

信用等级公告

联合〔2019〕2277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，“15 北大荒 MTN002”“16 北大荒 MTN002”“17 北大荒 MTN001”“17 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001A”“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。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十六日



黑龙江北大荒农垦集团总公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

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 MTN002 ¹	15 亿元	2021/11/25	AAA	AAA
*16 北大荒 MTN002	20 亿元	2019/10/24	AAA	AAA
*17 北大荒 MTN001	15 亿元	2020/05/26	AAA	AAA
17 北大荒 MTN002	15 亿元	2020/08/09	AAA	AAA
18 北大荒 MTN001	20 亿元	2021/09/21	AAA	AAA
18 北大荒 MTN002	10 亿元	2021/10/17	AAA	AAA
18 北大荒 MTN003	10 亿元	2021/12/27	AAA	AAA
*19 北大荒 MTN001A	5 亿元	2021/01/28	AAA	AAA
*19 北大荒 MTN001B	10 亿元	2022/01/28	AAA	AAA
19 北大荒 MTN002	10 亿元	2022/01/30	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 26 日

分析师：刘哲 杨恒

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

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	316.46	266.18	324.27	341.99
资产总额(亿元)	1943.60	1897.22	1991.03	2058.55
所有者权益(亿元)	364.01	390.34	404.94	417.91
短期债务(亿元)	659.86	603.90	680.10	591.75
长期债务(亿元)	251.24	226.16	289.77	364.93
全部债务(亿元)	911.10	830.05	969.87	956.68
营业总收入(亿元)	1214.47	1082.32	1160.10	201.07
利润总额(亿元)	0.14	-13.62	2.40	-1.38
EBITDA(亿元)	82.11	70.32	94.01	--
经营性净现金流(亿元)	48.42	34.77	48.64	39.72
营业利润率(%)	15.35	17.21	17.05	18.98
净资产收益率(%)	-1.25	-4.62	-0.48	--
资产负债率(%)	81.27	79.43	79.66	79.70
全部债务资本化比率(%)	71.42	68.02	70.55	69.60
流动比率(%)	89.51	90.62	97.02	103.91
经营现金流动负债比(%)	4.04	3.04	4.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.08	11.80	10.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	2.15	2.45	--

注：1.2017 年数据为追溯调整后数据；2.2019 年一季度财务数据未经审计；3.指标计算时未将所有者权益中合计 65 亿元永续中票计入长期债务；4.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；5.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。跟踪期内，公司土地承包费及工业板块收入保持稳定，2018 年 6 月起北大荒粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）重新纳入合并范围，农产品销售收入同比大幅增长。2018 年 12 月 16 日，公司实际控制人由原中华人民共和国农业部变更为中华人民共和国财政部。同时，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、债务负担重以及对苏州高峰糖业有限公司（以下简称“高峰糖业”）预付

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

及应收款项全额计提坏账准备（追溯调整）等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

跟踪期内，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

随着国家产业政策支持的不断深化，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主体长期信用等级为 AAA，“15 北大荒 MTN002”“16 北大荒 MTN002”“17 北大荒 MTN001”“17 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001A”“19 北大荒 MTN001B”和“19 北大荒 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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，受粮食集团重新纳入合并范围影响，公司营业总收入规模大且同比保持增长。
4. 跟踪期内，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

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，债务负担很重，存在一定短期偿债压力。
3. 公司下属子公司众多，管控水平有待提高。

公司于 2018 年追溯调整高峰糖业应收及预付款项合计 18.78 亿元全额计提坏账准备。

4. 公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。
5. 公司存货、预付款项和其他应收款规模大，对公司资金形成占用，部分其他应收款及预付款项存在回收风险。
6. 跟踪期内，公司实际控制人发生变更，联合资信将持续关注后续对公司在管理经营、战略规划以及对外融资等方面可能产生的影响。

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

根据有关法规要求，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”，股票代码：600598）于2002年在上海证券交易所上市，截至2019年3月底，公司持股64.14%（无质押）。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，公司实际控制人由原中华人民共和国农业部变更为中华人民共和国财政部。截至2019年3月底，公司实收资本102.15亿元。

截至2019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9个部门，拥有9个农垦分局，农牧场105个，27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2018年底，公司（合并）资产总额1991.03亿元，所有者权益404.94（含少数股东权益68.22亿元）亿元。2017年，公司实现营业收入1160.10亿元，利润总额2.40亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2058.55亿元，所有者权益417.91亿元（含少数股东权益66.63亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入201.07亿元，利润总额-1.38亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续期债券共计130亿元，募集资金已全部按其用途使用完毕。跟踪期内，“15北大荒MTN002”“16北大荒MTN002”“17北大荒MTN001”“17北大荒MTN002”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 MTN002	15	15	2015/11/25	2021/11/25
*16 北大荒 MTN002	20	20	2016/10/24	2019/10/24
*17 北大荒 MTN001	15	15	2017/05/26	2020/05/26
17 北大荒 MTN002	15	15	2017/08/09	2020/08/09
18 北大荒 MTN001	20	20	2018/09/21	2021/09/21
18 北大荒 MTN002	10	10	2018/10/17	2021/10/17
18 北大荒 MTN003	10	10	2018/12/27	2021/12/27
*19 北大荒 MTN001A	5	5	2019/01/28	2021/01/28
*19 北大荒 MTN001B	10	10	2019/01/28	2022/01/28
19 北大荒 MTN002	10	10	2019/01/30	2022/01/30

资料来源：联合资信整理

注：1、存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为赎回权行权日；2、“15北大荒MTN002”、“16北大荒MTN002”和“17北大荒MTN001”自第五个定价周期，“19北大荒MTN001A”自第七个定价周期，“19北大荒MTN001B”自第四个计息年度起当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300个基点

“15 北大荒 MTN002”于 2015 年 11 月 25 日发行，发行期限为(3+N)。2018 年 11 月 22 日，公司决定不行使赎回权并重置票面利率，“15 北大荒 MTN002”继续存续，下一行权日为 2021 年 11 月 25 日，票面利率为 5.32%。

在赎回权方面，“16 北大荒 MTN002”“17 北大荒 MTN001”和“19 北大荒 MTN001B”的发行期限为(3+N)年，“19 北大荒 MTN001A”的发行期限为(2+N)年。根据发行条款，上述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。

递延支付利息方面，在上述各期永续中票付息日前 12 个月内，公司（含合并范围内子公司及集团本部）若发生向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）、减少注册资本以及向偿付顺序劣后于上述永续中票的证券进行任何形式的兑付，则不得递延支付当期利息。公司上市子公司北大荒农业自 2015 年起连续分红，且 2018 年度分红方案已于 2019 年 5 月 22 日实施完毕，即未来 12 个月内上述各期永续中票利息不得递延支付。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速

持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全

国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不

断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续

升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 粮食产业

(1) 粮食产业概况

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。

粮食产量在种植结构调整优化基础上继续保持高位水平

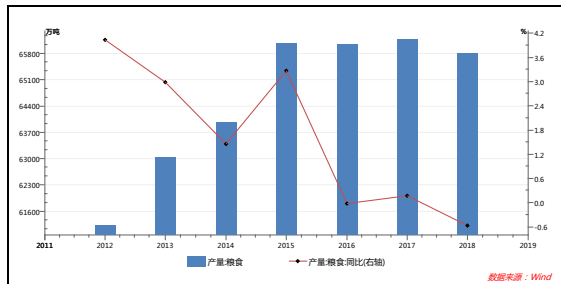
过去15年间，中国的粮食生产可以分为两个阶段。从2003-2015年，中国粮食产量持续增长。2015年，全国粮食总产量达到年产62143.5万吨（12428.7亿斤）。该阶段产量增长很大程度上依赖于玉米种植规模提升，尤其是2008年实行玉米临储收购政策以来，极大地刺激了农民种植玉米的动力，使得玉米种植面积和产量双双大增，并于2012年取代稻谷跃居第一大主粮作物地位。

2016年，粮食总产量出现首次回落，中国粮食总产量为61623.9万吨（12324.8亿斤），比2015年减少520.1万吨（104.0亿斤），减少了0.8%。但当年粮食产量仍为历史次高。此后在2017年粮食总产量又小幅爬升至61791万吨（12358亿斤）。

2018年，全国粮食总产量65789万吨（13158亿斤），比2017年减少371万吨（74亿斤），下降0.6%，主要系农业种植结构调整优化，调减库存较多的稻谷和玉米种植，同时扩大大豆种植，因地制宜发展经济作物综合影响。从三大粮食品种看，2018年稻谷产量21213万吨，减产0.3%；小麦产量13143万吨，减产2.2%；玉米产量25733万吨，减产0.7%。全年棉花产量610万吨，比上年增产7.8%。油料产量3439万吨，减产1.0%。糖料产量11976万吨，增产5.3%。茶叶产量261万吨，增产5.9%。初步统计，2018年全国谷物播种面积14.95亿亩，较上年减少1619万亩，下降1.1%，连续两年下降。其中，稻谷4.53亿亩，同比减少837万亩，下降1.8%；小麦3.64亿亩，减少360万

亩，下降 1.0%；玉米 6.32 亿亩，减少 404 万亩，下降 0.6%。2018 年全国豆类播种面积 1.53 亿亩，同比增加 180 万亩，增长 1.2%，连续两年增加。其中，大豆播种面积 1.26 亿亩，同比增加 232 万亩，增长 1.9%。2018 年全国薯类播种面积 1.08 亿亩，同比增加 11 万亩，略增 0.1%。

图 1 2012-2018 年中国粮食总产量及变动趋势
(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。

粮食进口量有所下降但仍保持高位

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。

根据海关公布的数据，2018 年中国累计进口谷物及谷物粉 2046 万吨，累计进口大豆 8803 万吨。两者累计进口量合计约为 1.08 亿吨，粮食进口量仍保持高位，但较 2017 年的 1.2 亿吨减少 1264 万吨。细分来看，其中累计进口谷物及谷物粉同比下降 20%，累计进口大豆同比下

降 7.6%。

结合 2018 年国内粮油市场走势来看，2018 年进口下降主要原因一是中美之间贸易关系的变动，导致大豆、玉米（及其替代品）贸易量出现较大幅度下降；二是疫情的影响，使得国内饲料需求出现较为明显的下降；三是大量临储库存量的低价上市，对市场供应构成了新的冲击；四是在供给侧改革的推动下，中国粮食价格与全球粮食价格之间的价差缩小，进口受到一定抑制。

虽然 2018 年包括大豆、玉米及其替代品在内的饲料粮整体进口数量呈现大幅下降趋势，但考虑到养殖疫情难以持久，以及 2018 年累计拍卖 1 亿吨玉米库存等因素，预计在 2019 年国内粮食进口或恢复增长的态势。

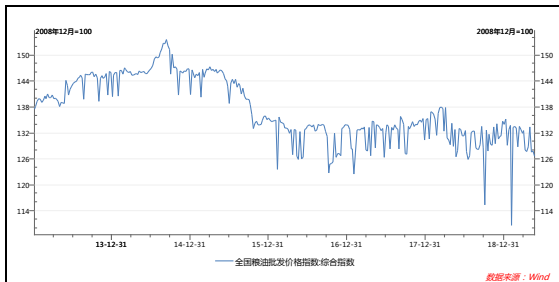
全球谷物价格上涨，国内主要粮食品种价格走势分化

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。2018 年全年的平均值为 168.4 点，比 2017 年下降约 3.5%，比 2011 年的高位值下降近 27%。粮农组织表示，虽然 2018 年所有主要谷物的国际价格均出现了上涨，但食品价格指数所涵盖的其他商品价格均出现下降，其中糖类跌幅最大，抵消了谷物价格的涨幅。

从国内粮食价格来看，2018 年粮食价格涨幅为 0.8%，较上年下降 0.7 个百分点。2012-2018 年，粮食价格涨幅均在 5% 以内，其中 2016 年至 2018 年粮食价格涨幅均小于 2%，2018 年涨幅首次跌破 1%。从 2018 年粮食价格指数月度走势来看，涨幅基本上在 0.5%-1.2% 的窄幅区间震荡，全年走势呈现前高后低趋势。在居民消费价格分类指数中，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。2018 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，除玉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下跌，其中粳米和大豆价格跌幅居前，

粳米和小麦价格跌幅相对较小。国内玉米市场化购销和去库存进入第三年，玉米去库存进度超预期，市场交易主体对玉米价格相对看好，国内玉米价格触底回升，价格重心整体上移。受 2018 年临储大豆拍卖成交量同比大幅增加的影响，国产大豆供应同比增幅明显，而需求并无明显增加，加之四季度中美贸易摩擦缓和以及国内非洲猪瘟疫情扩散，国内大豆价格指数承压下跌。2018 年小麦、晚粳米、早粳米和粳米价格指数均受到最低收购价和拍卖底价下调的影响而下跌。因国内小麦供需偏紧，最低收购价和拍卖底价下调幅度较小，小麦价格指数跌幅较小。

图 2 2013 年至 2019 年 5 月国内粮食指数走势



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%。中华粮网统计数据显示，2018 年中国累计销售成交政策性粮油 11980.6 万吨，同比增加 50%，其中玉米成交 10013 万吨，同比增加 74.3%。

(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过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；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，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。同日，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。受此影响，美国农产品期货全线大跌，其中大豆期货指数瞬间下跌3.3%、玉米下跌3%、小麦下跌1.7%、豆油下跌1.8%、豆粕下跌2.9%。

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，有意义地增加美国农产品和能源出口。2018年6月15日，美国白宫对中美贸易发表声明，对1102种产品总额500亿美元的商品征收25%关税，其中第一组340亿美元商品关税已于7月6日开始征收。同时，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税。2018年9月24日，美国正式对大约2000亿美元的中国商品征收额外10%的关税；中国同步对约600亿美元的美国商品额外加征5%-10%的关税。截至2019年5月12日，中美双方已进行了十一轮经贸磋商。美东时间5月13日，美国贸易代表办公室发布公告，将就约3000亿美元中国商品加征25%关税征求意见举行公开听证会。

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、美国和

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，但对长期大豆进口供应影响有限。据彭博基于海关数据的计算，2018 年中国从美国进口了 1664 万吨大豆，较 2017 年减少 49%，占中国大豆进口总量的 19%；从目前最大供应国巴西进口总量达到 6610 万吨，比 2017 年增长 30%，占中国 2018 年进口总量的 75%。

(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。

2. 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。

中国食品工业协会发布了《2018 年度全国食品工业经济运行分析报告》。2018 年全国食

品工业全年实现主营业务收入 9.02 万亿，同比增长 5.29%。全国 40909 家规模以上食品工业企业完成工业增加值同比增长 6.3%，比全国工业 6.2% 的增速快了 0.1 个百分点。分行业看，农副食品加工业，食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业分别增长 5.9%、6.7% 和 7.3%，烟草制品业增长 6.0%。经测算，食品工业完成工业增加值占全国工业增加值的比重为 10.6%，对全国工业增长贡献率 10.7%，拉动全国工业增长 0.7 个百分点。

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。

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，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

为行业发展的大趋势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司出资人和实际控制人均为中华人民共和国财政部。

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，公司管理体制、管理制度及高层管理人员等方面均无重大变化。

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。

2018 年，公司实现主营业务规模 1102.35 亿元，同比增长 6.99%。从收入构成看，农、工、商三大板块是公司核心业务，2018 年分别占主营业务收入的 17.95%、42.41% 和 34.19%。2018 农产品销售收入 72.55 亿元，同比增长 842.21%，主要系北大荒粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）于 2018 年 6 月重新纳入合并范围所致；家庭农场承包收入 125.35 亿元，同比变化不大；公司工业板块收入 467.47 亿元，同比下降 3.44%；商业板块收入 376.91 亿元，同比变化不大。

2018 年，公司综合毛利率小幅增长至 17.35%。其中，工业板块毛利率略有增长，2018 年为 6.54%；商业板块毛利率增加 1.18 个百分点至 6.67%；建筑业毛利率增加 2.77 个百分点至 8.04%。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 199.16 亿元，同比增长 20.92%，主要系商业板块收入增长所致。同期，公司综合毛利率为 19.36%，同比减少 4.62 个百分点。

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			2019 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	72.55	6.58	6.41	2.35	1.18	20.43
家庭农场承包费收入	116.19	10.05	100.00	119.12	11.56	100.00	125.35	11.37	100.00	24.36	12.23	100.00
工业	483.36	41.82	5.36	484.10	46.99	6.36	467.47	42.41	6.54	80.13	40.23	9.28
商业	461.88	39.96	5.60	373.19	36.22	5.49	376.91	34.19	6.67	90.21	45.30	6.56
建筑业	37.11	3.21	7.14	39.84	3.87	5.27	53.76	4.88	8.04	1.34	0.67	13.43
服务业	7.02	0.61	30.87	6.37	0.62	25.90	6.31	0.57	20.13	0.77	0.39	23.38
合计	1155.71	100.00	15.27	1030.32	100.00	16.95	1102.35	100.00	17.35	199.16	100.00	19.36

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 2018 年底，黑龙江垦区有效灌溉面积达 164.10 万公顷，机电井 9.20 万眼。现有粮食处理中心 431 座，种子加工厂 79 个，金属粮仓 2707 座，水泥晒场 3755 万平方米，粮食仓储能力达到 2277 万吨。截至 2018 年底，公司拥有农用机械总动力 1137.50 万千瓦，农用大中型拖拉机 9 万台，机动水稻插秧机 8.50 万台，联合收获机 4.20 万台，农用飞机 77 架，农用飞机场 68 处，垦区航化作业面积 151.40 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	2016 年		2017 年		2018 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
玉米	463	450	42	39	536	521
大豆	59	52	22	22	66	62
水稻	706	693	81	78	802	796
麦类	3	3	3	1	3	3
其他	5	5	4	2	6	6
合计	1236	1203	152	142	1413	1388

资料来源：公司提供

注：粮食集团于 2018 年 6 月重新纳入合并范围

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”。

2018 年，九三粮油实现营业收入 371.86 亿元，同比下降 4.82%，净利润 1.54 亿元。其中豆油销售收入 77.52 亿元，豆粕销售收入 150.47 亿元；境内外贸易实现收入 131.00 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 90% 左右。

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
2016 年	153	571	153	578	89.18	152.34
2017 年	152	551	148	550	87.44	149.90
2018 年	158	520	140	511	77.52	150.47

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	2016 年	2017 年	2018 年
采购量	617	762	738
其中：国产大豆	40	21	36
进口大豆	577	741	702
平均采购价格	3412	3253	3230

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。2018 年，九三粮油累计采购大豆 738 万吨，其中：国内大豆 36 万吨，进口大豆 702 万吨，大豆以进口为主，平均采购价格 3230 元/吨，采购价格有所下降。九三粮油前五大供应商合计占比 55.01%，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。2018 年，完达山乳业实现营业总收入 43.20 亿元，同比下降 5.26%，实现利润总额 2.50 亿元，同

比下降 4.58%。

2018 年，完达山乳业液奶产品销量为 274205 吨，同比变化不大；粉类销量 31961 吨，同比下降 29.00%。鲜奶收购情况看，2018 年完达山乳业累计收购鲜奶 345262 吨，同比下降 12.42%，采购价格 3578 元/吨，同比上涨 2.85%。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	2019 年 1-3 月
粉类	产能	46800	46800	67800	16950
	产量	37962	35471	27515	7107
	销量	33224	45015	31961	7735
	平均价格(万元/吨)	4.99	4.51	5.51	6.06
	销售额(万元)	165693	203040	176172	46937
液奶	产能	569588	616986	592709	148177
	产量	294778	274197	276813	71443
	销量	296300	272980	274205	73029
	平均价格(万元/吨)	0.55	0.61	0.63	0.63
	销售额(万元)	163829	167319	172619	46293

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。

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 米业公司大米产销情况

项目	产量(万吨)		销量(万吨)	
	大米	副产品	大米	副产品
2016 年	12.42	1.57	13.35	1.76
2017 年	16.01	2.29	15.20	1.80
2018 年	19.00	3.49	19.49	3.84

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。2018 年米业公司实现营业收入 15.21 亿元，实现利润总额 -2.80 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。2018 年，商贸集团公司实现营业总收入 306.33 亿元，同比下降 9.47%，主要系一方面受国内外市场价格影响，市场行情相对低迷，为保证资金安全，能够及时收到货物并销售，同时还要保证公司获利，导致业务量较往年精减；另一方面，在农垦系统改革的大形势下，公司近两年都处于改革过渡期，同时要保证清收工作的顺利推进，对上下游客户的信用账期进行严格管控等因素所致。2018 年，商贸集团实现利润总额-8.45 亿元，主要本期综合毛利率下降及对玉米项目昌图生化科技有限公司等四家公司往来欠款计提坏账准备所致。

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。2018 年，商贸集团收购粮食 509.53 万吨，较上年减少 101.65 万吨，

其中水稻 22.37 万吨，玉米 349.43 万吨，大豆 104.30 万吨。2018 年销售各类粮食 568 万吨，其中水稻 25 万吨，玉米 446 万吨，大豆 41 万吨，总销量较上年减少 76 万吨；实现粮食销售收入 111.04 亿元，同比减少 23.68 亿元，主要受整体经济环境及国家取消粮食保护价等因素影响，由于国家已取消东北三省及内蒙古自治区玉米临储政策，将粮食补贴直接对农户，完全放开进入市场化经营，玉米价格大幅下跌，导致之前囤积的玉米库存无法顺价销售。

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 90 多万吨，零售率 98% 以上。2018 年商贸集团成品油实现销售收入 69.52 亿元，同比增长 25.15%。

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 2018 年底，种业集团拥有二级子公司 8 家，三级子公司 29 家。

2018 年，种业集团实现销售收入 21.35 亿元，同比增长 19.07%，实现利润总额 1.17 亿元，同比增长 31.46%。其中，销售农作物种子 20.21 万吨，实现收入 16.52 亿元；销售肥料及农药 11.29 万吨，实现收入 2.42 亿元；销售农机 2625 台套，实现收入 1.70 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。

2018 年，建工集团共承揽 712 个项目，其中，建筑安装工程项目 613 项，路桥工程项目 19 项，建筑设计项目 80 项。2018 年，建设集团实现主营业务收入 30.00 亿元，同比下降 16.67%；实现利润总额 0.35 亿元，同比增长 40.20%。

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。

5. 经营效率

从经营效率指标来看，近三年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数波动下降，总资产周转次数波动下降，三年均值分别为 11.38 次、3.76 次和 0.59 次，2018 年分别为 11.51 次、3.52 次和 0.60 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。

6. 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

公司 2018 年财务报告经瑞华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。公司 2018 年财务报告对前期会计差错作了追溯调整，主要系苏州高峰糖业有限公司（以下简称“高峰糖业”）于 2017 年破产清算，2018 年未达成重组方案，合计 18.78 亿元资金预计无法收回，全额计提坏账准备。

表 8 2017 年会计差错调整明细
(单位: 元)

会计科目	影响金额
资产减值损失	1878406711.78
其他应收款	-427674072.05
预付款项	-1381955952.21
应收账款	-68776687.52
未分配利润	-1117468362.06
少数股东权益	-760938349.72

资料来源: 公司 2018 年审计报告

财务数据合并范围方面, 2018年, 粮食集团重新纳入公司合并范围, 对公司数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底, 公司(合并)资产总额 1991.03 亿元, 所有者权益 404.94 (含少数股东权益 68.22 亿元) 亿元。2017 年, 公司实现营业总收入 1160.10 亿元, 利润总额 2.40 亿元。

截至2019年3月底, 公司(合并)资产总额 2058.55 亿元, 所有者权益 417.91 亿元 (含少数股东权益 66.63 亿元)。2019 年 1-3 月, 公司实现营业总收入 201.07 亿元, 利润总额 -1.38 亿元。

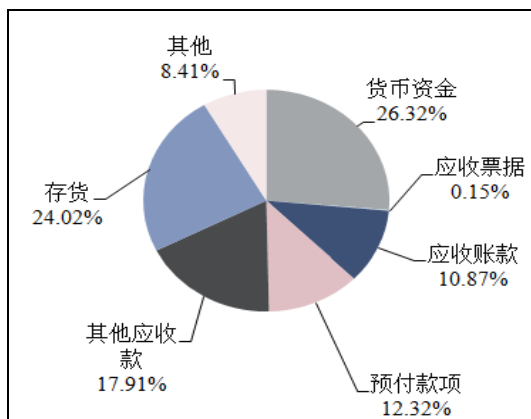
1. 资产质量

截至2018年底, 公司(合并)资产总额为 1991.03 亿元, 其中流动资产占 56.34%, 非流动资产占 43.66%。

流动资产

截至2018年底, 公司流动资产 1121.68 亿元, 同比略有下降, 主要以货币资金、其他应收款和存货为主。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至2018年底, 公司货币资金为295.25 亿元, 同比增长17.43%, 主要是粮食集团重新纳入合并范围所致。受限货币资金42.17 亿元, 其中 39.48 亿元是子公司九三粮油为取得美元借款进行了质押。

截至2018年底, 公司应收账款为121.93 亿元, 同比增长57.59%, 主要系粮食集团重新纳入合并范围所致。其中, 账龄在1年以内的应收账款占53.91%, 1-2年的占18.78%, 公司对应收款项共计提坏账准备 15.51 亿元, 计提比例为 11.28%。考虑到公司部分应收账款账龄偏长, 存在一定回收风险。

截至 2018 年底, 公司预付款项为 138.17 亿元, 同比下降 25.16%, 主要系九三粮油预付期货保证金及预付大豆款大幅减少所致。预付款中账龄超过 1 年以上的占 36.90%, 主要系合同未执行完毕。其中, 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, 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 2018 年底, 公司其他应收款为 200.95 亿元, 同比变化不大。公司其他应收款共计提坏账准备 44.60 亿元, 计提比例为 18.16%。期末前五名欠款方合计金额 105.19 亿元(已计提坏账 18.25 亿元), 主要系黑龙江省农垦总局交通运输局借款 58.03 亿元、高峰糖业 18.10 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, 对公司资金占用明显。

截至 2018 年底, 公司存货为 269.41 亿元, 同比变化不大。构成方面, 主要以库存商品(占 58.69%)及原材料(占 27.41%)为主。公司计提存货跌价准备 4.01 亿元, 计提比例为 1.47%。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。

非流动资产

截至2018年底, 公司非流动资产为869.35

亿元，主要以固定资产（占76.62%）和在建工程（占7.46%）为主。

截至2018年底，固定资产账面价值为666.09亿元，同比增长3.59%。其中，房屋建筑物占56.76%，机器设备占11.53%，社会性固定资产占22.36%，主要构成为公司继承农垦总局办社会形成的资产。

截至2018年底，在建工程为64.83亿元，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年底，公司受限资产规模为52.03亿元。其中，货币资金42.17亿元，固定资产4.44亿元。受限资产占公司净资产比重为12.85%。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2058.55亿元，其中流动资产占57.34%，非流动资产占42.66%，资产结构较2018年底变动不大。其中，预付账款增长至158.84亿元，较2018年底增长14.96%，主要系预付货款及工程款增长所致，其他科目变化不大。

跟踪期内，公司资产规模同比保持增长，资产构成以流动资产为主。货币资金中受限资金规模较大；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

负债

截至2018年底，公司负债总额为1586.10亿元，同比增长5.26%，流动负债占72.89%，非流动负债占27.11%。

从流动负债来看，截至2018年底，公司流动负债为1156.17亿元，同比变化不大，以短期借款（占44.46%）和其他应付款（占19.86%）为主。截至2018年底，公司短期借款为514.02亿元，同比增长7.45%，构成以保证借款及信用借款为主；公司应付账款88.91亿元，同比下降30.75%，主要系偿付以前年度应付账款所致；公司其他应付款为229.59亿元，同比下降

9.55%，构成主要是往来款及应付工程设备款等。

从非流动负债来看，截至2018年底，公司非流动负债为429.93亿元，同比增长17.86%。截至2018年底，公司长期借款221.08亿元，同比增长37.50%；公司递延收益103.43亿元，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债券，长期应付款中融资租赁款（扣除一年内到期部分）。截至2018年底，公司全部债务为969.87亿元，同比增长16.84%，短期债务占70.12%，长期债务占29.88%。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、2017年5月发行15亿永续中票以及2019年1月28日发行15亿永续中票，上述永续中票计入所有者权益科目。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（2019年前发行），截至2018年底，公司全部债务1019.87亿元。

从债务指标来看，截至2018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79.66%、70.55%和41.71%，同比分别增加0.23个、2.53个和5.03个百分点。

截至2019年3月底，公司负债总额1640.64亿元，较2018年底变化不大。其中，预收款项152.95亿元，较2018年底增长60.35%，主要系公司预收货款增加所致。长期借款286.26亿元，较2018年底增长29.48%，其他科目变动不大。

截至2019年3月底，公司全部债务956.68亿元，较2018年底减少13.19亿元。其中，短期债务591.75亿元，长期债务364.93亿元，长期债务占比有所上升，但仍以短期债务为主。

考虑上述永续中票待偿还本金后，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 1021.68 亿元。同期，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 79.70%、69.60% 和 46.62%。

总体看，公司有息债务规模大且以短期债务为主，债务负担很重。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 404.94 亿元（含少数股东权益 68.22 亿元），其他权益工具为公司发行的永续中票，资本公积 273.90 亿元，同比增长 9.62%，主要系下属各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 30.34%、资本公积占 81.34%、未分配利润占 -26.95%。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 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 417.91 亿元，较 2018 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。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 1160.10 亿元，同比增长 7.19%，主要系粮食集团重新纳入合并范围所致。同期，公司营业总成本为 962.35 亿元，同比增长 7.39%。2018 年，公司营业利润率为 17.05%，同比变化不大。

2018 年，公司期间费用为 160.29 亿元，同比增长 12.43%，期间费用率为 13.82%，同比增加 0.65 个百分点。其中，管理费用 99.22 亿元，主要由职工薪酬和折旧费构成。

2018 年，公司投资收益 5.09 亿元，同比下降 22.17%，主要系可供出售金融资产取得的投资收益 1.03 亿元以及国债逆回购、结构性存款等理财业务产生的投资收益 1.85 亿元等。公司

资产减值损失 6.84 亿元（高峰糖业往来款项合计 18.78 亿元已全额计提并作了追溯调整），主要系坏账损失 3.32 亿元及固定资产减值损失 2.12 亿元。

非经常损益方面，2018 年，公司营业外收入 78.42 亿元，主要是政府补助；公司营业外支出 115.76 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）。

2018 年，公司利润总额 2.40 亿元。从公司盈利指标看，2018 年，公司净资产收益率和总资产收益率分别为 -0.48% 和 2.65%，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1-3 月，公司营业总收入为 201.07 亿元，同比增长 20.73%，主要系粮食集团重新纳入合并范围所致；利润总额为 -1.38 亿元，主要系期间费用及营业外支出同比增长所致；营业利润率为 18.98%，同比减少 4.67 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业总收入有所增长，但社会负担较重，导致营业外支出规模大，整体盈利能力弱。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 1162.96 亿元，同比增长 4.14%；收到其他与经营活动有关的现金为 219.98 亿元，同比变化不大。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，2018 年为 232.42 亿元。2018 年，公司经营活动净现金流为 48.64 亿元，同比增长 39.90%；公司现金收入比为 100.25%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司收回投资收到的现金为 158.61 亿元，同比增长 146.97%，主要系理财产品到期所致；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公司购买理财产品所致。2018年，公司投资活动现金流量净额为-46.05亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入878.49亿元，主要为取得借款收到的现金755.36亿元；筹资活动现金流出844.91亿元，主要为偿还债务支付的现金759.14亿元。公司筹资活动现金流量净额为33.58亿元。

2019年1-3月，公司经营活动产生的净现金流为39.72亿元，投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-22.28亿元和4.88亿元。

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2018年底，公司流动比率和速动比率分别为97.02%和73.71%。截至2019年3月底，上述指标分别为103.91%和81.35%。考虑到公司存货、应收款项对营运资金占用明显，公司面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为94.01亿元，同比增长5.51%；公司EBITDA利息倍数为2.45倍；全部债务/EBITDA为10.32倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年底，公司对外担保总额为46.91亿元，其中对黑龙江省农垦总局交通局担保44.00亿元，存在一定或有负债风险。

截至2018年底，公司获得授信额度共计509.29亿元，未使用额度88.11亿元；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。

6. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为605.26亿元，同比增长11.40%，主要系其他应收款因内部借款增加所致。从资产构成看，流动资产

为450.67亿元（占74.46%），非流动资产为154.60亿元（占25.54%）。流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为20.03亿元和430.57亿元；非流动资产主要由长期股权投资142.24亿元和其他非流动资产8.96亿元构成。

截至2018年底，母公司负债合计369.70亿元，流动负债为159.92亿元，非流动负债为209.78亿元。非流动负债同比增加52.37亿元，主要系长期借款增长所致。截至2018年底，母公司有息债务合计365.39亿元，资产负债率为61.08%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计235.57亿元。其中，实收资本为102.15亿元，其他权益工具49.02亿元，全部为发行的永续中期票据；资本公积为18.95亿元，盈余公积3.27亿元，未分配利润62.18亿元。

盈利方面，2018年，母公司营业总收入为1.93亿元，主要由咨询服务和进出口业务收入构成。同期，母公司营业总成本为0.51亿元，投资收益为3.41亿元，母公司利润总额为5.17亿元。

总体看，母公司系集团内投资管理平台，资产以其他应收款和长期股权投资为主，盈利水平主要依赖于投资收益。母公司承担了集团内主要融资职能，自身偿债能力弱。

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2019年6月20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。联合资信认为，公司整体

抗风险能力极强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，按下一行权日计算，公司一年内到期的存续债券为“16 北大荒 MTN002”，债券余额 20 亿元。中长期存续债券为“15 北大荒 MTN002”“17 北大荒 MTN001”“17 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001A”“19 北大荒 MTN001B”和“19 北大荒 MTN002”，发行额度共 110 亿元。

截至 2018 年底，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障倍数为 16.21 倍。经营活动现金流量和经营活动现金流净额对应付债券保障倍数分别为 10.90 倍和 0.37 倍；EBITDA 对应付债券保障倍数为 0.72 倍。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	16.21
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.90
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.37
EBITDA/应付债券余额	0.72

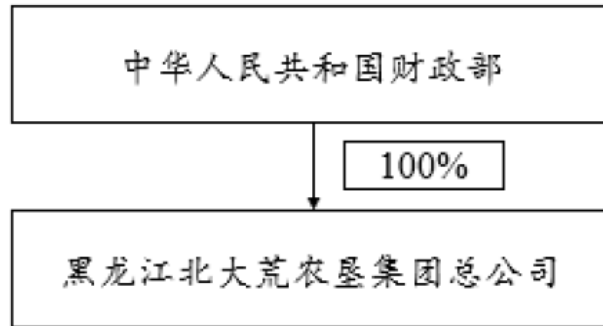
资料来源：联合资信整理

注：存续期债券中永续中期票据的到期兑付日按赎回权行权日统计

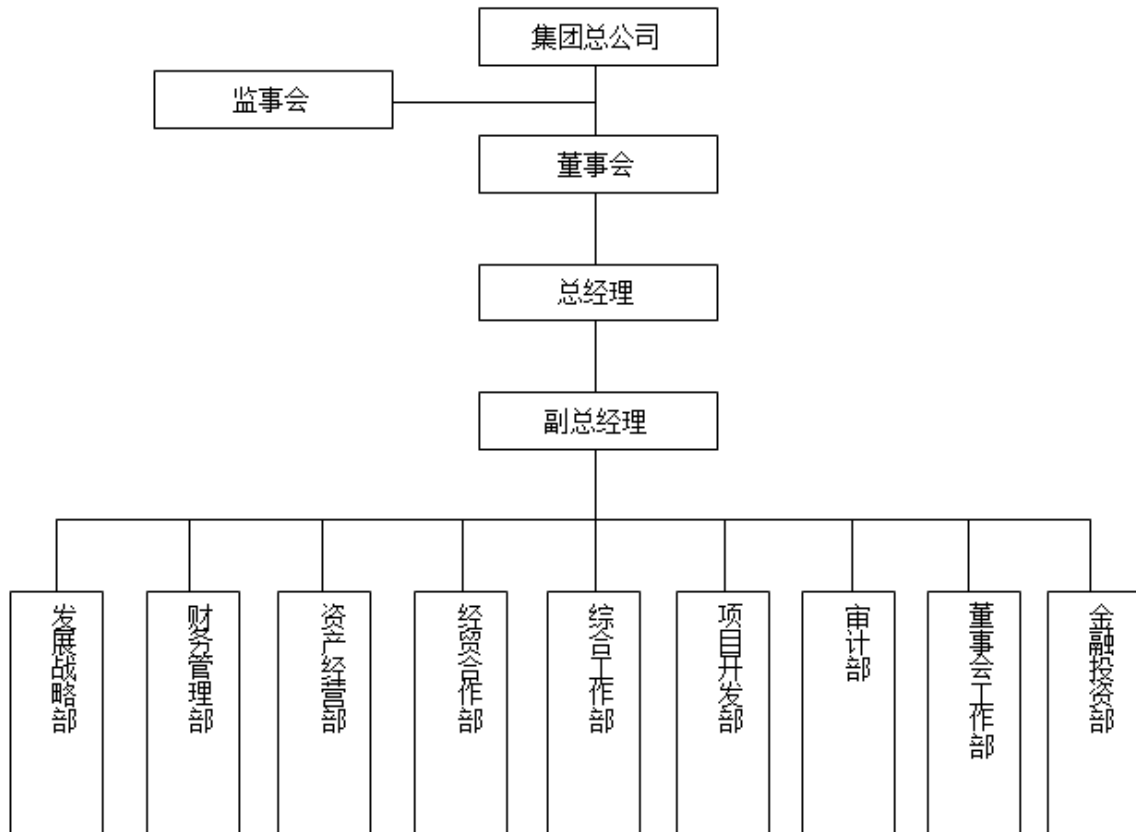
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 北大荒 MTN002”“16 北大荒 MTN002”“17 北大荒 MTN001”“17 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN001”“18 北大荒 MTN002”“18 北大荒 MTN003”“19 北大荒 MTN001A”“19 北大荒 MTN001B”和“19 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	316.46	266.18	324.27	341.99
资产总额(亿元)	1943.60	1897.22	1991.03	2058.55
所有者权益(亿元)	364.01	390.34	404.94	417.91
短期债务(亿元)	659.86	603.90	680.10	591.75
长期债务(亿元)	249.89	226.16	289.77	364.93
全部债务(亿元)	909.75	830.05	969.87	956.68
营业总收入(亿元)	1214.47	1082.32	1160.10	201.07
利润总额(亿元)	0.14	-13.62	2.40	-1.38
EBITDA(亿元)	82.11	70.32	94.01	--
经营性净现金流(亿元)	48.42	34.77	48.64	39.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.80	11.64	11.51	--
存货周转次数(次)	4.17	3.23	3.52	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.56	0.60	--
现金收入比(%)	111.41	103.18	100.25	127.31
营业利润率(%)	15.35	17.21	17.05	18.98
总资本收益率(%)	2.23	1.20	2.65	--
净资产收益率(%)	-1.25	-4.62	-0.48	--
长期债务资本化比率(%)	40.71	36.68	41.71	46.62
全部债务资本化比率(%)	71.42	68.02	70.55	69.60
资产负债率(%)	81.27	79.43	79.66	79.70
流动比率(%)	89.51	90.62	97.02	103.91
速动比率(%)	66.32	67.69	73.71	81.35
经营现金流流动负债比(%)	4.04	3.04	4.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	2.15	2.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.08	11.80	10.32	--

注：1.2017 年数据为追溯调整后数据；2.2019 年一季度财务数据未经审计；3.指标计算时未将所有者权益中合计 65 亿元永续中票计入长期债务；4.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；5.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	
营业总收入年复合增长率	
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 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