包费收入

2020年,土地承包的经营主体无重大变化,主要包括各区管理局及北大荒农业。

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。土地承包费收取的模式为: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。截至2020年底,公司土地承包播种面积合

计4268.62万亩,平均承包费327元/亩。2020年,公司家庭农场承包费收入同比增长1.87%。

(2) 农产品销售

原粮销售

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管理局、粮食经销子公司和粮食集团等。

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%。农产品销售的结算方式,部分在预收全额货款后向客户发货,其他在收到预付定金后发货,按照双方合同中的约定时间收取剩余货款,两种结算方式各占50%。

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2020年底,黑龙江垦区有效灌溉面积达2392万公顷,机电井9.50万眼;现有粮食处理中心369座,种子加工厂41个,金属粮仓2090座,水泥晒场3880万平方米,粮食仓储能力达到1514万吨。截至2020年底,公司拥有农用机械总动力1237.40万千瓦,农用大中型拖拉机9.56万台,机动水稻插秧机9.22万台,联合收获机4.68万台,农用飞机77架,农用飞机场67处,垦区航化作业面积176.31万公顷。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。

种业集团

黑龙江北大荒种业集团有限公司（以下简称“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 137 个自有品牌。截至 2020 年底，种业集团拥有子公司 9 家。

截至 2020 年底，种业集团资产总额为 46.43 亿元，负债总额为 28.59 亿元，所有者权益为 17.84 亿元。2020 年，种业集团实现销售收入 20.76 亿元，实现利润总额 0.32 亿元，同比变化不大。2020 年，种业集团销售农作物种子 14.66 万吨，实现收入 14.67 亿元；销售肥料及农药 28.23 万吨，实现收入 5.22 亿元；销售农机 1558 台套，实现收入 0.73 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。

公司农产品销售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。农业作为涉及民生的重要产业，产业链各环节受政策性因素影响大。

3. 工业板块

2020 年，公司工业板块收入和盈利水平有所提高。随着非洲猪瘟疫情好转，以大豆加工和贸易为主的九三粮油开工率和收入水平有所回升；以奶制品业务为主的完达山收入和利润规模有所增长，主要系增加毛利高的产品销售叠加处置子公司形成投资收益所致；工业板块产能利用率低。

公司工业板块主营业务为农副产品加工业和食品工业，经营主体主要为九三粮油、米业公司、北大荒农垦麦芽有限公司（以下简称“麦芽公司”）以及完达山乳业等。

（1）九三粮油

九三粮油为公司全资子公司，主要经营大豆加工业务，主要生产单位分类为绿色食品种植基地、大豆产品初加工基地和大豆产品精深加工基地。其中，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”。

2020 年随着非洲猪瘟疫情好转，九三粮油开工率和收入水平有所回升。近年来，九三粮油豆油和豆粕产销率持续保持在 88% 以上的较高水平；产能利用率维持在 55%~70% 的区间，主要系公司有部分老旧产能尚未淘汰以及产品种类较为缺乏所致。

表 4 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
2018 年	158	520	140	511	78	150
2019 年	156	492	141	503	77	134
2020 年	163	568	165	569	105	159

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	2018 年	2019 年	2020 年
采购量	738	590	727
其中：国产大豆	36	30	13
进口大豆	702	560	714
平均采购价格	3230	3101	3140

资料来源：公司提供

原材料采购方面，大豆为主要原材料，采购成本约占九三粮油生产成本的 90%，大豆主要从美国和巴西进口，少量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，公司对外依存度大。2020 年，九三粮油进口大豆采购量和采购价格同比大幅增长。九三粮油境外采购方主要为美国和巴西，2020 年，前五大供应商合计占九三粮油采购金额的比例为 63.87%，集中度仍很高。

九三粮油产品销售以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

公司乳品主要经营主体为完达山乳业（截至 2020 年底，公司持股 80.85%），拥有年加工鲜奶能力 100 余万吨，可生产奶粉、液态奶、饮料和保健食品等品种，销售网络遍及全国。公司奶源基地主要分布在北纬 45 度，处于世界仅存的三大黑土带之一，在这一奶源带上，公司拥有 600 万亩天然草原牧场，10 万头良种奶牛。截至 2020 年底，完达山乳业资产总额为 36.00 亿元，所有者权益为 20.00 亿元。2020 年，实现营业总收入 42.60 亿元，同比增长 13.47%，实现利润总额 1.70 亿元，同比增长 47.59 倍，主要系调整奶粉、液奶品类结构，产品毛利上升，叠加处置下属子公司形成非经营性收益所致。

2020 年，完达山乳业粉类产品产量和销量分别同比增长 29.36% 和 6.53%，平均价格同比下降 5.80%，销售额维持稳定；液奶产品产量同比下降 11.94%，销量同比增长 5.83%，平均价格同比增长 4.76%，销售额同比增长 9.85%。

完达山乳业粉类和液奶产能利用率较低，主要系是国家新食品安全法的颁布叠加小乳品厂的淘汰所致。

表 6 完达山乳业产销状况

产品		2018 年	2019 年	2020 年
粉类	产能（万吨/年）	6.78	6.12	6.06
	产量（万吨）	2.75	2.35	3.04
	销量（万吨）	3.20	2.45	2.61
	平均价格（万元/吨）	5.51	5.86	5.52
	销售额（亿元）	17.62	14.38	14.41
	产能利用率（%）	40.56	38.40	50.17
液奶	产能（万吨/年）	59.27	60.96	59.31
	产量（万吨）	27.68	28.45	25.05
	销量（万吨）	27.42	28.31	29.96
	平均价格（万元/吨）	0.63	0.63	0.66
	销售额（亿元）	17.26	17.97	19.74
	产能利用率（%）	46.70	46.67	42.24

资料来源：公司提供

跟踪期内，完达山乳业在奶源管理、生产管理和乳品检测方面无重大变化。

(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，2020 年，米业公司新增饲料加工和销售业务。

表 7 米业公司大米产销量情况（单位：万吨）

项目	产量		销量	
	大米	副产品	大米	副产品
2018 年	18.52	4.06	19.25	3.49
2019 年	24.02	2.57	24.05	2.56
2020 年	26.46	5.43	25.74	5.36

注：大米销量不包括直接销售的原米

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，米业公司拥有 1 个分公司、7 家控股子公司、9 个制米厂，拥有国际领先制米生产线 22 条，年加工水稻能力为 150 万吨，是中国规模化的米业生产企业和农业产业化重点龙头企业。米业公司生产所需的水稻和原粮采购渠道以国家粮食局粮食交易协调中心竞拍采购及散户收购为主。

米业公司销售范围覆盖国内大部分地区。米业公司根据销售市场价格作为定价依据，货款约 5% 为现款现货（现金）结算，95% 为先款后货的结算方式。

由于片面追求经营规模，忽视了经济效益，加之经营体制存在缺陷以及行业天然劣势，近年来米业公司经营成果和资产状况逐渐恶化。截至 2020 年底，米业公司资产总额为 39.67 亿元，所有者权益为 -21.37 亿元；2020 年，实现营业总收入 27.78 亿元，利润总额 -2.57 亿元，其中大米深加工业务收入为 11.18 亿元。

4. 商业板块

跟踪期内，公司农产品贸易规模大，拥有覆盖全国的 5 大物流中心，业务辐射范围广。

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”，公司持股 100.00%）和粮食集团。

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。跟踪期内，商贸集团依托黑龙江肇东、河北秦皇岛、四川德阳、广东中山、浙江宁波五大物流中心，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、粮食以及农副产品加工、流通提供了辐射全国的一体化物流服务。2020 年，商贸集团公司实现营业收入 370.00 亿元，同比增长 15.62 亿元；实现利润总额-7.35 亿元，同比减亏，主要系期间费用压降所致。

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。2020 年，商贸集团实现粮食销售收入 147.80 亿元，同比增长 10.41%。

成品油业务方面，商贸集团承担垦区成品油供应责任，拥有运营油库 13 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。2020 年，商贸集团成品油收入 19.70 亿元，同比下降 12.29%。

5. 经营效率

公司整体经营效率一般。

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，2020 年，公司销售债权周转次数为 12.12 次；存货周转次数为 3.97 次；总资产周转次数为 0.69 次。总体看，公司资产规模大，经营效率一般。

6. 未来发展

公司的战略规划对公司的经营管理具有指导作用。

十四五期间，公司将以集团营业总收入“倍增计划”为努力方向，以进入世界 500 强、与国际粮商同台竞技为基本目标，大幅提升维护国家粮食安全和重要农产品有效供给的战略保障能力、现代企业治理能力、示范引领周边农业农村发展的带动能力，努力建成中国特色新型农

业现代化示范区、世界一流的现代农业产业集团和吸引人才留住的聚集地，盯住国内市场，以国内大循环为主体，推进全产业链建设，创新市场营销方式，提升品牌价值和市场竞争力，加快建立农业生产、加工、仓储、物流体系，建设好大基地，培育好大企业，做强大产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年底，公司合并范围内子公司较年初减少 68 家，增加 47 家。截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司共 170 家。公司增加及减少的子公司规模较小，经营范围没有重大变化，财务数据具有可比性。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2164.32 亿元，所有者权益 483.18 亿元（含少数股东权益 77.39 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 1423.32 亿元，利润总额 13.14 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2327.55 亿元，所有者权益 478.05 亿元（含少数股东权益 76.73 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 298.26 亿元，利润总额 6.13 亿元。

2. 资产质量

截至 2020 年底，公司资产构成相对均衡，资产受限比例低；存货和其他应收款规模大，对公司资金占用明显，部分其他应收款与预付款项账龄长，且存在回收风险；存货存在一定跌价风险，整体资产质量较好。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2164.32 亿元，较年初增长 8.99%。其中，流动资产占 53.39%，非流动资产占 46.61%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 1155.52 亿

元，较年初增长 4.97%。公司流动资产主要由货币资金（占 25.34%）、预付款项（占 11.78%）、其他应收款（占 18.12%）和存货（占 27.79%）、构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 292.78 亿元，较年初增长 10.89%，主要系银行存款增加所致。货币资金主要由银行存款（占 89.97%）构成。货币资金中有 22.74 亿元受限资金，受限比例为 7.77%，主要为进口大豆付汇增值产品保证金，受限资金占比较低。

截至 2020 年底，公司预付款项 136.10 亿元，较年初增长 0.30%。预付款项中账龄超过 1 年的占 42.64%，主要系合同未执行完毕所致。其中，预付北京银奥联合商贸有限公司（以下简称“北京银奥”）6.29 亿元，账期 3 年以上；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（以下简称“中油丰年”）。公司按欠款方归集的前五名预付账款未计提坏账准备。北京银奥营业执照已吊销，中油丰年涉及多起诉讼纠纷，公司存在预付款项坏账风险。

截至 2020 年底，公司其他应收款 209.42 亿元，较年初下降 6.63%。公司其他应收款共计计提坏账准备 47.51 亿元，计提比例为 18.49%。期末余额前五名欠款方合计金额 43.59 亿元（已计提坏账准备 22.82 亿元，主要系苏州高峰糖业有限公司全额计提坏账准备 17.96 亿元和黑瞎子岛生态园筹建办全额计提坏账准备 4.29 亿元）。涉及政府补助的其他应收款合计 4.25 亿元，账龄均为 1 年以内，预计 2021 年可收回。公司其他应收款规模大，对公司营运资金占用明显。

截至 2020 年底，公司存货 321.16 亿元，较年初增长 15.84%，主要系产成品增加所致。存货主要由原材料（占 21.59%）、产成品（占 61.01%）和在途物资等构成，累计计提跌价准备 4.48 亿元，计提比例为 1.37%。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，计提比例偏低。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 1008.80 亿元，较年初增长 14.00%，主要系在建工程增

加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 67.60%）和在建工程（占 13.75%）构成。

截至 2020 年底，公司固定资产 681.90 亿元，较年初增长 3.47%。公司固定资产继承农垦总局办社会形成的资产，以房屋建筑物、机器设备和社会性固定资产为主，累计计提折旧 509.65 亿元；固定资产成新率 57.17%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司在建工程 138.73 亿元，较年初增长 107.97%，主要系新增黑龙江三江平原青龙山灌区一期工程、灌区和黑龙江省三江平原青龙山灌区田间配套工程项目投入所致。

截至 2020 年底，公司受限资产规模为 27.52 亿元，占公司净资产比重低，为 5.70%。

表 8 截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	年底账面价值	受限原因
货币资金	22.74	进口大豆付汇增值产品保证金、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、土地复垦保证金、履约保证金、用于担保的定期存款或通知存款等
存货	0.11	法院查封
固定资产	3.39	贷款抵押、法院查封等
无形资产	1.12	贷款质押、法院查封
其他	0.16	法院冻结
合计	27.52	--

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2327.55 亿元，较年初增长 7.54%，主要系货币资金增加所致。其中，流动资产占 57.08%，非流动资产占 42.92%。公司资产结构相对均衡，资产规模和结构较年初变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益中的未分配利润持续为负且规模大，侵蚀所有者权益。

截至 2020 年底，公司所有者权益 483.18 亿元，较年初增长 18.52%，主要系实收资本增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为

83.98%，少数股东权益占比为 16.02%。截至 2020 年底，公司归属于母公司所有者权益以实收资本（占 45.97%）和资本公积（占 83.09%）为主，公司所有者权益稳定性好；未分配利润为 -165.70 亿元，主要系公司历年社会性支出较大，国家政策对粮食价格的调控影响公司盈利能力，叠加 2020 年公司未分配利润转增实收资本所致；其他权益工具账面价值为 48.90 亿元，全部为永续债。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 478.05 亿元，较年初下降 1.06%，规模及构成均较年初变化不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司债务规模大，债务结构有所改善，但整体债务负担重。

截至 2020 年底，公司负债总额 1681.14 亿元，较年初增长 6.53%。其中，流动负债占 60.88%，非流动负债占 39.12%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 1023.42 亿元，较年初增长 5.60%。公司流动负债主要由短期借款（占 41.52%）和其他应付款（占 23.47%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 424.95 亿元，较年初增长 1.05%，构成以保证借款及信用借款为主。

截至 2020 年底，公司其他应付款 240.19 亿元，较年初增长 8.18%，主要系公司新增在建工程应付工程款增加所致。公司其他应付款主要由应付工程款（占 30.19%）和应付往来款（占 48.39%）构成。

截至 2020 年底，公司非流动负债 657.71 亿元，较年初增长 8.02%。公司非流动负债主要由长期借款（占 69.66%）、长期应付款（合计）（占 10.43%）和递延收益（占 16.22%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 458.17 亿元，较年初增长 16.66%，主要系公司长期贷款融资成本较低所致；长期借款以信用借款为主。公司长期借款中，2021 年到期的占 10.21%，2022 年到期的占 2.39%，2023 年到期的占

77.37%，2024 年及以后到期的占 10.03%。公司长期借款分布集中在 2023 年，集中偿付压力较大。

截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）68.60 亿元，较年初增长 36.64%，主要系公司本部新增 21.35 亿融资租入固定资产应付款所致。截至 2020 年底，公司长期应付款 31.98 亿元，较年初增长 2.43 倍，以融资租入固定资产应付款为主。

截至 2020 年底，公司递延收益 106.69 亿元，较年初增长 2.73%。公司递延收益全部为政府补助。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 1047.68 亿元，较年初增长 7.39%，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 52.52%，长期债务占 47.48%，短期债务占比有所下降。从债务指标来看，截至 2020 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 77.68%、68.44% 和 50.73%，较年初分别下降 1.79 个、2.09 个和 1.33 个百分点。

考虑到公司发行的永续中期票据（截至 2020 年底，永续中票账面价值合计 48.90 亿元）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。如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 1096.58 亿元。债务结构方面，短期债务 550.24 亿元（占 50.18%），长期债务 546.34 亿元（占 49.82%）。从债务指标看，截至 2020 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 79.93%、71.63% 和 55.71%，较调整前分别上升 2.26 个、3.19 个和 4.99 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 1849.50 亿元，较年初增长 10.01%，主要系预收款项和其他应付款（合计）增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司预收款项 177.07 亿元，较年初增长

74.16%，主要系一季度为农忙旺季，农业生产企业均为复工复产进行储备原材料所致；其他应付款(合计)298.81亿元，较年初增长22.61%，主要系应付工程款和应付往来款增加所致。公司负债结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2020年，公司收入和利润规模有所增长，但考虑到公司社会负担较重，大规模的社会性支出导致公司利润水平低，整体盈利能力弱。

2020年，公司实现营业总收入1423.32亿元，同比增长15.39%；实现利润总额13.14亿元，同比增长4.01倍，主要系费用成本减少叠加政府补助增加所致。

2020年，公司费用总额为156.45亿元，同比下降5.62%。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17.68%、59.13%、0.95%和22.23%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。2020年，公司期间费用率³为10.99%，同比下降2.45个百分点。公司期间费用对利润形成一定侵蚀。

2020年，公司资产减值损失为9.85亿元，主要为固定资产减值损失，对公司营业利润有一定侵蚀。

2020年，公司营业外收入(87.94亿元)和营业外支出(119.20亿元)规模大，分别为利润总额的6.69倍和9.07倍，对利润总额影响明显。公司为国家重点农业企业和政企合一企业，每年享受政府对政企合一企业的政策扶持(如财政拨款、离退休经费、税费改革金等)，因此营业外收入主要来自政府补贴。2020年，公司收到政府补助67.60亿元，同比增长7.69%；实现社会性收入8.06亿元。同时，公司下属农场还承担所属辖区的公共事业管理，如学校、派出所、医院、社区等，公司社会性支出占营业外支出的87.58%。营业外支出中，除政府补助和社会性收入以外，其余部分则是由公司承担，公司营业外支出对利润总额侵蚀大。

从盈利指标来看，2020年，公司营业利润

率、总资本收益率和净资产收益率分别为16.22%、3.31%和1.86%，同比分别下降2.32个百分点、提高0.21个百分点和提高2.18个百分点。公司各盈利指标处于较低水平。未来，随着农垦改革的推进，公司将剥离大部分社会职能，盈利能力有望得到改善。

2021年1-3月，公司实现营业总收入298.26亿元，同比增长61.11%，主要系上年同期新冠疫情导致可比基数较低所致；实现利润总额6.13亿元，同比转亏为盈。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流量状况良好，但资本支出规模较大，主要靠筹资活动现金流入来弥补投资性资金需求。

表9 公司现金流情况(单位:亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流入小计	1416.46	1605.98	2171.76	687.93
经营活动现金流出小计	1367.82	1594.14	2116.85	560.70
经营活动现金流量净额	48.64	11.83	54.91	127.23
投资活动现金流入小计	183.60	344.30	352.30	74.67
投资活动现金流出小计	229.64	384.03	442.88	159.37
投资活动现金流量净额	-46.05	-39.73	-90.57	-84.70
筹资活动前现金流量净额	2.59	-27.89	-35.66	42.53
筹资活动现金流入小计	878.49	916.82	1021.74	341.77
筹资活动现金流出小计	844.91	905.83	952.27	286.14
筹资活动现金流量净额	33.58	10.99	69.47	55.62
现金收入比	100.25	102.50	104.24	145.67

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入量同比增长35.23%,主要为销售商品、提供劳务收到的现金;经营活动现金流出量2116.85亿元,同比增长32.79%。2020年,公司经营活动现金净流入54.91亿元,同比增长3.64倍。2020年,公司现金收入比为104.24%,同比提高1.74个百分点,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动

³ 期间费用率=费用总额/营业总收入*100%

现金流入量同比增长 2.32%；投资活动现金流出量同比增长 15.32%，构成以投资支付的现金为主。2020 年，公司投资活动现金净流出 90.57 亿元，同比增长 1.28 倍。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -35.66 亿元，同比净流出幅度扩大，公司存在融资需求。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 11.44%，以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出量同比增长 5.13%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 69.47 亿元，同比增长 5.32 倍。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 127.23 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -84.70 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 55.62 亿元。

6. 偿债能力

2020 年，公司长短期偿债指标表现尚可，考虑到公司作为对国民经济有重要影响的农业龙头企业，股东实力强且政府支持力度大，直接、间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

表 10 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	98.26	113.59	112.91	115.52
速动比率 (%)	74.66	84.98	81.53	87.88
经营现金流动负债比 (%)	4.26	1.22	5.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.49	0.56	0.94
长期偿债能力指标				
EBITDA (亿元)	94.01	100.55	116.68	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	2.26	2.77	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.32	9.70	8.98	--

资料来源：公司审计报告和提供数据，联合资信整理

从短期偿债指标来看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率较年初分别下降至 112.91% 和 81.53%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。2020 年，公司经营现金流动负债比同比上升 4.14 个百分点至 5.37%。截至 2020

年底，公司现金短期债务比由年初的 0.49 倍提供至 0.56 倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

2020 年，公司 EBITDA 同比增长 16.05%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 50.46%）、计入财务费用的利息支出（占 35.79%）、利润总额（占 11.26%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.26 倍提高至 2.77 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 9.70 倍下降至 8.98 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2020 年底，公司在各银行的授信额度合计 452.65 亿元，未使用额度为 40.36 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司北大荒农业为 A 股上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2020 年底，公司不存在 500 万元以上的重大诉讼、仲裁或其他重大经济纠纷事项。

截至 2020 年底，公司对外担保余额合计 45.36 亿元，占净资产的 9.39%。其中，对黑龙江省农垦总局交通局的担保金额为 44.00 亿元，存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为集团内投融资管理平台，资产以其他应收款和长期股权投资为主，债务负担重，盈利水平主要依赖投资收益。考虑到自 2020 年以来，公司本部对下属子公司的资金逐步实施归集，其自身偿债能力未来有望得到改善。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 951.78 亿元，较年初增长 28.31%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产 609.44 亿元（占 64.03%），非流动资产 342.35 亿元（占 35.97%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 15.09%）和其他应收款（占 84.88%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 72.75%）和在建工程（占 21.01%）构成。截至 2020 年底，公司本部货币资金为 91.94 亿元。

截至2020年底,公司本部负债总额625.30亿元,较年初增长39.01%。其中,流动负债205.32亿元(占32.84%),非流动负债419.98亿元(占67.16%)。从构成看,流动负债主要由其他应付款(占44.91%)和一年内到期的非流动负债(占45.46%)构成;非流动负债以长期借款(占91.39%)为主。截至2020年底,公司本部资产负债率为65.70%,较年初提高5.06个百分点。

截至2020年底,公司本部全部债务506.05亿元。其中,短期债务占22.20%,长期债务占77.80%。截至2020年底,公司本部全部债务资本化比率60.78%,公司本部债务负担重。

截至2020年底,公司本部所有者权益为326.48亿元,较年初增长11.82%。归属母公司所有者权益主要由实收资本(占57.14%)、资本公积(占14.88%)、未分配利润(占12.77%)构成,公司本部所有者权益结构稳定性较高。

2020年,公司本部营业总收入为3.12亿元,利润总额为4.38亿元。同期,公司本部投资收益为18.95亿元。

现金流方面,2020年,公司本部经营活动现金流净额为27.48亿元,投资活动现金流净额-68.64亿元,筹资活动现金流净额102.65亿元。

截至2020年底,公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的43.98%、37.20%和67.57%;公司本部全部债务占合并口径的48.30%。2020年,公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的0.22%和33.33%。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产充足,经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对存续

债券待偿本金保障能力很强。

截至本报告出具日,公司本部由联合资信评级的存续债券余额共计95.00亿元(含永续债券余额45.00亿元),上述债券待偿还本金峰值出现在2021年,为55.00亿元。

截至2020年底,公司现金类资产为306.95亿元,为公司本年度剩余到期债券金额的5.58倍;2020年,公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为2171.76亿元、54.91亿元和116.68亿元,分别为公司存续债券待偿还本金峰值的39.49倍、1.00倍和2.12倍。

表11 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额	55.00
未来待偿债券本金峰值	55.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	5.58
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	39.49
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.00
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.12

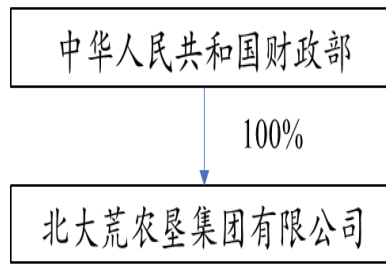
注:1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额;2. 现金类资产使用截至2020年底财务数据,已剔除受限资金;3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据;4. 到期日期以下一行权日口径计算

资料来源:联合资信整理

十一、结论

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA,维持“15北大荒MTN002”“16北大荒MTN002”“18北大荒MTN001”“18北大荒MTN002”“18北大荒MTN003”“19北大荒MTN001B”和“19北大荒MTN002”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底北大荒农垦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 2021 年 3 月底北大荒农垦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 2020 年底北大荒农垦集团有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	投资额(万元)	实收资本(万元)	持股比例(%)
1	黑龙江农垦北大荒商贸集团有限公司	粮食、水产品、饲料、化肥、农业机械等	511665.39	511665.39	100.00
2	黑龙江北大荒农业股份有限公司	水稻、小麦、大豆、玉米等粮食作物的生产、精深加工、销售；尿素的生产、销售	114631.29	177767.99	64.14
3	黑龙江北大荒种业集团有限公司	农业生产资料的生产，销售	34076.68	34076.68	100.00
4	北大荒通用航空公司	农业服务	70528.19	70528.19	100.00
5	北大荒建设集团有限公司	建筑业	119960.00	119960.00	100.00
6	黑龙江省完达山乳业股份有限公司	生产、销售乳及乳制品	168347.32	77144.71	80.85
7	九三粮油工业集团有限公司	大豆及其制品的生产经营，原料及其产品的进出口业务	140027.38	140027.38	100.00
8	北大荒马铃薯集团有限公司	农产品初加工	92338.37	92338.37	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	282.10	263.04	306.95	481.62
资产总额 (亿元)	1991.03	1985.72	2164.32	2327.55
所有者权益 (亿元)	404.93	407.68	483.18	478.05
短期债务 (亿元)	680.10	532.92	550.24	512.71
长期债务 (亿元)	289.77	442.64	497.44	538.24
全部债务 (亿元)	969.87	975.56	1047.68	1050.95
营业总收入 (亿元)	1160.10	1233.49	1423.32	298.26
利润总额 (亿元)	2.40	2.62	13.14	6.13
EBITDA (亿元)	94.01	100.55	116.68	--
经营性净现金流 (亿元)	48.64	11.83	54.91	127.23
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	11.51	10.11	12.12	--
存货周转次数 (次)	3.52	3.66	3.97	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.62	0.69	--
现金收入比 (%)	100.25	102.50	104.24	145.67
营业利润率 (%)	18.89	18.54	16.22	14.08
总资本收益率 (%)	2.65	3.11	3.31	--
净资产收益率 (%)	-0.48	-0.32	1.86	--
长期债务资本化比率 (%)	41.71	52.06	50.73	52.96
全部债务资本化比率 (%)	70.55	70.53	68.44	68.73
资产负债率 (%)	79.66	79.47	77.68	79.46
流动比率 (%)	98.26	113.59	112.91	115.52
速动比率 (%)	74.66	84.98	81.53	87.88
经营现金流流动负债比 (%)	4.26	1.22	5.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.49	0.56	0.94
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	2.26	2.77	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.32	9.70	8.98	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 2021 年 1-3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债部分已计入债务相关指标核算；5. 2018-2020 年现金类资产已剔除受限资金

资料来源：公司审计报告及提供资料，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.03	30.46	91.94	137.28
资产总额 (亿元)	605.26	741.78	951.78	1,014.76
所有者权益 (亿元)	235.57	291.96	326.48	321.66
短期债务 (亿元)	155.61	42.02	112.34	93.76
长期债务 (亿元)	209.78	372.14	393.70	429.34
全部债务 (亿元)	365.39	414.16	506.05	523.10
营业总收入 (亿元)	1.93	2.44	3.12	0.39
利润总额 (亿元)	5.17	10.33	4.38	0.17
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.84	-8.91	27.48	62.83
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	222.16	112.87	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	34.32	35.09	84.38	101.77
营业利润率 (%)	72.28	68.58	65.51	4.23
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	2.01	3.54	1.34	--
长期债务资本化比率 (%)	47.11	56.04	54.67	57.17
全部债务资本化比率 (%)	60.80	58.65	60.78	61.92
资产负债率 (%)	61.08	60.64	65.70	68.30
流动比率 (%)	281.81	724.05	296.82	281.31
速动比率 (%)	281.81	724.04	296.81	281.30
经营现金流动负债比 (%)	-0.53	-11.51	13.38	--
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.72	0.82	1.46
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. 2021 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 其他流动负债中的有息负债部分已计入债务相关指标核算
资料来源: 公司审计报告及提供资料, 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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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

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 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 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。