



信用等级通知书

信评委函字[2019]G146-F1号

江苏省农垦集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“江苏省农垦集团有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年二月二十五日

江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	江苏省农垦集团有限公司
发行规模	本次债券的规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），采用分期发行方式，本期债券的发行规模不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
债券期限	本期债券发行期限 3 年期
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致根据本次公司债券发行时市场情况确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还银行贷款

概况数据

江苏农垦	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	85.70	109.49	150.58	161.78
总资产（亿元）	198.07	215.84	255.66	270.01
总负债（亿元）	112.37	106.36	105.07	108.23
总债务（亿元）	39.20	39.16	27.30	33.96
营业总收入（亿元）	113.45	110.18	100.58	54.38
营业毛利率（%）	22.92	23.93	22.96	28.53
EBITDA（亿元）	18.48	21.48	24.21	-
所有者权益收益率（%）	12.89	12.67	11.66	14.13*
资产负债率（%）	56.73	49.27	41.10	40.08
总债务/EBITDA（X）	2.12	1.82	1.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.47	10.57	14.40	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、加*指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定江苏省农垦集团有限公司（以下简称“江苏农垦”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司丰富的土地资源、完整的农业产业链、股权投资质量较高以及财务结构稳健等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到公司未来仍存在一定资本支出压力，涉及行业跨度大导致管理难度大以及食品安全风险等因素可能对公司未来整体经营及信用水平产生的影响。

正 面

- 农业主业符合国家长期战略。农业是国民经济的基础，农业问题是国家安全自立的全局性重大战略问题，近年国家陆续推出了多项支农、惠农政策，公司以农业为主业符合国家长期战略。
- 丰富的土地资源。截至 2017 年末，公司拥有土地总面积 180.81 万亩，其中耕地面积 97.24 万亩，丰富的土地资源为公司开展规模化、标准化粮食种植以及土地整治新增耕地交易业务提供基础。
- 完整的农业产业链。公司已形成以自主经营种植基地为基础，集稻麦种植、制种、加工、销售为一体的农业全产业链，可最大限度利用规模优势降低成本，确保各环节利润留存公司内部；另外，公司在全产业链的基础上建立起完整的农产品质量追溯体系，有效保证了农产品质量安全。

分 析 师

辜锡波 xbgu@ccxr.com.cn

胡 迁 qhu@ccxr.com.cn

胡 培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 2 月 25 日

- 股权投资质量较高。公司股权投资质量较高，2015~2017 年收到主要参股医药公司江苏正大天晴药业股份有限公司现金股利分别为 3.69 亿元、6.16 亿元和 6.10 亿元，2015~2017 年公司分别实现投资收益 8.36 亿元、9.08 亿元和 11.94 亿元，对利润形成良好补充。
- 财务结构稳健。公司农业、房地产等主业及股权投资业务发展稳定，盈利能力较强，随着利润留存及子公司完成 A 股上市，自有资本实力不断增强，负债水平持续下降，截至 2018 年 6 月末，公司资产负债率为 40.08%，总资本化比率为 17.35%，财务结构稳健。

关 注

- 资本支出压力。随着公司房地产及土地整治新增耕地交易业务的推进，截至 2018 年 6 月末，公司在建项目预计总投资额 160.18 亿元，已完成 108.07 亿元，尚需投资 52.11 亿元，资金来源主要为自有资金和外部融资，未来仍面临一定资本支出压力。
- 行业跨度大提高管理要求。截至 2018 年 6 月末，公司下属控股子公司 34 家，参股公司 8 家，涉及农业、医药健康、商贸流通等多个产业板块，管理跨度大，现有业务的整合发展对其管理水平和内部控制提出较高要求。
- 食品质量安全风险。公司处于粮食种植及食品加工行业，存在不完全受其控制的因素，在食品质量安全风险监管趋严的情况下，中诚信证评对公司运营中可能存在的食品安全风险予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

江苏农垦集团有限公司前身可追溯至 1952 年 2 月由中国人民解放军原步兵第 102 师整建制转而为的农建四师；1953 年 12 月，成立江苏省农业厅农场管理局；1956 年 1 月，成立江苏省国营农场管理局；1969 年 2 月，组建江苏生产建设兵团；1975 年 10 月，江苏生产建设兵团撤销，成立江苏省农垦局；1979 年 11 月，成立江苏省农垦农工商联合总公司，与江苏省农垦局一套班子两块牌子；1996 年 11 月，根据苏政复[1996]103 号文《省政府关于省农垦总公司改制为省农垦集团有限公司的批复》，公司改制为江苏省农垦集团有限公司。后经资产重组以及多次公积金转增资本，截至 2018 年 6 月末，公司注册资本 200,000 万元，控股股东江苏省人民政府国有资产监督管理委员会持股比例为 100%，系公司实际控制人。

截至 2018 年 6 月末，公司旗下拥有 34 个全资及控股一级企业，其中：国有农场 18 个，分布在江苏省 13 个县（市、区）。目前，公司业务以农林牧渔及食品加工业务为主，同时开展股权投资及房地产、贸易物流以及工业制造等业务。

截至 2017 年末，公司总资产为 255.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 150.58 亿元，资产负债率为 41.10%；2017 年，公司实现营业总收入 100.58 亿元，净利润 17.56 亿元，经营活动现金净流量 17.46 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 270.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 161.78 亿元，资产负债率为 40.08%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 54.38 亿元，净利润 11.43 亿元，经营活动现金净流量 8.24 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次债券的规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），采用分期发行方式，本期债券的发行规模不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
债券期限	本期债券发行期限 3 年期
票面金额和发行价格	本期债券每张面值为人民币 100 元
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致根据本次公司债券发行时市场情况确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
付息方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还银行贷款

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

粮食产业

我国是世界上的农业大国，同时又是一个农业相对落后的国家，作为发展中的人口大国，我国人均耕地面积、水资源等远低于世界平均水平；农业问题、特别是粮食安全始终是关系我国国民经济发展、社会和谐稳定以及国家安全自立的全局性重大战略问题。在我国，粮食是战略物资，农产品种植、种子生产以及农副产品加工等粮食产业则属于国家基础性产业之一。

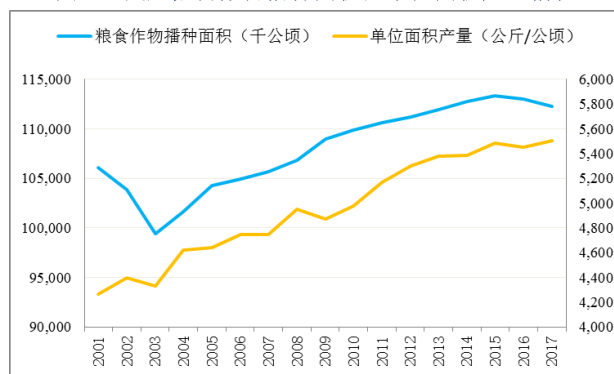
耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素，尽管耕地保护一直是我国长期坚持的基本国策，但我国耕地面积仍然经历了快速减少的阶段。根据国家土地管理部门数据，我国耕地面积自 2001 年的 19.14 亿亩减少至 2008 年的 18.26 亿亩，逼近 18 亿亩的红线指标。近年来，随着耕地保护政策执行力度的不断加大，全国耕地面积企稳。根据国土资源部于 2018 年 5 月发布的《2017 年中国土地矿产海洋资源统计公报》，全国土地利用数据预报结果显示，2017 年年末，全国耕地面积为 13,486.32 万公顷（20.23 亿亩），全国因建设占用、灾毁、生态退耕、农业结构调整等减少耕地面积 32.04 万公顷，

通过土地整治、农业结构调整等增加耕地面积 25.95 万公顷，年内净减少耕地面积 6.09 万公顷。从耕地质量来看，全国耕地评定为 15 个等别，1 等耕地质量最好，15 等耕地质量最差。1~4 等、5~8 等、9~12 等、13~15 等耕地分别划为优等地、高等地、中等地和低等地。2016 年年末，全国耕地平均质量等别为 9.96 等。其中，优等地面积为 389.91 万公顷（5,848.58 万亩），占全国耕地评定总面积的 2.90%；高等地面积为 3,579.57 万公顷（53,693.58 万亩），占 26.59%；中等地面积为 7,097.49 万公顷（106,462.40 万亩），占 52.72%；低等地面积为 2,395.41 万公顷（35,931.40 万亩），占 17.79%，中低等土地面积占比超七成。从各等级耕地分布状况来看，优等地主要分布在湖北、湖南、广东等 3 个省，占 90.28%；高等地主要分布在河南、江苏、山东等 9 个省（区），占 79.89%；中等地主要分布在黑龙江、吉林、云南等 10 个省（区），占 73.73%；低等地主要分布在内蒙古、甘肃、黑龙江等 6 个省（区），占 85.55%。根据新浪财经数据，截至 2015 年，我国人均耕地面积为 0.09 公顷（1.35 亩），远低于世界平均水平 0.19 公顷（2.85 亩）。另外，我国是一个严重缺水、自然灾害频繁发生的国家，人均水资源量仅占世界人均水资源量的四分之一，每年中国农业生产缺水 200 多亿立方米，而且分布极不平衡，水土资源不匹配，缺水和干旱成为粮食生产的重要制约因素。目前，我国农业基础设施较为薄弱，抗灾害能力差，旱涝、台风、冰雹、低温冻害等给农业生产带来诸多不利影响。总体而言，目前我国粮食安全存在较多威胁。

从粮食产量来看，受益于国家推出支农、惠农政策，粮食播种面积企稳回升以及先进农业种植技术的推广，2004~2015 年我国粮食产量实现连续十二年增产。2016 年，受播种面积减少以及单产下降等因素影响，我国粮食总产量同比减少 520.1 万吨至 61,623.9 万吨。其中谷物产量 56,516.5 万吨，比 2015 年减少 711.5 万吨，减少 1.2%。2017 年，播种面积继续下降，但受益于粮食单位面积产量的提升，全年全国粮食总产量 61,791 万吨，比 2016 年增加 166 万吨，同比增加 0.3%。其中谷物产量 56,455

万吨，比 2016 年减少 83 万吨，减少 0.1%。整体来看，随着信息技术、生物技术及先进制造技术等科技创新成果在粮食产业上的应用，极大促进了粮食产业的升级与发展，我国粮食单产水平保持较为稳定的上升态势；在播种面积有效保证的情况下，全国粮食产量稳步提升，自 2013 年以来连续 5 年保持在 60,000 万吨以上。从种植区域来看，我国粮食生产逐步向核心主产区集中，2017 年，河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南以及四川等 13 个粮食主产省（区）粮食产量占全国比重达到 78%。从粮食品种结构看，稻谷、小麦以及玉米为国内三大粮食品种，近年来合计产量在粮食总产量中所占比重均在 90%左右，2017 年全国稻谷、小麦以及玉米产量分别为 20,855 万吨、12,977 万吨和 21,589 万吨。

图 1：我国粮食作物播种面积及单位面积产量情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

下游需求方面，我国粮食消费可以分为两大类、四大用途和四大品种。两大类是指食物用粮和非食物用粮，其中，食物用粮指直接和间接满足人们食物消费需求的粮食，又可分为口粮和饲料用粮两大用途，非食物用粮主要分为种子用粮和工业用粮两大用途。我国的粮食消费结构由口粮、饲料用粮、工业用粮及种子用粮这四种用途构成。其中口粮消费是中国第一大粮食用途，占粮食消费总量的 50%以上，但近年来受膳食结构调整影响，在粮食消费中的比重一直呈下降趋势；饲料用粮是中国第二大粮食用途，数量和占粮食消费总量的比重均稳定增长；工业用粮指用粮食作为主要原料或辅料的生产行业所用粮食的统称，不包括饲料行业用粮，为中国第三大粮食用途；种子用粮在粮食四种用途中数量少。具体分品种来看，稻谷是我国粮食消费

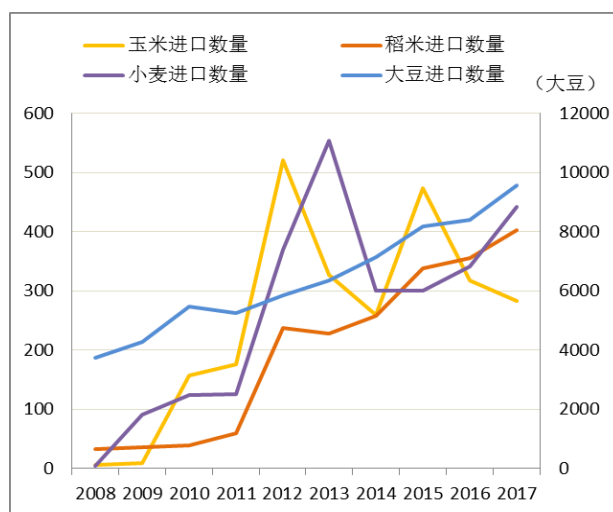
量最大的品种之一，近年来全国稻谷消费量均在 20,000 万吨左右，主要用作口粮，约占其消费量的 86%。小麦作为国内重要的粮食作物之一，是仅次于稻谷的口粮消费第二大品种；近年来，全国小麦消费量整体呈小幅下降趋势，2017 年同比减少 51 万吨至 11,220 万吨。受肉、蛋、奶等高耗粮食品消费的增加带动饲料用粮的大幅增加以及工业用玉米需求提升影响，全国玉米消费量近年增长速度较快，其在粮食消费总量中的比重也得到快速提高，已成为我国第二大粮食消费品种。我国人口基数大，新增人口多，到 2030 年左右中国人口可能达到 16 亿。根据中国农村网数据，我国人均粮食消费水平每年增加在 0.5% 以上，加上人口总量增长因素，我国粮食消费总量每年增长的幅度在 1% 以上。根据智研咨询预测，到 2020 年，中国粮食总需求将达到约 6.14 亿吨，其中口粮消费需求约为 2.12 亿吨、饲料用粮消费需求约为 2.98 亿吨。

从进出口情况来看，作为农业大国，近年伴随着国内粮食产量的稳步增长，进口数量也在持续增加，相对于需求来说我国粮食产量还是有缺口；同时，我国粮食进口需求远大于出口量。具体来看，根据海关总署公布的数据，2017 年中国粮食累计进口 13,062 万吨，较上年增加 13.9%；同期，中国粮食累计出口 280 万吨，较 2016 年增加 47.4%。由于消费需求结构的升级变化，近年中国部分粮食品种进口量持续增加，2017 年大豆累计进口 9,553 万吨，稻米累计进口 403 万吨，小麦累计进口 442 万吨，分别同比增加 13.85%、13.20% 和 29.62%；同期，玉米进口 283 万吨，同比减少 10.73%。2017 年，我国进口粮食总量超过了当年粮食总产量的五分之一，但从结构上看，进口的品种以油料和饲料用粮为主，口粮进口为辅，净进口的稻米约占上年度我国稻米生产量的 2.7%，小麦的净进口量约占上年度我国小麦生产量的 3.3%，稻米和小麦的自给率均在 95% 以上，基本能保证口粮安全，但粮食供求的结构性矛盾仍存在。需要关注的是：我国大豆原料的对外依存度极高，2015~2017 年分别为 87%、76% 和 85%，其中主要进口国家是巴西、美国与阿根廷。2017 年我国大豆进口总量为 9,600 万吨左右，其中

来自美国的总量超过了 3,200 万吨；近期中美贸易争端的持续恶化或将对国内粮食产业尤其是大豆产业产生较大影响。2018 年 7 月 6 日，美国正式开始对 340 亿美元的中国产品加征 25% 的关税，中国也于同日对同等规模的美国产品加征 25% 的进口关税，美国产大豆在加征关税清单行列。加征 25% 进口关税后，美国大豆的进口成本每吨增加 700 至 800 元，较巴西大豆高出 300 元左右。由于南美大豆期货价格看涨，其到岸成本价预计也将上涨至 3,600 元/吨到 3,700 元/吨，同时南美大豆进一步提升对华出口量的空间并不大，短期内难以完全替代美国大豆。另外，今年以来政府补贴东北地区农民种植大豆每亩超 200 元，本季国内大豆产量增长预计超过 200 万吨，但其性价比不如进口大豆，产量也较为有限。

图 2：2008~2017 年我国主要进口粮食数量

单位：万吨

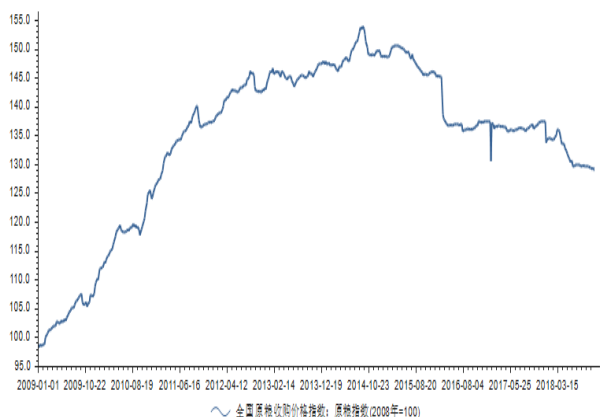


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

粮食价格方面，建国以后中国农产品价格形成机制大致经历了统购统销价格形成机制、双轨制价格形成机制、保护价与最低收购价价格形成机制三个阶段。但是由于实际操作过程中出现的偏差，一些矛盾开始出现并逐步积累。从 2009 年开始，国家为了弥补农民种粮生产成本的快速上升，连续四年较大幅度提高了最低收购价和临储价格，政策性收储主导的价格刚性上升，不仅影响市场机制的发挥，导致市场信号扭曲、农产品结构性过剩，而且导致库存压力增高、进口压力增加、国内外差价不断扩大。2010 年，稻谷、小麦和大豆的国内平均价

格开始超过国际市场的离岸价格。2013 年,国内粮、棉、油、糖等大宗农产品的价格均已超过国外进口产品到岸税后价格。因此,国家从 2014 年开始启动新一轮主要农产品价格形成机制和粮食收储制度改革,中央连续五年推进并深化农产品价格形成机制改革;2018 年中央“一号文件”提出深化农产品收储制度和价格形成机制改革。具体来看,根据中储粮全国粮油价格监测系统统计显示,全国原粮综合收购价格指数(周度指数,基期以 2008 年为 100)从 2009 年初一路波动上升至 2014 年 9 月的最高水平。2014 年以来,随着我国粮食连续多年实现增产,粮食收购价格逐渐向国际化、市场化转型,全国原粮综合收购价格指数从 2014 年四季度开始呈波动下降态势,截至 2018 年 9 月底,全国原粮综合收购价格指数降至 129.79。

图 3: 2009.01~2018.09 全国原粮收购价格指数



资料来源:中国储备粮管理总公司,中诚信证评整理

总体来看,随着我国粮食产量的持续增加,国家口粮安全基本能得到保证,但粮食供求的结构性矛盾仍存在,大豆等粮食作物进口依赖度较高,在中美贸易争端加剧的背景下或将产生一定不确定性。

房地产

房地产行业概况

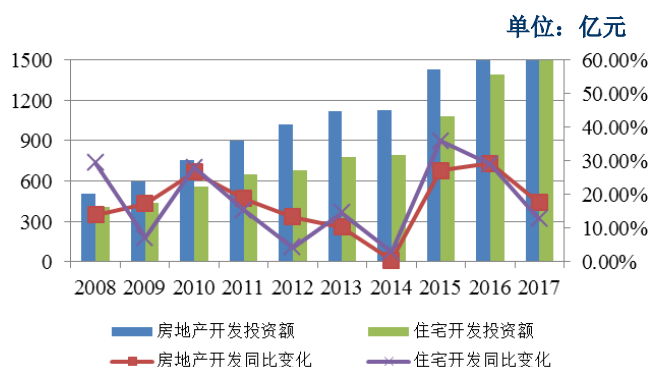
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来,中国房地产行业得到快速发展,国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后,受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响,国

内房价出现十年来的首次下跌;2009 年随着国家出台的信贷宽松政策,商品房销售情况有所好转;2010 年,为抑制过快上涨的房价,国务院先后出台多项调控政策,房地产市场再次步入调整阶段;2012 年,在中央继续保持从紧政策的同时,地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求,商品房销售开始逐步回升,2013 年房地产市场延续上升势头,期内国房景气指数呈波动上升态势;2014 年,房地产市场短期供过于求,且受价格预期变化等因素影响,房地产市场销售下滑,国房景气指数亦随之下降;进入 2015 年,随着一系列宽松的行业政策出台,中国房地产市场总体上呈现回暖趋势,国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳,上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策,国房景气指数有所调整,但仍较上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%,较上年增加了 5.4 个百分点,房地产业增加值占 GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。2017 年以来国房景气指数持续上行,于 2017 年 12 月达到 101.72 点,但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响,景气指数上升增速出现明显回落。

南京市房地产运行状况

进入 2017 年,随着调控政策趋严,南京市商品住宅成交量大幅下降,房地产市场投资增速亦有所放缓;同期,南京市土地市场较为平稳,开发商拿地趋于理性。2017 年,南京市全年完成房地产开发投资 2,170.21 亿元,较上年增加 17.6%,其中住宅投资 1,569.52 亿元,增加 12.7%;商业用房投资 263.08 亿元,增加 34.9%。

图 4：2008~2017 年南京市房地产投资及增速



资料来源：CRIC，中诚信证评整理

2016 年以来，南京市房地产市场政策由利好向限制非理性转变，其中 2017 年，南京共出台主要政策 17 次，践行“房住不炒”思路。具体来看，2017 年 2 月 1 日起，积分落户政策正式在南京施行，购房落户政策成为历史；2017 年 3 月，限购、限贷升级；2017 年 5 月 13 日，南京市政府办公厅公布《进一步加强房地产市场调控的通知》，出台十条措施稳定楼市（“宁十条”），其中包括新购房取得不动产权证书 3 年内不得转让，购房摇号须由公证处主持等，这一政策出台后，南京成为全国调控最严的几座城市之一；2017 年 8 月 8 日，南京市人民政府网站发布最新文件，要求住宅成品房交付需达 50% 以上。

受限购限贷政策影响，2016 年 10 月以来，南京市商品住宅成交量显著下滑，根据 CREIS 中指数数据，2017 年南京共成交商品住宅 6.22 万套，成交面积 710.43 万平方米，同比下降 51.27%，其中近四成为 80（含）~100 平方米刚需户型，其次为 100（含）~120 平方米户型，占比为 21.03%，成交均价亦呈小幅下降趋势。从 2017 年全年销售情况看，2017 年南京市全年商品房销售面积 1,429.61 万平方米，同比减少 8.3%，商品房销售额为 2,237.74 亿元，同比减少 19.1%。具体来看，江北区和江宁区仍为商品房的销售主力，两江板块的新房成交总量约占全市成交量的 60%；其次为河西、溧水和仙林。2017 年，南京市商品房销售均价为 15,653 元/平方米，同比下降 13.42%。其中城中区（栖霞区、浦口区、雨花台区）的销售价格位于首位，其次为河西区和江宁区。在限购限贷等多次新政的冲击，南京房地产市场景气度有所降低。

土地市场方面，自 2016 年以来，南京土地出

让采取了多种控制措施，如土地拍卖改成网络竞拍、限制最高限价、突破最高限价需要竞拍保障房、楼市限价、增加租赁用地的供应等。2017 年南京市区共推出各类用地 1,681.79 万平方米，同比减少 3.35%。其中住宅用地推出 1,281.12 万平方米，同比减少 10.23%。成交方面，2017 年南京市各类用地共成交 1,626.6 万平方米，同比增加 13.68%，其中住宅用地成交 1,279.03 万平方米，同比增加 9.87%。2017 年，南京市共收入土地出让金（宅地和商办用地）1,685.4 亿元，同比减少 2.47%。其中，住宅用地出让金为 1,508.8 亿元，同比减少 8.11%；商办用地出让金为 176.6 亿元，同比增加 105.3%。按照土地出让的区域分布情况来看，2017 年，以江宁区、浦口区及栖霞区成交量较高，分别占比 26%、22%及 13%，其次为雨花台区、秦淮区。整体看，2017 年，南京市继续出台一系列限购限贷政策，受此影响，土地市场较为平稳，地块溢价率明显降低，开发商在拿地方面更加趋于理性，但成交均价依然维持在高位，后续进展情况需关注。

竞争优势

丰富的土地资源

作为传统的农垦集团公司，公司现有 18 个农场，分布在苏北 13 个县（市、区），截至 2017 年末拥有的土地总面积 180.81 万亩，其中耕地面积 97.24 万亩。我国人均耕地面积远低于世界平均水平，土地作为一种稀缺资源，一方面是公司开展规模化、标准化粮食种植的核心载体；另一方面是公司后续推进土地整治新增耕地交易业务从而获取高额利润的基础。根据公司规划，未来预计每年以交易均价 30 万元/亩完成土地整治新增耕地指标交易 3,000 亩左右，预计每年收到相关款项 9.00 亿元左右。总体来看，丰富的土地资源有效支撑了公司未来利润的增长。

完整的农业产业链

公司农业主业已实现包括品种研发、良种繁育、种植、烘干、仓储、加工、销售、贸易、物流等现代农业产业化经营的全过程，上游通过集中农资采购，最大限度利用规模优势，降低成本；种植

业务通过“五统一”（即统一作物和品种布局、统一种子和农资供应、统一农业生产措施、统一农机作业标准以及统一农产品销售）的方式达到质量控制，从源头上对农产品质量安全进行控制，符合消费升级对食品安全的需求；最终产品以大米、种子为主，使得公司将种植、加工业务的利润全部留存公司内部。

股权投资质量较高

公司投资参股多家公司，主要投资对象经营状况良好，并取得了良好收益，2015~2017 年分别实现投资收益 8.36 亿元、9.08 亿元和 11.94 亿元，对利润形成了良好补充。其中主要参股公司江苏正大天晴药业股份有限公司（以下简称“正大天晴”）系国内知名的肝健康药物研发和生产基地，系国家重点高新技术企业、国家火炬计划连云港新医药产业基地重点骨干企业，2017 年位列中国医药工业信息中心评选发布的中国医药工业百强企业榜单第 17 位。2015~2017 年，公司分别获得来自正大天晴的现金

分红 3.69 亿元、6.16 亿元和 6.10 亿元，被投资企业的良好发展有效增强了公司的盈利能力。

业务运营

公司业务以农林牧渔及食品加工业务为主，同时开展投资及房地产、贸易物流以及工业制造等业务，现有业务涵盖农业、工业、商业、房地产、及服务等多个板块，2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月，公司分别实现营业总收入 113.45 亿元、110.18 亿元、100.58 亿元和 54.38 亿元，其中 2016 年与 2017 年分别受工业板块及房地产板块收入减少影响，业务规模有所减小。具体来看，作为公司的核心板块，2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月，农业板块占营业总收入比重分别为 45.51%、45.93%、53.05%和 47.94%；同期，商业板块占比分别为 26.71%、27.19%、26.94%和 21.31%，农业及商业板块收入占比较高且保持相对稳定。整体来看，近年公司各业务发展良好，整体经营稳健。

表 2：2015~2018.H1 公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2015			2016			2017			2018.H1		
	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	51.63	45.51	24.65	50.61	45.93	25.38	53.36	53.05	25.77	26.07	47.94	25.35
工业	8.08	7.13	15.39	3.92	3.55	14.73	3.72	3.70	14.56	1.61	2.96	16.88
商业	30.30	26.71	5.63	29.96	27.19	4.52	27.10	26.94	4.83	11.59	21.31	10.74
房地产开发	15.77	13.90	43.87	18.41	16.71	45.91	9.56	9.50	44.02	9.27	17.05	47.48
服务业	3.65	3.21	54.36	2.59	2.35	58.74	2.86	2.84	47.81	1.58	2.91	48.00
其他	4.01	3.54	35.58	4.70	4.27	34.45	3.99	3.96	48.21	4.26	7.83	52.75
营业总收入	113.45	100.00	22.92	110.18	100.00	23.93	100.58	100.00	22.96	54.38	100.00	28.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

农业

农业板块为公司的核心板块，依托于丰富的土地资源，公司目前主要从事水稻、小麦以及大麦等农作物的规模化、标准化种植，并从事自产稻谷、小麦以及大麦等农产品及大米、种子等初加工产品销售。

土地资源

作为传统的农垦集团公司，公司现有 18 个农场，分布在苏北 13 个县（市、区），2015~2017 年拥有的土地总面积分别为 186.3 万亩、183.05 万亩

和 180.81 万亩。公司下属农场地处亚热带和暖温带的过渡地区，区域内四季分明、雨量较充沛、日照较充足、无霜期较长，具备较好的农业生产条件。另外，自 2013 年 1 月以来，公司开始在宿迁市、盐城市、淮安市、徐州市以及泰州市等地与当地政府和农户合作，积极开展土地流转工作，拓展耕地面积。在国家土地流转政策的支持下，公司通过土地承包经营权流转拓展的耕地面积快速增加，截至 2017 年秋熟，公司已流转农村土地 22.63 万亩，流转期限为 4~15 年不等。整体来看，公司丰富的土地资源为农业板块稳步发展奠定了基础。

表 3：2015~2017 年公司土地资源情况

单位：万亩			
项目	2015	2016	2017
土地总面积	186.30	183.05	180.81
其中：耕地	115.36	98.29	97.24
林地	30.07	29.76	30.79
河流水面	18.88	19.08	18.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

种植业

公司种植业以下属上市子公司江苏省农垦农业发展股份有限公司（以下简称“苏垦农发”，股票代码：601952）为运营主体。为了保证公司农产品生产的规模化、标准化，公司对下属种植业分公司的农业生产实行“五统一”管理方式。

采购方面，公司种植业所需的杀虫剂、化肥等农业物资由集团集中采购。自主种植基地种植方面，公司经营采取统一经营和发包经营两种模式，发包经营模式下苏垦农发收取承包费后，所属耕地的投入和产出由承包方承担和所有；统一经营模式下，公司自行投入并享有产出成果。近年通过优化调整，公司统一经营模式种植面积逐年增加，发包

经营面积逐年减少。从种植品种来看，公司在充分考虑各种种植业分公司所属地域和气候条件等情况下决定适宜种植的农作物，目前主要种植水稻、小麦、大麦等大宗粮食作物，另外也种植部分西瓜、蔬菜、水果等高效农业品种。公司种植主要分为夏熟（上年 11 月~当年 5 月）和秋熟（当年 6 月~当年 10 月）两季，夏熟主要种植小麦和大麦，其中大麦种植主要为满足下季水稻等农作物调茬需要，种植面积相对较小；秋熟主要种植水稻。公司根据市场需求调整作物种植面积，近年统一经营模式下主要粮食作物中小麦和水稻种植面积逐年增加，同时大麦种植面积有所减少。2015~2017 年公司分别实现大麦、小麦和水稻产量合计为 94.52 万吨、95.67 万吨和 105.23 万吨；其中，最主要的小麦和水稻产量连年增加，而大麦产量随着种植面积的减少而减少。2018 年 1~6 月，大麦种植面积和产量进一步下降；同期受收回发包职工耕地，统一经营种植面积增加影响，小麦种植面积和产量较上年继续增加；由于水稻收获期集中在下半年，当期无产量。

表 4：2015~2018.H1 公司主要农作物种植面积和产量情况

单位：万亩、万吨								
	2015		2016		2017		2018.1~6	
	面积	产量	面积	产量	面积	产量	面积	产量
大麦	17.86	7.65	9.12	3.9	2.81	1.32	2.4	1.03
小麦	73.86	31.68	87.73	35.09	98.47	44.31	102.98	47.03
水稻	91.62	55.19	99.18	56.68	101.54	59.6	-	-
合计	183.34	94.52	196.03	95.67	202.82	105.23	105.38	48.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

农业现代化建设方面，截至 2018 年 6 月末，公司垦区农机总动力达 65.3 万千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到 98%。现有拖拉机 4,739 台，其中大中型拖拉机 4,513 台；联合收割机 2,268 台，其中大中型收割机 1,070 台；大中型农具 10,780 台，插秧机 1,468 台，其中 8 行（含 9 行）高速乘坐式 1,210 台，摆栽机 119 台。2017 年，公司垦区机插率达到 86.8%，较 2016 年增加了 1.2 个百分点。目前，垦区稻麦秸秆机械化还田率达到 100%，全面实现了禁烧秸秆的目标。

公司以自主经营种植基地为基础，集稻麦种

植、制种、加工、销售全产业链为一体；种植基地产出的小麦、水稻等粮食产品一方面用于自有种子产品生产和大米产品生产等，一方面直接对外销售。具体来看，大麦因种植面积减少，产销量减少，2015~2017 年分别实现销售收入 1.10 亿元、0.86 亿元和 0.24 亿元；同期小麦实现销售收入 5.27 亿元、5.04 亿元和 6.83 亿元，2016 年在销售均价及数量均有所下滑的情况下，小麦销售收入同比减少 6.26%；同期水稻产品受市场需求增加影响，销售收入持续增加，分别为 5.32 亿元、8.22 亿元和 8.28 亿元。

表 5：2015~2017 年公司主要农作物销售均价及金额

单位：元/kg、亿元

项目	2015		2016		2017	
	均价	金额	均价	金额	均价	金额
大麦	1.92	1.10	1.75	0.86	1.99	0.24
小麦	2.40	5.27	2.32	5.04	2.43	6.83
水稻	2.91	5.32	2.72	8.22	2.82	8.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，种植业作为公司的核心业务，近年种植面积持续增加，同时较高的现代化建设水平保证了公司的生产效率，主要农作物产量持续增加，种植业务稳步发展。

种业

公司的种业主要由苏垦农发下属子公司江苏省大华种业集团有限公司（以下简称“大华种业”）运营，主要生产和销售水稻种（主要为粳稻种）、小麦种、大麦种、玉米种等。其中，小麦种子和水稻种子是公司的主导种子产品，2015~2017 年二者合计销售收入占比均在 95%左右。

公司种子生产业务的采购物料主要包括用于种子加工的种子原粮、用于种子繁育的繁材以及成品种子的包装物，其中主要物料种子原粮的采购绝大部分是向公司下属种植业基地进行内部采购。目前，公司制种业务通过以“公司+基地”为主、以“公司+农户”为辅的方式取得种子原粮，再将种子原粮加工为种子后对外销售。

公司在农科院中设立江苏省大华种业育种研究院负责育种研发、试验等工作，江苏省大华种业育种研究院下设 1 个综合管理部、3 个研究所、1 个分子育种中心、2 个南繁基地和 15 个生态试验站，配备研发人员 45 人。截至 2018 年 6 月末，公司已经育成并具有自主知识产权的“华粳”、“华麦”和“苏玉”等系列农作物新优品种 41 个，其中水稻 22 个、小麦 9 个、玉米 9 个以及棉花 1 个，并取得 11 项植物新品种权（不含受让取得），为公司的可持续发展奠定了基础。目前，大华种业具有种子生产能力 39.80 万吨/年，位列全国前 10 名。公司自主经营规模化种植基地有效保证了制种环节种子原粮的数量和质量需求，目前种子产量主要受市场需求影响，2015~2017 年公司分别实现种子产量 25.92

万吨、32.16 万吨和 33.79 万吨。其中，水稻种子价格随市场供需变化而有所波动，公司水稻种子产量亦有所波动，2016 与 2017 年分别同比增加 86.20% 和同比减少 14.00%；同时，小麦种子连续增加，2015~2017 年三年复合增长率为 10.68%。

表 6：2015~2018.H1 公司种子产销情况表

单位：万吨、元/吨、亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018.H1
产量	25.92	32.16	33.79	8.08
其中：水稻种	5.87	10.93	9.40	8.04
小麦种	19.46	20.94	23.84	-
大麦种	0.56	0.23	0.50	-
其他种	0.03	0.06	0.05	0.05
销量	32.86	29.15	36.08	7.47
其中：水稻种	9.16	10.37	10.24	7.43
小麦种	23.01	18.37	23.81	-
大麦种	0.66	0.16	1.76	-
其他种	0.03	0.25	0.27	0.04
销售均价	3,069.59	3,403.98	2,853.67	3,838.14
销售收入	10.09	9.92	10.30	2.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司种子销售以直销为主，经销为辅，其中直销包括向委托代繁客户销售、向种田大户销售及自有门市销售等情况。2016~2017 年公司种业前五大客户销售占比分别为 11.16%和 6.40%。目前公司种子销售主要立足江苏省内市场，辐射安徽、河南、山东、陕西等省份以及气候条件相似的其他区域市场。公司根据市场区域和种植业基地的布局在江苏省内外建立各类销售网点 3,000 多个（县级总经销和乡镇经销商），目前销售网点已经辐射江苏省内的主要乡镇，常规稻麦种子占江苏省市场份额的 40%以上；同时，公司在临近省份也建立了相应的网络体系。随着公司种子产量的增加，销量亦逐年增加，2015~2017 年公司分别实现种子销量 32.86 万吨、29.15 万吨和 36.08 万吨。种业结算方面，公司采取现款现货、货款两清的结算方式，所有种子由大华种业统一定价。

总体来看，公司种业科技研发能力较强，种子产销量稳步增加，种业发展稳定。另外，2018 年 8 月，苏垦农发发布公告大华种业称拟收购江苏省江蔬种苗科技有限公司（以下简称“江蔬种苗”）51.33%的股权，江蔬种苗主营业务为种子、种苗生

产以及玉米、瓜果、蔬菜种子销售；2018年10月27日，苏垦农发发布公告称收到大华种业通知其收购江蔬种苗51.33%股权事项已完成。大华种业主要业务仍集中在常规稻麦种子经营上，品种类别相对单一，成功收购江蔬种苗有利于大华种业快速进入蔬菜种子行业，改善产品结构，提升经营效益。

农副产品加工业

公司农副产品主要包括大米和麦芽，其中大米加工业务由江苏省农垦米业有限公司（以下简称“苏垦米业”）运营，麦芽业务主要由子公司江苏省农垦麦芽有限公司（以下简称“苏垦麦芽”）经营。

公司产品大米根据下游客户不同分为民用米和食品工业米，其中民用米主要为中高档大米，还包括小部分功能型大米。苏垦米业旗下民用米拥有“苏垦”有机米、富硒米、真好吃、渠星、宝金玉、水谷原、状元以及泰舒清风等20余个系列，可满足市场上不同消费者的需求。采购方面，公司大米加工业务的稻谷原粮以自产为主、对外采购为辅，苏垦米业各分子公司每年均存在对周边种植大户或农业合作组织不同程度的原粮采购。目前，苏垦米业拥有精米生产线15条，2017年大米加工线设计生产能力为39.25万吨/年，当年实际生产大米为23.62万吨，产能利用尚不充分。食品安全措施方面，苏垦米业大米产品纳入农产品质量追溯体系是公司全产业链经营模式的重要内容，目前该追溯体系可以实现从消费者至稻谷原粮种植田间全过程的信息追溯。苏垦米业自2008年起开始建设农产品质量追溯体系，截至2017年，苏垦米业大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积已达72.60万亩。

表 7：2015~2018.H1 苏垦米业大米产销情况

	单位：万吨、元/吨			
	2015	2016	2017	2018.H1
产量	23.89	24.14	23.62	11.53
销量	31.33	30.02	29.16	14.24
销售均价	3,853	3,714	3,937	4,005

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司民用米主要为中高档粳米，主要销往江浙沪区域，部分销往广东、福建等其他十余省市。公司建立了较好的大米销售渠道，民用米主要面向商超客户、批发市场客户、餐饮企业、学

校等客户，公司与苏果超市有限公司、浙江物美亿商超市有限公司、易初莲花超市以及杭州联华华商集团有限公司等建立了长期稳定的供货关系，并取得了南京市大部分主城区中小学食堂大米供应商资格。公司食品工业米主要面向米粉、膨化食品、啤酒以及白酒等食品工业客户，主要客户包括江苏洋河酒厂股份有限公司、旺旺集团有限公司、青岛啤酒股份有限公司等大客户，销售渠道稳定。2017年，米业前五大客户销售额占比27.65%，客户集中度较为稳定。另外，苏垦米业不仅销售自加工的大米，还根据市场需求情况直接对外采购后进行销售，2015~2017年及2018年1~6月，苏垦米业分别实现大米销量31.33万吨、30.02万吨、29.16万吨和14.24万吨，销售价格呈波动上升态势。

麦芽加工方面，公司引进了德国先进的塔式制麦设备，采用“二段浸麦-六层发芽-三层烘干”的先进技术，目前具备年产20万吨麦芽的生产能力。麦芽生产所需的啤麦原粮主要从澳大利亚、加拿大、法国等国家进口，另从公司内部农场少部分采购。2015~2017年，公司麦芽产销量在23万吨左右波动，产销率保持在90%以上；与此同时销售均价连续下滑，2018年1~6月，公司麦芽销售均价继续下滑至2,787元/吨。目前公司的主要客户是华润、百威、燕京啤酒、珠江啤酒等大型啤酒生产商，2017年前十大客户销售占比为41%。因麦芽产品毛利率较低，成本费用较高，加之库存积压导致原材料质量有所降低，公司麦芽加工业务处于持续亏损状态。2017年以来公司积极进行资源整合，消化库存，亏损规模同比大幅减少，2018年上半年，麦芽业务扭亏为盈，实现净利润354.50万元。

表 8：2015~2018.H1 苏垦麦芽的采购和产销情况

项目	2015	2016	2017	2018.H1
原粮采购量(万吨)	系统内	3.28	3.39	3.20
	系统外	25.63	16.00	34.41
原粮采购价格(元/吨)	系统内	1,939	1,734	1,865
	系统外	2,287	1,972	1,868
麦芽产量(万吨)	24.92	20.82	26.48	14.55
麦芽销量(万吨)	23.27	22.73	24.17	16.49
销售均价(元/吨)	3,140	3,009	2,867	2,787
销售收入(亿元)	7.31	6.84	6.93	4.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司大米加工业务已初步建成了具有先进水平的农产品质量追溯体系，成为国内外多家知名大型连锁超市和食品生产企业的主要大米供应商，竞争优势明显；同时，麦芽加工业务开始实现盈利，农副产品加工业务整体向好。

养殖业

公司养殖业主要包括水产养殖、奶牛养殖。其中水产养殖的主要产品包括大宗淡水鱼、对虾、龙虾、河蟹等，水产品销售直接在塘口销售给批发商。公司农场组织核心区进行水产养殖，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别实现水产品总产量 1.13 万吨、1.24 万吨、1.42 万吨和 0.54 万吨，同期分别实现销售收入 1.24 亿元、1.36 亿元、1.72 亿元和 0.59 亿元，业务规模逐年增大，发展态势良好。奶牛养殖以公司养殖场为主，农场组织职工小区养殖为辅，养殖规模呈增大态势，截至 2018 年 6 月末，公司奶牛存栏量达 5,888 头。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现牛奶产量 17,341 吨、22,716 吨、21,885 吨和 13,261 吨；同期分别实现牛奶销售收入 0.70 亿元、0.95 亿元、0.91 亿元和 0.48 亿元，公司奶牛养殖主要产品生鲜乳按协议价格销售给江苏三元双宝公司、南京卫岗乳业等，近年奶牛养殖业务整体发展较为稳定。

表 9：2015~2018.H1 公司养殖业概况

	2015	2016	2017	2018.H1
奶牛存栏量（头）	4,762	5,112	6,071	5,888
牛奶产量（吨）	17,341	22,716	21,885	13,261
牛奶销售收入（亿元）	0.70	0.95	0.91	0.48
养殖水面（万亩）	62,238	65,114	65,882	65,812
水产品总产量（万吨）	1.13	1.24	1.42	0.54
水产品销售收入（亿元）	1.24	1.36	1.72	0.59
收入合计（亿元）	1.94	2.31	2.63	1.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要从事水稻、小麦以及大麦等农作物的规模化、标准化种植和自产稻谷、小麦以及大麦等农产品及大米、种子等初加工产品销售，种子在生产加工过程中由于人为因素、技术因素或气候因素等可能造成种子水分、净度、发芽率、纯度不达标等种子质量问题；大米、稻谷以及小麦等其他产品会因生产基地遭受环境污染、质量管理工作出现纰漏、下游客户发生产品质量安全事件或其他突发事件导致公司产品质量问题；水产养殖及奶牛养殖产品亦存在由于不受控制因素导致食品安全问题产生的可能，中诚信证评将对公司面临的食品质量安全风险保持关注。

房地产

公司房地产板块业务主要由子公司江苏通宇房地产开发有限责任公司（以下简称“通宇房地产”）运营；另外，苏垦大厦的建设部分由子公司江苏农垦置业有限责任公司负责，苏垦大厦建成后将大部分为自用写字楼，少部分为租赁和酒店。作为公司的主业之一，在近年南京市房地产整体向好的背景下，房地产业务是公司的重要收入及利润来源之一，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别确认收入 15.77 亿元、18.41 亿元、9.56 亿元和 9.27 亿元，收入占比分别为 13.90%、16.71%、9.50%和 17.05%。

表 10：截至 2018 年 6 月末公司在售房地产项目情况

单位：亿元、万平方米

项目	项目总投资	截至 2018 年 6 月末已投入	可售建筑面积	已售建筑面积	已回笼资金
林景雅园	25.00	22.07	32.30	22.40	26.99
林景御园	7.80	7.70	5.60	5.27	9.20
林景熙园一期	12.00	10.37	12.60	12.47	21.82
林景熙园二期	7.50	5.17	5.70	-	-

新福地广场	2.00	1.19	2.59	-	-
R14007 地块	7.80	1.78	10.28	5.27	3.58
凤凰星城一期	3.84	3.84	8.30	8.24	5.73
凤凰星城二期	3.90	2.63	7.87	7.13	4.97
凤凰星城三期	3.87	1.77	9.40	8.52	6.28
凤凰星城四期	5.72	0.58	-	-	-
2014G58	17.00	11.06	17.16	-	-
2014G59	10.00	6.63	8.78	-	-
新浦路	9.00	4.94	10.12	0.15	1.15
2016G69	30.00	20.95	14.10	-	-
合计	145.43	100.70	144.80	69.45	79.72

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

通宇房地产具有房地产项目开发二级资质，在建项目主要是林景雅园、林景御园、林景熙园一期和二期、凤凰星城项目、新福地广场、R14007 项目等。从房地产展业区域来看，公司房产项目均集中江苏省内，并且基本布局在南京市，近年展业范围逐步外延至连云港、南通、无锡等地。虽然公司展业区域集中度较高，在政策等方面面临一定的集中度风险，但是公司深耕南京市场，对当地的土地供应、市场消费倾向等方面有较好的了解，形成了良好的市场口碑，有利于支撑公司房地产业务的稳定发展。

从在建房产项目的具体情况来看，1、林景雅园项目占地面积 520 亩，位于南京浦口区珠江镇市，背靠老山国家森林公园，第一阶段“林景雅园”公寓住宅工程规划开发总建筑面积 28.50 万平米，截至 2018 年 6 月末已基本销售完毕并已交付；第二阶段高档别墅区分二期开发，总建筑面积为 6.60 万平方米，截至 2018 年 6 月末一期已售罄，二期已开盘销售，截至 2018 年 6 月末林景雅园项目已回笼资金 26.99 亿元。2、林景御园项目位于南京市栖霞区经五路西侧，交通便利，生活配套设施完善；该项目占地面积 2.24 万平方米，总建筑面积为 7.50 万平方米，可售面积 5.60 万平方米，包括 3 幢住宅楼和 2 幢商业楼，截至 2018 年 6 月末已基本销售完毕并实现交付，已回笼资金 9.20 亿元。3、林景熙园一期和二期项目均位于南京市浦口区沿山大道南侧，背靠 10 万公顷老山森林公园；林景熙园一期项目为法式建筑风格，全部为 11 层小高层及部分沿街商业，占地面积 7.92 万平方米，建筑面积

21.19 万平方米，可售住宅面积 12.60 万平方米，于 2015 年 9 月开始销售，截至 2018 年 6 月末已售 12.47 万平方米，已回笼资金 21.82 亿元；林景熙园二期项目产品类型为 3F 的联排别墅及以 3F 为主、2F 为辅的双拼别墅，占地面积 5.95 万平方米，总建筑面积约 5.80 万平方米，可售面积为 5.70 万平方米，计划于 2019 年开始销售。4、新福地广场位于江苏省南通市，占地面积 2.16 万平方米，定位于以餐饮、休闲、娱乐为主的商业主题中心，总建筑面积 3.51 万平方米，可售面积为 2.59 万平方米；目前该项目正在申领预售许可证。5、凤凰星城项目位于连云港市海州区海宁东路南科苑路东，距连云港新市政府南 1.5 公里，总占地面积 18.35 万平米，地上建筑面积约 37 万平米；截至 2018 年 6 月末一期项目已销售交付 99%，已回笼资金 5.73 亿元，二期项目已销售交付 91%，已回笼资金 4.97 亿元，三期项目于 2017 年 11 月预售，截至 2018 年 6 月末已销售 8.52 万平方米，已回笼资金 6.28 亿元，预计 2019 年 9 月交付使用，四期项目正在申领工程规划许可证。6、R14007 地块项目位于苏通科技产业园江嘉路 33 号，总占地面积 8.09 万平方米，地上建筑面积 12.94 万平方米，由 29 幢四层带电梯联排别墅及 7 幢十八层高层组成，目前已领取预售证，截至 2018 年 6 月末已销售 5.27 万平方米，已回笼资金 3.58 亿元。7、新浦路项目位于南京市浦口区新浦路七号，紧靠南京长江隧道出口，总建筑面积为 9.49 万平方米，地上建筑面积为 7.27 万平方米；该项目于 2017 年末开始销售，截至 2018 年 6 月末已销售 0.15 万平方米，已回笼资金 1.15 亿元。此外，2014G59、

2014G58 及 2016G69 项目已经领取施工许可证，2014G59 和 2014G58 项目处于施工阶段，预计分别于 2018 年 9 月和 2019 年达到销售条件；2016G69 项目正处于施工招标阶段，预计于 2019 年完成建设并开始销售。

公司上述在建房地产项目预计总投资额 145.43 亿元，截至 2018 年 6 月末，已完成投资 100.70 亿元，尚需投资 44.73 亿元，面临一定的投资压力。公司预计 2018 年 7~12 月、2019 年及 2020 年分别实现销售 3.10 万平方米、6.60 万平方米和 7.90 万平方米，实现销售收入 8.70 亿元、20.00 亿元和 25.00 亿元。

土地储备方面，目前公司在手土地均处于开发状态，2017 年以来无新增土地储备，后续将根据南京市房地产政策及市场行情变动情况择机拿地。

总体来看，公司房地产项目集中于南京市浦口区，该片区于 2015 年 6 月 27 日获国务院批准设立为江北新区，是全国第 13 个、江苏省唯一的国家级新区，受益于此，公司房地产项目销售情况良好。需要关注的是，公司在建房地产项目仍有较大投资需求，未来仍存在一定资本支出压力，且在房地产严调控的背景下需对公司房地产项目未来的开发、销售以及资金回笼情况予以关注。

商业

公司商业板块主要由江苏省苏舜集团有限公司（以下简称“苏舜集团”）和江苏省农垦金属材料有限公司（以下简称“苏垦金属材料”）经营和管理，其中苏舜集团主要从事汽车贸易服务，苏垦金属材料主营建材和板材的贸易。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司商业板块分别实现收入 30.30 亿元、29.96 亿元、27.10 亿元和 11.59 亿元，系公司的第二大收入来源，但近年规模有所减小；同时，商业板块毛利率较低，利润贡献有限。

表11：2015~2018.H1公司商业板块收入构成情况

单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.H1
汽车服务	16.72	18.30	15.97	6.94
钢材贸易	6.90	7.14	7.03	2.38
其他	6.69	4.52	4.09	2.27
合计	30.30	29.96	27.10	11.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：其他主要包括服装及日用品批发、装饰材料销售等；上表中数据经四舍五入处理。

目前，苏舜集团已发展成为集整车销售、配件供应、维修服务、汽车装潢、汽车金融、汽车租赁、旧车交易、汽车油辅料生产、车友俱乐部和信息反馈于一体的现代汽车销售服务集团，综合实力位居南京汽车销售服务集团前三名。公司主要经营轿车、卡车和客车三大系列 7 个品牌，拥有汽车 4S 店 9 个，销售品牌主要包括上海大众系列、一汽大众系列（不含奥迪）、斯柯达系列、克莱斯勒系列、东风本田系列、东风悦达起亚系列及上汽荣威系列等。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月苏舜集团新车销售量分别为 11,560 辆、13,207 辆、10,917 辆和 4,610 辆，实现销售收入 14.95 亿元、16.57 亿元、14.47 亿元和 6.21 亿元。公司汽车销售中销售量最大的品牌是上海大众系列，2017 年销售量达 5,603 辆；同期前五大汽车品牌销售量为 10,677 辆，实现销售金额 14.26 亿元，销售占比达 98.52%。另外，公司的 4S 店也提供保养、维修以及保险、装潢、车贷等服务，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别实现维修服务收入 1.63 亿元、1.60 亿元、1.47 亿元和 0.73 亿元。

公司原拥有江苏省最大的旧机动车交易市场，为更好发展，2018 年公司将机动车交易市场搬迁至南京市玄武大道 719 号，目前营业大厅为 300 平方米，经营场地 58,600 平方米，场地内经纪人用房 76 间，拥有车位 1,300 个。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司旧车交易市场的成交量分别 27,622 辆、33,173 辆、22,430 辆和 7,882 辆；同期成交额分别为 16.32 亿元、19.65 亿元、13.23 亿元和 4.65 亿元，公司收取的中介交易费分别为 1,338.68 万元、1,296.31 万元、325.13 万元和 84.75 万元。其中，受交易价格下调及场地搬迁、交易量减少影响，

2017 年及 2018 年上半年成交量及交易费同比有所减少。公司汽车贸易服务业前期经营不佳并出现亏损情况，近年通过改善管理、减员增效，目前已开始实现盈利。

公司金属材料主要贸易品种为建材和板材，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月分别实现金属材料销量 32.79 万吨、29.68 万吨、20.58 万吨和 6.61 万吨；同期销售收入 6.90 亿元、7.14 亿元、7.03 亿元和 2.38 亿元。公司金属材料贸易在华东地区具有一定影响力，先后与北京中铁、中铁二十四局、上海建工、中建一局等多家大型建筑施工单位建立了稳定的合作关系，已逐渐成为南京钢材市场有较大影响力的钢材经销商，2017 年，公司金属材料贸易前五大客户销售占比为 20.07%。

表12：2015~2018.H1公司金属材料销售情况

单位：万吨、亿元

项目	2015	2016	2017	2018.H1
建材	销量	17.47	14.12	14.27
	销售收入	3.36	3.06	4.83
板材	销量	15.32	15.56	6.31
	销售收入	3.54	4.07	2.20
合计	销量	32.79	29.68	20.58
	销售收入	6.90	7.14	7.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

其他业务

公司其他业务包括工业及服务板块业务等。其中工业板块主要包括医药工业、机械工业和其他工业（场办工业）三个部分，机械工业主要由承德苏垦银河连杆股份有限公司（以下简称“苏垦银河”）经营，主要产品为乘用车、商用车发动机连杆，医药工业产品为药用氯化钠、氯化钾（聚维酮碘溶液按市场需求组织生产），其他工业主要为下属各个农场等单位开展的建筑施工、混凝土、食品加工、自来水生产等业务。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司工业板块分别实现收入为 8.08 亿元、3.92 亿元、3.72 亿元和 1.61 亿元，其中，2016 年转让苏垦银河股权失去对其控制权，公司不再将苏垦银河纳入合并报表范围致使该板块收入同比大幅下降 51.55%。服务业主要为商场出租业务、品牌代理、餐饮服务及仓储租赁等；2015~2017 年及 2018 年

1~6 月，公司服务业板块分别实现收入 3.65 亿元、2.59 亿元、2.86 亿元和 1.58 亿元。

土地整治新增耕地交易业务

另外，根据苏国土资发〔2014〕10 号文件，为落实耕地占补平衡制度，进一步加强和规范江苏省补充耕地指标易地调剂行为，江苏省国土资源厅、省财政厅制定了《江苏省补充耕地指标交易管理暂行办法》，要求在各市、县（市、区）人民政府落实耕地占补平衡责任、力争在实现本地区耕地占补平衡的基础上，为实现全省耕地占补平衡目标，通过公开搭建市场交易平台，制定市场交易规则，规范市场交易程序，实现补充耕地指标有序交易，向确实不能实现耕地占补平衡的地区异地有偿调剂补充耕地指标。2015 年，公司委托江苏省土地开发整理中心清查垦区耕地后备资源数量和分布情况，共涉及 17 个农场，调查确认的耕地后备资源面积为 14.70 万亩，公司将每年进行土地整治新增耕地指标并进行土地指标交易。

业务模式方面，公司结合垦区农场土地后备资源委托有资质的设计单位编制规划设计方案，省国土厅进行现场核查满足要求后进行立项批复，不满足要求继续调整方案重新申报；公司根据项目管理办法经总经理办公会、党委会、董事会等决策程序进行批复立项后进行项目实施前的准备工作，如施工图设计，成立项目法人、实施招投标；项目实施过程根据《项目管理办法》进行管理，委派监理、跟踪审计，进行决算审计；项目竣工后由公司组织验收，并请市县国土部门、省国土厅参与验收；验收通过后，向省国土厅申请新增耕地指标，确认后进入省耕地指标交易平台。省耕地指标交易平台每季度根据指标需求状况，匹配供应指标并进行交易，交易后由指标需求方和公司签订指标交易合同，依据合同，指标需求方将交易款项汇入省国土厅指标交易中心后由省国土厅指标交易中心统一拨付公司。2016~2017 年，公司分别完成土地整治新增耕地交易指标 0.27 万亩和 0.22 万亩，交易均价分别为 27.10 万元/亩和 25.17 万元/亩，公司已分别收到款项 1.99 亿元和 8.78 亿元。根据规划，公司未来预计每年将以交易均价 30 万元/亩完成土地

整治新增耕地指标交易 3,000 亩左右，预计每年收到相关款项 9.00 亿元左右。成本方面，该业务成本主要包括土地平整、田间道路及防护林建设等，2016 年和 2017 年合计金额仅为 0.70 亿元，该业务模式下公司可获得高利润回报。

投资业务

除经营农业、商业、房地产等主营业务以外，公司还对多家公司投资参股并取得了良好的投资收益，2015~2017 年公司分别取得投资收益 8.36 亿

元、9.08 亿元和 11.94 亿元，主要投资对象正大天晴、南京正大天晴制药有限公司、江苏正大丰海制药有限公司、江苏正大清江制药有限公司、江苏正大清江制药有限公司以及苏美达股份有限公司（以下简称“苏美达股份”）等经营状况良好，投资收益对公司利润形成良好补充。截至 2018 年 6 月末，公司对主要参股公司正大天晴和苏美达股份的持股比例分别为 33.50%和 13.92%。

表13：公司对主要投资对象投资情况

单位：万元

主要被投资单位	投资收益/现金红利			截至2017年末持股比例	截至2017年末投资余额
	2015	2016	2017		
江苏正大天晴药业股份有限公司	66,712.88	84,125.59	94,520.02	33.50%	207,105.03
南京正大天晴制药有限公司	3,733.25	4,594.86	5,391.15	14.60%	12,415.69
江苏正大丰海制药有限公司	1,082.87	1,173.15	993.75	15.68%	5,449.19
江苏正大清江制药有限公司	335.09	379.08	796.40	15.01%	2,142.03
江苏省新能源开发股份有限公司	-	-	500.00	5.00%	15,532.00
中新苏通科技产业园（南通）开发有限公司	620.00	410.00	350.00	10.00%	5,000.00
江苏苏美达集团公司	6,490.77	-	-	-	-
苏美达股份有限公司	-	-	982.52	13.92%	63,932.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

正大天晴是集科研、生产和销售为一体的创新型医药集团企业，其前身为成立于 1969 年的江苏生产建设兵团一师制药厂。目前正大天晴已发展成为国内知名的肝健康药物研发和生产基地，是国家重点高新技术企业、国家火炬计划连云港新医药产业基地重点骨干企业，2017 年位列中国医药工业信息中心评选发布的中国医药工业百强企业榜第 17 位。正大天晴在连云港建有三个生产基地，总占地面积 800 余亩，包括占地 160 亩的孵化基地，占地 200 多亩的原料药基地，占地 480 亩的制剂基地。正大天晴产品治疗领域涉及肝病、肿瘤、呼吸、感染、消化等多种疾病领域，拥有保肝降酶药、抗病毒药物、免疫调节药、抗肝纤维化药物、肝性脑病药物、脂肪肝药物、肝病辅助治疗贴剂以及护肝保健品等一系列产品，在细分市场上占有率较高。此外，其抗肿瘤产品和心脑血管药品亦有较强的市场竞争力。截至 2018 年 6 月末，正大天晴注册资本

为 69,000 万元，公司出资 23,115 万元，占比 33.5%，为第二大股东。同期，正大天晴药业资产总额为 132.14 亿元，负债总额为 67.60 亿元，所有者权益为 56.07 亿元；2017 年及 2018 年 1~6 月，正大天晴分别实现营业收入 132.78 亿元和 74.95 亿元，分别实现净利润 27.95 亿元和 12.83 亿元。近年来正大天晴分红比例约占其每年净利润的 40%，2015~2017 年，公司分别获得来自正大天晴的现金分红 3.69 亿元、6.16 亿元和 6.10 亿元。公司基本不参与正大天晴的经营管理，正大天晴集团未来将继续走创新与国际化发展之路，不断提高创新药、生物药和国际化比重。

江苏苏美达集团有限公司（以下简称“苏美达集团”）是中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”）的重要子公司，公司原持有苏美达集团 20%的股权。2015 年 12 月，在国机集团的筹划下，常林股份有限公司（现更名为苏美达股份有限公

司)与国机集团持有的苏美达集团 80%的股权进行资产置换,并向江苏农垦发行股份收购苏美达集团剩余 20%的股权;2018 年 3 月,常林股份有限公司证券简称变更为“苏美达”。目前,苏美达股份的主营业务由铲运机械(主要为装载机、挖掘装载机等)、道路机械(主要为平地机、压路机)等工程机械产品的生产与销售变更为贸易和服务业务,主要包括机电设备、纺织服装、动力工具、发电设备、船舶、光伏组件的研发、生产、贸易以及大宗商品贸易以及新能源工程和环境工程等。截至 2018 年 6 月末,苏美达股份资产总额为 424.76 亿元,负债总额为 354.67 亿元,所有者权益为 70.09 亿元;2017 年及 2018 年 1~6 月,苏美达股份分别实现营业收入 740.86 亿元和 395.70 亿元,分别实现净利润 10.97 亿元和 5.45 亿元。2016~2017 年,苏美达股份现金分红金额分别为 0.71 亿元和 0.55 亿元,占当期净利润的比重分别为 34.15%和 15.33%。由于苏美达股份收购苏美达集团资产时,置出资产是苏美达股份截至 2015 年 7 月 31 日经评估的全部资产及负债,置入资产是苏美达股份在本次交易中取得的资产,即苏美达集团 100%股权。在此过程中,公司对苏美达集团的投资性质未发生变化,交易主体未发生实质变化,故公司 2016 年度未确认相关收益,并以原对苏美达集团的账面价值与配套资金募集之和确认对苏美达股份的投资成本金额。2017 年,苏美达股份对公司的分红金额为 982.52 万元。

公司治理

治理结构

公司严格按照《公司法》等有关法律法规的要求,不断完善公司治理结构,强化内部管理,规范公司经营运作。根据《公司法》、《江苏省农垦集团有限公司章程》,公司不设股东会,由江苏省国资委行使股东会职权,同时设立董事会、监事会和经理层,形成决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司董事会由 7 名董事组成,其中外派董事 4 人,职工董事 1 人。董事每届任期 3 年,任期届满未及时更换委派,或者董事在任职期内提出辞职,未经出资人免职或职工代表大会更换的,该董事仍

应当依据法律、行政法规和公司章程的规定履行董事职务。董事会设董事长 1 人,由出资人在董事会成员中指定。董事会对出资人和履行出资人职责的机构负责。

公司依法设监事会,监事会由监事会主席、专职监事和 2 名职工监事共 6 名成员组成。监事会主席、专职监事由省国资委委派。职工监事由职工代表大会选举产生。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届 3 年,任期届满可连选连任。

公司设总经理一名,由董事会按规定权限和程序聘任或者解聘,总经理对董事会负责,总经理主持公司的生产经营管理工作。公司采取集团化管理模式,即由集团统一管理下属各分子公司,并明确产权人,明确各级管理机构的责、权、利,为实施科学管理提供组织保障。公司总部为最高管理机构,由办公室、计划财务部、投资发展部、农业发展部等职能部门组成。

内部管理

公司重视内部控制体系的建设,根据国家相关政策法规,公司结合行业特点和自身实际情况,制定并不断完善了一系列的内部控制制度。目前,公司已制定的内部控制制度涉及资金管理模式、预算管理制度、投资管理制度、子公司管理制度、安全生产管理制度等,覆盖了公司生产经营管理活动的各个层面和各个环节,促进了管理水平的提高。

资金和预算管理方面,公司制定了《江苏省农垦集团有限公司资金管理办法》,适用于公司本部及各级子公司。公司设立资金管理中心对公司资金实行“预算控制、大额监管、账户限额”的相对集中管理模式,公司与子公司之间的内部借贷、委托贷款、外部融资转贷款实行有偿占用的原则,资金中心的年度净收益按照归集资金积数适当返还给子公司,实现利益共享。公司还建立了全面预算管理体系,强化公司的财务与业务管理,根据《江苏省农垦集团有限公司对子公司管理制度》,并结合公司实际情况,制订《江苏省农垦集团有限公司预算管理制度》。预算管理包括预算的编制、审批、执行、调整、分析、考核及监督等环节,并建立由董事会、总经理办公会、归口管理部门和预算执行单

位构成的预算管理体系，确保了资金高效合理利用。

投资管理方面，为规范公司及子公司的投资行为，加强集团公司及子公司的投资管理，增进投资决策的科学化和民主化水平，防范投资决策失误和投资损失，提高投资效率和效果，公司制定了《江苏省农垦集团有限公司投资管理制度》。公司董事会是公司投资决策机构，下设战略与规划委员会，公司职能部门对投资实行归口管理。长期股权投资和固定资产投资由公司投资发展部负责管理；金融资产投资由公司计划财务部负责管理。公司和子公司应制定年度投资计划或投资预算。投资计划或投资预算应由企业经营班子集体讨论，科学决策，并按投资权限报告审批或备案。

对子公司管理方面，公司制定了《江苏省农垦集团有限公司对子公司管理制度》，用以加强对子公司的支持、指导和管理。集团公司对所属企业实行分级管理体制，对于子公司资金、大宗农资的采购等方面建立了扁平化的垂直管理控制体系；从制度层面规范了资金管理、预算管理、担保管理、投资管理、全面风险管理以及内部审计等事项所应遵循的原则；运营信息化、系统化的技术管理，使子公司各个生产环节建立在同一信息平台，发行人各项政策方针及信息反馈均能通过上述管理控制体系进行有效整合，确保了发行人下属分子公司业务的快速发展、业绩的稳步增长。

安全生产管理方面，为规范和加强垦区企业安全生产管理，公司制定了《江苏省农垦集团有限公司安全生产管理办法》。集团公司及企业分别成立以主要负责人为第一责任人的安全生产领导机构，负责组织、指导、管理、协调垦区和本单位的安全生产工作。设置安全监督管理部门，配备一定数量的专（兼）职安全生产管理人员，具体负责本单位的安全生产监管工作。集团公司设立安全生产委员会（简称安委会），成员由集团公司总经理及分管领导和各部门负责人组成。安委会下设办公室归口集团公司资产经营部。各层级单位全面负责本企业安全生产管理工作。

以上管理制度的出台和完善，使公司各级管理

人员履行计划、组织、领导、控制职能时有章可循，为提高经营效率、控制经营风险、维护资产安全完整提供了保障。

总体看，公司法人治理结构较健全，内部组织机构完善，管理制度较为健全，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

发展规划

根据公司发展规划及目标，在综合竞争实力方面，到 2020 年，公司将建设成为核心竞争力突出、社会影响广泛的大型国有现代农业投资集团，力争实现经营收入 130 亿元以上，利润总额 23 亿元以上，总资产规模 300 亿元以上。

在产业体系建设方面，到 2020 年，公司建立形成具有江苏农垦特色的现代产业体系，成为全国农业现代化建设的示范区，基本形成以现代农业为核心、多元协同支撑的新型产业布局，基本形成产业完整、链条齐全、效益突出的现代农业发展体系，在此基础上通过以融促产、以产兴融、产融结合、产融融合的方式构建形成具有江苏农垦特色的现代产业体系。具体来看，现代农业业务发展方面，到“十三五”末，打造以种植业为基础、种养加一体化为方向、林木园艺为延展、农业生产性服务业为特色的现代农业产业体系，突出种业与米业“双核”驱动、养殖与园艺“两翼”发展、研发与农资“两端”支撑、常规与高效“双向”发力的现代大农业经济体系，成为率先基本实现农业现代化的“龙头”和“窗口”。到 2020 年，苏垦农发营业收入突破 100 亿元，利润总额突破 10 亿元。医药健康业务发展方面，顺应健康发展趋势加强前瞻性研发创新，顺应医改政策优化研发、生产和营销体系建设，着力推动正大天晴从“一肝独大”向肝健康、抗肿瘤等治疗领域“两核多变”转变、从“聚焦国内”向“国内外协调发展”转变，到 2020 年营业总收入突破 200 亿元，利润总额 50 亿元。同时保持和扩大在肝健康领域的龙头地位，肿瘤、呼吸、抗感染等领域跻身全国五强之列，肿瘤及肿瘤辅助药领域收入占比达到

30%，呼吸及抗生素收入占比达到 10%。城镇开发业务发展方面，坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展策略，聚焦江北、深耕南京，促进房地产业务稳定发展。兼顾人力、物力、财力等平衡的情况下，在精选区域加强土地储备规模，打破以招拍挂为主要土地获取手段的传统方式，形成招拍挂、并购与合作、主题拿地、一二三级联动等多模式相结合的土地储备策略。系统梳理和充分利用公司内部资源，加快推进农场小城镇建设，发展特色小镇等，形成新的经济增长点。此外，除住宅地产外，公司将依托自身资源禀赋优势，尝试孵化商业地产、文旅休闲地产及产业地产等新型地产业务，构建多业务联动创新的商业模式，实现资金快速回笼和获取高利润水平的均衡。金融投资业务发展方面，将立足于服务公司产业发展，围绕现有产业生态圈及新兴产业进行投资，成为集投资、研发、咨询、管理于一体的产业投资平台；通过产业投资，拉长加粗既有产业链，打造新兴产业孵化平台，挖掘新的经济增长点。

改革创新方面，到 2020 年，公司基本确立资产经营+资本经营的双轮驱动发展模式，资产布局 and 结构更加优化，资产经营能力、资本运作能力成为公司核心竞争力。

目前公司主要板块业务处于快速发展阶段，未来投资和建设项目主要包括江苏林海农场五分场土地整治补充耕地项目、白马湖农场土地整治项目等土地整治新增耕地项目；林景雅园、林景御园、林景熙园一期二期、凤凰星城项目、苏垦大厦、新福地广场等房地产在建项目；公司百万亩农田改造建设项目、农业科学研究院建设、种业集团改扩建等拟建项目。截至 2018 年 6 月末，公司在建项目预计总投资额 160.18 亿元，已完成 108.07 亿元，尚需投资 52.11 亿元，资金来源主要为自有资金和外部融资，未来仍面临一定资本支出压力；拟建项目预计总投资逾 20 亿元，主要为苏垦农发首次公开发行募投项目。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会

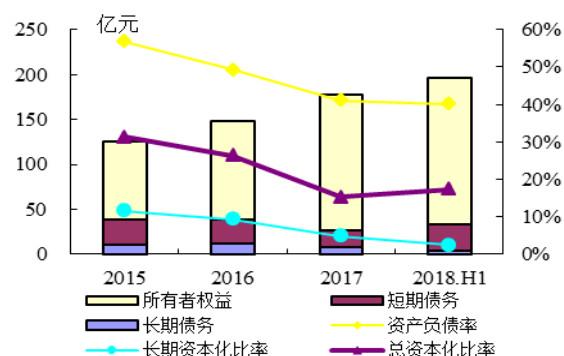
计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的 2015 年~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年半年度财务报表。

资本结构

近年来公司业务经营稳健，资产总额持续增长，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司资产总额分别为 198.07 亿元、215.84 亿元、255.66 亿元和 270.01 亿元，其中 2017 年苏垦农发完成 A 股上市，募集资金净额 22.88 亿元推动公司当期末总资产同比增加 18.44%；同期，负债总额分别为 112.37 亿元、106.36 亿元、105.07 亿元和 108.23 亿元。所有者权益方面，得益于历年利润的积累，加之股东投入及苏垦农发的 A 股上市，公司自有资本实力不断提升，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 85.70 亿元、109.49 亿元、150.58 亿元和 161.78 亿元。

近年，公司财务杠杆水平持续下降，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司资产负债率分别为 56.73%、49.27%、41.10%和 40.08%；同期，总资本化比率分别为 31.39%、26.35%、15.35%和 17.35%，财务杠杆水平较低。

图 5：2015~2018.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2015~2017 年末公司流动资产分别为 115.95 亿元、120.29 亿元和 146.68 亿元，占总资产的比重分别为 58.54%、55.73%和 57.38%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，截至 2017 年末，上述六项占流动资产比重分别为 18.85%、2.34%、2.51%、2.31%、57.98%和 15.85%。其中货币资金主要为银行存款，2018 年上半年公司

商品房销售回款增加，当年 6 月末货币资金较上年末增加 15.22%至 31.86 亿元，其中受限货币资金为 1.33 亿元，主要为保证金。应收账款主要由农产品及农副产品销售应收款、金属贸易应收款、应收售房款等组成，近年公司货款回收速度加快，应收账款整体规模呈下降趋势；截至 2017 年末，公司应收账款中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在 1 年以内的占比为 81.74%，1~2 年的占比为 6.12%，应收账款欠款金额前五名占比 27.01%，当期新增应收账款坏账准备 575.04 万元。预付账款主要是预付汽车购置费用、对外承包土地的土地承包费、房地产开发工程款等。其他应收款主要系南通经济开发区财政局借款、应收土地补偿款、各类工程款等，其中 2017 年末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中账龄 1 年以内的占比为 71.20%，1~2 年的占比 3.43%，其他应收款欠款金额前五名占比为 34.63%；2018 年 6 月末，公司其他应收款较上年末增加 97.19%至 6.67 亿元，主要由于公司为农场域内职工代垫社保及医疗保险增加，以及农业保险和各类保证金的增加。存货主要为苏垦农发的水稻、大小麦库存及购进的原材料和通宇房地产公司在建项目发生的开发支出等，随着房地产项目建设的推进，公司存货呈增长态势，2016 年通宇房地产增加土地储备致使当期末存货同比增加 15.87%；2017 年公司将闲置资金购买期限在 1 年以内的保本型理财产品，当期末其他流动资产由上年的 1.74 亿元大幅增加至 23.24 亿元。2015~2017 年末公司非流动资产分别为 82.12 亿元、95.56 亿元和 108.97 亿元，主要包括可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产。其中可供出售金融资产为可供出售权益工具，具体包括按公允价值计量的持有的云南西仪工业股份有限公司（以下简称“西仪股份”）和苏美达股份的股份和按成本计量的对江苏铁路投资发展有限公司、江苏省国际信托有限责任公司等的权益投资，随着公司对外投资的增加，近年可供出售金融资产连续增加；2017 年，公司将原计入长期股权投资的西仪股份和苏美达的股份转至可供出售金融资产核算，当期末可供出售金融资产同比增加 90.04%至 29.51 亿元。长期股

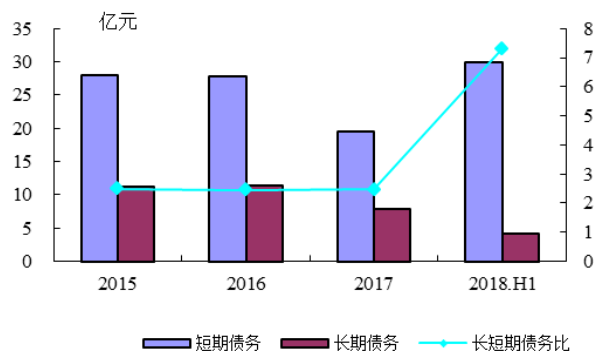
权投资主要系对联营或合营企业的投资，2016 年公司对正大天晴按权益法核算增加长期股权投资 8.41 亿元致使当期长期股权投资同比增加 46.57%至 29.99 亿元，2017 年公司将持有的西仪股份及苏美达股份调整至可供出售金融资产进行核算，当期末长期股权投资同比减少 10.00%。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备、运输设备及电子设备等组成，近年保持相对稳定。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 73.08 亿元、78.00 亿元和 74.72 亿元，占负债总额比重分别为 65.03%、73.34%和 71.11%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成，截至 2017 年末，上述四项占流动负债的比重分别为 18.13%、15.16%、10.15%和 36.66%。其中，短期借款主要为信用借款和保证借款，2018 年上半年为补充集团及下属子公司流动资金，公司期末短期借款较上年末增加 103.51%至 27.57 亿元；应付账款主要系应付商品房开发工程款和应付农资采购款；预收款项包括预收货款、售房款及土地承包费等，受售房款结转进度等因素影响有所波动；其他应付款包括各类保险金、专项经费、往来款以及土地指标、出让金返还及使用款等，2017 年公司通过省补充耕地交易平台向省国土资源厅提供补充耕地指标并收到大量补充耕地土地指标交易款，当年末其他应付款同比增加 44.41%至 27.39 亿元，其中补充耕地土地指标交易款余额 8.54 亿元，鉴于该资金的后续支出尚未完成，会计核算无法准确估计收入支出，待后续支出及税务口径明确后确认为收入。2015~2017 年末，公司非流动负债分别为 39.29 亿元、28.36 亿元和 30.35 亿元，主要为长期借款和专项应付款。2017 年农垦置业提前偿还项目贷款，当期末长期借款同比减少 30.78%；2018 年通宇房地产公司归还长期借款，当年 6 月末长期借款较上年末同比减少 47.97%至 4.09 亿元。专项应付款主要是应付土地补偿金和各类财政专项资金，受土地补偿金变动影响有所波动。

债务结构方面，2015~2017 年以及 2018 年 6 月末，公司总债务分别为 39.20 亿元、39.16 亿元、27.30

亿元和 33.96 亿元，其长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.50 倍、2.45 倍、2.47 倍和 7.31 倍，其中 2018 年上半年公司归还部分长期借款并大量增加短期借款，长短期债务比提升，债务期限结构有待改善。

图 6：2015~2018.H1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模稳步增长，自有资本实力不断增强，财务结构稳健；与此同时，公司债务主要为短期债务，债务期限结构有待改善。

盈利能力

近年公司经营稳定，2016 年与 2017 年分别受工业板块及房地产板块收入减少影响，业务规模有

所减小，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司分别实现营业收入 113.45 亿元、110.18 亿元、100.58 亿元和 54.38 亿元。从收入构成来看，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，农业板块作为第一大收入来源分别实现板块收入 51.63 亿元、50.61 亿元、53.36 亿元和 26.07 亿元；商业板块分别实现收入 30.30 亿元、29.96 亿元、27.10 亿元和 11.59 亿元，受场地搬迁、汽车交易量减少等因素影响，业务规模有所下滑；房地产板块分别确认收入 15.77 亿元、18.41 亿元、9.56 亿元和 9.27 亿元，主要系受结算进度影响，收入有所波动；工业板块分别实现收入 8.08 亿元、3.92 亿元、3.72 亿元和 1.61 亿元，其中 2016 年受合并报表范围减小影响，板块收入同比减少 51.55%。毛利率方面，公司主要板块毛利率均保持相对稳定，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司综合毛利率分别为 22.92%、23.93%、22.96%和 28.56%。2018 年 1~6 月，毛利率较高的房地产板块收入占比较上年提升 7.55 个百分点，当期综合毛利率较上年提升 5.60 个百分点。总体来看，公司综合毛利率保持相对稳定。

表 14：2015~2018.H1 公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2015		2016		2017		2018.H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农业	51.63	24.65	50.61	25.38	53.36	25.77	26.07	25.35
工业	8.08	15.39	3.92	14.73	3.72	14.56	1.61	16.88
商业	30.30	5.63	29.96	4.52	27.10	4.83	11.59	10.74
房地产	15.77	43.87	18.41	45.91	9.56	44.02	9.27	47.48
服务业	3.65	54.36	2.59	58.74	2.86	47.81	1.58	48.00
其他	4.02	35.58	4.69	34.45	3.98	48.17	4.26	52.75
合计	113.45	22.92	110.18	23.93	100.58	22.96	54.38	28.53

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2015~2017 年公司期间费用分别为 17.90 亿元、17.74 亿元和 16.53 亿元，同期三费收入占比分别为 15.78%、16.10%和 16.43%。公司子公司众多，管理费用较大，随着员工平均薪酬等的增长，将对公司期间费用控制能力提出更高要求。2018 年 1~6 月，公司期间费用为 7.05 亿元，同期三费收入占比为 12.96%。

表 15：2015~2018.H1 公司期间费用分析

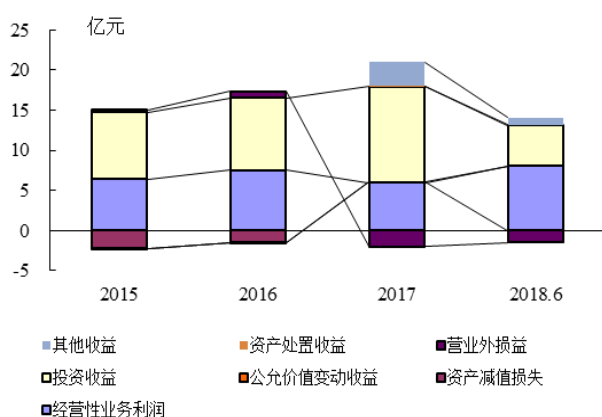
单位：亿元、%

	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	3.88	3.93	3.63	1.97
管理费用	12.75	13.20	12.23	4.66
财务费用	1.27	0.60	0.67	0.41
三费合计	17.90	17.74	16.53	7.05
营业总收入	113.45	110.18	100.58	54.38
三费收入占比	15.78	16.10	16.43	12.97

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2015~2017 年，公司利润总额分别为 12.79 亿元、15.90 亿元和 18.96 亿元，其中经营性业务利润分别为 6.40 亿元、7.49 亿元和 5.95 亿元；同期投资收益分别为 8.36 亿元、9.08 亿元和 11.94 亿元。2017 年，公司重要利润来源房地产板块收入减少，当期经营性业务利润同比减少 20.58%。得益于正大天晴等合营或联营企业的良好经营，公司权益法核算的长期股权投资收益近年持续增加，投资收益对公司利润形成良好补充。公司从事的农业主业能获得粮食、农资、良种补贴等各种政府补助，2015~2017 年公司分别获取计入当期损益或冲减相关成本的政府补助 2.18 亿元、2.72 亿元和 3.07 亿元；同时，公司下属农场仍承担部分社会职能，2015~2017 年营业外支出分别为 2.50 亿元、2.48 亿元和 2.77 亿元，主要由社会性支出构成。公司资产减值损失主要包括坏账损失和存货跌价损失，2015~2016 年分别为 2.22 亿元和 1.47 亿元，2017 年公司存货跌价准备部分转回，当期资产减值损失为-0.06 亿元。公司子公司江苏省农垦棉业有限公司股东、总经理白洪城于 2015 年 10 月 28 日失联至今，因其涉嫌挪用公款，南京市玄武区检察院正对其立案侦查中，公司对其经手的应收账款计提减值准备致使 2015 年坏账准备大幅增加，当期资产减值损失同比增加 391.55%至 2.22 亿元；存货跌价准备主要为库存商品和开发产品计提的跌价准备。2018 年 1~6 月，公司利润总额为 12.93 亿元，同比增加 30.72%，主要系房地产板块确认收入增加，同期经营性业务利润为 8.05 亿元。

图 7：2015~2018.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体来看，公司农业、商业等板块发展稳定，房地产板块受结算进度影响收入有所波动，各板块毛利率保持相对稳定，同时投资收益对公司利润形成良好补充，整体盈利能力较强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出及利润总额构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 18.48 亿元、21.48 亿元和 24.21 亿元。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2015~2017 年，总债务/EBITDA 分别为 2.12 倍、1.82 倍和 1.13 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 9.47 倍、10.57 倍和 14.40 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很好。

表 16：2015~2018.H1 公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.H1
短期债务（亿元）	27.99	27.81	19.45	29.87
长期债务（亿元）	11.21	11.35	7.86	4.09
长短期债务比（X）	2.50	2.45	2.47	7.31
总债务（亿元）	39.20	39.16	27.30	33.96
资产负债率（%）	56.73	49.27	41.10	40.08
总资本化比率（%）	31.39	26.35	15.35	17.35
经营性净现金流（亿元）	13.73	12.41	17.46	8.24
经营净现金流/总债务（X）	0.35	0.32	0.64	0.49
经营净现金流/利息支出（X）	7.03	6.11	10.38	-
EBITDA（亿元）	18.48	21.48	24.21	12.93
总债务/EBITDA（X）	2.12	1.82	1.13	1.31
EBITDA 利息倍数（X）	9.47	10.57	14.40	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，公司近年业务相对稳定，销售回款情况良好，在持续盈利经营的情况下，近三年经营性现金流均表现为净流入状态。2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 13.73 亿元、12.41 亿元和 17.46 亿元；同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.35 倍、0.32 倍和 0.64 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 7.03 倍、6.11 倍和 10.38 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较强。投资活动现金流方面，近年公司不断增加投资，扩大生产规模，投资活动现金流均呈现为净流出状态，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月投资活动

净现金流分别为-4.25 亿元、-7.50 亿元、-20.41 亿元和-9.97 亿元，其中 2017 年由于购买理财产品的投资支出增加影响，当期投资活动现金净流出规模同比大幅增加 171.97%。

受限资产方面，截至 2018 年 6 月末，公司无质押资产，抵押资产账面价值合计为 4.09 亿元，主要为土地及房产；同期末，货币资金中受限金额为 1.33 亿元。

财务弹性方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2018 年 6 月末，公司共获得银行授信总额 69.80 亿元，尚未使用授信额度为 38.14 亿元；同时，公司下属子公司苏垦农发于 2017 年完成 A 股上市，资本市场融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司对江苏省金象传动设备股份有限公司（公司持股比例 34.12%）担保金额 0.2 亿元，对苏舜集团、苏垦麦芽等子公司担保金额为 6.45 亿元，不存在其他对外担保情况。

总体来看，公司土地资源丰富，农业产业链完整，农业、房地产等板块发展稳定，股权投资业务的良好发展有效补充了公司利润，未来随着土地整治新增耕地交易业务的推进，较强的盈利能力有望得以保持；同时，公司融资渠道顺畅，财务结构稳健，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定江苏省农垦集团有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；评定“江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于江苏省农垦集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

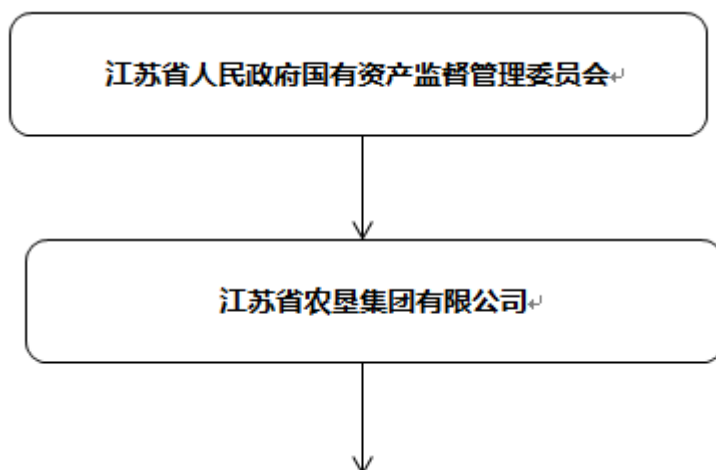
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：江苏省农垦集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月末）

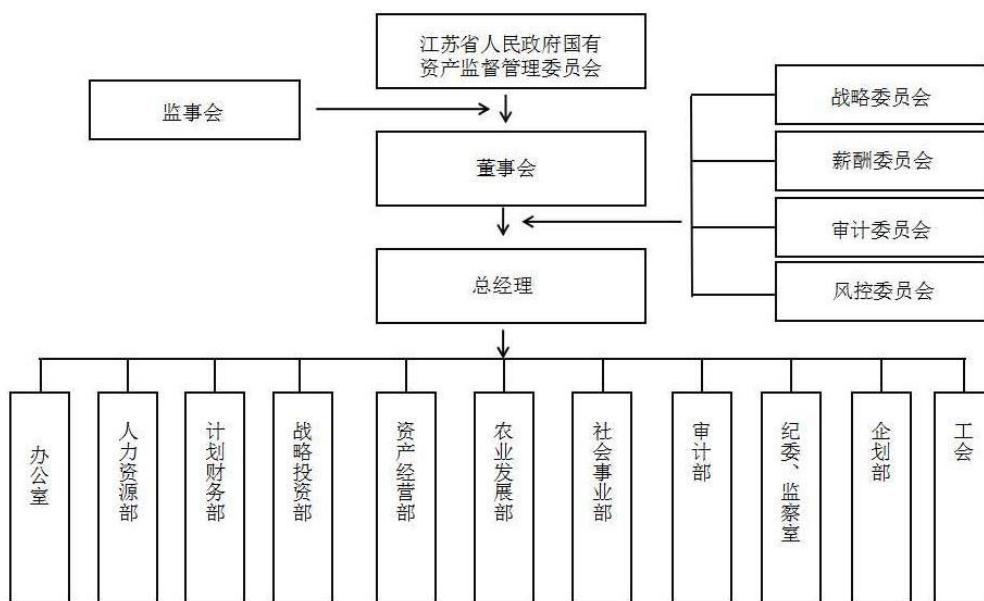


序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例 (%)	序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例 (%)
1	江苏省东辛农场有限公司	7,223.03	100	18	江苏省南通农场有限公司	100.00	100
2	江苏省云台农场有限公司	4,500.00	100	19	江苏农垦集团南通有限公司	10,000.00	100
3	江苏省岗埠农场有限公司	1,922.00	100	20	江苏通宇房地产开发有限责任公司	48,000.00	85
4	江苏省三河农场有限公司	966.30	100	21	江苏省农垦投资管理有限公司	28,589.78	100
5	江苏省宝应湖农场有限公司	903.00	100	22	江苏省勤奋药业有限公司	600.00	50.5
6	江苏省白马湖农场有限公司	1,794.96	100	23	南京中山大厦有限公司	8,809.71	100
7	江苏省复兴圩农场有限公司	600.00	100	24	江苏省农垦金桥贸易有限公司	2,860.00	100
8	江苏省黄海农场有限公司	4,607.93	100	25	江苏省苏舜集团有限公司	25,000.00	100
9	江苏省滨淮农场有限公司	977.49	100	26	江苏省农垦物业管理有限公司	1,000.00	100
10	江苏省淮海农场有限公司	1,843.95	100	27	江苏省农垦棉业有限公司	1,800.00	80
11	江苏省临海农场有限公司	3,290.12	100	28	江苏省农垦麦芽有限公司	49,500.00	100
12	江苏省新洋农场有限公司	5,151.16	100	29	江苏省农垦农业机械安全监理所	59.50	100
13	江苏省东坝头农场有限公司	580.00	100	30	江苏省农垦农业发展股份有限公司	106,000.00	67.84
14	江苏省新曹农场有限公司	1,642.00	100	31	连云港苏垦农友种苗有限公司	2,000.00	100
15	江苏省弶港农场有限公司	1,000.00	100	32	江苏农垦汤泉国际生态科技发展有限公司	10,000.00	80
16	江苏省海安农场有限公司	818.00	100	33	江苏省农垦金属材料有限公司	1,500.00	87.86
17	江苏省江心沙农场有限公司	1,000.00	100	34	江苏农垦置业有限责任公司	82,000.00	100

资料来源：公司提供

注：持股比例包含直接持股和间接持股

附二：江苏省农垦集团有限公司组织架构图（截至 2018 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：江苏省农垦集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	242,065.34	272,039.75	276,528.69	318,621.43
应收账款净额	106,546.81	42,513.25	34,326.51	67,705.31
存货净额	684,590.26	793,223.04	850,444.20	848,925.97
流动资产	1,159,507.93	1,202,893.56	1,466,847.75	1,602,906.87
长期投资	309,603.73	455,136.48	564,948.84	568,347.62
固定资产合计	438,665.59	435,730.87	461,211.97	466,765.64
总资产	1,980,691.89	2,158,445.08	2,556,556.30	2,700,096.93
短期债务	279,938.76	278,089.45	194,458.90	298,722.35
长期债务	112,104.16	113,536.16	78,584.56	40,884.56
总债务（短期债务+长期债务）	392,042.93	391,625.62	273,043.45	339,606.91
总负债	1,123,721.40	1,063,564.92	1,050,718.82	1,082,286.90
所有者权益（含少数股东权益）	856,970.49	1,094,880.15	1,505,837.48	1,617,810.03
营业总收入	1,134,506.45	1,101,821.85	1,005,844.10	543,817.14
三费前利润	242,989.11	252,230.76	224,730.87	150,985.89
投资收益	83,595.30	90,753.91	119,431.43	54,832.57
净利润	110,442.54	138,768.63	175,569.19	114,306.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	184,845.67	214,814.94	242,105.64	-
经营活动产生现金净流量	137,274.07	124,145.04	174,562.49	82,432.22
投资活动产生现金净流量	-42,547.12	-75,036.16	-204,074.79	-99,733.02
筹资活动产生现金净流量	-38,521.94	-19,137.58	34,001.25	59,393.53
现金及现金等价物净增加额	56,211.11	29,974.41	4,488.95	42,092.73
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	22.92	23.93	22.96	28.53
所有者权益收益率（%）	12.89	12.67	11.66	14.13*
EBITDA/营业总收入（%）	16.29	19.50	24.07	-
速动比率（X）	0.65	0.53	0.82	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.32	0.64	0.49*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.49	0.45	0.90	0.55*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.03	6.11	10.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.47	10.57	14.40	-
总债务/EBITDA（X）	2.12	1.82	1.13	-
资产负债率（%）	56.73	49.27	41.10	40.08
总资本化比率（%）	31.39	26.35	15.35	17.35
长期资本化比率（%）	11.57	9.40	4.96	2.46

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、加*指标均经年化处理；

3、“其他流动负债”中短期融资券计入短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。