

2014 年广西农垦集团有限责任公司

企业债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA 级

债项信用等级：AA 级

评级时间：2014 年 6 月 27 日



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.

2014年广西农垦集团有限责任公司企业债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2014]100291】

存续期间 7年期企业债券7亿元人民币,2014年3月18日-2021年3月18日

	主体长期信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA级	稳定	AA级	2014年6月
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2013年7月

主要财务数据

项目	2011年	2012年	2013年	2014年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	3.35	2.29	3.34	8.07
刚性债务	34.38	34.41	52.52	60.13
股东权益	15.25	15.96	13.70	13.36
经营性现金净流入量	-0.31	-0.91	-0.12	-0.22
发行人合并数据及指标:				
总资产	235.79	260.92	286.79	304.31
货币资金	26.27	21.02	31.99	31.79
总负债	150.81	174.95	202.60	223.78
刚性债务	97.68	104.02	131.65	134.62
所有者权益	84.98	85.97	84.20	80.53
营业收入	80.94	94.86	101.99	18.04
净利润	1.87	0.85	0.42	-2.35
经营性现金净流入量	11.14	10.61	4.38	-5.82
EBITDA	11.03	11.95	12.97	-
资产负债率[%]	63.96	67.05	70.64	73.54
流动比率[%]	79.36	71.46	80.99	82.40
现金比率[%]	24.99	15.98	24.03	21.20
利息保障倍数(倍)	1.21	0.95	0.90	-
经营性现金净流入与 负债总额比率[%]	8.00	6.51	2.32	-
非筹资性现金净流入 与负债总额比率[%]	1.14	-2.10	-2.74	-
EBITDA/利息支出 [倍]	1.72	1.49	1.64	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.12	0.11	-

注:根据广西农垦集团经审计的2011~2013年及未经审计的2014年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 陆劭骏

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)6350134963504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内,受国内糖价持续下跌、原料成本相对刚性等因素的影响,广西农垦集团盈利状况出现大幅下滑,2013年盈利完全依靠政府补贴。同时,公司负债经营程度上升,且刚性债务规模增长较快,目前已积聚了一定的偿债压力。受主营业务盈利下滑的影响,公司经营性现金净流入大幅减少,对偿债的保障程度减弱。

- 广西农垦集团是广西农垦局直属的大型国有企业集团。广西农垦局被授予相当于地级市的经济管理权限,有利于公司优化资源配置和加速产业整合。
- 广西农垦集团资本实力较强,并拥有较丰富的土地资源,能为公司偿债提供一定的保障。
- 广西农垦集团货币资金较充足,能为其债务的偿付提供了一定的保障。
- 跟踪期内,在国内食糖价格走势持续走低,而原料成本刚性难以转移的背景下,广西农垦集团主营业务的盈利大幅下滑,近五年来首次出现经营亏损,盈利完全依赖政府补贴。2014年第一季度,公司亏损面扩大。
- 广西农垦集团子公司及在建项目为数众多,管理难度较大,对公司的内控制度和执行力度提出了较高的要求。同时,公司业务扩张对债务融资的依赖度加大,财务风险控制压力增加。
- 广西农垦集团负债经营程度上升,且刚性债务规模进一步扩张,面临偿债压力加大。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对本期企业债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本期企业债券的一种建议。报告中引用的资料主要由广西农垦集团提供,所引用资料的真实性由广西农垦集团负责。

跟踪评级报告

按照 2014 年广西农垦集团有限责任公司(以下简称广西农垦集团、该公司或公司)企业债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据广西农垦集团提供的经审计的 2013 年度财务报表、未经审计的 2014 年第一季度财务报表及相关经营数据,对广西农垦集团的财务状况、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,得出跟踪评级结论如下。

一、已发行债券情况

该公司于 2014 年 3 月 18 日发行了总额为 7 亿元的企业债券。该债券为七年期固定利率债券,同时附加发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券的票面利率在债券存续期内前 5 年固定不变;在本期债券存续期的第 5 年末,发行人可选择上调票面利率 0 至 100 个基点(含本数),债券票面利率为债券存续期前 5 年票面利率加上调基点,在债券存续期后 2 年固定不变。投资者有权选择在本期债券的第 5 年末是否将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人。

该期债券的募集资金用于项目建设(5.6 亿元),以及补充流动资金(1.4 亿元)。其中,广西农垦-印尼经贸合作区建设项目计划总投资 9,300 万美元,至 2014 年 3 月末累计投资 10,420 万美元,已超出预算,主要是项目工期延长、物料及人工成本上涨所致;由于该项目已开始产生现金流,超出预算部分由项目公司产生的现金流自我解决,2014 年计划投资 1,800 万美元,项目预计可于 6 月底全部完工。截至 2014 年 3 月末,募集资金已全部使用完毕。

图表 1. 公司募投项目累计投资额及施工进度情况(单位:万元)

项目名称	开工时间	累计投资额	工程进度
广西农垦-印尼经贸合作区建设项目	2010 年 7 月	10,420 万美元	已完成 3,150 亩土地的购买,园区道路及标准厂房已开工建设
明阳生化科技股份有限公司木薯废渣及黄浆综合利用项目	2011 年 3 月	37,949.55	项目已完结

资料来源:广西农垦集团(截至 2014 年 3 月末)

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

该公司股权结构未发生变化，广西壮族自治区人民政府为唯一出资人。公司法人治理结构基本符合现代企业制度要求。

该公司下设经营实体数量相对较多，组织机构设置较为合理。截至2013年末，该公司纳入合并范围的单位主要为广西农垦糖业集团股份有限公司（简称“糖业集团”，下属子公司17家）、广西明阳生化科技股份有限公司（简称“明阳生化”）、广西剑麻集团有限公司（简称“剑麻集团”，下属子公司4家）、广西农垦永新畜牧集团有限公司（简称“畜牧集团”，下属子公司8家）、广西农垦茶叶集团有限公司（下属子公司7家）、广西农垦十万大山食品公司（下属子公司4家）、农场以及农作物种植单位51家、直属工业企业6家、商贸企业单位21家、园区企业7家、设计院1个。2013年度，公司合并范围未发生变化。

(二) 业务运营

2013年，受国内糖价持续下行、生猪养殖成本持续走高等因素的影响，该公司盈利能力出现了较大幅度的下滑。全年公司实现营业收入101.99亿元，较上年增长7.52%；实现毛利12.43亿元，较上年下降15.42%；营业利润为-2.90亿元，系近五年来首次为负；当年公司共取得政府补贴收入2.51亿元。2014年第一季度，在糖价持续下跌的情况下，公司实现收入18.04亿元，较上年同期减少13.48%，同时由于成本等各项费用支出增长较快，公司处于净亏损状态。

1. 制糖业务

2012/2013榨季，我国食糖产销规模均实现了增长，产销率也有所提高。2012/2013榨季，全国共生产食糖1,306.84万吨，较上一榨季的1,151.75万吨增长13.47%，其中，产甘蔗糖1,198.34万吨，增长14.02%；产甜菜糖108.5万吨，增长7.71%。2012/2013榨季，全国累计销售食糖1,117.86万吨，较上制糖期的864.03万吨增长29.38%，累计销糖率85.54%，较上期提高10.52个百分点，其中，销售甘蔗糖1,027.41万吨，较上榨季增长31.16%，销糖率85.74%，提高11.21个百分点，销售甜菜糖90.45万吨，较上榨季增长12.10%，销糖率83.36%，提高3.26个百分点。2012/2013榨季内，重点制糖企业累计销售食糖869.94万吨，占

全国食糖总销量的 77.82%，累计销糖率 82.33%，提高 9.03 个百分点。

2012/2013 榨季，受进口糖和食糖替代品冲击，以及宏观经济不景气等因素的影响，国内糖价依然延续了前期下跌的走势。持续下滑的糖价给国内制糖企业带来了很大的经营压力，行业亏损情况严重，且目前不少压榨企业的资产负债率在 70~80%，银行融资难度增加，进一步加剧企业的经营风险。2012/2013 榨季，国内成品白糖累计平均销售价格为每吨 5,568.46 元，较上制糖期下降 14.62%，其中甜菜糖累计平均销售价格为每吨 5,817.45 元，较上榨季下降 16.03%，甘蔗糖累计平均销售价格为每吨 5,547.27 元，下降 14.41%。

2014 年 2 月，由于世界最大的食糖生产国和出口国巴西遭遇严重干旱，削减了今年的甘蔗产量，当月国际原糖期货价格上涨 14%。3 月 10 日，ICE 原糖期货价格收盘于 18.22 美分/每磅，折合成配额内泰国糖的进口估算价为 4,663.58 元/吨，巴西糖的进口估算价为 4,624.32 元/吨，而当日主产区广西南宁的糖价为每吨 4,650~4,730 元，与配额内进口糖价基本持平，以目前的现价进口基本无利可图。国际糖价的回升抑制了企业进口外糖的积极性，对国内制糖企业将构成实质性利好，但国内糖价对国际糖价上涨的反应速度和程度仍有待观察。2013/2014 榨季，广西地区制糖企业临时存储计划于 2014 年 4 月启动，储存规模达 190 万吨（按产糖比例分配给全区 29 家制糖企业），食糖存储有利于稳定食糖价格，从而缓解制糖企业的经营压力。此外，广西地区拟启动 500 万亩优质高产高糖料蔗示范基地的建设，其中试点 50 万亩将于 2014 年开始建设。未来，通过提高亩产和甘蔗含糖量，制糖成本有望有所下降。

该公司制糖业务主要由糖业集团负责经营，目前糖业集团拥有 10 家制糖公司和 2 家酒精制造公司。2013 年度，糖业集团生产机制糖 83.40 万吨，较上年增长 21%；实现机制糖销售收入 41.84 亿元，较上年增长 13.44%；但在产销规模均实现增长的同时，4,659 元/吨的销售均价仅为上年的四分之三。制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，制糖企业一般无法向下游转移成本。近年来，白糖价格持续下跌，同时政府为保护农户利益，对甘蔗实行指导价收购，原料成本相对刚性，导致公司制糖业务的盈利能力持续下滑。2013 年，公司制糖业务实现毛利 3.97 亿元，较上年减少 18.18%；毛利率仅为 8.96%，较上年下降近 6 个百分点。2014 年以来，国际糖价已有所回升，但国内糖价上涨存在滞后性，第一季度糖业集团生产机制糖 57.04 万吨，销售 7.11 万吨，实现销售收

入 2.90 亿元，销售均价为 4,081 元/吨，销售价格仍延续了前期下滑走势。在行业面临亏损压力加大的背景下，2013 年 11 月，广西公布了 2013/2014 榨季糖料蔗价格收购方案，将糖料蔗首付价格从上榨季的 475 元/吨调低至 440 元/吨，系广西连续第二个榨季调低甘蔗收购价。甘蔗收购价的下调一定程度上缓解了公司的成本压力。

根据《自治区农垦局关于变更糖业集团贴息及农务补贴的通知》（桂垦国资发【2013】85 号）规定，该公司获得 2.32 亿元的财政补贴，该补贴于 2013 年 12 月份到账并计入营业外收入。上述财政补贴仅在 2013 年制糖行业出现整体低迷、糖业集团成本大幅增加的情况下给予，公司此前并未获得此类补助。

目前，糖业集团正推进糖产业“蔗、糖、酒、浆、纸、生物化工”一体化循环经济建设。2013 年以来，糖业集团继续推进朗姆酒产业建设，朗姆酒项目计划总投资 5.15 亿元（自有资金投入占 30%），截至 2014 年 3 月末项目累计已投资 1.04 亿元，2014 年计划投资 3.20 亿元；2013 年公司累计生产朗姆酒 4,051 吨，试销 5.6 万瓶。糖业产业链延伸项目将有助于改善糖业集团的收入结构，但上述项目是否能取得实际的经济效益具有较大的不确定性。

2. 木薯淀粉业务

2013 年以来，由于欧盟对造纸行业的反倾销波及国内造纸行业，致使造纸行业（木薯淀粉主要下游行业）生产大幅萎缩，许多纸厂减产、停产，影响了造纸类变性淀粉销售。同时，宏观经济的持续低迷使实体经济均不同程度出现资金紧缺问题，导致淀粉生产企业的货款回笼速度慢，资金压力较大，淀粉生产商的经营压力加大。

新的《木薯淀粉》国家标准于 2013 年 9 月 1 日起正式实施。此次修订的新国标更加注重木薯淀粉质量安全并有三处新变化：一是明确分类，将木薯淀粉分为食用级和工业级，并且对两类产品的理化指标分别作出规定；二是对食用木薯淀粉的安全指标按照食品安全国家标准执行，放宽了微生物指标；三是新增了食用木薯淀粉预包装产品标签要求，产品标签和外包装标志应符合相应的规定。新国标的出台对规范化运作较好的大中型淀粉生产企业是利好，之前无序化竞争的情况或得到一定程度的改善，促进行业良性发展。

该公司的木薯淀粉业务由子公司明阳生化经营。2013 年，明阳生化

为应对销售市场萎缩、资金紧缺、原料采购困难等压力，加大了大宗采购贸易和贴牌代加工贸易；同时，随着“双十万吨示范工程配套”项目竣工投产，产能进一步提高。当年共生产各类木薯淀粉 20.28 万吨，较上年减少 22.03%；销售 74.42 万吨，较上年增长 20.64%，销量超出产量较多，主要是增加了大量淀粉贸易所致；实现木薯淀粉销售收入 24.51 亿元，较上年增长 26.73%，销售均价为 3,294 元/吨，与上年相比略有提高。此外，明阳生化通过木薯加工的废料生产木薯酒精，2013 年共生产酒精 2.34 万吨，销售 2.46 万吨，实现酒精销售收入 1.21 亿元，产销规模和销售收入较上年减少了约一半；酒精销售均价为 4,910 元/吨，较糖业集团以蔗糖生产的酒精价格低了约 700 元/吨，主要是价格较低的工业酒精占比较高(约占 60%)。在木薯等原材料价格持续高位运行的背景下，2013 年公司木薯加工业务毛利率为 9.86%，较上年下降 1.27 个百分点。2014 年第一季度，明阳生化生产木薯淀粉 3.56 万吨，销售 23.18 万吨，实现销售额 6.75 亿元，销售均价有所回落，约为 2,900 元/吨；生产酒精 0.50 万吨，销售 0.58 万吨，实现销售额 0.28 亿元，均价在 4,800 元/吨左右。

项目建设方面，2013 年及 2014 年第一季度，明阳生化分别完成固定资产投资 8,598.08 万元和 6,057.35 万元。截至 2014 年 3 月末，越南归仁项目累计完成投资 3,200 万美元（其中 2013 年投入约 2,000 万美元），目前年产 10 万吨木薯变性淀粉及配套项目一期 1.5 万吨木薯变性淀粉生产线投产后运营良好，二期工程累计投入 1,400 万美元，完成工程量 90%。此外，公司“非粮生物质酶解国家重点实验室科研综合楼”项目至 2014 年 3 月末已投入 2,940 万元，占计划总投资的 62.20%，项目预计可于年底竣工投入使用，2014 年计划完成投资 2,027 万元。

3. 畜牧业业务

2013 年，国内生猪价格经历了较大的波动，总体上呈现先降后升的“V”字型走势。其中，1 月中旬至 4 月中旬，受春节后消费需求明显减弱等因素影响，全国生猪价格一路下跌，从最高的 17.50 元/公斤下跌至 12.15 元/公斤，跌幅达到 30%，累计跌幅较近十年同期平均下降幅度高了 12 个百分点。此后，生猪价格开始震荡上行，至 8 月上旬，生猪平均价格已上涨至 15.7 元/公斤，期间国家进行了两次冻猪肉收储工作，调节了市场需求。四季度为传统消费需求旺季，在生猪大量集中出栏、国家释放储备肉的情况下，市场供应充足，价格波动较小；但进入 12 月份，

由东北地区猪病泛滥引发的抛售情况席卷了全国各地，生猪价格也开始出现快速下滑，北方跌幅大于南方地区，西南地区生猪价格则基本保持坚挺，但仍受到外地生猪猪源的冲击。

2013 年全年平均猪粮比为 6.30:1，全年头均盈利约 85 元，较上年提高近 11%。全年养殖盈利周共有 32 周，养殖亏损周 20 周，其中小幅亏损态势和中度亏损态势各十周。2013 年玉米平均价格为 2,340.67 元/吨，全年玉米平均价格在 2,270 元/吨至 2,400 元/吨之间震荡；国内豆粕现货平均价格为 4,159.48 元/吨，全年豆粕价格在 3,900 至 4,500 元/吨之间震荡。总体上，玉米和豆粕价格仍处于相对高位。

2014 年 1~4 月，生猪价格继续回落，主要原因是生猪市场供大于求的局面依然没有改变，加之元宵节过后生猪需求量相对减少，加剧了市场供大于求的矛盾。2 月 20 日，国家发改委表示准备启动猪肉收储，但市场对此消息表现冷淡，猪价出现加速下跌。而 5 月上旬，国内猪肉价格出现一轮急速上涨行情，全国瘦肉型猪出栏均价已由 4 月底的 10.7 元/公斤上涨到 5 月 10 日的 13 元/公斤，10 天内暴涨超过 20%，猪肉价格一举回升至成本线，一定程度上缓解了生猪养殖户的经营压力。

该公司生猪养殖业务主要由畜牧集团负责经营。畜牧集团的业务经营模式是以种猪为核心，生猪养殖为依托，饲料生产全面经营的全产业链经营模式。由于公司的生猪养殖主要面向中高端市场，2013 年在生猪市场景气度趋弱的背景下，公司生猪生产继续实现平稳增长，生猪出栏数达到 49.30 万头，较上年增长 21.97%；饲料产量 13.67 万吨，较上年增长 16.84%。2013 年，公司畜牧业务实现营业收入 9.90 亿元，较上年增长 56.15%；但在豆粕和玉米等原料价格持续上涨的影响下（生猪的主要生产成本是饲料，占其生产成本 80%左右），营业毛利为 1.38 亿元，较上年大幅下降 62.44%，毛利率为 13.94%，较上年下降 20.89 个百分点。

2014 年第一季度，该公司生猪出栏为 12.29 万头，较上年同期减少 7.97%，实现销售收入 2.80 亿元，较上年同期小幅增长 2.19%，毛利率为-1.43%，公司畜牧业务的盈利能力趋弱。

4. 农业业务

该公司农业种植业主要包括甘蔗、水果、剑麻、茶叶及木薯等农作物的种植，种植业的收入主要为公司拥有的 250 万亩土地的租金收入及基地自营的农作物的收入。2013 年公司种植业务收入为 10.16 亿元，较

上年的 10.26 亿元小幅下滑；实现毛利 0.89 亿元，较上年下降 34.07%。2014 年第一季度，公司种植业实现收入 2.45 亿元，实现毛利 0.12 亿元。

5. 产业园区建设

近年来，该公司持续加大了产业园区的建设和招商引资的力度。2013 年广西农垦东兴试验区冲揽工业园顺利挂牌，广西玉林龙港新城农垦产业园、广西龙州农垦特色食品产业园动工建设。2013 年，垦区 14 个产业园区新增外来投资企业 78 家，总数达到 751 家，实现经营总收入 726.3 亿元，增长 14.1%，占全管区的 69%；完成生产总值 278.6 亿元，增长 13.8%，占全管区的 72.8%；完成固定资产投资 219.2 亿元，增长 14.3%，占全管区的 80.9%；招商引资到位资金 170.6 亿元，增长 13.8%，占全管区的 92%。

6. 海外合作项目

该公司一直致力于国际业务的稳步推进，随着在海外业务的拓展，公司海外资产的规模逐步扩大。目前，公司海外投资项目共有 3 个，计划总投资金额 1.87 亿美元，截至 2014 年 3 月末已完成投资 1.60 亿美元。其中：（1）俄罗斯诺夫哥罗德农产品加工及物流中心项目，总投资 2,585 万美元，项目已于 2009 年初建成，2013 年实现收入 530 万元，净利润 2 万元；（2）越南年产 10 万吨木薯变性淀粉和 30 万吨木薯干片仓储开发项目，计划总投资 6,800 万美元，已完成投资 3,250 万美元，2014 年预计投资 2,300 万美元；（3）印尼工业园区项目，计划总投资 9,300 万美元，目前已完成 3,150 亩土地的购买，园区道路及标准厂房已开工建设，至 3 月末已完成投资 10,420 万美元，已超出预算，主要原因是项目工期延长、物料及人工成本上涨；由于该项目已开始产生现金流，超出预算部分由项目公司产生的现金流自我解决，2014 年计划投资 1,800 万美元，项目预计可于 6 月底全部完工。

（三）财务质量

2013 年，该公司项目投资持续增加，对债务融资和流动资金的需求持续加大，年末公司负债总额为 202.60 亿元，较上年末增长 15.80%，资产负债率为 70.64%，较上年末上升 3.59 个百分点。2014 年 3 月末公司负债总额升至 223.78 亿元，资产负债率升至 73.54%，公司负债经营程度上升。2013 年末，公司刚性债务总额为 131.65 亿元，较上年末增长 26.56%，占负债总额的比重由上年的 59.46% 上升至 64.98%，其中，中

长期刚性债务合计 51.12 亿元，较上年末大幅增长 80.46%。

2013 年末，该公司流动负债合计 133.39 亿元，与上年基本持平。其中，短期借款余额为 65.33 亿元，较上年末增长 8.31%；应付账款 15.15 亿元，较上年末增长 10.03%，主要是应付原料采购款、工程款及设备款增加所致；其他应付款 30.67 亿元，较上年末减少 14.02%，主要是始于 2012 的垦区危房改造项目到 2013 年大量完工，之前收取职工的建房款都挂账在其他应付款，项目完工后集中结转所致；一年内到期的非流动负债为 10.72 亿元，主要是公司于 2013 年 3 月 29 日发行的短期融资券。期末公司非流动负债为 69.21 亿元，较上年末增长 61.17%，其中，长期借款增加 13.11 亿元，应付债券增加 10.03 亿元。2014 年 3 月末，公司负债总额较上年末增加了 21.18 亿元至 223.78 亿元，其中，短期借款增加 6.68 亿元，应付票据增加 2.61 亿元，应付账款增加 8.03 亿元，应付债券增加 7.00 亿元。

2013 年度，该公司综合毛利率为 12.19%，较上年下降 3.30 个百分点，其中，机制糖业务在国内糖价持续下跌，而刚性成本难以向下游转移的影响下，毛利率较上年下降 3.72 个百分点至 10.69%；生猪养殖业务受 2013 年上半年生猪出栏价格持续低位徘徊，以及近一年多来养殖成本持续上升的影响，毛利率较上年大幅下降近 21 个百分点至 13.94%。

2013 年，该公司的管理费用、财务费用和销售费用分别占营业收入的 7.94%、4.93%和 1.98%，分别较上年上升 0.07、0.14 和 0.19 个百分点；全年三费支出合计达到 15.14 亿元，期间费率达到 15.14%，较上年上升 1.43 个百分点。受主营业务盈利能力下滑、期间费率上升的影响，2013 年公司营业利润为-2.90 亿元，五年来首次出现经营亏损。当年，公司取得政府补贴收入 4.66 亿元，较上年增加 3.32 亿元，主要是政府为缓解糖业集团经营压力拨付的补助资金。由于补贴收入增加，2013 年公司实现净利润 0.42 亿元，但仍较上年下滑超过 50%。

2014 年第一季度，该公司实现营业收入 18.04 亿元，较上年同期减少 13.48%，毛利率较上年同期下降了 1.13 个百分点至 5.93%，公司主营业务盈利状况未出现改观；三费支出占营业收入的比重较上年同期下降 0.43 个百分点；净利润为-2.35 亿元，与上年同期相比亏损幅度加大。

该公司现金回笼情况较好，2013 年营业收入现金率为 147.95%，但受原料采购成本上升和主要产品价格下跌的双重影响，公司经营环节净流入现金 4.38 亿元，较上年减少 58.73%，对偿债的保障程度减弱。投资

活动产生的现金流量净额为-9.54亿元，固定资产投资支出维持在一个比较稳定的水平。筹资活动产生的现金流量净额分别为16.41亿元，增量主要来源于公司发行的10亿元短期融资券和净增加的银行借款。2014年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-5.82亿元，主要系公司在榨季生产期间需要集中支付大量蔗款所致；投资性现金净流出1.66亿元，流出量较上年同期减少36.52%；筹资活动产生的现金流净额为7.22亿元，系公司发行7亿元企业债券。

2013年末，该公司资产总额为286.79亿元，较上年末增长9.92%。其中，货币资金为31.99亿元，较上年末增长52.18%，增量主要来自于发行债券收到的现金；预付账款为12.57亿元，较上年末增长52.03%，主要是预付的建设工程款以及原料采购费用增加所致；其他应收款为30.93亿元，较上年末减少18.62%，主要是始于2012的垦区危房改造项目到2013年大量完工，以前收取职工的建房款都挂在其他应付款，项目完工后结转所致；存货为19.43亿元，较上年末小幅增长5.21%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2013年末无形资产为88.88亿元，较上年末增长4.23%；固定资产44.57亿元，较上年末增长10.73%；在建工程为35.94亿元，较上年末增长14.37%，主要为明阳工业园等工程项目的建设投入。2014年3月末，公司总资产增至304.31亿元，变化较大的科目为预付账款较年初增长19.47%至15.02亿元、存货增长96.77%至38.24亿元、在建工程增长5.73%至38.00亿元。

2013年末，该公司较多地增加了中长期债务。年末公司流动比率为80.99%，较上年末下降4.74个百分点；速动比率为56.99%，较年初上升5.78个百分点；现金比率为24.03%，较年初提高8.05个百分点。

综上所述，跟踪期内，受国内糖价持续下跌、原料成本相对刚性等因素的影响，广西农垦集团盈利状况出现大幅下滑，2013年盈利完全依靠政府补贴。同时，公司负债经营程度上升，且刚性债务规模增长较快，目前已积聚了一定的偿债压力。受主营业务盈利下滑的影响，公司经营性现金净流入大幅减少，对偿债的保障程度减弱。

同时，我们仍将持续关注：（1）国内食糖和生猪价格变动趋势；（2）农资、人工等成本价格变动趋势；（3）公司内控制度的建设、完善情况及制度执行力度；（4）公司后续投资项目的投资额度及资金筹措安排。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2011年	2012年	2013年	2014年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	235.79	260.92	286.79	304.31
货币资金	26.27	21.02	31.99	31.79
负债合计	150.81	174.95	202.60	223.78
刚性债务	97.68	104.02	131.65	134.62
所有者权益合计	84.98	85.97	84.20	80.53
营业收入	80.94	94.86	101.99	18.04
净利润	1.87	0.85	0.42	-2.35
EBITDA	11.03	11.95	12.97	—
经营性现金净流入量	11.14	10.61	4.38	-5.82
投资性现金净流入量	-9.56	-14.03	-9.54	-1.66
资产负债率[%]	63.96	67.05	70.64	73.54
长期资本固定化比率[%]	116.65	129.22	116.53	117.15
权益资本与刚性债务比率[%]	87.00	82.64	63.96	59.82
流动比率[%]	79.36	71.46	80.99	82.40
速动比率[%]	55.20	51.21	56.99	46.95
现金比率[%]	24.99	15.98	24.03	21.20
应收账款周转速度[次]	10.95	12.46	12.07	—
存货周转速度[次]	4.41	4.52	4.73	—
固定资产周转速度[次]	2.11	2.43	2.41	—
总资产周转速度[次]	0.36	0.38	0.37	—
毛利率[%]	20.33	15.49	12.19	5.93
营业利润率[%]	3.03	1.00	-2.84	-13.45
利息保障倍数[倍]	1.21	0.95	1.11	—
总资产报酬率[%]	3.47	3.04	2.61	—
净资产收益率[%]	2.24	1.00	0.49	—
营业收入现金率[%]	101.32	102.00	118.23	147.95
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	8.00	6.51	2.32	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	1.14	-2.10	-2.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.72	1.49	2.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.12	0.11	—

注：表中数据依据广西农垦集团经审计的2011~2013年度及未经审计的2014年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与净债务比率	期末所有者权益合计/期末净债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额 - 存货余额 - 预付账款 - 待摊费用 - 待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期净债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期净债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/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/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期净债务	= EBITDA/[(期初短期净债务 + 期末短期净债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期净债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

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。