

信用评级公告

联合〔2021〕6660号

联合资信评估股份有限公司通过对中粮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，确定维持中粮集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“07 中粮债”“18 中粮 MTN001”“19 中粮 MTN001”“20 中粮 MTN001”和“21 中粮 MTN001(乡村振兴)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十一日

中粮集团有限公司

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
中粮集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
交通银行股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
07 中粮债	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中粮 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
*19 中粮 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中粮 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 中粮 MTN001(乡村振兴)	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
07 中粮债	6 亿元	6 亿元	2022/09/05
18 中粮 MTN001	20 亿元	20 亿元	2021/07/25
*19 中粮 MTN001	30 亿元	30 亿元	2022/12/16
20 中粮 MTN001	20 亿元	20 亿元	2023/04/29
21 中粮 MTN001(乡村振兴)	20 亿元	20 亿元	2023/03/19

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，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2021 年 7 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
易企业主体信用评级模型（打分表）	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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	4
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务 风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）的评级反映了公司作为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属的以粮油食品全产业链为基础的大型中央企业集团，在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面具有显著优势。跟踪期内，公司持续推进以提升专业化水平为导向的大规模、深层次、全方位资产重组和结构调整，通过梳理业务逻辑，整合形成了 18 个专业化公司（平台），解决了产供销各环节的资源整合，综合竞争力得到提升。同时，联合资信也关注到公司负债水平较高，部分业务经营状况易受国家相关调控政策及食品市场价格波动影响等因素给公司带来的不利影响。

公司现金类资产充裕，对年内到期债券的保障能力极强。其中，公司发行的“07 中粮债”由交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）提供不可撤销连带责任担保。经联合资信评定，交通银行主体长期信用等级为 AAA，担保实力强。

未来随着公司国际生产采购平台与现有国内物流运输、加工中心和销售网络相融合，公司供应链将实现向全球延伸；公司丰富的产品结构、全产业链的发展定位有助于其抵御外部经济周期波动，并保持相对稳定的经营及信用基本面。

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“07 中粮债”“18 中粮 MTN001”“19 中粮 MTN001”“20 中粮 MTN001”和“21 中粮 MTN001（乡村振兴）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司市场地位领先，产业链完整，综合竞争实力极强。作为国务院国资委直属的大型中央企业集团，公司实施“全产业链粮油食品企业”的发展战略，主营业务结构明晰，主导产品品牌知名度高，销售网络覆盖面广，市场占有率高，整体竞争实力极强。

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：杨晓丽

李 明

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

2. **公司在稳定中国粮食安全领域战略地位突出。**公司依托自身市场化经营能力，积极参与和服务国家粮食宏观调控，通过全球产业布局建设，已在南美、黑海等全球粮食主产区和亚洲新兴市场间建立起稳定的粮食走廊，为统筹利用国际、国内两种资源、两个市场，稳定中国市场供应、保障粮食安全奠定了基础。
3. **公司盈利能力较强。**跟踪期内，公司持续推进资产专业化重组与结构调整，通过梳理业务逻辑，整合形成了 18 个专业化公司（平台），解决了核心业务生产、采购、销售、上下游割裂等问题，整体盈利能力较强。
4. **公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本部存续债券待偿还本金峰值的保障能力极强。**2020 年，上述两项指标分别为 132.69 倍和 5.44 倍。

关注

1. **政策及市场环境波动，可能对公司经营产生一定影响。**公司部分业务经营状况易受国家相关调控政策及食品市场价格波动等因素影响。
2. **跟踪期内，公司债务保持较大规模，债务期限结构仍以短期为主。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 2649.83 亿元，短期债务占比为 68.21%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.19%和 57.32%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	497.69	617.99	599.16	855.78
资产总额(亿元)	5606.35	5979.84	6697.88	7094.63
所有者权益(亿元)	1660.44	1811.07	1909.97	1973.19
短期债务(亿元)	1497.48	1312.15	1568.48	1807.43
长期债务(亿元)	665.53	845.61	844.94	842.40
全部债务(亿元)	2163.00	2157.76	2413.42	2649.83
营业收入(亿元)	4711.20	4984.36	5303.05	1553.41
利润总额(亿元)	128.83	126.06	206.39	74.92
EBITDA(亿元)	275.87	264.69	326.11	--
经营性净现金流(亿元)	153.55	329.35	55.32	-12.15
营业利润率(%)	11.14	10.73	12.11	13.24
净资产收益率(%)	5.40	4.59	7.74	--
资产负债率(%)	70.38	69.71	71.48	72.19
全部债务资本化比率(%)	56.57	54.37	55.82	57.32
流动比率(%)	106.80	125.30	123.30	124.87
经营现金流动负债比(%)	4.87	11.19	1.58	--
现金短期债务比(倍)	0.33	0.47	0.38	0.47

EBITDA 利息倍数(倍)	3.94	3.14	4.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.84	8.15	7.40	--
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）	1068.31	1098.35	1225.15	1201.09
所有者权益（亿元）	482.63	512.23	521.06	546.51
全部债务(亿元)	508.90	479.55	479.54	545.29
营业收入(亿元)	53.04	87.68	140.13	91.72
利润总额(亿元)	1.75	1.03	10.82	25.45
资产负债率（%）	54.82	53.36	57.47	54.50
全部债务资本化比率(%)	51.32	48.35	47.92	49.94
流动比率（%）	58.55	58.35	68.81	69.76
经营现金流动负债比(%)	-34.71	-7.07	-2.69	--

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.合并口径其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务计算，长期债务计算包含“长期应付款”中的资产支持专项计划；3.2019—2021 年 3 月底所有者权益包括永续中期票据“19 中粮 MTN001”

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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
21 中粮 MTN001 (乡村振兴)	AAA	AAA	稳定	2021/3/16	李 明 杨晓丽	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
07 中粮债/18 中粮 MTN001/19 中粮 MTN001/20 中粮 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/29	李 明 杨晓丽	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 中粮 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/4/23	李 明 杨晓丽	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 中粮 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/12/9	李明 杨晓丽	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
18 中粮 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/7/18	刘晓濤 李 明 杨晓丽	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年）	阅读全文
07 中粮债	AAA	AAA	稳定	2007/5/15	丁继平 黄 静 刘小平	企业评级方法（2006 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中粮集团有限公司（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、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。

中粮集团有限公司

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”）关于中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）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

公司前身为华北对外贸易公司，于 1949 年在天津成立。1949 年 9 月，华北对外贸易公司分设华北粮食公司、华北油脂公司、华北蛋品公司、华北猪鬃公司、华北皮毛公司、华北土产公司等专业公司。1950 年华北粮食公司、华北油脂公司、华北蛋品公司、华北猪鬃公司、华北皮毛公司等公司改组为全国性贸易公司，改名为中国粮食公司、中国油脂公司、中国蛋品公司、中国猪鬃公司、中国皮毛公司。其中，中国蛋品公司、中国猪鬃公司和中国皮毛公司于 1951 年 4 月合并为中国畜产公司。1952 年 9 月，中国政府组建外贸专业公司，中国粮食公司、中国油脂公司改组为中国粮谷出口公司、中国油脂出口公司；从中国畜产公司分出食品业务，成立中国食品出口公司。1953 年 1 月，中国粮谷出口公司与中国油脂出口公司合并为中国粮谷油脂出口公司。1961 年 1 月，中国粮谷油脂出口公司与中国食品出口公司合并成立中国粮油食品进出口公司，后于 2007 年 3 月 2 日更为现名。

2018 年 6 月，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）国资改革〔2018〕354 号文批准，公司注册资本由 19.78 亿元变更为 119.20 亿元；经营范围增加食用农产品，上述工商登记变更已完成。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 119.20 亿元，国务院国资委为公司唯一股东及实际控制人。控股股东持有的公司股权无质押。

截至 2020 年底，公司纳入合并范围内的一级子公司共 35 家。公司下设办公室（党组办公室）、战略部、财务部、质量安全管理部及审计部等多个职能部门。

作为投资控股型企业，中粮集团控股及参股多家上市公司，其中包括中国食品有限公司（以下简称“中国食品”，00506.HK）、大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，00207.HK）、中粮屯河糖业股份有限公司（以下简称“中粮糖业”，600737.SH）、酒鬼酒股份有限公司（000799.SZ）、大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城控股”，000031.SZ）、中国蒙牛乳业有限公司（02319.HK）、中粮包装控股有限公司（以下简称“中粮包装”，00906.HK）、中粮肉食控股有限公司（以下简称“中粮肉食”，01610.HK）、中粮资本控股股份有限公司（以下简称“中粮资本”，002423.SZ）等。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 6697.88 亿元，所有者权益合计为 1909.97 亿元（含少数股东权益 950.26 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 5303.05 亿元，利润总额 206.39 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 7094.63 亿元，所有者权益合计为 1973.19 亿元（含少数股东权益 971.27 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1553.41 亿元，利润总额 74.92 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳门南大街 8 号；法定代表人：吕军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，除“21 中粮 MTN001（乡村振兴）”尚未到付息日，公司其余由联合资信评级的债券均已按照募集资金用途使用完毕并正常付息。

表 1 截至 2021 年 6 月底公司存续债券概况

(单位: 亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
07 中粮债	6.00	6.00	2007/09/05	2022/09/05
18 中粮 MTN001	20.00	20.00	2018/07/25	2021/07/25
*19 中粮 MTN001	30.00	30.00	2019/12/16	2022/12/16
20 中粮 MTN001	20.00	20.00	2020/04/29	2023/04/29
21 中粮 MTN001 (乡村振兴)	20.00	20.00	2021/03/19	2023/03/19
合计	96.00	96.00	--	--

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

资料来源: 联合资信整理

公司存续债券中, “19 中粮 MTN001” 于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述债券的条款, 可得出以下结论:

(1) 上述债券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。

(2) 上述债券如不赎回, 从第 4 个计息年开始每 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。从票面利率角度分析, “19 中粮 MTN001” 公司在赎回日具有赎回权, 重置票面利率调整幅度较大, 公司选择赎回的可能性大。

综合以上分析, “19 中粮 MTN001” 具有公司可赎回权、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, 认为上述债券清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具, 同时, 赎回和利率重置条款设置使上述债券不赎回的可能性较小。

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。中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 年中国经济逐季复苏, 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, 中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, 中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

1. 文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

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。

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，加上年初局部疫情影响，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会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年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析与区域环境

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，将加快粮食产业结构调整，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、大豆依赖进口状态。

2020年，中国农产品贸易逆差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。

未来发展方面，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，但从中国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. 肉类行业

2020 年，随着生猪行业景气度有所回升以及新冠肺炎疫情影响，猪肉价格维持高位，鸡肉价格被动下行。

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占 6 成以上。从生猪存栏量来看，受非洲猪瘟影响，中国生猪存栏量于 2019 年见底。为应对上述情况，各地区不断加大财政投入，抓紧恢复生猪产能，保障猪肉供应。截至 2020 年底，中国生猪存栏量 4.07 亿头，较年初增长 52.10%。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2020 年，中国生猪出栏 5.27 亿头，同比下降 3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。价格方面，截至 2020 年底，受生猪供给紧张影响，中国 22 个省市猪肉平均价 47.46 元/千克，同比上年仍维持在高位。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

中国猪肉主要替代肉类消费品之一是禽肉。中国肉鸡养殖行业景气度受行业本身供给关系、禽流感疫情和肉鸡较短的生长周期共同影响，呈现出行业周期短，景气度波动较大的特征。2020 年，白羽肉鸡出栏量由上年的 44.20 亿元增加至 49.20 亿只，鸡肉产量（屠宰率 75%）增长 17.61%至 977.2 万吨。

需求方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，中国鸡肉消费动力不足，对猪肉的替代作用

下降,行业景气度下行,供应端放量叠加需求端收缩,行业整体呈现出产能过剩的状态。2020年,白条鸡平均批发价格有所回落,截至2020年底已由上年底的18.79元/公斤下降至16.43元/公斤。

同时,国际原粮价格持续高位运行,畜禽行业面临饲料成本上升压力。由于中国鸡肉处于猪肉消费替代地位,随着生猪供给恢复价格下行,肉鸡行业可能面临下游销量下降、价格下行导致盈利下行的风险。

3. 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、始终处于低位波动,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。

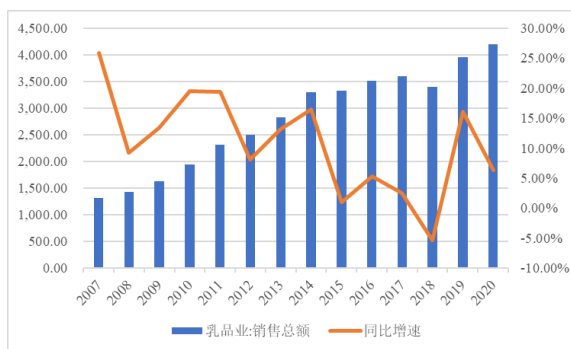
中国乳品需求结构也在过去十年发生了较大变化,饮用奶(常温奶和低温巴氏奶)仍占主要地位,但占比从2009年超过80%下降近20个百分点至大约62%;酸奶占比上升幅度较大,从最初的约16.8%上升至2019年的约35.6%。现阶段看,中国乳品人均消费量相比美国、韩国、日本仍有差距,随着消费者购买力的持续提升,以及关注健康食品的理念不断普及,以乳品为代表的健康食品产业发展前景良好。

2020年,中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,近年来中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年中国乳制品销售情况

(单位:亿元、%)

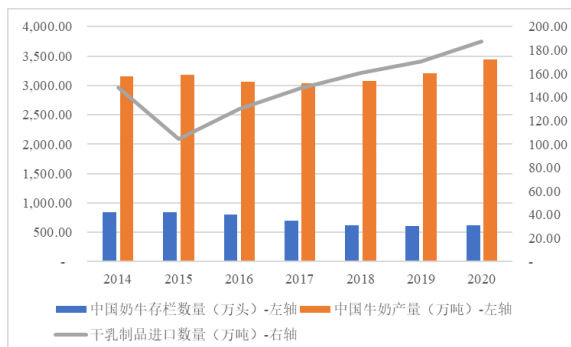


资料来源: Wind

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

国内奶牛养殖方面,2008年以来,中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,中国奶牛存栏量100头以下的牧场比重仍偏高。养殖技术方面,2020年,中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)搅拌车。奶牛存栏方面,2020年,中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,中国牛奶产量同步增长。

图2 2014—2020年中国奶牛、牛奶和乳制品进口



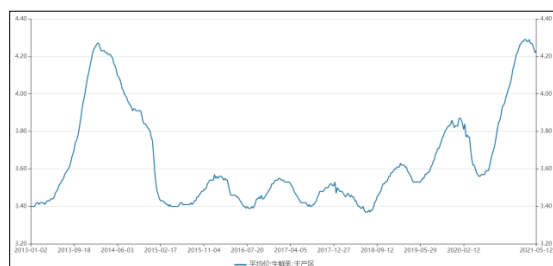
注: 中国奶牛存栏数量来自 Wind 抓取的 USDA 数据, 仅做变动趋势参考

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，中国进口干乳制品（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。

中国乳制品进口的主要来源国为新西兰。近年来，中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，中国主产区生鲜乳均价由上年底的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 中国生鲜乳（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，中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。中国乳制品市场已经呈现

出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中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。国外参与中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。

4. 区域经济环境

北京是全国粮油食品等的主要消费城市之一，北京经济的快速发展为公司的发展提供了重要推动力。

近年来，北京市经济始终保持着持续健康发展，综合经济实力不断增强。根据《北京市2020年国民经济和社会发展统计公报》，全年实现地区生产总值36102.6亿元，按可比价格计算，同比增长1.2%。其中，第一产业增加值107.6亿元，下降8.5%；第二产业增加值5716.4亿元，增长2.1%；第三产业增加值30278.6亿元，增长1.0%。三次产业由上年的0.3：16.2：83.5变化为0.4：15.8：83.8。

消费方面，2020年，北京市全年居民消费价格总水平同比上涨1.7%。其中，食品价格上涨6.1%，非食品价格上涨0.9%；消费品价格上涨2.2%，服务项目价格上涨1.1%，全年农产品生产者价格同比上涨10.9%。工业生产者出厂价格同比下降0.9%，工业生产者购进价格同比下降0.5%

2020年，北京市农业种植业产值增长5.1%。粮食总产量、蔬菜及食用菌产量分别增长6.2%和23.7%，生猪存栏增长1.4倍。全市设施农业播种面积43.5万亩、实现产值50.1亿

元,分别增长 7.2%和 6.3%。农业观光园 925 个,实现总收入 15.5 亿元。实际经营的乡村旅游单位(农户)5832 户,实现总收入 9.5 亿元。休闲农业与乡村旅游人均消费增长 22.2%

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。公司唯一股东及实际控制人为国务院国资委。控股股东持有的公司股权无质押。

2. 企业规模及竞争力

作为全球粮油及食品领域龙头企业,公司在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面均具有明显竞争优势。

截至 2020 年底,公司资产总额 6697.88 亿元,2020 年实现营业总收入 5303.05 亿元。

在中国,中粮集团综合加工能力超过 6000 万吨,是中国最大的农产品加工企业,涵盖了中国人日常消费的主要农产品品类,包括稻谷、小麦、玉米、油脂油料、糖、棉花、肉制品、乳制品、酒、茶叶等,为消费者提供数量充足、品质安全的粮油食品供应。在全球,中粮集团形成了覆盖全球主要粮油产区、销区的粮油设施布局,拥有包括种植、采购、仓储、物流和港口在内的全球生产采购平台和贸易网络,在南美、黑海等全球粮食主产区和亚洲新兴市场间建立起稳定的粮食走廊,中粮集团 50%以上营业收入来自于海外业务,为统筹利用国际国内两种资源、两个市场,稳定中国市场供应、保障粮食安全打下坚实基础。

3. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录,公司无逾期或违约偿付记录,过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内,公司在管理体制、管理制度等方

面无重大变化;管理人员变动不影响公司正常经营。

2020 年 8 月 18 日,根据中央纪委国家监委网站公告,中粮集团党组成员,总会计师骆家骢涉嫌严重违纪违法,正接受中央纪委国家监委纪律审查和监察调查。中粮集团同日出具《中粮集团有限公司关于党组成员、总会计师骆家骢涉嫌严重违纪违法接受纪律审查和监察调查的公告》,表示:此次党组成员、总会计师骆家骢涉嫌严重违纪违法接受纪律审查和监察调查的事项不会影响中粮集团有限公司的正常生产经营,亦不会对中粮集团有限公司财务状况及偿债能力造成重大不利影响。目前,中粮集团经营秩序良好,并将严格按照《公司法》、内部控制制度等要求开展工作,确保生产经营的有序推进。

2020 年 11 月 19 日,中粮集团发布《中粮集团有限公司总经理发生变动的公告》:于旭波同志任中国通用技术(集团)控股有限责任公司董事长、党组书记,免去其中粮集团董事、总经理、党组副书记职务。栾日成同志任中粮集团董事、总经理、党组副书记,相关职务任命按有关法律和章程的规定办理。公司本次董事、总经理变动系公司正常的人事调整,对公司日常管理、生产经营及偿债能力不会造成重大不利影响,上述人事变动后公司治理结构符合法律规定和公司章程规定。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,公司营业收入保持提升,多元化经营格局有效增强整体抗风险能力。

2020 年实现主营业务收入 5119.24 亿元,同比增长 5.85%。从收入构成看,粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务、食品加工、制造及销售业务及酒店、房地产开发经营业务为主营业务收入核心来源,2020 年收入合计占比达 99.77%以上,主业突出。

分板块看,2020 年,粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务收入同比

增长 6.23%至 4481.77 亿元；食品加工、制造及销售业务收入为 235.83 亿元，同比下降 8.43%；酒店、房地产开发经营业务收入同比增长 12.51%至 391.72 亿元，主要系达到结算收入条件商品房资源同比增加以及持有型项目运营效率提升，租金单价增加所致。

从毛利率来看，2020 年，公司主营业务毛利率为 11.59%，同比增加 2.11 个百分点。其中，食品加工、制造及销售业务抓住时机开拓市场、降本增效，实现主营业务毛利率 40.26%，同比增加 2.73 个百分点；粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务依靠科学研判、靠前指挥，业务基本盘逆势增长，主营业务毛利率同比增加 3.15 个百分点至 8.24%；同期，受新冠肺炎疫情对酒店业务影响加之结算项目

中低毛利项目占比提升，公司酒店、房地产开发经营业务毛利率同比下降 9.43 个百分点至 31.44%；金融及其他板块毛利率同比提升 21.97 个百分点至 62.70%。

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1480.95 亿元，同比增长 47.97%，主要系面对新冠肺炎疫情，公司抗疫保供，维护粮食安全，市场需求增加，同时深化改革、调整产品结构，带动效益提升所致；其中，粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务实现收入 1324.84 亿元，同比增长 49.89%；酒店、房地产开发经营业务实现收入 68.39 亿元，同比增长 26.51%。同期，公司综合毛利率为 11.18%，同比略有增加。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
食品加工、制造及销售业务	254.12	5.55	44.50	257.54	5.33	37.53	235.83	4.61	40.26	84.24	5.69	42.27
粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务	4071.38	88.89	5.76	4219.05	87.24	5.09	4481.77	87.55	8.24	1324.84	89.46	8.14
酒店、房地产开发经营业务	228.79	4.99	46.26	348.15	7.19	40.87	391.72	7.65	31.44	68.39	4.62	29.60
金融、其他	26.13	0.57	21.75	11.44	0.24	40.73	9.92	0.19	62.70	3.48	0.23	53.54
合计	4580.42	100.00	10.02	4836.18	100.00	9.48	5119.24	100.00	11.59	1480.95	100.00	11.18

资料来源：公司提供

1. 主要业务经营分析

(1) 粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务

粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务规模持续提升，业绩小幅增长。

粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务是公司核心收入来源，经营主体主要为中粮贸易、中粮国际、中国粮油控股有限公司（以下简称“中国粮油控股”，主要包括中粮油脂和中粮粮谷）、中粮糖业和中纺集团。

中粮贸易

由于粮食作物进出口受到国家的严格管理，中粮贸易作为中国粮食贸易主要参与者，是中国最大、国际领先的粮食贸易流通企业，主要完成国家下达的粮食进出口指标，在实现国有资产保值增值的同时，也为维护中国粮油市场稳定，保障国家粮食安全和食品安全发挥着重要作用，在行业内保持很强的垄断优势。

2. 主要业务经营分析

(1) 粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、

物流及相关服务业务

粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务规模持续提升，业绩小幅增长。

粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务是公司核心收入来源，经营主体主要为中粮贸易、中粮国际、中国粮油控股有限公司（以下简称“中国粮油控股”，主要包括中粮油脂和中粮粮谷）、中粮糖业和中纺集团。

中粮贸易

由于粮食作物进出口受到国家的严格管理，中粮贸易作为中国粮食贸易主要参与者，是中国最大、国际领先的粮食贸易流通企业，主要完成国家下达的粮食进出口指标，在实现国有资产保值增值的同时，也为维护中国粮油市场稳定，保障国家粮食安全和食品安全发挥着重要作用，在行业内保持很强的垄断优势。

中粮贸易是公司所属国内最大的市场化粮食流通企业，重要的饲料生产企业，服务国家粮食宏观调控和小麦、玉米等重要农产品进出口的执行主体。截至 2020 年底，中粮贸易资产总额 787.89 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 21.71 亿元）111.66 亿元。2020 年，中粮贸易实现营业收入 873.05 亿元，同比增长 17.30%，主要系业务规模增长所致；净利润 9.97 亿元，同比增长 83.40%。

“四粮合一”以后，凭借低成本粮源掌控、物流综合管理、客户管理服务、商情研发与风险控制五大核心竞争力，中粮贸易成为中国最大、国际领先的粮食贸易流通企业，且正在搭建“两横三纵”的粮食物流体系，包括长江通道、西江通道，东北港口至华南海运物流通道、东北港口至华东海运物流通道、东北产区至内陆销区物流通道。中粮贸易旗下直属粮库 95 家，总收储能力 2091 万吨，具备 1800 万吨港口年中转能力和 6.45 万吨日烘干能力，经营布局遍及国内粮食主要产销区，掌控世界上最大、功能最全的粮食物流港口北良港。北良港的粮食筒仓仓容 200 万吨，港口年综合吞吐能力 1500 万吨，拥有 3400 辆散粮车，占东北地区散粮车的 31%，每年运送的粮食物流总量稳定在 800 万吨以上，正在建设

的东部二期项目完成后，港口将新增年散杂货吞吐能力 950 万吨，集装箱吞吐能力 80 万吨。除北良港外，中粮贸易还拥有江阴、城陵矶等自有码头，港口年中转能力 2300 万吨。中粮贸易是中国铁路总公司的大客户，拥有战略装车点 12 个，铁路专用线 76 条；同时与丹东港、营口港、锦州港、漳州港、湛江港及珠三角（深圳五港）等港口有着长期、友好的业务合作关系。

① 小麦、饲用稻谷业务

中粮贸易致力于成为专家型的小麦原料供应商，通过遍及全球的商情、研发及技术支持网络，为客户提供专业化的原料解决方案和产品增值服务。中粮贸易拥有遍及全球的原料采购渠道，可为客户提供全世界多个国家的优质小麦品种，从而更好地满足客户的个性化需求。

在中国，中粮贸易是服务于国家宏观调控及外交外贸政策的小麦进出口业务执行主体，是进口及国产小麦最大的市场化经营主体之一；拥有完善的购销网络，覆盖加拿大、澳大利亚、美国、法国、哈萨克斯坦等世界主要小麦出口国，河南、河北、山东、江苏、安徽等中国小麦主产区，以及华南、华东及华北等中国小麦主销区。为了更好地满足客户的个性化需求，中粮贸易在中国优质小麦主产区河南新乡布局中粮（新乡）小麦有限公司，开创性植入配麦功能，实施覆盖种子经营、订单农业、收储、配麦及物流配送等环节的产业链条式经营，为客户“量身定制”原料解决方案。

中粮贸易拥有遍布全球的饲料原料采购渠道，为客户提供品质更高、来源最丰富、性价比最合理的饲料及饲料原料。持续而稳定的供给，奠定了行业领先的地位。中粮贸易饲用稻谷业务范围主要集中于市场化购销业务、储备粮业务及谷物加工业务。

② 玉米业务

中粮贸易是世界上主要的玉米交易商之一，拥有遍及全球的玉米购销平台，并逐步形成了由进口/收储—物流—出口/销售环节组成的一体化运营新模式。借助新的贸易模式，中粮贸易可调动全球玉米资源，根据客户的不同需求，提供差

异化的玉米原料解决方案。

中粮贸易是中国玉米进出口业务领导者，玉米收购量、转运量、销售市场份额均处于行业领先。中粮贸易掌控了中国华北以及东北产区的优质粮源，实现了对原料品质的最直接有效监管。同时，中粮贸易着力开拓面向终端用户的直销模式，完善客户管理体系，形成了以玉米深加工企业和饲料加工企业为主的营销网络，并与他们建立起长期稳定的业务合作关系。

③综合贸易业务

综合贸易业务主要包括将中国产区高品质可食用的大豆、红小豆、芸豆、绿豆、荞麦等杂粮杂豆销往国际市场；再将来自世界优质产区的高粱、大麦、DDGS、豆粕、菜粕、棉粕、木薯、豌豆进口到中国，同时从事大豆、豆油、棕榈油、芝麻等油脂油料的自营及代理进口业务。

中粮国际

作为公司农粮业务的唯一海外统一采购、投资和发展平台，中粮国际在多个全球重要粮食出口和内陆物流节点均有布局，拥有成熟的大宗农产品经营模式和较强的贸易、资产管理能力。

中粮国际由中粮集团、中投公司和国际著名投资机构，包括厚朴基金、淡马锡、国际金融公司和渣打私募股权基金合资组建。截至 2020 年底，中粮集团通过其控股的特殊目的公司（中粮集团持股 80.10%，中投公司持股 19.90%）持有中粮国际 62.01% 股权。

中粮国际是中粮集团农粮业务的唯一海外统一采购、投资和发展平台，总部位于瑞士日内瓦，在 48 个国家设立有子公司及办事机构，资产和业务覆盖全球 50 多个国家和地区，海外员工 1.0 万人，商品经营量 1.14 亿吨。中粮国际经营品类涵盖大豆、玉米、小麦、大麦、糖等，以整体协同优势实现高效运营和系统低成本。中粮国际拥有成熟的大宗农产品经营模式和较强的贸易、资产管理能力，资产布局深入南北美洲、欧洲和大洋洲等产区腹地，并在巴西桑托斯、阿根廷罗萨里奥、美国圣路易斯、罗马尼亚康斯坦察、澳大利亚肯布拉等全球重要粮食出口和内陆物流节点拥有中转基地。

中粮油脂

公司油脂加工业务主要经营实体为中粮油脂。中粮油脂主要从事涉及大豆、菜籽、花生、棕榈油等油脂油料的加工、仓储、贸易、分销业务，生产并销售“福临门”食用油。中粮油脂旗下共 30 家生产企业，遍布全国 13 个省市。年油料加工能力 2035 万吨，精炼能力 670 万吨，主要产品包括散油（豆油、菜籽油、棕榈油等）、粕类（豆粕、菜粕等）、包装油（中包装油、小包装油）、特种油脂等，年销售量约 2100 万吨，是“福临门”牌小包装油、“福掌柜”牌中包装油的生产商，还拥有“四海”“喜盈盈”等多个知名粕类品牌。2020 年，新冠肺炎疫情影响下全球市场波动，国内生猪养殖业的超预期恢复，豆粕等饲料原材料需求大幅上升，全球大豆库存下降明显，全球大豆价格上涨，油脂市场需求增大，供需持续收紧，价格持续走高。中粮油脂落实既定战略，发挥全产业链业务体系能力，稳步推进品牌业务运营，实现营业收入 916.90 亿元。

中粮粮谷

中粮粮谷在粮源和销售网络方面优势显著。

中粮粮谷是中国粮油控股旗下从事大米、小麦和啤酒原料加工、贸易及销售的专业化公司，是公司粮油棉糖核心主业的重要组成部分，在国内粮食主产区拥有较为完善的产业布局，具备国内国外一手粮源掌控能力，产品销售网络遍布全国，各项业务在国内行业中均处于领先地位。2020 年中粮粮谷实现经营量 1186 万吨，同比增加 45 万吨，增幅 4%，实现营业收入 319 亿元，同比增加 24 亿元；净利润 10.3 亿元，同比增加 4.2 亿元。其中，大米业务经营量 641 万吨，小麦加工业务经营量 480 万吨，啤酒原料业务经营量 65 万吨。大米业务毛利率略有增长，保持较高水平，主要因进出口业务收入增长，同时加强全产业链管控体系，保障出口产品的质量和稳定供应，有效控制生产成本所致；小麦加工业务产销规模提升，拉升营业收入，盈利能力稳步提升。

中粮糖业

中粮糖业在食糖和番茄业务领域竞争优势明显，经营业绩易受食糖价格波动影响，近年来

经营保持稳定。

中粮糖业是公司食糖业务专业化公司，主要经营食糖业务和番茄业务。食糖是关系国计民生的重要战略物资，中粮糖业是中国最大的食糖生产和贸易商之一。目前，中粮糖业在国内外具有完善的产业布局，拥有国内外制糖、进口及港口炼糖、国内食糖销售及贸易、仓储物流的全产业链运营体系。中粮糖业旗下的中粮番茄是目前国内最大、世界第二的番茄加工企业，主要从事大包装番茄酱的生产及出口业务，构建了从种子、种植、初加工、深加工、销售等为一体的番茄制品全产业链运营体系；在中国最优良的番茄产区新疆、内蒙等地拥有 13 家番茄公司，在种子研发、种植管理、加工技术等各个方面均处于国内领先水平；立足 B2B 大包装出口商业优势，不断拓展国内番茄制品、保健品等高附加值业务，为消费者提供优质番茄制品，致力于打造成为“全产业链番茄专家”。目前中粮糖业年产大包装番茄酱约 25 万吨左右，占全国总产量的 30% 以上，主要出口欧洲、日韩、独联体、美洲等多个国家和地区，客户包括亨氏、联合利华、可果美、地拉、味可美、李锦记、海天等国内外知名企业。

2020 年，中粮糖业实现营业收入 211.29 亿元，同比增长 14.68%，净利润 5.58 亿元，同比下降 6.27%，主要系当期计提资产减值损失所致。中粮糖业当期计提资产减值损失合计 3.78 亿元，其中商誉减值 1.85 亿元，全部为对澳大利亚子公司 Tully 糖业商誉减值；存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1.58 亿元，主要为 2020 年底糖价较低导致计提金额较大；此外还包括固定资产减值损失 3.45 亿元。2020 年，中粮糖业业务经营稳健，全年销售番茄 24.39 万吨，同比增长 0.95%，毛利率 32%，同比有所提升；自产糖销售（含 Tully）112 万吨，同比下降 4%。

中纺集团

中纺集团棉花贸易和纺织印染业务行业地位显著。

中纺集团是公司旗下经营棉花贸易、纺织印染加工等业务的专业化公司，是维护国家棉花产业安全的主力军和棉花纺织市场调控的参与者。

中纺集团业务范围涵盖棉花、羊毛、化纤贸易、棉纺织品研发与生产、印染面料、服装贸易与国内零售、海内外展览等，拥有分布在海内外的棉田、棉纺厂、印染厂、针织及梭织成衣厂，是中国最大的棉花贸易商之一，棉花经营规模位居全国第一；是中国棉花交易市场发起人之一，纺织印染生产能力居亚洲同行业前列，同时还是国内位居前列的专业制服供货商。中纺集团在棉纺织领域拥有多项国家专利，是多项国家标准的起草者，是军品纱线的主要供货商之一。自办的 AFF（亚洲服装展）展会是日本市场上规模最大、最专业的纺织服装 OEM·ODM 展会。

2020 年，中发集团棉花销售量 166 万吨，棉花经营规模位居全国第一；棉纺加工生产能力为纱锭 33.95 万锭，纱线 2.80 万吨/年，坯布 2546.00 万米。当年，棉纺成衣业务收入 16.42 亿元。

（2）食品加工、制造及销售业务

剔除板块划分因素影响，食品加工、制造及销售业务规模保持稳定。

食品加工、制造及销售业务主要经营实体为中国食品。

中国食品

中国食品饮料业务经营区域市场地位与经营业绩不断巩固提升，已成为可口可乐公司全球重要战略合作伙伴。随着所有非饮料业务的出售，中国食品已成为中粮集团 18 家专业化公司中唯一的饮料业务平台，未来将集中资源专注深耕潜力庞大的饮料市场。

中国食品是中粮集团旗下唯一专业化饮料业务平台，主要通过与可口可乐公司合作成立并持有 65% 股权的中粮可口可乐饮料有限公司（以下简称“中粮可口可乐”）在中国 19 个省、市及地区从事生产、配送、推广和销售可口可乐系列产品，向消费者提供包括汽水、果汁、水、乳饮料、能量饮料、茶、咖啡、功能型营养素饮料、运动饮料及植物蛋白共 10 大品类，20 个品牌的产品。截至 2020 年底，中国食品资产总额为 151.10 亿元，净资产为 80.79 亿元，受益于高毛利产品销量增长及包装结构改善，与此同时，中

国食品注重资本性支出与经营性现金流的管理，逐步降低财务费用，2020 年实现营业收入 172.49 亿元，同比略有增长，税后利润 9.54 亿元，同比增长 22.94%。

（3）酒店、房地产开发经营

2019 年，大悦城地产重组并入大悦城控股，大悦城控股成为中粮集团唯一的房地产业务平台，并与大悦城地产形成住宅和商业板块的优势互补。2020 年，大悦城控股经营业绩有所下滑。

公司酒店、房地产开发经营板块经营主体为大悦城控股（原中粮地产（集团）股份有限公司）。截至 2020 年底，大悦城控股资产总额 1998.71 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 272.95 亿元）456.46 亿元；2020 年实现营业总收入 384.45 亿元，同比增长 13.76%，净利润 11.23 亿元，同比下降 66.75%，主要系当期结算项目中低毛利项目占比提高、部分联营项目亏损及计提较大额度减值损失所致。截至 2021 年 3 月底，大悦城控股资产总额 2045.97 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 275.49 亿元）461.65 亿元。2021 年一季度，大悦城控股实现营业总收入和净利润分别为 68.91 亿元和 4.90 亿元，分别同比增长 26.24% 和 6.07%。

2019 年大悦城控股完成对大悦城地产合并，成为中粮集团旗下唯一的房地产业务平台。大悦城地产开发、管理经营的以大悦城为品牌的城市综合体商业地产在中国商业地产领域处于领先地位。大悦城控股充分利用两个上市公司整

合的优势，定位“城市运营商与美好生活服务商”的战略方向，深耕粤港澳大湾区、长三角一体化城市、京津冀核心重点城市，聚焦成渝、长江中游、海西、中原等城市群核心重点城市。

大悦城地产以开发、经营和管理大悦城为品牌的城市综合体为主要业务方向，同时开发、销售、投资管理其他物业项目，拥有投资物业、物业开发、酒店运营、管理输出及其他服务四大业务板块。截至 2020 年底，大悦城地产已布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游等五大城市群的核心城市及周边辐射区域，成功进驻中国内地北京、上海、天津、沈阳、烟台等 20 个城市及香港，拥有或管理 23 个大悦城城市综合体项目，3 个大悦春风里项目，以及北京中粮广场、香港中粮大厦、北京中粮·置地广场等一线城市黄金地段的优质投资物业，上海天悦郡庭、上海前滩海景壹号、济南·中粮祥云、青岛中粮·金沙祥云、武汉光谷祥云等高质量销售物业，以及运营中的三亚亚龙湾瑞吉酒店、三亚美高梅度假酒店、北京华尔道夫酒店等国际顶级品牌奢华酒店。

业务运营方面，商品房销售及一级土地开发为大悦城控股最主要收入来源。2020 年，大悦城控股实现营业收入 384.45 亿元，同比增长 13.76%；同期投资物业及酒店经营业务受新冠疫情冲击影响出现下降；物业管理收入同比较为稳定。

表 4 2018—2020 年大悦城控股主营业务构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商品房销售及一级土地开发	127.30	90.16	268.97	79.61	325.75	84.73
投资物业及相关服务	6.11	4.33	51.44	15.22	44.38	11.54
物业管理	5.88	4.16	6.92	2.05	7.17	1.87
酒店经营	--	--	8.42	2.49	5.98	1.56
其他	1.90	1.35	2.11	0.62	1.17	0.30
合计	141.20	100.00	337.87	100.00	384.45	100.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

土地储备方面，截至 2020 年底，大悦城控股以土地储备（含在建未售面积、建成未售面积及拟建面积）计容建筑面积约 1564 万平方米，项目储备充沛。从区域布局来看，大悦城控股土地储备分布于全国 36 个城市，其中位于一二线的土地储备占比约为 75%，区域布局较好；但项目储备区域集中度较高，前五大城市（武汉、北京、沈阳、眉山、成都和苏州）占比超过 40%，易受单一区域外部环境变化影响。

（4）金融业务及其他

公司金融业务主要经营主体为中粮资本。中粮资本为公司旗下运营管理金融业务的专业化公司及投资平台，立足中粮集团产业链，致力于成为以服务民生为特色的综合金融平台。中粮资本通过下属中英人寿、中粮信托、中粮期货和龙江银行等控参股公司开展保险、信托、期货、银行等金融业务。2018 年，中粮资本重组上市事项获得国务院国资委和证监会批复，并于 2019 年初成功上市。重组上市以来，面对国内外复杂的宏观经济形势以及疫情对金融行业的全面冲击，中粮资本经营业绩良好，2020 年实现营业总收入 135.68 亿元，同比增长 20.52%，实现归属于母公司所有者净利润 10.54 亿元，同比增长 61.54%。

3. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

从经营效率主要指标看，2018—2020 年，公司销售债权周转次数快速增长，2020 年为 27.38 次；存货周转次数及总资产周转次数保持相对稳定，2020 年分别为 2.40 次和 0.84 次，同比变动不大。

4. 未来发展

作为世界 500 强企业之一，公司粮油食品业务的经营规模、国际化水平、行业影响力显著，服务于国家粮食安全与食品安全的主体地位得到普遍认可。从长期来看，公司凭借“全产业链粮油食品企业”经营战略和很强的综合竞争实力，整体经营有望保持稳定。

中粮集团聚焦粮、油、糖、棉核心主业，在

全球粮食主产区和主销售区布局仓储、物流设施，致力打造粮油行业投资平台、粮油行业资源整合平台和海外农粮行业投资平台，不断加强全球粮油领域上游掌控能力、物流保障能力、综合加工能力和市场覆盖能力，有效提升粮、油、糖、棉市场份额，将世界农场和消费者的餐桌有效连接，应对食品升级的需求，服务国家粮食宏观调控和粮食安全。

未来，中粮集团将继续聚焦主业，通过不断推进资本和业务整合，提高资源开发和控制能力，通过技术创新、结构升级、提质增效等举措，弥补全产业链关键环节、关键能力的短板，打造全球领先国际化大粮商和世界领先的综合性食品企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，天职国际会计师事务所（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。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 35 家，较 2019 年底净减少 1 家，为中粮（北京）生态谷发展有限公司（股权转让）；增加 1 家，为中粮福临门股份有限公司（投资设立）。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围较 2020 年底无变化。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 6697.88 亿元，所有者权益合计为 1909.97 亿元（含少数股东权益 950.26 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 5303.05 亿元，利润总额 206.39 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 7094.63 亿元，所有者权益合计为 1973.19 亿元（含少数股东权益 971.27 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1553.41 亿元，利润总额 74.92 亿元。

2. 资产质量

截至2020年底,公司资产规模稳定增长,资产结构以流动资产为主。流动资产中存货占比较大,对资金形成占用,考虑到公司现金类资产充裕,公司整体资产质量良好。

截至2020年底,公司资产总额为6697.88亿元,较上年底增长12.01%,其中流动资产和非流动资产占比分别为64.36%和35.64%,资产结构较上年底基本保持稳定。

(1) 流动资产

截至2020年底,公司流动资产合计4310.42亿元,较上年底增长16.92%,主要系衍生金融资产及存货增长所致;流动资产构成以货币资金(占12.83%)、其他应收款(合计)(占11.81%)和存货(占49.27%)为主。

截至2020年底,公司货币资金为553.00亿元,较上年底下降3.81%。其中,银行存款占95.87%。公司使用受限的货币资金为24.54亿元,主要为中粮财务的存放中央银行法定存款准备金12.66亿元、用于担保的定期存款或通知存款3.03亿元、项目开发资金4.29亿元和诉讼冻结款1.64亿元。

截至2020年底,公司应收账款账面余额为226.98亿元,其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为94.03亿元,中粮国际应收账款余额为114.43亿元;采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占41.43%,其中1年以内(含1年)的占89.46%,3年以上的占8.57%,账龄较短。公司累计计提应收账款坏账准备32.35亿元,综合计提比例为14.25%,较上年底保持稳定。坏账准备中,单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款计提12.10亿元,账龄分析法计提坏账准备的应收账款计提9.30亿元,中粮国际应收账款计提8.54亿元。截至2020年底,公司应收账款账面价值为194.63亿元,较上年底增长12.31%,主要系收入规模增长所致。

截至2020年底,公司预付款项为202.99亿元,较上年底增长7.18%,主要系预付款增加所致。

公司其他应收款主要为对第三方企业的往

来款及政府政策性的其他应收款,规模变化与公司的生产经营活动有关。截至2020年底,其他应收款(合计)为509.16亿元,较上年底下降17.02%,主要系房地产业务其他应收款减少所致。中粮集团作为国内粮食批发的重要经营单位,承担国家稳定国内粮价、托市的职能,在年度代政府大量收购粮食,取得国家政策性补助,计入其他应收科目。截至2020年底,其他应收款中的政策性应收款项账面余额为216.65亿元(年初为209.28亿元)。截至2020年底,公司其他应收款项账面余额为538.47亿元,共计提坏账准备30.28亿元,综合计提比例为5.62%。账龄方面,组合中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中账龄1年以内(含1年)的占67.15%,3年以上的占3.89%;组合中政府政策性的其他应收款账龄1年以内的占8.81%;整体账龄偏长。

粮食行业具有季产年销的特点,因此每年收粮季需收储大量原材料,短期内形成大量存货;同时,房地产开发业务也会对存货产生部分影响。截至2020年底,公司存货为2123.72亿元,较上年底增长26.32%。存货构成中,库存商品占51.97%、自制半成品及在产品(主要为房地产业务开发产品)占36.86%、原材料占9.25%;公司累计计提存货跌价准备21.77亿元。

截至2020年底,公司其他流动资产为397.04亿元,较上年底增长25.94%,主要系期货保证金增加所致。截至2020年底,公司其他流动资产主要由储备粮油125.50亿元、税费负值重分类97.98亿元、期货保证金98.38亿元、中粮国际可收回税项28.69亿元、保户质押贷款27.51亿元等构成。

(2) 非流动资产

截至2020年底,公司非流动资产为2387.45亿元,较上年底增长4.12%。非流动资产构成主要以可供出售金融资产(占13.32%)、长期股权投资(占18.34%)、投资性房地产(占12.67%)和固定资产(占27.80%)为主。

截至2020年底,可供出售金融资产为318.07亿元,较上年底增长24.69%,主要系可

供出售权益工具增长所致。可供出售金融资产中，可供出售债务工具为 137.81 亿元，可供出售权益工具为 174.57 亿元。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 437.96 亿元，较上年底增长 4.25%，主要系对联营企业投资增加所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 302.55 亿元，较上年底变动不大。

截至 2020 年底，公司固定资产原值为 1194.74 亿元，构成主要为房屋建筑物（占 47.27%）和机器设备（占 42.30%）。公司固定资产累计计提折旧 503.86 亿元，计提减值准备 29.61 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产为 133.36 亿元，较上年底下降 3.06%；主要为土地使用权（占 67.97%）和软件（占 11.01%）。截至 2020 年底，累计摊销额合计 43.19 亿元，减值准备余额合计 3.98 亿元，主要为计提的软件减值准备 1.84 亿元。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 219.75 亿元，较上年底增加 31.64%，主要系应收款项类投资增加所致；构成主要为应收款项类投资（占 85.48%）。

截至 2020 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 449.18 亿元，占当期资产总额的 6.71%。

表 5 截至 2020 年底公司所有权和使用权受到限制的资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	24.54	存放中央银行款项、用于担保的定期存款或通知存单、信用证保证金等
固定资产	41.74	融资租赁、抵押借款
投资性房地产	148.60	抵押借款
无形资产	14.03	抵押借款
应收账款	0.09	质押借款
其他应收款	0.06	维修房屋专用
存货	220.03	抵押借款、作为短期贷款担保
其他非流动资产	0.09	代管房改专户
合计	449.18	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 7094.63 亿元，较 2020 年底增长 5.92%，主要来自货币资金、交易性金融资产及存货的增加。其中，货币资金为 670.51 亿元，较 2020 年底增长 21.25%；存货为 2306.66 亿元，较 2019 年底增长 8.61%，主要系粮油糖棉主营业务存货增加所致；其他科目较 2020 年底变化不大。资产结构仍以流动资产为主。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益规模有所增长，少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 1909.97 亿元，较上年底增长 3.31%。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 14.01%、资本公积占 17.26%、盈余公积占 19.61%、未分配利润占 44.20%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 50.25%，少数股东权益占 49.75%。截至 2020 年底，公司实收资本为 134.48 亿元，较上年底增长 5.57%，主要系国家资本增加所致；资本公积较上年底净增加 22.33 亿元，主要系所属公司中国粮油控股有限公司完成私有化，该事项增加资本公积 20.82 亿元所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 1973.19 亿元，较 2020 年底增长 3.31%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 13.42%、资本公积占 16.44%、未分配利润占 45.68%。所有者权益中归属于母公司所有者权益占 50.78%，少数股东权益占 49.22%。

（2）负债

受主营业务经营特点影响，公司需较大规模营运资金以保证日常经营及往来账款需求，跟踪期内，公司资产负债率及短债占比均较高。

截至 2020 年底，公司负债总额为 4787.91 亿元，较上年底增长 14.85%。其中流动负债占比为 73.01%，公司负债比重以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债合计 3495.80 亿元，较上年底增长 18.81%，主要系流动负债增长所致；主要由短期借款（占 33.23%）、应付账款（占 12.11%）、合同负债（占 13.34%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 1161.60 亿元，较上年底增长 11.56%，主要系信用借款增加所致；构成为质押借款 2.94 万元、抵押借款 13.15 亿元、保证借款 116.58 亿元和信用借款 1031.88 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款为 423.49 亿元，较上年底略有增长。账龄方面，1 年以内（含 1 年）的占 83.83%。

截至 2020 年底，公司预收款项为 238.79 亿元，较上年底下降 45.16%，主要系因会计政策变更，调整计入合同负债所致。

公司合同负债全部为房地产业务预售款。截至 2020 年底，公司合同负债为 466.27 亿元，较上年底大幅增长 286.82%，主要系会计政策变更影响所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）为 254.09 亿元，较上年底下降 18.43%，主要系保证金及押金、往来款、投资收购款变化所致。其他应付款构成中，应付款项为 97.44 亿元、保证金及押金为 62.83 亿元、往来款为 44.36 亿元、其他项目 10.91 亿元。

截至 2020 年底，公司保险合同准备金为 318.74 亿元，较上年底增加 62.14 亿元，主要系寿险责任准备金及长期健康险责任准备金增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 291.69 亿元，较上年底增长 13.60%，主要是一年内到期的长期借款增加所致。其中，一年内到期的长期借款为 150.01 亿元，一年内到期的应付债券为 136.29 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 188.58 亿元，较上年底增长 61.09%，主要系应付保证金及待转销项税额增加。其他流动负债中包括应付保证金 99.24 亿元、保户储金及投资款 45.89 亿元和待转销项税额 40.33 亿元。

非流动负债方面，截至 2020 年底，公司非流动负债合计 1292.11 亿元，较上年底增长 5.35%，主要系应付债券及其他非流动负债增长所致；主要构成为长期借款（占 49.33%）和应付债券（占 16.06%）。

截至 2020 年底，公司长期借款为 637.42 亿元，较上年底下降 8.91%，其中质押借款 26.23 亿元，抵押借款 157.49 亿元，保证借款 330.92 亿元，信用借款 122.78 亿元。

截至 2020 年底，公司应付债券为 207.51 亿元，较上年底增长 42.25%，主要系当年债券融资规模增加所致。

表 6 截至 2020 年底公司应付债券情况

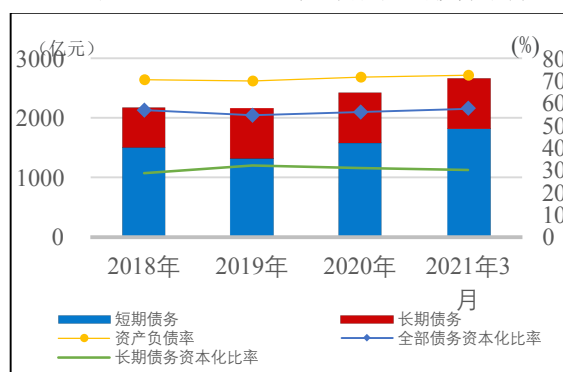
（单位：亿元）

项目	余额
大悦城控股有限公司债券	58.46
公司中期票据	40.00
Blossom Joy Limited	32.87
Prosperous Ray Limited	32.61
资本补充债	25.62
中粮糖业债券	11.96
公司企业债券	6.00
合计	207.51

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司全部债务为 2413.42 亿元，较上年底增长 11.85%。其中，短期债务占 64.99%，长期债务占 35.01%，公司债务以短期债务为主。债务指标方面，截至 2020 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 71.48%、30.67% 和 55.82%，均较上年底变动不大。

图 4 2018—2021 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 5121.43 亿元，较 2020 年底增长 6.97%，主要系短期借款、其他流动负债及长期应付款增加所致；负债构成仍以流动负债为主。截至 2021 年 3 月底，公司短期借款为 1388.36 亿元，较 2020 年底增长 19.52%，主要构成为信用借款（占 90.66%）、保证借款（占 8.40%）及抵押借款（占 0.95%）；公司其他流动负债为 188.58 亿元，较 2020 年底增长 6.85%，长期应付款为 28.17 亿元，较 2020 年底增长 92.32%；其他科目较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 2649.83 亿元，较 2020 年底增长 9.80%；其中短期债务占 68.21%，债务期限结构仍以短期为主。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.19%、57.32%和 29.92%。

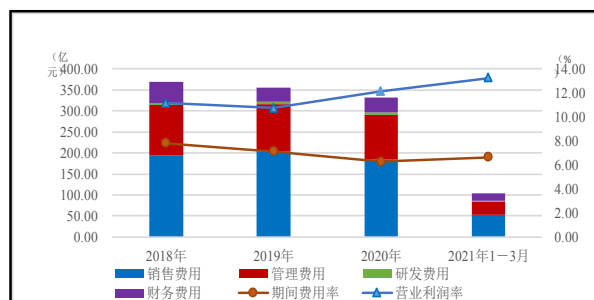
4. 盈利能力

2020 年，公司收入和利润规模有所增长，期间费用控制能力有所增强，持有的衍生金融资产公允价值变动收益对当期利润形成有益补充，整体盈利能力较强。

2020 年，公司实现营业总收入 5303.05 亿元，同比增长 6.39%，主要系销售增长所致；营业成本为 4567.6 亿元，同比增长 3.82%。2020 年，公司营业利润率为 12.11%，同比增加 1.38 个百分点。

受益于销售增长及良好的费用管控能力，2020 年，公司期间费用率为 6.25%，同比减少 0.88 个百分点。公司期间费用构成以销售费用和管理费用为主。公司销售费用为 184.56 亿元，同比下降 9.63%，主要系运输费、广告费及销售服务费等下降所致；管理费用为 106.88 亿元，同比下降 4.87%；研发支出为 5.65 亿元，同比增长 2.08%；公司财务费用为 34.49 亿元，同比略有增长。

图 5 近年来公司期间费用指标（单位：亿元、%）



数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司其他收益主要为政策性补贴收入和税收返还，2020 年为 10.24 亿元，同比下降 30.92%，主要系上年取得较大金额拆迁补偿款所致；投资收益为 -18.62 亿元，同比下降 141.15%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益下降及大悦城控股部分联营项目亏损所致。

公允价值变动收益主要构成为金融和衍生金融资产变动收益。2020 年，公司公允价值变动收益为 42.71 亿元，同比增长 722.44%，主要系衍生金融资产公允价值变动增加所致；占当期利润总额的 20.70%。

2020 年，公司资产减值损失为 -30.34 亿元，同比增长 41.29%，主要构成为存货跌价损失（-13.53 亿元）；信用减值损失为 -11.66 亿元，同比增长 645.76%，主要构成为坏账损失（-8.92 亿元）和发放贷款及垫款减值损失（-2.96 亿元）。

2020 年，公司利润总额为 206.39 亿元，同比增长 63.72%，主要系公司积极复工复产，增加粮食贸易和食品加工板块的业务，进而销售增加、利润增加所致。

盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.62% 和 7.74%，同比均有所增加。

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1553.41 亿元，同比增长 48.38%；利润总额 74.92 亿元，同比大幅增长 293.65%，主要系新冠疫情因素影响下，公司作为国有大型企业，积极复工复产，生产经营逐步进入正轨，保证市场供应，需求旺盛，以及公司全面深化改革、大力推进结构调整和提质增效，整体效益平稳提升所致。同

期,公司营业利润率为 13.24%,同比略有增长。

5. 现金流分析

随着玉米临储政策的取消,公司资金占用得到一定缓解,但经营活动现金流量净额仍受国家临储粮拍卖政策、房地产板块投资支出与预收款项回收等因素影响有所波动。考虑到公司主业资金需求规模较大以及金融板块对外投资保持较大规模,公司存在对外融资需求。

经营活动方面,2020年,公司经营活动现金流入为 7961.25 亿元,同比增长 20.17%,其中销售商品、提供劳务收到的现金为 5539.67 亿元,同比增长 1.80%;收到其他与经营活动有关现金为 2256.26 亿元,同比增长 114.20%,主要为收回的拍地保证金、其他业务收入、补助及赔偿收入等。2020年,公司经营活动现金流出为 7905.92 亿元,同比增长 25.57%;其中购买商品、接受劳务收到的现金为 5106.73 亿元,同比增长 7.87%,主要系公司存货采购规模增加所致;支付其他与经营活动有关的现金为 2424.75 亿元,同比增长 101.75%,主要为支付的拍地保证金、其他业务支出、捐赠及赔偿支出等。2020年,公司经营活动现金净流量为 55.32 亿元。从收入实现质量看,2020年,公司现金收入比为 104.46%,同比下降 4.72 个百分点。

投资活动方面,2020年,公司投资活动现金流入为 851.27 亿元,同比增长 27.23%,主要系收回投资收到的现金增长所致,其中收回投资收到的现金为 672.06 亿元,主要为金融业务投资收回款;取得投资收到的现金为 52.25 亿元,主要为取得的现金股利、利息等;收到其他与投资活动有关的现金为 121.96 亿元,主要为关联方资金拆借。2020年,公司投资活动现金流出为 1063.20 亿元,同比增长 46.00%,主要系投资支付的现金增加所致,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 79.92 亿元;投资支付的现金为 820.80 亿元,主要为金融业务投资支付款;取得子公司等支付的现金净额为 17.72 亿元;支付其他与投资活动有关的现金为 139.70 亿元,主要为筹资保证金、手续费以及

关联方资金拆借。2020年,公司投资活动现金净流量为-211.93 亿元。

2020年,公司筹资活动现金流入为 2394.12 亿元,同比变动不大;其中吸收投资收到的现金为 61.44 亿元,主要为子公司吸收少数股东投资收到的现金;取得借款收到的现金为 2201.85 亿元;收到其他与筹资活动有关的现金为 130.84 亿元,主要为房地产业务关联方借款。2020年,公司筹资活动现金流出为 2241.63 亿元,同比下降 8.67%,其中偿还债务支付的现金为 2056.54 亿元;分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 108.97 亿元;支付其他与筹资活动有关的现金为 76.11 亿元。2020年,公司筹资活动现金净流量为 152.49 亿元。

表 7 2018—2020 年公司现金流量情况

(单位:亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	6397.38	6625.17	7961.25
经营活动现金流出量	6243.83	6295.83	7905.92
经营活动现金净流量	153.55	329.35	55.32
投资活动现金净流量	-134.91	-59.16	-211.93
筹资活动现金净流量	-149.11	-141.75	152.49

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2021年1—3月,公司经营活动现金流入为 1728.37 亿元,经营活动现金净流量为-12.15 亿元;投资活动现金净流量为-23.76 亿元;筹资活动现金净流量为 146.22 亿元。

6. 偿债能力

2020年,公司短期偿债能力指标表现一般,长期偿债能力指标较好。考虑到行业地位、现金类资产充裕性及融资便利性,公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,截至 2020 年底,公司流动比率和速动比率分别为 123.30%和 62.55%,受粮油存货及地产项目存货占比高影响,公司速动比率处于较低水平。2020年,公司经营现金流动负债比为 1.58%,现金短期债务比为 0.38 倍,同比均有所下降。截至 2021 年

3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 124.87%和 63.60%；现金短期债务比为 0.47 倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.51 倍，全部债务/EBITDA 为 7.40 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强。

截至 2020 年底，公司合并口径对外担保金额合计 17.38 亿元，担保比率为 0.91%，主要为大悦城控股对地产类项目公司的信用担保。整体看，公司或有负债风险低。

公司与银行建立良好的合作关系，截至 2021 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信总额 4780 亿元，其中未使用授信额度 3367 亿元；本部授信额度为 1080 亿元，尚未使用部分为 920 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司在香港和内地拥有多家上市子公司，且经营业绩良好，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司为投资控股平台，利润主要来源于投资收益，债务负担较重。考虑到公司本部未使用授信额度充裕，且可通过下属财务公司对重要子公司资金进行有效归集与调度，公司本部偿债能力强。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 1225.15 亿元。其中流动资产为 449.80 亿元，非流动资产为 776.25 亿元。流动资产中现金类资产 10.16 亿元、其他应收款 256.93 亿元、存货 72.48 亿元和应收账款 56.45 亿元。截至 2020 年底，母公司其他应收款中政府政策性的其他应收账款为 216.52 亿元，公司内部的其他应收款为 35.41 亿元；非流动资产主要由长期股权投资（717.91 亿元）构成。

截至 2020 年底，母公司负债合计 704.09 亿元，其中流动负债为 652.34 亿元，非流动负债为 51.75 亿元。流动负债主要由短期借款 339.52 亿元和一年内到期的非流动负债 90.00 亿元构成；非流动负债主要由长期借款 4.02 亿元和应付债券 46.00 亿元构成。本部全部债务 479.54 亿元，以短期债务为主（429.52 亿元），资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化

比率分别为 57.47%、47.92%和 8.76%。

截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 521.06 亿元，其中实收资本为 134.48 亿元，较上年底增加 7.10 亿元，主要系国家资本增加所致；资本公积为 128.22 亿元，盈余公积为 178.13 亿元，其他权益工具（永续中期票据，即“19 中粮 MTN001”）为 29.93 亿元，未分配利润为 49.22 亿元。

2019 年，母公司实现营业收入 140.13 亿元，主要为粮油糖等农产品贸易、加工、期货、物流及相关服务业务产生。同期，母公司营业成本为 128.81 亿元，管理费用为 8.82 亿元，财务费用为 7.72 亿元（其中利息费用 12.39 亿元，利息收入 4.85 亿元），实现投资收益 17.09 亿元，利润总额为 10.82 亿元。同期，母公司经营活动现金净流出 17.56 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -0.83 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 23.59 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产充裕，对年内到期债券余额覆盖能力极强；经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值的保障能力极强。

截至本报告出具日，公司本部存续债券余额共计 136.00 亿元（含永续债券 30.00 亿元）；其中，本年度剩余应到期债券金额为 60 亿。假定公司存续期内有赎回权的债券在赎回权行权日赎回，公司存续期内债券的偿债高峰期在 2021 年，当年最高偿还额度为 60 亿元（“21 中粮 SCP002”“20 中粮 SCP006”和“18 中粮 MTN001”）。

截至 2020 年底，公司现金类资产为 599.16 亿元，为本年度剩余应到期债券金额的 9.99 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 7961.25 亿元、55.32 亿元、326.11 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 132.69 倍、0.92 倍和 5.44 倍。

表 8 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	60.00
未来待偿债券本金峰值	60.00
现金类资产/年内到期债券余额	9.99
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	132.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.92
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	5.44

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；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、担保方分析

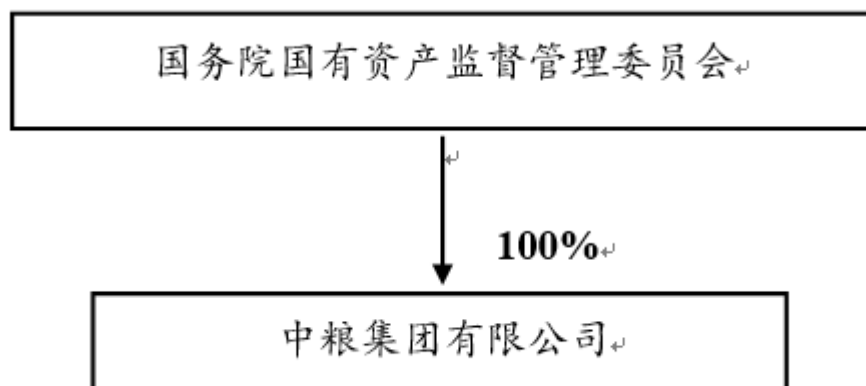
交通银行对“07 中粮债”提供的担保增强了“07 中粮债”本息兑付的安全性。

“07 中粮债”由交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）提供不可撤销连带责任担保，经联合资信评定，维持交通银行主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十二、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“07 中粮债”“18 中粮 MTN001”“19 中粮 MTN001”“20 中粮 MTN001”和“21 中粮 MTN001（乡村振兴）”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 月底中粮集团有限公司组织架构图



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）	497.69	617.99	599.16	855.78
资产总额（亿元）	5606.35	5979.84	6697.88	7094.63
所有者权益（亿元）	1660.44	1811.07	1909.97	1973.19
短期债务（亿元）	1497.48	1312.15	1568.48	1807.43
长期债务（亿元）	665.53	845.61	844.94	842.40
全部债务（亿元）	2163.00	2157.76	2413.42	2649.83
营业总收入（亿元）	4711.20	4984.36	5303.05	1553.41
利润总额（亿元）	128.83	126.06	206.39	74.92
EBITDA（亿元）	275.87	264.69	326.11	--
经营性净现金流（亿元）	153.55	329.35	55.32	-12.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	20.58	23.79	27.38	--
存货周转次数（次）	2.58	2.69	2.40	--
总资产周转次数（次）	0.85	0.86	0.84	--
现金收入比（%）	112.85	109.18	104.46	102.36
营业利润率（%）	11.14	10.73	12.11	13.24
总资本收益率（%）	3.83	3.79	4.62	--
净资产收益率（%）	5.40	4.59	7.74	--
长期债务资本化比率（%）	28.61	31.83	30.67	29.92
全部债务资本化比率（%）	56.57	54.37	55.82	57.32
资产负债率（%）	70.38	69.71	71.48	72.19
流动比率（%）	106.80	125.30	123.30	124.87
速动比率（%）	56.23	68.16	62.55	63.60
经营现金流动负债比（%）	4.87	11.19	1.58	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.47	0.38	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	3.94	3.14	4.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.84	8.15	7.40	--

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务计算，长期债务计算包含“长期应付款”中的资产支持专项计划；3.2019—2021 年 3 月底所有者权益包括永续中期票据“19 中粮 MTN001”

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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）	6.27	4.95	10.16	8.35
资产总额（亿元）	1068.31	1098.35	1225.15	1201.09
所有者权益（亿元）	482.63	512.23	521.06	546.51
短期债务（亿元）	468.52	449.27	429.52	495.27
长期债务（亿元）	40.38	30.28	50.02	50.02
全部债务（亿元）	508.90	479.55	479.54	545.29
营业收入（亿元）	53.04	87.68	140.13	91.72
利润总额（亿元）	1.75	1.03	10.82	25.45
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-183.83	-38.27	-17.56	-51.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.90	4.09	3.57	--
存货周转次数（次）	11.36	8.56	2.88	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.12	--
现金收入比（%）	67.85	91.18	128.09	115.80
营业利润率（%）	3.23	2.39	7.72	3.78
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	0.20	0.20	2.08	--
长期债务资本化比率（%）	7.72	5.58	8.76	8.38
全部债务资本化比率（%）	51.32	48.35	47.92	49.94
资产负债率（%）	54.82	53.36	57.47	54.50
流动比率（%）	58.55	58.35	68.81	69.76
速动比率（%）	57.98	55.22	57.70	69.76
经营现金流动负债比（%）	-34.71	-7.07	-2.69	--
现金短期债务比（倍）	0.01	0.01	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 2019—2021 年 3 月底所有者权益包括永续中期票据“19 中粮 MTN001”

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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；并非且不应被视为购买、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。