

信用等级公告

联合〔2020〕987号

联合资信评估有限公司通过对中粮集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中粮集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中粮集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月二十三日



中粮集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 4 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	3	
		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	2	
			现金流量	2	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
		调整因素和理由			调整子级
					--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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产业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，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，整合形成了 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，打通了产供销各环节的整合资源，综合竞争力及主业盈利能力得到持续提升。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影响、短期债务占比高等因素给公司带来的不利影响。

公司 EBITDA 及经营活动净现金流对本期中期票据保障程度高。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

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。

分析师：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

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. **公司主业盈利能力持续提升，盈利能力很强。**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，主业盈利能力持续提升。
4. **公司持有的金融资产的资产质量及流动性良好。**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。
5. **本期中期票据偿还能力极强。**公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度高。

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. **整体债务负担较重，债务结构有待改善。**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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	677.08	631.52	465.21	783.01
资产总额(亿元)	5008.63	5443.81	5606.35	5882.85
所有者权益(亿元)	1434.38	1582.80	1660.44	1735.48
短期债务(亿元)	1287.27	1479.08	1497.48	1521.71
长期债务(亿元)	878.78	784.14	665.53	831.99
全部债务(亿元)	2166.05	2263.22	2163.00	2353.71
营业收入(亿元)	4070.06	4708.66	4711.20	3619.95
利润总额(亿元)	61.79	118.37	128.83	109.95
EBITDA(亿元)	207.87	256.47	275.87	--
经营性净现金流(亿元)	58.19	221.81	153.55	24.44
营业利润率(%)	7.36	8.91	9.52	9.67
净资产收益率(%)	2.10	4.23	5.40	--
资产负债率(%)	71.36	70.92	70.38	70.50
全部债务资本化比率(%)	60.16	58.85	56.57	57.56
流动比率(%)	124.91	120.61	106.80	118.02
经营现金流动负债比(%)	2.40	8.00	4.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.42	8.82	7.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.49	4.13	3.94	--

公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	947.16	848.59	1068.31	1128.55
所有者权益(亿元)	428.39	489.32	482.63	480.87
全部债务(亿元)	405.66	303.43	508.90	642.87
营业收入(亿元)	62.36	69.58	53.04	55.56
利润总额(亿元)	7.89	12.08	1.75	0.08
资产负债率(%)	54.77	42.34	54.82	57.39
全部债务资本化比率(%)	48.64	38.28	51.32	57.21
流动比率(%)	64.36	38.68	58.55	62.71
经营现金流动负债比(%)	-4.24	-4.15	-34.71	--

注：1. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期债券；3. 合并口径长期债务及相关指标计算包含“长期应付款”中的资产支持专项计划；4. 合并口径 2016—2018 年现金类资产已剔除受限资金

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/12/09	李 明 杨晓丽	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2007/12/10	黄 静 刘小平	企业主体评级方法（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中粮集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中粮集团有限公司（以下简称“公司”或“中粮集团”）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、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。其中，中国蛋品、中国猪鬃、中国皮毛于 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 2019 年 9 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。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围内的二级子公司共 38 家。公司下设办公厅、战略部、财务部、质量安全管理部及审计部等 12 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）等。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 5606.35 亿元，所有者权益为 1660.44 亿元（其中少数股东权益 844.86 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 4711.20 亿元，利润总额 128.83 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 5882.85 亿元，所有者权益为 1735.48 亿元（含少数股东权益 883.10 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 3619.95 亿元，利润总额 109.95 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年 5 月注册 DFI（中市协注（2018）DFI13 号），本次拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 20 亿元，期限为 3 年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据无担保，募集资金将全部用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行,全年GDP同比增长6.1%(见表1),为2008年国际金融危机以来之最低增速;其中第一季度GDP同比增长6.5%,第二季度同比增长6.3%,第三季度和第四季度同比增长均为6.0%,逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据

(单位:万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注:1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。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, GDP为不变价规模
资料来源:国家统计局、Wind资讯、联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态,对外贸易总额同比减少

2019年,社会消费品零售总额同比增长8.0%,较上年下滑1%,其中网上零售额10.6万亿元,同比增长16.5%。全国固定资产投资

(不含农户)同比增长5.4%,比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看,制造业投资增速为3.1%,比上年低6.4个百分点,其中12月有所回升;基础设施投资增速为3.8%,增速与上年持平;房地产投资增速为9.9%,比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%,比上年回落4.0个百分点;国有投资增速为6.8%,比上年高4.9个百分点。2019年货物进出口总额31.54万亿元,同比增长3.4%,增速比上年回落6.3个百分点。其中,出口增长5.0%,进口增长1.6%。进出口相抵,顺差2.92万亿元,同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%,对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元,增长10.8%。

工业生产较为低落,服务业较快发展

2019年,国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%,占GDP比重分别为7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%,增速较上年同期回落0.6个百分点,运行于近10年来底部;工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%,此后降幅有所收窄,但一直为负增长,工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%,其中,战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%;规模以上服务业企业营业利润增长3.5%。12月份,服务业业务活动预期指数为59.1%,增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升,生产价格同比下降

2019年,居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.9%,涨幅比上年扩大0.8个百分点,其中猪肉价格上涨较快,全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%,涨幅比上年提高7.4个百分点;非食品价格上涨1.4%,涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%,涨幅比上年回落0.3个百

分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019年31个大城市调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；

二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下降11个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长

在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于，下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关

央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2020 年 2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10BP，5 年期报价 4.75%，下调 5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、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

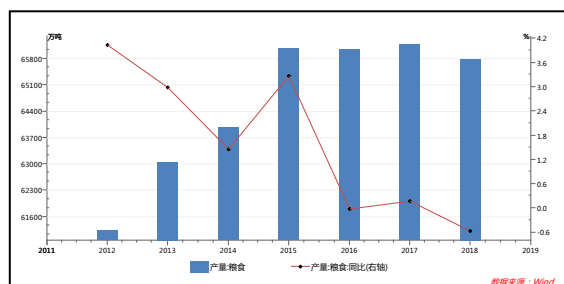
过去 15 年间，中国的粮食生产可以分为两个阶段。从 2003—2015 年，中国粮食产量持续增长。2015 年，全国粮食总产量达到年产 62143.5 万吨（12428.7 亿斤）。该阶段产量增长很大程度上依赖于玉米种植规模提升，尤其是 2008 年实行玉米临储收购政策以来，极大地刺激了农民种植玉米的动力，使得玉米种植面积和产量双双大增，并于 2012 年取代稻谷跃居第一大主粮作物地位。2016 年，粮食总产量出现首次回落，中国粮食总产量为 61623.9 万吨（12324.8 亿斤），比 2015 年减少 520.1 万吨（104.0 亿斤），减少了 0.8%。但当年粮食产量仍为历史次高。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%。国家统计局公布的上半年国民经济数据显示,2019 年上半年,种植业增加值同比增长 3.9%。全国夏粮总产量 14174 万吨,比上年增加 293 万吨,增长 2.1%,与历史最高年(2017 年)持平。农业种植结构持续优化,棉花、大豆播种面积增加。

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。

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

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,使得国内饲粮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。

据海关总署统计数据显示,2019 年 1—9 月,中国粮食进口量为 8174 万吨,同比下降 12.3%,2019 年 1—9 月中国粮食进口金额为 21004.9 百万美元,同比下降 11.5%。

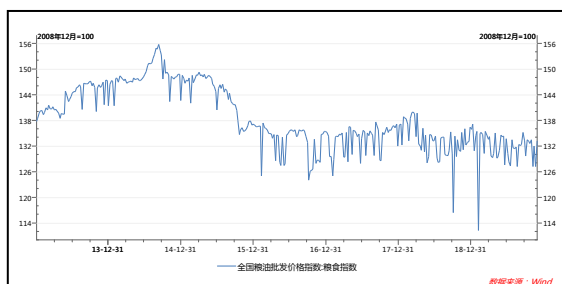
全球谷物价格上涨,国内主要粮食品种价格走势分化

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，籼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、晚籼米、早籼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 11 月国内粮食指数走势



数据来源：Wind

（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（以下简称“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。向世界贸易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 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。

2019 年 5 月 10 日，美方宣布将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10% 上调至 25%。2019 年 6 月 1 日，根据国务院关税税则委员会 2019 年第 3 号公告，对原产于美国约 600 亿美元进口商品清单中的部分商品，分别实施加征 25%、20%、10% 的关税。对之前加征 5% 关税的税目商品，仍实施加征 5% 的关税。2019 年 8 月 15 日，美国政府宣布，对自华进口的约 3000 亿美元商品加征 10% 关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施。针对美方上述措施，中方被迫采取反制措施。经国务院批准，国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施。国务院关税税则委员会将继续开展对美加征关税商品排除工作。

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%。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，较 2017 年增长 30%，占中国 2018 年进口总量的 75%。2019 年以来，由于非洲猪瘟疫情导致豆粕需求下降，大豆进口量减少。海关发布的数据显示，2019 年 1—10 月，中国累计进口大豆 7069 万吨，比上年同期的 7693 万吨减少 624 万吨。中美贸易摩擦导致美豆出口量从 2016/2017 年度的接近 22 亿蒲式耳跌至 17.5 亿蒲式耳。目前，最新数据显示出口量已有所回升，但增幅仍不足以弥补对中国的贸易缺口。美豆出口的关键期在 10 月至次年 1 月，目前美豆出口量回升主要集中在其他中国以外的国家，相比于中美贸易摩擦前，2019 年美豆总出口量仍减少 1100 万吨。美国对华出口减少令巴西受益，目前巴西已连续 3 年保持对华出

口高增长，预计 2020/2021 年度巴西大豆出口量将达到 7700 万吨，阿根廷产量预计也将从 2018/2019 年度的低位反弹。

（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改造的要求。

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

五、基础素质分析

1. 股权状况

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

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。

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。

3. 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业与管理经验，熟悉国际市场，整体素质高。公司员工结构合理，能够满足公司发展需求。

截至 2018 年底，公司拥有在职员工约 14.33 万人。按文化程度划分，博士学位人员占 0.21%，硕士学位人员占 3.29%，学士学位人员占 27.31%，大专学历人员占 29.04%，其它人员占 40.16%；按岗位划分，出资人代表、经营管理人才、党群工作者占 20.68%，专业技术人才占 22.07%，技能人才占 57.25%；按年龄划分，35 岁以下人员占 55.59%，36—50 岁人员占 41.73%，50 岁以上人员占 2.68%。

公司董事长吕军先生，1967 年出生，毕业于中国农业大学，农业系统工程及管理工程专业，取得工学硕士学位。2010 年 4 月任中粮集团副总裁、党组成员，2013 年 10 月任中国储备粮管理总公司董事、总经理、党组成员，2016 年 5 月任中国储备粮管理总公司董事长、党组书记，2018 年 7 月任中粮集团董事长、党组书记，中国共产党第十九届中央委员会候补委员。

公司现任总裁于旭波先生，1966 年出生，毕业于对外经济贸易大学，国际贸易专业。后进修于中欧国际工商学院，取得工商管理硕士

学位。2007年4月任中粮集团董事、总裁、党组成员，2016年6月任中粮集团党组副书记。

4. 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。

六、管理分析

作为一家大型央企，公司已建立较为完善的法人治理结构以及内控管理体系，但多元化经营战略和管理边界的扩张对公司管理水平提出更高要求。

1. 法人治理结构

目前公司已经形成了较为完善的法人治理结构，设有党组、董事会、经营管理机构。党组承担全面从严治党主体责任，董事会处于决策的核心地位，经营管理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。董事会下设提名委员会、薪酬与考核委员会、审计和风险管理委员会、战略委员会，确保对公司重大事项进行督导。公司总部作为国有资产授权经营机构，对国家承担国有资产的保值增值责任。

根据现行有效的公司章程，公司党组根据《中国共产党章程》及《中国共产党党组工作条例》等党内法规履行职责。设党组书记一名，其他党组成员若干名。董事长、党组书记原则由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记。公司董事会现由8名董事组成，其中职工董事1名、外部董事4人，除职工董事由职工代表大会选举产生外，其余董事均由国务院国有资产监督管理委员会委派。

2. 管理水平

在内部控制制度方面，公司根据适用法律法规的规定，制定了包括《中粮集团有限公司资金管理办法》《中粮集团投资管理指引》《中粮集团期货业务（暂行）管理办法》等在内的多项基本管理与内控制度，对公司的资金使用、

投资决策、外汇及利率风险、套期保值业务等重大事项进行决策和管理，以防范风险。同时，为加强对下属子公司的管理，公司制定了一系列经营管理制度，用以规范下属子公司日常经营行为，有效控制风险；主要制度包括资金管理制度、全面预算管理制度、管理报告制度、人事管理制度、食品安全制度、金融衍生品业务管理制度、对外投资管理制度、对外担保制度以及关联交易制度及突发风险事件应急预案制度等。

资金管理方面，公司资金管理原则为：统一制度、统一计划、分级管理和动态监控。统一制度：公司财务部统一制定资金及风险管理制度，并组织实施和监督，专业化公司根据本办法，结合自身的具体情况，制订相应的管理办法及审批流程，报公司财务部备案。统一计划：按照公司战略规划和各专业化公司年度经营计划及全面预算，公司财务部统一核定各专业化公司和下属子公司的年度融资额度。各专业化公司及下属子公司不得在公司核定融资额度之外进行融资。分级管理：公司财务部负责资金集中管理、银行关系管理、各下属子公司融资额度核定、银行总体授信额度管理、公司整体资产负债率监控及对公司整体负债结构做出合理安排。各专业化公司财务部负责制定本部门资金管理办法，监督下属子公司执行，并负责本部门及下属子公司资金的安全使用、额度内的融资安排、负债及或有负债的安全履行等。各子公司财务部，按照上述相关资金管理办法，制定本公司的资金管理操作流程。动态监控：公司财务部统一建立风险监控系统和融资监控系统，动态监控公司及下属子公司的财务风险、融资状况。下属子公司及时登陆融资监控系统上报资金情况，上报情况作为对各子公司财务人员年度考核的依据。

投资管理体系：1.要求专业化公司按照《中粮集团投资管理指引》，制定本单位投资管理办法，集团通过投资制度检查，确保专业化公司投资管理办法符合中粮集团要求并落实到

位。2.每年初中粮集团通过制定投资预算，确定各专业化公司年度可投资总额和年度投资计划，从整体上控制投资风险。3.对于具体投资项目的审批，坚持放管结合，中粮集团重点控制：严控非主业投资；对重要的项目纳入重点关注，要求报中粮集团审批；一定额度以上的计划外项目报中粮集团审批；对海外投资项目从严掌握，境内5亿元以上报中粮集团审批，境外5000万美元以上报中粮集团审批；对所有投资项目加强备案管理。4.对于投资转运营项目，集团通过项目后评价对投资过程、运营情况等进行评估和管理。

金融衍生品业务管理方面，为规范公司期货套期保值业务，有效防范市场风险，确保经营稳定发展，公司制定了《中粮集团期货业务（暂行）管理办法》，从组织机构、授权、套期保值计划及业务程序、风险管理、报告、档案管理、保密、合规检查等方面对期货业务的开展进行规范。目前，公司积极着手进一步完善风险管控体系，通过科学的机构设置，建立统一的监控平台和健全的监控制度，根据合理的业务流程，采取高效的风险控制措施，实现对交易业务的实时监控、风险评测及预警处置，最终建立公司统一监控、集中控制风险的业务模式，持续提升健全的经营治理结构、完善的财务结构以及风险管理能力。

对外担保方面，为了有效控制或有负债风险，公司本部原则上不对下属企业提供担保或其他形式的保证。符合公司战略发展方向，需要大力扶植的企业，经公司高级管理层批准可提供担保。公司本部提供担保的对象严格限定于下属全资公司及控股（参股）企业。未经公司高级管理层批准，公司下属各级企业无权独立对外提供担保。经营单位为下属企业提供担保，报公司财务部核准后可以执行，但担保金额应控制在公司核定的融资额度之内。在为下属企业提供担保时，公司本部原则上只提供与所持股权比例相匹配的担保，超出部分要求其他股东提供反担保，反担保形式由公司确定。

特殊情况经发行人财务部审核，报公司高级管理层批准后可提供担保。被担保人必须严格按照规定用途使用资金，每季度末向公司提交贷款使用情况报告。

七、重大事项

中国粮油控股有限公司（以下简称“中国粮油控股”）完成公司私有化

由于近年来全球经济增长放缓等外围因素为中国粮油控股的发展带来一定不确定性，导致股价走势疲软，中国粮油控股在股本市场融资的能力受到一定局限，较难通过股权融资为其业务发展提供可用资金来源。2019年11月27日，中粮集团提出以每股现金4.25港元的价格对旗下中国粮油控股进行私有化。之后中国粮油控股将由中粮集团（香港）有限公司、Wide Smart及Jumbo Profit全资拥有。于2020年3月6日（星期五），有关批准计划之决议案已获独立股东根据公司条例及收购守则规定于法院会议上批准。于2020年3月6日（星期五），使计划生效（包括削减公司股本）之特别决议案已获股东于股东大会上批准。2020年3月13日起暂停办理过户登记手续，经联交所批准于2020年3月23日上午九时正撤销股份于联交所的上市地位。

中国粮油控股私有化将有利于精简管治及股权架构、优化组织层级及避免因维持其上市地位而产生额外治理成本及管理费用。中国粮油控股仍纳入中粮集团合并范围，对中粮集团经营、财务无重大不利影响。

八、经营分析

1. 业务现状

受益于公司专业化发展的体制改革成效显著，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。

2018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，中粮国际有限公司（以下简称“中粮国际”）、中粮贸易有限公司（以下简称“中粮贸易”）、中粮糖业、中国中纺集团有限公司（以下简称“中纺集团”）、大悦城控股、中粮资本投资有限公司（以下简称“中粮资本”）等 18 个专业化公司（平台），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。

2018 年，公司实现主营业务收入 4580.42 亿元，同比保持稳定。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，2018 年收入合计占比在 90% 以上，主业突出。

分板块看，2018 年，粮油糖棉等农产品贸易收入稳定增长，增速有所放缓，主要系农产品价格下降所致；食品加工、制造及销售板块

（含土产、畜产品加工、制造及销售业务）收入有所下降，主要系小包装食用油分销业务核算口径调整至粮油糖棉等农产品贸易所致；酒店、房地产开发经营业务收入有所下降，主要系大悦城地产当期物业开发结转项目减少所致；金融及其他板块随着金融业务扩张收入同比快速增长至 26.13 亿元。

从毛利率来看，2018 年公司主营业务毛利率为 10.02%，同比保持稳定。分板块看，食品加工、制造及销售业务毛利率持续提升，2018 年为 44.50%，同比增加 21.16 个百分点，主要受益于盈利能力强的饮料业务占比提升所致；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，2018 年为 5.76%，同比增加 0.18 个百分点。酒店、房地产开发经营业务毛利率保持较高水平，2018 年为 46.26%，同比增加 3.62 个百分点，主要受益于当期结转物业盈利水平提升以及商业地产运营进一步精细化管理。金融及其他业务毛利率有所下滑，2018 年为 21.75%。

表 2 2016—2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	366.55	9.06	21.67	384.47	8.41	23.34	254.12	5.55	44.50
粮油糖棉等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务	3321.25	82.08	4.14	3919.68	85.72	5.58	4071.38	88.89	5.76
酒店、房地产开发经营业务	241.68	5.97	42.29	260.65	5.70	42.64	228.79	4.99	46.26
土产、畜产品加工、制造及销售业务	24.63	0.61	21.01	--	--	--	--	--	--
金融、其他	92.22	2.28	27.05	7.84	0.17	28.49	26.13	0.57	21.75
合计	4046.33	100.00	8.63	4572.64	100.00	9.83	4580.42	100.00	10.02

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

2019 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 3506.73 亿元，同比增长 2.46%，主要来自酒店、房地产开发经营板块的增长。其中，酒店、房地产开发经营业务收入同比增长 69.66%，主要

系结转项目大幅增长所致。同期，公司主营业务毛利率为 10.42%，同比小幅提升 1.16 个百分点。

表 3 2019 年 1—9 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	209.03	5.96	37.32
粮油糖等农产品贸易、加工、期货、物流及相关业务	3056.28	87.15	5.55
酒店、房地产开发经营业务	228.53	6.52	48.64
金融、其他	12.89	0.37	51.80
合计	3506.73	100.00	10.42

资料来源：公司提供

2. 主要业务经营情况分析

（1）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、中国粮油控股、中粮糖业、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。截至 2018 年底，中粮贸易资产总额 564.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.50 亿元。2018 年，中粮贸易实现营业收入 738.50 亿元，同比增长 45.74%；净利润同比减少 6.95 亿元至 4.34 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，“十三五”期间将进一步拓展至 1000 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，在行业内保持很强的垄断优势。

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，近年来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。

2018 年以来，中国粮油控股阶段性完成对中国粮油国际部分油籽加工资产的筛选、收购与整合¹，进一步完善产能布局的同时，通过工厂间对标与协同降低生产成本，带动油籽加工业务规模与经营效率均得到进一步提升。

截至 2018 年底，中国粮油控股资产总额为 705.66 亿港元，净资产为 331.96 亿港元；2018 年中国粮油控股实现营业收入 1088.21 亿港元，税后利润 16.33 亿港元，剔除上年产生的一次性股权处置收益后利润规模同比保持稳定。

① 油籽加工业务

中国粮油控股油籽加工业务已构建从原料采购到终端品牌运作的全产业链体系，收入来源包括大豆、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 2018 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 22 个加工厂，生产基地覆盖华北、长江流域、华南市场，已形成年压榨产能 1569 万公吨、精炼产能 575 万公吨，生产能力提升主要系收购中粮国际部分油籽加工资产。

2018 年以来，受中美贸易政策变化等因素影响，国际大豆价格大幅波动，呈现前高后低态势，国内主要产品需求增速放缓，油籽加工企业成本控制难度加大。中国粮油控股依托其覆盖全国的业务体系与国际信息收集网络，可较为及时地获取包括种植、生长、原料销售、产品需求等市场信息，并结合自身市场研判基础上，加强采购和供应决策的风险管理，进而稳固利润空间。2018 年，在产能扩张及产能利用率提升综合带动下，中国粮油控股分别实现油籽粕和植物油销量 965.2 万公吨及 565.3 万公吨，同比分别增长 15.8% 和 30.8%；油籽加工板块实现收入 779.46 亿港元，同比增长 38.6%，实现分部经营溢利 14.42 亿港元，同比增长 22.41%。

市场开拓方面，中国粮油控股重点关注葵

¹ 交易对价 12.94 亿人民币，股权交割已于 2018 年 11 月 7 日完成。

花籽油、非转基因豆油、菜籽油等高附加值品牌食用油的品牌建设及渠道维护。自 2017 年 9 月收购小包装食用油分销业务后，中国粮油控股持续加大品牌投入，优化供应商结构和资源配置等，“福临门”品牌知名度与议价能力持续提升，连续多年入选 Brandz “中国品牌 50 强”排行榜，带动 2018 年小包装食用油销量同比增长 18.3%至 118.9 万公吨。

② 大米加工及贸易业务

中国粮油控股大米加工业务中包装米主要以“福临门”“五湖”和“金盈”等品牌销售为主；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 2018 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 11 家大米加工厂，大米年生产能力达 408 万公吨，较 2017 年底保持稳定。

2018 年以来，通过加大市场投入、强化产品创新能力、渗透地市级以下市场和餐饮客户渠道等措施，不断提高产品溢价力、市场覆盖与深度，中国粮油控股品牌米销量保持增长，2018 年市场占有率提升至 13.4%²。国际贸易方面，中国粮油控股继续丰富出口品种，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，带动出口销量持续增长，有效拉动平均产能利用率。

2018 年，中国粮油控股大米加工及贸易总销量同比增长 29.7%至 338.9 万公吨，增速有所放缓；实现收入 151.91 亿港元，同比增长 21.9%，分部经营溢利 5.46 亿港元，同比增长 7.1%。

③ 小麦加工业务

小麦加工板块主要包括面粉、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，主要以“香雪”和“福临门”品牌销售。

2018 年以来，国内小麦供应充足，市场价格随最低收购价下调低位运行。为在行业整合进程中占据优势地位，中国粮油控股通过并购、

新建及租赁等多种方式提升产能规模，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。截至 2018 年底，中国粮油控股拥有小麦加工年产能 399.1 万公吨，干面产能达 23.7 万公吨，面包烘焙产能约 3.4 千公吨。销售渠道方面，2018 年以来，中国粮油控股加大营销资源投入，根据客户特点及需求优化供应链与信息系统，实现千吨级经销商数量增长。

2018 年，小麦加工业务产品销量及收入持续增长。其中，2018 年实现面粉销量 286.0 万公吨，同比增长 13.8%，干粉销量 14.4 万公吨，同比增长 18.2%。2018 年，小麦加工业务实现收入 128.56 亿港元，同比增长 21.7%；受大幅增加品牌营销投入影响，分部经营溢利同比下降 27.9%至 1.14 亿港元。

④ 啤酒原料业务

啤酒原料业务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。截至 2018 年底，中国粮油控股在辽宁及江苏拥有 2 家麦芽加工厂，年产能提升至 82.5 万公吨。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。

2018 年以来，受主产区产量下降影响，大麦市场价格保持上涨趋势，中国粮油控股成本控制压力加大，且下游中国啤酒消费进入成熟期，需求规模保持稳定，麦芽行业竞争日趋激烈。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。2018 年，中国粮油控股麦芽销量呈下降趋势，实现麦芽销量 63.7 万公吨，同比下降 6.0%；收入同比下降 5.5%至 22.44 亿港元，经营溢利 1.05 亿港元，同比下降 63.7%，主要系内蒙工厂停止营运，年内计提物业、厨房及设备减值损失 1.26 亿港元所致。

总体看，中国粮油控股是中粮集团农粮板块重要经营实体，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，中国粮油控股不断梳理业务结

² 数据来源：中国粮油控股年报。

构，加强专业化运营，油籽加工及大米加工业业绩实现较快提升。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 2018 年底，中粮糖业资产总额 155.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益 2.15 亿元）75.43 亿元；2018 年实现营业总收入 175.15 亿元，同比下降 8.57%，净利润 5.57 亿元，同比下降 26.13%。经营业绩下降一方面由于贸易糖经营量同比下滑，另一方面系自产糖销售价格降幅大于成本降幅所致。

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，糖源掌控能力显著。截至 2018 年底，中粮糖业在国内甘蔗糖、甜菜糖领域拥有 60 万吨/年以上的制糖能力、在国内港口炼糖拥有 150 万吨/年炼糖能力、在国外拥有 35 万吨/年以上制糖能力；管理的食糖仓储设施容量约 200 万吨，仓储物流网点遍布国内主要销售区域。中粮糖业食糖产品下游客户主要包括亿滋（卡夫）、嘉吉、可口可乐、蒙牛、玛氏、雀巢、伊利、好丽友等国内外知名企业。

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制品、番茄保健品业务。中粮糖业番茄大包装酱年产量约 25 万吨，在国内总产量占比达

30%以上，同时出口欧洲、独联体、日韩、美洲等多个国家和地区。中粮糖业番茄产业产品下游客户包括亨氏、联合利华、日本可果美、日本地扪、味可美、李锦记、海天等国内外知名企业。

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，并于当年 4 月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 and 尼德拉粮源以及贸易网络，将中粮国际打造成为中粮集团农粮业务唯一海外统一采购、投资和发展平台。

中粮农业主要从事农产品贸易和加工业务，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。

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。

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。公司将通过中粮国际深入参与世界主要地区的粮油生产和采购平台；通过把中粮国际拥有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，棉纺加工生产能力为纱锭 35 万枚、纱线 27.40 亿吨/年、坯布 2797 万米/年。截至 2018 年底，中纺集团资产总额 366.44 亿元，所有者权益合计 82.35 亿元（含少数股东权益 26.40 亿元）；2018 年实现营业收入 460.75 亿元，利润总额 1.68 亿元，同比下降 4.92 亿元，主要系当期加大存货跌价准备计提所致。

（2）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。

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，主要通过与中国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、能量饮料及植物蛋白等 9 大品类，18 个品牌的产品。截至 2018 年底，中国食品资产总额为 132.89 亿港元，净资产为 67.13 亿港元；2018 年实现营业收入 156.48 亿港元，剔除 2017 年剥离非饮料业务影响后，收入同比增长 17.1%，年度溢利（净利润）5.76 亿港元，剔除 2017 年资产处置等一次性收益后，同比增长 19%。

特许经营权区域方面，截至 2018 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；业务已覆盖中国内地 50.4% 的人口数量，成为可口可乐公司全球第六大合作伙伴。

中国食品饮料业务在经营区域内保持行业领先地位，2018 年汽水、果汁、瓶装水、果奶和功能水等品类合计销量及销售额市场占有率分别约为 24% 和 21%。中国食品饮料业务销量与销售额呈增长态势；2018 年实现销量 12.5 亿标箱，同比增长 17.0%，主要来自 2017 年新获取特许经营区域装瓶厂业绩提升带动。产品结构方面，中粮食品不断优化、丰富产品结构，保持核心品牌稳健发展的同时，积极开发推动高毛利新品，2018 年共上市全新产品 35 个，包括传统品类的升级产品、新兴品类产品优化及全新产品，新产品对当期总销量及收入贡献比重分别为 3.5% 和 7.2%。

总体看，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。

（3）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为大悦城控股（原中粮地产（集团）股份有限公司）。2018 年 12 月，大悦城控股以发行股份方式向明毅有限公司（中粮集团全资子公司）收购其持有的大悦城地产 91.34 亿股，并采用询价方式向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 24.26 亿元的重大资产重组方案事项获得中国证券监督管理委员会核准，于 2019 年 2 月完成资产过户及新增股份上市。截至目前，大悦城控股为中粮集团房地产业务的唯一平台。

大悦城控股

大悦城控股收入构成以住宅销售为主，项

目区域立足于环北京、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，打造了壹号系列、祥云系列、锦云系列、鸿运系列为代表的四条品牌住宅产品线，细分产品类型实现了区位、规模、定位上的互补。截至 2018 年底，大悦城控股资产总额为 911.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）137.60 亿元；2018 年实现营业总收入 141.20 亿元，同比持平；净利润 20.04 亿元，同比增长 15.50%，主要受益于当期结转项目盈利水平较高。截至 2019 年 9 月底，大悦城控股资产总额为 1770.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）373.33 亿元；2019 年 1—9 月实现营业总收入 223.32 亿元，净利润 37.49 亿元。

经营方面，受房地产市场及政策变化影响，大悦城控股主动加快项目开发进度和规模，提高周转效率，2018 年住宅类项目新开工面积由上年的 115.09 万平方米大幅增至 371.69 万平方米；受开工进度及开工项目量增长带动，2018 年竣工面积由上年的 58.97 万平方米增长至 122.04 万平方米。销售方面，大悦城控股结合区域市场变化，加快推盘节奏，提升现金流管理，2018 年签约销售面积由上年的 85.38 万平方米增长至 128.86 万平方米，带动签约销售金额由上年的 261.59 亿元增长至 398.64 亿元。2018 年，大悦城控股住宅类项目结算面积 62.60 万平方米，同比下降 11.48%，主要系结转存在波动所致；受此影响，住宅类项目结转收入 127.46 亿元，同比下降 2.10%，其中深圳、成都及北京收入占比分别约为 38%、14%和 12%。

截至 2018 年底，大悦城控股住宅类项目在建、拟建及已竣工项目合计计容建筑面积 1477.73 万平方米，其中可供出售面积 1321.38 万平方米，累计签约销售面积 758.96 万平方米（其中 560.22 万平方米已结转），剩余可供出售面积 562.42 万平方米。上述项目预计总投资额为 2595.61 亿元，截至 2018 年底已投资 2139.97 亿元。总体看，大悦城控股土地储备主

要分布在一、二线等核心城市，区域市场前景较好；2018 年以来大悦城控股签约销售金额大幅增长，为后期业绩结转奠定良好基础。但联合资信关注到部分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 2018 年底，大悦城地产资产总额为 988.60 亿元人民币，所有者权益 451.71 亿元人民币；2018 年实现营业总收入 81.29 亿元人民币，同比下降 30.3%，主要系当期物业开发板块结转项目量下降，以及结转产品结构变化导致均价下降综合所致，税后利润 31.13 亿元人民币，同比增长 20.89%，主要来自出售北京长安街 W 酒店项目以及投资物业板块盈利提升。

投资物业方面，截至 2018 年底，大悦城地产已布局京津冀、长三角、珠三角、粤港澳大湾区、成渝都市圈、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、烟台、杭州、成都等 12 个城市，运营或在建 16 个大悦城城市综合体项目，2 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。投资物业租金及相关服务收入为大悦城地产主营业务的稳定来源，2018 年该板块实现收入 36.33 亿元，同比增长 5.8%；其中大悦城购物中心收入贡献 26.03 亿元，同比增长 11.4%，主要来自于杭州大悦城、上海长风大悦城等新开业项目及存续项目租金提升的综合带动。

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，经营规模受项目结转影响波动大。2018 年，大

悦城地产实现物业及土地开发收入 35.76 亿元，同比下降 49.9%，其中物业结算面积同比下降 14.2%至 12.68 万平方米，结算单价同比下降 41.6%至 2.81 万元/平方米，主要由于当期交付产品结构变化，且上海静安大悦城结转产品包括车位收入导致。同期，大悦城地产实现签约销售金额 88.83 亿元，主要来自海南红塘悦海、前滩海景一号、上海天悦壹号等销售型物业，为该板块后续收入奠定基础。

项目获取方面，大悦城地产新增土地储备呈增长趋势；2018 年，大悦城地产新增土地储备 106.2 万平方米（2017 年为 62.84 万平方米），主要包括青岛市即墨区、武汉光谷大悦城项目、成都天府大悦城项目等，土地储备较为充足，为未来业绩的持续提供保障。

（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。2019 年 1 月 2 日，中原特钢股份有限公司（以下简称“中原特钢”）收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准中原特钢股份有限公司重大资产置换及向中粮集团有限公司等发行股份购买资产的批复》，并于 2019 年 1 月完成重大资产置换，2 月完成发行股份购买资产的新增股份上市。本次重大资产置换完成后，中粮资本整体置入中原特钢，实现上市。

截至 2019 年 9 月底，中粮资本资产总额为 684.97 亿元，所有者权益为 213.60 亿元（含少数股东权益 51.04 亿元）；2019 年 1—9 月，中粮资本实现营业收入 84.35 亿元，净利润 11.57 亿元。

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，2016—2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均有所波动，三年平均值分别为 21.04 次、2.56 次和 0.87 次，2018 年分别为 20.58 次、2.58 次和 0.85 次。总体看，公司经营效率尚可。

4. 未来发展

未来，中粮集团将对标世界一流企业，大力弘扬“忠于国计，良于民生”的战略使命、“严、实、廉”的工作作风、“品牌、品质、品格”的企业经营理念，聚焦事关国家粮食安全、食品安全的粮油食品领域，通过主业、品牌、资本三大拉动，全面实现四个转型：从恢复性增长转变为聚焦主业的常态发展，从传统国有企业经营模式转变为投资公司的专业化经营，从国内政策式经营转变为完全市场化的国际国内两个市场经营，从传统农贸企业转变为新型生产服务经营主体。

“十三五”期间，中粮集团在农粮食品领域国有资本占比将提高到 80%以上，实现“321155”经营目标，即年经营玉米 3000 万吨、年加工 2000 万吨大豆、1000 万吨水稻、1000 万吨小麦，年经营食糖 500 万吨，国外一手粮源 5000 万吨。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，服务农业供给侧结构性改革。

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. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，其中信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年财务报告进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年更换会计师事务所主要系根据国务院国资委的要求，到期更换会计师事务所所致。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 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，公司纳入合并范围的二级子公司共 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，中纺集团无偿划转并入公司，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 年底，公司纳入合并范围的二级子公司共 38 家，较 2017 年底净增加 1 家，系投资设立中粮嘉华实业有限公司所致。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 5606.35 亿元，所有者权益为 1660.44 亿元（其中少数股东权益 844.86 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 4711.20 亿元，利润总额 128.83 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 5882.85 亿元，所有者权益为 1735.48 亿元（含少数股东权益 883.10 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 3619.95 亿元，利润

总额 109.95 亿元。

2. 资产质量

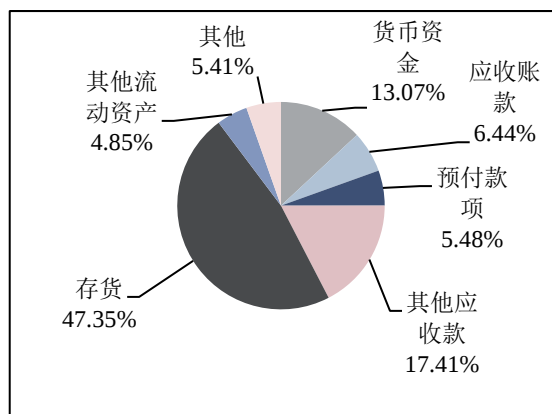
公司资产规模稳定增长，构成以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，对资金形成占用，考虑到公司现金类资产较为充沛，金融资产规模较大且变现能力强，一定程度提升了资产流动性。

2016—2018 年，随着自身业务规模扩张及整合事项完成，公司资产规模不断增长，年均复合增长率为 5.80%。截至 2018 年底，公司资产总额为 5606.35 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 60.08% 和 39.92%，资产结构基本保持稳定。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 5.49%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 3368.07 亿元，同比增长 0.73%；流动资产构成以货币资金、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



数据来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，随着粮食贸易及地产业务资金需求的增加以及债务偿还，公司货币资金规模年均下降 18.36%。截至 2018 年底，公司货币资金为 440.29 亿元，同比下降 26.88%。其中，银行存款占 91.77%。公司使用受限的货币资金为 32.48 亿元，主要为中粮财务的存放中央银行法定存款准备金 9.79 亿元、用于担保的定期存款或通知存款 9.21 亿元、信用证保证金 8.52 亿元和诉讼冻结款 2.16 亿元。

2016—2018年，公司应收账款持续增长。截至2018年底，公司应收账款账面余额为250.92亿元，其中95.35%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54.34%；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占40.17%，其中1年以内（含1年）的占71.62%，1至2年（含2年）的占19.28%，账龄较短。公司累计计提坏账准备33.95亿元，综合计提比例为13.53%，同比保持稳定。坏账准备中，账龄组合计提坏账14.90亿元，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款8.57亿元，中粮国际应收账款计提8.86亿元。截至2018年底，公司应收账款账面价值为216.98亿元，同比增长3.67%。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。

2016—2018年，公司预付款项快速增长，截至2018年底为184.51亿元，同比增长52.88%，主要系棉花业务采购预付款增加所致。

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。2016—2018年，随着粮食采购成本增大及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2018年底，其他应收款为586.23亿元，同比增长53.59%，主要由于①随着地产业务合作开发模式的增加，公司对合营企业往来款大幅增长（公司对联营及合营企业往来拆借款均计息，利息水平取决于联营方或合营方融资成本）；②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，属正常业务变动。截至2018年底，其他应收款中的政策性应收款项账面余额为204.33亿元（年初金额为27.13亿元）。截至2018年底，公司其他应收款账面余额为618.19亿元，共计提坏账准备31.96亿元，综合计提比例为5.17%。从集中度来看，年末单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款中，前五名均为与房地产企业

的往来款，余额占其他应收款合计的16.03%。

表4 截至2018年底年末单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款前五名（单位：亿元）

债务人	款项性质	账面余额	坏账准备
北京恒合悦兴置业有限公司	往来款	28.07	0.28
佛山市鹏悦置业有限公司	往来款	26.29	0.26
北京悦恒置业有限公司	往来款	15.44	0.15
苏州市相之月房地产开发有限公司	往来款	14.74	0.15
苏州工业园区悦金房地产有限公司	往来款	14.53	0.15

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货有所波动，截至2018年底，公司存货为1594.64亿元，同比下降1.75%。存货构成中，库存商品占55.34%、自制半成品及在产品（主要为房地产板块在建开发产品）占20.22%、原材料占12.03%；公司累计计提存货跌价准备26.59亿元，主要针对库存商品及原材料。

2016—2018年，公司其他流动资产分别为167.86亿元、175.91亿元和163.31亿元。截至2018年底，其他流动资产同比下降7.17%，主要由待抵扣进项税89.76亿元、期货保证金40.50亿元和应收储备粮油款17.24亿元构成。截至2018年底，其他流动资产中应收储备粮油款由2017年的49.27亿元大幅降至17.24亿元，主要系2018年储备粮出库所致。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长6.26%，2018年底为2238.29亿元，同比增长6.58%。非流动资产构成主要以固定资产（占30.42%）、长期股权投资（占17.60%）、投资性房地产（占13.29%）、其他非流动资产（占10.17%）和可供出售金融资产（占8.84%）为主。

2016—2018年，公司可供出售金融资产分别为158.33亿元、223.89亿元和197.97亿元。截至2018年底，可供出售金融资产同比下降11.58%，主要系可供出售金融工具市值波动所致。可供出售金融资产中，可供出售债务工具

为 97.16 亿元,可供出售权益工具为 96.90 亿元。

2016—2018 年,公司长期股权投资不断增长。截至 2018 年底,公司长期股权投资为 393.88 亿元,同比增长 16.15%,主要系对联营合营企业投资增加所致。期末余额较大的投资包括蒙牛乳业 166.64 亿元、龙江银行股份有限公司 31.97 亿元、CMPCHolding 14.74 亿元、中粮肉食 14.07 亿元和 2018 年新增的上海瑞虹新城有限公司 45.88 亿元。

2016—2018 年,公司投资性房地产分别为 289.07 亿元、274.52 亿元和 297.41 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。

2016—2018 年,公司固定资产逐年小幅增长。截至 2018 年底,公司固定资产原值为 1171.07 亿元,构成主要为房屋、建筑物(占 46.00%)和机器设备(占 41.76%)。公司固定资产累计计提折旧 458.50 亿元,计提减值准备 31.74 亿元。

2016—2018 年,公司无形资产分别为 114.61 亿元、107.54 亿元和 125.54 亿元;截至 2018 年底,公司无形资产构成主要为土地使用权(占 66.61%)和软件(占 11.65%)。累计摊销 32.73 亿元,减值准备期末余额为 6.19 亿元,2018 年主要计提软件减值准备 1.59 亿元。

2016—2018 年,公司商誉波动增长。截至 2018 年底,公司商誉为 106.54 亿元,同比减少 3.37 亿元,主要系中国食品收购可乐厂产生的商誉因部分重分类至无形资产减少 12.43 亿元所致。2018 年,公司未新增计提商誉减值。

2016—2018 年,公司其他非流动资产快速增长。截至 2018 年底,公司其他非流动资产为 227.60 亿元,同比增长 34.86%,主要系定期存款和应收款项类投资增长所致。构成主要为应收款项类投资(占 55.72%)、定期存款(占 20.82%)和保户质押贷款(占 8.31%)。

截至 2018 年底,公司所有权受限的资产账面价值合计 368.48 亿元,占当期资产总额的

6.57%,受限原因主要是以存货和投资性房地产为抵押进行长期借款。

截至 2019 年 9 月底,公司资产总额为 5882.85 亿元,较 2018 年底增加 276.50 亿元。其中,货币资金为 651.48 亿元,较上年底增加 211.18 亿元;新增交易性金融资产 92.36 亿元、债权投资 205.98 亿元、其他债券投资 63.68 亿元,可供出售金融资产较上年底减少 141.20 亿元至 56.77 亿元、持有至到期投资较上年底减少 50.49 亿元至 11.15 亿元、其他非流动资产较上年底减少 157.19 亿元至 70.41 亿元,主要系部分下属企业金融资产重分类所致;其他流动资产为 206.70 亿元,较上年底增加 43.40 亿元,主要系税费等重分类所致;其他科目较 2018 年底变化不大。资产结构方面,流动资产占比较 2018 年底提升至 63.22%。

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

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。

2016—2018 年,公司所有者权益稳定增长。截至 2018 年底,公司所有者权益为 1660.44 亿元,同比增长 4.90%。其中资本公积同比减少 25.25 亿元,主要系所属公司中粮生物化学(安徽)股份有限公司发行股份收购中粮生化投资有限公司对 COFCO Biochemical Holdings Ltd、COFCO Biofuel Holdings Ltd 和桦力投资有限公司 100%股权,该事项减少合并资本公积 24.88 亿元所致;其他综合收益同比增加 8.02 亿元至 10.38 亿元,主要系外币报表折算差及金融资产市值波动综合影响所致。归属于母公司所有者权益中,实收资本占 15.51%、资本公积占 20.22%、盈余公积占 22.93%、未分配利润占 39.11%。截至 2018 年底,少数股东权益为 844.86 亿元,同比增长 11.90%,主要系非全资子公司盈利增加所致。

截至 2019 年 9 月底,公司所有者权益为 1735.48 亿元,较上年底增加 75.05 亿元,主要

系利润积累带动未分配利润增加所致。权益结构变化不大。

(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。近年来，公司有息债务规模有所波动，短期债务占比高，整体债务负担较重。

2016—2018 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 5.07%。截至 2018 年底，公司负债合计 3945.92 亿元，同比增长 2.20%。其中流动负债和非流动负债占比分别为 79.92%和 20.08%，近三年流动负债占比快速提升，2018 年同比增加 8.12 个百分点，主要系寿险责任准备金由其他非流动负债调整至保险合同准备金核算所致。

2016—2018 年，公司流动负债规模持续增长。截至 2018 年底，公司流动负债合计 3153.67 亿元，主要由短期借款（占 33.12%）、应付票据及应付账款（占 11.00%）、预收款项（占 10.74%）和一年内到期的非流动负债（占 13.61%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款分别为 977.33 亿元、1271.23 亿元和 1044.53 亿元。截至 2018 年底，公司短期借款同比下降 17.83%，主要系为优化资本结构，公司偿还到期借款所致。其中，信用借款占 92.54%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 346.79 亿元，其中应付票据为 23.67 亿元，应付账款为 323.12 亿元。其中一年以内（含 1 年）的应付账款占 78.37%。

2016—2018 年，公司预收款项波动下降，2018 年底为 338.83 亿元，同比下降 9.93%。截至 2018 年底，由于公司下属港股上市公司采用新的收入准则，公司新增合同负债 146.62 亿元，全部房地产业务预售款。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，截至 2018 年底，其他应付款为 262.31 亿元，同比增加 21.26 亿元，主要系应付工程及设备款同比增加 21.15 亿元所致。其他应付款构成

中，应付款项占 37.16%，往来款占 17.58%，保证金及押金占 16.67%，工程及设备款占 11.93%。

截至 2018 年底，公司保险合同准备金 213.99 亿元，同比增加 211.65 亿元，主要系寿险责任准备金由其他非流动负债调整至本科目核算所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 429.10 亿元，同比增加 233.84 亿元。其中，一年内到期的应付债券为 213.61 亿元，一年内到期的长期借款为 196.14 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动负债快速下降。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 129.40 亿元，同比下降 22.05%，主要系应付储备粮油借款同比下降所致。其他流动负债中包括应付保证金 59.64 亿元、保户储金及投资款 41.47 亿元和储备粮油借款 19.73 亿元。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债快速下降。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 792.24 亿元，同比下降 27.23%，构成主要为长期借款（占 64.99%）和应付债券（占 17.22%）。

2016—2018 年，公司长期借款分别为 530.76 亿元、489.79 亿元和 514.88 亿元。截至 2018 年底，公司长期借款同比增长 5.12%。其中信用借款占 39.40%，抵押借款占 31.83%，保证借款占 28.77%。

随着债券的到期偿还及一年内到期的应付债券调整至流动负债核算，公司应付债券规模快速下降。截至 2018 年底，公司应付债券为 136.40 亿元，同比下降 53.66%。其中，应付企业债券为 102.25 亿元，可赎回债券为 34.15 亿元。

2016—2018 年，公司预计负债波动增长。截至 2018 年底，公司预计负债为 20.72 亿元，同比增加 13.33 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动负债分别为 165.54 亿元、206.58 亿元和 10.37 亿元。截至 2018 年底，公司其他非流动负债同比大幅下降，主要系寿险责任准备金调整至保险合同准

备金核算所致。

2016—2018 年，公司全部债务规模有所波动。截至 2018 年底，公司全部债务为 2163.00 亿元，同比下降 4.43%。其中短期债务占 69.23%，长期债务占 30.77%，短期债务占比近三年持续提升，2018 年同比增加 3.88 个百分点。债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率、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 70.74%、57.97%和 31.84%。截至 2018 年底，上述三项指标分别为 70.38%、56.57%和 28.61%，同比分别下降 0.54 个百分点、2.27 个百分点和 4.52 个百分点。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 4147.37 亿元，较 2018 年底增长 5.11%，构成仍以流动负债为主。流动负债中，短期借款为 1057.80 亿元，较 2018 年底增加 13.27 亿元；预收款项为 406.49 亿元，较上年底增加 67.66 亿元，系正常业务变动所致；其他流动负债为 86.22 亿元，较上年底减少 43.18 亿元，系正常业务变动。非流动负债中，长期借款为 664.74 亿元，较上年底增加 149.86 亿元；应付债券较上年底增加 16.60 亿元至 153.00 亿元；其他非流动负债为 77.43 亿元，较上年底增加 67.06 亿元，系正常业务变动；其他科目较上年底变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司有息债务增长 8.82% 至 2353.71 亿元；其中短期债务占 64.65%，债务结构仍以短期债务为主。截至 2019 年 9 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 70.50%、57.56%和 32.41%。

4. 盈利能力

近年来公司营业收入规模持续增长，期间费用控制能力有所增强但仍对利润侵蚀较大。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，对利润形成有益补充。近三年，公司利润总额逐年增长，整体盈利能力很强。

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。2018 年，公司实现营业总收入 4711.20 亿元，同比增长 0.05%，其中营业收入同比保持稳定。同期，营业成本为 4146.62 亿元，同比下降 0.60%；公司营业利润率持续增长，近三年加权平均值为 8.91%，2018 年为 9.52%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用率波动下降，2018 年为 7.83%。公司期间费用构成以销售费用为主（2018 年占 52.64%）。2018 年，销售费用为 194.08 亿元，同比增长 4.18%，构成上主要包括职工薪酬 49.14 亿元、运输费 47.85 亿元和广告费 20.66 亿元。近三年，公司管理费用（考虑研发费用）持续小幅增长。2018 年管理费用为 120.42 亿元，研发费用为 3.12 亿元，合计占期间费用的 33.51%。2018 年，公司财务费用同比增长 7.30% 至 51.09 亿元。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

2016—2018 年，公司资产减值损失快速增长。2018 年，公司资产减值损失为 71.71 亿元，同比增加 37.37 亿元，主要系农粮板块解决历史遗留问题、年末部分农粮产品市场价格下跌等所致，构成主要为存货跌价损失 20.49 亿元和固定资产减值损失 17.57 亿元。

表 5 资产减值损失主要构成及变化（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
存货跌价损失	8.43	20.49
固定资产减值损失	4.54	17.57
坏账损失	16.94	6.42
在建工程减值损失	0.01	2.97
无形资产减值损失	3.13	2.08
可供出售金融资产减值损失	0.01	7.69
商誉减值损失	3.97	--
其他	-3.24	14.48

资料来源：公司审计报告

非经营性损益方面，2016—2018 年，其他收益、投资收益、公允价值变动收益和营业外收入对公司利润形成了有力补充。2017—2018

年，公司其他收益分别为 10.02 亿元和 7.24 亿元，主要为政策性业务补贴收入。2016—2018 年，公司分别实现投资收益为 35.89 亿元、63.80 亿元和 98.06 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；2018 年，公司投资收益中处置长期股权投资产生的投资收益为 73.55 亿元，主要系公司优化资产布局，处置非核心业务所致，可供出售金融资产等取得的投资收益为 10.36 亿元。2018 年，公允价值变动收益为 10.22 亿元，主要来自中粮国际境外资产公允价值上升。2016—2018 年，公司营业外收入波动较大，分别为 75.26 亿元、5.46 亿元和 6.95 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。2016—2018 年，公司非经营性损益（其他收益+投资收益+公允价值变动收益+营业外收入）占当期利润总额比重分别为 179.58%、67.14% 和 95.07%，对利润总额贡献波动下降，但仍很高。2018 年，公司营业外支出为 17.76 亿元，同比增加 11.13 亿元，主要系计提预计负债。

表 6 公司投资收益构成（单位：亿元）

产生投资收益的来源	2017 年	2018 年
处置长期股权投资产生的投资收益	31.44	73.55
可供出售金融资产等取得的投资收益	5.59	10.36
权益法核算的长期股权投资收益	12.99	4.73
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.16	3.02
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	7.69	0.77

资料来源：公司审计报告

近三年，中粮集团不断深化国有资本改革，企业内生动力得到充分激发，各项业务效益均提升显著，公司的利润总额持续增长，分别为 61.79 亿元、118.37 亿元和 128.83 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 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 4.39%和 3.54%，2018 年分别为 5.40%和 3.83%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 3619.95 亿元，同比增长 2.59%；营业利润率为 9.67%，同比有所增长。同期，投资收益为 34.82 亿元，同比减少 26.32 亿元，主要系上年投资收益中包含部分股权处置收益所致；非经常性损益方面，公司其他收益、投资收益、公允价值变动收益和营业外收入合计占利润总额的 46.22%。当期实现利润总额 109.95 亿元，同比变化不大。

5. 现金流

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。

从经营活动来看，2016—2018 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。2018 年，经营活动现金流入量为 6397.38 亿元。2016—2018 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，2018 年为 6243.83 亿元。近三年，公司经营活动现金流量净额波动增长，2018 年为 153.55 亿元，同比下降 30.78%，主要系粮油贸易业务经营资金支出增加导致支付其他与经营活动有关的现金同比增长 15.76%所致。收入实现质量方面，2016—2018 年，公司现金收入比加权平均值为 110.73%；2018 年为 112.85%，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表现为净流出。2016—2018 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持续下降所致。2018 年，收回投资收到的现金为 427.62 亿元，同比下降 18.56%；处置子公司及其他营业单位收到的现

金净额为 106.28 亿元，主要为海外非核心业务处置收到的现金。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。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-167.89 亿元、-173.69 亿元和-134.91 亿元，净流出规模有所收窄。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-109.70 亿元、48.12 亿元和 18.63 亿元。2017—2018 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，2016—2018 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用于偿还债务。2018 年，公司筹资活动现金净流量为-149.11 亿元，同比减少 41.81 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 24.44 亿元，上年同期为-2.78 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-23.85 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 52.53 亿元。

6. 母公司财务分析

母公司为控股平台型公司，收入规模小且承担了一部分融资职能，利润主要来源于长期股权投资收益及可供出售金融资产持有及处置产生的投资收益，债务负担较重。考虑到公司本部可用授信余额充裕，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 2018 年底，母公司资产总额为 1068.31 亿元。其中流动资产为 310.06 亿元（占 29.02%），非流动资产为 758.25 亿元（占 70.98%）。流动资产主要由其他应收款（占 72.46%）构成。截至 2018 年底，母公司其他应收款为 224.68 亿元，主要为政府政策性的其他应收账款 184.83 亿元及公司内部的其他应收款 38.05 亿元；非流动资产主要由长期股权投资（689.83 亿元）

构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 585.68 亿元，其中流动负债为 529.60 亿元（占 90.42%），非流动负债为 56.08 亿元（占 9.58%）。流动负债主要由短期借款 363.52 亿元和一年内到期的非流动负债 105.00 亿元构成；非流动负债主要由长期借款 14.38 亿元和应付债券 26.00 亿元构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 482.63 亿元，其中实收资本为 126.53 亿元，资本公积为 125.20 亿元，盈余公积为 176.95 亿元，未分配利润为 51.44 亿元。

2018 年，母公司实现营业总收入 53.04 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的主营业务收入 51.51 亿元。同期，母公司营业成本为 51.05 亿元，管理费用为 4.43 亿元，财务费用为 10.06 亿元，实现投资收益 27.06 亿元，营业外支出为 12.37 亿元，利润总额为 1.75 亿元。同期，母公司经营活动现金净流出-183.83 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.35 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 183.36 亿元。

7. 偿债能力

公司融资渠道畅通，现金类资产较为充沛，且变现能力强的金融资产占比大，整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率加权平均值分别为 114.56%和 58.97%，其中 2018 年底以上两项指标分别为 106.80%和 56.23%，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。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 2.40%、8.00%和 4.87%。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 118.02%和 66.35%，较 2018 年底分别增加 11.22 个百分点和 10.11 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, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 持续增长, 2018 年为 275.87 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 10.42 倍、8.82 倍和 7.84 倍。2016—2018 年, 随着 EBITDA 持续增长, 公司 EBITDA 利息倍数呈波动增长趋势, 分别为 2.49 倍、4.13 倍和 3.94 倍。总体看, 公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底, 剔除房地产板块对购房人按揭担保后, 公司合并口径对外担保金额合计 23.82 亿元, 担保比率为 1.43%, 主要为大悦城控股及大悦城地产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 2019 年 9 月底, 公司本部从 9 家主要金融机构获得的授信额度共计 1069 亿元, 未使用额度为 835 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。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元, 分别为 2019 年 9 月底长期债务和全部债务的 2.40%和 0.85%, 对公司现有债务规模影响小。

截至 2019 年 9 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 70.50%、57.56%和 32.41%。考虑到本期中期票据全部用于偿还有息债务, 本期中期票据发行后公司债务负担变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年, 公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行额度的10.39倍、12.82倍和13.79倍, 公司EBITDA对本期中期票据保障能力很强。经营活动现金净流量分别为本期中期票据拟发行额度的2.91倍、11.09倍和7.68倍, 公司经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力强。

总体看, 公司EBITDA及经营活动净现金流对本期中期票据保障程度高。

十一、 结论

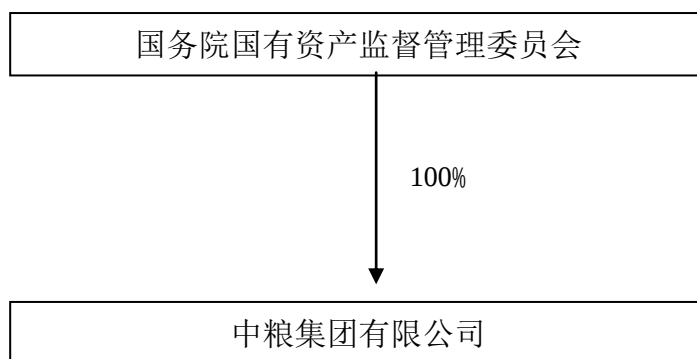
公司作为国务院国资委下属的大型国有独资企业及中国粮油及食品领域龙头企业, 在行业地位、资源掌控、产品结构、品牌知名度以及市场与物流网络等方面均具有明显的优势与竞争力。近年来, 公司通过实施“全产业链粮油食品企业”的发展战略, 分散了经营风险, 保持了稳健的经营状况。2017年以来, 随着部分行业景气度回暖以及专业化发展的体制改革成效显著, 公司资源配置效率得到明显优化, 主营业务毛利率稳定提升。

公司资产构成中, 以库存商品及房地产项目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。公司有息债务规模有所波动, 短期债务占比偏高, 直接与间接融资渠道畅通, 整体偿债能力强。

本期中期票据的发行对公司现有债务结构及规模影响小, 公司EBITDA及经营活动净现金流对本期中期票据保障程度高。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据的偿还能力极强, 到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图

职能部门

Functional departments

办公厅 Corporate Office	战略部 Strategy Dept.	财务部 Financial Dept.	人力资源部 HR Dept.	审计部 Audit Dept.
质量安全管理部 Quality & Safety Management Dept.	纪检监察部 Discipline Inspection & Supervision Dept.	党群工作部 Party-mass Work Dept.	法律部 Legal Dept.	党组巡视工作办公室 Office of Inspection
集团扶贫工作办公室 Office of Poverty Alleviation	保障供应部 Supply Guarantee Dept.			

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	677.08	631.52	465.21	783.01
资产总额(亿元)	5008.63	5443.81	5606.35	5882.85
所有者权益(亿元)	1434.38	1582.80	1660.44	1735.48
短期债务(亿元)	1287.27	1479.08	1497.48	1521.71
长期债务(亿元)	878.78	784.14	665.53	831.99
全部债务(亿元)	2166.05	2263.22	2163.00	2353.71
营业收入(亿元)	4070.06	4708.66	4711.20	3619.95
利润总额(亿元)	61.79	118.37	128.83	109.95
EBITDA(亿元)	207.87	256.47	275.87	--
经营性净现金流(亿元)	58.19	221.81	153.55	24.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.33	22.28	20.58	--
存货周转次数(次)	2.42	2.63	2.58	--
总资产周转次数(次)	0.85	0.90	0.85	--
现金收入比(%)	103.23	112.18	112.85	105.97
营业利润率(%)	7.36	8.91	9.52	9.67
总资本收益率(%)	2.90	3.18	3.83	--
净资产收益率(%)	2.10	4.23	5.40	--
长期债务资本化比率(%)	37.99	33.13	28.61	32.41
全部债务资本化比率(%)	60.16	58.85	56.57	57.56
资产负债率(%)	71.36	70.92	70.38	70.50
流动比率(%)	124.91	120.61	106.80	118.02
速动比率(%)	61.18	62.07	56.23	66.35
经营现金流动负债比(%)	2.40	8.00	4.87	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	2.49	4.13	3.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	8.82	7.84	--

注：1. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期债务；3. 长期债务及相关指标计算包含“长期应付款”中的资产支持专项计划；4. 2016—2018 年现金类资产已剔除受限资金

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.82	6.39	6.27	11.90
资产总额(亿元)	947.16	848.59	1068.31	1128.55
所有者权益(亿元)	428.39	489.32	482.63	480.87
短期债务(亿元)	263.66	211.43	468.52	612.54
长期债务(亿元)	142.00	92.00	40.38	30.33
全部债务(亿元)	405.66	303.43	508.90	642.87
营业收入(亿元)	62.36	69.58	53.04	55.56
利润总额(亿元)	7.89	12.08	1.75	0.08
EBITDA(亿元)	22.21	25.56	15.07	--
经营性净现金流(亿元)	-15.93	-10.93	-183.83	-47.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.67	72.40	4.90	--
存货周转次数(次)	5.90	7.79	11.36	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.06	--
现金收入比(%)	138.06	92.63	67.85	96.34
营业利润率(%)	1.85	3.43	3.23	2.66
总资本收益率(%)	2.52	3.05	1.36	--
净资产收益率(%)	1.80	2.37	0.20	--
长期债务资本化比率(%)	24.90	15.83	7.72	5.93
全部债务资本化比率(%)	48.64	38.28	51.32	57.21
资产负债率(%)	54.77	42.34	54.82	57.39
流动比率(%)	64.36	38.68	58.55	62.71
速动比率(%)	61.39	36.40	57.98	61.20
经营现金流动负债比(%)	-4.24	-4.15	-34.71	--
EBITDA 利息保护倍数（倍）	1.67	2.04	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.26	11.87	33.77	--

注：1. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期债券

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	厦门象屿集团有限公司	北京粮食集团有限责任公司	厦门建发股份有限公司	中粮集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	中央国有企业
经营数据时点	2018 年			
风险敞口（倍）	0.21	0.28	0.59	0.55
资产减值损失率	0.30	0.31	0.33	1.52
净营业周期（天）	48.72	85.35	147.34	115.94
财务数据时点	2018 年			
资产总额（亿元）	1159.74	308.77	2174.54	5606.35
所有者权益（亿元）	358.66	86.74	544.18	1660.44
营业收入（亿元）	2414.61	421.20	2803.82	4711.20
利润总额（亿元）	30.15	12.20	104.93	128.83
经营活动现金流净额（亿元）	35.20	2.31	47.80	153.55
资产负债率（%）	69.07	71.91	74.98	70.38

附件 4 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/营业总收入 ×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%

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 中粮集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

中粮集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中粮集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中粮集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如中粮集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中粮集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中粮集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。