

光明食品（集团）有限公司

2017 年公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2018)100337】

评级对象： 光明食品（集团）有限公司
2017 年公开发行公司债券（第一期）

17 光明 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 25 日

前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 28 日

首次评级： AAA/稳定/AAA/2017 年 3 月 9 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	35.12	23.86	23.58	22.85
刚性债务	303.21	263.31	310.61	326.05
所有者权益	322.94	361.46	386.94	385.24
经营性现金净流量	-54.21	41.54	-8.08	-13.01
合并口径数据及指标：				
总资产	2,374.74	2,419.30	2,459.59	2,530.94
总负债	1,681.09	1,643.11	1,574.93	1,641.44
刚性债务	1,008.28	927.31	860.04	927.49
所有者权益	693.65	776.19	884.66	889.50
营业总收入	1,475.55	1,558.55	1,611.61	343.68
净利润	18.57	26.51	33.17	6.13
经营性现金净流量	43.73	180.73	87.79	-28.63
EBITDA	99.74	112.10	127.70	—
资产负债率[%]	70.79	67.92	64.03	64.86
权益资本与刚性债务 比率[%]	68.80	83.70	102.86	95.90
流动比率[%]	114.54	122.26	121.13	124.19
现金比率[%]	30.99	34.63	33.18	32.23
利息保障倍数[倍]	1.20	1.62	2.50	—
净资产收益率[%]	3.12	3.61	3.99	—
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	4.77	17.70	8.91	—
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	-1.07	8.86	5.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.93	2.60	3.97	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.14	—

注：根据光明食品集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

王琳璩 wlc@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对光明食品（集团）有限公司（简称“光明食品集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 17 光明 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来光明食品集团在业务开展环境、主业竞争优势及财务实力等方面保持的优势，同时也反映了公司在食品安全、零售业务转型、房地产业务及债务负担等方面继续面临压力。

主要优势：

- **业务多元化。**光明食品集团主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，且主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。
- **农业的政策环境较好。**光明食品集团是上海市从事农业产业化经营的主要企业之一，各级政府对农业扶持力度大。国家支持农业产业化龙头企业发展的政策也有利于公司现代农业业务的发展。
- **主业竞争优势明显。**光明食品集团食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务的区域竞争优势明显。
- **财务实力强。**光明食品集团拥有雄厚的权益资本实力、充裕的货币资金存量和丰富的可变现金融资产，能对即期债务的偿付提供有力的保障。

主要风险：

食品质量安全压力。光明食品集团的食品加工及现代农业等业务涉及环节众多，若其中某环节出现质量问题可能会对公司的相关业务产

本报告表述了新世纪评级对光明食品集团及其发行的 17 光明 01 的评级观点，并非引导投资者买卖或持有光明食品集团发行的金融产品或债权人向光明食品集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由光明食品集团提供，所引用资料的真实性由光明食品集团负责。

生不利影响。

- **部分业务受电商冲击较大。**实体零售消费低迷，光明食品集团传统分销代理、连锁商贸等业务受电商冲击较大，业态转型相对滞后。
- **房地产业务风险。**光明食品集团房地产业务投资规模较大，且三四线城市布局项目体量较大，面临的市场风险大。
- **海外投资及整合风险。**近年来光明食品集团相继完成多起海外并购，且集团本部及子公司面临资产划入、重组和并购等事项，存在较大海外投资及整合风险。
- **刚性债务压力较重。**近年来光明食品集团业务运营及扩张对债务融资的依赖度高，刚性债务规模较大，偿债压力较重。
- **国资改革影响。**近年上海市国资委积极推动国资改革，改革方案及细则的落实或将对光明食品集团治理结构、运营、战略及风险管控产生较大影响。

➤ 未来展望

通过对光明食品集团及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



光明食品（集团）有限公司
2017 年公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照光明食品（集团）有限公司（简称“光明食品集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）2017 年公开发行公司债券（第一期）（简称“17 光明 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据光明食品集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对光明食品集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2017 年，经中国证券监督管理委员会证监许可【2017】452 号文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行总额不超过人民币 100 亿元的公司债券。光明食品集团于 2017 年 4 月面向合格投资者公开发行面值总额 30 亿元的第一期公司债券，发行时票面利率为 4.55%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。该债券于 2017 年 5 月 8 日起在上交所挂牌交易，债券简称为“17 光明 01”，上市代码为 143085。该期债券募集资金在扣除发行费用后用于偿还银行间债务融资工具，截至 2017 年末，募集资金已按照约定使用。

该公司于 2009 年起先后发行了多期（超）短期融资券、中期票据及公司债券等。此外，公司子公司农工商房地产（集团）股份有限公司（简称“农房集团”）¹于 2012 年 10 月发行了面值为 13 亿元的“12 农房债”、光明房地产集团股份有限公司（简称“光明地产”）于 2016 年和 2017 年发行面值为 10 亿元的“16 光明房产 MTN001”、面值为 10 亿元的“16 光明地产 MTN002”和面值为 15 亿元的“17 光明地产 MTN001”，以上四期债券均由公司提供担保。2018 年 2 月，光明地产发行“光明地产大厦资产支持专项计划”，公司本部于当年 3-4 月发行多期超短期融资券。截至 2018 年 5 月末，公司及下属子公司尚有本金合计 293.80 亿元的人民币债务融资工具及 12 亿欧元的欧元债券仍处于存续期。

¹ 2015 年 7 月 15 日，农工商房地产（集团）股份有限公司更名为农工商房地产（集团）有限公司。

图表 1. 公司存续期债务融资工具概况（截至 2018 年 5 月末）

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间
17 光明 MTN001	30.00	3 年	4.72	2017 年 4 月	2020 年 4 月
17 光明 01	30.00	(3+2) 年	4.55	2017 年 4 月	2022 年 4 月
18 光明 SCP005	20.00	90 天	4.15	2018 年 4 月	2018 年 7 月
18 光明 SCP004	20.00	90 天	4.15	2018 年 4 月	2018 年 7 月
18 光明 SCP003	20.00	90 天	4.17	2018 年 4 月	2018 年 7 月
18 光明 SCP002	10.00	90 天	4.25	2018 年 3 月	2018 年 6 月
16 光明 MTN003	20.00	3 年	3.70	2016 年 12 月	2019 年 12 月
16 光明 MTN002	20.00	3 年	3.33	2016 年 11 月	2019 年 11 月
16 光明 MTN001	20.00	3 年	3.45	2016 年 4 月	2019 年 5 月
15 光明 MTN003	20.00	3 年	3.28	2015 年 12 月	2018 年 12 月
15 光明 MTN002	20.00	3 年	3.68	2015 年 10 月	2018 年 10 月
15 光明 MTN001	20.00	3 年	3.97	2015 年 8 月	2018 年 8 月
17 光明地产 MTN001	15.00	(3+2) 年	5.15	2017 年 8 月	2022 年 8 月
16 光明房产 MTN001	10.00	(3+2) 年	3.44	2016 年 7 月	2021 年 7 月
16 光明地产 MTN002	10.00	(3+2) 年	3.35	2016 年 9 月	2021 年 9 月
欧元债	4 (亿欧元)	3 年	1.73	2016 年 6 月	2019 年 6 月
欧元债	8 (亿欧元)	3 年	1.125	2017 年 7 月	2020 年 7 月
18 光明 A	3.62	21 年	5.99	2018 年 2 月	2039 年 2 月
18 光明 B	4.98	21 年	6.48	2018 年 2 月	2039 年 2 月
18 光明 C	0.20	21 年	6.99	2018 年 2 月	2039 年 2 月

资料来源：光明食品集团、Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩

表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继续美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进

稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

该公司主业涉及农业、食品行业、零售行业及房地产行业等多个业务领域。多年来公司在农业、食品行业多细分领域及零售等行业保持了较突出的区域市场地位。

A. 现代农业

国家支持农业产业化龙头企业发展，该公司作为上海市农业产业化龙头企业之一，能够获得支持；加之上海市农产品需求量大而自给率低，公司后续农业生产相关业务发展空间仍较大。

在农业水利设施、农用机械等装备水平不断提高的推动下，我国粮食供应相对较充足，粮食库存消费比远高于国际警戒线。2015-2017 年全国全年粮食播种面积分别为 11.33 万公顷、11.30 万公顷及 11.22 万公顷，近年来各地针对粮食品种的供需矛盾，主动优化农业生产结构和区域布局，调减库存较多的玉米种植，我国粮食播种面积有所减少。同期，全国全年粮食产量分别为 62143.00 万吨、61623.90 万吨及 61790.70 万吨，年同比增幅分别为 2.37%、-0.8%及 0.3%。其中，2016 年主要受农业生产结构和区域布局优化、玉米等高产作物种植面积减少以及全国农业气象灾害较上年偏重的影响，当年全国粮食产量打破了连续 12 年的增长态势出现下滑。2017 年农业种植结构继续优化，玉米总产量有所减少，豆类产量有所增加。到 2017 年，我国粮食产量已连续六年稳定在 6 亿吨以上。在粮食价格方面，2015-2017 年，全国居民粮食消费价格涨幅分别为 2.01%、0.53%和 1.50%。2017 年从主要农产品价格趋势看，由于供需较为平衡，粳稻价格整体较为平稳，小麦价格整体较上年有所提升，年中价格波动较大主要受每年的季节性影响。2017 年以来，玉米供应量有所下降，对玉米价格形成一定支撑。我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，2017 年以来，国内大豆供需较为平衡，在国家政策推动下种植面积有所增加，价格较 2016 年三四季度变化不大。

在行业政策方面，国务院明确了包括 15.6 亿亩基本农田在内的 18 亿亩耕地红线，以防止耕地面积因城市化减少。《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020 年）》还提出了到 2020 年全国通过土地整理复开垦开发补充耕地不低于 5500 万亩的目标。2016 年，国务院发布《全国农业现代化规划（2016

—2020 年)》，在推进农业结构调整、增强粮食等重要农产品安全保障能力、提高技术装备和信息化水平等多个方面制定了预期性和约束性指标，要求到 2020 年我国粮食（谷物）综合生产能力由 2015 年的 5 亿吨上升至 5.5 亿吨，小麦稻谷自给率维持 100%，耕地保有量维持 18.65 亿亩；玉米种植面积预期从 2015 年的 5.7 亿亩下降至 5 亿亩，大豆种植面积从 2015 年的 0.98 亿亩上升至 1.4 亿亩。2017 年，“2017 年中央一号文件”及《2017 年种植业工作要点》，强调以“稳产能、调结构、转方式”为基础推进农业供给侧结构性改革，持续推动种植业的发展。2018 年，国家将持续深化农业结构性改革。

近年来上海市农业总产值有所下降，农业总产值中种植业产值、渔业及畜牧业产值占比较高。从粮食生产状况看，2015-2017 年，上海市粮食播种面积分别为 16.19 万公顷、14.01 万公顷及 11.87 万公顷，粮食产量分别为 112.10 万吨、99.55 万吨及 89.16 万吨。2017 年末上海市常住人口总数为 2418.33 万人，按人均每天 0.3 千克计算，上海市 2017 年自产粮食仅可满足常住人口粮食需求的 33.67%，粮食自给率低。该公司作为上海市农业产业化龙头之一，现代农业仍有较大发展空间。

图表 2. 近年来全国及上海市农业情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
全国粮食产量（万吨）	60193.50	60710.00	62143.00	61623.90	61790.70
上海农业总产值（亿元）	325.37	322.07	287.84	286.27	260.02
其中：种植业	174.56	171.04	145.90	149.14	140.42
渔业	61.55	60.50	54.49	52.57	53.53
畜牧业	67.65	70.03	64.23	60.71	39.87

资料来源：国家统计局、上海统计局

B. 食品行业

近年来，得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进，我国食品行业规模保持持续增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷等影响，增速有所放缓。食品行业门类较多，产业链条较长，市场规模大，但企业数量多、规模小且以民营企业为主，市场竞争激烈，行业集中度不高。整体看，行业经营环境和运营质量较好。

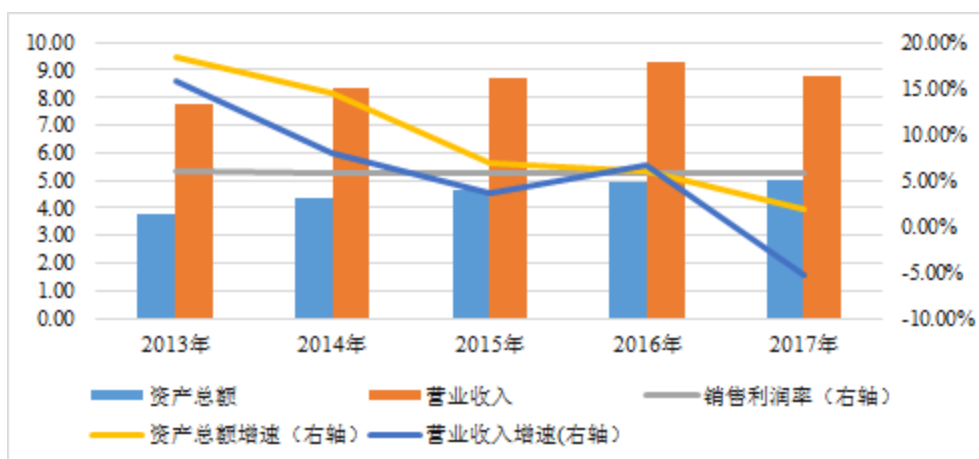
食品行业作为生产和提供生活必须品的行业，具有刚性消费需求和重复消费的特征，属于弱经济周期行业，其发展状况与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好紧密相连。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，食品行业经营规模保持了持续增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷、政府对“三公”消费进行限制等影响，增速有所放缓，截至 2017 年末，我国食品行业资产总额为 5.01 万亿元，较上年末增长 1.95%，增速下降 3.98 个百分点。在收入方面，2017 年行业收入较上年下降 5.41%至 8.76 万亿元。从盈利状况看，我国食品行业近年来利润率保持在 5.8%左右。

食品行业门类多，产业链条长，包含上游农林牧渔和下游食品加工等子行

业，但由于行业单位投资成本一般较低，品牌众多且产品具有同质化特征，行业进入门槛低，造成国内食品企业数量多且以民营企业为主、市场竞争程度较高、行业整体集中度不高。目前大中型企业偏少，规模化、集约化水平低，小、微型企业和小作坊仍然占全行业的 90% 以上。食品行业企业主要竞争力体现为品牌实力、产品质量和产品研发能力，良好品牌的企业往往具有良好的信誉，其产品质量获得认可，企业在供销环节的议价能力和账款结算等方面也更容易具有一定优势。此外，产品多样性及是否能够满足市场需求也是企业竞争力的重要体现。品牌和技术的累积对企业的资本实力和融资能力也提出了一定的要求。食品行业资本需求量相对较小且经营周转较快，整体负债经营程度不高。2017 年末行业整体资产负债率为 48.62%，较上年末上升 0.60 个百分点；2017 年行业财务费用为 638.70 亿元，同比下降 8.56%。

整体看，我国食品行业运行保持平稳，行业经营环境和运营质量较好，受庞大人口基数支撑、居民可支配收入不断增加，行业需求基本稳定，信用质量能够维持稳定，但是细分行业信用质量变化情况不尽相同，农林牧渔行业受气候、供求关系变化影响周期性较强，企业盈利能力波动大，而食品加工行业需求较为稳定，行业信用质量相对稳定。

图表 3. 我国食品行业运行情况（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局，新世纪评级整理

制糖业

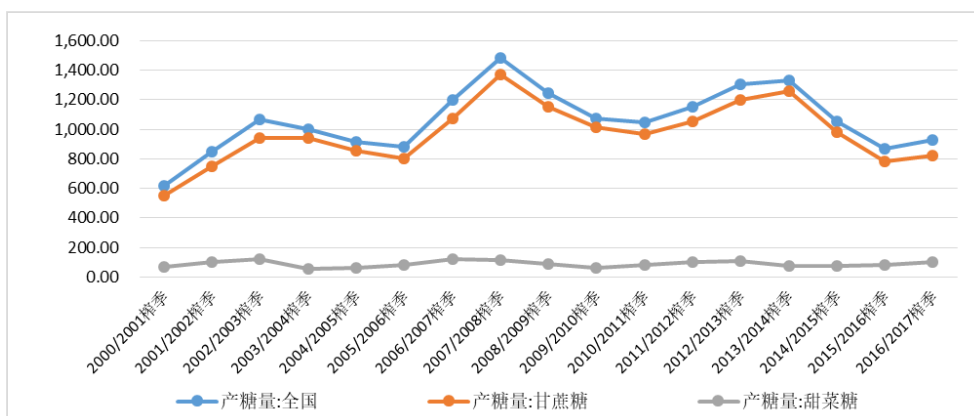
食糖需求弹性小，但生产周期性明显，原材料供应较易受糖料种植面积及种植区天气条件的影响，国内食糖行业景气度受国际糖价走势、食糖进口政策及国内食糖产量等因素影响，波动较大。随食糖价格进入下降周期，国内制糖企业经营压力上升。

食糖是我国农产品加工工业特别是食品工业及下游产业的重要基础原料，也是涉及国计民生的大宗农产品。近年来，我国食糖消费量整体呈波动增长态势，2017 年食糖消费量同比增长 4.06% 至 1467.30 万吨。但目前我国食糖人均年消费量为 12 千克，仅为世界平均水平 23.70 千克的一半，与发达国家人均消费量 50、60 千克仍有较大差距。未来随着我国城镇化发展加速，以及人民

生活水平的不断提高，食品工业、饮料业等用糖行业产品需求有望进一步得到提升，从而带动我国食糖消费量稳步上升。根据国家发展改革委专家预测，到2020年我国食糖消费量将增至1800万吨。整体看，我国食糖消费仍有较大的增长潜力。

从食糖产量看，我国食糖产量呈现出大致为3年增产、3年减产的周期性波动。2016/2017榨季²，食糖产量进入上升周期，2016/2017榨季合计产糖量为928.82万吨，较2015/2016榨季增长6.74%。我国制糖业以甜菜和甘蔗为原料制糖，其中主要以甘蔗制糖为主，甘蔗种植周期³是影响制糖业周期变化的根本原因。除甘蔗种植周期影响因素外，食糖产量也受糖料的种植面积以及天气状况变化的影响。从糖料种植面积看，食糖产糖量与糖料种植面积整体呈同向变动态势，年度糖料种植面积的增减会影响产糖量。此外，天气状况、自然灾害及地理条件等均易对甘蔗产量形成直接影响，比如台风易导致甘蔗出现折断、干旱天气会导致甘蔗出现缺水甚至枯死绝收、霜冻等低温天气会影响甘蔗的糖分和产量。从产地来看，我国甘蔗糖主产区主要分布在广西、云南及广东等地。2016/2017榨季，广西、云南地区产糖量分别为529.50万吨和187.79万吨，合计占总产量比重近90%。

图表 4. 2000/2001 榨季以来我国食糖产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

从食糖销售情况看，我国食糖销售量与产糖量趋势保持基本一致。2016/2017榨季，我国食糖销量为870.95万吨，较2015/2016榨季增长7.48%。食糖销售也呈现一定的季节性特征，一般情况下，10月份全国新榨季开始，新增产量较少，基本以消耗库存糖为主，12月~2月为传统春节备货期，糖果、饮料等企业对于食糖需求量变大导致食糖销售量达到高峰，3~6月食糖销售量呈现逐步减少态势，7~9月因中秋、国庆等节日备货需求增加将会导致销量上升。

从进口糖情况看，由于我国食糖大部分年份产不足需，主要通过进口糖弥补。根据我国加入世界贸易组织（WTO）的承诺，我国每年食糖进口配额为194.50万吨。此外，为保证国内制糖业长期稳定发展，除进一步实施进口配额

² 制糖业通常用“榨季”计算生产周期，甘蔗糖的榨季通常指当年10月至次年4月，甜菜糖的榨季指当年9月至次年3月。

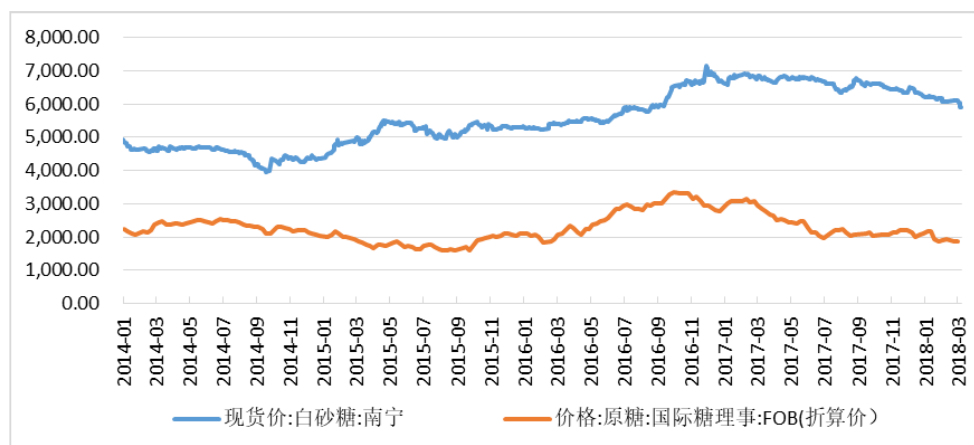
³ 制糖业周期性主要是与甘蔗种植周期有关，一般甘蔗种植周期为3年。

之外，2015 年中国糖业协会倡导设立进口数量自律制度，将配额外进口也加以严格控制，设置进口自律数量为 190.00 万吨，加上配额内部分，理论上进口规模不应超过 384.50 万吨。2017 年我国进口糖为 229.05 万吨，同比减少 25.20%。

从糖价来看，影响糖价变动的因素主要包括糖料产量、进口糖数量、国际糖价波动和汇率波动等。受食糖产量周期性波动的影响，糖价也呈现大致为 3 年上升、3 年下降的周期性波动，2014-2016 年食糖价格处于上行周期，国内食糖价格呈稳步上升态势；2017 年以来，食糖价格逐步进入下行周期，1-7 月，国内糖价仍保持在高位，呈小幅波动态势；2017 年 8 月以来，国内糖价呈现出明显的下降态势。预计未来一段时间内，我国糖价将处于下行周期，国内制糖企业经营压力上升。

在政策方面，“2017 年中央一号文件”正式将糖列为与粮棉油同等重要的国家 4 类战略物质之一，食糖具有与粮食安全同等重要的特性。国家及地方政府为促进我国制糖行业长期稳定发展，2017 年陆续出台了《国务院关于建立粮食生产功能区和重要农产品生产保护区的指导意见》、《推进广西甘蔗生产全程机械化行动方案（2017-2020 年）》、《广西壮族自治区糖业发展专项资金管理办法》、《广西壮族自治区糖业发展补助资金管理暂行办法》等相关政策，有利于行业内龙头企业的发展。

图表 5. 2014 年以来国内及国际糖价波动情况⁴（单位：元/吨）



资料来源：Wind

由于食糖生产技术水平不高，行业内的竞争更多地体现在对糖料的争夺上，区域竞争的特点比较明显。该公司为我国主要的食糖生产企业之一，生产基地位于广西和云南等糖主产区。根据中国糖业协会的统计，2016/2017 榨季，公司产糖量为 112.32 万吨，占全国年产食糖量的 12.09%。

⁴ 图表中“原糖：国际糖理事：FOB 价格”原单位为美元/磅，经美元兑人民币汇率数据以及 1 磅=454 克进行折算，折算成元/吨的价格。

图表 6. 2016/2017 榨季全国制糖企业产糖量排名（单位：万吨）

序号	企业名称	产量	占全国总产量比重
1	广西洋浦南华糖业集团股份有限公司	130.36	14.04%
2	光明食品集团	112.32	12.09%
3	广西南宁东亚糖业集团	91.20	9.82%
4	南宁糖业股份有限公司	78.99	8.50%
5	中粮屯河股份有限公司	56.74	6.11%
6	广西农垦糖业集团股份有限公司	53.40	5.75%
7	广东恒福糖业集团有限公司	49.84	5.37%
8	广西东糖投资有限公司	43.50	4.68%
9	广西永鑫华糖集团有限公司	35.75	3.85%
10	广东广垦糖业集团有限公司	29.01	3.12%
	合计	928.78	73.33%

资料来源：中国糖业协会

乳制品行业

国家对乳制品行业的支持力度正逐步加大，相关政策的出台将进一步促进行业整合，有利于运营相对规范的大型乳制品企业发展。我国乳制品行业发展仍有较大空间。

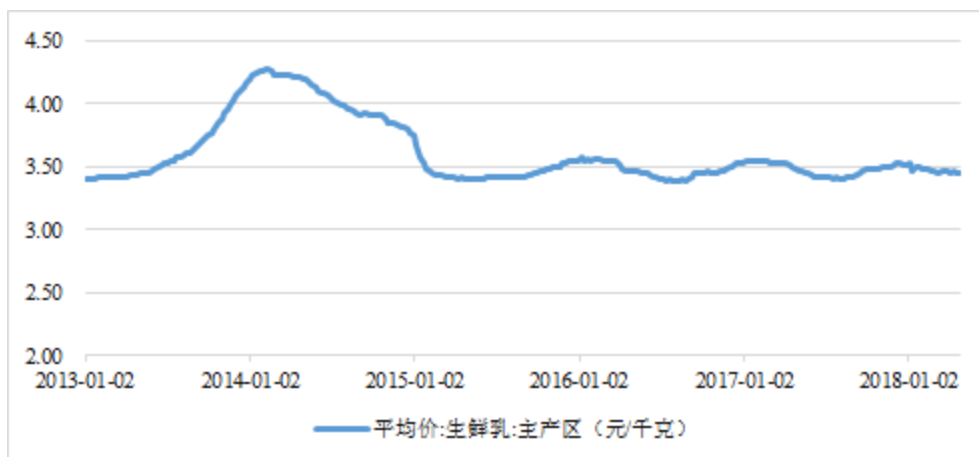
近年来国内乳制品行业发展迅速，我国已成为仅次于印度和美国的第三大牛奶生产国。同时，我国乳制品企业也从简单的规模扩张向产品结构优化和全面竞争性提升转变，其中液态奶产品品种日益丰富，也是行业竞争的重点。我国液态奶主要由巴氏奶（对低温存储和冷链运输要求高）和 UHT 奶等品种构成。由于 UHT 奶保质期较长，因此消费群的覆盖面更广，目前已经成为液态奶中市场份额最高的品种。从生产企业来看，巴氏奶的生产企业主要是以城市为产销基地的乳制品企业，如光明乳业股份有限公司（简称“光明乳业”）、三元股份等；UHT 奶的生产企业以基地型乳品生产企业为主，如蒙牛乳业、伊利股份等。

从消费层面上看，目前我国人均乳品消费量仍然较低，根据中国奶业协会发布的《2017 中国奶业质量报告》显示，我国人均乳制品折合生鲜乳消费量 36.1 公斤，仅为世界平均水平的 1/3。而酸奶、乳饮料和奶酪的消费差距则更大，我国仍具有较大的消费潜力。未来随着我国人均可支配收入的增长及城镇化进程的推进，我国牛奶产销量均有较大的成长空间。

我国乳制品生产企业大多采用“基地+奶农”的经营方式，2008 年之前大部分原奶向奶农采购。2008 年 9 月“三聚氰胺事件”曝光后，国内乳制品企业进一步规范了原、辅料的采购秩序，各主要乳制品企业也加大了上游产业链的建设和管理力度，拥有牧场资源的乳制品企业具有较明显的经营优势。随着上述事件影响的消除，近年来全国乳制品发展态势良好。2015-2017 年，全国乳制品产量分别为 2782.50 万吨、2993.23 万吨和 2935.00 万吨。同期，我国主产区原奶平均价格分别为 3.45 元/千克、3.47 元/千克及 3.48 元/千克；牛奶平均零售价格分别为 10.93 元/千克、11.22 元/千克及 11.47 元/千克；酸奶平均零

售价格分别为 13.84 元/千克、14.05 元/千克及 14.24 元/千克。

图表 7. 我国主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind

近年来我国对乳制品行业管理日益完善,先后颁布《食品安全法》、《乳品质量监督管理条例》和《奶业整顿和振兴规划纲要》等有关文件规范乳制品行业的生产和销售。2010 年 3 月,食品安全国家标准审评委员会审查通过并正式公布了包括《生乳》在内的新的 66 项乳品标准。根据 2010 年 11 月国家质检总局公告《国务院办公厅关于进一步增强乳品质量安全工作的通知》等文件规定,我国所有乳制品生产企业均应依照质检总局颁布的相关规章和规范性文件要求,于 2010 年 12 月 31 日前重新提出生产许可申请。自 2011 年 3 月 1 日起,凡未重新获得生产许可的,依法停止生产乳制品及婴幼儿配方乳粉等产品。2014 年 6 月,国务院发布了《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案的通知》(简称“国办发【2014】28 号文”),根据国办发【2014】28 号文,我国将推动婴幼儿配方乳粉企业规范化、规模化、现代化,提高产品质量安全保障水平,引导生产要素向优势企业和重点区域集中,到 2015 年末,争取形成 10 家左右年销售收入超过 20 亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团,前 10 家国产品牌企业的行业集中度达到 65%;到 2018 年末,争取形成 3-5 家年销售收入超过 50 亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团,前 10 家国产品牌企业的行业集中度超过 80%。

2017 年 1 月 9 日,农业部、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家食药监总局五部委联合印发《全国奶业发展规划(2016—2020 年)》(简称“规划”)。规划提出,加快转变奶业生产方式,提升奶业一体化水平,到 2020 年,奶业现代化建设取得明显进展,奶业整体进入世界先进行列。在上游养殖业方面,规划中限定 70%为奶源自给率下限,同时对复原乳严格监管,并且在政策上对上游奶牛养殖业进行支持,有利于减少进口乳制品对国内乳制品行业的冲击;在下游乳制品加工方面,规划提出我国乳制品产量十三五期间预计保持 5%的年复合增速,将继续推进企业兼并重组,并严格实施婴幼儿奶粉的相关政策,提高行业进入壁垒以及国产奶粉品牌行业集中度。

总体而言,行业整顿提高了乳制品行业的行业标准,相关企业技术改造投

资及生产成本将增加。这将有利于促进优质的奶源资源和市场向规模较大、资金较雄厚、运营相对规范的企业集中，同时，也为拥有奶源资源的液态奶生产企业进入婴幼儿配方乳粉领域提供了契机。

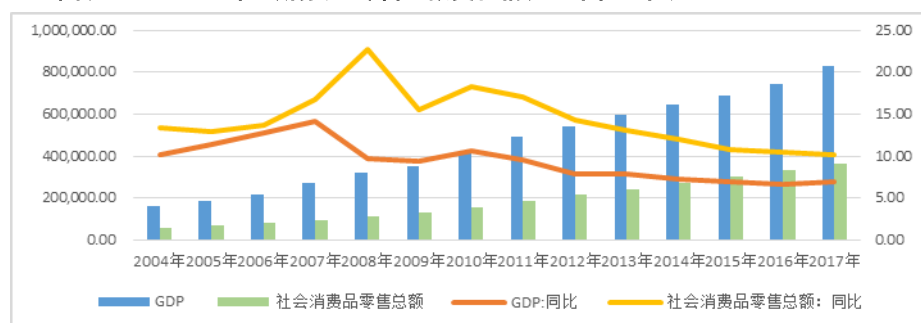
C. 零售行业

近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速亦持续下滑。进入 2017 年以来，随着经济的企稳向好，国内零售行业实现了平稳增长，消费仍是拉动经济增长的主要动力。

随着我国经济的持续发展及经济结构的调整、城市化进程的推进、居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速已连续多年出现下滑。2017 年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，零售行业增速下跌势头得到一定遏制。经初步核算，2017 年国内完成生产总值（GDP）82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年提高 0.2 个百分点。同期，我国社会消费品零售总额 36.63 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上年略降 0.2 个百分点。2017 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 58.8%；最终消费拉动 GDP 增长 4.1%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。从中长期来看，我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的稳步发展提供了基本支撑。

图表 8. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终

处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；而网上零售占比也仅在 15% 左右。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。

近年来，实体零售业面临的电商冲击较大，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力加大，关店风险上升。为应对行业市场的发展变化，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新。与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁云商（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、家乐福、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，如无人零售店等新型业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

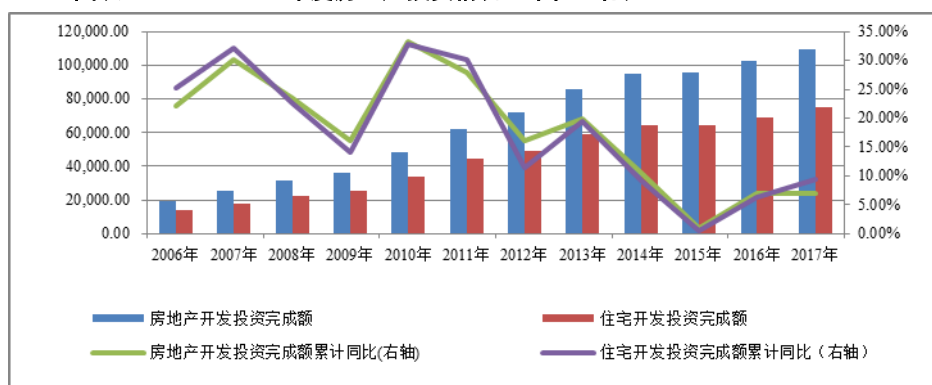
上海市社会消费品零售总额连续多年居全国城市首位，具有较大的市场容量和规模。2015-2017 年上海市实现社会消费品零售总额分别为 10055.76 亿元、10946.57 亿元及 11830.27 亿元，年环比增幅分别为 8.1%、8.0% 及 8.1%。近年来上海市连锁超市行业竞争格局基本稳定。在销售额方面，联华超市（含华联超市）、大润发超市和农工商超市明显大于其他连锁超市品牌；在网点数量方面，联华超市和农工商超市绝对领先。

D. 房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

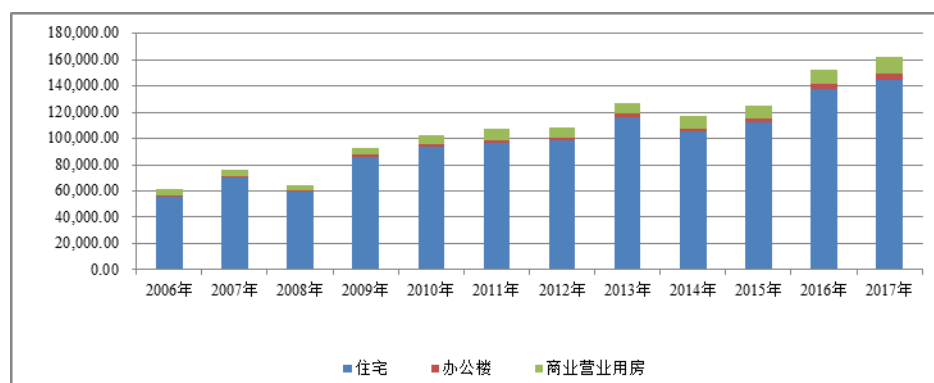
图表 9. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 10. 2006-2017 年我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接

市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房【2017】80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5001 亿元和 6350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

2. 业务运营

该公司主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。公司食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务区域竞争优势明显。近年来，公司着力强化内部产业整合和资本运作，并相继完成多起海外并购，国际化步伐取得一定进展。公司房地产业务投资规模较大，易受房地产市场调整影响。公司经营规模不断扩张，总体收入持续增长且规模突出，盈利能力较强。

该公司农业生产、食品加工以及商贸流通等业务均围绕食品主业开展，核心业务突出，同时房地产、物流及金融服务业务等使公司业务更加多元化。近年来公司着力强化内部产业整合和资本运作，目前已基本确定了“一体两翼”的产业发展格局，推进内部业务的协同。

该公司食品类业务板块涉及农业生产、食品加工和商贸流通等领域，具体包括乳业、糖业、肉业、粮油、蔬菜、品牌食品、现代农业、水产及分销零售业务，产业链较完整，且在上海市乃至全国的细分市场中具有较强的竞争力。

近年来，公司大力整合存量资产及推动商业模式转型，并相继完成多起海外并购，食品类板块总体经营较稳定。公司经营的非食品类业务主要包括房地产及物流、金融等其他业务，其中房地产业务投资规模大，易受政策影响，收入波动明显。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
食品类业务	农业、食品加工、零售、渔业	全球/欧美/亚非拉/澳新/亚洲/东亚/国内/华东/上海	横向规模化/纵向一体化（产销一体化）	政策、资本、资源、品牌、规模、技术
非食品类业务	房地产、物流、金融	华东/上海	横向规模化/纵向一体化	政策、资本、品牌、规模

资料来源：光明食品集团

该公司业务开展的核心驱动因素主要包括政策、资本、资源、品牌、规模、技术等因素。国家和各地出台的农业产业政策对公司经营的现代农业、粮油、乳业、糖业等食品类业务开展有直接的影响，公司是上海市粮食、蔬菜、水果、禽蛋等农副食品的主要生产供应企业之一，近年来受政策扶持力度较大；此外，公司房地产业务开展受宏观经济、金融及各地房地产调控政策影响大。作为综合型产业集团，资本实力的强弱决定了公司业务的规模、质量及研发实力。2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 693.66 亿元、776.19 亿元及 884.66 亿元。公司资本实力突出，融资能力强，对各项主营业务开展形成强有力的支持。在资源方面，公司拥有较丰富的耕地、林地、水产养殖水域面积资源，是相关食品业务开展基础；公司在国内拥有农工商超市、第一食品等分销零售渠道，通过海外并购拓展了澳大利亚、西班牙等海外地区的分销渠道资源，渠道资源较丰富。公司拥有大白兔、光明、冠生园、梅林、正广和、一只鼎、海丰、爱森、大瀛、石库门、金枫、玉棠、天厨等大量长期得到消费者认可的知名商标、品牌，并可为产品创造较高的附加值，有利于提升食品主业的盈利能力。在技术研发方面，公司拥有乳业生物技术国家重点实验室、上海黄酒工程技术研究中心、上海光明荷斯坦牧业有限公司技术中心、上海梅林正广和股份有限公司技术中心、冠生园（集团）有限公司技术中心及光明米业（集团）有限公司技术中心等科研创新机构，通过新技术、新产品的不断研发推动食品主业的持续发展。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）⁵

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业总收入合计		1,475.55	1,558.55	1,611.61	343.68	366.03
其中：核心业务营业收入	金额	1,493.65	1,553.09	1,609.49	357.79	369.59
	占比	101.23	99.65	99.87	104.11	100.97

⁵ 文中该公司各业务的营业收入、营业成本为未内部抵销数据。

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：乳业	金额	288.90	313.31	339.75	78.58	81.05
	占比	19.34	20.17	21.11	21.96	21.93
糖业	金额	171.20	143.83	137.53	33.50	28.77
	占比	11.46	9.26	8.55	9.36	7.78
肉业	金额	131.22	138.34	222.21	62.61	63.10
	占比	8.79	8.91	13.81	17.50	17.07
粮油	金额	216.90	168.99	175.92	37.12	40.56
	占比	14.52	10.88	10.93	10.37	10.97
蔬菜	金额	45.71	51.23	53.49	13.58	12.06
	占比	3.06	3.30	3.32	3.80	3.26
品牌食品	金额	97.28	93.86	74.74	12.87	22.01
	占比	6.51	6.04	4.64	3.60	5.96
现代农业	金额	126.74	87.39	74.94	16.19	14.87
	占比	8.48	5.63	4.66	4.52	4.02
水产	金额	—	—	28.31	6.24	—
	占比	—	—	1.76	1.75	—
分销零售	金额	271.16	307.41	249.96	57.54	72.12
	占比	18.15	19.79	15.53	16.08	19.51
地产物流	金额	143.67	245.79	246.79	37.81	33.84
	占比	9.62	15.83	15.33	10.57	9.15
金融	金额	0.87	2.96	5.84	1.75	1.21
	占比	0.06	0.19	0.36	0.49	0.33

资料来源：光明食品集团

2015-2017 年该公司分别实现营业总收入 1475.55 亿元、1558.55 亿元和 1611.61 亿元，主要来源于食品类业务，分别为 1349.11 亿元、1304.34 亿元及 1356.86 亿元。同期，公司非食品类业务收入合计分别为 144.54 亿元、248.75 亿元及 252.63 亿元。其中，2016 年食品类收入较上年下降主要是糖业、粮油及现代农业收入下降所致；当年随房地产业务结转收入的面积和均价同比上升，非食品类收入较上年大幅增加。2017 年食品类业务收入增长主要来源于肉业收入增长，主要系当年合并 Silver Fern Farms Limited（简称“银蕨农场公司”）收入所致。2018 年 1-3 月，公司实现营业总收入 343.68 亿元，较上年同期下降 6.11%，主要受品牌食品、分销零售等业务收入下降影响。

A. 食品类业务

a. 乳业

该公司乳制品业务经营主体包括光明乳业及以色列 TNUVA 集团（简称“TNUVA”）。主要经营主体光明乳业是我国大型乳制品制造企业之一，其巴氏奶、酸奶、乳酪等品种的市场份额、技术实力等连续多年处于全国领先地位。光明乳业以巴氏奶和酸奶等“新鲜”乳品为核心，在全国主要奶源地和部分大

中型中心城市设立了 17 个生产基地，并按照 HACCP（指“危害分析关键控制点”控制管理）要求进行生产管理，逐步在奶源供应方面执行 HACCP 管理。

技术因素

光明乳业目前拥有“乳业生物科技国家重点实验室”、“国家乳品加工技术研发分中心”、“国家级企业技术中心”及“上海乳生物工程技术研究中心”四大科研平台。2017 年，光明乳业研究院申请国家专利 142 项，其中 134 项发明专利，8 项实用新型专利；获授权国家发明专利 47 项、实用新型专利 11 项；申请 PCT 国际专利 1 项，获国际专利授权 4 项。光明乳业在乳品加工工艺、技术和设备方面保持领先，于 2010 年开始导入世界级制造（WCM World Class Manufacturing）持续改善的生产管理系统，并于 2014 年逐步推广至旗下各生产基地。2017 年，光明乳业在国家奶业科技创新联盟的指导下，制定了严苛的光明乳业巴氏杀菌乳内控标准，完成了巴氏奶从 85℃ 到 75℃ 的杀菌工艺升级，实施“国家优质乳”工程，并通过了国家奶业科技创新联盟的全面验收。

资源因素

为了保障奶源供应的稳定性和安全性，光明乳业在华东地区设立了现代化和智能化的奶牛基地，如亚洲规模较大的金山荷兰奶牛基地等；同时，向经过无公害农产品产地认定的合同制规模牧场收购原奶。从 2008 年 10 月开始，光明乳业奶源的选取仅限于集团下属奶牛场和其他规范奶牛场。另外，光明乳业拟在华北、东北、西北购并规模牧场，以增强对奶源供应的控制力，从而进一步提高奶源自给率。此外，光明乳业还于 2010 年通过增资的形式成功控股新西兰 Synlait Milk 公司⁶51%的股权，迈出了国际化步伐。

2017 年光明乳业合计收购原奶 95.37 万吨，按地区分，其中华东地区占 41.5%，华北地区占 34.5%，东北地区占 10.7%，华中地区占 4.4%，西北、西南、新疆、华南合计占 8.9%；按照采购来源分，光明乳业自有牧场提供比例为 40%，其他签约牧场提供比例 60%。2018 年 1-3 月光明乳业合计收购原奶 25.66 万吨，按地区分，其中华东地区占 43.9%，华北地区占 32.4%，东北地区占 9.6%，华中地区占 9.2%，西北、西南、新疆、华南合计占 4.9%；按照采购来源分，光明乳业自有牧场提供比例为 40%，其他签约牧场提供比例 60%。

规模因素

该公司主要按生产计划进行采购，由光明乳业总部统一制定供应商目录及价格目录，并下发下属公司执行。公司的采购资金结算模式主要为网上支付。公司主要采用长期定点生产、合同订购等生产模式，与基地农户建立稳定产供关系，建立“保底联动机制”，实行合同订购，按市场确定最低价。公司销售模式主要是采取直营与经销并重的方式，销售渠道主要包括连锁超市、经销商、

⁶ Synlait Milk 是一家在新西兰注册的以奶粉加工及销售为主的有限责任公司，产能 5 万吨。2013 年 7 月，Synlait Milk 在新西兰证券交易所主板挂牌上市，募集资金 7500 万新西兰元，光明乳业持股比例为 39%。截至 2017 年末，Synlait Milk 资产总额 37.77 亿元，2017 年实现营业总收入 41.96 亿元，净利润 2.86 亿元。

社区通路（送奶上门、新鲜屋及传统奶站）以及部分特殊渠道（网购、团购等）。销售资金结算方式主要以现金结款为主。目前，光明乳业在华东地区的销售处于领先地位，各品类产品中新鲜牛奶市场占有率长期维持在 70%以上的高水平，在上海地区的市场占有率甚至达到 80%以上。2017 年，光明乳业总产销量分别为 315.23 万吨，较上年增长 11.11%；前五大客户销售额 25.6 亿元，占光明乳业销售额比重的 12%。2018 年 1-3 月，光明乳业总产销量为 92.05 万吨，较上年同期下降 19.06%；前五大客户销售额 7.8 亿元，占光明乳业销售额比重的 15%。

图表 13. 公司乳制品重点品类市场占有率（单位：%）

品类	区域	2015 年	2016 年	2017 年
新鲜牛奶	上海	89.6	81.7	83.9
	华东地区	79.7	73.9	73.0
	全国	49.2	47.4	46.8
新鲜酸奶	上海	32.4	30.8	31.1
	华东地区	28.5	26.2	23.8
	全国	15.7	13.6	12.4
常温牛奶	上海	15.8	13.0	13.6
	华东地区	5.6	4.2	4.8
	全国	1.3	1.0	1.3
常温酸奶	上海	76.2	64.0	44.1
	华东地区	59.8	46.8	37.6
	全国	41.0	26.3	19.3

资料来源：光明食品集团

2014 年 8 月该公司与全资子公司牛奶集团签订《光明乳业股份有限公司的股份无偿划转协议》，约定牛奶集团将持有的光明乳业 29.93%股权无偿划拨给公司，2015 年 3 月资产划拨事项已完成，公司直接持有光明乳业 54.35%的股权。本次股权划拨有助于提升公司对下属上市公司的控制力度。2014 年 11 月，Chatsworth Asset Holding Ltd.以现金方式向光明乳业全资子公司上海光明荷斯坦牧业有限公司（简称“荷斯坦牧业”）增资等值于 15.25 亿元；增资完成后，荷斯坦牧业注册资本由 4.57 亿元人民币增加为 8.31 亿元人民币；光明乳业持有其 55%的股权，Chatsworth Asset Holding Ltd.持有其 45%的股权。此次增资有利于公司减轻牧场建设资金压力，加速发展优质奶源基地。2015 年，为进一步理顺公司牧业产业结构，光明乳业以现金出资 11.56 亿元收购了牛奶集团持有的与牧业相关的 3 户企业股权及 13 户牧场资产。另外，2015 年 3 月，公司完成了对食品公司 TNUVA 76.73%股权的收购，将其纳入合并范围。TNUVA 系以色列最大的乳制品公司，同时在肉类及冷冻食品等领域也具有一定优势。完成收购后，公司原计划将 TNUVA 注入光明乳业⁷。但受资本市场波动的影响，光明乳业目前已暂停非公开发行 A 股股票的事宜。2016 年 12 月，为发展优质奶源，光明乳业与上海梅林正广和股份有限公司（简称“上海梅林”）签订《上海梅林正广和股份有限公司与光明乳业股份有限公司关于目标公司之股

⁷ 光明乳业原计划以非公开发行 A 股的方式募集 90 亿元资金，并以其中 68.73 亿元收购公司旗下拥有的 Bright Food Singapore Investment Pte. Ltd.全部股权，从而间接持有以色列乳业公司 TNUVA 76.73%的股权。

权收购意向书》，拟收购上海梅林全资子公司上海鼎牛饲料有限公司 100%股权、上海奶牛研究所有限公司 100%股权以及上海乳品培训研究中心有限公司 100%股权。为加强对荷斯坦牧业的管控力度并有利于有效避免未来可能产生的高额财务成本，光明乳业董事会于 2017 年 7 月 6 日审议通过了《关于终止投资框架协议及受让 Chatsworth Asset Holding Ltd.持有的荷斯坦牧业 45%股权的议案》，此次股权受让于当年 7 月完成，完成后光明乳业持有荷斯坦牧业 55%的股权，光明乳业的全资子公司光明乳业国际投资有限公司持有荷斯坦牧业 45%的股权。

2015-2017 年，光明乳业分别实现营业收入 193.73 亿元、202.07 亿元及 216.72 亿元。近年来在光明乳业收入逐年增长的基础上，受益于对 TNUVA 的股权收购，该公司乳业收入持续增长。截至 2017 年末 TNUVA 资产总额 130.81 亿元，负债总额 69.08 亿元，所有者权益 61.73 亿元。2017 年 TNUVA 实现营业总收入 121.23 亿元，利润总额 5.49 亿元，净利润 3.97 亿元。2018 年 1-3 月，光明乳业实现营业收入 50.99 亿元，较上年同期下降 4.98%。主要受此影响，当期公司乳业收入同比下降 3.05%。

b.糖业

该公司糖业涵盖食糖的生产和流通环节，主要由上海市糖业烟酒（集团）有限公司（简称“烟糖集团”）及其下属子公司承担。烟糖集团执行“上控资源，下控网络”的策略，在广西、云南和海南建立了制糖基地，并通过吸收整合国内各地原有糖烟酒系统企业的方式建立了较完善的营销网络，已发展成国内经营规模最大的糖业集团之一。目前烟糖集团主要拥有东方先导糖酒有限公司（简称“东方先导”）、云南英茂糖业有限公司（“云南英茂”）和广西凤糖生化股份有限公司（简称“广西凤糖”）三大糖业平台。

资源因素

该公司糖业加工生产主要由东方先导下属公司（广西上上糖业有限公司、广西田林和平糖业有限公司）、云南英茂和广西凤糖进行。截至 2018 年 3 月末，广西上上糖业有限公司拥有糖厂 1 家，控制甘蔗资源 28 万亩；广西田林和平糖业有限公司拥有糖厂 1 家，控制甘蔗资源 14 万亩；云南英茂拥有糖厂 11 家，控制甘蔗资源 105 万亩；广西凤糖拥有糖厂 10 家，控制甘蔗资源 86 万亩。

规模因素

截至 2017 年末，该公司在全国控制的甘蔗面积近 240 万亩，食糖经营规模超 210 万吨。2016/2017 榨季公司糖业板块实现食糖产量 114.96 万吨，同比增长 11.34%。其中，广西上上糖业有限公司产糖约 12.62 万吨，广西田林和平糖业有限公司产糖约 2.95 万吨，云南英茂产糖约 61.49 万吨，广西凤糖产糖约 37.90 万吨。

在销售渠道方面，该公司糖业主要通过东方先导下属销售公司进行销售。2017 年公司糖业板块实现食糖销售量超过 210 万吨，较上年下降 17.97%，销售收入超 130 亿元。其中，终端销售占总销量的 41%。受食糖市场消费量萎缩

影响，近两年来公司食糖销售规模有所下降。2018 年 1-3 月公司糖业板块实现食糖销售量超 50 万吨，销售收入超 30 亿元。其中终端销售占总销量的 50%。

食糖行业的产量受糖料种植区天气的影响较大，且作为大宗商品之一，食糖价格的波动性也较为明显。面对市场波动，该公司将推进优化糖业资源布局，加强集中采购以降低成本，并通过期货市场的采购进行套期保值，以规避价格风险。截至 2017 年末，东方先导及其下属公司的食糖期货持仓量为 4.77 万吨，占用保证金 0.23 亿元；云南英茂的食糖期货持仓量为 5.00 万吨，占用保证金 0.62 亿元。截至 2018 年 3 月末，东方先导及其下属公司的食糖期货持仓量为 3.08 万吨，占用保证金 0.12 亿元；云南英茂的食糖期货持仓量为 0.07 万吨，占用保证金 34.25 万元。

此外，烟糖集团作为上海市大型的糖业产业集团，承担了上海 2.5 万吨地方储备糖管理的职能，并享有仓储费用、储备资金贴息和保险费用等财政补贴；同时作为上海地区食糖销售的主体，烟糖集团约占上海食糖 70% 的市场份额。主要受销售规模收缩影响，2016 年来该公司糖业收入水平有所下降。2018 年第一季度食糖价格下跌，公司糖业扩大销量，营业收入同比增长 16.43%。

c.肉业

该公司肉业原主要由牛奶集团下属子公司及上海梅林负责。上海梅林是上海市农业产业化重点龙头企业，上海梅林主要肉类产品包括猪肉、牛肉、羊肉、罐头等。2014 年 12 月上海梅林通过非公开发行股票募集资金 10.14 亿元，用于畜牧养殖、直营连锁门店、罐头生产线改造、食品加工及物流中心等项目的建设及补充流动资金。随着募投项目的实施，上海梅林上游生猪养殖、中游肉制品制造及下游肉食品分销业务规模得到扩大，产业链布局得到优化。2015 年 3 月公司为理顺内部肉业板块关系，形成肉业上下游一体化格局，将牛奶集团的牛养殖业务资产、食品流通业务资产、饲料业务资产及相关的技术服务业务资产及上海农场、川东农场的生猪养殖业务资产出售给上海梅林。至此，公司肉业业务主要由上海梅林经营。

此外，为实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局，并将上海梅林打造成集牛羊肉资源、屠宰、加工、批发、零售为一体的综合性肉类专业平台，2016 年上海梅林通过下属子公司上海梅林（香港）有限公司以 2.67 亿新西兰元（合人民币 13.05 亿元）收购新西兰最大的牛羊肉企业银蕨农场公司⁸50% 的股权。银蕨农场公司总部位于新西兰南岛第二大城市达尼丁（Dunedin），是新西兰最大的肉类加工企业、市场领导者及牛肉、羊肉及鹿肉出口商。其 90% 的产品销往全球 60 多个国家及地区，并拥有 16000 个供应商。同时，银蕨农场公司拥有 19 家加工生产基地，10 家具备出口中国许可证。

截至 2017 年末，上海梅林下属上海爱森肉食品有限公司在上海及江浙地区开设“爱森”牌冷却肉专柜及专卖店 597 家，较上年末增加 34 家。2017 年

⁸ 截至 2017 年末银蕨农场公司资产总额 36.20 亿元，负债总额 12.67 亿元，所有者权益 23.53 亿元。2017 年银蕨农场公司实现营业收入 109.07 亿元，利润总额 0.78 亿元，净利润 0.75 亿元。

上海爱森肉食品有限公司冷却肉累计销售近 33 万头。

该公司肉业业务原以猪肉为主，2016 年 6 月以来生猪价格持续下降，加上国家环保拆迁猪场等因素影响，猪肉业务规模略有收缩。在并购银蕨农场公司后，公司牛羊肉业务面临较好的发展前景。2017 年受益于对银蕨农场公司的合并，当年公司肉业收入较上年大幅增长 60.63%。2018 年第一季度，主要受生猪价格持续下跌及环保政策影响，公司肉业收入同比略有减少。

d.粮油

该公司粮油业务主要覆盖长三角及黑龙江部分地区，在粮食业务方面已经形成“生产、收购、仓储物流、加工、销售”全产业链一体化的经营模式。公司粮食产品销售包括采购原粮并对外销售、采购入库经加工后销售成品等方式，其销售量远大于自身拥有的农业种植基地的粮食产量。

2011 年 4 月，该公司对光明食品集团上海跃进有限公司（简称“跃进公司”）、光明食品集团上海长江总公司⁹（简称“崇明农场公司”）和光明食品集团上海海丰总公司（简称“海丰公司”）的米业生产业务进行整合，组建了光明米业。光明米业拥有崇明跃进地区、长江地区和江苏大丰市海丰地区等三个粮食生产基地，耕地面积达 28.55 万亩，其中粮食面积 20.55 万亩，已建成设施良田 20.55 万亩。光明米业以现代粮食生产经营为主业，已经形成了稻麦种植、加工、销售为一体的产业链。在销售渠道方面，光明米业已覆盖上海市易初莲花、华联、沃尔玛等 500 余家商超网点，同时推出多个网上购物平台；批发渠道覆盖到大场、广粤路等上海市多个标准化菜场、批发市场。近年来光明米业发展态势良好，但光明米业的盈利主要依靠种植环节，在土地资源有限的情况下，米业继续拓展盈利的空间将非常困难。光明米业收入增长主要依靠国际粮食贸易，由于占用资金大、毛利率薄，存在一定经营风险。

为进一步整合上海市国有食用农产品相关资源，根据上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）沪国资委改革【2015】121 号文，上海市国资委将所持上海良友（集团）有限公司（简称“良友集团”）100%股权无偿划转至该公司。重组完成后，良友集团主业涉及的米油业务与公司下属光明米业进行整合，公司粮油业务经营规模显著扩张。良友集团是上海最大的从事粮食经营的国有企业，承担政府委托或指定职能，保障上海粮食安全和供给稳定，经营领域涵盖粮油加工、仓储物流、便利连锁、粮油贸易、进出口业务、实业投资等，业务整体毛利率较低。截至 2018 年 3 月末，良友集团在东北、苏北、安徽拥有 6 个粮源基地，可控制播种面积达到 400 多万亩；旗下拥有 12 个上海市著名商标、1 个中国驰名商标，主要粮油产品进入上海市各主流商超渠道和国内主流电商平台。良友集团 305 家良友便利店和 22 家粮油平价店遍布上海主要城区。良友集团目前拥有耕地面积达 17 万亩，其中粮食面积 14 万亩，主要分布在上海崇明、江苏大丰农业基地公司，年粮食产量约 12 万吨。

近三年该公司粮油业务收入波动较大。其中，2015 年收入规模较大主要是

⁹ 现已更名为光明食品集团上海崇明农场有限公司。

当年合并良友集团导致公司粮油收入大幅提升；但 2016 年公司主动降低了低毛利的贸易收入，收入迅速下降；2017 年公司粮油业务收入较上年增长 4.10%。2018 年第一季度，受农业季节性因素及油脂价格走低影响，公司粮油业务收入同比下降 8.48%。

e.蔬菜

该公司蔬菜业务主要由上海蔬菜（集团）有限公司（简称“蔬菜集团”）与上海西郊国际农产品交易有限公司（简称“西郊国际”）经营。西郊国际成立于 2006 年 7 月，于 2014 年 5 月因蔬菜集团（其持有西郊国际 18%的股权）的股权已变更为光明食品集团全资持有，即公司直接和间接持有西郊国际共计 63%的股权，因此形成对西郊国际的实际控制。

2017 年，蔬菜集团和西郊国际实现农产品交易额 375 亿元，同比增长 4.8%；完成批发成交量 516 万吨，同比增长 2.7%，其中，完成蔬菜批发 336 万吨，同比增长 3.2%，占上海蔬菜批发交易量的 70%。随农产品交易规模增长，近三年该公司蔬菜业务收入规模逐年小幅增加。2018 年第一季度，蔬菜集团和西郊国际农产品交易额、批发交易量均较上年同期有所增长，当期公司蔬菜业务收入同比增长 12.63%。

图表 14. 近年来公司农产品贸易概况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
农产品交易额（亿元）	327	358	375	99
农产品批发交易量（万吨）	465	503	516	118
蔬菜批发规模（万吨）	331	326	336	77

资料来源：光明食品集团

f.品牌食品

该公司品牌食品业务主要由烟糖集团下属上海金枫酒业股份有限公司（简称“金枫酒业”）、四川全兴酒业有限公司（简称“四川全兴”）及益民集团下属上海梅林负责。

经过多年发展，该公司的酒业已经成为品牌食品业务板块的重要利润来源之一，主要由金枫酒业及四川全兴经营。

金枫酒业是国内大型黄酒生产企业之一，已经具有六十余年的黄酒酿造历史。金枫酒业产品包括“金枫”系列黄酒和“和酒”系列黄酒¹⁰。2015 年 4 月，金枫酒业为进一步提升黄酒产业核心竞争力和行业影响力，加快区域市场突破，出资 3.00 亿元收购无锡市振太酒业有限公司¹¹（简称“无锡振太”）100%股权。无锡振太的主要产品为黄酒，副产品主要是酒糟，原酒酿造能力 2 万吨，拥有 4 条生产线，通过此次收购，金枫酒业将发挥海派黄酒和苏式老酒的互

¹⁰ “金枫”系列黄酒拥有“金枫”、“石库门”等系列产品，多次被评为上海名牌产品；“和酒”系列产品拥有“金色年华”、“和酒三年陈”等产品。

¹¹ 金枫酒业出资 1.53 亿元收购江苏太湖水集团有限公司（简称“太湖水集团”）持有的无锡振太 51%股权，出资 1.47 亿元收购三得利（中国）投资有限公司（简称“三得利”）持有的无锡振太 49%的股权。

补优势，提升在江苏市场占有率和区域拓展。金枫酒业拥有全国黄酒行业单体最大的酿造基地，2017 年其黄酒销售在上海商超渠道中市场占有率为 51.3%，保持第一。2017 年，金枫酒业黄酒产量 10.36 万吨，产量利用率为 102%，实现黄酒销量 10.55 万吨，自销比例 12%，代理商销售比例 88%。2018 年 1-3 月金枫酒业黄酒产量 2.4 万吨，产量利用率为 102%，实现黄酒销量 2.44 万吨，自销比例 12%，代理商销售比例 88%。

图表 15. 近年来金枫酒业黄酒产销情况（单位：万吨）

	2015 年	2016 年	2017 年
产量	9.48	11.26	10.36
销量	11.04	11.36	10.55
库存	21.02	20.92	21.55

资料来源：金枫酒业年报

2011 年，烟糖集团完成了对四川全兴 67%的股权收购后，该公司酒业业务范围拓展至白酒领域。2012 年 3 月，四川全兴相继推出“井藏”（壹号、贰号、叁号）及“青花瓷”产品，此外四川全兴产品还包括原有润藏系列、全兴大曲系列以及老字号系列等数十款高、中、低档产品。2017 年，四川全兴白酒产量 0.3 万吨，产量利用率为 100%，实现白酒销量 0.3 万吨，自销比例 2%，代理商销售比例 98%。2018 年 1-3 月四川全兴白酒产量 0.1 万吨，产量利用率为 100%，实现白酒销量 0.1 万吨，自销比例 1.2%，代理商销售比例 98.8%。

上海梅林除肉与肉制品相关业务外，还涉及罐头业务、综合食品业务、饮用水、饮料及巧克力、饼干、儿童食品、老年食品等食品制造业务。2012 年 1 月上海梅林完成对冠生园集团旗下核心企业之一上海冠生园食品有限公司¹²的收购，主业拓展至糖果、蜂制品等休闲食品。虽然公司的奶糖、蜂蜜制品和罐头等产品面临日益激烈的市场竞争，并且由于消费者消费习惯的改变，均具有较大的转型压力，但是该类产品在国内细分市场中具有较高知名度，预计随着公司新产品的开发和品牌宣传的加强，该类产品仍将体现出一定竞争力。

该公司围绕主业不断推进食品产业链的海外收购。2012 年 11 月，公司下属子公司光明食品欧洲有限公司（简称“光明欧洲”）完成对维多麦公司控股股权的收购，公司成为维多麦公司的实际控制人。维多麦公司是英国销售收入第二大的谷物食品和谷物棒生产商，在英国拥有 5 处生产基地，并在北美设有加工工厂。维多麦公司主要生产以谷物为原料的健康食品，包括冷食麦片、热食麦片、谷物棒、膨化燕麦食品等，其产品出口到全球 90 多个国家。2017 年 4 月，公司签署股权转让协议，转让其持有的维多麦公司全部股权，2017 年已完成交割。

2012 年 6 月，该公司子公司烟糖集团并购法国波尔多葡萄酒公司 Distribution International de Vins de Bordeaux SAS（简称“DIVA”）70%的股权。收购完成后，公司获得数十种波尔多高端葡萄酒的销售代理权。2017 年末 DIVA 资产总额 4.42 亿元，所有者权益 0.47 亿元。2017 年实现营业总收入 1.92

¹² 冠生园品牌创建于 1915 年，是中国民族工业的名牌老字号企业。

亿元，净利润 0.08 亿元。

2014 年 12 月，该公司出资 1.23 亿欧元收购意大利橄榄油企业 Salov 集团 90%股权，Salov 集团专业生产和销售橄榄油，总部位于意大利托斯卡纳地区，旗下的橄榄油品牌 Filippo Berio 至今已有近 150 年的历史。2017 年其营业总收入为 25.82 亿元，净利润为 0.14 亿元，旗下橄榄油产品已经进入全球 70 多个国家，在意大利、美国和英国市场中处于领导地位，在全球的橄榄油企业排名中跻身前十。

2015-2017 年该公司品牌食品业务收入有所下降。其中 2017 年品牌食品业务收入较上年下降 20.37%，主要是维多麦公司股权转让所致。2018 年第一季度，主要受转让维多麦公司股权影响，当期品牌食品业务收入同比下降 41.52%。

g.现代农业

该公司现代农业经营主体分别为光明食品集团上海五四有限公司（简称“五四公司”）、崇明农场公司、上海市上海农场（简称“上海农场”）和光明食品集团上海东海总公司（简称“东海公司”）。

该公司现代农业重点发展种源、生态、装备和标准化农业，主要产品包括蔬菜、水产、禽类、药用植物、花卉、鲜果、生态森林等，已实现生产、加工、销售一体化经营。各类产品主要通过农贸市场、超市、园区等供应给华东地区消费者。公司的现代农业业务大多通过公司化方式统一运作，公司根据农场的客观条件和近年农作物市场的实际状况，统一安排机械化种植生产，在生产过程中统一提供技术支持、农机和农业生产资料的调拨。经过多年经营和发展，公司的农业产业化模式较为成熟，已经形成了农业生产规模化、集约化和标准化的管控模式。

五四公司前身是上海市五四农场，创建于 1954 年。主要从事蔬菜、瓜果、草坪、茶叶等的开发、生产和加工出口业务。近几年，五四农场围绕“50 万吨蔬菜销售”这一核心，在推进转型发展，拓展通道布局，强化基地建设，目前已成为以现代蔬果为主业的农业产业化国家重点龙头企业。截至 2017 年末，五四农场自有 2.63 万亩标准化设施菜田（0.39 万亩设施大棚、2.24 万亩露地）；2017 年五四农场产蔬果量 26.48 万吨，实现蔬菜上市量 26.47 万吨。

自 2011 年 4 月与跃进公司进行行政性归并整合后，崇明农场公司主要经营林果、畜牧、水产、禽业及休闲食品四项核心产业。2018 年 3 月末，崇明农场公司拥有耕地面积近 19.4 万亩。光明米业公司租赁用于稻麦种植的耕地面积 9.8 万亩，崇明农场公司经营管理的林地面积 4.7 万亩，用于水产品养殖的水资源区域面积约 1.6 万亩。另外，崇明农场公司建设用地面积为 1.6 万亩。

上海农场于 2009 年 9 月正式划归公司管理，实施企业化、产业化经营。主要经营粮业、猪业、渔业及林业四大核心业务，并探索培育禽蛋养殖业、菌菇种植业、上海营销等三个新兴产业。2014 年，原川东农场、原海丰总公司先后与上海农场实施行政归并。归并整合后，上海农场占地总面积为 45 万亩，其中自用耕地 20 万亩、林地 4.6 万亩、水产养殖面积 8 万亩。

东海公司子公司上海鲜花港企业发展有限公司（简称“上海鲜花港”）是一家以花农培训、花卉种植、种苗出口、花卉科技研发和现代农业旅游为一体的现代化花卉示范园区，在 100 公顷核心产业区内，已建成现代化智能温室群 36 万平方米，花卉新品展示和科普休闲园 48 公顷，花卉新品科技研发中心 3200 平方米，已形成年产种苗 1 亿株、切花 500 万支、盆花 200 万盆的生产能力，年吸引游客达 60 多万人次。

目前，该公司围绕高效、生态发展目标，进一步推进农业产业化、市场化工作。2017 年农作物播种面积约为 4.7 万公顷，饲料销售规模为 11.64 亿元，上市生猪 109 万头，奶牛存栏数 8.92 万头，上市生鲜奶 48.46 万吨，上市水产品 4.49 万吨。

2015-2017 年该公司现代农业收入规模逐年减小，主要系公司主动压缩低毛利率的贸易规模所致。2018 年第一季度，受部分部分工业企业回暖及菌菇业、禽蛋业产品市场行情逐步回升等因素影响，当期公司现代农业收入同比增长 8.82%。

h.水产

为进一步提升国有资本功能、优化上海食品行业国资布局，根据上海市国资委【2017】120 号文，上海市国资委将所持水产集团 100%股权以经审计的净资产值划转至该公司，公司新增水产业务板块。2017 年及 2018 年第一季度公司水产业务分别实现收入 28.31 亿元及 6.24 亿元。

水产集团核心业务为远洋捕捞业务，现拥有 80 余艘远洋捕捞船只，培育业务为高端海产品销售及与水产品产业链相关业务。2017 年，水产集团实现远洋水产品捕捞产量为 12.80 万吨。其中，金枪鱼围网船队全年实现捕捞产量 7.21 万吨；大拖船队全年实现捕捞产量 3.01 万吨；摩洛哥、毛塔、斐济项目、低温金枪鱼延绳钓船队和超低温金枪鱼延绳钓船队全年实现捕捞产量 1.01 万吨；阿根廷项目全年实现捕捞产量 1.57 万吨。2017 年水产集团各船队捕捞生产总体平稳、稳中有进。2017 年水产集团回国产品包括金枪鱼、阿根廷红虾、章鱼、墨鱼、鱿鱼、雪花鲷等 10 个品种，共实现各类产品回运 7.03 万吨。2018 年 1-3 月，水产集团远洋水产品捕捞产量为 3.90 万吨，实现各类产品回运 1.46 万多吨。

图表 16. 近年来远洋水产品捕捞产量情况（单位：万吨）

船队	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
大拖	4.67	4.04	3.01	0.18
金枪鱼围网	6.22	6.15	7.21	2.20
其他	4.06	2.23	2.61	1.53
合计	14.95	12.42	12.80	3.90

资料来源：光明食品集团

图表 17. 近年来回国产品情况（单位：万吨）

产品类型	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
狭鳕	0.69	0.92	1.09	0.00
竹筴鱼	0.36	0.03	0.35	0.00
金枪鱼	4.63	4.24	5.00	1.19
头足类	1.70	0.24	0.32	0.43
阿根廷红虾	0.25	0.27	0.25	0.00
鲑鱼	0.44	0.91	0.00	0.00
其他	0.09	0.05	0.03	0.01
合计	8.16	6.66	7.03	1.46
占渔捞生产总量的比例（%）	54.56	53.60	54.92	41.85

资料来源：光明食品集团

2017 年金枪鱼围网船队积极对标台湾稳发船队，合理规划作业天数的购买与使用，充分利用马绍尔和基里巴斯基地的保障服务优势，加强渔场调度，强化渔场生产信息共享，实施定向集中捕捞和分散相机捕捞，组织有效生产；船队狠抓渔货质量管理，产品冻结质量有效提升，质损率均低于 2% 的国际行业标准；充分利用带渔探仪的电浮标等先进捕捞辅助设备，提高捕捞作业精准度与生产效率。大拖船队积极转变船队经营思路，由追求产量增长向提升渔获质量与捕捞效益上转变；研究编制船队预算与考核办法，细化落实各项措施；及时调整捕捞策略，努力以增加包括小规格渔获的捕捞量来减少经营亏损。

2016 年，水产集团下属上市公司上海开创国际海洋资源股份有限公司（简称“开创国际”）投资 6100 万欧元收购了西班牙 HIJOS DE CARLOS ALBO SL（简称“ALBO 公司”）100% 股权。ALBO 公司的知名度和市场占有率位居西班牙国内罐头品牌前三名，其主导产品为金枪鱼罐头和罐头方便食品，主要销售地在西班牙，主要分销渠道遍布西班牙 17 个行政区，同时在欧洲其他国家及北美亦有销售。2017 年 ALBO 公司积极拓展市场渠道，考察调研意大利和法国金枪鱼罐头市场，在中国国内选定金枪鱼罐头代工企业，中标利比亚政府 480 万罐黄鳍金枪鱼罐头生产订单，生产的黄鳍、长鳍和鲣鱼罐头逐步推向欧洲和非洲市场。ALBO 公司 2017 年实现营业收入 9000 万欧元，实现利润 430 万欧元。

i. 分销零售

该公司食品渠道业务包括连锁商贸和品牌代理等业态。其中，连锁商贸主要经营主体为农工商超市（集团）有限公司（简称“农工商超市”）及上海第一食品连锁发展有限公司（简称“第一食品”）；品牌代理主要经营主体为上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司（简称“上海捷强”）、光明食品全球分销有限公司（简称“全球分销公司”）和光明食品（西班牙）有限公司（简称“光明西班牙公司”）。

连锁超市方面，农工商超市以上海为核心构建长三角地区的连锁商业网，形成了较强大的食品产业终端网络平台。农工商超市集团的业务形态包括标准

超市业态的农工商连锁超市和便利店业态的好德便利、可的便利、伍缘杂货等小型自选超市。截至 2017 年末，农工商超市集团共拥有农工商超市、好德便利、可的便利、伍缘折扣等合计 2269 家门店。截至 2017 年末，农工商超市资产总额为 49.13 亿元，所有者权益为 11.68 亿元，2017 年实现营业总收入 88.15 亿元、净利润-0.79 亿元。第一食品是食品零售行业首家同时通过 HACCP 食品安全管理体系和 ISO90001:2000 质量管理体系认证的企业，多年来第一食品致力于发展专业、特色食品零售大店，在上海、江苏拥有多家食品零售专业店。截至 2017 年末第一食品资产总额为 4.68 亿元，所有者权益为 1.96 亿元；2017 年实现营业总收入 14.74 亿元，净利润 0.57 亿元。

品牌代理方面，上海捷强是华东地区主要的食品代理商之一。上海捷强主要代理五粮液、剑南春、康辉、雅客和瑞士莲等品牌，并开始进入中高档食品品牌代理市场。品牌代理经营和盈利模式是进驻大卖场、连锁超市、便利店、综合商厦、餐饮、酒店等销售代理商品，从货源代理中收取代理费。该公司的食品代理业务已经较为成熟，上海捷强已发展成为华东地区最大的烟酒专业零售商，在上海市内拥有捷强 Joymax 烟酒专业连锁门店 194 家。2017 年，上海捷强实现营业总收入 17.49 亿元，同期实现净利润 2.35 亿元。

2015 年，烟糖集团通过下属全资子公司在开曼群岛设立全球分销公司。全球分销公司先与玛纳森食品控股有限公司（简称“玛纳森公司”）¹³进行内部重组，重组后全球分销公司持有玛纳森 100%股份。同时，全球分销公司通过增发新股的方式，引入两方战略投资者深圳市东华通贸易发展有限公司和建投投资有限责任公司。至此，烟糖集团通过其香港公司持有全球分销有限公司 75%股份。2017 年玛纳森公司实现营业总收入 36.54 亿元，实现净利润 0.46 亿元。

该公司通过旗下子公司光明西班牙公司拥有米盖尔食品集团（简称“米盖尔”）¹⁴72%的股权。米盖尔成立于 1925 年，是一家总部位于西班牙菲格拉斯市（赫罗纳省），主营现购自运业务¹⁵、批发及零售业务的分销集团。米盖尔在西班牙付现自提业务的市场排名第二，旗下自有品牌产品，覆盖食品、饮品、日化等多个领域，2017 年销售额超过 11 亿欧元。2017 年，米盖尔实现营业总收入 83.06 亿元，净利润 0.69 亿元。

在实体零售业市场持续低迷的影响下，该公司传统分销零售业务收入及盈利均出现明显下滑，但得益于收购海外业务带来的增量，2015 年及 2016 年公司分销零售业务总体收入仍有增长。2017 年，主要受当年未将南浦食品（集团）有限公司纳入合并影响¹⁶，公司分销零售业务收入较上年下降 18.69%。2018

¹³ 2011 年，烟糖集团以 2.8125 亿澳元的价格收购了澳大利亚领先的综合食品运营商和经销商玛纳森公司 75%股权。2011 年 11 月，烟糖集团通过在境外设立的子公司完成了该交易的交割，成为玛纳森公司的控股股东，公司成为玛纳森公司的实际控制人。玛纳森公司自有和代理 70 多种食品品牌，在澳大利亚干果/果脯、调味酱、奶酪等细分市场处于领先地位，拥有零售、餐饮等渠道客户 11000 多家。收购玛纳森公司后，公司品牌代理业务规模明显扩大。

¹⁴ 2015 年，烟糖公司以 1.1 亿欧元完成对西班牙米盖尔 72%股权的收购。

¹⁵ 特指仓储式商场的自助式批发模式，由顾客自行挑选商品，支付现金并运走货物。

¹⁶ 南浦食品（集团）有限公司主要从事国际、国内知名食品品牌代理，代理品牌主要包括雀巢、都乐、惠氏、早早麦、皇轩和张裕等食品品牌系列以及人头马、马爹利等洋酒品牌系列。2017

年第一季度，受传统分销零售业务低迷影响，公司分销零售业务收入同比下降 20.22%。

B. 非食品类业务

a. 房地产

该公司房地产业务原经营主体为农房集团，物流业务原经营主体为上海海博股份有限公司（简称“海博股份”）。2014 年 8 月，经上海市国资委《关于上海海博股份有限公司重大资产重组有关问题的批复》（沪国资产权【2014】221 号）批准，公司以持有的农房集团 72.55% 股权与海博股份除物流业务相关资产外的资产及负债进行置换，差额部分公司认购海博股份 3.18 亿股股份。此外，海博股份向上海大都市资产经营管理有限公司（简称“大都市资产”）、上海农工商绿化有限公司、张智刚、郑建国、沈宏泽和李艳发行股份购买其分别持有的农房集团 23.21%、0.81%、2.17%、0.95%、0.25% 和 0.06% 的股权，向大都市资产发行股份购买其持有的农房集团子公司上海农工商地产置业有限公司（简称“农房置业”）25% 股权。2015 年 9 月海博股份完成了资产重组，其直接持有农房集团 100% 股权和农房置业 25% 股权，并通过农房集团及其子公司间接持有农房置业 75% 股权。2015 年下半年，上海海博股份有限公司更名为光明房地产集团股份有限公司，简称更名为光明房地产集团股份有限公司。自此公司房地产、物流业务经营实体变为光明地产。其中，房地产业务主要由光明地产旗下的农房集团经营管理，包括普通商品住宅及其配套商业地产、综合商务楼的开发、销售和服务及上海城中村改造。

2017 年该公司房地产新开工面积为 256.14 万平方米，期末在建面积为 329.51 万平方米。2017 年公司延续了上年良好的销售态势，当年签约销售面积 218.53 万平方米，签约销售收入 236.62 亿元，均高于 2015 年、2016 年水平。

图表 18. 公司近年房地产开发情况（单位：万平方米、亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
新开工面积	135.60	178.29	256.14	58.60
期末在建面积	476.15	319.99	329.51	380.43
竣工面积	196.10	292.63	246.62	7.68
签约销售收入	149.16	189.33	236.62	43.27
签约销售面积	129.43	190.64	218.53	33.42
结转销售收入	95.77	196.11	193.20	27.24
结转收入面积	82.94	205.73	192.57	24.83

资料来源：光明食品集团

截至 2018 年 3 月末，农房集团已完工项目共 45 个，项目总投资 601.22 亿元，已实现销售总额 632.56 亿元¹⁷。

2018 年 3 月末，农房集团在建项目 18 个，总投资合计为 306.80 亿元，主

年该公司认定对南浦食品（集团）有限公司失去控制，当年由长期股权投资成本法转为权益法核算。

¹⁷ 从项目开始至 2018 年 3 月末。

要分布在长三角地区。其中，上海项目总投资合计为 50.26 亿元，已完成投资合计 37.13 亿元；江苏项目总投资合计为 67.18 亿元，已完成投资 50.31 亿元；浙江项目总投资合计为 86.34 亿元，已完成投资 64.89 亿元。农房集团其他项目分布在山东、河南、广西、湖南以及湖北，总投资合计为 103.02 亿元，已完成投资 71.87 亿元。截至 2018 年 3 月末，农房集团在建项目已完成投资 224.20 亿元，后续尚需投资约 82.60 亿元。同期末，农房集团在建项目已回笼资金为 126.48 亿元，回笼速度相对较慢，后续仍将面临一定库存去化压力。

图表 19. 截至 2018 年 3 月末农房集团主要在建房地产项目情况表（单位：亿元，%，万平方米）

项目名称	项目性质	所在地	总投资	已投资	规划建筑面积	土地面积	项目进度	资金回笼
扬州朗悦华府（不含 A 块）	商业、住宅	江苏省扬州市江北路	12.82	11.66	19.47	10.00	90.99	6.88
明丰湖滨花园	住宅	江苏省苏州市吴江市	14.77	13.44	9.01	26.87	91.00	0.00
杨浦动迁房项目	动迁安置房	上海市杨浦区	25.74	25.74	14.51	3.73	100.00	25.22
长沙观沙岭观沙国际	商业、住宅	湖南省长沙市岳麓	10.90	9.71	18.79	4.20	89.08	5.41
舟山临城 Lka-3-23 地块项目	商品房	浙江省舟山市	24.91	20.96	30.15	13.72	84.15	11.45
镇江明旺 C 块二、三期（共三期）	住宅	江苏省镇江市	9.18	4.93	26.25	12.06	53.68	15.63
湖州苍山地块（一号地块）	住宅	浙江省湖州市	17.38	13.57	4.07	20.60	77.73	6.24
镜湖 8-2、8-4 项目	住宅	浙江省绍兴市	25.60	22.03	39.43	15.99	86.05	14.84
武汉四新项目	商住办	湖北省武汉市	31.47	28.72	52.14	10.29	91.25	20.67
扬州维扬项目	住宅	江苏省扬州市	13.80	11.48	21.18	5.56	83.15	5.90
南宁望州岭项目	住宅	广西南宁	2.98	1.90	6.00	0.82	63.73	0.00
菏泽御河丹城二期	住宅	山东菏泽	10.59	5.45	17.97	5.19	51.46	0.33
千岛湖一、二期	住宅	浙江省杭州市	18.45	8.33	24.32	23.99	45.13	0.00
那黄村 1 号/8 号地块	住宅	广西南宁	19.47	19.97	56.08	10.70	102.61	3.71
松江南部新城项目	住宅	上海市松江区	24.52	11.39	35.74	13.01	46.46	10.20
荥阳索河新天地商业中心项目	商业	河南省郑州市	4.72	2.37	6.93	2.59	50.27	0.00
农房·索河湾三期项目	住宅	河南省郑州市	22.89	3.75	41.00	16.82	16.38	0.00
无锡吴樾东方项目	住宅	江苏省无锡市	16.61	8.80	15.68	0.65	52.98	0.00
合计	—	—	306.80	224.20	438.72	196.79	—	126.48

资料来源：光明食品集团

截至 2018 年 3 月末，该公司拟建项目 11 个，均为商品房项目，拟建项目计划安排投资总额为 214.52 亿元，已投资金额合计 110.95 亿元，已投资额绝大部分为自有资金。公司在建项目及拟建项目后续仍需投资金额合计 186.17 亿元，项目储备较充足，但投资压力亦较大。公司拟建项目主要位于长三角地区及广西南宁。

图表 20. 农房集团主要拟建房地产项目情况表（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目性质	地理区位	计划项目建设期	计划总投资规模	截至期末已投资金额			未来三年投资计划			规划建筑面积	土地面积
					总额	自有资金	银行贷款+外部债券等	2019年	2020年	2021年		
南宁蓝湾九里三期（A5）项目	住宅	广西南宁	2018.06-2019.12	7.50	2.22	2.22	0.00	2.00	2.30	0.70	10.80	3.34
南宁那黄村 3 号地块	住宅	广西南宁	2018.09-2020.12	10.12	2.38	2.38	0.00	4.00	6.00	3.00	24.30	4.33
南宁那黄村 4 号地块	住宅	广西南宁	2018.06-2020.12	8.02	2.32	2.32	0.00	4.00	4.00	1.00	14.02	3.32
光明·碧桂园培文府锦园项目	住宅	湖南省长沙市	2018.05-2019.12	19.40	8.98	3.00	5.98	3.00	0.41	—	23.65	10.54
湖州苍山地块（二号地块）	住宅	浙江省湖州市	2018.06-2020.12	14.24	5.56	5.56	0.00	6.00	—	—	10.75	19.97
金山 G6 项目	住宅	上海市金山区	2018.04-2020.12	92.42	63.15	63.15	0.00	18.00	3.00	—	38.81	17.25
湖州太湖度假区项目	住宅	浙江省湖州市	2018.04-2019.12	10.74	4.91	4.91	0.00	2.38	—	—	11.19	7.46
徐州贾汪项目	住宅	江苏省徐州市	2018.05-2020.12	9.97	1.66	1.66	0.00	3.10	1.76	—	19.21	11.54
菏泽御河丹城三期	住宅	山东省菏泽市	2019.06-2021.12	9.31	1.97	1.97	0.00	4.79	1.80	0.75	9.12	5.09
吴江 44 地块	住宅	江苏省吴江市	2018.04-2019.12	16.30	8.80	8.80	0.00	3.58	—	—	17.76	5.26
吴江 45 地块	住宅	江苏省吴江市	2018.04-2019.12	16.50	9.00	9.00	0.00	3.47	—	—		4.90
合计	—	—	—	214.52	110.95	104.97	5.98	54.32	19.27	5.45	179.61	93.00

资料来源：光明食品集团（截至 2018 年 3 月末）

在土地储备方面，农房集团主要通过招拍挂方式获取土地。截至 2018 年 3 月末，农房集团土地储备共计 5 幅，面积合计 40.98 万平方米，应交土地出让金 12.02 亿元，并已全部支付完毕。公司土地储备主要分布在上海以外地区，但成本整体较低，减值风险可控。

图表 21. 公司土地储备情况表（单位：%、亿元、万平方米）

地块	所在地	项目类型	权益比例	土地出让金	已交出让金	土地面积	获取年份
扬州华利项目 A 地块	江苏省扬州市	商业	75	0.79	0.79	1.85	2013
嘉定 D9 项目二期	上海市嘉定区	商业	60	0.40	0.40	1.33	2013
竹海岭上 AB EF 四块	江苏省宜兴市	住宅	100	4.11	4.11	19.85	2017
烟台 CD 二块	山东省烟台市	住宅	72	5.60	5.60	13.58	2018
陶里三期项目	江苏省宜兴市	住宅	100	1.17	1.17	4.37	2018
合计	—	—	—	12.02	12.02	40.98	—

资料来源：光明食品集团（截至 2018 年 3 月末）

b.其他业务

该公司物流业主要由光明地产下属的海博物流（集团）公司（简称“海博物流”）经营管理。海博物流是上海市大型物流企业之一，具有国际货代、危险品运输和海关监管车辆运输资质。2017 年海博物流实现营业总收入 4.84 亿元、净利润-0.48 亿元。截至 2018 年 3 月末，海博物流运输车辆约为 404 辆。海博物流以上海西郊国际农产品交易中心建设为契机，开展与后者相配套的冷链物流及辅助项目。

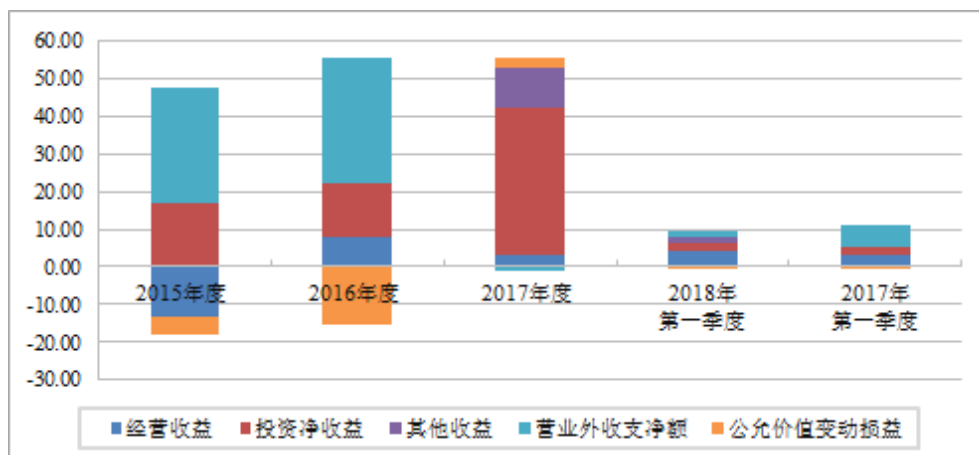
此外，该公司于 2013 年通过资本运作收购香港万安集团（主营冷冻食品进口业务）70%股权，主动布局冷冻食品进口贸易和食品物流业务。2014 年 12 月，公司以港币 7.5 亿元收购东方投资集团有限公司持有的东方物流中心物业项目，该项目为普通货仓，共 13 层，地处香港新界葵涌区嘉定街 1-11 号。由于冷链物流产业拥有较大的市场空间，本次收购为公司培育优质的冷链物流业务提供良好条件。另外，海博物流还在洋山深水港物流保税区建有综合基地，并逐步与多家国内外企业建立了物流合作关系。截至 2017 年末，公司在洋山自贸区、大虹桥等重点发展地区拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园；在市内其他区域还拥有大型冷库、常温仓库、码头岸线、BH 城市货运出租车、冷藏车辆等经营性资源。

该公司出租车业主要由旗下上海海博投资有限公司（简称“海博投资”）经营管理。海博投资下属的上海海博出租有限公司是上海市四大出租企业之一，具有出租车、租赁车营运资质。近年来受网约车影响，驾驶员流失严重，因缺人而出现搁车现象导致出租车业务收入有所下滑。2016 年 4 月 26 日海博出租与滴滴出行签订战略合作协议，未来双方将在出租车、专车、巴士业务以及汽车后市场等领域展开深入合作。2017 年海博投资实现营业总收入 38.67 亿元、净利润 1.18 亿元。截至 2018 年 3 月末，海博投资拥有出租车车辆为 10133 辆。

为提高资金集中度，增强集团的资金募集、资金供应等功能，实现食品产业和金融资本的有效融合，经中国银监会上海监管局批准，光明食品集团财务有限公司（简称“财务公司”）于 2014 年 12 月成立，是该公司全资设立的非银行金融机构，通过资金归集、同业存款、账务挂接等业务，实现食品产业和金融资本的有效融合。财务公司 2015 年 1 月正式开业。2016 年 9 月，公司获得国家外汇管理局关于开展外汇资金集中运营管理业务许可，参与上海市跨国公司总部外汇资金集中运营管理试点业务。截至 2017 年末，财务公司资产总额为 198.50 亿元，所有者权益为 12.95 亿元；2017 年实现营业总收入 5.84 亿元，净利润 2.22 亿元。

（2）盈利性

图表 22. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

受营业毛利、营业税金及附加、期间费用及资产减值损失规模变化影响，该公司经营收益有所波动。近年来投资收益、营业外净收入及其他收益已成为公司盈利的重要补充。

2015-2017 年，该公司分别实现营业总收入 1475.55 亿元、1558.55 亿元及 1611.61 亿元。同期，公司综合毛利率¹⁸分别为 18.03%、20.05%和 19.98%，综合毛利率水平较稳定。在食品类板块毛利率中水产、乳业、品牌食品及分销零售业务毛利率较高，蔬菜、现代农业、糖业及肉业毛利率水平居于其次，粮油业务毛利率相对较低。近三年糖业毛利率逐年上升，主要是受同期糖价波动的影响所致。另外，与良友集团的联合重组导致公司 2015 年粮油业务的毛利率较以前年度大幅下降，2016 年以来公司主动调结构，降低了低毛利的贸易收入，整合效果明显，粮油业务毛利率有所增长，但此项业务毛利贡献相对较小，对公司综合毛利率水平影响有限。同样受益于低毛利率的贸易收入减少，近年来现代农业毛利率逐年有所上升。主要受加大促销力度及转让维多麦公司股权影响，公司品牌食品业务毛利率近年来有所下滑。受新并购的新西兰银蕨农场公司毛利率较低及生猪价格下降影响，2017 年公司肉业毛利率较上年下降 2.94 个百分点。同期，受生奶采购成本上升、食糖均价上涨及境外 Synlait Milk 毛利率较低影响，乳业毛利率较上年下降 4.22 个百分点。非食品类板块毛利率中，地产物流业务毛利率近年来基本保持稳定水平；公司金融业务毛利率高，但毛利贡献程度较小，对综合毛利率影响不大。

近年来，公司经营规模不断扩大，营业毛利¹⁹保持增长，2015-2017 年分别为 265.97 亿元、312.55 亿元及 321.93 亿元，同比增幅分别为 15.19%、17.51% 及 3.00%。其中，食品类板块毛利是公司毛利的主要来源。各项业务中乳业、分销零售及肉业的毛利贡献程度相对较大，其次是品牌食品、糖业及现代农业，

¹⁸ 综合毛利率=1-（营业成本+手续费及佣金支出）/营业总收入×100%。

¹⁹ 营业毛利=营业总收入-营业成本-手续费及佣金支出。

而粮油、水产及蔬菜业务毛利贡献较小。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业总收入合计（亿元）	1,475.55	1,558.55	1,611.61	343.68	366.03
毛利率（%）	18.03	20.05	19.98	20.50	20.09
其中：乳业（%）	31.20	34.66	30.44	31.44	32.12
糖业（%）	8.23	9.71	14.01	12.35	14.98
肉业（%）	13.76	16.39	13.45	13.56	15.35
粮油（%）	0.79	3.22	5.53	6.37	3.33
蔬菜（%）	14.53	16.26	17.55	17.95	18.57
品牌食品（%）	33.06	32.79	27.79	26.75	35.62
现代农业（%）	10.57	12.45	14.25	16.66	14.73
水产（%）	—	—	34.22	23.08	—
分销零售（%）	21.47	20.09	21.89	20.93	19.49
地产物流（%）	23.4	20.29	19.67	40.28	13.64
金融（%）	71.38	54.15	62.24	63.21	63.73
毛利（亿元）	265.97	312.55	321.93	24.71	26.03
其中：乳业（亿元）	90.14	108.61	103.41	4.14	4.31
糖业（亿元）	14.09	13.96	19.27	8.49	9.69
肉业（亿元）	18.05	22.68	29.88	2.36	1.35
粮油（亿元）	1.71	5.44	9.73	2.44	2.24
蔬菜（亿元）	6.64	8.33	9.39	3.44	7.84
品牌食品（亿元）	32.16	30.77	20.77	2.70	2.19
现代农业（亿元）	13.39	10.88	10.68	1.44	0.00
水产（亿元）	—	—	9.69	12.04	14.06
分销零售（亿元）	58.21	61.76	54.72	15.23	4.62
地产物流（亿元）	33.61	49.88	48.54	1.11	0.77
金融（亿元）	0.62	1.60	3.64	24.71	26.03
期间费用率（%）	17.36	17.77	16.90	17.75	18.86
其中：财务费用率（%）	1.91	1.90	1.83	1.37	1.81
全年利息支出总额（亿元）	51.70	43.04	32.15	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	19.52	13.32	6.08	—	—

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

近年来，该公司期间费用维持在较大规模。2015-2017 年，期间费用分别为 256.22 亿元、276.93 亿元及 272.30 亿元，同比变化分别为 20.54%、8.09% 及 -1.67%。其中销售费用、管理费用等费用支出在期间费用中占比较高，2017 年占比分别为 61.01% 及 28.14%。公司期间费用与营业总收入之比总体保持稳定，近三年分别为 17.36%、17.77% 和 16.90%。此外，近年来公司资产减值损失金额有所增加，2015-2017 年资产减值损失分别为 8.14 亿元、9.49 亿元及 32.80 亿元。其中，2017 年资产减值损失主要由 17.32 亿元坏账损失、5.37 亿元存货跌价损失、3.67 亿元商誉减值损失、3.07 亿元固定资产减值损失及 2.08 亿元长期股权投资减值损失构成。当年资产减值损失较上年大幅增长，主要系坏账损失、存货跌价损失、长期股权投资减值损失、固定资产减值损失及商誉减值损失等较上年大幅增加所致。其中，坏账损失及长期股权投资减值损失增加主要是当年计提对南浦食品（集团）有限公司的其他应收款和长期股权投资减值

准备所致；商誉减值损失增加主要来源于对 TNUVA 和银蕨农场公司的商誉减值。

图表 24. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	16.91	14.48	38.79	2.21	2.28
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	3.34	3.56	4.42	—	—
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元） ²⁰	0.23	0.83	26.73	—	—
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	4.14	8.27	6.66	—	—
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	8.83	1.55	0.58	—	—
其他收益（亿元）	0.00	0.00	11.02	1.37	0.00
其中：政府扶持款（亿元）	0.00	0.00	4.18	—	—
项目补助款（亿元）	0.00	0.00	3.20	—	—
农业补助款（亿元）	0.00	0.00	2.63	—	—
税收返还（亿元）	0.00	0.00	0.02	—	—
营业外收入（亿元）	34.04	37.87	11.40	1.60	6.03
其中：政府扶持款（亿元）	15.31	16.52	0.00	—	—
项目补助款（亿元）	1.31	1.39	0.00	—	—
农业补助款（亿元）	3.30	4.27	0.00	—	—
税收返还（亿元）	0.30	0.39	2.52	—	—
动迁补偿等补偿款（亿元）	0.20	3.76	2.75	—	—
非流动资产处置利得（亿元）	2.78	1.95	1.84	—	—
公允价值变动损益（亿元）	-4.68	-15.47	2.40	-0.38	-0.12

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

该公司其他经营收益主要包括投资净收益和公允价值变动净收益。其中，投资净收益为公司盈利的重要补充。公司投资收益主要来源于长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益、持有及处置可供出售金融资产等取得的投资收益。其中 2017 年投资净收益较上年增长 167.81%，主要是处置维多麦公司、江苏东恒海鑫置业有限公司等股权投资取得的收益规模较大所致。近年来公司公允价值变动净收益波动较大，主要受远期合约估值变动影响。其中 2016 年公司所持远期合约估值亏损，导致当年公允价值变动净损失量达 15.47 亿元²¹。

该公司营业外收入主要来源于政府补助、动迁补偿等补偿款及非流动资产处置利得等。公司下属子公司从事的农业、出租车等业务每年可以获得一定政

²⁰ 含处置子公司股权取得的投资收益。

²¹ 该公司下属子公司光明食品国际有限公司（简称“光明国际”）主要通过外汇远期合约来降低需以外汇支付的借款相关的汇率波动风险。光明国际签订的部分外汇远期合约符合套期会计的运用条件。该等符合套期会计的外汇远期合约是以固定汇率销售英镑及买入美元，属于现金流量套期，于 2016 年度的公允价值变动中，属于现金流量套期有效部分的公允价值变动而产生的净利润计人民币 0.72 亿元计入其他综合收益；属于现金流量套期无效部分的公允价值变动和其他不符合套期会计的外汇远期合约于 2016 年度的公允价值变动净损失合计人民币 15.40 亿元。

府补贴。根据财会[2017]15号要求，2017年公司将与日常经营活动相关的政府补助按照经济业务实质计入“其他收益”，于当年实现其他收益11.02亿元。2017年公司实现的其他收益及营业外净收入合计9.69亿元，较2016年下降70.69%，主要是当年公司获得的政府扶持款减少的同时赔偿、补偿、罚款等营业外支出大幅增加所致。

2015-2017年，该公司净利润分别为18.57亿元、26.51亿元及33.17亿元。在营业毛利和投资收益增长的带动下，2017年公司净利润较上年增长25.13%。

2018年1-3月，该公司实现营业总收入343.68亿元，较上年同期下降6.11%；同期公司毛利率为20.50%，较上年同期上升0.40个百分点。当期，其他收益与营业外收支净额之和较上年同期下降50.73%。在营业总收入减少、其他收益与营业外收支净额之和下降的影响下，公司净利润较上年同期下降20.27%至6.13亿元。

(3) 运营规划/经营战略

“十三五”期间（2016-2020年），该公司将坚持并落实“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，紧紧立足上海发展需求，把握国内食品、农业产业发展的窗口期，创新商业发展模式，深化内部协同，优化体制机制，夯实基础管理，强化以人为本，成为上海大型城市主副食品供应的底板，成为安全、优质、健康食品的标杆，力争成为世界有影响力的跨国食品产业集团。具体在业务开展中，公司将牢固树立五大发展理念，坚持发展第一要务，坚持稳中求进的基本要求，坚决落实国企改革和农垦改革的决策部署，紧紧围绕“五年再造新光明、十年打造实力光明”的总体目标，严格遵循“总部强、平台优、农场实、终端活”的发展原则，扎实推进殷实农场建设和崇明世界级生态岛建设，努力构建“一体两翼”产业发展格局，创新实施“融合与协同、品牌与渠道、平台与国际化、人才和信息”四大战略，深入推进“盘土地、盘资源、盘人才、盘资金、盘规则”工作，努力做强、做优、做精、做长、做大企业。

管理

跟踪期内，该公司治理、管理水平等方面无显著变化，公司股权有所调整，但实际控制人仍为上海市国资委。

该公司是上海市属国有大型企业。近年来根据上海市国资国企改革要求，公司股权结构经历了几次调整。

2017年6月，上海市国资委以非同比例增资形式分别拨付该公司人民币5亿元及9.6亿元，主要用于支持解决原农工商集团抵债土地回购问题。增资后，公司注册资本由44.91亿元增加至46.72亿元，上海市国资委持股比例增加至12.31%，上海国盛（集团）有限公司（简称“上海国盛”）及上海城投（集团）有限公司（简称“上海城投”）的持股比例分别变更为45.71%和41.98%，资本

公积（股本溢价）增加 12.79 亿元。同年，上海市国资委将其持有的公司 8% 的股权无偿划转至上海久事（集团）有限公司（简称“久事集团”），划转完成后，上海市国资委持股比例下降为 4.31%，久事集团持股比例为 8%，上海国盛及上海城投的持股比例仍分别为 45.71% 和 41.98%。

2017 年 12 月，上海市国资委以非同比例增资形式拨付该公司 10.25 亿元，上海市财政局以增加权益资本的形式拨付公司 0.25 亿元，增加注册资本后，公司注册资本由 46.72 亿元增加至 48.02 亿元。上海市国资委出资比例由 4.31% 增加至 6.88%，上海国盛出资比例由 45.71% 调整至 44.48%，上海城投出资比例由 41.98% 调整至 40.85%，久事集团出资比例由 8% 调整至 7.79%。上海市国资委仍为公司实际控制人。

上海市经济近年来总体保持稳步增长态势，根据初步核算，上海市 2017 年生产总值（GDP）完成 30133.86 亿元，较 2016 年增长 6.9%。随着经济的发展，上海市财政实力不断增强，2017 年实现一般公共预算收入 6642.3 亿元，较上年增长 3.7%。

跟踪期内，该公司法人治理结构未发生重大变化，运营管理保持稳定。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 4 日《企业信用报告》，公司本部近三年无信贷违约记录。

财务

该公司拥有雄厚的资本实力，主业获现能力较强，但由于房地产业务及固定资产等投资规模较大，公司资金需求大，刚性债务规模较大；但得益于权益资本实力的增强，公司负债经营程度略有下降。公司现金类资产存量充裕，并有大量可供出售金融资产，此外，公司融资渠道畅通，公司偿债能力极强。

1. 数据与调整

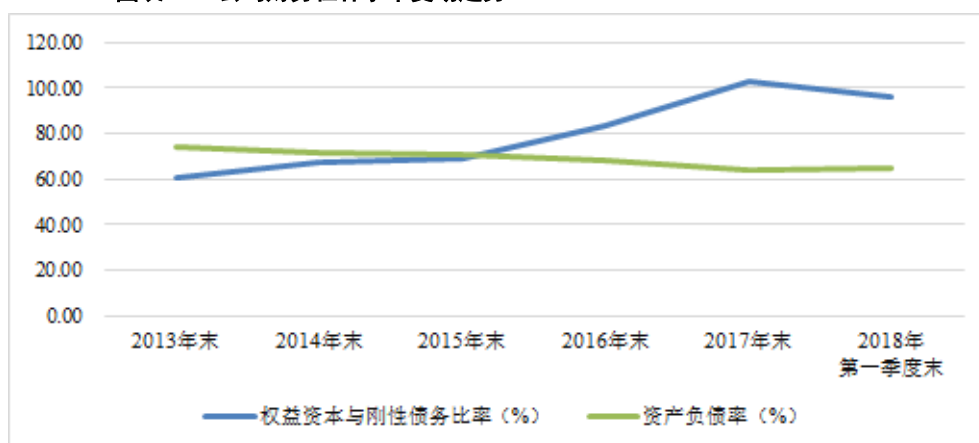
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。财政部于 2017 年度发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 5 月 28 日起施行，对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，要求采用未来适用法处理。同年，财政部修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，修订后的准则自 2017 年 6 月 12 日起施行，对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适用法处理；对于 2017 年 1 月 1 日至施行日新增的政府补助，也要求按照修订后的准则进行调整。2017 年公司依据相关规定进行了会计政策变更。同年财政部颁布了《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，公司按照通知要求编制 2017 年度财务报表。

2017 年因上海市国资委将所持水产集团 100%股权以经审计的净资产值划转至该公司，公司合并范围新增二级子公司 1 家。2017 年末，水产集团总资产为 49.60 亿元，净资产为 21.95 亿元；2017 年实现营业总收入 28.31 亿元、净利润 0.95 亿元，同期实现经营性现金净流入 2.90 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制

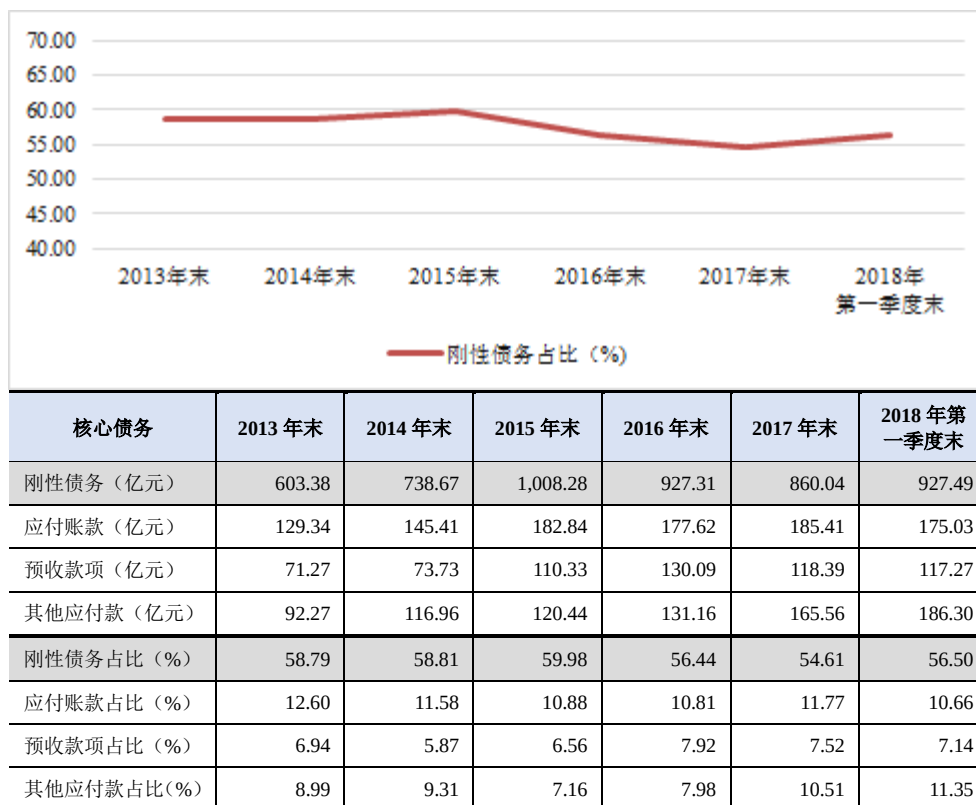
2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 70.79%、67.92%和 64.03%，负债经营程度逐年有所下降。2015 年以来，得益于所有者权益增加及刚性债务规模下降，公司权益资本与刚性债务比率有所上升，目前权益资本对刚性债务的覆盖程度尚可。

该公司为上海市规模最大的食品产业集团，权益资本补充能力强，近年来上海市国资委陆续对公司进行增资。且受益于经营积累及少数股东权益的增加，2015-2017 年末公司所有者权益分别为 693.65 亿元、776.19 亿元及 884.66 亿元，所有者权益逐年增长。

该公司运营管理稳健，预计后续负债经营程度较目前大幅上升的可能性小。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制

从债务期限结构来看，该公司债务期限结构与其食品生产、加工和流通主业特性基本相符。公司短期债务占比较大，2015 年末以来长短期债务比在 60% 上下波动。公司债务结构相对稳定，以刚性债务、应付账款、其他应付款和预收款项为主，截至 2017 年末上述四项占负债总额的比例分别为 54.61%、11.77%、10.51% 及 7.52%。公司负债构成与其核心业务相关性较高，其中长短期银行借款、应付票据等刚性债务主要是用于补充下属公司流动资金和部分重点项目的投资建设；应付账款、预收账款等形成的商业信用债务主要是公司在经营过程中对外部资金的占用；其他应付款主要包括往来款、押金保证金、补偿款和代收代付款等，2017 年末其他应付款较上年末增长 26.23%，主要是往来款较上年末增加 15.83 亿元。此外，公司递延所得税负债中可供出售金融资产公允价值变动形成的递延所得税负债占比较高。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	251.91	376.10	592.82	457.12	468.63	504.94
其中：短期借款	187.52	168.71	315.94	223.98	280.78	338.05
一年内到期的长期借款	52.08	114.74	61.39	80.49	51.80	37.84

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
应付票据	6.97	13.17	15.39	12.88	10.28	9.98
其他短期刚性债务	5.33	79.48	200.10	139.77	125.76	119.06
中长期刚性债务合计	351.47	362.57	415.45	470.19	391.41	422.55
其中：长期借款	185.90	199.02	316.58	265.28	142.24	175.47
应付债券	143.06	139.94	97.45	203.48	248.03	247.08
其他中长期刚性债务	22.50	23.62	1.43	1.42	1.14	0.00
综合融资成本（年化，%）	5.90	5.58	5.92	4.45	3.60	—

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理，其中综合融资成本估算公式为：当期综合融资成本=当期利息支出总额/（年初刚性债务余额+年末刚性债务余额）/2]*100%。“—”为无法获取到的数据。

2015-2017 年末，该公司刚性债务余额分别为 1008.28 亿元、927.31 亿元及 860.04 亿元，主要由银行借款及待偿还的债券等构成。主要受长期借款规模下降影响，2017 年末公司刚性债务余额较上年末下降 7.25%，但公司整体刚性债务仍处于较大规模，债务压力较大。

银行借款为该公司主要的融资方式之一。截至 2017 年末，公司银行借款余额合计 474.83 亿元，包括短期借款 280.78 亿元、一年内到期的长期借款 51.80 亿元及长期借款 142.24 亿元。当年末公司短期类银行借款较上年末有所增加，长期借款较上年末大幅减少，银行借款余额总体较上年末下降 16.66%。公司银行借款以信用借款和保证借款为主。截至 2017 年末，公司长期借款利率区间在 0.00%~9.00%。同期末，公司下属控股子公司存在 0.18 亿元已逾期未偿还的短期借款和 0.14 亿元已逾期未偿还的一年内到期的长期借款²²。

图表 28. 2017 年末公司银行借款构成（亿元）

借款类型	短期借款	一年内到期的长期 借款	长期借款	合计
信用借款	190.69	20.23	42.36	253.29
保证借款	61.39	21.32	43.16	125.87
抵押借款	6.78	2.48	22.00	31.26
质押借款	0.00	0.00	0.00	0.00
抵押加保证借款	21.92	7.78	34.72	64.42
合计	280.78	51.80	142.24	474.83

资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制

该公司直接债务融资渠道较为畅通，于 2009 年起先后发行了多期（超）

²² 已逾期未偿还借款为上海梅林（荣成）食品有限公司（简称“梅林荣成”）向荣成农村商业银行股份有限公司崖头支行借款。梅林荣成为该公司控股子公司，公司持股比例为 64.71%，目前已资不抵债，2016 年 3 月 7 日，梅林荣成股东会决议同意梅林荣成停产。因梅林荣成短期逾期、长期借款逾期被借款银行起诉，山东省荣成市人民法院于 2017 年 9 月 12 日出具《民事判决书》（判决书编号分别为：（2017）鲁 1082 民初 3758 号、（2017）鲁 1082 民初 3760 号）、（2017）鲁 1082 民初 3762 号），判决梅林荣成向原告山东荣成农村商业银行股份有限公司崖头支行偿还借款本金及相应的利息，截至 2018 年 5 月末，处于执行阶段中。

短期融资券、中期票据及公司债券等。此外，公司子公司农房集团于 2012 年 10 月发行了面值为 13 亿元的“12 农房债”、光明地产于 2016 年和 2017 年发行面值为 10 亿元的“16 光明房产 MTN001”、面值为 10 亿元的“16 光明地产 MTN002”和面值为 15 亿元的“17 光明地产 MTN001”，以上四期债券均由公司提供担保。2017 年末，公司刚性债务中待偿还债券合计 368.03 亿元，包括超短期融资券 60.00 亿元、一年内到期的应付债券 60.00 亿元及应付债券 248.03 亿元。2018 年 2 月，光明地产发行“光明地产大厦资产支持专项计划”，公司本部于当年 3-4 月发行多期超短期融资券。截至 2018 年 5 月末，公司及下属子公司尚有本金合计 293.80 亿元的人民币债务融资工具及 12 亿欧元的欧元债券仍处于存续期。

2018 年第一季度末，该公司负债总额为 1641.44 亿元，较上年末下降 4.15%，同期末资产负债率为 64.86%，较上年末变化不大。当期末，公司主要债务构成未发生重大变化，刚性债务余额较上年末增长 7.84%至 927.49 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度	2017 年第一 季度
营业周期（天）	181.36	181.14	195.13	210.12	199.77	—	—
营业收入现金率（%）	111.75	110.00	113.97	114.02	111.81	118.58	113.70
业务现金收支净额（亿元）	57.13	71.86	115.60	255.23	159.34	-12.69	-27.26
其他因素现金收支净额（亿元）	-77.87	-70.26	-71.88	-74.51	-71.54	-15.94	-18.19
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-20.75	1.60	43.73	180.73	87.79	-28.63	-45.44
EBITDA（亿元）	89.75	98.66	99.74	112.10	127.70	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.15	0.11	0.12	0.14	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.69	2.64	1.93	2.60	3.97	—	—

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司商贸流通业务及出租车业务主要以现金结算，收入现金回笼能力强；现代农业、食品加工等业务经过多年发展销售经营较为稳定，现金回款情况较为正常；房地产等业务受项目开发周期影响，现金回笼具有一定的波动性。公司现金获取能力总体较强，营业收入现金率变化不大。近年来随着公司营业总收入的逐年增长，公司经营活动回笼资金逐年增加。近三年公司业务现金收支净流入规模较大，其中 2016 年房地产业务现金回笼情况较好，当年业务现金收支净流入规模突出。其他因素现金收支净流出主要系公司支付的各项管理、销售费用，规模相对稳定。近三年公司经营性现金持续净流

入。近年来公司营业周期维持在 200 天左右，2017 年随应收账款和存货周转速度的小幅提升，营业周期较上年略有缩短。总体来看，应收账款和存货对资金占用较多。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出构成。随利润总额增长，近三年公司 EBITDA 逐年增长。近两年，加上刚性债务规模下降，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所提高，2017 年覆盖倍数分别为 0.14 倍和 3.97 倍。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	6.10	-16.26	-40.92	14.65	66.13	1.39	-1.99
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-43.23	-53.94	-45.68	-56.91	-76.02	-9.92	-9.23
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-5.64	5.56	27.19	8.74	8.44	-1.71	-1.74
投资环节产生的现金流量净额	-40.60	-64.65	-59.41	-33.52	-1.45	-10.23	-12.96

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

近年来，该公司大力推行资产整合，陆续处置了一些非主业和业绩不佳的资产，盈利状况较好的被投资单位每年也为公司贡献了一定的投资收益。但随公司购建固定资产、无形资产增加，资产变现和投资收益产生的现金流仅可满足部分资本性支出需求，投资环节存在一定资金缺口。2017 年回收投资与投资支付净流入额规模较大，主要来源于当年公司处置其持有的维多麦公司、江苏东恒海鑫置业有限公司等股权取得投资收益。受此影响，当年公司投资环节现金净流出规模较上年下降 95.68%。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	59.06	79.75	123.36	-154.61	-91.32	50.56	27.85

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

该公司筹资资金来源主要为吸收股东投资、银行借款及发行债券。近三年公司在债务偿还方面维持了较大规模的现金支出，但 2016 年以来新增借款及发行债券收到的现金金额较 2015 年下降，筹资环节产生的现金流量由 2016 年变为净流出。2017 年筹资环节净流出规模虽较 2016 年有所下降，但仍处于较大规模。

未来该公司还将保持较大的资本性支出规模，继续面临一定资金压力，但公司银行授信余额充足，资产抵质押金额相对较小，融资渠道通畅，资金需求可以得到满足。

2018 年第一季度，该公司经营环节现金净流出 28.63 亿元，投资环节现金净流出 10.23 亿元，筹资环节现金净流入 50.56 亿元。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	776.26	920.30	1,224.50	1,189.99	1,208.66	1279.74
	55.76	52.49	51.56	49.19	49.14	50.56
其中：现金类资产（亿元） ²³	193.40	212.29	331.25	337.02	331.04	332.17
应收款项（亿元）	81.43	79.97	107.31	105.67	104.47	99.17
预付款项（亿元）	100.26	74.74	58.93	48.83	37.54	39.63
存货（亿元）	354.38	485.86	653.89	610.40	633.17	686.37
其他应收款（亿元）	30.72	52.06	40.02	42.14	53.02	86.15
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	615.85	832.91	1,150.25	1,229.31	1,250.93	1251.20
	44.24	47.51	48.44	50.81	50.86	49.44
其中：可供出售金融资产（亿元）	106.70	193.78	169.12	176.11	208.02	207.66
长期股权投资（亿元）	20.47	35.38	48.57	53.11	69.01	69.06
固定资产（亿元）	176.07	237.91	364.70	408.66	416.43	417.05
在建工程（亿元）	42.22	38.64	57.93	49.33	54.23	55.57
无形资产（亿元）	169.44	195.10	336.26	364.18	367.83	361.65
商誉（亿元）	61.81	70.45	99.96	100.56	75.32	73.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	—	241.88	240.91	197.45	—
期末抵质押融资余额（亿元）	—	—	—	134.20	95.67	95.67
受限资产账面余额/总资产（%）	—	—	10.19	9.96	8.03	—

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

该公司 2015-2017 年末资产总额分别为 2374.74 亿元、2419.30 亿元及 2459.59 亿元。公司流动资产以现金类资产、存货、应收账款、预付款项和其他应收款为主。公司现金类资产规模相对较大，2017 年末受限制货币资金仅为 22.00 亿元，现金类资产主要分布于光明地产、糖酒集团、益民集团、良友集团等企业集团。当年末公司现金比率为 33.18%，充裕的现金类资产存量为公司偿还即期债务提供了必要的支撑。公司存货主要是农工商房产的开发成本和开发产品、农工商超市的库存商品以及下属食品类企业的原材料、产品等，其中房地产存货占比较高，其变现能力及价值受调控政策的影响较大。随房地产存货规模的增加，2017 年末存货账面价值较上年末增长 3.73%。2016 年来公司赊销规模有所压缩，随着业务规模的扩大，公司应收账款规模反而略有下降。公司应收账款规模虽大，但公司账龄较长、回收难度较大的应收账款占比较低，并已计提一定的坏账准备，坏账风险可控。公司预付款项主要为农房集团预付土地款及各子公司预付采购款，受项目开发周期影响有所波动。其他应收款主要包括往来款、合作方往来款及房产合建项目投资款等。

该公司金额较大的非流动资产包括可供出售金融资产、长期股权投资、

²³ 现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑票据。

固定资产、在建工程、无形资产及商誉。可供出售金融资产主要包括公司持有的海通证券股票和上海银行股票等，公允价值存在一定波动性，但市值较大，可为公司偿付即期债务提供有效的缓冲。长期股权投资为公司对合营、联营企业的投资，2017 年末主要因公司联营企业上海海烟物流发展有限公司的其他综合收益增加，公司长期股权投资账面价值较上年末增长 29.93%。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，当年末固定资产中房屋建筑物和机器设备的账面价值占比分别为 56.56%和 36.99%。公司在建工程主要包括建筑物项目、运输设备项目、农业项目及机器设备项目等。公司无形资产主要由公司拥有土地使用权和商标权构成，2017 年末无形资产中土地使用权和商标权的账面价值占比分别为 75.58%和 16.51%，公司土地使用权大多为划拨转入的农业用地使用权，实际变现能力弱。商誉为公司在非同一控制下合并中溢价产生的，2017 年因公司转让其持有的维多麦公司全部股权，对应减少商誉 27.06 亿元，主要受此影响当年末商誉账面价值较上年末下降 25.10%。但个别企业盈利不佳，商誉存在一定减值风险。

图表 33. 近年公司主要海外并购形成商誉情况

公司名称	并购时间	2016 年末 商誉账面价值 (亿元)	2017 年末 商誉账面价值 (亿元)	2017 年 营业总收入 (亿元)	2017 年 利润总额 (亿元)	2017 年净 利润(亿元)
新西兰 Synlait Milk 公司	2010	1.92	1.85	41.96	3.99	2.86
玛纳森食品控股有限公司	2011	16.73	16.70	36.54	1.03	0.46
Distribution International de Vins de Bordeaux SAS	2012	1.04	1.04	1.92	0.10	0.08
Latimer NewCo 2 Limited	2012	27.06	0.00	—	—	—
香港万安集团	2013	1.12	1.04	22.05	0.06	0.05
Salov 集团	2014	2.73	2.91	25.82	0.20	0.14
以色列 TNUVA 集团	2015	26.03	27.06	121.23	5.49	3.97
西班牙米盖尔公司	2015	3.78	4.15	83.06	0.87	0.69
Silver Fern Farms Limited	2016	0.78	0.78	109.07	0.78	0.75

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

2017 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 197.45 亿元，占公司资产总额的比例为 8.03%，受限制资产规模相对较小，如图表 34 所示。

图表 34. 2017 年末公司所有权或使用权受到限制的资产概况（单位：亿元）

项目	2017 年末账面价值	受限原因
货币资金	22.00	保证金、担保、监管、冻结、质押、抵押
应收账款	5.14	抵押
存货	94.32	保证金、抵押
投资性房地产	1.34	抵押
固定资产	66.40	担保、抵押
无形资产	4.46	抵押
在建工程	2.67	抵押
其他应收款	0.23	抵押

项目	2017 年末账面价值	受限原因
预付款项	0.11	抵押
持有待售的非流动资产	0.78	抵押
合计	197.45	—

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

截至 2018 年 3 月末，该公司资产总额为 2530.94 亿元，较上年末增长 2.90%。当期末，公司存货账面价值较上年末增加 53.19 亿元，主要是公司囤糖及房地产相关存货较上年末增加所致；同期末，其他应收款较上年末增长 62.48%。除以上外，公司其他主要资产构成未发生重大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率（%）	131.84	120.53	114.54	122.26	121.13	124.19
速动比率（%）	54.62	47.11	47.86	54.53	53.91	53.74
现金比率（%）	32.85	27.80	30.99	34.63	33.18	32.23

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

由于该公司流动资产中存货及预付款项规模大，资产流动性一般。2017 年末流动比率及速动比率分别为 121.13%及 53.91%。但公司现金类资产储备充裕，同期末现金比率为 33.18%，即期支付能力较强。且公司可供出售金融资产规模大，可为公司偿付即期债务提供有效的缓冲。近年来公司资产流动性水平较稳定。

2018 年第一季度末，该公司资产流动性较上年末变化不大。

6. 表外事项

2018 年 1 月，上海建岛置业有限公司（简称“建岛公司”）向上海市普陀区人民法院提起诉讼，要求光明地产下属子公司上海泰尔发房地产开发有限公司、上海东旺房地产有限公司就合资、合作开发房地产合同（《投资协议书》）的约定，向建岛公司支付人民币 0.50 亿元，并承担诉讼费。本案于 2018 年 3 月 20 日经普陀法院主持调解结案，双方达成如下调解协议：上海东旺房地产有限公司、上海泰尔发房地产开发有限公司应补偿建岛公司人民币 3890 万元，双方就补偿金额达成一致意见，本案再无其他争议。该公司已计提相应的负债。此外，公司无其他重大诉讼情况。

在对外担保方面，截至 2017 年末，该公司对合并范围外企业担保余额为 5.71 亿元，占净资产比例很小，因担保产生的或有债务风险可控。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理职能，自身经营业务较少，但为集团内主要的融资主体之一，同时作为发行多期债务融资工具的主体。2015-2017 年末，

公司本部负债总额分别为 354.76 亿元、314.42 亿元及 358.31 亿元，其中刚性债务余额分别为 303.21 亿元、263.31 亿元及 310.61 亿元，公司本部刚性债务压力较重。同期末公司本部资产总额分别为 677.70 亿元、675.88 亿元及 745.26 亿元。其中货币资金余额分别为 35.12 亿元、23.86 亿元及 23.58 亿元，公司本部货币资金存量较充裕。此外，公司本部还持有海通证券股票等可供出售金融资产，2017 年末账面价值为 71.06 亿元，可为债务偿还提供支持。且截至 2017 年末，公司本部直接持有的光明乳业 51.62% 的股权、光明地产 35.22% 的股权以及上海梅林 5.97% 的股权均未进行质押。2015-2017 年，公司获下属企业分红金额分别为 5.93 亿元、4.31 亿元及 3.56 亿元，分别实现净利润 0.79 亿元、1.84 亿元及 -2.32 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为 -54.21 亿元、41.54 亿元及 -8.08 亿元。总体来看公司本部资产质量较好，偿债能力极强。

图表 36. 公司本部 2017 末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	3.61	0.00	0.00	0.00	0.00
3%~4%（不含 4%）	98.00	60.00	0.00	0.00	0.00
4%~5%（不含 5%）	89.00	0.00	30.00	30.00	0.00
5%~6%（不含 6%）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6%~7%（不含 7%）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
7%及以上	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	190.61	60.00	30.00	30.00	0.00

资料来源：光明食品集团

外部支持因素

该公司现有负债经营水平基本适度，与多家银行保持了良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已实际获得的银行授信总额为 1804.69 亿元，未使用额度为 1358.86 亿元；公司本部获得银行授信总额为 781.00 亿元，未使用额度为 690.00 亿元。公司获得后续融资空间较大。

图表 37. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	合并口径实际授信额度	合并口径未使用授信额度	本部获得授信额度	本部未使用授信额度
全部（亿元）	1,804.69	1,358.86	781.00	690.00
其中：国家政策性金融机构（亿元）	56.60	50.60	30.00	26.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	785.89	471.82	305.00	280.00
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.68	38.45	42.89	44.35

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

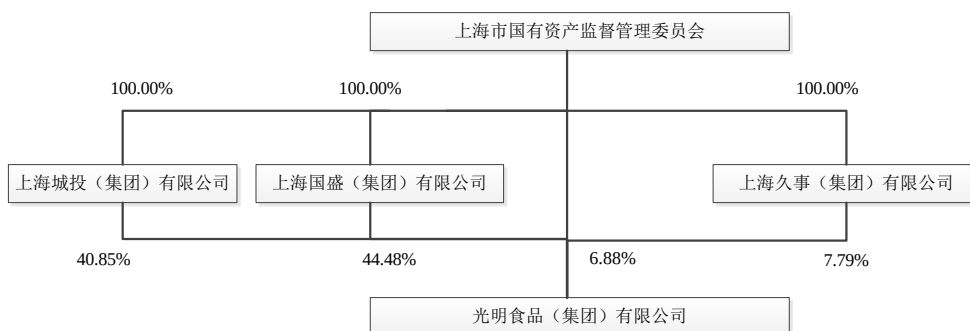
评级结论

该公司是上海市属国有大型企业，近年根据上海国资国企改革的整体部署，公司股权经历了几次调整，但上海市国资委仍为公司实际控制人。跟踪期内，公司治理、管理水平等方面无显著变化。公司主业结构趋于优化，近年来经营规模不断扩张，总体收入持续增长且规模突出，盈利能力较强。公司资本实力仍雄厚，主业获现能力较强，但由于房地产业务及固定资产等投资规模较大，公司资金需求大，刚性债务规模较大；但公司现金类资产存量充裕，并有大量可供出售金融资产，此外，融资渠道畅通，公司保持了极强的偿债能力。

本评级机构仍将持续关注：（1）产糖量及糖价变化；（2）该公司房地产业务后续投资及去库存情况；（3）公司传统分销零售业务的转型情况；（4）公司投融资情况以及金融环境变化对其融资渠道和资金成本的影响；（5）公司所持上市公司股票的市值变动情况；（6）商誉等资产减值风险；（7）对新合并企业的整合。

附录一：

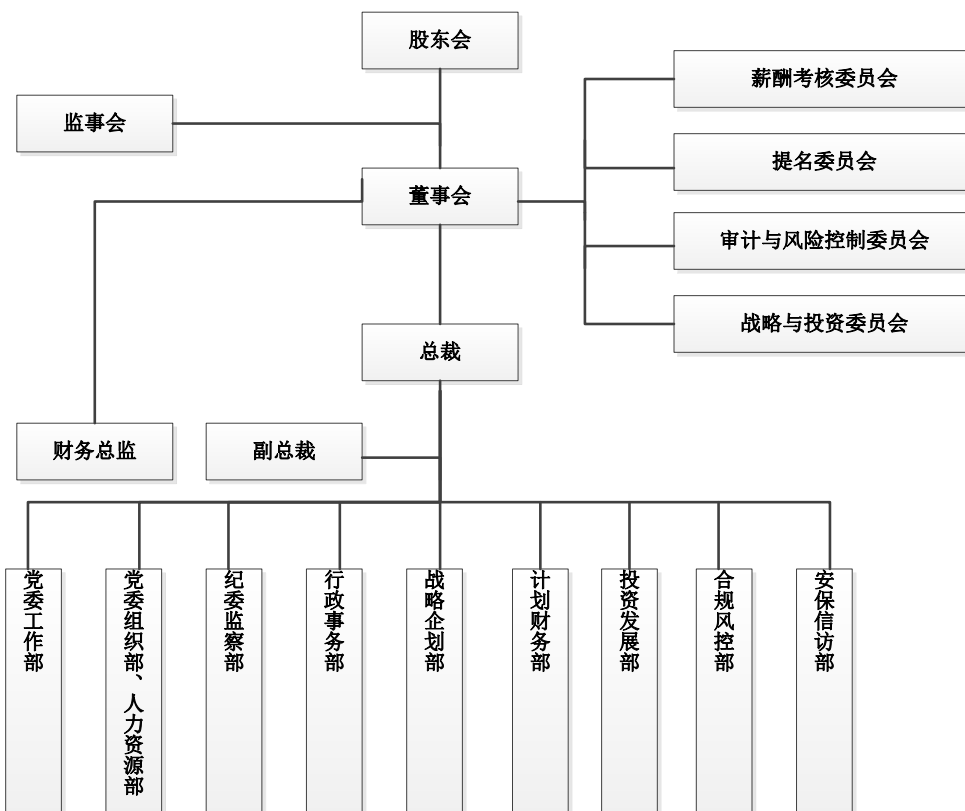
公司与实际控制人关系图



注：根据光明食品集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据光明食品集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海光明食品（集团）有限公司	光明食品集团	公司本部	—	国有资产经营和管理、实业投资	310.61	386.94	0.00	-2.32	-8.08	
上海光明房地产集团股份有限公司	光明地产	核心子公司	52.53	房地产开发	220.29	108.77	208.11	19.88	16.79	
上海光明乳业股份有限公司	光明乳业	核心子公司	51.73	乳制品加工	35.53	66.82	216.72	8.18	16.00	
上海良友（集团）有限公司	良友集团	核心子公司	100.00	粮油业务	70.84	79.75	175.92	2.13	4.73	
上海市糖业烟酒（集团）有限公司	烟糖集团	核心子公司	100.00	糖业、酒业等	154.84	172.35	303.81	-8.98	20.32	
光明食品国际有限公司	光明国际	核心子公司	100.00	投资与管理，谷物类食品、冷冻食品及乳制品的生产及销售	192.66	147.86	406.77	11.55	13.72	

注：根据光明食品集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	2,374.74	2,419.30	2,459.59	2,530.94
货币资金 [亿元]	328.44	331.62	320.13	322.34
刚性债务[亿元]	1,008.28	927.31	860.04	927.49
所有者权益 [亿元]	693.65	776.19	884.66	889.50
营业总收入[亿元]	1,475.55	1,558.55	1,611.61	343.68
净利润 [亿元]	18.57	26.51	33.17	6.13
EBITDA[亿元]	99.74	112.10	127.70	—
经营性现金净流入量[亿元]	43.73	180.73	87.79	-28.63
投资性现金净流入量[亿元]	-59.41	-33.52	-1.45	-10.23
资产负债率[%]	70.79	67.92	64.03	64.86
权益资本与刚性债务比率[%]	68.80	83.70	102.86	95.90
流动比率[%]	114.54	122.26	121.13	124.19
现金比率[%]	30.99	34.63	33.18	32.23
利息保障倍数[倍]	1.20	1.62	2.50	—
担保比率[%]	0.30	0.31	0.65	0.95
营业周期[天]	195.13	210.12	199.77	—
毛利率[%]	18.03	20.05	19.98	20.50
营业利润率[%]	-0.07	0.43	3.44	2.14
总资产报酬率[%]	2.99	2.90	3.29	—
净资产收益率[%]	3.12	3.61	3.99	—
净资产收益率*[%]	2.56	2.29	2.11	—
营业收入现金率[%]	113.97	114.02	111.81	118.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.77	17.70	8.91	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.07	8.86	5.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.93	2.60	3.97	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.14	—

注：表中数据依据光明食品集团经审计的 2015~2017 年度计未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业总收入/[(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]}
毛利率(%)=1-(报告期营业成本+报告期手续费及佣金支出)/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业总收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。