

光明食品（集团）有限公司  
2020年公开发行短期公司债券（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(2020)100775】

**评级对象:** 光明食品(集团)有限公司 2020年公开发行短期公司债券(第一期)

20 光明 S1

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AAA/稳定/A-1/2020年6月29日

**首次评级:** AAA/稳定/A-1/2020年3月15日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	23.58	10.17	19.03	22.50
刚性债务	310.61	378.20	339.71	372.57
所有者权益	386.94	385.75	414.68	413.71
经营性现金净流入量	-8.08	-52.46	50.47	-31.50
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	2,459.59	2,574.37	2,760.45	2,832.44
总负债	1,574.93	1,702.44	1,795.13	1,873.83
刚性债务	860.04	952.86	977.41	1,006.86
所有者权益	884.66	871.93	965.32	958.60
营业总收入	1,611.61	1,580.08	1,555.19	329.54
净利润	33.17	26.30	30.69	0.49
经营性现金净流入量	87.79	-29.61	-3.67	-62.41
EBITDA	127.70	120.15	123.28	-
资产负债率[%]	64.03	66.13	65.03	66.16
权益资本与刚性债务比率[%]	102.86	91.51	98.76	95.21
流动比率[%]	121.13	141.80	137.81	131.49
现金比率[%]	33.18	32.37	25.82	25.07
利息保障倍数[倍]	2.50	2.09	1.94	-
净资产收益率[%]	3.99	2.99	3.34	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.91	-3.02	-0.36	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.37	-6.01	-3.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.97	3.30	3.05	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.13	0.13	-

注:根据光明食品集团经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

杨茜 yh@shxsj.com

高珊 gs@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”)2020年公开发行短期公司债券(第一期)的跟踪评级反映了2019年以来光明食品集团在业务开展环境、主业竞争能力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、零售业务转型及房地产业务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,各级政府对于农业扶持力度大。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占比高，面临的市场风险较大；房地产业务开发的周期性也易对公司现金流造成影响。
- **商誉减值、坏账损失风险。**光明食品集团通过并购形成的商誉规模较大，存在一定的减值风险；公司应收账款及其他应收款规模较大，若款项无法正常收回或对盈利造成负面影响。
- **刚性债务压力较重。**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。
- **疫情短期影响。**2020年初新冠肺炎疫情的爆发对光明食品集团分销零售及地产物流等业务的开展具有一定短期影响。

#### ➤ 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 A-1 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

### 2020年公开发行短期公司债券（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”）2020年公开发行短期公司债券（第一期）（简称“20光明S1”）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2019年财务报表、未经审计的2020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。

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“农工商集团”）<sup>1</sup>、光明房地产集团股份有限公司（简称“光明地产”）也有通过债务融资工具进行融资。截至2020年6月15日，公司及下属子公司尚有本金合计421.16亿元的人民币债务融资工具及13亿欧元的欧元债券仍处于存续期。

**图表 1. 公司存续期债务融资工具概况（截至2020年6月15日）**

债项名称	当前余额 (亿元)	期限 (年/天)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间
19 光明 MTN002	10.00	3+N 年	3.88	2019 年 12 月	2022 年 12 月
19 光明 MTN001	20.00	3 年	3.35	2019 年 10 月	2022 年 10 月
18 光明 MTN005	20.00	3 年	4.03	2018 年 11 月	2021 年 11 月
18 光明 MTN004	20.00	3 年	4.09	2018 年 10 月	2021 年 10 月
18 光明 MTN003	20.00	3 年	4.21	2018 年 08 月	2021 年 08 月
18 光明 MTN002	20.00	3 年	4.01	2018 年 08 月	2021 年 08 月
18 光明 MTN001	30.00	3 年	4.30	2018 年 07 月	2021 年 07 月
20 光明 SCP004	20.00	90 天	1.42	2020 年 05 月	2020 年 08 月
20 光明 SCP003	30.00	180 天	1.40	2020 年 04 月	2020 年 10 月
20 光明 SCP002	20.00	180 天	1.78	2020 年 03 月	2020 年 09 月
19 光明 SCP004	30.00	270 天	2.20	2019 年 11 月	2020 年 08 月
20 光明 S1	10.00	180 天	2.05	2020 年 03 月	2020 年 09 月
20 光明 01	30.00	3 年	2.67	2020 年 04 月	2023 年 04 月
19 光明 01	5.00	5 (3+2) 年	3.80	2019 年 04 月	2024 年 04 月
18 光明 02	20.00	5 (3+2) 年	4.09	2018 年 08 月	2023 年 08 月
18 光明 01	30.00	3 年	4.43	2018 年 07 月	2021 年 07 月

<sup>1</sup> 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。

债项名称	当前余额 (亿元)	期限 (年/天)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间
19 光明 C	0.01	20.74 年	5.99	2019 年 04 月	2040 年 01 月
19 光明 B	2.79	20.74 年	5	2019 年 04 月	2040 年 01 月
19 光明 A	3.19	20.74 年	4.5	2019 年 04 月	2040 年 01 月
18 光明 C	0.20	21.01 年	6.99	2018 年 02 月	2039 年 02 月
18 光明 B	4.98	21.01 年	6.48	2018 年 02 月	2039 年 02 月
PR 光明 1A	3.57	21.01 年	5.99	2018 年 02 月	2039 年 02 月
光明 A2	4.50	2.81 年	6.5	2019 年 01 月	2021 年 10 月
光明次	0.50	2.81 年	0	2019 年 01 月	2021 年 10 月
20 光明 房 产 MTN002	7.50	3 年	3.65	2020 年 03 月	2023 年 03 月
20 光明 房 产 MTN001	5.00	3 年	3.70	2020 年 02 月	2023 年 02 月
19 光明 房 产 MTN004	6.00	3+N 年	5.87	2019 年 10 月	2022 年 10 月
19 光明 房 产 MTN003	5.00	3+N 年	5.70	2019 年 08 月	2022 年 08 月
19 光明 房 产 MTN002	8.00	5 (3+2) 年	3.98	2019 年 02 月	2024 年 03 月
19 光明 房 产 MTN001	6.00	3+N 年	5.9	2019 年 01 月	2022 年 01 月
18 光明 房 产 MTN002	6.50	3+N 年	6.25	2018 年 11 月	2021 年 11 月
18 光明 房 产 MTN001	6.00	3+N 年	7.25	2018 年 07 月	2021 年 07 月
17 光明 房 产 MTN001	15.00	5 (3+2) 年	5.15	2017 年 08 月	2022 年 08 月
16 光明 地 产 MTN002	0.55	5 (3+2) 年	3.35	2016 年 09 月	2021 年 09 月
16 光明 房 产 MTN001	0.87	5 (3+2) 年	3.44	2016 年 07 月	2021 年 07 月
欧元债	8 (亿欧元)	3 年	1.125	2017 年 07 月	2020 年 07 月
欧元债	5 (亿欧元)	5 年	1.375	2019 年 06 月	2024 年 06 月

资料来源：光明食品集团、Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全

球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、

创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

## (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、食品行业多个细分领域及零售行业等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。国家统计局数据显示，2017-2019 年全国全年粮食播种面积分别为 11,799 万公顷、11,704 万公顷及 11,606 万公顷，其中 2019 年同比减少 98 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 66,161 万吨、65,789 万吨及 66,384 万吨，其中 2019 年同比增加 594 万吨。目前我国粮食库存消费比约 40%，远高于国际上公认的 17~18% 的安全线，能够满足社会对粮食的需求，保证粮食市场稳定。

粮食价格方面，受供需关系及政策调整等因素影响，我国粮食价格波动性较大，给粮食贸易企业的经营带来了一定的压力。具体看，近年来国家启动了以市场化为导向的粮食价格形成机制改革。玉米方面，2016 年国家发改委按照“市场定价、价补分离”的原则对东北三省一区玉米收储制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为市场化收购加补贴的新机制，玉米价格受供需关系及政策因素影响呈震荡下滑态势；2017 年以来，在农业供给侧改革背景下，国家调减玉米种植面积，玉米产量逐年下滑，使得玉米价格呈上涨态势。小麦方面，近年来小麦价格继续实施最低收购价政策，年初和年末由于余粮短缺，小麦价格较高，年中新陈麦交替期间小麦价格围绕托市价格有所波动，小麦价格季节性波动较为明显。豆粕方面，我国大豆主要依靠进口，受海外市场影响较大，2017 年受畜禽养殖业整体形势较低迷、市场需求疲软、环保检查等因素影响，豆粕价格整体呈下滑态势；2018 年豆粕价格主要受中美贸易摩擦影响整体波动较大；2019 年年初豆粕价格延续上年下滑态势，至 5 月美国政府宣布对从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，中美贸易形势恶化导致豆粕价格快速上升，5 月至 11 月豆粕价格波动上涨，11 月以来中美关系有所缓和，且 12 月中美第一阶段经贸协议达成一致，豆粕价

格有所下滑，未来豆粕仍较大程度地受到市场供需和中美贸易战的影响。

图表 2. 近年来我国主要粮食产品价格变动情况 (元/吨)



资料来源: Wind

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，国家持续深化农业结构性改革，当年 1 月农业部发布《2018 年种植业工作要点》，要求持续推进种植业结构调整，大力推进绿色发展，努力提高种植业发展质量。2018 年 2 月，农业部举行全国推进质量兴农绿色兴农品牌强农工作会议，农业部确定 2018 年为“农业质量年”，将制定和实施国家质量兴农战略规划，大力推进质量兴农、绿色兴农、品牌强农。农业供给侧改革促进农业发展提质增效，同时也对农业企业的质量性发展提出更高的要求。2020 年 1 月，中共中央、国务院印发《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》，提出保障重要农产品有效供给和促进农民持续增收的要求。在稳定粮食生产方面，提出“粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量。强化粮食安全省长责任制考核，各省（自治区、直辖市）2020 年粮食播种面积和产量要保持基本稳定。进一步完善农业补贴政策。调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，稳定农民基本收益。”

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，2019 年，上海市农作物播种面积为

26.43 万公顷，较上年减少 7.4%。其中，粮食播种面积 11.74 万公顷，较上年减少 9.6%。2017-2019 年，上海市粮食产量分别为 99.78 万吨、103.74 万吨及 95.90 万吨。2019 年末上海市常住人口总数为 2,428 万人，按人均每天 0.3 千克计算，上海市 2019 年自产粮食仅可满足常住人口粮食需求的 36.07%，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 3. 近年来全国及上海市农业情况**

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
全国粮食产量（万吨）	66,060	66,044	66,161	65,789	66,384
上海农业总产值（亿元）	287.84	286.27	260.02	282.48	280.74
其中：种植业	145.9	149.14	140.42	147.54	143.48
渔业	54.49	52.57	53.53	55.90	53.89
畜牧业	64.23	60.71	39.87	46.34	48.42

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，我国食品行业规模总体呈增长态势，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需品的行业，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，食品行业经营规模总体呈增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷以及行业周期性波动等影响，行业规模和营业收入增速均呈现放缓态势，企业融资成本也有所上升。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。

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。

### 制糖业

**食糖是食品工业及下游产业的重要基础原料，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。**

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，2016-2019年，食糖国内消费量分别为1,410万吨、1,525万吨、1,530万吨及1,500万吨，但我国食糖人均年消费量仅为世界平均水平的一半，与发达国家人均消费量仍有较大差距。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<sup>2</sup>，食糖产量进入上升周期，2016/2017榨季产糖量为920万吨，较2015/2016榨季增长5.75%；2017/2018榨季产糖量为1,030万吨，同比增长11.96%；2018/2019榨季产糖量为1,070万吨，同比增长3.88%；2019/2020榨季产糖量为1041万吨，同比下降2.71%。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<sup>3</sup>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，上述地区产量合计占比长期超过90%。

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%；2017/2018榨季（2017.10~2018.05）食糖销量为574.67万吨，同比增长8.71%；2018/2019榨季食糖销量为666.77万吨，同比增长16.03%；2019/2020榨季食糖销量为631.09万吨，同比下降5.35%。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

<sup>2</sup> 榨季一般为当年的10月到次年5月，如2016/2017榨季为2016.10-2017.05，因此本文榨季数据采用当年10月至次年5月累计数据。

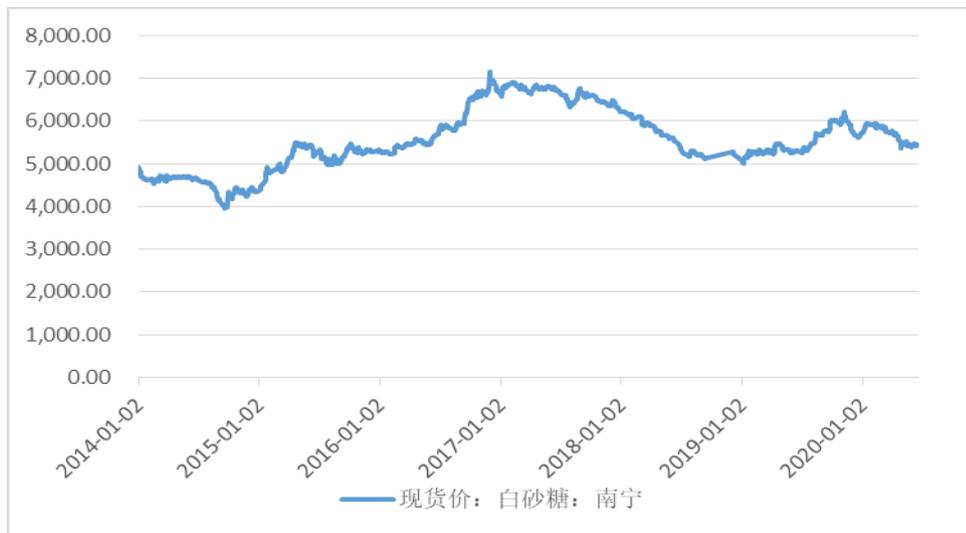
<sup>3</sup> 制糖业周期性主要是与甘蔗种植周期有关，一般甘蔗种植周期为3年。

主，12月~2月为传统春节备货期，糖果、饮料等企业对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25.2%；2018年进口糖280万吨，同比增长22.1%；2019年进口糖339万吨，累计增长21.1%。

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，国内糖价持续下降，2019年初下降至5,050元/吨。2019年以来，食糖价格小幅回升，2020年初食糖价格涨至5,800元/吨左右，随后食糖价格有所回调，2020年5月末食糖价格回落至5,400元/吨左右。

**图表 4. 2014年以来国内糖价波动情况（单位：元/吨）**



资料来源：Wind

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。

### 乳制品行业

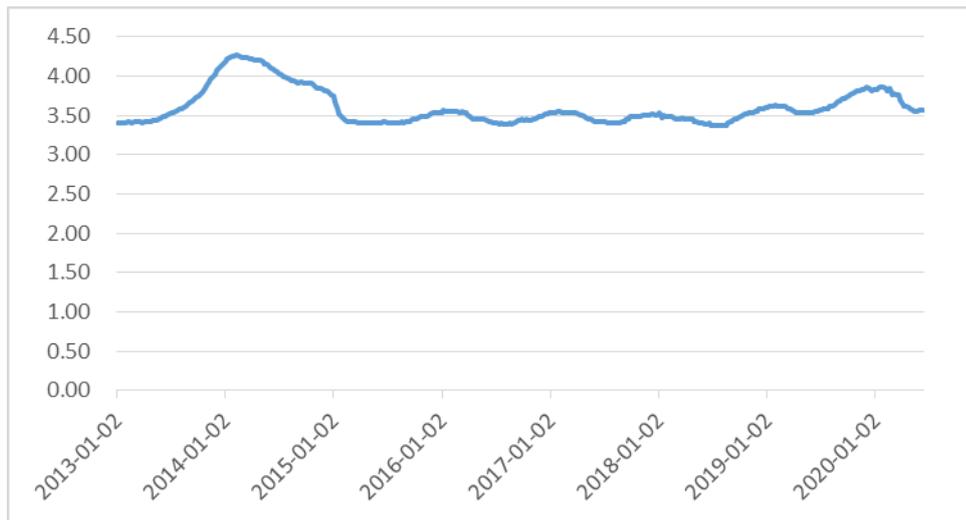
近年来，我国乳品消费群体快速扩张，带动乳品消费市场较快增长，同时国家对乳制品行业的支持力度逐步加大，相关政策的出台将进一步促进行业整合，有利于运营相对规范的大型乳制品企业发展。此外，我国原料奶价格持续低迷，环保监管要求趋严造成乳牛养殖规模及原料奶产量的下降，我国乳制品行业发展仍有较大空间。

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《中国奶业质量报告（2018）》显示，我国人均乳制品折合鲜乳消费量 36.9 公斤，仅为世界平均水平的 1/3，是发达国家平均水平的 1/10。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。2017-2019 年，全国乳制品产量分别为 2,935.00 万吨、2,687.10 万吨及 2,719.40 万吨。同期，我国牛奶平均零售价格分别为 11.47 元/千克、11.56 元/千克及 11.94 元/千克；酸奶平均零售价格分别为 14.24 元/千克、14.38 元/千克及 14.83 元/千克。

图表 5. 我国主产区生鲜乳平均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

我国对乳制品行业管理日益完善，先后颁布《食品安全法》、《乳品质量安全监督管理条例》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。

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。

2018年6月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，意见中提出：到2020年，奶业供给侧结构性改革要取得实质性成效，100头以上规模养殖比重超过65%，奶源自给率保持在70%以上，优质苜蓿自给率达到80%，到2025年奶业实现全面振兴。另外要发展标准化规模养殖，支持乳品企业自建、收购养殖场，提高自有奶源比例，促进养殖加工一体化发展。此外，国家还将修订《生乳》国家标准和灭菌乳等液态奶产品标准，建立生乳分级标准体系引导优质优价；制定发布复原乳检测方法食品安全国家标准和液态奶加工工艺标准，为复原乳监管提供依据，提升乳品质量安全水平。

2019年3月29日，农业农村部办公厅印发关于《奶业品牌提升实施方案》的通知，通知中提出，力争到2025年，我国奶业品牌化水平显著提高，品牌市场占有率、消费者信任度明显提升，品牌带动产业发展和效益提升作用明显增强。奶业品牌建设与奶业振兴发展紧密结合，形成创品牌、推品牌、护品牌的品牌发展机制，培育出一批具有影响力的产品品牌、企业品牌和区域公用品牌，使国产奶业品牌深入人心。2019年5月23日，国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、卫生健康委、市场监管总局、商务部、海关总署等国家七部委发布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，方案中提出，要大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，国产婴幼儿配方乳粉产量稳步增加，更好地满足国内日益增长的消费需求，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。

总体而言，行业整顿及国家相关政策出台提高了乳制品行业的行业标准，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，有利于规模化乳制品企业的发展。

### 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，但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。经初步核算，2019年国内完成生产总值（GDP）99.1万亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，增速比上年下滑0.5个百分点。同期，我国社会消费品零售总额41.16万亿元，比上年名义增长8.0%，扣除价格因素实际增长6.0%。2019年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为57.8%，消费仍是拉动国内经济增长的重要动力。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。

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。为应对行业市场的变化发展，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。2017-2019 年上海市实现社会消费品零售总额分别为 11,830.27 亿元、12,668.69 亿元及 13,497.21 亿元，年环比增幅分别为 8.1%、7.9% 及 6.5%。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。

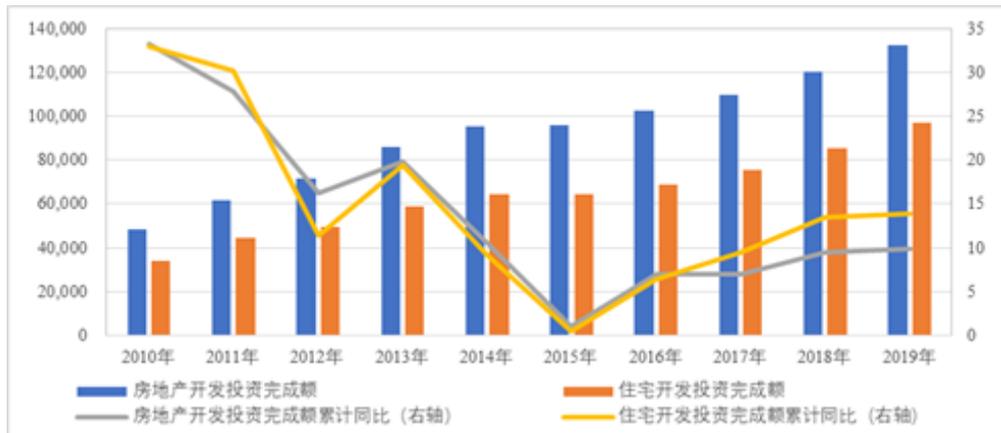
#### **D. 房地产行业**

**2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度持续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。**

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71

万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。

图表 6. 2010-2019 年度房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局、Wind

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因材施教”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融

资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。2020 年第一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

## 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。公司总体收入规模突出，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 7. 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	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	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	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。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 884.66 亿元、871.93 亿元及 965.32 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 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）<sup>4</sup>**

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业总收入合计		1,611.61	1,580.08	1,555.19	329.54	388.70
其中：核心业务营业收入	金额	1,609.49	1,595.07	1,599.82	333.78	391.61
	占比	99.87	100.95	102.87	101.29	100.75
其中：乳业	金额	339.75	325.67	354.85	84.93	85.05
	占比	21.11	20.42	22.18	25.44	21.72
糖业	金额	137.53	141.46	156.25	29.54	40.60
	占比	8.55	8.87	9.77	8.85	10.37
肉业	金额	222.21	221.79	234.04	64.86	65.13

<sup>4</sup> 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		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
	占比	13.81	13.90	14.63	19.43	16.63
粮油	金额	175.92	187.40	193.60	37.38	47.61
	占比	10.93	11.75	12.10	11.20	12.16
蔬菜	金额	53.49	67.42	86.50	22.39	19.67
	占比	3.32	4.23	5.41	6.71	5.02
品牌食品	金额	74.74	53.74	64.15	14.37	15.07
	占比	4.64	3.37	4.01	4.30	3.85
现代农业	金额	74.94	79.39	61.98	11.86	14.71
	占比	4.66	4.98	3.87	3.55	3.76
水产	金额	28.31	32.49	39.86	6.30	8.23
	占比	1.76	2.04	2.49	1.89	2.10
分销零售	金额	249.96	237.53	229.38	48.10	54.56
	占比	15.53	14.89	14.34	14.41	13.93
地产物流	金额	246.79	241.35	172.54	12.43	39.46
	占比	15.33	15.13	10.79	3.73	10.08
金融	金额	5.84	6.81	6.67	1.62	1.54
	占比	0.36	0.43	0.42	0.48	0.39

资料来源：光明食品集团

2017-2019 年该公司分别实现营业总收入 1,611.61 亿元、1,580.08 亿元及 1,555.19 亿元，主要来源于食品类业务，分别为 1,356.86 亿元、1,346.89 亿元及 1,420.61 亿元。同期，公司非食品类业务收入合计分别为 252.63 亿元、248.16 亿元及 179.21 亿元。其中，2019 年营业总收入较上年下降主要由于地产物流及现代农业收入下降。2020 年第一季度，公司实现营业总收入 329.54 亿元，较上年同期下降 15.22%，主要由于地产物流、糖业、粮油、分销零售等业务收入减少。

## 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 18 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。

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。2019 年，光明乳业研究院申请国家专利 116 项，其中 108 项发明专利，8 项实用新型专利；获授权国家发明专利 62 项、实用新型专利 9 项；

获国际专利授权 2 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°C 到 75°C 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。此外，公司还拥有先进的全程冷链保鲜系统，对产品贮存、运输、交接等过程中的实时情况进行有效监控，确保全过程冷链管控的有效性。

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。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<sup>5</sup>51% 的股权，迈出了国际化步伐。

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、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。2019 年，光明乳业总产销量为 317.12 万吨，较上年增长 2.18%；前五大客户销售额 38.28 亿元，占光明乳业销售额比重的 17.09%。

2018 年 7 月，光明乳业董事会审议通过了《关于新莱特建设液态乳品生产线项目的议案》，光明乳业下属新西兰 Synlait Milk 公司拟投资 1.25 亿新西兰元在现有新西兰邓桑德尔（Dunsandel）生产基地建设液态乳品生产线及相关包装生产线，投资金额将以银行贷款与自有资金组合的形式筹集。该项目预计可实现内部收益率（IRR）12.6%，回收期为 11 年；预计增加 1.15 亿升液态奶的加工能力，约合 11.5 万吨加工能力；预计将于 2021 至 2022 新西兰财年实现盈利（新西兰财年为每年 8 月 1 日至次年 7 月 31 日）。

2017-2019 年，该公司乳业板块分别实现营业收入 339.75 亿元、325.67 亿元和 354.85 亿元。其中，2019 年公司乳业板块收入较上年增长 8.96%。2020 年第一季度，公司乳业板块实现收入 84.93 亿元，较上年同期变化不大；当期毛利率为 30.91%，较上年同期略有增长。

<sup>5</sup> 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%。

## b.糖业

该公司糖业涵盖食糖的生产和流通环节，主要由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。

该公司糖业加工生产主要由东方先下属公司（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 2020 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 25.70 万亩，2019/2020 榨季产糖 14.91 万吨；广西田林和平糖业有限公司拥有糖厂 1 家，控制甘蔗资源 17.50 万亩，2019/2020 榨季产糖 6.60 万吨；云南英茂拥有糖厂 11 家，控制甘蔗资源 108 万亩，2019/2020 榨季产糖 68.87 万吨；广西凤糖拥有糖厂 10 家，控制甘蔗资源 97.76 万亩，2019/2020 榨季产糖 45.79 万吨。截至 2020 年 3 月末，公司在全国控制的甘蔗面积为 250.64 万亩。

在销售渠道方面，该公司糖业主要通过东方先下属销售公司进行销售。2019 年公司糖业板块实现食糖销售量 257.99 万吨，其中终端销售占总销量的 42.32%。2020 年第一季度，公司糖业板块实现食糖销售量 42.13 万吨，其中终端销售 23.65 万吨，占总销量的 56.15%。

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。

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。2017-2019 年，公司糖业板块分别实现收入 137.53 亿元、141.46 亿元和 156.25 亿元，糖业板块收入逐年提升。2020 年第一季度，公司糖业板块实现营业收入 29.54 亿元，较上年同期下降 27.24%，但由于糖价上涨当期毛利率大幅提升。

## c.肉业

该公司肉业主要由上海梅林负责。上海梅林下属的联豪品牌在全国冷冻牛排市场份额排名领先；梅林品牌罐头肉制品市场份额排名第一，具有较高的品牌知名度。

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 50% 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。

截至 2020 年 3 月末，该公司共拥有 28 家生猪养殖场，其中种猪场 5 家（包括种猪扩繁场 3 家）、种公猪站 2 家、商品猪场 23 家，3 座全价饲料加工厂，2 家年屠宰加工 140 万头生猪生产能力及配套冷链系统的花园式屠宰加工厂。

截至 2020 年 3 月末，上海梅林下属上海爱森肉食品有限公司（简称“上海爱森”）在上海及江浙地区开设“爱森”牌冷却肉专柜及专卖店 455 家。2019 年，上海爱森冷却肉累计销售近 22 万头。

该公司肉业原以猪肉为主，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。2017-2019 年，公司肉业板块分别实现营业收入 222.21 亿元、221.79 亿元及 234.04 亿元，同期毛利率分别为 13.45%、12.93% 及 14.14%。2020 年第一季度，公司肉业板块实现收入 64.86 亿元，较上年同期变化不大；由于肉类价格增长，当期毛利率为 18.89%，较上年同期增加 4.09 个百分点。总体来看，公司近年肉业收入水平较为稳定。

#### **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<sup>6</sup>（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 2020 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

<sup>6</sup> 现已更名为光明食品集团上海崇明农场有限公司。

达到 400 多万亩；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。同期末，良友集团拥有良友便利、光明便利、粮油平价店、光明城市厨房等 439 家，遍布上海主要城区。良友集团目前拥有耕地面积达 17 万亩，其中粮食面积约 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。

2017-2019 年，该公司粮油板块分别实现营业收入 175.92 亿元、187.40 亿元及 193.60 亿元，近三年收入逐年提升；同期毛利率分别为 5.53%、5.19% 及 5.19%，毛利率较为稳定。2020 年第一季度，公司粮油业务实现收入 37.38 亿元，较上年同期下降 21.49%；当期毛利率为 5.64%。

### 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贸易有限公司（简称“西郊国际”）经营。

2019 年，蔬菜集团和西郊国际实现农产品交易额 558.67 亿元，同比增长 38.49%；完成批发成交量 561.04 万吨，同比增长 5.17%，其中，完成蔬菜批发 332.20 万吨，同比下降 4.00%，约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增长，2017-2019 年公司蔬菜板块分别实现营业收入 53.49 亿元、67.42 亿元及 86.50 亿元。2020 年第一季度，公司蔬菜板块实现收入 22.39 亿元，较上年同期增长 13.83%。

**图表 9. 近年来公司农产品贸易概况**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
农产品交易额（亿元）	375	403	559	147
农产品批发交易量（万吨）	516	533	561	112
蔬菜批发规模（万吨）	336	346	332	62

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<sup>7</sup>。金枫酒业拥有全国黄酒行业单体最大的酿造基地，2019 年，金枫酒业黄酒产量 9.02 万吨，产能利用率<sup>8</sup>为 98.55%；当年实现黄酒销量 8.89 万吨，“石库门”和“和酒”在上海黄酒市场的占有率为 31.6%，其中自销比例为 21.8%，代理商销售比例为 78.2%。2020 年第一季度，金枫酒业黄酒

<sup>7</sup> “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。

<sup>8</sup> 产能利用率=当期实际销量/实际产量。

产量为 1.40 万吨，产能利用率为 111.42%；当期实现黄酒销量 1.56 万吨，“石库门”和“和酒”在上海黄酒市场的占有率约为 34%，其中自销比例为 28.2%，代理商销售比例为 71.8%。

**图表 10. 近年来金枫酒业黄酒产销情况（单位：万吨）**

	2017 年	2018 年	2019 年
产量	10.36	9.22	9.02
销量	10.55	9.20	8.89
库存	21.55	20.41	20.80

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。2019 年，四川全兴白酒成品酒产量为 0.54 万吨，其中自产成品酒 0.35 万吨，委外加工成品酒 0.19 万吨，成品酒产能利用率为 117%；基酒产量为 0.41 万吨，基酒产能利用率为 298%。当年实现白酒销量 0.52 万吨，其中自销比例为 0.46%，代理商销售比例为 99.54%

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，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。2014 年 12 月，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，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。

2017-2019 年该公司品牌食品业务分别实现收入 74.74 亿元、53.74 亿元和 64.15 亿元。其中，受维多麦公司股权转让等因素影响，2017 年、2018 年公司品牌食品业务收入同比下降分别为 20.37% 和 28.10%，2019 年品牌食品业务规模有所回升，收入较上年增长 19.37%。2020 年第一季度，公司品牌食品业务实现收入 14.37 亿元，较上年同期略有下降。

### **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、光明食品集团上海农场有限公司（简称“上海农场”）和光明食品集团上海东海农场有限公司<sup>9</sup>。

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 2020 年 3 月末，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）。2019 年度及 2020 年第一季度五四农场产蔬果量分别为 14.8 万吨及 2.0 万吨，分别实现蔬菜上市量 14.8 万吨及 2.0 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。截至 2020 年 3 月末，崇明农场公司拥有耕地面积近 19.8 万亩。光明米业公司租赁用于稻麦种植的耕地面积 9.3 万亩，崇明农场公司经营管理的林地面积 4.8 万亩，用于水产品养殖的水资源区域面积约 2 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 22 万亩、林地 5 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。

2017-2019 年，该公司分别实现农业收入 74.94 亿元、79.39 亿元及 61.98 亿元，同期毛利率分别为 14.25%、12.03%和 14.04%。2020 年第一季度，公司现代农业板块实现收入 11.86 亿元，较上年同期下降 19.37%；现代农业板块当

<sup>9</sup> “光明食品集团上海东海农场有限公司”现已更名为“上海花卉园艺（集团）有限公司”。

期毛利率为 19.71%，同比增加 5.71 个百分点。

### 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。2019 年及 2020 年第一季度，公司水产业务分别实现收入 39.86 亿元及 6.30 亿元。

水产集团核心业务为远洋捕捞业务，截至 2020 年 3 月末拥有 76 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。2019 年，水产集团实现远洋水产品捕捞产量为 18.26 万吨。其中，金枪鱼围网船队全年实现捕捞产量 11.76 万吨；大拖船队全年实现捕捞产量 3.50 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 0.99 万吨；阿根廷项目全年实现捕捞产量 2.01 万吨。2019 年水产集团各船队捕捞生产总体稳中有进。2019 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、雪花鲭、狭鳕等 10 个品种，共实现各类产品回运 14.25 万吨。2020 年第一季度，水产集团远洋水产品捕捞产量为 3.92 万吨，实现各类产品回运 2.72 万吨。

图表 11. 近年来远洋水产品捕捞产量情况（单位：万吨）

船队	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
大拖	3.01	3.57	3.50	0.00
金枪鱼围网	7.21	8.61	11.76	2.52
其他	2.61	3.04	3.00	1.40
<b>合计</b>	<b>12.80</b>	<b>15.22</b>	<b>18.26</b>	<b>3.92</b>

资料来源：光明食品集团

图表 12. 近年来回国产品情况（单位：万吨）

产品类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
狭鳕	1.09	1.09	0.89	-
竹筴鱼	0.35	0.28	0.56	-
金枪鱼	5.00	6.89	11.18	2.71
头足类	0.32	0.99	1.18	-
阿根廷红虾	0.25	0.25	0.17	-
鲑鱼	0.00	-	0.12	-
其他	0.03	0.03	0.15	0.01
<b>合计</b>	<b>7.03</b>	<b>9.53</b>	<b>14.25</b>	<b>2.72</b>
<b>占渔捞生产总量的比例（%）</b>	<b>54.92</b>	<b>62.61</b>	<b>78.04</b>	<b>69.39</b>

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。2019年，ALBO公司实现罐头总产量6,000万罐，同比增长2.86%；实现营业收入9,600万欧元，同比增长3.2%；净利润465万欧元，同比增长2.2%。此外，2019年，水产集团推进重大项目建设取得了预期效果，在保持原有业务总量的同时实现增量发展。项目建设方面，阿根廷阿特玛渔业公司冷库建设项目已完成结构封顶，岱山金枪鱼加工厂项目土建工程完成85%。

### **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。截至2019年末，农工商超市资产总额为39.17亿元，所有者权益为0.54亿元，2019年实现营业总收入64.03亿元、净利润-1.05亿元。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2019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1,505家门店。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2019年末第一食品资产总额为5.95亿元，所有者权益为2.90亿元；2019年实现营业总收入13.60亿元，净利润0.41亿元。

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，截至2019年末在上海市内拥有捷强Joymax烟酒专业连锁门店180家。

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”）<sup>10</sup>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。

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”）<sup>11</sup>72%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<sup>12</sup>、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。

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总体呈下滑趋势，2017-2019年，公司分销零售板块分别实现收入249.96亿元、237.53亿元及229.38亿元。2020年第一季度，分销零售板块业务实现收入48.10亿元，较上年同期下降11.84%；当期分销零售板块毛利率为21.27%，与上年同期基本持平。

## 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工商房地产（集团）股份有限公司（简称“农房集团”）<sup>13</sup>，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（简称“光明地产”）。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

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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。

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。

2019年该公司房地产新开工面积为513.28万平方米，同比增长8.54%；竣工面积为174.32万平方米，同比增长22.38%。当年公司实现签约金额为266.38亿元，同比增长8.91%；签约面积为207.15万平方米，同比增长0.45%；实现回款247.87亿元，同比增长3.71%。

**图表 13. 公司近年房地产开发情况（单位：万平方米、亿元）**

	2017年	2018年	2019年
新开工面积（万平方米）	256.14	472.89	513.28
竣工面积（万平方米）	246.62	142.44	174.32
签约销售金额（亿元）	236.62	244.59	266.38
签约销售面积（万平方米）	218.53	206.22	207.15

资料来源：光明食品集团

2020年3月末，光明地产在建项目46个，总投资合计为945.09亿元，主要分布在长三角地区。其中，上海项目总投资合计为300.00亿元，已完成投资合计241.13亿元；江苏项目总投资合计为258.64亿元，已完成投资181.67亿元；浙江项目总投资合计为157.81亿元，已完成投资134.06亿元。光明地产其他项目分布在广西、河南、山东、四川、湖南以及湖北等，总投资合计为228.64亿元，已完成投资147.97亿元。在建房地产项目大多位于三四线城市。截至2020年3月末，光明地产在建项目已完成投资704.83亿元，后续尚需投资约240.20亿元。同期末，光明地产在建项目已回笼资金为257.29亿元，回笼速度相对较慢，受项目所在地房地产限购政策影响，后续仍将面临一定库存去化压力。

**图表 14. 截至2020年3月末光明地产主要在建项目情况**

项目名称	项目性质	项目所在地	总投资（亿元）	截至2020年3月末已完成投资规模（亿元）	截至2020年3月末项目进度（%）	资金回笼（亿元）	规划建筑面积（万平方米）	土地面积（万平方米）
湖州苍山地块	住宅	浙江省湖州市	35.06	35.69	101.80	20.97	37.30	40.57
千岛湖一、二期项目	住宅	浙江省杭州市	18.45	17.03	92.30	5.71	24.32	23.99
农房索河湾三期项目	住宅	河南省郑州市	22.89	14.58	63.70	3.16	41.00	16.82
无锡吴樾东方项目	住宅	江苏省无锡市	16.61	13.87	83.50	12.11	15.68	5.29
金山G6项目	住宅	上海市金山区	92.42	86.23	93.30	6.83	51.40	17.25
光明泉城熙悦项目一期、二期	住宅	江苏省徐州市	9.97	7.45	74.72	4.55	23.57	11.54
吴江044地块	住宅	江苏省苏州市	16.30	13.78	84.54	3.74	26.60	5.20
吴江045地块	住宅	江苏省苏州市	16.50	13.80	83.64			4.90
常州辽河路项目	住宅	江苏省常州市	19.92	15.56	78.11	19.64	23.00	7.43

项目名称	项目性质	项目所在地	总投资(亿元)	截至2020年3月末已完成投资规模(亿元)	截至2020年3月末项目进度(%)	资金回笼(亿元)	规划建筑面积(万平方米)	土地面积(万平方米)
南宁那黄村3号、4号地块	住宅	广西省南宁市	18.14	16.22	89.42	25.51	42.25	7.65
光明碧桂园培文府锦园项目	住宅	湖南省长沙市	19.40	14.42	74.33	4.25	23.65	10.55
镇江4-5地块	住宅	江苏省镇江市	20.06	15.33	76.42	5.58	14.60	10.51
烟台项目CD一期	住宅	山东省烟台市	10.25	9.58	93.46	2.41	23.95	13.60
成都双流公兴街道项目	住宅	四川省成都市	14.15	11.23	79.36	0.77	12.06	4.19
余杭华润合作项目	住宅	浙江省余杭市	36.72	35.33	96.21	17.01	23.81	8.23
无锡锡山区东亭项目	住宅	江苏省无锡市	18.53	14.24	76.85	4.71	12.71	4.24
常州光华路项目	住宅	江苏省常州市	24.01	18.44	76.80	19.64	22.89	7.78
金山海光项目	住宅	上海市金山区	66.32	42.91	64.70	0.00	34.64	9.39
湖州图影1号、3号、4号地块	住宅	浙江省湖州市	14.16	11.76	83.05	3.08	30.46	11.17
松江洞泾二号地块	住宅	上海市松江区	28.33	26.87	94.85	0.00	10.37	6.12
西虹桥冷链物流园二期	物流	上海市青浦区	14.12	6.78	48.02	0.00	11.44	4.87
常州荷园项目	住宅	江苏省常州市	26.08	15.40	59.05	2.23	24.96	8.63
吴江汾湖五院北项目	住宅	江苏省苏州市	21.09	14.97	70.98	1.61	17.30	6.97
重庆两江新区水土项目	住宅	重庆市两江新区	7.11	5.89	82.84	2.34	9.72	4.59
昆明项目	住宅	云南省昆明市	16.75	6.30	37.61	4.08	56.09	10.85
宁波奉化项目	住宅	浙江省宁波市	11.78	6.85	58.15	9.15	12.53	3.75
南桥新城项目	住宅	上海市奉贤区	20.64	17.15	83.09	0.00	10.72	4.26
常州三毛项目	住宅	江苏省常州市	38.97	21.69	55.66	26.06	32.26	10.85
蔡甸项目	住宅	湖北省武汉市	17.27	8.61	49.86	0.17	23.94	6.67
成都龙泉驿区龙泉街道项目	住宅	四川省成都市	16.82	10.04	59.69	1.84	18.30	7.83
武汉葛洲坝项目	住宅	湖北省武汉市	19.36	11.06	57.13	2.02	20.45	4.73
崇明陈家镇项目	住宅	上海市崇明区	15.40	11.29	73.31	0.00	12.50	7.27
常州钟楼区荷园1号地块项目	住宅	江苏省常州市	16.53	9.13	55.23	0.00	15.40	5.31
金华江东镇商住用地北侧1#地块	住宅	浙江省金华市	2.89	1.25	43.25	0.00	4.50	1.86
金华江东镇商住用地南侧2#地块	住宅	浙江省金华市	0.94	0.40	42.55	0.00	1.50	0.71
宁波春晓项目	住宅	浙江省宁波市	24.42	16.68	68.30	4.09	28.00	10.57
南昌项目	住宅	江西省南昌市	36.00	22.76	63.22	7.08	38.00	14.14
武汉东西湖国风上观项目	住宅	湖北省武汉市	16.49	9.44	57.25	0.42	20.00	4.52

项目名称	项目性质	项目所在地	总投资(亿元)	截至2020年3月末已完成投资规模(亿元)	截至2020年3月末项目进度(%)	资金回笼(亿元)	规划建筑面积(万平方米)	土地面积(万平方米)
成都青白江凤凰新城项目	住宅	四川省成都市	14.01	7.84	55.96	0.95	15.70	5.60
常州新北区地块	住宅	江苏省常州市	14.07	8.01	56.93	2.27	23.30	8.09
宁波祥生项目	住宅	浙江省宁波市	13.39	9.07	67.74	0.00	17.91	6.59
松江南部新城项目	保障房	上海市松江区	24.52	24.52	100.00	21.87	35.74	13.01
大团镇 17-01 地块项目	保障房	上海市浦东新区	5.53	5.53	100.00	5.43	10.00	4.08
张堰项目	动迁房	上海市金山区	3.99	3.58	89.72	0.30	6.80	2.91
奉贤金汇镇泰日城中村 11-03 地块	动迁房	上海市奉贤区	7.95	4.83	60.75	0.00	11.48	4.04
浦东三林 2-1/6-1/3-1/5-1 地块	动迁房	上海市浦东新区	20.78	11.44	55.05	5.69	25.55	9.51
<b>合计</b>			<b>945.09</b>	<b>704.83</b>	<b>72.01</b>	<b>257.29</b>	<b>998.35</b>	<b>398.63</b>

资料来源：光明食品集团

截至 2020 年 3 月末，该公司拟建项目 7 个，全部为住宅项目，拟建项目计划安排投资总额为 112.60 亿元，已投资金额合计 41.91 亿元。公司在建项目及拟建项目后续仍需投资金额合计 310.89 亿元，面临较大的投资压力。公司拟建项目位于长三角地区、广西、河北及重庆。

图表 15. 光明地产主要拟建房地产项目情况表

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(亿元)	截至2020年3月末已投资金额(亿元)	规划建筑面积(万平方米)	土地面积(万平方米)
那黄村 2 号、7 号地块	住宅	广西省南宁市	2019.08~2022.12	17.87	7.07	25.13	4.58
重庆市渝北区两路组团分区项目	住宅	重庆市渝北区	2020.02~2021.12	12.47	6.24	12.11	6.55
那黄村 5 号、6 号地块	住宅	广西省南宁市	2020.07~2023.05	23.10	4.71	26.93	4.53
湖州图影 16 号地块	住宅	浙江省湖州市	2020.06~2022.06	11.99	4.49	15.40	5.95
杨浦 118 二期	住宅	上海市杨浦区	2020.08~2023.08	9.69	5.78	2.80	0.65
荷园 3 号项目	住宅	江苏省常州市	2020.04~2022.11	16.8	9.42	15.86	5.50
邯郸项目	住宅	河北省邯郸市	2020.08~2023.12	20.68	4.20	47.10	12.97
<b>合计</b>				<b>112.6</b>	<b>41.91</b>	<b>145.33</b>	<b>40.73</b>

资料来源：光明食品集团（截至 2020 年 3 月末）

在土地储备方面，光明地产主要通过招拍挂方式获取土地。截至 2020 年 3 月末，光明地产土地储备共计 5 幅，面积合计 44.50 万平方米，应交土地出让金 8.79 亿元，并已全部支付完毕，其中四幅土地位于江苏，另外一幅位于山东，成本整体较低，减值风险可控。

图表 16. 公司土地储备情况表

地块	所在地	项目类型	权益比例 (%)	土地出让金 (亿元)	已交出让金 (亿元)	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	75.00	0.79	0.79	1.85	2013
竹海岭上 ABEF 四块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	4.11	4.11	19.85	2017
竹海岭上 HJL 三块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	1.71	1.71	8.31	2018
竹海岭上 MK 二块	江苏省宜兴市	住宅	93.00	2.06	2.06	10.44	2019
菏泽御河丹城三期	山东省菏泽市	住宅	60.00	0.12	0.12	4.05	2012
合计			-	8.79	8.79	44.50	-

资料来源：光明食品集团（截至 2020 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。截至 2020 年 3 月末，海博物流运输车辆约为 382 辆，海博物流运输多功能运力达到 549 吨。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。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。

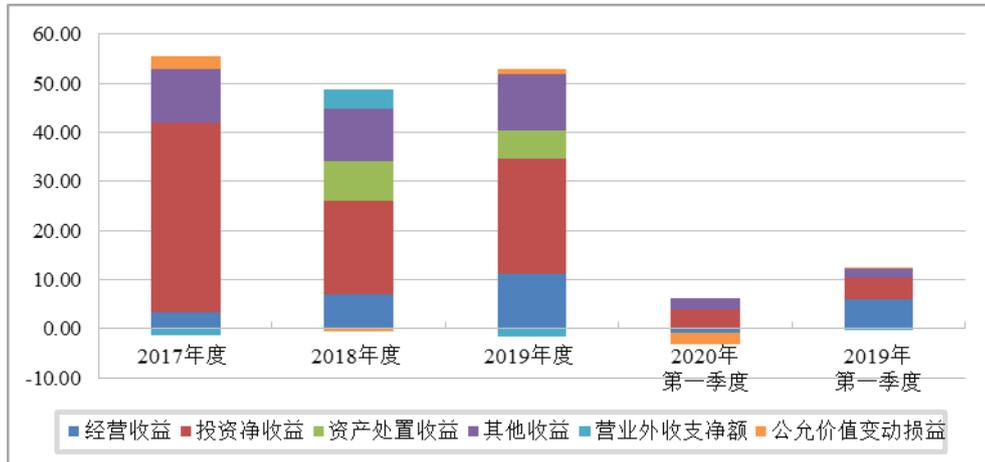
该公司出租车业务主要由旗下上海海博投资有限公司（简称“海博投资”）经营管理。海博投资下属的上海海博出租有限公司是上海市四大出租企业之一，具有出租车、租赁车营运资质。近年来受网约车影响，驾驶员流失，因缺人而出现搁车现象导致出租车业务收入有所下滑。2016 年 4 月 26 日海博出租与滴滴出行签订战略合作协议，未来双方将在出租车、专车、巴士业务以及汽车后市场等领域展开深入合作。截至 2020 年 3 月末，海博投资拥有出租车车辆为 8,552 辆。

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 2019 年末，财务公司资产总额为 238.35 亿元，所有者权益为 30.80 亿元；2019 年实现营业总收入 6.67 亿元，净利润 2.56 亿元。

## (2) 盈利性

图表 17. 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、其他收益及资产处置收益已成为公司盈利的重要补充。

2017-2019 年，该公司分别实现营业总收入 1,611.61 亿元、1,580.08 亿元及 1,555.19 亿元。同期，公司综合毛利率<sup>14</sup>分别为 19.98%、19.96% 及 19.92%，综合毛利率水平较稳定。在食品类板块毛利率中乳业、水产、品牌食品及分销零售业务毛利率较高，肉业、蔬菜、现代农业毛利率水平居于其次，糖业、粮油业务毛利率相对较低。2017-2019 年，公司乳业毛利率分别为 30.44%、30.89% 及 35.16%，近三年毛利率不断提升。同期糖业毛利率分别为 14.01%、8.04% 及 4.19%，糖业毛利率降幅较大，主要是受同期糖价波动的影响所致。同期肉业毛利率分别为 13.45%、12.93% 及 14.14%，毛利率变化主要受肉类价格波动影响。同期粮油毛利率分别为 5.53%、5.19% 和 5.19%，毛利率较低但近三年较稳定。同期蔬菜毛利率分别为 17.55%、14.71% 及 12.08%，近三年毛利率不断下降。主要受加大促销力度等影响，公司品牌食品毛利率有所下滑，近三年分别为 27.79%、25.32% 及 24.05%。2017-2019 年，公司现代农业毛利率分别为 14.25%、12.03% 及 14.04%。同期水产毛利率分别为 34.22%、32.80% 及 26.63%，近三年毛利率下降主要系水产产品种类结构不同所致。同期分销零售毛利率分别为 21.89%、22.31% 及 22.23%，毛利率相对较稳定。非食品类板块毛利率中，近三年公司地产物流毛利率分别为 19.67%、29.10% 和 24.32%，毛利率变化主要受当年结转项目影响；近三年金融业务毛利率分别为 62.24%、

<sup>14</sup> 综合毛利率=1-（营业成本+手续费及佣金支出）/营业总收入×100%。

58.98%及 55.98%，毛利率高，但毛利贡献程度较小，对综合毛利率影响不大。

2017-2019 年，该公司营业毛利<sup>15</sup>分别为 321.93 亿元、315.40 亿元和 309.76 亿元，公司营业毛利出现小幅下滑。其中，2019 年，乳业收入及毛利率上升，当年乳业毛利大幅增长；主要受当年结转项目减少及毛利率下降影响，地产物流毛利大幅下降；因当年上半年出货量较大，糖价处于全年较低水平，且受气候影响，凤山糖业的出糖率及单产量有所下降，公司糖业毛利降幅较大；现代农业收入及毛利下降，当年毛利率略有提升；肉业、粮油、蔬菜和品牌食品业务毛利小幅增长；水产、分销零售业务毛利小幅下滑。

**图表 18. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业总收入合计（亿元）	1,611.61	1,580.08	1,555.19	329.54	388.70
毛利率（%）	19.98	19.96	19.92	19.47	18.25
其中：乳业（%）	30.44	30.89	35.16	30.91	30.06
糖业（%）	14.01	8.04	4.19	11.07	2.47
肉业（%）	13.45	12.93	14.14	18.89	14.80
粮油（%）	5.53	5.19	5.19	5.64	5.45
蔬菜（%）	17.55	14.71	12.08	7.58	14.18
品牌食品（%）	27.79	25.32	24.05	19.78	24.75
现代农业（%）	14.25	12.03	14.04	19.71	14.00
水产（%）	34.22	32.80	26.63	22.80	17.30
分销零售（%）	21.89	22.31	22.23	21.27	20.95
地产物流（%）	19.67	29.10	24.32	11.46	24.25
金融（%）	62.24	58.98	55.98	56.42	59.60
毛利（亿元）	321.93	315.40	309.76	64.16	70.93
其中：乳业（亿元）	103.41	100.59	124.77	26.25	25.57
糖业（亿元）	19.27	11.37	6.54	3.27	1.00
肉业（亿元）	29.88	28.67	33.10	12.25	9.64
粮油（亿元）	9.73	9.73	10.05	2.11	2.60
蔬菜（亿元）	9.39	9.92	10.45	1.70	2.79
品牌食品（亿元）	20.77	13.61	15.43	2.84	3.73
现代农业（亿元）	10.68	9.55	8.70	2.34	2.06
水产（亿元）	9.69	10.66	10.62	1.44	1.42
分销零售（亿元）	54.72	53.00	50.99	10.23	11.43
地产物流（亿元）	48.54	70.23	41.95	1.43	9.57
金融（亿元）	3.64	4.02	3.73	0.91	0.92
期间费用率（%）	16.90	16.74	17.11	19.31	16.00
其中：财务费用率（%）	1.83	1.66	1.48	1.39	1.29

<sup>15</sup> 营业毛利=营业总收入-营业成本-手续费及佣金支出。

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
全年利息支出总额（亿元）	32.15	36.39	40.44	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	6.08	8.54	12.56	-	-

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。2017-2019 年，期间费用分别为 272.30 亿元、264.55 亿元及 266.11 亿元。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，2019 年占比分别为 60.67% 及 29.94%。公司期间费用与营业总收入之比略有波动，近三年分别为 16.90%、16.74% 和 17.11%。此外，近年来公司资产减值损失金额有所增加，2017-2019 年资产减值损失分别为 32.80 亿元、22.77 亿元及 18.09 亿元。其中，2019 年资产减值损失主要由 5.69 亿元商誉减值损失、4.58 亿元存货跌价损失、3.26 亿元固定资产减值损失及 3.15 亿元无形资产减值损失等构成。其中，商誉减值损失增加主要来源于对柳州凤山糖业集团有限责任公司和极限天资有限公司商誉减值。

图表 19. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	38.79	18.98	23.52	3.76	4.28
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	4.42	3.51	2.03	-	-
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元） <sup>16</sup>	26.73	-0.52	0.91	-	-
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	6.66	6.74	6.60	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.58	8.52	13.27	-	-
其他收益（亿元）	11.02	10.78	11.41	2.61	1.92
其中：政府扶持款（亿元）	4.18	2.91	4.47	-	-
项目补助款（亿元）	3.20	1.44	1.08	-	-
农业补助款（亿元）	2.63	2.25	2.28	-	-
税收返还（亿元）	0.02	0.68	1.61	-	-
营业外收入（亿元）	11.40	8.69	4.44	0.34	0.40
其中：政府补助（亿元）	2.61	1.50	0.77	-	-
资产处置收益（亿元）	-	8.14	5.71	0.00	0.04
公允价值变动损益（亿元）	2.40	-0.47	1.06	-2.41	0.24

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

投资净收益为该公司盈利的重要补充，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。2017-2019 年，公司分别取得投资净收益 38.79 亿元、18.98 亿元和 23.52 亿元。其中 2019 年处置可供出售金融资产取得投资收益 13.27 亿元、持有可供出售金融资产等取得投资收益 6.60 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 2.03 亿元。2018-2019 年，公司资产处置收益分别为 8.14 亿元和 5.71 亿元，主要是固定资产处置收益。2017-2019 年，公司公允价值变动损益分别为 2.40 亿元、-0.47 亿元及 1.06 亿元。

<sup>16</sup> 含处置子公司股权取得的投资收益。

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”，2017-2019年，公司分别实现其他收益11.02亿元、10.78亿元及11.41亿元。同期营业外收入分别为11.40亿元、8.69亿元及4.44亿元。

受以上因素的共同影响，2017-2019年，该公司净利润分别为33.17亿元、26.30亿元及30.69亿元。受投资收益增加的影响，2019年公司净利润较上年增长16.70%。

2020年第一季度，该公司实现营业总收入329.54亿元，较上年同期下降15.22%；同期公司毛利率为19.47%，较上年同期增加1.22个百分点。当期公司实现营业毛利64.16亿元，较上年同期下降9.54%；期间费用率为19.31%，同比上升3.31个百分点。当期公司实现投资收益3.76亿元，同比下降12.15%；其他收益2.61亿元，同比增长35.94%；营业外收入0.34亿元，金额较小。在以上因素的共同影响下，2020年第一季度公司实现净利润0.49亿元，较上年同期大幅下降。

### (3) 运营规划/经营战略

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

**该公司是上海市属国有大型企业，跟踪期内，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。2019年，上海市国资委以非同比例分别将0.50亿元、0.25亿元、1.55亿元以增资形式注入公司，此外上海市国资委将持有

的上海动物保健有限公司 100% 股权、上海鲜花港餐饮服务中心 100% 股权及上海农业科技种子有限公司 28.36% 股权无偿划转至公司。截至 2019 年末，公司实收资本为 49.67 亿元，上海市国资委持股比例为 2.52%，上海国盛持股比例为 43.00%，上海城投持股比例为 39.49%，久事集团出资比例为 15.00%。上海市国资委仍为公司实际控制人。

该公司设立了股东会、董事会和监事会，并就股东权利与义务、董事会和监事会的人员组成、职责权限及议事规则等做出了明确的规定。跟踪期内，公司治理、管理水平未发生重大变化。

跟踪期内，根据该公司提供的 2020 年 6 月 19 日《企业信用报告》，公司本部无信贷违约记录。

## 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，但公司负债经营程度仍稳健。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。

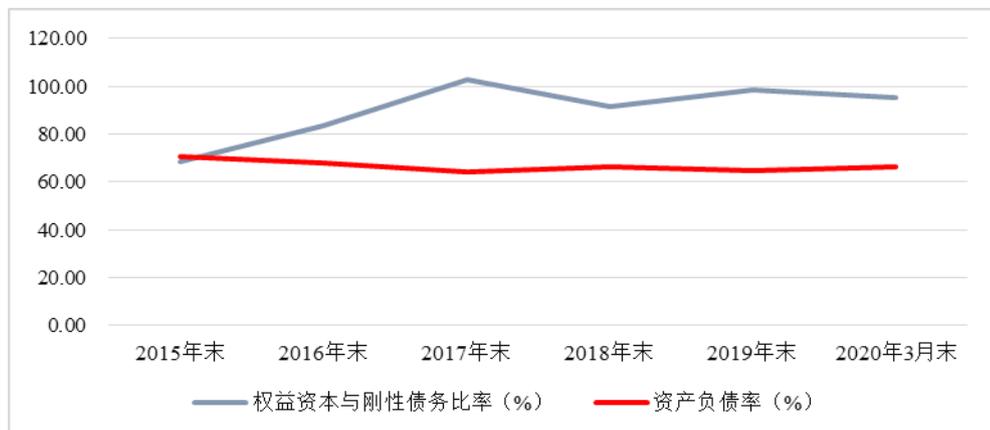
### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 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。2019 年，公司纳入合并范围的二级子公司共 30 家。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势

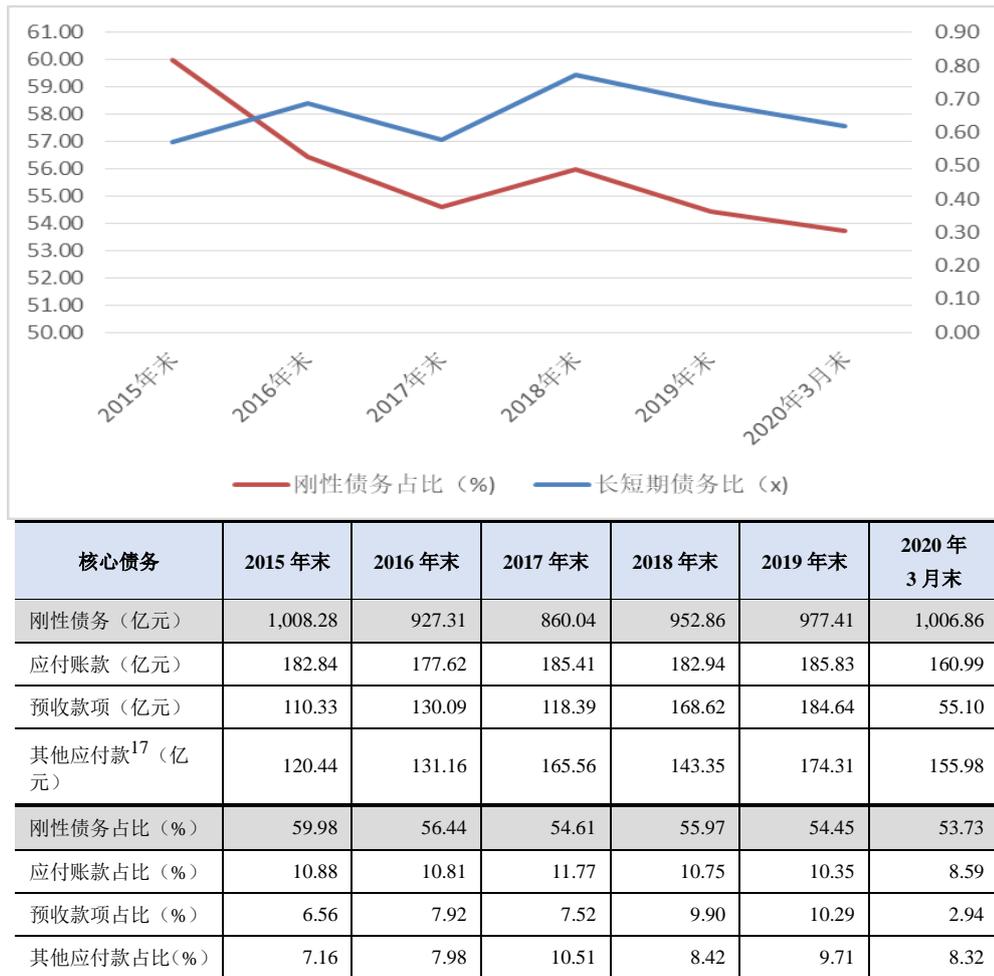


资料来源：根据光明食品集团所提供数据绘制

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。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 884.66 亿元、871.93 亿元及 965.32 亿元，资本实力较强。2017-2019 年末，公司资产负债率分别为 64.03%、66.13%及 65.03%，公司负债经营程度较为稳定。同期公司股东权益与刚性债务比率分别为 102.86%、91.51%和 98.76%，覆盖程度尚可。

## (2) 债务结构

图表 21. 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，2019 年末长短期债务比为 68.92%。公司债务结构相对稳定，以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，截至 2019 年末上述四项占负债总额的比例分别为 54.45%、10.35%、10.29%及 9.71%。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；应付账款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

<sup>17</sup>为避免重复计算，本报告报告中应付利息计入了刚性债务，未包含在其他应付款中。

来款、押金保证金、补偿款和代收代付款等。

### (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>592.82</b>	<b>457.12</b>	<b>468.63</b>	<b>400.47</b>	<b>447.37</b>	<b>494.29</b>
其中：短期借款	315.94	223.98	280.78	235.93	210.98	293.57
一年内到期的长期借款	61.39	80.49	51.80	18.97	52.22	50.65
应付票据	15.39	12.88	10.28	6.38	4.58	3.44
其他短期刚性债务	200.10	139.77	125.76	139.29	179.60	146.64
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>415.45</b>	<b>470.19</b>	<b>391.41</b>	<b>552.39</b>	<b>530.03</b>	<b>512.57</b>
其中：长期借款	316.58	265.28	142.24	234.60	268.05	249.48
应付债券	97.45	203.48	248.03	317.51	261.59	262.90
其他中长期刚性债务	1.43	1.42	1.14	0.27	0.39	0.20

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 860.04 亿元、952.86 亿元及 977.41 亿元，由银行借款及待偿还的债券等构成。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 2019 年末，公司银行借款余额合计 531.25 亿元，包括短期借款 210.98 亿元、一年内到期的长期借款 52.22 亿元及长期借款 268.05 亿元。当年末，公司短期借款较上年末有所下降、长期借款较上年末增加，银行借款余额总体较上年末增长 8.69%。同期末，公司下属控股子公司存在 0.27 亿元已逾期未偿还的短期借款<sup>18</sup>。

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）短期融资券、中期票据及公司债券等。2019 年末，公司刚性债务中待偿还债券合计 433.32 亿元，包括超短期融资券 30.00 亿元、一年内到期的应付债券 141.73 亿元及应付债券 261.59 亿元。截至 2020 年 6 月 15 日，公司及下属子公司尚有本金合计 421.16 亿元的人民币债务融资工具及 13 亿欧元的欧元债券仍处于存续期。

2020 年 3 月末，该公司负债总额为 1,873.83 亿元，较年初增长 4.38%，同期末资产负债率为 66.16%，较年初略有上升。当期末公司刚性债务余额为 1,006.86 亿元，较年初增长 3.01%，主要是当期末短期借款增长。当期末银行借款 293.57 亿元，较年初增长 39.15%；其他流动负债 71.95 亿元，较年初增长 128.41%。除此外，2020 年 3 月末公司主要债务构成较年初未发生重大

<sup>18</sup> 已逾期未偿还借款为控股子公司上海梅林（荣成）食品有限公司（简称“梅林荣成”）的银行借款，共四笔，金额分别为 1,300.00 万元、1.00 万元、468.60 万元、900.00 万元，逾期时间分别为 41 个月、38 个月、73 个月、73 个月，逾期利率分别为 10.35%、9.92%、8.27%、8.63%。梅林荣成因长期经营不善，持续亏损，逾期无力偿还银行借款，截至 2020 年 3 月末，借款所涉及抵押的土地已被法院依法拍卖，2020 年第二季度，拍卖价款已通过法院偿还银行借款。

变化。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业周期（天）	199.77	218.58	255.24	-	
营业收入现金率（%）	111.81	114.76	109.47	110.85	101.34
业务现金收支净额（亿元）	159.34	97.42	56.33	-41.30	-71.32
其他因素现金收支净额（亿元）	-71.54	-127.03	-60.00	-21.12	-36.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	87.79	-29.61	-3.67	-62.41	-107.49
EBITDA（亿元）	127.70	120.15	123.28	-	
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.13	0.13	-	
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.97	3.30	3.05	-	

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。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。2017-2019 年，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 87.79 亿元、-29.61 亿元及-3.67 亿元。其中，2019 年经营活动现金净流出较上年大幅缩窄，主要系光明地产投资趋于稳健、当年土地购置减少所致。

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。2019 年，主要受利润总额上升影响，EBITDA 较上年略有增长。2019 年，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖倍数分别为 0.13 倍和 3.05 倍。

#### (2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	66.13	18.10	7.69	-0.30	-10.73
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	-76.02	-54.68	-47.88	-48.84	-11.41
其他因素对投资环节现金流量影响净额	8.44	-32.34	-15.64	7.77	1.85

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额	-1.45	-68.92	-55.82	-41.37	-20.29

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

该公司投资环节现金流主要包括支付和回收投资现金的流出流入、购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流动等。2017-2019年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-1.45亿元、-68.92亿元和-55.82亿元。

### (3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	-91.32	71.52	9.19	99.93	104.92

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。2017年公司在债务偿还方面维持了较大规模的现金支出，筹资活动净流出。2018年公司借款、债券融资规模较大，当年度筹资活动现金净流入 71.52 亿元。2019年，公司偿还债务规模较大，当年筹资活动现金净流入 9.19 亿元，较上年大幅缩窄。

2020年第一季度，该公司营业收入现金率为 110.85%，仍处于较高水平。当期公司经营环节现金净流出 62.41 亿元，投资环节现金净流出 41.37 亿元，当期融资力度较大，筹资环节现金净入 99.93 亿元。

## 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1,224.50	1,189.99	1,208.66	1,361.72	1,464.51	1,520.75
	51.56	49.19	49.14	52.90	53.05	53.69
其中：现金类资产（亿元） <sup>19</sup>	331.25	337.02	331.04	310.86	274.43	289.95
应收款项（亿元）	107.31	105.67	104.47	107.04	88.95	96.64
预付款项（亿元）	58.93	48.83	37.54	62.44	59.39	82.11
存货（亿元）	653.89	610.40	633.17	712.25	872.59	926.17
其他应收款（亿元）	40.02	42.14	53.02	120.81	125.41	78.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1,150.25	1,229.31	1,250.93	1,212.65	1,295.94	1,311.69
	48.44	50.81	50.86	47.10	46.95	46.31
其中：可供出售金融资产（亿元）	169.12	176.11	208.02	165.65	200.82	204.80

<sup>19</sup> 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。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
长期股权投资（亿元）	48.57	53.11	69.01	63.35	76.97	69.63
固定资产（亿元）	364.70	408.66	416.43	415.35	435.40	425.12
在建工程（亿元）	57.93	49.33	54.23	65.30	76.00	99.03
无形资产（亿元）	336.26	364.18	367.83	365.08	368.89	368.47
商誉（亿元）	99.96	100.56	75.32	68.44	66.42	65.69
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>241.88</b>	<b>240.91</b>	<b>197.45</b>	<b>295.62</b>	<b>412.06</b>	-
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>10.19</b>	<b>9.96</b>	<b>8.03</b>	<b>11.48</b>	<b>14.93</b>	-

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

该公司 2017-2019 年末资产总额分别为 2,459.59 亿元、2,574.37 亿元及 2,760.45 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，2019 年末受限制货币资金为 26.08 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 25.82%，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。公司存货主要是光明地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，2019 年末存货账面价值较上年末增长 22.51%。公司应收账款规模大，已计提一定的坏账准备。公司预付款项主要为预付土地款、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、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。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2019 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 55.22% 和 38.37%。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拥有的土地使用权和商标权构成，2019 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 76.42% 和 17.19%，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，规模较大，有一定减值风险。

截至 2020 年 3 月末，该公司资产总额为 2,832.44 亿元，较年初增长 2.61%，其中预付款项 82.11 亿元，较年初增长 38.26%；存货账面价值为 926.17 亿元，较年初增长 6.14%；其他应收款账面金额为 78.89 亿元，较年初下降 37.70%。除此外，公司主要资产构成较年初未发生重大变化。

2019 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 412.06 亿元，占公司资产总额的比例为 14.93%，受限制资产规模相对较小，如图表 27 所示。

**图表 27. 2019 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	2019 年末账面价值	受限原因
货币资金	26.08	保证金、担保、监管、冻结、质押、抵押
存货	307.08	抵押
固定资产	69.33	抵押、未办妥权证
无形资产	6.68	抵押、未办妥权证
长期股权投资	0.47	借款质押
投资性房地产	1.37	抵押
持有待售的非流动资产	1.05	抵押
<b>合计</b>	<b>412.06</b>	

资料来源：根据光明食品集团所提供数据整理

## 5. 流动性/短期因素

**图表 28. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	114.54	122.26	121.13	141.80	137.81	131.49
速动比率（%）	47.86	54.53	53.91	61.13	50.11	44.31
现金比率（%）	30.99	34.63	33.18	32.37	25.82	25.07

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。2019 年末流动比率、速动比率分别为 137.81% 及 50.11%，流动性指标较上年末有所下降，主要由于流动负债增幅较大。当年末货币资金余额有所下降，现金比率为 25.82%，较上年末下降 6.55 个百分点。此外，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。

2020 年 3 月末，该公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 131.49%、44.31% 和 25.07%，较年初均有所下降。

## 6. 表外事项

在对外担保方面，截至 2019 年末，该公司对合并范围外企业担保余额为 20.91 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和债券的主体。2017-2019 年末，公司本部负债总额分别为 358.31 亿元、422.99 亿元及 404.54 亿元，其中刚性债务余额分别为 310.61 亿元、378.20 亿元及 339.71 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 745.26 亿元、808.74 亿元及 819.22 亿元。其中货币资金余额分别为 23.58 亿元、10.17 亿元及 19.03 亿元。2019 年末，公司本部可供出售金融资产账面价值为 79.19 亿元，当年末

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。2019 年末，公司本部其他应收款账面价值为 225.17 亿元，主要为对下属企业的借款及往来款。2017-2019 年，公司获下属企业分红金额分别为 3.56 亿元、8.80 亿元及 5.89 亿元，分别实现净利润-2.32 亿元、1.64 亿元及-0.04 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为-8.08 亿元、-52.45 亿元及 50.47 亿元。总体来看公司本部资产质量较好，偿债能力极强。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

该公司为上海市规模最大的食品产业集团，实际控制人为上海市国资委，近年来上海市国资委陆续对公司进行增资。此外公司经营的农业、出租车等业务每年可以获得一定政府补贴。

### 2. 国有大型金融机构支持

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 2019 年末，公司合并口径已获得的银行授信总额为 2,361.44 亿元，未使用额度为 1,781.92 亿元，公司获得后续融资空间较大。

## 跟踪评级结论

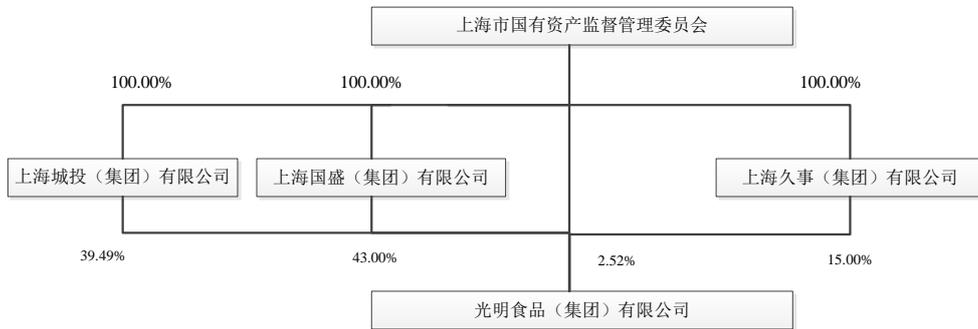
该公司是上海市属国有大型企业，跟踪期内，公司治理、管理水平等方面无显著变化，公司股权有所调整，但实际控制人仍为上海市国资委。公司主业涉及农业生产、食品加工、商贸流通、房地产和交通运输等多个领域，主业结构趋于优化，整体抗风险能力强。公司食品主业涵盖原料、加工和流通等各主要环节，产业链完整，具有规模化和集约化经营优势。公司食糖、黄酒、乳制品、连锁超市、品牌代理等业务区域竞争优势明显。近年来，公司着力强化内部产业整合和资本运作，并取得一定进展。公司房地产业务投资规模较大，易受房地产市场调整影响。公司总体收入规模突出，盈利能力较强。公司资本实力雄厚，主业获现能力较强，但由于房地产业务及固定资产投资规模较大，公司资金需求大，刚性债务规模较大，但公司负债经营程度仍稳健。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）疫情对公司业务的影响。

附录一：

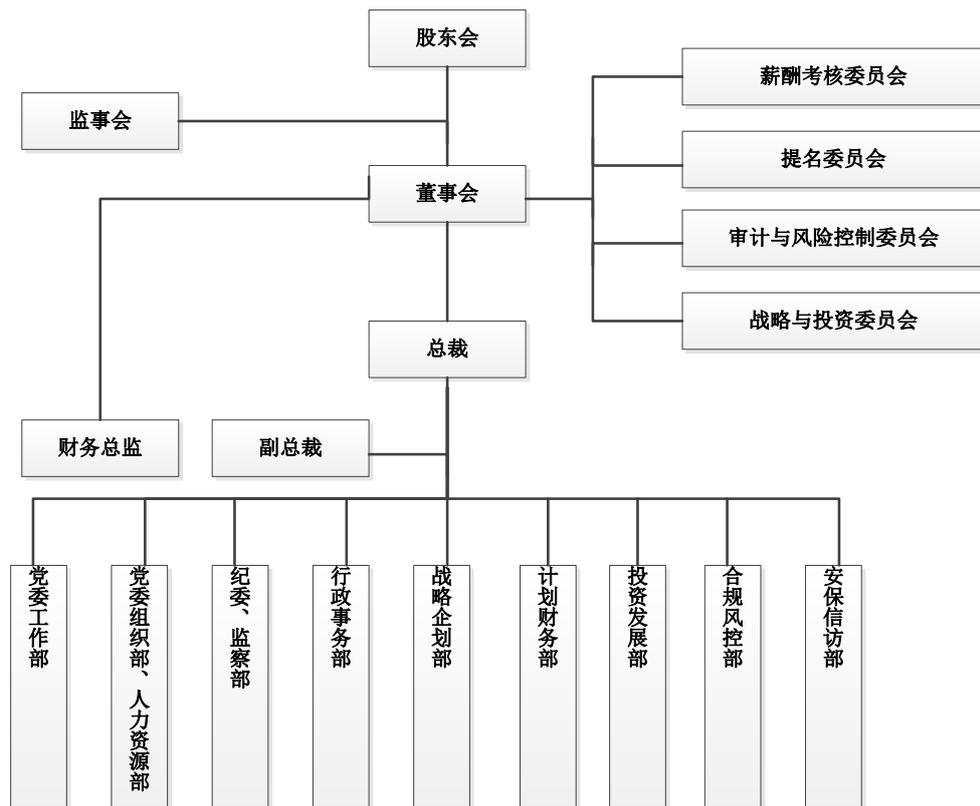
公司与实际控制人关系图



注：根据光明食品集团提供的资料绘制（截至 2019 年末）

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 2019 年末）

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	2019年(末)主要财务数据(亿元)				备注
					所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
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	414.68	0.01	-0.04	50.47	
光明房地产集团股份有限公司	光明地产	核心子公司	35.22	房地产开发	151.94	136.11	8.56	-47.89	
光明乳业股份有限公司	光明乳业	核心子公司	51.62	乳制品加工	74.17	225.63	6.82	24.10	
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	82.32	191.78	2.27	5.86	
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	156.95	316.86	3.15	3.97	
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	197.19	435.74	10.60	10.84	

注：根据光明食品集团 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	2,459.59	2,574.37	2,760.45	2,832.44
货币资金 [亿元]	320.13	298.60	249.26	264.61
刚性债务[亿元]	860.04	952.86	977.41	1,006.86
所有者权益 [亿元]	884.66	871.93	965.32	958.60
营业总收入[亿元]	1,611.61	1,580.08	1,555.19	329.54
净利润 [亿元]	33.17	26.30	30.69	0.49
EBITDA[亿元]	127.70	120.15	123.28	-
经营性现金净流入量[亿元]	87.79	-29.61	-3.67	-62.41
投资性现金净流入量[亿元]	-1.45	-68.92	-55.82	-41.37
资产负债率[%]	64.03	66.13	65.03	66.16
权益资本与刚性债务比率[%]	102.86	91.51	98.76	95.21
流动比率[%]	121.13	141.80	137.81	131.49
现金比率[%]	33.18	32.37	25.82	25.07
利息保障倍数[倍]	2.50	2.09	1.94	-
担保比率[%]	0.65	0.27	2.17	-
营业周期[天]	199.77	218.58	255.24	-
毛利率[%]	19.98	19.96	19.92	19.47
营业利润率[%]	3.44	2.82	3.36	0.96
总资产报酬率[%]	3.29	3.03	2.95	-
净资产收益率[%]	3.99	2.99	3.34	-
净资产收益率*[%]	2.11	2.15	1.92	-
营业收入现金率[%]	111.81	114.76	109.47	110.85
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.91	-3.02	-0.36	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.37	-6.01	-3.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.97	3.30	3.05	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.13	0.13	-

注：表中数据依据光明食品集团经审计的2017~2019年度计未经审计的2020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 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 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。