

信用等级公告

联合[2018] 1136 号

联合资信评估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”、“15 中粮 MTN001”、“16 中粮 MTN001”和“16 中粮 MTN002”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。



中粮集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
07 中粮债	6 亿元	2022/09/05	AAA	AAA
15 中粮 MTN001	50 亿元	2018/09/10	AAA	AAA
16 中粮 MTN001	50 亿元	2019/08/17	AAA	AAA
16 中粮 MTN002	30 亿元	2019/09/14	AAA	AAA

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	613.87	677.08	631.49	673.87
资产总额(亿元)	4589.78	5008.63	5443.81	5524.65
所有者权益合计(亿元)	1348.55	1434.38	1582.80	1598.48
短期债务(亿元)	1246.19	1287.27	1479.08	1478.72
长期债务(亿元)	869.41	878.78	784.14	797.81
全部债务(亿元)	2115.60	2166.05	2263.22	2276.53
营业总收入(亿元)	4054.42	4070.06	4708.66	1090.81
利润总额(亿元)	34.40	61.79	118.37	38.05
EBITDA(亿元)	156.54	207.87	256.47	--
经营性净现金流(亿元)	-35.84	58.19	221.81	26.52
营业利润率(%)	6.18	7.36	8.91	9.67
净资产收益率(%)	0.98	2.10	4.23	--
资产负债率(%)	70.62	71.36	70.92	71.07
全部债务资本化比率(%)	61.07	60.16	58.85	58.75
流动比率(%)	126.77	124.91	120.61	121.04
经营现金流流动负债比(%)	-1.67	2.40	8.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.51	10.42	8.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	2.49	4.13	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期融资券；3. 2018 年 3 月底现金类资产未剔除受限资金。

分析师

刘晓濛 李明 杨晓丽

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

评级观点

联合资信评估有限公司（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。近年来，公司先后完成对国际农产品贸易公司中粮农业（原来宝农业）和尼德拉的股权收购，以及对中纺集团有限公司的整合，粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务战略地位与竞争实力大幅提升。同时，联合资信也关注到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、短期债务占比高等因素对公司带来的不利影响。

2016年以来，中粮集团展开了以提升专业化水平为导向的新一轮大规模、深层次、全方位资产重组和结构调整，通过梳理业务逻辑，设计整合形成18个专业化公司（平台），解决核心业务生产、采购、销售、上下游割裂等问题，打通产供销各环节、整合资源，综合竞争力及主业盈利能力均得到提升。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；同时，公司丰富的产品结构、全产业链的发展定位有助于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。

公司现金类资产充沛，变现能力较强的金融资产规模大，对存续债券的保障能力强。其中，公司发行的“07 中粮债”由交通银行股份有限公司授权北京分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，交通银行主体长期信用等级为AAApi，交通银行担保实力强。

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，“07 中粮债”、“15 中

粮 MTN001”、“16 中粮 MTN001”和“16 中粮 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 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，整体竞争实力很强。
2. 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、保障粮食安全奠定基础。
3. 2017年以来，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，设计整合形成18个专业化公司（平台），解决核心业务生产、采购、销售、上下游割裂等问题，综合竞争力及主业盈利能力均得到提升。
4. 公司持有的金融资产规模大且收益好，为利润提供有益补充。

关注

1. 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. 公司有息债务规模以短期为主，整体债务负担较重，债务结构有待改善。

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。

中粮集团有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于中粮集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”），前身是华北对外贸易公司，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、华北油脂、华北蛋品、华北猪鬃、华北皮毛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。中国蛋品、中国猪鬃、中国皮毛3家公司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。截至2018年3月底，公司注册资本19.78亿元，国务院国有资产监督管理委员会为公司唯一股东及实际控制人。

截至2017年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共37家。公司下设办公厅、财务部、资本运营部及审计部等8个职能部门。

作为投资控股型企业，中粮集团控股及参股上市公司13家，其中包括中国食品有限

公司（以下简称“中国食品”，00506.HK）、中国粮油控股有限公司（以下简称“中国粮油控股”，00606.HK）、大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”，00207.HK）、福田实业（集团）有限公司（以下简称“福田实业”，00420.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）、中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”，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）、雅士利国际控股有限公司（01230.HK）、现代牧业（01117.HK）以及中粮生物化学（安徽）股份有限公司（以下简称“中粮生化”，000930.SZ）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额5443.81亿元，所有者权益1582.80亿元（其中少数股东权益754.98亿元）；2017年，公司实现营业总收入4708.66亿元，利润总额118.37亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额5524.65亿元，所有者权益1598.48亿元（其中少数股东权益759.95亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入1090.81亿元，利润总额38.05亿元。

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：赵双连。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

公司于2007年9月发行额度为6亿元的“07中粮债”，发行期限15年；2015年9月发行额度为50亿元的“15中粮MTN001”，发行期限3年；2016年8月和9月先后发行额度为50亿元的“16中粮MTN001”和30亿元的

“16 中粮 MTN002”，发行期限均为 3 年。截至 2018 年 3 月底，上述债券募集资金均按募集资金用途使用完毕，并按时支付利息。

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
07 中粮债	6	6	2007/09/05	2022/09/05
15 中粮 MTN001	50	50	2015/09/10	2018/09/10
16 中粮 MTN001	50	50	2016/08/17	2019/08/17
16 中粮 MTN002	30	30	2016/09/14	2019/09/14

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革

创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

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

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长

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

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

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促

进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

公司以粮、油、糖、棉全产业链为核心，同时建立了食品、金融和地产三大主营板块。其中，粮食贸易和食品加工板块收入贡献较大。

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。

粮食再度增产，农业种植结构调整优化

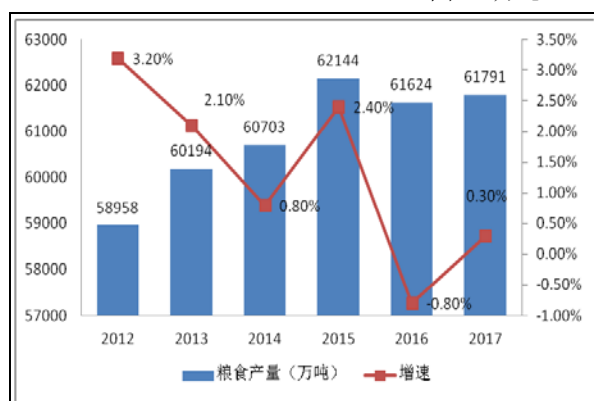
2004~2015 年，中国粮食产量实现连续十一年增产，2008~2016 年，粮食产量连续 7 年稳定在 5 亿吨以上，主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等因素影响。2016 年中国粮食总产量 61623.9 万吨，比上年减少 520.10 万吨，减产 0.8%。2017 年，全国粮食总产量 61791 万吨，比 2016 年增加 166 万吨，

增长 0.3%。从三大粮食品种看，2017 年全国稻谷产量 20856 万吨，增产 0.7%；小麦产量 12977 万吨，增产 0.7%；玉米产量 21589 万吨，减产 1.7%。另外，全年棉花产量 549 万吨，比上年增产 3.5%；油料产量 3732 万吨，增产 2.8%。糖料产量 12556 万吨，增产 1.7%；茶叶产量 255 万吨，增产 6.0%。

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

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

图 1 2012~2017 年中国粮食总产量
(单位：万吨)



数据来源：国家统计局

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

由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、

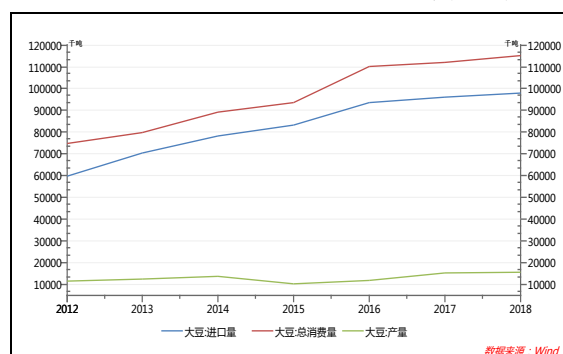
运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

粮食进出口逆差扩大，对外依存度增加

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

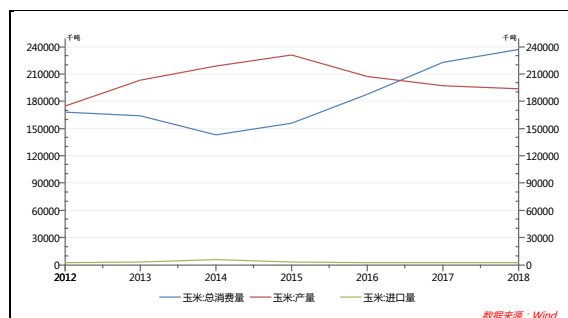
2017 年，中国粮油进口全面增加。海关数据显示，全年谷物和谷物粉累计进口 2559 万吨，较 2016 年增长 16.4%，谷物进口量仍是仅次于 2015 年的第二高位；全年大豆进口量达到 9554 万吨，同比增长 13.9%，创历史最高纪录；全年食用油进口量为 580 万吨，同比提高 4.4%。谷物进口量同比增加主要系国内玉米价格触底回升，国内外玉米及其替代品价差扩大，导致大麦进口同比猛增。2017 年饲用谷物品种中，大麦进口量同比增长 77.1%，玉米和高粱分别下降 10.8% 和 23.9%；而小麦进口量同比增长 27.3%，稻米增长 13%，虽然上述品种内外价差有所缩小，但贸易商进口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

图 2 2012~2018 年国内大豆需求与进口量
(单位：千吨)



数据来源：Wind 资讯

图3 2012~2018年国内玉米需求与进口量
(单位: 千吨)



数据来源: Wind 资讯

根据国家粮油信息中心发布的2月份食用谷物市场供需状况月报,预计2017/18年度¹全国小麦供求结余量为2106.8万吨,较上年度增加68.1万吨,增幅3.3%。预计2017/18年度²全国稻谷结余量为2596万吨,较上年度略减16万吨。由于玉米产量连续第二年下降,消费需求继续增加,2017/18年度³中国玉米市场结余量近7年首次转负,当年供需缺口为2561万吨,比上年度减少2607万吨。

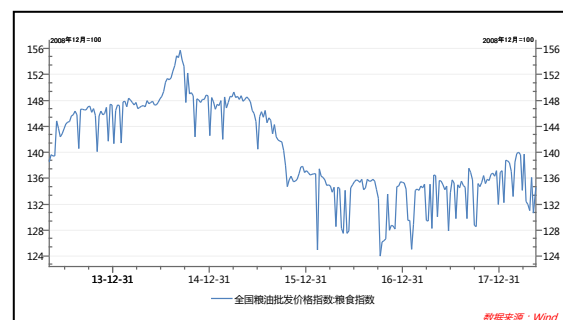
2018年,在中国口粮品种最低收购价全面下调的影响下,国内稻谷和小麦可能会出现一定程度的去库存,但由于拍卖稻谷和小麦品质较差,可能主要用于饲用谷物市场。2018年,小麦和稻谷进口价差依然存在,且国内外品种差异导致的调剂需求维持刚性,预计国内企业仍将继续加大进口力度。中国居民食品消费结构中,肉禽蛋奶和食用植物油的需求将继续增长,大豆、油菜籽等进口将维持较高的增速,油脂进口可能进一步增加。临储政策取消导致国内玉米价格与国际市场接轨,玉米种植面积增减以及去库存程度,将在很大程度上决定玉米及其替代品进口的增减。

全球粮价同比上涨,国内主要粮食品种价格走势分化

根据联合国粮农组织公布的最新粮食价格指数,2017年全球粮食价格指数平均值为

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

图4 2013~2018年国内粮食指数走势



数据来源: Wind 资讯

¹小麦市场年度为当年6月至次年5月。

²稻谷市场年度为当年10月至次年9月。

³玉米市场年度为当年10月至次年9月。

（2）国内粮食政策

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

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

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

2018年2月，根据全国粮食流通工作会议关于突出“六项重点”和强化“六个支撑”的部署要求，国家粮食局研究制定了《2018年粮食流通工作要点》，以供给侧结构性改革为主线，“六项重点”为粮食收储制度改革、库存消化、粮食流通监管、粮食宏观调控、粮食产业经济、优质粮食工程；“六个支撑”为粮食安全生产省长责任制考核、粮食安全保障立法、科技兴粮和人才兴粮、国家粮食电子交易平台体系建设、行业信息化建设、粮食流通设施现代化。

玉米收储制度改革是中国粮食供给侧结构性改革的“先手棋”。2016年，中国取消玉米临储政策，实行“市场化收购加补贴”的新机制，鼓励多元主体入市收购。2017年，玉米的总体价格回归到相对合理的水平，地区间、品种间、品质间的合理价差也开始形成，价格信号开始发挥作用，促使农民自发调整种植结构。东北玉米由“就地储”变成“全国销”，南北粮食流通市场活跃。随着玉米价格随行就

市，深加工企业成本降低，产业上下游价格关系逐渐理顺，企业开工率持续回升。收储制度改革后，国内外玉米价差大幅缩小，东北玉米运抵南方港口与进口玉米完税价基本持平，进口玉米价格优势不再，玉米进口明显减少。2017年政策性粮食库存消化1690亿斤，是2016年的1.37倍；政策性玉米库存比历史最高点下降28%。

（3）行业关注

市场不健全

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

粮食专业物流滞后

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

骨干型、规模型、专业化的粮食现代物流

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

中美贸易摩擦对中国粮食进出口贸易影响重大

近年来，中美在贸易领域的摩擦日益频繁。2016年9月13日，美国向世界贸易组织提起诉讼，指责中国向本国大米、小麦和玉米种植者提供非法补贴。中国商务部在2016年9月23日发布声明表示，在经过反倾销调查后，中国初步裁定原产于美国的进口干玉米酒糟（简称DDGS）存在倾销，对中国国内行业造成损害，将对美国几家公司的DDGS征收33.8%的反倾销关税，并且立即生效。2017年8月，美国贸易代表办公室（USTR）称，小麦、大米、玉米的全球价格低于中国国内价格，但中国没有完全使用关税配额；这令美国及其他国家的出口谷物获得的中国市场准入有限。向世贸组织申请成立一个小组，调查中国针对大米、小麦、玉米关税配额的使用。2018年4月4日上午，美国政府发布了加征关税的商品清单，拟对中国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。4月4日下午，国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对华商品加征关税实施情况，另行公布。美国大豆期货指数瞬间下跌3.3%。美国其他农产品期货全线大跌，美国玉米跌3%、小麦跌1.7%、豆油跌1.8%、豆粕跌2.9%。

美国是全球最大的谷物出口国。2016年，

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

（4）未来发展

根据2016年10月国家发展改革委、国家粮食局印发的《粮食行业“十三五”发展规划纲要》，“十三五”时期，粮食行业的主要发展目标是：粮食宏观调控能力显著增强；粮情预警和应急保障能力明显提升；粮食产业经济活力全面释放；粮食仓储物流能力不断优化；粮食流通现代化水平稳步提高；粮食质量安全保障能力持续加强；粮食行业治理能力显著增强。

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。

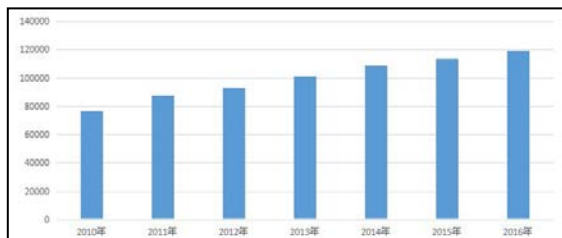
目前，中国食品工业以农副食品原料的初加工为主，精细加工的程度比较低，处于成长期。食品行业为完全竞争行业，集中度较低，中小企业比例高，技术水平低，同质化严重，价格竞争激烈，利润空间狭小，随着行业整合

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。

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

2017年1~7月,全国规模以上的食品工业企业(除烟草)累计完成主营业务收入64377.5亿元,同比增长8.9%;实现利润总额4110.4亿元,同比增长8.8%。

图5 2010~2016年规模以上食品工业企业主营业务收入(单位:亿元)



数据来源:《2016-2017年度中国食品工业发展报告》

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

近几年,中国食品工业产品结构调整取得较大进展。各类食品在质量、件次、品种、功能以及包装等方面已基本满足不同消费层次的需求。如全精炼油产量已占油脂总产量的30%

左右;粮食加工中,特二级以上精度的小麦粉已占面粉总产量的70%左右。名优产品得到较快发展,产品质量稳定,产量不断增加,产品市场覆盖面扩大。

食品工业企业科技研发投入持续增长,2016年规模以上食品工业企业研发经费达到524.61亿元,是2014年的139.4%。大中型企业成为食品工业研发活动的主要力量。企业研发活动产出效益明显。2016年,规模以上食品工业企业新产品销售收入达到784.32亿元,占全国工业的4.5%,年度发明专利申请数量突破万件。高新技术在食品工业中得到较好应用。大中型企业技术装备水平有了较大提高,如生物工程技术、超高温杀菌、冷冻速冻、超临界萃取、膜分离、分子蒸馏等一大批高新技术在食品行业得到了推广应用,有力地促进了食品工业生产技术水平的提高和产品的更新换代,中国食品机械设备制造水平正在逐步适应食品工业的发展和技术改造的要求。

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

国务院国有资产监督管理委员会持有公司100%股权,为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

多年以来,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,聚集粮、油、糖、棉核心主业,通过全球布局建设,已经在南美、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、保障粮食安全奠定基础，在行业地位、经营规模及品牌知名度等方面形成很强的竞争优势。目前，中粮集团农产品年经营量达 1.6 亿吨，全球仓储能力 3100 万吨，年加工能力 9000 万吨，年港口中转能力 6500 万吨。

总体来看，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 业务现状

2017 年以来，公司持续推进资产专业化重组与结构调整，梳理业务逻辑，将以往相对分散的资产与管理职能按照专业化公司（平台）设计整合，形成中粮国际、中粮贸易、中粮粮谷、中粮油脂、中粮糖业、中国纺织、中粮置地、中粮资本等 18 个专业化公司，从产权归属和体制机制层面解决核心业务生产、采购、销售、上下游割裂等问题，打通产供销各环节，进而整合资源，提升产业综合竞争力及盈利能力。

具体来看，公司主要涉及食品加工、制造及销售，粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流等相关服务，酒店、房地产开发经营业务以及金融及其他四大业务分部。从总体规模上看，2015~2017 年公司主营业务收入年均复合增长 6.52%，主要系部分业务所属行业景气度

提升及 2017 年合并范围新纳入中国中纺集团有限公司（以下简称“中纺集团”）带动粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务规模增长。从收入构成看，粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务和食品加工、制造及销售业务（含土产、畜产品加工、制造及销售业务）为主营业务收入两大核心来源，近三年收入合计占比均在 90%以上，主业突出。分板块看，2015~2017 年，粮油糖棉等农产品贸易及酒店、房地产开发经营收入整体呈增长趋势；食品加工、制造及销售业务（含土产、畜产品加工、制造及销售业务）收入呈波动下滑趋势，主要系中粮肉食于 2016 年 11 月不再纳入合并范围所致；金融及其他业务收入波动下降，主要由于 2017 年公司调整内部分类口径，实际金融业务收入较同期小幅增长。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司主营业务毛利率稳步提升，2017 年为 9.83%，同比增加 1.20 个百分点。分板块看，近三年食品加工、制造及销售业务毛利率持续提升，2017 年为 23.34%，同比增加 1.67 个百分点，主要受益于食品加工业务扩大售点覆盖、提升售点卖力、强化品牌传播，优化物流、库存管理，强化费用管理带动；粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务毛利率持续提升，2017 年为 5.58%，同比增加 1.44 个百分点，主要由于根据财政部 2017 年度新修订的《政府补助》会计准则，公司将政策性粮油等业务取得的部分收入，按照业务实质，从原营业外收入-政府补助科目分类至营业收入或冲减相关成本，带动毛利率较同期增加。酒店、房地产开发经营业务毛利率保持较高水平，2017 年为 42.64%。金融及其他业务毛利率呈波动下降态势，2017 年为 28.49%。

表 2 2015~2017 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	399.88	9.92	19.65	366.55	9.06	21.67	384.47	8.41	23.34

粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务	3355.06	83.25	3.58	3321.25	82.08	4.14	3919.68	85.72	5.58
酒店、房地产开发经营业务	188.62	4.68	34.02	241.68	5.97	42.29	260.65	5.70	42.64
土产、畜产品加工、制造及销售业务	26.68	0.66	19.37	24.63	0.61	21.01	--	--	--
金融、其他	59.91	1.49	32.05	92.22	2.28	27.05	7.84	0.17	28.49
合计	4030.15	100.00	7.13	4046.33	100.00	8.63	4572.64	100.00	9.83

资料来源：公司提供

注：1. 2016 年主营业务收入未对中纺集团进行追溯调整；2. 2017 年公司将土产、畜产品加工、制造及销售业务调整至食品加工、制造及销售业务核算。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 1051.93 亿元，同比增长 4.21%，主要来自粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务收入增长，主营业务收入构成保持稳定；酒店、房地产开发经营业务同比增长 41.40%，主要来自大悦城地产结转规模增长带动。公司

主营业务毛利率为 9.97%，同比保持稳定。

总体看，近年来受益于公司部分主营业务所属行业景气度提升以及专业化发展的体制改革成效显著，公司资源配置效率得到明显优化，主营业务毛利率稳定提升，多元化经营格局有效增强整体抗风险能力。

表 3 2018 年 1~3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入	占比	毛利率
食品加工、制造及销售业务	63.57	6.04	37.07
粮油糖等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务	943.18	89.66	6.17
酒店、房地产开发经营业务	41.33	3.93	52.97
金融、其他	3.85	0.37	32.35
合计	1051.93	100.00	9.97

资料来源：公司提供

2. 主要业务经营情况分析

（一）粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务

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

中粮贸易

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。中粮贸易经营范围主要包括农业服务，食品原料和饲料原料的贸易，物流服务，饲料产品，粮食电商交易等领域；经营品种包括小麦、玉米、稻谷、杂粮豆类、油料、饲料原料及产品等。截至 2017 年底，中粮贸

易资产总额 880.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）97.52 亿元。2017 年，中粮贸易实现营业收入 576.39 亿元，同比增长 45.74%；净利润同比减少 3.34 亿元至 11.29 亿元，主要系受国家去库存影响，部分临储玉米拍卖出库，拍卖收入增长，储备业务收益减少。

“三粮合一”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。中粮贸易拥有总仓容 1800 万吨，具备 5.4 万吨日烘干能力，拥有世界上最大、功能最全的粮食物流港口北良港，散粮装船效率 6000 吨/小时、卸船效率 2000 吨/小时；拥有 3400 辆散粮车，占东北地区散粮车的 38.6%，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；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。

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。公司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。同时通过不断优化对重点产销区域的物流布局，形成了以铁路、集装箱、海运等多种途径相结合的物流方式。

③小麦业务

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。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。

④饲料业务

中粮贸易拥有遍布全球的原料采购渠道，现拥有饲料加工厂 24 座，年生产能力 500 万吨。饲料业务以农副产品为原料，采用国际先进的加工设备及配方理念，大力吸收最新技术、推动产品创新，目前已在山东、江苏、广东、四川、湖北、安徽、江西、河南等地形成战略布局。中粮贸易根据中国饲料原料的营养特点，为广大养殖户提供品质稳定、安全高效的畜、禽、水产饲料系列产品，其生产的饲料产品因具有环保、绿色、无污染的产品特性，获得了良好的市场美誉度。

总体看，由于粮食作物进出口受到国家的严格管理，公司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，在行业内具有很强的垄断优势。

中国粮油控股

中国粮油控股是中国领先的综合农产品及食品加工企业，为全球客户提供食品原料解决方案。作为行业领军企业，2017 年中国粮油控股把握消费升级带来的市场发展机遇，梳理明晰战略定位，聚焦核心主业，深耕品牌运作。2017 年，中国粮油控股完成并购中国食品旗下小包装油分销业务，实现油籽加工产业链上下游贯通，获得中国知名小包装食用油品牌“福临门”的使用权以及其覆盖全国 55 万个销售网点，大幅强化品牌业务市场竞争能力。与此

同时，中国粮油控股将饲料业务、生化及生物燃料业务剥离至中粮集团全资子公司。

中国粮油控股的主要业务为投资控股，发挥投资管理职能；其附属公司及联营公司的主要业务包括生产、加工及分销农产品及相关业务，主要包括油籽加工、大米加工及贸易、小麦加工和啤酒原料。截至 2017 年底，中国粮油控股资产总额为 673.36 亿港元，净资产为 342.79 亿港元；2017 年中国粮油控股实现营业收入 991.81 亿港元（包括非持续经营业务的收入 113.25 亿港元），税后利润 33.77 亿港元（包含一次性股权处置收益），同比增加 18.45 亿港元。

① 油籽加工业务

主要涉及大豆、棕榈油、油菜籽、花生、新疆油料资源的加工、仓储运输、贸易和分销业务。截至 2017 年底，中国粮油控股在辽宁、天津、山东、江苏、广西、湖北、江西、安徽、重庆、广东共有 19 个加工厂，年压榨产能为 1293 万公吨、精炼产能为 488 万公吨，生产基地覆盖华北、长江流域、华南市场。

2017 年，国际大豆价格波动幅度较上一年明显收窄，上半年在供应充裕的背景下震荡下跌，下半年市场温和震荡。国内油脂加工行业竞争秩序持续恢复，行业平均开工率有所提升，全年平均压榨利润保持相对较好水平。面对市场消费升级的发展，2017 年 9 月中国粮油控股以 10.50 亿港元的交易对价收购小包装食用油分销业务，贯通与整合油脂全产业链，提升油籽加工业务专业化运营和盈利水平。

市场开拓方面，中国粮油控股重点关注葵花籽油、非转基因豆油、菜籽油等较高附加值植物油品类，依托自身工厂布局整合国内外原料资源，顺应市场消费需求，实现产品销量快速增长。油籽粕销售方面，中国粮油控股抓住下游生猪养殖利润较好的市场机遇，加强客户管理精细化，根据需求情况适时调整销售策略与节奏，期现结合，保证产品盈利空间。

2017 年，油籽加工板块产能利用率进一步

提高，油籽粕及植物油销售量达到 833.7 万公吨及 415.3 万公吨，同比分别增长 5.9% 和 9.6%。同期，油籽加工板块实现收入 562.32 亿港元，同比增长 11.5%；实现分部经营溢利 11.78 亿港元，同比增长 12.6%。

② 大米加工及贸易业务

业务内容主要包括大米贸易及加工，包装米主要以“福临门”、“五湖”和“金盈”等品牌销售。出口业务主要面向日本、南韩及港澳等传统核心市场以及亚洲大米主产区。

截至 2017 年底，中国粮油控股在黑龙江、辽宁、江苏、吉林、江西、安徽、宁夏、四川、湖北及湖南共有 18 家大米加工厂，大米年生产能力达 408 万公吨。

2017 年，国内稻谷供应保持充裕，价格随最低收购价下调同比略有降低，成本压力有所缓解。大米加工行业整合进程持续，行业集中度进一步提升。随着居民消费能力提高、消费结构升级，行业平均售价有所提升，整体盈利趋势向好。作为大米加工及贸易业务发展的战略核心，中国粮油控股品牌米业务的营销和渠道推广取得显著成效，“福临门”高端产品占比不断增加，驱动品牌米销量增长，扩大毛利空间。国际贸易方面，继续发挥多年积累的传统优势，丰富出口品种，加强国际市场开拓，深耕传统市场的同时积极开拓新的业务合作伙伴，创新业务模式，带动出口销量同比增长，有效拉动平均产能利用率。

2017 年，中国粮油控股大米加工及贸易业务总销量同比增长 40.0% 至 261.4 万公吨，其中“福临门”产品占比同比增长，销售结构持续优化；实现收入 124.65 亿港元，同比增长 35.6%，分部经营溢利 5.09 亿港元，同比大幅增加 3.18 亿港元。

③ 啤酒原料业务

业务内容主要包括麦芽生产及销售，销售区域为内销及出口至东南亚地区。中国粮油控股在辽宁、江苏和内蒙古共有 3 家麦芽加工厂，年产能达 74 万公吨。其中辽宁及江苏工厂的

沿海港口布局，有利于满足周边啤酒市场对中、高端麦芽的需求。内蒙古工厂主要生产国产麦芽，满足市场对多样化产品的需求。

2017 年，中国啤酒消费进入成熟期，市场规模结束连续三年的负增长，止跌企稳。但随着部分新建产能的释放，麦芽行业竞争更趋激烈。原料方面，国际大麦主产区产量减少，饲料大麦需求旺盛，支撑大麦价格上涨。

中国粮油控股啤酒原料业务依托原料采购及供应链管理优势，提升核心战略客户差异化服务能力，满足中高端以及出口市场客户需求，以拓宽产品盈利空间。2017 年，实现麦芽销量 67.8 万公吨，同比下降 7.1%，收入同比下降 11.6%至 23.74 亿港元，经营溢利 2.90 亿港元，同比下降 2.2%。

④小麦加工业务

业务内容主要包括面粉、面制品等食品的加工和销售，产品包括普通面粉和专用面粉、干面及面包等产品，主要以“香雪”和“福临门”品牌销售。中国粮油控股在河南、浙江、河北、江苏、辽宁、四川、福建、山东及北京共有 14 家加工厂，小麦加工年产能达 369 万公吨，干面产能达 21.9 万公吨，面包烘焙产能约 2 千公吨。

2017 年，国内小麦价格整体相对强势，优质小麦供应紧张，价格涨幅更大。业务模式单一的加工企业难以消化成本上涨，且无法满足市场对多样化、高品质产品的需求，在行业整合中逐步被淘汰或者并购，小麦加工行业规模化和集团化的发展趋势越发明显。

中国粮油控股小麦加工业务充分平衡业务发展需要和盈利能力，按照既定的战略规划有序投入资源，通过并购、新建、租赁等多种方式，完善优质产区、主要销区布局，强化高附加值产品的供应能力，进而巩固行业整合进程中的优势地位。销售渠道方面，通过跨品类协同与渠道整合，推进业务向品牌终端转型发展；品牌面粉、干粉业务利用较为成熟的大米销售渠道，打造米面全品类经销商联合铺市，

重点拓展地区性中小型超市，提升乡县等空白区域市场占有率。

2017 年，小麦加工业务实现面粉销量 251.3 万公吨，同比增长 14.8%，干粉销量 12.2 万公吨，同比保持稳定。2017 年，小麦加工业务实现收入 105.64 亿港元，同比增长 18.1%，实现分部经营溢利 1.58 亿港元，同比增长 5.1%。

⑤生化及生物燃料业务（已处置）

生化业务主要从事玉米加工，销售产品包括玉米淀粉、甜味剂（麦芽糊精、果葡糖浆及麦芽糖浆等）、玉米毛油、味精及饲料原料等。2017 年 12 月，中国粮油控股以 85.79 亿港元总对价（股权价格 52.19 亿港元，债权 33.60 亿港元）将生化及生物燃料业务出售给中粮集团全资子公司，获得股权转让税后收益 10.11 亿港元。2017 年，上述非持续经营业务实现收入 113.25 亿港元，贡献净利润 17.59 亿港元（包括股权处置收益）。

总体看，中国粮油控股是中粮集团农粮板块重要经营实体，2017 年在“聚焦米面油，升级转型为全产业链粮油食品及品牌消费品企业”的战略定位确立后，中国粮油控股完成业务结构梳理，加强专业化运营，油籽加工及大米加工业务业绩同比实现较快提升。未来，在整合资源发展油米面等核心业务战略下，随着营销渠道日益成熟推动产品结构升级与协同效应显现，盈利能力有望得到持续提升。

中粮糖业

中粮糖业致力于成为具有一定国际影响力的全产业链食糖企业以及优质番茄制品的提供者，产品包括食糖和番茄制品两大类。自成立以来，中粮糖业已构建了从国内外的甘蔗（甜菜）种植、初加工、精炼、原糖进口贸易、销售等为一体的食糖全产业链，主要盈利模式是通过采购食糖原材料加工生产为食糖产品后进行销售。截至 2017 年底，中粮糖业资产总额 171.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益 1.28 亿元）73.09 亿元；2017 年实现营业总

收入 191.57 亿元，同比增长 41.31%，净利润 7.54 亿元，同比增长 47.84%。

食糖产业方面，中粮糖业是中国最大食糖生产和贸易商之一，是国内食糖进口的主渠道。目前，中粮糖业在国内外具有完善的产业布局，拥有从国内外制糖、进口及港口炼糖、国内贸易、仓储物流的全产业运营模式。食糖贸易方面，2017 年中粮糖业实现年贸易量 200 万吨，占国内消费量的 15%，拥有 22 个（含两个在建）食糖仓储库点，总计 200 万吨库容，分布在中国各地港口、交通枢纽城市。

番茄产业方面，中粮糖业是国内最大，世界第二的番茄加工企业，主要从事生产及出口大包装番茄酱，并向上下游延伸涉足农业和番茄纸品、番茄保健品业务。截至 2017 年底，中粮糖业拥有番茄大包装酱产能 40 万吨，出口美国、欧洲、独联体、东南亚、日韩、中东等 80 多个国家和地区；2 家番茄制品工厂，具有生产番茄调味品 5.3 万吨、番茄粉 3000 吨、番茄红素 10 吨的生产能力。下游客户包括亨氏、联合利华、雀巢、日本可果美、日本地扞等国际知名企业。

中粮国际

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 2017 年底，中粮集团通过其控股的特殊目的公司（中粮集团持股 80.1%，中投公司持股 19.9%）持有中粮国际 62.01% 股权。2014 年，公司以中粮国际为投资主体，先后收购国际农产品贸易公司中粮农业（原来宝农业）100% 股权和尼德拉 51% 股权，并作为控股公司管理其业绩及投资。2017 年 2 月，中粮国际完成收购尼德拉剩余 49% 股权，并将全面整合中粮农业和尼德拉，充分利用中粮农业的战略资产布局和尼德拉粮源以及贸易网络，进一步打造一体化经营的海外平台。

中粮农业主要从事农产品贸易和加工业务。作为公司海外采购平台，中粮农业在全球

主要农产品战略性的地点拥有和运营物流和加工设施，把农产品从南美、南非、东欧、印度和澳洲等低成本地区供应至亚洲和中东等高需求地区。中粮农业从事的业务包括三个板块，分别为谷物油籽：主要采购、加工和分销玉米、小麦、大豆和植物油等谷物油籽产品；软商品：主要从事棉花、咖啡和糖等软商品贸易；糖：主要从事原糖、加工糖和乙醇的生产，以及糖厂的运营和甘蔗种植。截至 2017 年底，中粮农业总资产 92.64 亿美元，净资产 15.9 亿美元，2017 年中粮农业实现营业总收入 237.31 亿美元。

尼德拉是全球知名的国际农产品贸易企业，于 1920 年在荷兰鹿特丹成立，早期专注在荷兰、东印度群岛、德国、英国、俄罗斯和阿根廷等地从事粮油食品贸易。尼德拉以大豆、小麦和玉米为主要经营品种，通过向农民提供种子、化肥和农药等服务，与农民结为密切的合作伙伴。尼德拉在阿根廷、巴西、乌拉圭等南美地区拥有完整的仓储、物流网络，在美国、英国、西班牙、罗马尼亚、俄罗斯等北美和欧洲地区也有仓储物流设施。截至 2017 年底，尼德拉总资产 38.03 亿美元，净资产 4.56 亿美元，2017 年尼德拉实现营业总收入 146.5 亿美元。

尼德拉、中粮农业与公司的粮油食品全产业链具有很强的互补性。公司将通过尼德拉及中粮农业深入参与世界主要地区的粮油生产和采购平台；通过把尼德拉和中粮农业的国际生产采购平台与公司现有国内物流运输、加工中心和销售网络相融合，实现供应链向全球延伸，为公司最终发展成为推动产业发展的大型国际企业奠定基础。

中纺集团

中纺集团并入公司后，作为四大主业之一棉花业务的经营主体，目前向棉花和面料两大主业转型。中纺集团自成立以来，已构建了从纺织品初加工到终端服装等制成品经营的完整产业链。拥有大型纺织企业 4 个，棉纺纱锭

近 50 万枚；成衣经营量 2000 万件/年，出口额超过 2 亿美元。截至 2017 年底，中纺集团资产总额 385.56 亿元，所有者权益合计 72.18 亿元（含少数股东权益 24.94 亿元）；2017 年实现营业收入 389.66 亿元，利润总额 6.60 亿元（2016 年为 4.06 亿元）。

棉花业务方面，中纺集团拥有完善的棉花市场网络体系，集棉花进出口贸易和国内棉花经营于一体，是国内最大的棉花贸易企业之一，进口棉花经营规模位居全国第一。在棉花收购、加工、仓储、物流及进出口等产业链各环节都有布局。中纺集团在新疆、济南、南京等国内棉花主产、销区均设立有办事处。

（二）食品加工、制造及销售业务

食品加工、制造及销售业务主要经营实体为中国食品和中国土产畜产进出口总公司（以下简称“中国土畜”）。

中国食品

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“中可饮料”）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、果奶、水、功能水、咖啡、茶、能量饮料等 8 大品类，16 个品牌的产品。2017 年 9 月，中国食品以 10.5 亿元对价出售全资子公司中粮福临门食品营销有限公司 100% 股权，完成转让小包装食用油及其他厨房食品产品销售、分销业务；2017 年 10 月，中国食品以 50.69 亿港元对价将非饮料业务（主要包括长城葡萄酒的生产及分销）出售给中粮集团全资子公司，资源进一步聚焦于饮料业务。2017 年，中国食品出售若干附属公司、联营公司的权益及可供出售投资累计取得一次性处置收益 18.98 亿港元。

截至 2017 年底，中国食品资产总额为 152.20 亿港元，净资产为 69.70 亿港元；2017 年实现营业收入 154.61 亿港元，年度溢利（净

利润）22.72 亿港元（2016 年 7.44 亿港元）。

特许经营权区域方面，2016 年 11 月，为专注于扩张核心业务的整体策略，中可饮料、可口可乐公司及太古饮料控股有限公司签订股权转让协议：中可饮料以 29.00 亿元从可口可乐公司收购黑龙江、山西、四川等六个区域瓶装业务；以 4.87 亿元收购太古饮料控股有限公司在陕西的瓶装业务。同期，中可饮料将江西、海南和广东的瓶装业务以及其他六个地区瓶装业务中的联营及少数权益以 21.22 亿元出售给太古饮料控股有限公司。上述资产置换目的为专注于扩张中可饮料核心业务的整体策略，通过优化相邻可口可乐装瓶特许经营区域，将有助于实现成本协同效应，包括提升产能利用率、流程化运营并实现分销及运输成本控制。上述资产置换事项已于 2017 年 7 月全部完成。截至 2017 年底，中可饮料拥有黑龙江、吉林、辽宁、内蒙、河北、北京、天津、山东、山西、陕西、四川、重庆、贵州、湖南等 19 个省、市、地区的可口可乐系列产品的生产、市场营销及分销专营权；业务已覆盖中国 81% 的国土面积和 51% 的内地人口，成为可口可乐公司全球第五大合作伙伴。

2017 年，中国食品饮料业务销量同比增长 41%，实现收入 154.61 亿港元，同比增长 37%，主要得益于原有装瓶厂业绩稳定提升和新获取特许经营区域装瓶厂业绩提升，以及区域相连后供应链系统优化综合带动。同期，饮料业务毛利率同比下滑 0.7 个百分点至 35.3%，主要系年内国际大宗商品及原材料的市场竞争及价格上涨。

作为一个品牌食品生产商，中国食品持续推行质量安全文化，提升产品质量和安全管理水平。中国食品连续 7 年推动和落实基层工厂的质量安全体系认证，并由第三方专业认证机构指派经验丰富的审核专家负责审核。截至 2017 年底，中国食品所属正式投产的企业均通过 FSSC22000 及 ISO9001 体系认证。

总体看，近年来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。2017 年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。

中国土畜

中国土畜是中国第一家国有专业公司，也是目前中国茶领域唯一的大型国家级企业。2004 年，中国土畜并入中粮集团之后，对业务和资产进行了大力重组与整合，进一步聚焦茶叶主业，由传统的贸易商逐渐向资源控制型和品牌营销型企业转变。

（三）酒店、房地产开发经营

公司酒店、房地产开发经营板块经营主体主要为中粮地产和大悦城地产。

中粮地产

中粮地产业务范围包括住宅销售、房屋租赁、物业管理等，收入构成以住宅销售为主。中粮地产项目集中在环北京、环上海、环深圳三大核心城市群，重点关注以长江中游城市群、成渝城市群、一带一路沿线为主的中心城市及高潜力城市。中粮地产重点开发住宅产品，形成了以壹号系列、祥云系列、锦云系列、鸿运系列为代表的标准化产品，定位以中高端为主，部分项目周期较长。截至 2017 年底，中粮地产资产总额为 757.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）117.45 亿元；2017 年实现营业总收入 140.42 亿元，同比下降 22.10%；净利润 17.35 亿元，同比增加 4.02 亿元。

经营指标方面，2017 年中粮地产根据房地产市场和政策变化，主动加快项目开发进度和规模，当年新开工面积同比增长 70.10%至 115.09 万平方米；受开工进度影响，当年达到竣工条件项目减少，导致竣工面积同比下降 37.59%至 58.97 万平方米。销售方面，中粮地产推盘项目集中于深圳、北京和苏州等调控政策严厉区域，2017 年上述三个城市签约销售金额占比分别为 36.79%、35.74%和 7.43%。结合

区域市场变化，2017 年中粮地产放缓推盘节奏，签约销售面积同比下降 8.35%至 85.38 万平方米，销售均价同比增长 42.98%至 3.06 万元/平方米，带动签约销售金额同比增长 31.04%至 261.59 亿元。

截至 2017 年底，中粮地产在建项目计容建筑面积 600.66 万平方米，预计总投资额为 1167.36 亿元，截至 2017 年底已投资 788.42 亿元。总体看，中粮地产土地储备主要分布在一、二线等核心城市，区域市场前景较好；2017 年受益于区域市场销售均价大幅提升，中粮地产签约销售金额大幅提升，为后期业绩提升奠定良好基础。但项目所在区域调控政策严格，或将对其去化回款周期造成一定影响。

大悦城地产

大悦城地产主要以“大悦城”旗舰品牌开发、经营及管理综合体及其他优质物业开发项目为业务发展方向，以“持有加销售”双轮驱动的稳健商业模式为指引，具有投资物业、物业开发、酒店运营、物业管理及相关服务为主的四大业务板块的优质物业组合。截至 2017 年底，大悦城地产资产总额为 863.71 亿元人民币，所有者权益 424.73 亿元人民币；2017 年实现营业总收入 116.58 亿元人民币，税后利润 25.75 亿元人民币（2016 年 12.75 亿元）。

投资物业方面，截至 2017 年底，大悦城地产已布局京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游等五大城市群的核心城市及周边辐射区域，成功进驻北京、上海、天津、沈阳等城市，拥有大悦城城市综合体，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。2017 年，大悦城综合体实现租金收入 23.36 亿元，同比增长 11.0%，主要系沈阳大悦城、成都大悦城、朝阳大悦城、天津南开大悦城运营情况良好，经营业绩大幅提升所致。

物业开发方面，大悦城地产大部分住宅物业依托于大悦城综合体，产品定位于中、高端购房人群，开发模式包括自主开发及合作开发。

2017 年，公司实现物业及土地开发收入 71.36 亿元；实现物业结算面积和结算单价分别为 14.79 万平方米和 4.82 万元/平方米，主要来自上海静安大悦城·天悦壹号、海南中粮·红塘悦海和杭州大悦城·天悦等项目交付结算。

2017 年，大悦城地产新增土地储备 62.84 万平方米，主要包括重庆中央公园项目、成都酒城北地块和青岛项目，土地储备较为充足，为未来业绩的持续提供保障。

（四）金融业务及其它

公司金融业务主要经营主体为中粮资本投资有限公司（以下简称“中粮资本”）。2015~2017 年，金融业务及其他板块实现收入分别为 59.91 亿元、92.22 亿元和 7.84 亿元，2017 年同比下滑明显主要系内部分类口径变化所致，实际金融业务收入同比小幅增长。

中粮资本是中粮集团旗下运营管理金融业务的专业化公司，以中粮集团产业链为依托，完善全金融链，在业务专业化发展基础上，利用消费金融，整合资产管理和财富管理资源，促进产融协同、服务三农，成为以农业金融为特色，拥有信托、期货、保险、银行等多项业务的投资控股平台。中粮资本通过下属中粮信托、中粮期货、中英人寿、中粮资本（香港）和龙江银行等参控股公司开展信托、期货、保险、银行等金融业务。中粮信托建立了农业食品企业生态圈，以供应链管理、土地流转信托、农业股权投资及消费信托为主要业务模式，打造以农业金融为特色的信托公司。中粮期货一直保持大宗农产品期货的市场领先地位，大豆、豆油、豆粕、菜粕、白糖等品种持仓量长期处于交易所前五名，农产品交割量占交易所交割量的 20%以上。

3. 经营效率

从经营效率主要指标看，2015~2017 年，公司销售债权周转次数持续上升，存货周转次数及总资产周转次数有所波动，三年平均值分别为 21.21 次、2.58 次和 0.89 次，2017 年分别

为 22.28 次、2.63 次和 0.90 次。总体看，公司经营效率尚可。

4. 未来发展

2018 年，中粮集团将通过完善资产布局 and 资本拉动，进一步突出核心主业：一方面在粮、油、糖、棉四大核心主业上，进一步完善全球仓储物流设施布局，加快国内外一体化整合；另一方面将核心主业优质资产证券化，通过股份制改造，以资本为纽带拉动发展，打造具有世界一流竞争力的核心主业团队。“十三五”期间，公司力争将中粮集团农粮食品领域国有资本占比提高到 80%以上，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，更好地发挥在国家宏观调控中的主力军作用，切实提升国家粮食安全保障能力。到 2020 年，实现“321155”经营目标，达到“3579”经营能力，以量担当调控任务。

综上所述，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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2015 年底，公司纳入合并范围二级子公司 34 家，较 2014 年底净减少 1 家，其中通过无偿划转增加 1 家中国华孚贸易集团有限公司，因将原二级子公司中粮信托有限责任公司和中英人寿保险有限公司

划入中粮资本投资有限公司成为三级子公司而减少 2 家。截至 2016 年底，公司纳入合并范围二级子公司共 34 家，其中投资新设 1 家深圳前海中粮发展有限公司，注销 1 家中粮新疆投资控股有限公司。截至 2017 年底，公司纳入合并范围二级子公司共 37 家，其中投资新设 1 家中粮信息科技有限公司，原中粮资本下属 3 家全资子公司转为二级子公司，中国中纺集团公司无偿划转并入公司，出售 1 家中粮日本株式会社，转让至关联方 1 家中粮(英国)有限公司。截至 2018 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司共 37 家，较 2017 年底无变化。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 5443.81 亿元，所有者权益 1582.80 亿元（其中少数股东权益 754.98 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 4708.66 亿元，利润总额 118.37 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 5524.65 亿元，所有者权益 1598.48 亿元（含少数股东权益 759.95 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1090.81 亿元，利润总额 38.05 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，随着自身业务规模扩张及收购整合事项完成，公司资产规模不断增长，年均复合增长率为 8.91%。截至 2017 年底，公司资产总额为 5443.81 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 61.42%和 38.58%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 10.91%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 3343.80 亿元，同比增长 10.49%；流动资产构成以货币资金和存货为主。

2015~2017 年，公司货币资金波动下降。截至 2017 年底，公司货币资金为 602.15 亿元，同比下降 8.85%；其中，银行存款占 91.01%；公司使用受限的货币资金为 23.87 亿元，主要

为中粮财务存放中央银行的法定存款准备金及中粮香港、中纺集团各类保证金等。

2015~2017 年，公司应收账款持续增长，截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 242.04 亿元，其中 94.11%按信用风险特征组合计提坏账准备。组合中，中粮国际应收账款占 61.15%；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占 30.65%，其中 3 个月以内的占 74.93%、3 个月~1 年的占 8.00%，账龄短。公司当期合计计提坏账准备 32.74 亿元，综合计提比例为 13.53%，主要为账龄组合计提坏账 11.43 亿元，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 9.89 亿元及中粮国际应收账款计提 8.39 亿元。截至 2017 年底，公司应收账款为 209.29 亿元，同比增加 17.60 亿元，主要系中纺集团整体并入所致。对于应收账款的管理，公司制定了一系列监控和催收制度，以确保账款按时、安全回笼。

2015~2017 年，公司预付款项快速增长，截至 2017 年底，公司预付款项为 120.69 亿元，同比增长 38.58%，主要系中纺集团并入所致。

公司其他应收款主要为与关联方之间的业务往来，规模变化与公司的生产经营活动有关。2015~2017 年，随着房地产板块合作开发模式比重提升，公司其他应收款快速增长。截至 2017 年底，其他应收款为 381.70 亿元，同比增长 134.86%，主要由于房地产业务增加对合营企业委托贷款。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 413.49 亿元，共计提坏账准备 31.79 亿元，综合计提比例为 7.69%。从集中度来看，年末余额前五名中，除中国储备粮管理总公司的储备粮补贴款外，均为与房地产企业的往来款，余额占其他应收款合计的 31.72%，集中度尚可。

表 4 截至 2017 年底其他应收款前五名

(单位: 亿元)

债务人	款项性质	账面余额	坏账准备
佛山市鹏悦置业有限公司	往来款	34.91	0.35
北京恒合悦兴置业有限	往来款	30.56	0.31

公司			
中国储备粮管理总公司	储备粮补贴款	30.11	--
北京正德丰泽房地产开发有限公司	往来款	18.23	0.18
苏州工业园区悦金房地产有限公司	往来款	17.37	0.17

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货持续增长，截至 2017 年底，公司存货为 1623.05 亿元，同比增长 5.12%，主要系合并中纺集团所致。存货构成中，库存商品占 61.24%、自制半成品及在产品（主要为房地产板块在建开发产品）占 27.65%、原材料占 10.79%；公司累计计提存货跌价准备 13.29 亿元，主要针对库存商品及原材料。

2015~2017 年，公司其他流动资产分别为 117.95 亿元、167.86 亿元和 175.91 亿元，截至 2017 年底，其他流动资产同比增长 4.80%，主要由应收储备粮油款 49.27 亿元、期货保证金 39.44 亿元、预缴税金 38.05 亿元及待抵扣进项税 20.07 亿元构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 5.93%，2017 年底为 2100.01 亿元，同比增长 5.94%。非流动资产构成主要以固定资产（占 31.25%）、长期股权投资（占 16.15%）和投资性房地产（占 13.07%）为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产分别为 168.14 亿元、158.33 亿元和 223.89 亿元，截至 2017 年底，可供出售金融资产同比增长 41.41%，主要为可供出售债务工具增加 63.61 亿元。2017 年，公司投资收益中持有和处置可供出售金融资产取得的投资收益分别为 6.95 亿元和 4.09 亿元，可供出售金融资产收益良好。

2015~2017 年，公司长期股权投资分别为 263.01 亿元、316.80 亿元和 339.11 亿元。截至 2016 年底，公司长期股权投资同比增长 20.45%，主要系中粮包装及中粮肉食持股比例下降，纳入长期股权投资核算所致；截至 2017 年底，公司长期股权投资同比增长 7.04%，主要为对

联营企业投资增加所致。期末余额较大的投资包括蒙牛乳业 154.60 亿元、龙江银行股份有限公司 29.26 亿元、中粮生化 18.81 亿元、中粮包装 16.26 亿元、中粮肉食 14.33 亿元。2017 年，公司权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益分别为 12.32 亿元和 21.66 亿元，长期股权投资收益良好。

2015~2017 年，公司投资性房地产分别为 259.79 亿元、289.07 亿元和 274.52 亿元，投资性房地产金额的波动主要受地产项目竣工转入、存量投资性房地产成本法后续计量及投资性房地产正常折旧影响。

2015~2017 年，公司固定资产分别为 696.56 亿元、642.09 亿元和 656.30 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产原值为 1069.84 亿元，构成主要为房屋、建筑物（占 47.29%）和机器设备（占 43.69%）。公司固定资产累计计提折旧 395.78 亿元，计提减值准备 17.76 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产分别为 93.40 亿元、114.61 亿元和 107.54 亿元，截至 2017 年底，公司无形资产同比下降 6.17%，主要系商标权减少 10.28 亿元所致。无形资产构成主要为土地使用权（占 84.17%）。累计摊销 23.60 亿元，计提减值准备 4.02 亿元，主要系销售网络减值 3.13 亿元。

2015~2017 年，公司商誉不断增长，截至 2017 年底，公司商誉增长至 109.91 亿元，同比增长 14.05%，主要系中国食品收购 CBL Companies and Coca-Cola Shaanxi，交易对价 39.85 亿港元，购买时点被购买方可辨认净资产公允价值 15.29 亿港元，该事项导致商誉增加 24.56 亿港元。2017 年，商誉计提减值 4.35 亿元，主要系中国食品新增计提减值 3.69 亿元。

2015~2017 年，公司其他非流动资产快速增长，截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 168.76 亿元，同比增长 19.27%，主要系应收款项类投资大幅增长所致。构成主要为应收款项类投资（占 65.29%）、保险公司定期存款（占 8.28%）和委托贷款（占 7.73%）。

截至 2017 年底，公司所有权受限的资产账面价值合计 341.01 亿元，占当期资产总额的 6.26%，受限原因主要是以投资性房地产、存货及固定资产进行抵押或担保借款。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 5524.65 亿元，较 2017 年底增长 1.48%，主要来自房地产业务拍地量增加带动的存货增长，非流动资产较 2017 年底变化不大。

整体看，公司资产规模稳定增长，构成以流动资产为主。流动资产中，以库存商品及房地产开发产品为主的存货占比较大，对资金形成占用。考虑到公司现金类资产较为充沛，金融资产规模较大且变现能力强，一定程度提升了资产流动性。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益稳定增长。截至 2017 年底，公司所有者权益 1582.80 亿元，同比增长 10.35%，其中实收资本小幅增长主要来自国储糖库和国储冷库竣工决算转增资本所致；资本公积同比增长 18.98%，主要系中纺集团重组并入（增加 22.40 亿元）及中粮资本引入少数股东投资（增加 12.97 亿元）所致；其他综合收益同比减少 22.21 亿元至 2.36 亿元，主要系汇率波动引起外币折算变化所致。归属母公司所有者权益中，实收资本占 15.30%、资本公积占 22.97%、盈余公积占 22.59%、未分配利润占 38.08%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 1598.48 亿元（含少数股东权益 759.95 亿元），较 2017 年底增长 0.99%。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，随着整体业务规模的扩张，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 9.14%。截至 2017 年底，公司负债合计 3861.01 亿元，同比增长 8.02%；其中流动负债和非流

动负债占比分别为 71.80%和 28.20%，其中非流动负债占比有所下降（2016 年为 32.21%），公司负债结构始终以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长。截至 2017 年底，公司流动负债为 2772.35 亿元，构成主要为短期借款（占 45.85%）、应付账款（占 11.83%）和预收款项（占 13.57%）。

2015~2017 年，公司短期借款⁴分别为 996.83 亿元、977.33 亿元和 1271.23 亿元。截至 2017 年底，公司短期借款同比增长 30.07%，主要由于 2017 年金融监管趋严，债券流动性收紧，利率水平大幅上升，公司通过银行贷款替换已到期债券所致。其中，信用借款占 86.75%，抵押借款占 10.79%。

2015~2017 年，公司应付账款年复合增长 5.18%。截至 2017 年底，公司应付账款同比增长 13.10%至 327.94 亿元，其中一年以内的应付账款占 92.18%。同期，公司预收款项快速增长，截至 2017 年底，公司预收款项为 376.20 亿元，同比增长 40.70%，主要系中纺集团并入及房地产业务销售预收款增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，截至 2017 年底，其他应付款为 241.05 亿元，同比增长 13.44%，主要系中纺集团重组并入所致。其中，应付费占 38.12%，往来款占 30.72%，保证金及押金占 14.33%。

2015~2017 年，公司其他流动负债分别为 310.58 亿元、428.65 亿元和 166.00 亿元，波动原因主要为公司陆续发行及兑付短期融资券。截至 2017 年底，公司其他流动负债中包括应付保证金 61.36 亿元、应付储备粮油借款 57.18 亿元、保户储金及投资款 45.10 亿元。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动性负债有所波动；构成主要为长期借款（占 44.99%）、应付债券（占 27.04%）以及其他非流动负债（占 18.98%）为主。

⁴截至 2017 年底，公司已逾期未偿还的短期借款金额为 1.65 亿元，其中中粮国际仓储运输公司贷款金额为 1.46 亿元，已于 2002 年到期，银行至今未追偿；中国土产畜产广西茶叶进出口公司贷款金额为 0.19 亿元，未按期还款原因为无力偿还。

2015~2017 年, 公司长期借款波动下降。截至 2017 年底, 公司长期借款为 489.79 亿元⁵, 同比下降 7.72%, 其中抵押借款占 46.60%, 同比增长 56.38%, 信用借款占 48.29%, 同比增长 44.35%。

2015~2017 年, 公司应付债券规模持续下降, 截至 2017 年, 公司应付债券为 294.35 亿元, 同比下降 15.42%。其中, 企业债券为 176.86 亿元, 可赎回债券为 65.17 亿元, 美元债券为 52.32 亿元。

2015~2017 年, 公司其他非流动负债快速增长, 截至 2017 年底, 公司其他非流动负债为 206.58 亿元, 同比增长 24.79%, 主要系寿险责任准备金增长 34.06 亿元至 177.58 亿元所致。

2015~2017 年, 公司全部债务规模持续增长, 年均复合增长率为 3.43%。截至 2017 年底, 公司全部债务为 2263.22 亿元, 同比增长 4.49%; 其中短期债务占 65.35%, 长期债务占 34.65%。债务指标方面, 2015~2017 年, 公司资产负债率小幅波动, 全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均持续下降, 近三年加权平均值分别为 70.99%、59.69%和 35.80%。截至 2017 年底, 上述三项指标分别为 70.92%、58.85%和 33.13%, 同比分别下降 0.44 个百分点、1.31 个百分点和 4.86 个百分点。

截至 2018 年 3 月底, 公司负债合计 3926.17 亿元, 较 2017 年底增长 1.69%, 主要来自其他应付款及预收款项的增长, 其他科目较上年底变化不大。截至 2018 年 3 月底, 公司有息债务增至 2276.53 亿元; 其中短期债务占 64.96%。截至 2018 年 3 月底, 公司资产负债率和长期债务资本化比率较 2017 年底增长至 71.07%和 33.29%; 全部债务资本化比率较 2017 年底下降至 58.75%。

总体看, 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。近年来, 公司有息债务规模小幅增长, 短期债务占比偏高, 整体债务负担较重。

4. 盈利能力

近年来, 受益于公司部分主营业务所属行业景气度回暖以及专业化发展的体制改革成效显著, 公司资源配置效率得到明显优化, 营业总收入持续增长, 主营业务毛利率稳定提升。2017 年, 公司实现营业总收入 4708.66 亿元, 同比增长 15.69%, 主要系: ①中纺集团重组并入增加营业收入 389.66 亿元; ②玉米收储拍卖及食糖业务销售增长带动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加 261.21 亿元; ③从 2017 年起, 公司将政策性粮油等业务取得的相关收入, 根据财政部 2017 年度新修订的《政府补助》会计准则要求, 按照业务实质, 从原营业外收入-政府补助科目分类至营业收入。2017 年, 营业成本同比增长 13.96%, 增速低于同期营业收入增速; 公司营业利润率持续增长, 近三年加权平均值为 7.90%, 2017 年为 8.91%。

期间费用方面, 2015~2017 年, 公司期间费用率波动下降, 2017 年为 7.55%。公司期间费用构成以销售费用为主(2017 年占 52.41%), 2017 年为 186.29 亿元, 同比增长 25.35%, 主要系中纺集团并入及各专业化公司加大营销投入所致, 构成上主要包括运输费 51.01 亿元、职工薪酬 46.28 亿元和广告费 21.05 亿元。近三年, 公司管理费用保持稳定, 2017 年为 121.52 亿元, 占期间费用的 34.19%。2017 年, 公司财务费用同比减少 19.25 亿元至 47.61 亿元, 主要受政府补助准则修订影响, 原计入营业外收入-政府补助的临储借款贴息本期直接冲减利息支出。总体看, 公司期间费用控制能力较强。

2015~2017 年, 公司资产减值损失波动增长。2017 年, 公司资产减值损失 34.34 亿元, 同比增加 16.12 亿元, 构成主要为坏账损失 15.25 亿元和存货跌价损失 7.89 亿元, 增长主

⁵截至 2017 年底, 已到期未偿还的长期借款余额为 7.13 亿元, 除中国土产畜产广西茶叶进出口公司的 0.19 亿元是因无力偿还逾期外, 其他均为各粮库的政策性挂账。

要来源于非流动资产损失的计提。

表 5 资产减值损失主要构成及变化

(单位: 万元)

项目	2017 年	2016 年
坏账损失	152457.39	115590.05
存货跌价损失	78896.16	55851.62
固定资产减值损失	45397.24	16519.78
无形资产减值损失	31319.53	224.28
商誉减值损失	43502.75	1334.04

资料来源: 公司审计报告

非经营性损益方面, 2015~2017 年, 公司投资收益和营业外收入对公司利润形成了有力补充。2015~2017 年, 公司实现的投资收益分别为 70.49 亿元、35.89 亿元和 63.80 亿元, 主要为持有和处置可供出售金融资产及长期股权投资实现的收益; 2017 年, 公司投资收益同比增加 27.92 亿元, 主要系当期处置长期股权投资产生的投资收益同比增加 15.06 亿元(处置部分可乐瓶装业务及相关投资共计取得投资收益 16.79 亿元; 处置南京、苏州凯莱大酒店取得投资收益约为 3.52 亿元)、权益法核算的长期股权投资收益同比增加 6.30 亿元及贷款及应收款项利息收入同比增加 11.09 亿元。2015~2017 年, 公司营业外收入波动较大, 分别为 51.26 亿元、75.26 亿元和 5.46 亿元, 其中政府补助分别为 47.07 亿元、70.57 亿元和 2.21 亿元。2017 年, 营业外收入同比减少 69.80 亿元, 其中政策性业务补贴收入同比减少 71.45 亿元, 主要系: ①从 2017 年起, 公司将政策性粮油等业务取得的相关收入从原营业外收入-政府补助科目分类至营业收入; ②与经营相关的政府补贴调整至其他收益(2017 年为 10.02 亿元)。2015~2017 年, 公司非经营性损益(投资收益+营业外收入+其他收益)占当期利润总额比重分别为 353.92%、179.88%和 66.98%, 对利润总额贡献逐年下降, 但仍较高。

表 6 公司投资收益构成(单位: 万元)

产生投资收益的来源	2017 年	2016 年
处置长期股权投资产生的投资收益	216567.57	66277.78
权益法核算的长期股权投资收益	123208.87	52503.21
贷款及应收款项利息收入	110851.26	--
持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	69523.01	87294.19
处置可供出售金融资产取得的投资收益	40892.84	10780.74
持有至到期投资在持有期间的投资收益	29249.32	36518.57
保险业务利息收入	21119.17	48517.26
持有以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产期间取得的投资收益	15944.96	4542.29
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	-9400.61	40594.42
其他	20090.85	11824.51
合计	638047.25	358852.99

资料来源: 公司审计报告

近几年, 公司的利润总额持续增长, 2015~2016 年, 公司利润总额分别为 34.40 亿元和 61.79 亿元。2017 年以来, 在不断深化国有资本改革, 内生动力得到充分激发, 各项业务效益均提升显著带动下, 2017 年实现利润总额 118.37 亿元。

从盈利指标看, 2015~2017 年, 公司净资产收益率和总资产收益率均持续增长, 三年加权平均数分别为 2.94%和 2.95%, 2017 年分别为 4.23%和 3.18%。

2018 年 1~3 月, 公司实现营业总收入 1090.81 亿元, 同比增长 7.23%; 营业利润率同比提升 0.50 个百分点至 9.67%; 实现利润总额 38.05 亿元(其中投资收益 12.82 亿元)。

整体看, 近年来公司营业收入规模稳步增长, 期间费用控制能力较强, 可供出售金融资产和长期股权投资为公司投资收益主要来源, 收益良好, 对利润总额贡献大。2017 年以来, 随着部分行业景气度回暖及公司资源效率提升, 公司利润总额快速增长, 整体盈利能力保持良好水平。

5. 现金流分析

从经营活动来看, 2015~2017 年, 公司经

营活动产生的现金流入量持续增长,构成以销售商品、提供劳务收到的现金为主,2017年,经营活动现金流入量为6345.81亿元。2015~2017年,公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主,2017年为6124.00亿元。近三年,公司经营活动现金流量净额快速增长,2017年为221.81亿元,同比增长281.22%,主要系临储粮按国家政策指令拍卖出库,糖业销售增长及地产预收款提升,经营性现金回款增加所致。收入实现质量方面,2015~2017年,公司现金收入比加权平均值107.89%;2017年为112.18%,收入实现质量较好。

从投资活动来看,公司近三年投资活动产生的现金净额持续下降。2015~2017年,公司投资活动现金流入持续下降,主要系收回投资收到的现金下降所致,2017年收回投资收到的现金为525.08亿元,同比下降19.10%。投资活动现金流出方面,公司近三年投资主要体现在投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金。2015~2017年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为10.85亿元、-167.89亿元和-173.69亿元。

2015~2017年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-24.99亿元、-109.70亿元和48.12亿元。2017年,公司经营活动产生的现金流量净额覆盖了当期投资需求,公司对外融资压力有所减轻。

从筹资活动看,2015~2017年,公司筹资活动产生的现金流入主要来自借款,筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务。公司筹资活动现金流状态主要取决于经营活动现金流状态。2017年,公司筹资活动现金净流量为-107.30亿元,同比减少220.71亿元,主要系公司经营性现金缺口收缩且投资资金需求下降,发行债券收到现金从2016年510.00亿元,减少至2017年的25亿元所致。

2018年1~3月,公司经营活动现金流净额为26.52亿元,投资活动产生的现金流量净

额为-2.12亿元,筹资活动产生的现金流量净额为-3.63亿元。

整体看,随着玉米临储政策的取消,缓解了公司资金占用,临储粮按国家政策指令拍卖出库、房地产板块预收款项的提升及糖业销售增长加快资金回笼,经营活动现金净流量持续快速增长,公司对外融资压力减轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017年,公司流动比率和速动比率加权平均值分别为123.13%和60.96%,其中2017年底以上两项指标分别为120.61%和62.07%,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。2015~2017年,公司经营现金流动负债比分别为-1.67%、2.40%及8.00%。截至2018年3月底,公司流动比率及速动比率分别为121.04%和61.74%,较2017年底分别增加0.43个和下降0.33个百分点。综合考虑公司现金类资产较为充沛、变现能力强的金融资产占比大等因素,公司实际短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看,受益于主业盈利规模的提升,2015~2017年,公司EBITDA持续增长,2017年为256.47亿元。近三年,有息债务规模较为稳定,公司全部债务/EBITDA持续下降,分别为13.51倍、10.42倍和8.82倍。2015~2017年,随着EBITDA持续增长,公司EBITDA利息倍数呈增长趋势,分别为1.79倍、2.49倍和4.13倍。总体看,公司长期偿债能力有所提升。

截至2017年底,公司合并口径对外担保金额合计106.56亿元,其中105.41亿元为对房产承购人的抵押担保。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2018年4月底,公司本部从8家主要金融机构获得授信额度共计820亿元,未使用额度总额678.5亿元,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，直接融资渠道便利。

7. 过往债务履约情况

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。

8. 抗风险能力

公司作为国务院国资委下属的大型国有独资企业、中国粮油及食品领域龙头，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的优势与竞争力。近年来，公司通过实施“全产业链粮油食品企业”的发展战略，分散了经营风险，保持了稳健的经营状况。总体看，公司抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续期内债券合计136亿元，其中将于一年内到期的债券余额为50亿元，截至2018年3月底，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障倍数为13.48倍，保障能力强。

2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别为6345.81亿元、221.81亿元及256.47亿元，分别为公司存续债券余额的46.66倍、1.63倍及1.89倍。公司EBITDA和经营性现金净流量对公司存续债券的保障能力较强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	截至 2017 年底
一年内到期债券余额	50.00
现金类资产/一年内到期债券余额	13.48
经营活动现金流入量/应付债券余额	46.66
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.63
EBITDA/应付债券余额	1.89

资料来源：联合资信根据公司年报和公开资料整理

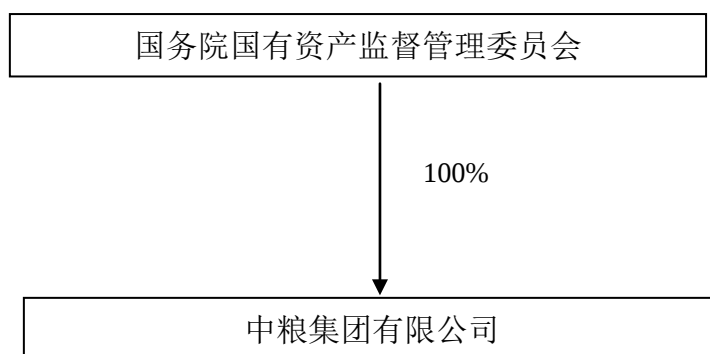
十一、担保方分析

“07 中粮债”由交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）授权北京分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，维持交通银行主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为稳定，该评级结论反映了其偿还债务的能力极强。总体看，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。

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，“07 中粮债”、“15 中粮 MTN001”、“16 中粮 MTN001”和“16 中粮 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图

职能部门

Functional departments



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	613.87	677.08	631.49	673.87
资产总额(亿元)	4589.78	5008.63	5443.81	5524.65
所有者权益(亿元)	1348.55	1434.38	1582.80	1598.48
短期债务(亿元)	1246.19	1287.27	1479.08	1478.72
长期债务(亿元)	869.41	878.78	784.14	797.81
全部债务(亿元)	2115.60	2166.05	2263.22	2276.53
营业总收入(亿元)	4054.42	4070.06	4708.66	1090.81
利润总额(亿元)	34.40	61.79	118.37	38.05
EBITDA(亿元)	156.54	207.87	256.47	--
经营性净现金流(亿元)	-35.84	58.19	221.81	26.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.84	20.33	22.28	--
存货周转次数(次)	2.68	2.42	2.63	--
总资产周转次数(次)	0.90	0.85	0.90	--
现金收入比(%)	104.14	103.23	112.18	92.95
营业利润率(%)	6.18	7.36	8.91	9.67
总资本收益率(%)	2.46	2.90	3.18	--
净资产收益率(%)	0.98	2.10	4.23	--
长期债务资本化比率(%)	39.20	37.99	33.13	33.29
全部债务资本化比率(%)	61.07	60.16	58.85	58.75
资产负债率(%)	70.62	71.36	70.92	71.07
流动比率(%)	126.77	124.91	120.61	121.04
速动比率(%)	57.86	61.18	62.07	61.74
经营现金流动负债比(%)	-1.67	2.40	8.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	2.49	4.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.51	10.42	8.82	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期融资券；3. 2018 年 3 月底现金类资产未剔除受限资金。

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-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。