信用等级公告

联合〔2019〕2377 号

联合资信评估有限公司通过对甘肃亚盛实业（集团）股份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，确定维持甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 亚盛实业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA
上次评级结果：AA

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
19 亚盛实业 MTN001	10 亿元	2024/05/08	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.55	10.76	13.30	12.67
资产总额(亿元)	77.96	80.41	85.59	87.27
所有者权益(亿元)	47.37	47.61	48.03	49.02
短期债务(亿元)	7.38	9.13	22.55	23.21
长期债务(亿元)	12.59	13.86	4.18	4.18
全部债务(亿元)	19.98	22.99	26.73	27.39
营业收入(亿元)	20.69	20.66	25.08	5.12
利润总额(亿元)	0.81	1.01	0.81	0.32
EBITDA(亿元)	4.09	4.33	4.37	--
经营性净现金流(亿元)	0.01	-0.27	1.66	0.10
营业利润率(%)	22.60	24.09	20.36	25.06
净资产收益率(%)	1.66	2.07	1.72	--
资产负债率(%)	39.23	40.79	43.89	43.84
全部债务资本化比率(%)	29.66	32.56	35.76	35.85
流动比率(%)	167.37	181.96	126.96	127.99
经营现金流动负债比(%)	0.06	-1.53	5.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.88	5.31	6.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.14	3.34	2.86	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除使用受限部分

分析师：李 明　陈 婷　黄冠嘉
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

甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）是以农业、工业和商贸为主业的产业集团公司。联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为省级大型农业上市公司，跟踪期内，在政策支持、经营规模、产业化水平及产品市场地位等方面保持现有优势；农业板块业务规模有所扩大，营业收入快速增长；资产规模稳定增长，资产结构保持稳定，短期偿债压力有所缓解。同时，联合资信也关注到农产品种植易受自然灾害等因素影响、工业板块业务拓展欠佳、主业盈利能力偏弱、期间费用对营业利润侵蚀较大、应收账款及预付款项增长快、存货规模大，均对营运资金形成占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司统一经营模式的不断加深，农业产业化进程将得以加快；此外，公司通过好食邦及前端农业服务平台延伸产业链，市场化程度和盈利能力将有望得到提升。

“19 亚盛 MTN001”由甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定甘肃国投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。甘肃国投对“19 亚盛 MTN001”的担保将有效提升债券的偿付能力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 亚盛实业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为甘肃省内唯一的国有农业上市公司，受股东甘肃国投和政策支持力度大、行业发展前景良好。
2. 公司拥有大量集中连片的耕地资源，农业生产配套设施完善，且公司多数分（子）公司地处河西走廊腹地，产品已形成批量和规模，具备一定的市场竞争优势。

3. 公司主要农产品市场地位显著，其中啤酒花产量和种植面积位居全国首位，合作方为国内主要大型啤酒生产商，下游客户稳定。
4. 公司“好食邦”平台上线后效果显著，拉动商贸板块业务规模快速增长，未来有望成为新的利润增长点。
5. 公司股东甘肃国投资本实力强，为“19亚盛MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了中期票据偿付的安全性。

关注

1. 农业生产行业受气候灾害和病虫害等自然因素影响大，易对公司主要农作物产量及品质的稳定性带来挑战。
2. 跟踪期内，公司工业板块订单波动大，收入规模持续下滑，工业板块经营主体处于亏损状态，业务拓展面临较大的压力。
3. 公司主业盈利能力偏弱，期间费用对利润的侵蚀严重，所持金融资产近年来价格波动导致公允价值变动损益持续为负，对公司利润总额影响较大。
4. 公司资产中无形资产占比较高，存在一定减值风险，且固定资产成新率一般，整体资产质量一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（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。

甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据相关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）的评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1995 年 9 月 19 日，系经甘肃省人民政府甘政函〔1995〕36 号《关于同意甘肃亚盛化工（集团）股份有限公司的批复》文件批准，由甘肃亚盛盐化工业集团有限责任公司所属的甘肃省亚盛农工商公司、甘肃金塔兴盛实业公司、甘肃金塔永胜农业发展公司等三家企业的全部资产进行整体改组后，联合甘肃金塔农业开发公司（已更名为甘肃金塔县恒盛农业发展有限公司）、甘肃金盛化工有限公司、甘肃省国营高台农场和甘肃省国营生地湾双丰化工厂等四家单位作为发起人共同发起设立的股份有限公司，成立时注册资本为 8000.00 万元。经甘肃省人民政府和证券监督管理委员会批准，公司于 1997 年 8 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市交易，股票代码：000876，后经多次增资和股权变更，截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 194691.51 万元。

截至 2019 年 3 月底，甘肃省农垦集团有限责任公司（以下简称“甘肃农垦”）直接持股 15.57%，并通过甘肃省农垦资产经营有限公司间接持有公司 9.01%股份，合计持股比例为 24.58%，为公司第一大股东。公司实际控制人为甘肃省国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 85.59 亿元，所有者权益 48.03 亿元（含少数股东权益 0.44 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 25.08 亿元，利润总额 0.81 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 87.27 亿元，所有者权益 49.02 亿元（含少数股东权益 0.45 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.12 亿元，利润总额 0.32 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市城关区雁兴路 21 号 14 楼；公司法定代表人：李克华。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2019 年 5 月发行金额为 10 亿元，期限为 5 年的中期票据“19 亚盛实业 MTN001”，截至本报告出具日，募集资金已使用完毕。

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
19 亚盛实业 MTN001	10.00	10.00	2019/05/08	2024/05/08
合计	**10.00**	**10.00**	--	--

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

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

平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

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

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

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

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

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

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

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

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

五、行业分析

公司主要从事以马铃薯、啤酒花和苜蓿草为主的农产品种植、初加工和销售业务，属于农业

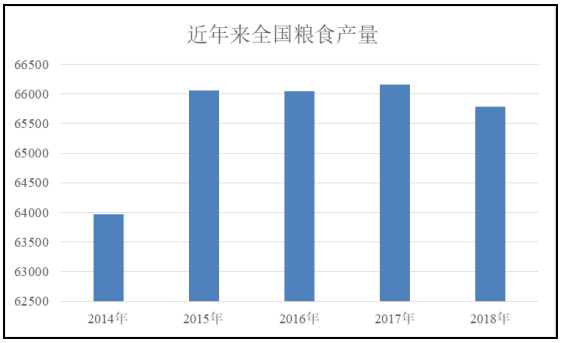
行业范畴。

1. 行业概况

根据国家统计局发布的《中华人民共和国2018年国民经济和社会发展统计公报》显示，全年粮食种植面积11704万公顷，比上年减少95万公顷。其中，小麦种植面积2427万公顷，减少24万公顷；稻谷种植面积3019万公顷，减少56万公顷；玉米种植面积4213万公顷，减少27万公顷；棉花种植面积335万公顷，增加16万公顷；油料种植面积1289万公顷，减少33万公顷；糖料种植面积163万公顷，增加9万公顷。

全年粮食产量65789万吨，比上年减少371万吨，减产0.6%。其中，夏粮产量13878万吨，减产2.1%；早稻产量2859万吨，减产4.3%；秋粮产量49052万吨，增产0.1%。全年谷物产量61019万吨，比上年减产0.8%。其中，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%。

图1　近年全国粮食产量（单位：万吨）



资料来源：根据《中华人民共和国2018年国民经济和社会发展统计公报》整理

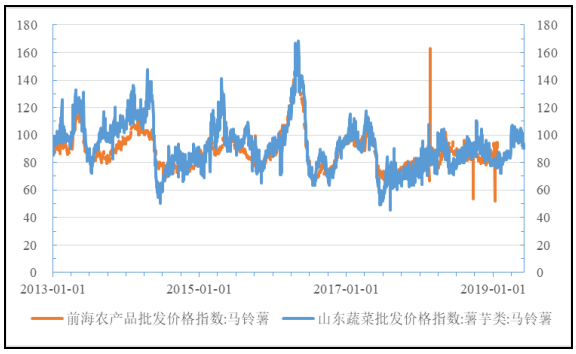
全年棉花产量610万吨，比上年增产7.8%；油料产量3439万吨，减产1.0%；糖料产量11976万吨，增产5.3%；茶叶产量261万吨，增产5.9%；全年猪牛羊禽肉产量8517万吨，比上年下降0.3%。其中，猪肉产量5404万吨，下降0.9%；牛肉产量644万吨，增长1.5%；羊肉产量475万吨，增长0.8%；禽肉产量1994万吨，增长0.6%；禽蛋产量3128万吨，增长1.0%；牛奶产量3075万吨，增长1.2%；年末生猪存栏42817万头，下降3.0%；生猪出栏69382万头，下降1.2%。全年水产品产量6469万吨，比上年增长0.4%。其中，养殖水产品产量5018万吨，增长2.3%；捕捞水产品产量1451万吨，下降5.7%。全年木材产量8432万立方米，比上年增长0.4%。全年新增耕地灌溉面积72万公顷，新增高效节水灌溉面积144万公顷。

根据对全国25个夏粮生产省（区、市）的调查，全国夏粮播种面积26703千公顷（40054万亩），比2017年减少164千公顷（246万亩），下降0.6%；其中谷物播种面积23863千公顷（35794万亩），比2017年减少170千公顷（254万亩），下降0.7%。全国夏粮单位面积产量5194.9公斤/公顷（346.3公斤/亩），比2017年减少82.0公斤/公顷（5.5公斤/亩），下降1.6%；其中谷物单位面积产量5441.3公斤/公顷（362.8公斤/亩），比2017年减少90.8公斤/公顷（6.1公斤/亩），下降1.6%。全国夏粮总产量13872万吨（2774亿斤），比2017年减少306万吨（61亿斤），下降2.2%。其中谷物产量12984万吨（2597亿斤），比2017年减少310万吨（62亿斤），下降2.3%。

（1）马铃薯

马铃薯兼具粮食和蔬菜的双重特性，是全球第四大重要的粮食作物。马铃薯耐旱耐瘠薄，是抵御自然灾害的铁杆作物，广泛分布在贫困地区，是精准扶贫增收优选作物，同时也是食品加工等产业重要原料。中国是世界马铃薯总产量最多的国家，种植面积和总产量均占全世界的20%左右，其中甘肃省是全国重要的马铃薯主产区之一，种植面积和总产量均居全国前列，是甘肃省第三大粮食作物。

图 2　近年马铃薯价格指数情况



资料来源：Wind 资讯

近年来，中国马铃薯供给快速增长，消费受抑，形成了比较宽松的供求关系，出现阶段性和结构性过剩。2018 年，受气候变暖、春季气温回升提前，叠加覆膜等新技术应用等因素影响，春季新薯和露地叶菜上市提前，供给增加，对北方主产区陈薯的春季销售形成竞争，马铃薯冷季销售优势受抑制，打压 2019 年早春马铃薯的价格。

（2）啤酒花

啤酒花是啤酒酿造的重要原材料。啤酒花喜冷凉干燥气候，耐寒不耐热，夏温不宜高。国内啤酒大麦的主要产地集中在西北、江浙和东北三个地区，其中，甘肃省是中国最大的啤酒原料生产基地，啤酒花产量在国内市场占有较大优势。

2017 年全球啤酒花种植面积为 58739 公顷，产量为 118401 吨。中国啤酒花种植面积和产量相对稳定，2017 年分别为 2683 公顷和 7044 吨。

（3）苜蓿

苜蓿是多年生植物，粗蛋白含量高、消化率高，富含维生素和各种矿物质，是优质畜牧饲料，随着畜牧业的迅速发展，苜蓿种植对畜牧养殖业发展的重要性也更加明显。国内紫花苜蓿及其它优质牧草生产已成为中国北方省（区）、特别是黄土高原地区农村经济中的新型支柱产业。甘肃、新疆、内蒙古等省区已经将草产业作为西部开发、改善生态环境的重要新兴产业。甘肃省把发展草产业作为今后调整农业结构、实现畜牧业发展大突破的三大工程之一。目前，甘肃省是中国苜蓿产量最高的省份。

根据海关统计，2018 年中国进口干草累计 167.76 万吨，同比下降 7.75%；进口金额 52615.89 万美元，同比上升 2.13%。其中，进口苜蓿总计 138.37 万吨，同比下降 1.01%；进口金额总计 44643.28 万美元，同比上升 4.08%。

从进口来源国看，由于中美贸易战影响，虽然 6 月牧场之前订单继续执行如期到港，但进口苜蓿美国统治地位有所削弱。2018 年，进口苜蓿 115.89 万吨来自美国，占总进口量 83.76%，同比下降 8.81 个百分点；金额 38335.38 万美元，同比下降 3.93%，平均到岸价 330.71 美元/吨，同比上升 10.98%。来自西班牙的进口脱水苜蓿上涨明显，2018 年进口西班牙苜蓿总量达 17.19 万吨，占苜蓿进口量的 12.42%，同比增长 586.19%；进口金额 4629.69 万美元，同比上涨 660.19%；平均到岸价 273.05 美元/吨，同比上升 12.32%，相比美国进口苜蓿，除了贸易战带来 25%额外关税外，西班牙脱水苜蓿到岸价有近 60 美元/吨的价格优势。

总体看，马铃薯行业受气候等因素影响，销售价格面临一定下行压力；中美贸易战压缩苜蓿美国进口总量，给行业带来一定发展机遇。

2. 下游行业

公司业务下游主要是薯类食品、啤酒和牛奶行业。

（1）薯类食品行业

薯类食品是指以薯类为主要原料，经过加工制成的食品。它包括马铃薯、甘薯（红薯）等加工食品。薯类可加工为粉丝、粉条、粉皮等多种食品。而薯类经工业加工成薯条、薯片可增值 20～30 倍。

随着居民消费升级以及饮食结构的多元化大大推动了休闲食品品类扩张，产品品类呈现多元化特征。糖果及蜜饯、糕点、饼干类、

脆米饼及其他、薯类膨化食品、炒货及坚果，占比分别是 34%、16%、15%、10%、6%、7%。

从行业集中度来看，薯类膨化食品 CR5 超过 70%，糕点类超过 40%，饼干超过 30%，传统品类的集中度相对较高，但是其他小品类尤其是农产品属性较重的品类，集中度较低，比如线下坚果品类 CR5 仅 5%左右，果脯蜜饯集中度仅 2%左右。

同时，随着薯类食品行业迅速的发展，市场竞争也日益激烈，为了加大市场发展力度，品牌成为竞争的关键。而由于人们消费水平的提高，在购买产品的时候也越来越倾向于品牌的选择，因此，追求品牌化将成为薯类食品行业未来发展的关键。

近几年，随着中国国民经济发展和居民消费水平的提高，消费方式日益多元化、健康化，休闲食品俨然已经成为日常食品消费中的重要食品。近年来，中国休闲食品市场规模的快速发展，从 2011 年的 3205 亿元增长至 2016 年 4520 亿元，年均复合增长率达到 7%，2017 年休闲食品市场规模达到 4849 亿元。

（2）啤酒行业

当前，中国啤酒行业进入第四发展阶段，面临增速乏力的瓶颈。1990 年以来，中国的啤酒行业大致经过四个阶段的发展：啤酒厂商迅速崛起，到行业前五名基本形成；再到整个行业历经低价竞争到整合调整高端化，中国啤酒从发展到不断壮大成熟；到第三阶段末期，中国啤酒行业增长乏力。2012 年行业首次迎来了啤酒产量-1.16%的小幅下滑，在 2013 年达到 4982.79 万千升的峰值后，2014 年 7 月以来，啤酒产量出现长达 25 个月的下滑，2013-2017 年的复合增速为-3.05%。进入第四阶段，行业增长仍然乏力，2018 年全国啤酒产量为 3812.2 万千升，小幅增长 0.5%。

2018 年中国啤酒出口量为 38571 万升，同比增长 6.9%；出口金额为 21.11 百万美元，同比下降 0.4%。2018 年中国啤酒进口量为 82.11 万升，同比增长 14.7%；进口金额为 9.04 亿美元，同比增长 20.5%。

（3）牛奶行业

2018 年，受益于消费升级和三四线城市乳制品消费崛起，牛奶行业需求回暖，全国液态奶产量 2505.5 万吨，同比增长 4.3%；干乳制品产量 181.5 万吨，同比增长 5.7%；奶粉产量 96.8 万吨，同比下降 0.7%；乳品加工业销售收入 3398.91 亿元，增长 10.72%。

奶牛养殖方面，从国家奶牛产业技术体系牧场监测数据来看，得益于管理与技术水平的提升，规模牧场单位总成本持续下降。根据国家奶牛产业技术体系牧场监测数据，2018 年 12 月，规模牧场单位总成本为 3.32 元/公斤，与上年同期持平，比 2014 年 9 月的高点低 11.9%；规模牧场单位平均成本为 3.30 元/公斤，同比下降 2.1%。在奶价回升和成本下降双重驱动下，2018 年奶牛养殖业盈利状况有所改善，2018 年 12 月，规模牧场生鲜奶毛利率为 14.4%，平均每公斤生鲜奶可获得 0.48 元的净收益。

进出口方面，根据海关总署统计，2018 年中国共计进口各类乳制品 264 万吨，同比增加 6.7%，进口额 101 亿美元，约占国内乳制品销售收入的 20%，同比增长 14.3%。其中，进口干乳制品 193 万吨，同比增加 9.2%，进口额 91 亿美元，同比增长 15.7%；进口液态奶 70 万吨，同比增长 0.3%，进口额 10 亿美元，同比增长 2.9%。2018 年出口液态奶 29973.7 吨，同比增加 18.4%；出口额 0.31 美元，同比增加 27.6%，平均价格为 1036.7 美元/吨，同比上涨 7.8%。

2018 年 6 月，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》指出，到 2020 年，中国奶业供给侧结构性改革取得实质性成效，奶业现代化建设取得明显进展；到 2025 年，奶业实现全面振兴，基本实现现代化，奶源基地、产品加工、乳品质量和产业竞争力整体水平进入世界先进行列。2018 年 12 月，农业农村部、发展和改革委等 9 部门联

合发布《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，其中提出以实现奶业全面振兴为目标，优化奶业生产布局，创新奶业发展方式，力争到 2025 年全国奶类产量达到 4500 万吨，切实提升中国奶业发展质量、效益和竞争力。2019 年中央一号文件《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》中，就奶业振兴再次提出了相关要求，“实施奶业振兴行动，加强优质奶源基地建设，升级改造中小奶牛养殖场，实施婴幼儿配方奶粉提升行动”。以上文件的出台，明确了中国乳制品行业的产业振兴目标，给行业的发展带来积极的推动作用。

总体来看，公司业务下游行业中，薯类食品发展迅速，同时行业内竞争也逐渐加剧；啤酒行业增长略显乏力，2018年产量小幅增长；得益于消费升级，牛奶及其奶牛养殖行业盈利能力有所提高。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司已建立和完善了集繁种、种植、储运、农产品深加工、销售为一体的现代农业产业体系；公司高层管理人员管理和行业从业经验丰富，公司员工岗位配置合理，能够满足公司经营管理需要；公司经营所涉及到的行业受到国家税收优惠及政策补贴较为丰富，近年来政府补贴稳定性较好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在主要高管人员、管理体系和管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司收入构成未发生重大变化，仍然以农业板块收入为主；2018 年，公司实现主营业务收入 24.70 亿元，同比增长 21.02%。其中，农业和商贸板块收入增长较快，农业板块同比增长 17.56%，主要系啤酒花、马铃薯和食葵产品销售收入增加所致；工业板块实现收入 1.52 亿元，同比下降 17.39%，主要系农业节水材料市场竞争激烈，节水工程下游订单减少所致；商贸板块实现收入 4.23 亿元，同比增长 46.88%，主要因为子公司甘肃亚盛好食邦食品集团有限公司（以下简称“好食邦”）自 2017 年全线运营以来，市场拓展情况良好，收入贡献不断增长所致。分产品来看，马铃薯、啤酒花和食葵营业收入均有不同程度增长，同比分别增长 11.83%、11.66%和 28.98%；苜蓿草营业收入同比下滑 4.66%。

公司主要收入来自农业，农产品价格易受市场行情波动影响。跟踪期内，农业板块毛利率同比减少 3.29 个百分点至 20.06%，主要由于啤酒花和果品的种植人工需求量大，人工种植成本近年来持续攀升所致；工业板块毛利率下滑至 18.34%，主要由于需求端不景气的同时采购成本不断增长所致；商贸板块毛利率保持增长，主要系好食邦终端平台业务拓展初见成效。受农业板块毛利率下滑影响，2018 年，公司综合毛利率下滑 4.01 个百分点至 20.20%。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 5.12 亿元，同比变动不大；实现综合毛利率 25.19%，同比提升 2.84 个百分点。其中，农业板块收入及毛利率保持稳定，工业板块收入下滑明显，商贸板块收入及毛利率同比均有所增长，主要系好食邦终端产品拓展，产品销量及产品附加值增加所致。

总体看，跟踪期内，得益于农业板块业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，受市场行情影响，公司毛利率水平有所下滑。

表 2　近年来公司主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	15.97	72.52	23.25	18.05	79.10	23.35	21.22	78.51	20.06	4.30	76.79	24.20
工业	2.57	11.67	23.94	1.84	8.06	20.55	1.52	5.62	18.34	0.38	6.79	19.44
商贸	2.05	9.31	10.39	2.88	12.62	10.67	4.23	15.65	14.34	0.90	16.07	17.83
其他	1.43	6.49	6.24	0.05	0.22	55.34	0.06	0.22	69.19	0.02	0.36	78.59
小计	**22.02**	**100.00**	--	**22.82**	**100.00**	--	**27.03**	**100.0**	--	**5.60**	**100.00**	--
抵销项	-1.50	--	--	-2.42	--	--	-2.33	--	--	-0.48	--	--
合计	**20.51**	--	**22.58**	**20.41**	--	**24.21**	**24.70**	--	**20.20**	**5.12**	--	**25.19**

资料来源：公司提供

（1）农业板块

公司农业板块主要经营实体为亚盛绿鑫、甘肃亚盛薯业有限责任公司（以下简称“亚盛薯业”）和田园牧歌等子公司及下属农场类分公司。主要农产品包括啤酒花、苜蓿草、马铃薯、果品、食葵、茴香和孜然等。此外，亚盛薯业下属甘肃芋兴粉业有限责任公司（以下简称“芋兴粉业”）还经营部分马铃薯全粉初加工业务，整体规模较小，对收入利润影响较低。2018 年，亚盛薯业和芋兴粉业亏损；其中亚盛薯业经营情况良好，但市场拓展过程中期间费用有所上升导致亏损；芋兴粉业亏损主要系 10000 吨马铃薯改扩建项目当期转固导致折旧费用大幅增长所致。基地分公司是农业板块的基础和核心，基地分公司的主要经营模式包括两种：公司统一经营模式和家庭农场承包模式。

表 3　2018 年度农业板块主要子公司财务情况

（单位：万元）

子公司	资产总额	净资产	营业收入	净利润
田园牧歌	95973.97	50363.52	22838.67	1256.35
亚盛薯业	28530.13	4442.70	9247.71	-532.09
亚盛绿鑫	45696.88	16246.55	12962.53	1460.82
芋兴粉业	16707.10	-515.60	3616.92	-103.60

资料来源：公司提供

原材料采购

2018 年 3 月，公司建立了前端农业综合服务平台，由其进行统一的物资采购，在保障内部供应的同时，向甘肃省内垦区、周边农户、大型农场供应农业生产资料，通过整合采购量，公司采购议价能力得以提升。采购量的确定，由技术部门在年初根据种植规划和测土配方施肥技术制订一定的使用标准，向公司财务部门上报需求量，统一汇总做出预算，报经公司审批后，由平台统一采购。

采购过程中，公司实行比价采购和淡季储备策略，既保证了农资的稳定供应和质量要求，又能有效控制采购成本。

表 4　公司近年原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

采购项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	采购量	采购均价	采购金额	采购量	采购均价	采购金额	采购量	采购均价	采购金额
化肥	72042.28	2968.40	21385.03	72035.24	2969.11	21388.06	72046.15	2971.34	21407.36
种子	2771.52	13151.00	3644.83	2780.16	13160.18	3658.74	2782.36	13162.46	3662.27

资料来源：公司提供

公司主要通过省内一级代理商向国内大型农资企业进行采购，公司预先支付供应商 70%

的首付款，剩余货款在货到 30 天内结清，预付账期约为 90 天。从采购集中度看，2018 年，公司农业板块前五名供应商均为国内企业，采购金额合计 0.31 亿元，占农业板块采购总额的 3.40%，采购集中度低。

农产品生产

公司主要种植区域位于河西走廊，光热条件充分，种植条件良好。公司每年根据市场情况调整农产品种植结构，不同品种产量存在一定差异。苜蓿种植土地位于内蒙古地区，为减少运送半径，基本靠近奶牛饲养场。

由于西北西区气候干燥、缺水少雨，滴灌技术被广泛使用。公司逐年扩大滴灌面积，有效缓解了因地域缺水导致农产品成本上升问题，同时大力推广实施水肥一体化技术，即将作物需要的各种营养元素通过滴灌精准地、按需求滴到作物的根部，既降低了水肥成本，又增加了产量。滴灌的实施同时为大条田建设提供了基础，增加了土地面积，为现代农业设备发挥高效作用创造了条件，从而达到全方位降低成本的目的。此外，公司推广大农机作业，引进大马力农业机械，降低成本，提高作业效率和质量，如苜蓿草、马铃薯、玉米基本实现全程机械化作业。

表 5　近年公司主要农产品产量情况（单位：吨）

农产品	2016 年	2017 年	2018 年
苜蓿	114971.00	118739.48	110054.61
马铃薯	73579.00	77890.40	78417.82
果品	52031.00	47438.22	45678.90
食葵	22498.64	21603.14	21402.36
啤酒花	3581.00	3660.05	3585.04

资料来源：公司提供

生产技术方面，跟踪期内，公司组建了“亚盛农业研究院”，打造公司农业科技创新服务平台，引入人才对公司农业生产、产业发展中的薄弱环节进行技术攻关；公司与甘肃省农业科学院战略合作，引入省农科院 6 名农业技术专家作为公司农业生产首席专家，解决生产中的技术瓶颈和难题，并联手外聘专家对生产技术进行指导和评价，具有较好的技术优势。

农产品销售

公司通过统一经营模式获得的农产品和部分费用自理家庭农场承包模式下收购的农产品，均由公司负责统一对外销售。公司对部分产品采取错季销售的销售策略，以保证盈利规模的最大化。

销量方面，2018 年，果品产销率下滑至 92.57%，一方面由于果品市场竞争加剧，另一方面由于自然灾害导致果品品相较差，销售情况有所下滑；食葵销量同比大幅增长 23.92%，主要由于食葵加工类产品作为好食邦平台终端推广的主要商品，市场拓展效果明显。

销售价格方面，主要产品的销售定价系公司通过与长期合作的客户进行谈判，结合采购规模、产品品质、生产成本、市场供需确定价格，并随着农产品的市场供需情况进行微调。2018 年以来，受中美贸易摩擦影响，苜蓿草价格持续上升，奶牛饲养企业在饲养成本上升压力下，短期内增加燕麦草等价格相对较低的饲料来替代苜蓿草的使用，使得苜蓿草市场销售受到较大影响，2018 年公司苜蓿草销售均价为 2125.92 元/吨，同比小幅下降；果品的销售均价波动下滑，2018 年同比下降 10.79%至 5328.68 元/吨，主要由于受灾果品品相较差，销售价格相对较低。

表 6　公司主要农产品销售情况（单位：吨、元/吨）

产品	2017 年		2018 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
啤酒花	3381.00	29517.80	3701.57	30150.84
苜蓿	130387.26	2189.92	128057.46	2125.92
马铃薯	81460.50	1599.12	87743.72	1657.77
果品	46492.00	5692.50	42291.45	5328.68
食葵	20239.00	7357.40	25079.16	7658.09

资料来源：公司提供

公司啤酒花、苜蓿、马铃薯和葵花下游客户相对稳定，基本与公司形成了长期合作关系。

其中，啤酒花客户为国内主要的啤酒生产厂商，如青岛啤酒、雪花啤酒、燕京啤酒等；苜蓿客户主要为奶牛饲养场（含自有牧场的乳制品加工企业），如蒙牛、伊利、现代牧业、北京中地牧业等；马铃薯主要客户为薯片、薯条和薯泥等食品加工厂，如百事、上好佳、好丽友等；食葵客户主要为葵花籽加工和葵花籽油生产企业，如洽洽、山东小炒旺、四川徽记等。由于公司农产品种类较多，且下游客户差异性较强，导致客户集中度较低。2018 年，公司农业板块前五名客户销售金额合计 1.42 亿元，约占农业板块营业收入的 6.71%，集中度低。

结算方面，公司农产品大多具有储存期短、易腐烂等特征，为降低损失，保障销售规模，通过先款后货的结算方式进行销售的订单量逐年减少，目前公司结算方式主要为赊销，回款账期约为 3～6 个月，针对长期合作且信用较好的客户，给予不超过 9 个月的信用账期。

整体看，农业板块作为公司的核心产业，在土地资源和农业技术水平方面具有优势，主要产品产销情况较为稳定；啤酒花、苜蓿等产品在行业内具有一定的品牌优势和稳定的客户群体，但公司农产品销售以赊销为主，导致近年来应收账款规模快速增长，对营运资金形成较大占用。

（2）工业板块

公司工业板块经营主体为甘肃亚盛亚美特节水有限公司（以下简称“亚盛亚美特”），主要生产经营滴灌产品。滴管产品的需求主要依靠国家和地方政府农业节水项目的推进，2018 年，政府机构体制改革，水利部有关农业投资项目管理职责整合至农村农业部，改革期间地方农业节水项目招投标工作暂停，加之滴管产品市场竞争激烈，公司工业板块业务拓展压力较大，亚盛亚美特净利润为-1781.12 万元（较上年亏损进一步加大）。

原材料采购

滴灌产品主要原材料为聚乙烯和聚氯乙烯。2018 年在手订单主要为以前年度存量，新增订单较少。采购均价方面。2018 年受化工行业环保监管及基础原材料价格上涨等因素影响，主要原材料价格均有所增长。

表 7　公司滴灌原材料情况

项目	年份	聚乙烯	聚氯乙烯
采购均价（元/吨）	2016 年	9555.74	5445.00
	2017 年	8631.02	5628.96
	2018 年	8901.46	6018.10
采购量（吨）	2016 年	1361.88	2158.00
	2017 年	963.50	2066.40
	2018 年	1012.73	1935.00

资料来源：公司提供

从产销情况看，2018 年，亚盛亚美特滴灌管产销量较低，分别为 5336 万米和 4495.16 万米，销售均价同比变动不大，由于市场竞争激烈，同质化产品较多，采购成本的上升无法有效向下游客户传递，使得工业板块毛利率水平有所下滑。

表 8　近年公司滴灌产品产销情况

项目	年份	滴灌管（万米）	PVC 管材（吨）
产量	2016 年	12323.45	2629.21
	2017 年	4573.75	2350.02
	2018 年	5336.00	2133.70
销量	2016 年	12323.45	2629.21
	2017 年	4573.75	2350.02
	2018 年	4495.16	2038.50
项目	**年份**	**滴灌管（元/万米）**	**PVC 管材（元/吨）**
销售均价	2016 年	13850.89	8650.00
	2017 年	11508.39	8900.00
	2018 年	11500.61	8850.00

资料来源：公司提供

原材料采购结算方面，公司通常根据签订的合同的约定先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。

总体看，公司滴灌产品通过公司内生性需求发展而来，在满足内部需要的同时，寻求外部订单增长，订单量波动下滑，业务拓展承压。

（3）商贸板块

公司商贸板块主要通过好食邦和甘肃亚盛

农业综合服务有限公司运营。

好食邦

公司通过对原有贸易子公司的整合，于2016年5月成立好食邦终端产品销售平台，并于2017年正式运营。好食邦及其下属子公司在甘肃省内和新疆地区进行食葵、辣椒和红枣等地方特色的农产品采购，其中内部采购占比约为80%；其后在生产基地进行二次精选、加工和分装，并通过好食邦销售平台对外销售；销售模式主要为直销，目前主要客户包括甘肃、湖北、湖南、四川、重庆等区域的农产品加工商和终端消费者，并已进入广州、深圳、北京、上海等一线城市。

农业生产物资供应

2018年3月以来，公司通过前端农业综合服务平台（由甘肃亚盛农业综合服务有限公司负责运营），从事种子、农资产品、滴灌、水肥一体化、农业技术服务等综合涉农服务。主要面向甘肃省整个垦区及周边农户，一方面为公司各种植基地统一供应种子、化肥等生产物资，另一方面在统一垦区内大宗生产物资供应的基础上，探索与省供销社等单位的合作，向周边村镇拓展。

2018年公司商贸板块实现收入4.23亿元，同比增长46.88%；毛利率为14.34%，主要系终端产品渠道建设初见成效。

2. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为2.22次、2.30次和0.30次，同比变化不大，公司整体经营效率一般。

3. 在建工程

公司在建工程规模较小，主要为农业种植及初加工项目的新建或升级改造。截至2019年3月底，在建工程账面余额为2417.21万元，其中条山900亩省力式果园项目总投资规模为2000万元（全部为自有资金投入），计划建设期5年（2017年3月～2022年3月），截至2019年3月底已完成投资846.82万元，项目已完成除草挖树、平整土地、开沟施肥、滴灌改造、苗木定植和附属工程建设等。该项目按照宽行密植的技术标准，更新改造公司一片区林二队、二片区十六队900亩低产苹果园，主栽树种为早酥梨、皇冠梨、玉露香，树种搭配比例为4:2:2。项目建成后可以有效提高公司林果产业的单位收益，示范带动当地林果产业持续健康发展。

此外，公司康益牧业3万头奶牛项目，现处于停建状态，原计划总投资13.01亿元，截至2019年3月底，已完成投资3163.43万元，项目计划在甘肃亚盛张掖分公司、饮马分公司各建设年存栏5000头的奶牛养殖场2个；在条山分公司、田园牧歌内蒙古阿鲁科尔沁旗牧草基地建设年存栏5000头的奶牛养殖场2个。项目停建主要系2014年以来进口奶牛数量不足且价格持续上涨，奶产品价格低迷，公司奶牛项目建设生产经营和乳品销售风险加大所致。该项目已累计计提减值准备0.20亿元。

截至2019年3月底，公司拟建项目总投资2.88亿元，主要包括农业综合服务平台建设（预计总投资1.43亿元）、条山分公司密植梨园项目（预计总投资7053.71万元）、啤酒花半高架建园及机械配套项目（预计总投资6557.20万元）、啤酒花烘烤热源更换项目（预计总投资551.40万元）和条山分公司建设日处理400吨玉米烘干塔项目（预计总投资330万元）。

总体看，公司在建及拟建项目主要围绕农业种植产业进行，投资规模可控；考虑到公司经营活动净现金流较小，主业盈利能力偏弱，公司存在一定外部融资需求。

九、财务分析

公司提供的2018年财务报告经瑞华会计师事务所（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2019年1-3月财务报表未经审计。

从合并范围来看，2018 年公司新增 1 家子公司（甘肃亚盛农业研究院有限公司）；2019 年 1-3 月，公司合并范围较上年底无变化。截至 2019 年 3 月底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司 11 家，其中控股子公司 1 家，全资子公司 10 家；甘肃亚盛农业综合服务有限公司原为亚盛集团三级子公司，2018 年 5 月 22 日经同一控制下的企业合并成为公司一级子公司。整体看，近年来公司合并范围变动不大，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 85.59 亿元，所有者权益 48.03 亿元（含少数股东权益 0.44 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 25.08 亿元，利润总额 0.81 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 87.27 亿元，所有者权益 49.02 亿元（含少数股东权益 0.45 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.12 亿元，利润总额 0.32 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 85.59 亿元，较年初增长 6.45%，主要系流动资产增长所致，构成仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 39.23 亿元，较上年底增长 20.82%，主要系货币资金和应收账款增长所致。流动资产以货币资金（占 33.69%）、应收账款（占 31.39%）、存货（占 21.87%）和预付款项（占 8.25%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 13.22 亿元，较上年底增长 29.05%，主要为银行存款（12.90 亿元）和其他货币资金（0.32 亿元），其中使用受限的货币资金为 0.32 亿元，主要为定期存款和保证金。

截至 2018 年底，应收账款账面余额 12.96 亿元，其中，1 年以内应收账款占 80.02%，整体账龄较短；2018 年底，公司应收账款前 5 名的客户合计金额为 1.63 亿元，占应收账款余额的 12.55%，集中度较低；公司累计计提坏账准备 0.64 亿元，计提比例为 4.94%；应收账款期末账面价值为 12.31 亿元，较上年底增长 25.56%。

截至 2018 年底，存货主要由原材料（占 16.67%）、库存商品（占 58.39%，主要为初级农产品）和消耗性生物资产（占 15.03%）构成；公司已累计计提存货跌价准备 0.21 亿元，计提比例为 2.39%，主要为针对颗粒酒花和浸膏产品计提的跌价准备。

截至 2018 年底为 3.24 亿元，较上年底大幅增长 91.98%，主要原因包括①商贸板块预付生产资料采购款增长；②预付订单式农产品收购款增长；③2018 年公司啤酒原料分公司开展的啤酒原料贸易业务中，预付采购款增加所致。预付款项中，账龄在 1 年以内的占 89.82%，账龄较短；期末预付对象前五名金额合计 0.79 亿元，占预付款项余额的 24.33%，集中度一般。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 46.37 亿元，较上年底下降 3.28%。构成以无形资产（占 59.67%）和固定资产（占 28.32%）为主。

截至 2018 年底，公司无形资产较上年底下降 2.46%，主要系年内正常摊销所致。无形资产中，土地使用权（占 99.98%）占比高，无形资产已累计摊销 6.07 亿元。

截至 2018 年底，固定资产原值为 21.15 亿元，以房屋及建筑物（占 51.71%）和农业设施（占 30.62%）为主，累计计提折旧 7.92 亿元，计提减值准备 0.09 亿元，固定资产账面价值为 13.13 亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额为87.27亿元，较上年底略有增长；其中流动资产占43.53%，非流动资产占56.47%。流动资产中，预付款项较上年底增长27.42%至4.12亿元，主要系预付农业生产资料及农产品收购款增加所致；新增其他权益类工具投资2.36亿元，系公司于2019年起执行新金融工具准则，将原持有的金融资产重新计量至该科目所致；其他科目变化不大。截至2019年3月底，公司使用受限资产

合计0.32亿元，全部为定期存单或保证金，整体受限规模较小。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产结构稳定。流动资产中，货币资金较为充裕，应收账款及存货规模较大；非流动资产中，土地类无形资产占比高，整体资产质量尚可，资产流动性一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，所有者权益为48.03亿元，较上年底变化不大；归属于母公司的所有者权益47.59亿元中，股本占40.91%、资本公积占11.16%、未分配利润占39.79%。公司其他综合收益近三年持续下滑，主要受可供出售金融资产（所持西南证券股票）股价波动影响，分别为1.57亿元、0.89亿元和0.58亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益为49.02亿元，金额及构成均较上年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至2018年底，公司负债合计37.57亿元，较年初增长14.53%，主要系流动负债大幅增长所致；其中流动负债占82.25%，非流动负债占17.75%。

截至2018年底，公司流动负债30.90亿元，较年初大幅增长73.16%，主要系应付债券“13亚盛债”（12亿元，已于2019年6月19日到期兑付）转入一年内到期的非流动负债所致。构成以短期借款（占33.39%）、应付账款（占7.76%）、其他应付款（占12.18%）和一年内到期的非流动负债（占39.25%）为主。流动负债占比大幅增加。

截至2018年底，公司短期借款为10.32亿元，较上年底增长24.29%，短期借款主要为信用借款（10.12亿元）。

截至2018年底，公司应付账款减少10.08%至2.40亿元，主要由应付家庭农场（0.44亿元）、应付劳务款（0.40亿元）和商品采购款（1.26亿元）构成。

截至2018年底，其他应付款中，应付往来款2.48亿元，账龄超过1年的款项合计0.67亿元，主要系未到结算期款项。

截至2018年底，公司非流动负债为6.67亿元，较年初大幅减少55.41%，主要为应付债券全部转出所致；长期借款大幅增长120.00%至4.18亿元，主要主要用于投资啤酒花及牧草基地建设项目；新增长期应付款1.54亿元，为公司收到甘肃省农垦事业办公室拨付的用于黑河黄藏寺水利枢纽工程宝瓶河移民安置工作的专用款项。

截至2019年3月底，公司负债总额为38.26亿元，较上年底变动不大。其中，短期借款小幅增长至11.08亿元；应付账款较上年底下降12.56%至2.10亿元，系与供应商完成货款结算所致；其他科目均较2018年底变动不大。

截至2018年底，全部债务为26.73亿元，较上年底增长16.29%，由于“13亚盛债”调整至短期债务核算，短期债务占比提升至84.36%，长期债务占比为15.64%；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43.89%、35.76%和8.01%。截至2019年3月底，公司全部债务规模较上年底增长2.47%至27.39亿元，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43.84%、35.85%和7.86%。

跟踪期内，公司负债总额有所增长，随着“13亚盛债”到期兑付，公司短期偿债压力有所缓解。

3. 盈利能力

2018年，公司营业收入25.08亿元，同比增长21.35%，增长主要来自农业和商贸板块，由于综合毛利率的下滑，公司净利润同比减少13.88%，为0.83亿元。同期，公司期间费用合计4.18亿元，占营业收入比重为16.57%，同比下降2.06个百分点，构成上仍以管理费用和财务

费用为主，期间费用对利润的侵蚀较大，费用控制能力有待加强。

2018年，公司资产减值损失主要由计提的坏账损失0.26亿元和存货跌价准备0.09亿元构成；公允价值变动收益为-0.08亿元，主要受公司持有的西部矿业及计划减持而计入交易性金融资产的西南证券股票价格波动影响；公司投资收益主要来自处置可供出售金融资产中股权投资取得的收益，2018年投资收益为0.02亿元。

2018年，公司营业外收入0.15亿元，主要来自保险理赔；其他收益为0.15亿元，主要为涉农政府补助，对公司利润规模形成补充。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 20.36%，同比小幅下滑；总资本收益率和净资产收益率均有小幅减少，分别为 3.15%和 1.72%。公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 0.79%，利润总额为 0.32 亿元，同比增长 8.08%；其中，投资收益和营业外收入贡献 0.02 亿元。

整体看，跟踪期内，公司营业收入保持增长，但主业盈利能力偏弱，期间费用对营业利润侵蚀较大，所持金融资产价格波动及其他非经常性损益对利润总额影响较大。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2018 年公司业务规模扩大，经营活动现金流入及流出规模均有所增长，以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主；同期，公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金分别为 2.72 亿元和 1.42 亿元；其中收到其他与经营有关的现金主要黄藏寺水利枢纽工程宝瓶河项目补偿资金；支付的其他与经营活动有关的现金主要由销售费用、管理费用等构成。2018 年公司经营活动现金流量净额为 1.66 亿元，由负转正，公司收入实现能力一般。

从投资活动来看，2018 年投资活动现金流入总额为 0.64 亿元，同比增长 84.86%，主要系收回银行定期存款增加所致；同期，公司投资活动现金流出 1.39 亿元，同比增长 8.45%，主要支付其他与投资活动相关的现金增长所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.74 亿元，净流出规模较小，同比变化不大。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动现金流入 12.86 亿元，同比增长 24.61%，主要系银行借款增加所致；筹资活动现金流出 10.82 亿元，同比增长 23.64%，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金净流入 2.05 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.10 亿元，由负转正，主要系销售回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.80 亿元，净流出规模扩大，主要系固定资产投资增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-0.38 亿元，净流入规模缩小，主要系较去年同期借款减少所致。

总体看，2018 年公司收入实现质量一般；经营活动产生的现金流量净额对满足公司的投资需求压力较大；投资活动以固定资产及在建工程投资支出为主。考虑到公司农资采购及农产品收购所需资金存在较强的季节性，公司存在一定外部融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底公司流动比率与速动比率分别为 126.96%和 99.19%。流动比率和速动比率分别减少 55.01 个百分点和 33.84 个百分点；截至 2019 年 3 月底，上述指标基本维持稳定，分别为 127.99%和 98.87%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 5.36%。公司短期偿债能力有所下降。截至 2019 年 6 月底，“13 亚盛债”已完成兑付，公司短期偿债压力所有缓解。

从长期偿债指标看，2018 年公司 EBITDA 为 4.37 亿元；EBITDA 利息倍数为 2.86 倍，同比下降 0.48 倍；全部债务/EBITDA 为 6.11 倍，

同比有所上升。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司获得商业银行授信额度合计 29.61 亿元，尚未使用额度 14.54 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

总体看，公司债务负担适宜，EBITDA 保持稳定，长期偿债能力尚可；短期偿债压力大；直接和间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1062010200167160D），截至 2019 年 6 月 15 日，公司本部无不良信贷信息。

7. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在政策支持、规模和区域市场地位等方面的综合竞争实力，公司整体抗风险能力较强。

十、担保方信用分析

担保方甘肃国投作为甘肃省国有资本经营管理的投资主体，已投产业涵盖有色冶金、电力能源、特色农业、电子电气、纺织服装、大数据、中医药、工程设计咨询、资产管理、基金、信托、证券、银行等众多领域。

甘肃国投秉承“投资助推产业升级、运营驱动价值创造”的企业使命，以及“开放、创新、融合、稳健”的企业核心价值观，致力于打造一流的国有资本投资运营公司，始终坚持服务省委省政府发展战略，推动甘肃经济社会发展，在促进国有资本产业布局优化、传统产业转型升级、战略性新兴产业培育发展以及精准扶贫方面发挥了重要作用，充分体现了国有企业的政治责任、经济责任、社会责任，在省政府国资委业绩考核中连续 3 年荣获 A 级。

截至 2018 年底，甘肃国投（合并）资产总额为 2668.74 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 371.03 亿元）合计为 1014.58 亿元；2018 年，甘肃国投实现营业总收入 2410.36 亿元，利润总额 33.43 亿元。

截至 2019 年 3 月底，甘肃国投（合并）资产总额为 2676.63 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 377.93 亿元）合计为 1034.90 亿元；2019 年 1-3 月，甘肃国投实现营业总收入 475.67 亿元，利润总额 9.51 亿元。

整体看，甘肃国投受到甘肃省政府支持力度大，下属子公司金川集团、甘肃电投在各自经营领域具备较高的市场地位和较强的竞争优势。甘肃国投整体资产质量较好，资产流动性一般，债务负担处于正常水平，整体盈利能力较弱，资本性支出和债务周转规模大，存在较大的融资需求。

2018 年，甘肃国投经营活动现金流量净额为 146.04 亿元，为公司存续中期票据发行额度的 14.60 倍；甘肃国投 EBITDA 为 123.20 亿元，为公司存续中期票据发行额度的 12.32 倍，保障程度高。

基于甘肃国投在甘肃省所处地位以及对公司自身经营和财务风险的综合判断，联合资信对其信用等级的评定为 AAA，评级展望为稳定。甘肃国投对本期中期票据的担保将有效提升债券的偿付能力。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“19 亚盛实业 MTN001”，余额为 10 亿元，将于 2024 年 5 月到期。

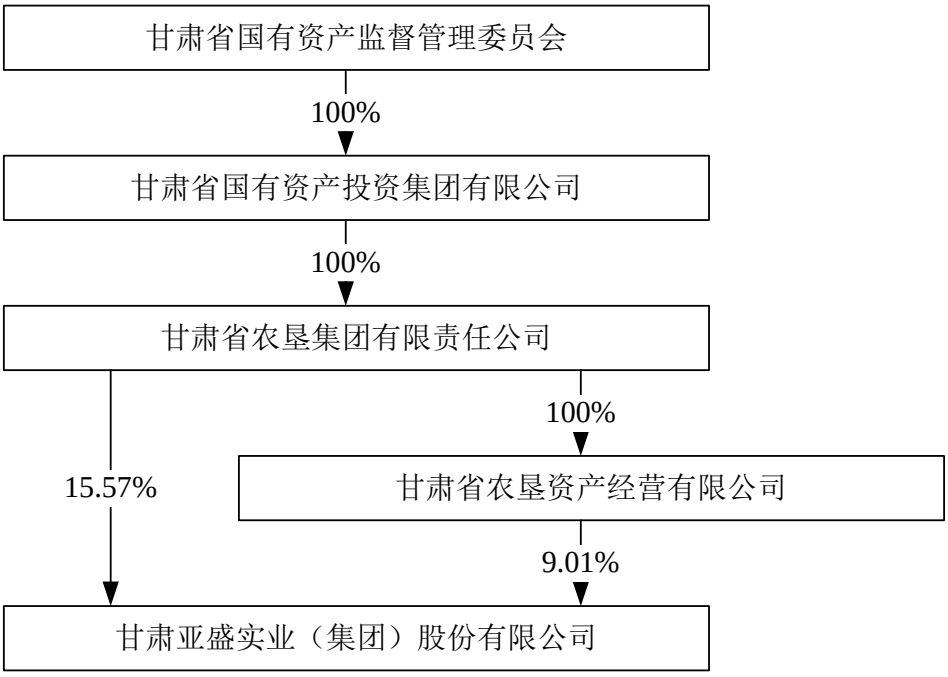
2018 年，公司经营活动现金流入量 25.35 亿元，是存续期中期票据余额的 2.54 倍；经营活动现金流量净额 1.66 亿元，是存续期中期票据余额的 0.17 倍；公司 EBITDA 为 4.37 亿元，是存续期中期票据余额的 0.44 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据余额的保障能力尚可。

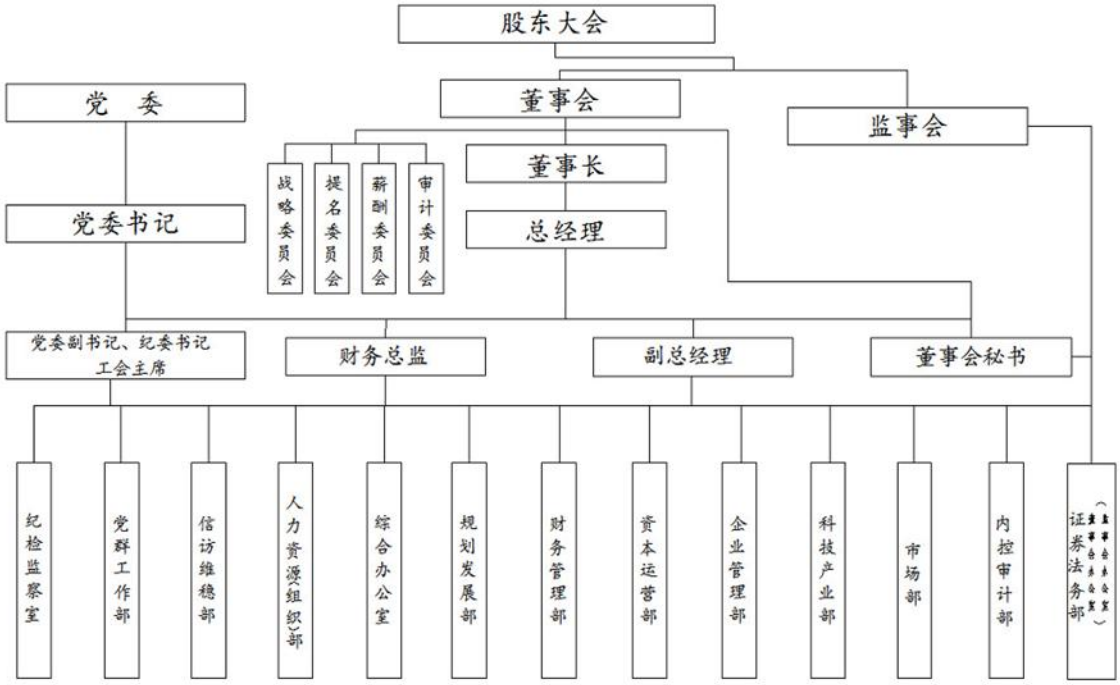
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19亚盛实业MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 2　　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 3　主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.55	10.76	13.30	12.67
资产总额(亿元)	77.96	80.41	85.59	87.27
所有者权益(亿元)	47.37	47.61	48.03	49.02
短期债务(亿元)	7.38	9.13	22.55	23.21
长期债务(亿元)	12.59	13.86	4.18	4.18
全部债务(亿元)	19.98	22.99	26.73	27.39
营业收入(亿元)	20.69	20.66	25.08	5.12
利润总额(亿元)	0.81	1.01	0.81	0.32
EBITDA(亿元)	4.09	4.33	4.37	--
经营性净现金流(亿元)	0.01	-0.27	1.66	0.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.97	2.47	2.22	--
存货周转次数(次)	1.98	1.89	2.30	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.26	0.30	--
现金收入比(%)	91.46	89.00	90.22	114.78
营业利润率(%)	22.60	24.09	20.36	25.06
总资本收益率(%)	3.10	3.23	3.15	--
净资产收益率(%)	1.66	2.07	1.72	--
长期债务资本化比率(%)	21.00	22.54	8.01	7.86
全部债务资本化比率(%)	29.66	32.56	35.76	35.85
资产负债率(%)	39.23	40.79	43.89	43.84
流动比率(%)	167.37	181.96	126.96	127.99
速动比率(%)	120.74	133.04	99.19	98.87
经营现金流动负债比(%)	0.06	-1.53	5.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.14	3.34	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.88	5.31	6.11	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除使用受限部分

附件 4　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 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	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