

江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2960 号

江苏省农垦集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十七日

评级观点：中诚信国际维持江苏省农垦集团有限公司（以下简称“江苏农垦”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了收购金太阳粮油股份有限公司实现产业链进一步延伸和收入规模增长、投资收益持续对利润形成良好补充等优势；同时，充足的货币资金以及畅通的融资渠道等因素也对信用水平起到良好支撑。但中诚信国际也关注到公司多板块运营存在一定管理难度和经营风险、面临一定投资压力以及经营活动净现金流有所弱化等因素对其经营及整体信用水平的影响。

概况数据

江苏农垦（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	255.66	264.99	319.26	315.77
所有者权益合计（亿元）	150.58	163.72	182.83	185.19
总负债（亿元）	105.07	101.27	136.42	130.58
总债务（亿元）	27.30	32.51	51.05	49.82
营业总收入（亿元）	100.58	106.74	139.60	22.52
净利润（亿元）	17.56	19.51	21.25	3.68
EBIT（亿元）	19.88	23.43	25.22	--
EBITDA（亿元）	24.21	27.35	29.19	--
经营活动净现金流（亿元）	17.46	6.43	-8.21	-5.20
营业毛利率(%)	22.96	26.39	22.12	18.22
总资产收益率(%)	8.43	9.00	8.63	--
资产负债率(%)	41.10	38.22	42.73	41.35
总资本化比率(%)	15.35	16.57	21.83	21.20
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.19	1.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	14.40	16.00	7.35	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **收购金太阳粮油股份有限公司，产业链进一步延伸，收入规模增长。**2019 年，公司下属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”）收购金太阳粮油股份有限公司，受益于此食用油业务规模提升较多，带动营业总收入进一步增长，亦实现业务进一步多元化拓展，产业链一体化优势不断体现。

■ **投资收益持续对利润形成良好补充。**公司在发展主营业务的同时积极开展投资业务，其投资的医药企业在肝病药物研究领域具

备独特的优势，心脑血管和抗肿瘤产品亦有很强的竞争力，2019 年投资收益进一步增长，对利润形成良好补充。

■ **融资渠道畅通，备用流动性较为充足。**核心子公司苏垦农发为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 86.10 亿元，其中未使用额度 53.55 亿元，且 2019 年末货币资金能够完全覆盖短期债务，为债务偿还提供一定保障。

关注

■ **存在一定管理难度和经营风险。**公司业务领域跨度较大，涉及农业、工业等多个业务板块，且农业板块易受环境、气候变化等影响，管理难度较大，一定程度上增大了经营风险。

■ **面临一定的投资压力。**随着房地产业务的推进，截至 2020 年 3 月末，公司在建项目预计总投资 155.93 亿元，尚需投资 33.86 亿元，未来面临一定的投资压力。

■ **经营活动获现能力有所弱化。**受苏垦农发采购和库存增加以及地产业务支付土地款且回款放缓等影响，2019 年公司经营活动净现金流转为流出态势。

评级展望

中诚信国际认为，江苏省农垦集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**行业政策变动以及失去重要子公司控制权等对公司业务产生重大不利影响，导致主营板块收入和利润水平大幅下降，债务规模持续快速上升导致流动性压力等。

同行业比较

部分农垦企业主要指标对比表

公司名称	土地面积 (万亩)	2020 年 3 月末 资产总额 (亿元)	2020 年 3 月末 资产负债率 (%)	2019 年营业 总收入 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	2019 年经营活动 净现金流 (亿元)
云南农垦	45.22	191.34	77.91	247.72	0.59	7.03
甘肃农垦	825.00	189.63	55.14	60.62	0.61	-3.68
江苏农垦	179.25	315.77	41.35	139.60	21.25	-8.21

注：“云南农垦”为“云南农垦集团有限责任公司”简称；“甘肃农垦”为“甘肃省农垦集团有限责任公司”简称；

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
19 苏垦 01	AAA	AAA	5.00	5.00	2019/03/12~2022/03/12
20 苏垦 01	AAA	AAA	5.00	5.00	2020/04/28~2023/04/28

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”分别募集资金 5 亿元，均已用于偿还银行借款。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所

难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持

续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

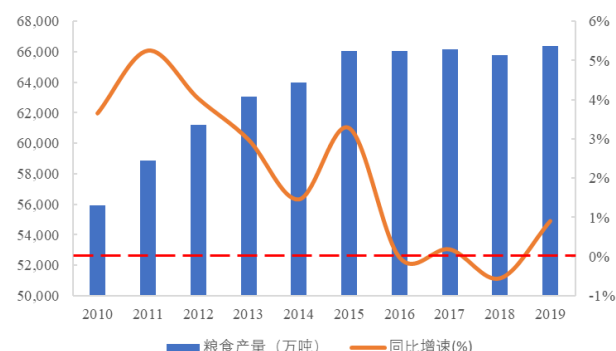
近期关注

2019年我国粮食产量基本保持稳定，原粮价格整体呈下降态势

耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素，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，截至2019年末，全国耕地面积为20.24亿亩，但人均耕地面积不足1.5亩，仅为世界人均耕地面积的40%，且受陡坡、瘠薄以及盐碱等多种因素影响，部分耕地质量不高。从气候条件上看，我国是一个严重缺水且水资源分布极不平衡、自然灾害频繁发生的国家，对中长期粮食安全构成一定的威胁。

产量方面，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，2019年全国粮食产量在种植结构调整优化基础上继续保持高位；根据国家统计局数据，当年粮食种植面积17.41亿亩，同比下降0.8%；粮食产量66,384万吨，同比增长0.9%，连续五年保持在65,000万吨以上。各省份深入推进农业供给侧结构性改革，调减库存较多的稻谷和玉米种植，扩大大豆种植，2019年豆类播种面积同比增长8.7%，农产品种植结构调整效果明显。粮食单产方面，受益于农业科技应用的推广，农业机械化水平进一步提高，单产水平整体呈增长态势。2019年，全国粮食单产达到381公斤/亩，同比增长1.8%。

图1：2000~2019年我国粮食总产量及增速情况（万吨）



资料来源：国家统计局

下游需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，但近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的50%以上；饲料用粮是国内第二大粮食用途，对畜产品需求量增加带动其需求量和占粮食消费总量比重稳步增长。

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占比保持90%左右。稻谷作为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%；受饲料用粮的大幅增加以及工业用玉米需求提升影响，玉米已成为我国第二大粮食消费品种；小麦在粮食消费总量中占比则呈下降趋势。粮食进口方面，根据海关总署初步统计数据显示，2019年我国谷物进口量为1,785万吨，同比减少12.9%；大豆进口量8,851万吨，同比增加0.5%，保持稳定。

粮食价格方面，我国粮食价格主要以政府的调控措施为基础形成，近年来我国逐步完善粮食等重要农产品价格形成机制。目前，粮食价格形成机制的改革方向是从单纯地制定最低收购价格和实行粮食的临时收储政策转向逐步实行目标价格制度。2015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呈波动下降态势，截至2020年6月末为136.30。

图 2：近年来全国原粮收购价格指数



资料来源：中国储备粮管理总公司

中诚信国际关注到，受益于农业机械化水平的提高以及现代化种植技术推广，近年来粮食产量保持稳定，原粮价格整体下降趋势。但国内粮食品种结构不平衡现象仍然存在，部分粮食作物进口依赖度较高。此外，2020 年初受疫情影响，市场购销恢复较为缓慢，加之物流运输受阻，市场供需阶段性偏紧，但国家启动政策性粮食库存拍卖以补充供应，各品种粮食价格仍较为稳定，但仍需关注农资运输等对作物交割的影响。

地方经济保持快速增长，为企业发展提供良好外部环境

江苏省综合经济实力一直位居全国前列，2019 年实现地区生产总值 99,631.5 亿元，比上年增长 6.1%，其中，第一、二、三产业分别增长 1.3%、5.9% 和 6.6%；全省人均生产总值 123,607 元，较上年增长 5.8%。江苏省持续优化产业结构，三次产业增加值比例由 2018 年的 4.5:44.5:51.0 调整为 2019 年的 4.3:44.4:51.3。固定资产投资方面，2019 年江苏省固定资产投资增速有所放缓，全年完成固定资产投资较上年增长 5.1%。

南京市作为江苏省省会、副省级城市，是江苏省政治、经济、科教和文化中心。南京市位于江苏省西南部，地处中国沿海开放地带与长江流域开发地带的交汇部，是长三角经济核心区的重要区域中心城市，也是国家重要的综合性交通枢纽和通信枢纽城市。南京市经济保持平稳发展，2019 年地区生产总值（GDP）为 14,030.15 亿元，同比增长 7.8%；

同期完成全社会固定资产投资较上年增长 8.0%。

2019 年子公司新增食用油加工业务，农业板块产业链完整度提升，板块规模进一步增长；公司土地面积同比略有下降，但储备仍然充足

公司农业板块运营主体为苏垦农发（证券代码：601952），以种植业、特别是大宗粮食种植为主，以养殖业为辅，目前已形成种业、种植、农产品加工全产业链；截至 2020 年 3 月末，公司直接持有苏垦农发 67.84% 的股权，无质押或冻结情况。

2019 年 3 月，苏垦农发使用募集资金 3.67 亿元，完成受让金太阳粮油股份有限公司（证券代码：837129，以下简称“金太阳粮油”）部分股权并认购非公开发行股份，截至当年末苏垦农发持有 51.25% 股权。金太阳粮油是集食用植物油研发、生产和销售为一体的农业产业化食用植物油企业，产品以葵花籽油、菜籽油、大豆油为主，具有“葵王”、“金太阳”、“地中海皇后”等多个品牌，销售客户包括大润发、农工商、苏果等连锁超市，销售区域分布在江苏、上海、浙江、湖北、山东、广东等，为中粮、恒大、中储粮等大型企业的 OEM 战略合作方，其一级葵花籽油为福临门、鲁花等品牌供应商。截至 2019 年末，金太阳粮油拥有超过 27 万吨的精炼产能、年灌装 30 万吨的灌装生产线及配套的注塑吹瓶生产线，并拥有独立的压榨生产线和浸出生产线。2019 年，金太阳粮油营业总收入和净利润分别为 21.10 亿元和 0.58 亿元。此次收购有利于公司丰富产品结构，进一步拓展产业链布局，提高食用油业务规模，通过对接苏垦农发已有销售网络发挥协同效应，中诚信国际也将对金太阳粮油未来经营、管理及业务协同情况保持关注。2019 年，公司将食用油业务收入计入农业板块，当年该板块收入规模大幅上升¹。

公司作为传统农垦企业，拥有垦区土地的使用权，下设 18 个农场均地处亚热带和暖温带的过渡地区，适宜农作物的生长和养殖业的发展。2019 年

¹ 2017~2018 年以及 2020 年一季度，公司将食用油业务收入计入工业板块收入。

由于农场主管权调整、合并范围农场减少使得耕地面积略有减少。

表 1：近年来公司土地情况（万亩）

	2017	2018	2019
土地总面积	180.81	180.74	179.25
其中：耕地	97.24	96.87	96.52
林地	30.79	29.84	29.93
河流水面	18.81	18.79	19.61

注：公司土地未进行资本化，目前正在对土地价值进行评估，未来上述土地纳入资产负债表后，资产规模将大幅增长。

资料来源：公司提供

根据苏垦农发 2020 年 7 月 10 日公告的 2020 年半年度业绩快报，上半年水稻、小麦等农产品实现丰收；疫情期间，其下属的江苏省农垦米业有限公司（以下简称“苏垦米业”）和金太阳粮油被江苏省发改委列入粮油重点保供企业名单。受上述因素影响，苏垦农发预计 2020 年上半年实现营业总收入 40.66 亿元，同比增长 31.88%；归属于上市公司股东的净利润 3.23 亿元，同比增长 37.91%。

2019 年主要农作物总种植面积保持稳定，亩均产出有所增加，销售收入有所上升

公司种植作物包括水稻、小麦、大麦等大宗粮食作物，以及蔬菜、水果等高效农业品种，种植业所需的杀虫剂、化肥等农业物资实行集中采购。公司基地种植目前采取统一经营和发包经营两种模式。对于需人工精耕细作的农业品种，公司主要采取发包经营，该模式种植面积占比维持在 10% 左右。

公司坚持现代化农业发展道路，截至 2020 年 3 月末，垦区农机总动力达 65 万千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到 98%，处于全国领先水平，机械化种植水平的不断上升大幅提高了种植效率，降低了平均种植成本。2019 年，主要农作物种植面积保持稳定；受益于较高的精细化种植及机械化水平，单位产量同比有所增加。

表 2：近年来公司主要农作物收获面积和产量情况（万亩、万吨）

面积	2017	2018	2019
水稻	101.54	106.20	106.97
小麦	98.47	103.92	102.69
大麦	2.81	2.40	1.73

合计	202.82	212.52	211.39
产量	2017	2018	2019
水稻	59.60	61.07	72.13
小麦	44.31	47.00	53.44
大麦	1.32	1.01	0.93
合计	105.23	109.08	126.50

资料来源：公司提供

公司统一经营的种植基地产出的水稻和小麦等粮食产品除部分对外销售外，主要用于自有大米和种子产品生产。2019 年水稻、小麦价格均有所下降，大麦价格有所提升，在总体产量上升的情况下，销售收入有所增加。

表 3：近年来公司主要农作物价格、收入情况（元/公斤、亿元）

价格	2017	2018	2019
水稻	2.95	2.54	2.39
小麦	2.31	2.31	2.18
大麦	2.02	1.98	2.10
收入	2017	2018	2019
水稻	8.28	9.77	9.13
小麦	6.83	8.44	10.15
大麦	0.24	0.18	0.16
合计	15.35	18.39	19.44

资料来源：公司提供

种子产量增长，但销售价格有所下降，收入增速放缓

公司的种子业务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、小麦和大麦等种子。大华种业具有较强的科技研发能力，每年承担多项国家和省级农作物新品种中间试验，与数家农业高等院校和科研院所建立了长期的合作关系。截至 2019 年末，其培育并通过审定的主要农作物品种 48 个、取得 18 项植物新品种权证书（不含受让取得）；截至 2020 年 3 月末，大华种业拥有种子生产能力 39.80 万吨/年，位列全国第四名。2019 年小麦种子与水稻种子产量同比均有所提升，但由于价格下降，销售收入增幅很小。

表 4：近年来公司种子产销情况（万吨、元/吨、亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	33.79	33.35	36.32	5.34
其中：水稻种子	9.40	8.87	9.03	5.28
麦种	24.34	24.30	27.26	--

其他种子	0.05	0.17	0.04	0.06
销量	36.08	35.34	37.60	3.63
销售均价	2,853.67	3,245.59	3,111.20	3,556.88
销售收入	10.30	11.47	11.70	1.29

资料来源：公司提供

公司持续加大品牌建设力度，现有“大华牌”水稻种子、小麦种子、大麦种子3个江苏省名牌产品。除了少部分自用以外，公司种子绝大部分对外销售，目前在省内外建立各类销售网点超过3,000个（县级总经销和乡镇经销商），已覆盖江苏省主要地区全部乡镇，在临近省份也建立了相应的网络体系，杂交水稻种子销往南方各主要产区，常规稻麦种子占江苏省市场份额的40%以上。

中诚信国际关注到，目前我国种业行业集中度和自主研发实力仍较弱，面临行业整合压力，加强自主研发和渠道建设将是大华种业未来发展的关键，中诚信国际将对此保持关注。

大米和麦芽为主的农副产品加工业务延伸了产业链条，提升了产品附加值，是公司农业收入和利润的重要支撑

公司的大米和麦芽产销分别由苏垦农发下属子公司苏垦米业和江苏省农垦麦芽有限公司（以下简称“苏垦麦芽”）负责。

苏垦米业生产所需的原粮全部从公司旗下的农场采购，公司统一协调种植与加工环节利润的平衡。苏垦米业建设了农产品质量追溯体系，截至2019年末大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积达82万亩，拥有生产线15条，年加工大米能力39.25万吨，是江苏省最大的大米加工企业之一。苏垦米业大米加工量较为稳定，产能利用率约60%。

表 5：近年来苏垦米业大米产销情况（万吨、元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	23.62	23.95	22.02	6.18
销量	29.16	28.31	24.86	6.78
库存	0.55	1.00	1.02	1.15
销售均价	3,937	3,978	3,862	3,800

资料来源：公司提供

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。公司民用米定位中高档粳米，2019年以来，受稻米供应充足影响，销售均价小幅下降。2019年，前五大客户的销售额占该板块销售额的比重为11.17%，客户集中度小幅下降。

麦芽加工方面，除销售自产麦芽外，公司也通过外部采购麦芽及委托外加工方式提高产销量。2019年以来，公司调整产品结构，高端麦芽比例增加，产销量有所下降，但销售均价有所回升。当年，前十大客户销售额占麦芽总收入比重的89.21%，客户稳定性很强。

表 6：近年来苏垦麦芽采购及产销情况（元/吨、万吨、亿元）

原粮采购价	2017	2018	2019	2020.1~3
系统内	1,865	2,118	2,100	--
系统外	1,868	2,011	2,320	2,127.39
原粮采购量	2017	2018	2019	2020.1~3
系统内	3.20	1.31	0.75	--
系统外	34.41	17.55	24.91	4.19
合计	37.61	18.86	25.66	4.19
产销情况	2017	2018	2019	2020.1~3
麦芽产量	26.48	27.04	23.19	4.95
麦芽销量	24.17	26.49	23.85	3.14
销售均价	2,867	2,817	3,306	3,513
销售收入	7.53	8.08	7.89	1.10

注：上表中产量包含对外委托加工部分。

资料来源：公司提供

养殖业收入略有提升，成为公司农业板块的有益补充

公司养殖业主要以下属各农场为运营主体，主要包括水产养殖和奶牛养殖，奶牛养殖以公司养殖场为主、农场组织职工小区养殖为辅。截至2020年3月末，拥有5个奶牛养殖小区（其中3个规模化国有牧场）。牛奶产品生鲜乳按协议价格销售给江苏三元双宝公司、南京卫岗乳业等客户。2019年受垦区部分民营奶牛养殖小区拆除影响奶牛存栏量同比有所下降，但受益于近年新建2个国有规模牧场产能逐渐释放，当年牛奶产量上升，销售收入有所增长。水产养殖主要产品包括大宗淡水鱼、鲢鱼、对虾、龙虾、河蟹等，通常直接在塘口销售给批发商。随着养殖规模的扩大，养殖业收入有所增长。

表 7：近年来公司养殖业概况（头、吨、亿元、万亩、万吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
奶牛存栏量	6,071	6,484	6,095	6,209
牛奶产量	21,885	24,700	30,178	8,059
牛奶销售收入	0.91	0.93	1.20	0.33
养殖水面	65,882	65,812	62,603	63,309
水产品总产量	5.70	5.73	5.75	2.30
水产品销售收入	7.71	7.80	7.85	3.13
收入合计	8.62	8.73	9.05	3.46

注：数据为全垦区统计口径。

资料来源：公司提供

受国家房地产调控及江北新区限价政策等因素影响，公司房地产业务因区域较为集中导致收入波动，国家房地产行业政策调控频繁导致未来项目开发及销售面临一定不确定性；在建项目尚需投资额较大，面临一定的投资压力

公司房地产业务主要以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”）为运营主体，项目分布在南京市江北新区、连云港市及南通市，受调控政策影响销售进度放缓、收入确认下降。

截至 2020 年 3 月末，公司房地产在建项目已完成投资 122.07 亿元，其中自有资金投资 62.07 亿元，借款 60.00 亿元，未来仍面临一定的投资压力。中诚信国际认为，国家房地产政策调控频繁，对项目开发和推盘进度产生较大影响，中诚信国际将对未来房地产项目建设资金统筹情况、去化情况以及资金回笼情况保持关注。

表 8：截至 2020 年 3 月末公司在建及在售房地产项目情况（亿元）

项目名称	业态	预计总投资	已完成投资	未完工项目未来投资计划		已实现回款
				2020.4~12	2021	
林景博园	混合住宅	30.00	23.66	1.50	1.50	--
林景雅园	混合住宅	25.00	25.30	0.90	0.80	31.02
林景紫园	混合住宅	17.00	13.69	1.30	1.50	--
林景熙园一期	混合住宅	14.00	12.68	8.00	0.52	22.85
林景兰园	混合住宅	10.00	8.23	0.80	0.50	5.35
新浦路	混合住宅	9.00	6.17	1.20	1.00	7.79
林景御园	混合住宅	7.80	7.80	0.00	0.00	9.28
江景瑞园	混合住宅	7.80	4.54	1.80	1.46	10.20
林景熙园二期	混合住宅	7.50	6.46	0.50	0.54	--
江景雅苑	混合住宅	6.50	2.60	2.30	1.51	--
凤凰新城四期	混合住宅	5.72	0.70	1.80	2.20	--
凤凰新城二期	混合住宅	3.90	3.30	0.03	--	5.27
凤凰新城三期	混合住宅	3.87	1.90	1.00	0.70	7.47
凤凰新城一期	混合住宅	3.84	3.84	0.00	0.00	5.60
新福地广场	商业	2.00	1.20	0.50	--	--
合计	--	153.93	122.07	21.63	12.23	104.83

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

土地储备方面，2019 年公司向南京市江北新区管委会规划与国土局购入 3.09 万平方米土地并已支付土地款 13.80 亿元，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进行开发。

公司适度拓展商业及工业多元化；受行业景气度下行及战略调整等影响，板块收入下降

公司商业板块主要包括汽车服务和钢材贸易。2020 年一季度受新冠疫情及汽车行业景气度下行

影响，该板块业务收入同比大幅下降。

表 9：近年来公司商业板块收入构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
汽车服务	18.33	17.29	18.40	2.33
钢材贸易	7.03	5.26	5.13	0.69
其他	1.73	2.22	0.94	1.26
合计	27.10	24.77	24.47	4.28

注：其他主要包括贸易、酒店、餐饮及物业服务等；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司汽车服务贸易以下属子公司江苏省苏舜集团有限公司（以下简称“苏舜公司”）为运营主体，主要经营轿车、卡车、客车三大系列，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，销售收入较为稳定。

表 10：近年来公司新车销量和收入情况（万辆、亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
新车销量	1.09	1.04	1.07	0.13
新车销售收入	14.47	13.19	14.78	1.74

资料来源：公司提供

公司汽车 4S 店提供汽车保养、维修及装潢等服务，对收入和盈利形成一定补充。此外，公司拥有江苏省最大的旧机动车交易市场，对市场内的旧车交易收取中介费用。

表 11：近年来公司旧机动车交易情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
成交额（亿元）	13.23	8.47	9.77	1.31
中介交易费收入（万元）	325.13	141.77	180.75	25.01

资料来源：公司提供

公司钢材贸易以江苏省农垦金属材料有限公司（以下简称“苏垦金材”）为运营平台，主要贸易产品为建材和板材，已逐渐成为在华东地区尤其是南京钢材市场具有一定影响力的钢材经销商。2019 年以来，受公司把控贸易企业风险、收缩相关业务规模并进行业务整合等因素影响，钢材贸易收入持续下滑。

公司工业板块主要包括医药工业和其他工业，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、电力等业务。

公司待交易土地指标充足，预计未来土地整治新增耕地交易指标有望为公司带来一定利润回报，但同时亦面临一定投资压力

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易地有偿调剂补充耕地指标。

2019 年，公司无土地整治新增耕地交易指标；截至 2020 年 3 月末待交易土地指标接近 4,000 亩，预计未来土地整治新增耕地交易指标有望为公司带来一定利润回报，但同时亦需一定投资支出，中诚信国际将对公司土地整治情况及土地交易政策保持关注。

财务分析

以下分析基于经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年财务报告，经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告及未经审计的 2020 年一季报。中诚信国际在分析时使用的数据均为审计报告期末数。

受合并金太阳粮油影响，2019 年公司营业总收入大幅提升，但导致农业板块毛利率下降，使得营业毛利率亦有所下降；受益于较高的投资收益，整体盈利能力保持较好水平

主要受下属子公司苏垦农发收购金太阳粮油且农业社会化服务规模同比大幅扩大等影响，2019 年公司营业总收入在农业板块带动下增幅较大，其他板块收入规模相对保持稳定；因报表审计过程中将部分苏垦农发的农资服务业务调整至服务业板块计量，2019 年服务业收入增加较多。同年，金太阳粮油较低的毛利率水平使得农业板块毛利率同比有所下降，该板块收入占比的提升导致营业毛利率同比有所下降。此外，以汽车服务、钢材贸易、酒店等为主的商业板块整体规模较小，毛利率受各

单一细分领域业务影响波动较大；2019年，公司将食用油业务调整至农业板块，当年工业板块毛利率提升较多。

表 12：近年来公司主要板块营业收入毛利率情况

营业收入（亿元）	2017	2018	2019	2020.1~3
农业	53.36	59.33	92.20	10.90
工业	3.72	3.08	2.74	4.59
商业	27.10	24.77	24.47	4.28
房地产	9.56	8.75	7.66	0.23
服务业	2.86	2.92	5.19	1.10
其他	3.98	7.87	7.34	1.42
营业总收入	100.58	106.74	139.60	22.52
毛利率(%)	2017	2018	2019	2020.1~3
农业	25.77	26.57	20.27	14.38
工业	14.56	12.76	60.98	10.65
商业	4.83	5.07	2.02	7.41
房地产	44.02	45.11	52.82	47.15
服务业	47.81	35.76	13.00	35.46
其他	48.17	73.20	72.40	87.97
营业毛利率	22.96	26.39	22.12	18.22

资料来源：公司提供

受合并范围扩大带来的经营规模上升、营业总收入增长的影响，公司期间费用总体有所增加，但期间费用率略有下降。具体来看，人员数量上升及用人成本的提高带来的薪酬支出增加，使得销售费用及管理费用中薪酬费用均有所增长；运输成本上升也带动了销售费用的增加；而有息债务的增加使得财务费用也有一定增长。

受毛利率下降及期间费用增长的影响，2019年公司经营性业务利润同比略有下降。公司所持长期股权及金融资产产生的投资收益对当期利润留存补充较大。公司主要参股公司为正大天晴药业集团股份有限公司（以下简称“正大天晴”），2020年3月末持股比例为33.50%，为第二大股东。正大天晴是国内最大的肝病用药生产基地之一，2019年权益法确认的投资收益达13.53亿元，收到的现金分红为7.74亿元，成为利润的良好补充。此外，2018年公司将下属农场管理费用调至营业外支出的社会性支出，2019年该部分支出同比有所增加。总体来看，2019年在经营性业务利润微降的情况下，公司投资收益的较大补充使得当期利润总额与净利润同比均有小幅增加。但公司并入金太阳粮油盈利情

况较其他板块略低，使得EBITDA利润率及总资产收益率均有一定幅度下降。2020年一季度，受疫情影响，公司营业总收入及净利润同比分别下降19.21%和45.65%。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	16.53	13.82	17.04	3.40
销售费用	3.63	3.89	4.84	0.96
管理费用	12.23	9.12	10.90	2.05
财务费用	0.67	0.81	1.31	0.39
期间费用率(%)	16.43	12.95	12.21	15.11
经营性业务利润	8.90	14.61	13.89	0.83
资产减值损失	-0.06	0.17	0.18	-0.05
投资收益	11.94	13.21	16.71	4.55
营业外损益	-2.05	-5.57	-6.84	-1.36
利润总额	18.96	22.20	23.67	4.08
净利润	17.56	19.51	21.25	3.68
EBITDA 利润率(%)	24.07	25.62	20.91	--
总资产收益率(%)	8.43	9.00	8.63	--

注：中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年受房地产经营规模扩大及收购金太阳粮油影响，公司总资产规模有所上升，负债及权益规模亦进一步增长；有息债务增加使得杠杆水平上升

2019年受收购金太阳粮油及房地产板块扩张的影响，当期末公司总资产规模有所上升，其中流动资产比重约为60%。对外净筹资增加使得货币资金继续保持充足状态，2019年末受限货币资金为1.53亿元，主要为保证金，受限比例较低。公司金融业务活动包括农产品期货交易、股权投资及证券投资，当期末持有期货、证券头寸均有所增加，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及可供出售金融资产账面价值均有所上升，可供出售金融资产中半数为股票基金，半数为持有待售非上市公司股权。随着2019年公司房地产项目开发推进使得开发成本有所上升，存货同比有所增加，固定资产也因在建工程转固及金太阳粮油纳入合并报表范围而有所增加。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	27.65	32.50	38.55	29.91
金融资产	--	16.00	20.95	20.58

存货	85.04	93.33	114.84	114.93
流动资产合计	146.68	160.61	193.10	187.20
可供出售金融资产	29.51	28.47	32.38	31.14
长期股权投资	26.99	31.89	38.16	40.62
固定资产	35.30	27.84	30.05	29.09
非流动资产合计	108.97	104.38	126.15	128.58
资产总计	255.66	264.99	319.26	315.77

注：“金融资产”为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末公司总负债和权益规模进一步上升，负债端增加主要受合并范围增大、房地产板块筹资增加以及公司新发行超短期融资券，权益端增长主要依靠公司自身经营的利润留存及上市公司少数股东权益的增加。2019 年末，公司以流动负债为主，其中主要为应付施工单位工程款、预收售房款、土地指标出让金返还及使用款等。从有息债务来看，公司总债务持续上升，以短期债务为主，截至 2020 年 3 月末短期债务占比 68.96%；但资本结构整体较优。此外，受债务规模增加影响，公司杠杆水平上升。

表 15：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	11.33	9.70	11.98	10.48
预收款项	7.58	13.48	22.27	23.61
其他应付款	27.39	22.71	26.23	26.28
流动负债合计	74.72	83.13	106.70	102.39
负债合计	105.07	101.27	136.42	130.58
短期债务	19.45	27.35	35.04	34.35
总债务	27.30	32.51	51.05	49.82
未分配利润	59.40	71.72	84.50	88.03
少数股东权益	18.42	20.13	23.60	23.73
所有者权益合计	150.58	163.72	182.83	185.19
资产负债率(%)	41.10	38.22	42.73	41.35
总资本化比率(%)	15.35	16.57	21.83	21.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受存货占款影响，2019 年公司经营活动现金流大幅净流出，无法覆盖当期债务本息；债务及利息支出有所上升，相关偿债指标有所弱化，但仍处于较好水平

受房地产板块支付土地款、销售回款放缓以及苏垦农发扩大生产和采购规模使得存货占款增加等影响，2019 年公司经营活动现金净流出 8.21 亿

元；固定资产投入及金融资产头寸增加使得当期公司投资活动净现金流小幅流出；除信用借款滚动外，公司新增超短期融资券，筹资活动现金流呈净流入状态。

2019 年经营活动净现金流无法覆盖债务本息。在债务增幅较大的情况下，EBITDA 对其覆盖能力有所下降，但维持较好水平。公司现金存量充足，能够为短期债务偿还提供一定支持。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	17.46	6.43	-8.21	-5.20
投资活动净现金流	-20.41	-2.17	-3.53	-2.32
筹资活动净现金流	3.40	0.40	16.44	-1.12
短期债务占比	71.22	84.13	68.65	68.96
EBITDA	24.21	27.35	29.19	24.21
经营活动净现金流/利息支出(X)	10.38	3.76	-2.07	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.64	0.20	-0.16	-0.42*
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.19	1.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	14.40	16.00	7.35	--

注：加*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

授信额度充足，股权融资渠道畅通，或有事项风险较小

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 86.10 亿元，其中未使用额度为 53.55 亿元；母公司共获得银行授信额度 51.90 亿元，未使用授信额度 36.10 亿元，财务弹性良好。此外，截至同期末，下属上市公司苏垦农发市值近 150 亿元，公司持股比例为 67.84%，股权融资渠道较为畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产中因司法冻结的合计 1,500 万元受限货币资金；合计 14.08 亿元房产土地用于银行贷款抵押，占总资产比重的 4.46%。

截至 2020 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，亦无对外担保，对下属子公司担保余额 7.60 亿元。

过往债务履约情况：根据企业提供的《征信报告》及相关资料，截至 2020 年 6 月 16 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本

金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

江苏省和南京市经济实力强，为公司发展提供良好的外部环境；公司作为江苏省国资委全资控股农垦企业，受惠于国家有关农业发展和农产品生产的各类税收优惠政策和政府补助

江苏省综合经济实力位居全国前列，地区生产总值逐年增长，产业结构持续优化。江苏省省会南京市是长三角经济核心区的重要区域中心城市，也是国家重要的综合性交通枢纽和通信枢纽城市，近年来经济保持平稳发展。整体来看，江苏省和南京市不断提升的经济实力能够为公司的的发展提供良好的外部环境。

公司主营板块农业和商贸业关系到国计民生和社会稳定，是国家重点支持和鼓励发展的行业，近几年政府出台了一系列政策鼓励农业和商贸等行业的发展，并且在税收优惠和政府补助方面提供了较强的支持。

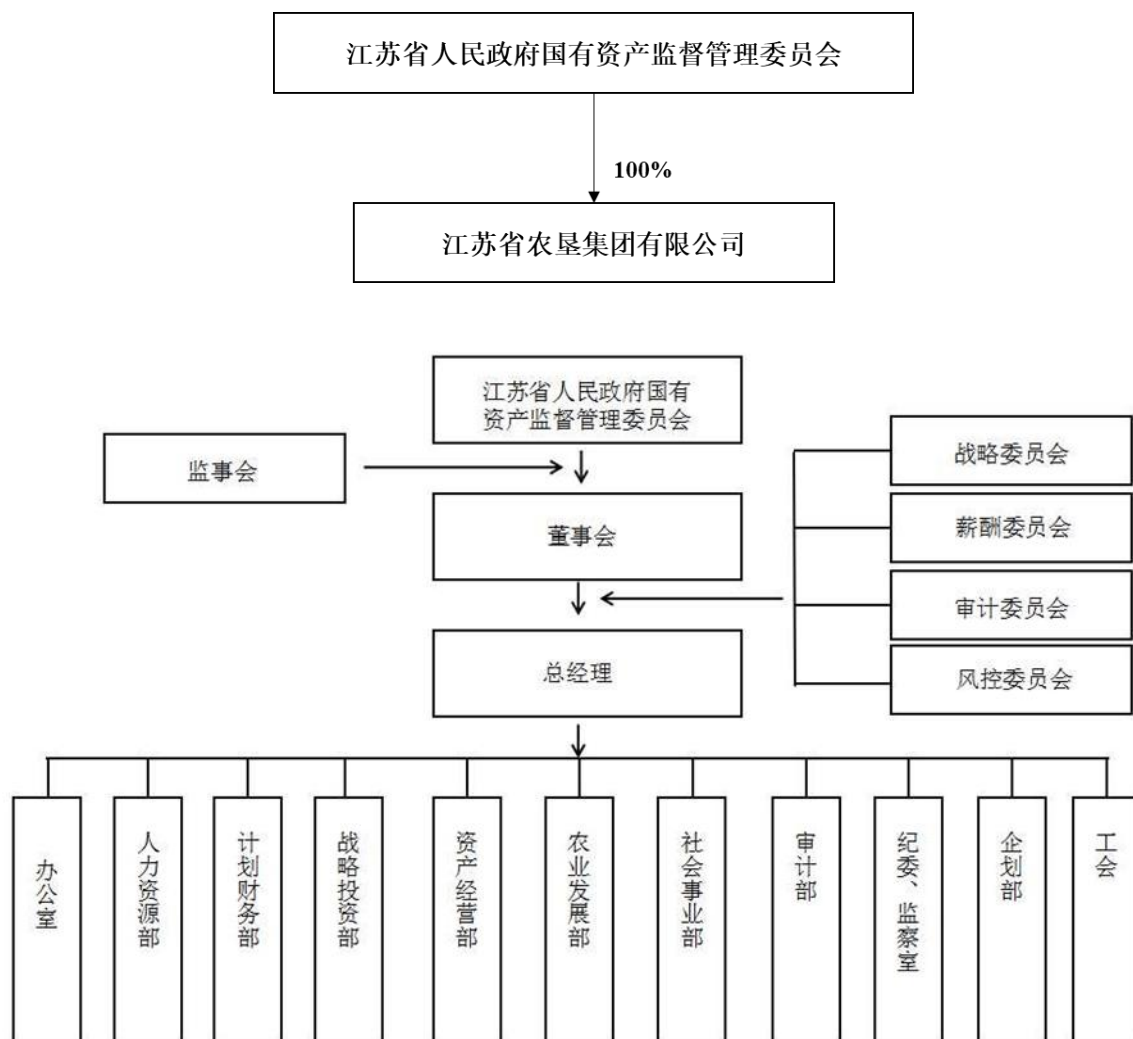
税收优惠方面，公司子公司从事农产品种植业务的利润免征企业所得税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》相关规定，农业生产者销售的自产农产品免征增值税，公司销售自产水稻、小麦以及大麦等农产品免征增值税。

政府补助方面，作为公司农业经营的主要实体，苏垦农发近年来多个建设项目和多项业务经营均享受政府直接的资金支持，2019年公司计入当期损益的政府补助为6,117.87万元，计入递延收益的政府补助新增3.16亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏省农垦集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19苏垦01”和“20苏垦01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：江苏省农垦集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏省农垦集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	276,528.69	324,952.56	385,519.63	299,054.64
应收账款净额	34,326.51	38,545.73	52,028.20	53,027.12
其他应收款	33,812.79	37,819.78	39,690.81	44,557.28
存货净额	850,444.20	933,256.15	1,148,380.82	1,149,325.74
长期投资	564,948.84	603,627.16	705,309.19	717,574.48
固定资产	352,952.68	278,442.98	300,501.55	290,926.66
在建工程	61,064.20	49,432.51	61,001.73	84,239.42
无形资产	48,796.15	48,589.74	54,114.51	53,619.42
总资产	2,556,556.30	2,649,918.94	3,192,565.66	3,157,727.37
其他应付款	273,890.97	227,053.10	262,325.77	262,838.40
短期债务	194,458.90	273,463.70	350,447.50	343,534.14
长期债务	78,584.56	51,604.26	160,039.31	154,648.36
总债务	273,043.45	325,067.95	510,486.81	498,182.50
净债务	-3,485.24	115.39	124,967.18	199,127.86
总负债	1,050,718.82	1,012,695.45	1,364,246.59	1,305,817.21
费用化利息支出	9,196.19	12,326.14	15,513.42	--
资本化利息支出	7,618.61	4,771.12	24,214.99	--
所有者权益合计	1,505,837.48	1,637,223.49	1,828,319.07	1,851,910.17
营业总收入	1,005,844.10	1,067,435.35	1,396,007.61	225,213.17
经营性业务利润	89,046.22	146,117.30	138,885.14	8,303.77
投资收益	119,431.43	132,136.37	167,149.41	45,522.82
净利润	175,569.19	195,138.36	212,546.82	36,786.56
EBIT	198,788.88	234,295.59	252,200.25	--
EBITDA	242,105.64	273,501.23	291,859.14	--
经营活动产生现金净流量	174,562.49	64,289.88	-82,132.60	-52,041.22
投资活动产生现金净流量	-204,074.79	-21,706.78	-35,339.45	-23,241.74
筹资活动产生现金净流量	34,001.25	4,037.81	164,359.23	-11,238.31
资本支出	69,918.78	72,032.13	90,497.80	24,629.98
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	22.96	26.39	22.12	18.22
期间费用率(%)	16.43	12.95	12.21	15.11
EBITDA 利润率(%)	24.07	25.62	20.91	--
总资产收益率(%)	8.43	9.00	8.63	--
净资产收益率(%)	13.50	12.42	12.27	8.00*
流动比率(X)	1.96	1.93	1.81	1.83
速动比率(X)	0.82	0.81	0.73	0.71
存货周转率(X)	0.94	0.88	1.04	0.64
应收账款周转率(X)	26.18	29.30	30.83	17.13
资产负债率(%)	41.10	38.22	42.73	41.35
总资本化比率(%)	15.35	16.57	21.83	21.20
短期债务/总债务(%)	71.22	84.13	68.65	68.96
经营活动净现金流/总债务(X)	0.64	0.20	-0.16	-0.42*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.90	0.24	-0.23	-0.61*
经营活动净现金流/利息支出(X)	10.38	3.76	-2.07	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	45.25	1.99	-26.65	--
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.19	1.75	--
EBITDA/短期债务(X)	1.25	1.00	0.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	14.40	16.00	7.35	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.82	13.70	6.35	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将“研发费用”计入“管理费用”；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出、
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。