

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：2016年6月24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[2016]100332】

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	2016年6月
前次跟踪:	AA级	稳定	AA级	2015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	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	3.34	4.77	6.45	11.12
刚性债务	52.52	72.86	109.53	120.81
股东权益	13.70	14.92	12.20	12.11
经营性现金净流入量	-0.12	0.52	-0.71	-0.12
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	286.79	305.44	318.63	334.70
总负债	202.60	219.61	228.49	243.47
刚性债务	131.65	147.91	166.32	185.75
所有者权益	84.20	85.83	90.14	91.23
营业收入	101.99	98.60	105.97	18.18
净利润	0.42	1.67	4.63	1.10
经营性现金净流入量	4.38	13.20	11.94	-10.77
EBITDA	12.97	16.44	15.07	-
资产负债率[%]	70.64	71.90	71.71	72.74
流动比率[%]	80.99	88.68	76.45	83.71
现金比率[%]	24.03	23.69	24.49	24.19
利息保障倍数[倍]	0.90	1.27	1.71	-
经营性现金净流入与 负债总额比率[%]	2.32	6.25	5.33	-
非筹资性现金净流入 与负债总额比率[%]	-2.74	5.22	5.46	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.64	1.82	2.82	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.10	-

注:根据广西农垦集团经审计的2013~2015年及未经审计的2016年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

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

### 跟踪评级观点

2015年国内糖价触底回升,同时新增土地整开发业务收入,该公司整体盈利状况有所提升。公司负债经营程度偏高但尚稳定,刚性债务规模持续增长,偿债压力进一步积聚。此外,公司现金流波动大,资产流动性不足。

- 广西农垦集团是广西农垦局直属的大型国有企业集团。近年政府大额补贴使公司在行业低迷时仍能维持盈利。

- 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一定的保障。

- 跟踪期内,国内食糖价格和生猪价格回升,广西农垦集团主业经营压力有所减轻,主业亏损状况缩小,整体盈利状况有所改善。

- 广西农垦集团负债经营程度偏高,刚性债务规模扩张较快,面临的偿债压力和流动性压力大。

- 广西农垦集团海外项目逐步建成达产,受地缘政治和区域经济等因素影响,项目效益有待进一步观察。

- 近年广西农垦集团在园区建设上投入大量资金,但园区投资回收期长,收益的不确定性较大。

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评级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 2015 年度财务报表、未经审计的 2016 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,在债券存续期后两年固定不变。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 9300 万美元,至 2015 年末累计投资 11740 万美元,项目已完工。受项目工期延长、物料及人工成本上涨等因素影响,实际投入超出预算较多;但由于项目已开始产生现金流,超出预算部分可由项目公司产生的现金流自我解决。截至 2015 年末,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	本期债券募集资金投资额	工程进度
广西农垦-印尼经贸合作区建设项目	2010 年 7 月	11740 万美元	35,000	项目已完工
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	37949.55	21,000	项目已完工

资料来源:广西农垦集团(截至 2015 年末)

## 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2015年末，公司纳入合并、汇总范围的二级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”，下属子公司7家）、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）、农业企业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。其中合并企业26家，汇总企业65家。2015年度，公司二级合并、汇总单位无变化。

### (二) 业务运营

2015年，受国内糖价止跌回升及新增土地整理开发业务实现收入等因素的影响，该公司经营状况有所好转。全年公司实现营业收入105.97亿元，较上年增加7.37亿元，剔除土地整理开发业务收入，营业收入比上年有所减少。从收入构成看，机制糖仍为公司第一大收入来源，但因收入同比大幅下降，占总收入的比重随之下降；新增的土地整理开发收入占总收入的比重为10.84%；其他业务收入和上年比变化不大。从毛利构成看，土地整理开发业务毛利占比最高，达35.60%；机制糖业务占比次之，约为25%；畜牧业和农业因价格下降盈利萎缩，2015年毛利占比明显比上年下降。

图表 2. 公司 2014 年和 2015 年营业收入和毛利构成变化分析（单位：亿元）

	2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
机制糖	43.66	44.28%	35.22	33.24%
木薯加工	27.45	27.85%	23.86	22.52%
畜牧业	10.05	10.20%	12.91	12.18%
种植业	9.75	9.89%	9.90	9.34%
土地整理开发	0.00	0.00%	11.49	10.84%
其他	7.67	7.78%	12.59	11.88%

合计	98.60	100.00%	105.97	100.00%
	毛利	占比	毛利	占比
机制糖	2.49	25.16%	4.45	24.95%
木薯加工	2.69	27.19%	2.32	13.02%
畜牧业	1.40	14.18%	0.90	5.02%
种植业	0.88	8.89%	1.33	7.45%
土地整理开发	0.00	0.00%	6.35	35.60%
其他	2.43	24.58%	2.49	13.96%
<b>合计</b>	<b>9.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.84</b>	<b>100.00%</b>

注：根据广西农垦集团提供的数据整理

2016年第一季度，该公司机制糖销量明显比上年同期减少，导致营业收入减少 25.68% 至 18.18 亿元，但因糖价和生猪价格都有所回升，毛利润相比上年同期增加 1.56 亿元至 3.73 亿元，盈利状况有所改善。

### 1. 制糖业务

由于 2012 年下半年以来，国内糖价持续下跌，导致糖料收购价格连续多个榨季下调，抑制了糖农种植积极性。在行业整体亏损压力加剧的背景下，糖料种植面积 2014 年、2015 年持续减少。2015 年广西全区甘蔗种植面积同比下降 10.0%，甘蔗产量同比下降 5.6%。2014/15 榨季广西下调甘蔗收购价至 400 元/吨，比上榨季减少 40 元/吨。产糖量方面，2014/15 榨季全国共生产食糖 1052.19 万吨，比上榨季少产糖 279.61 万吨。其中，产甘蔗糖 981.82 万吨（上榨季产甘蔗糖 1257.17 万吨）；产甜菜糖 73.78 万吨（上榨季产甜菜糖 74.63 万吨）。从各主产区情况来看，除云南产糖量基本持平外，其他各主产区产糖量均大幅下滑。其中广西食糖产量较上榨季减少 25.92% 至 634 万吨，广东食糖产量较上榨季减少 32.61% 至 79.85 万吨。

2015 年度，因国内食糖减产，同时国家继续管制进口糖，食糖市场供需改善，白糖价格呈上扬行情，年初报价 4451 元/吨，年末报价 5402 元/吨，上涨 21.37%。2015/16 榨季，随着甘蔗种植面积的减少，国内食糖减产已成定局，国际糖业组织(ISO)预计，2015/16 年度全球糖市将供应短缺 250 万吨，全球糖供应趋紧。2016 年以来，国内糖价稳步走高，主产区广西的糖价从 1 月初的 5400 元/吨持续上涨到 5 月末的 5500 元/吨左右，糖价的回升将使制糖企业盈利状况趋于改善。

该公司制糖业务主要由糖业集团负责经营。2015 年，糖业集团生产机制糖 78.17 万吨，较上年减少 7.95%；销售机制糖 78.07 万吨，和上年

基本持平；销售均价为 5109 元/吨，价格较上年上涨 13.33%。全年白糖价格延续 2014 年 9 月以来的止跌回升走势持续震荡上行，带动公司制糖业务的盈利能力回升。同时，2014/2015 榨季广西产区糖料蔗收购价格从上榨季的 440 元/吨调低至 400 元/吨，一定程度上缓解了公司的成本压力，但进入 2016 年，公司糖料蔗收购价格又回升至 440 元/吨。2015 年公司机制糖销售收入为 35.22 亿元，较上年下降 19.33%（公司 2014 年将机制糖贸易收入纳入机制糖业务收入核算，2015 年将机制糖贸易收入纳入商业业务收入核算，导致可比指标失真）；毛利为 4.45 亿元，较上年大幅增长 78.71%；毛利率为 12.64%，较上年（5.69%）提升 6.95 个百分点。2016 年 1-3 月公司生产机制糖 40.64 万吨，销售 11.61 万吨，销量比上年同期减少 34.52%；实现销售收入 5.25 亿元，比上年同期减少 23.80%；毛利率 5.90%，虽然销售价格为比上年同期回升至 5,290 元/吨，但因糖料蔗收购价格回升，以及销量减少而各项成本费用变化不大，毛利率相比上年同期有所下降。随着国内糖价的回升，2016 年公司制糖业务的盈利状况或将好转。

## 2. 木薯加工业务

近年，宏观经济持续低迷，下游需求疲软。同时，淀粉产量快速增长，2014 年更是达到了 2,034.14 万吨，导致供过于求。目前国家对食品类变性淀粉生产标准仍未公布，导致同类产品竞争持续加剧、售价偏低，木薯淀粉在 3,250 元/吨左右波动。宏观经济的持续低迷使实体企业均不同程度出现资金紧缺问题，导致淀粉生产企业的贷款回笼速度慢，资金压力较大，淀粉生产商的经营压力加大。

该公司的木薯淀粉业务由子公司明阳生化经营，产品为木薯淀粉和酒精。2015 年，明阳生化生产各类木薯变性淀粉 15.56 万吨，较上年减少 14.73%；销售木薯淀粉 66.39 万吨（包括变性淀粉和原粉），较上年减少 20.72%，由于存在大量的原粉贸易，销量超出产量较多。全年公司木薯淀粉销售均价在 3038 元/吨，和上年基本持平。同时，分别生产和销售酒精 2.02 万吨和 1.92 万吨，产销规模不大，对盈利影响有限。2015 年木薯加工业务销售收入为 23.86 亿元，较上年下降 13.10%；实现毛利 2.32 亿元，较上年减少 13.55%；毛利率为 9.74%，较上年下降 0.05 个百分点。2016 年第一季度，明阳生化分别生产木薯变性淀粉 2.87 万吨，销售木薯变性淀粉和原粉合计 8.95 万吨；木薯加工业务实现销售收入 2.78 亿元，毛利率为 21.58%，较 2015 年全年水平大幅提高的原因系原粉贸

易量大幅减少。

### 3. 畜牧业业务

2015 年末，国内生猪年存栏为 45113 万头，较上年末下降 3.2%，但总体仍处于高位；全年生猪出栏量 70825 万头，较上年减少 3.7%。2015 年国内生猪价格从年初的 13.3 元/公斤持续下跌到 3 月 19 日的 11.89 元/公斤后触底反弹，直至 8 月 7 日达到年内高点（18.7 元/公斤），同时国内玉米、豆粕等饲养料价格持续弱势，养殖成本同比往年大幅降低，7 月 31 日猪粮比为 7.67: 1，国内养殖业经营好转。8 月中旬至 11 月中旬，供需博弈初显，生猪价格冲高回落至 16 元/公斤左右。与此同时，饲料原料价格持续弱势，养殖成本大幅降低，生猪价格虽持续弱势调整，三季度国内猪粮比持续高出 8: 1，养殖利润并未出现明显下滑。进入 11 月，需求回暖，出栏增加，生猪价格震荡上行至 16.5 元/公斤。从猪粮比来看，2015 年猪粮比低于 6:1 的盈亏点为 21 周，明显少于 2014 年的 51 周，生猪养殖企业盈利状况明显好转。进入 2016 年，生猪价格持续上涨，至 6 月 3 日达到 21.20 元/公斤，猪粮比亦持续上涨至 11: 1 左右。

该公司生猪养殖业务主要由畜牧集团负责经营。2015 年，在生猪市场景气度回升的背景下，公司生猪经营总体保持稳定，生猪出栏数达到 49.98 万头，较上年减少 6.96%，2015 年生猪平均销售价格为 16.42 元/公斤，比上年上涨 0.50 元/公斤。全年实现营业收入 12.91 亿元，较上年增长 28.39%；营业毛利为 0.90 亿元，较上年减少 36.04%，减少原因主要系成本费用大幅增长；毛利率为 6.94%，比上年下降 6.99 个百分点。2016 年第一季度，公司生猪出栏为 13.86 万头，较上年同期增长 6.28%；实现销售收入 3.83 亿元，生猪销售均价 17.49 元/公斤，较上年同期上涨 4.46 元/公斤；受价格上涨影响，毛利同比上升。未来随着生猪价格上涨，公司畜牧业务盈利状况有望改善。

### 4. 种植业务

该公司种植业主要包括甘蔗、水果、剑麻、橡胶、茶叶及木薯等农作物及经济作物的种植，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、经济作物的销售收入。2015 年公司种植业务收入为 9.90 亿元，较上年增长 1.51%；实现毛利 1.33 亿元，较上年增长 51.23%，主要原因系甘蔗销售价格比上年增长 40 元/吨。2016 年第一季度，公司种植业务实现收入 2.34 亿元，实现毛利 0.35 亿元。

## 5. 园区建设开发（土地整理开发）业务

该公司的园区建设开发业务是整合下属各农场靠近城市的自有土地，引导资源配置，通过招商引资引入投资者。公司拥有 250 万亩土地，目前列入城市周边宜开发土地 81 万亩，分布在广西 39 个县(市、区)，土地相对连片集中，权属明确，适合布局 15-20 个大型产业园区，目前已建成 6 个园区（明阳、新兴、北部湾、西江、良丰、红河），拥有区域经济特色的产业集群和产品循环网络逐渐成形。

该公司拥有的土地性质为国有划拨，土地开发前土地用途为农业用地，每年按照政府的用地指标与招商引资的情况将土地变性为国有划拨建设用地再进行开发整理。公司只对土地进行前期整理开发，没有进行土地储备。土地整理完成后，公司将其交由土地所在地政府收储和“招拍挂”。公司园区建设开发的盈利模式主要是对土地进行开发整理，土地出让后获得土地出让金返还，土地出让金返还比例如下：土地出让金除上缴中央部分外，其余全部上解自治区财政，扣除自治区本级留存外，其他返还自治区农垦局，农垦局再将款项全额返还给公司；通过招商引资让企业入驻农垦园区，企业缴纳税收后农垦按比例分享；园区管理和标准厂房出租。

2015 年 9 月以前，政府将土地出让金以财政项目资金形式返还予该公司，用于补偿前期土地开发整理成本，差额部分进入“营业外收入”核算。2015 年 9 月起，公司取得一级土地开发整理业务资格，土地出让金返还纳入“营业收入”核算。截至 2015 年末，公司在园区建设开发上的投资累计为 31.56 亿元。2015 年，公司共出让土地 926.18 亩，获得土地出让金分成收入 11.49 亿元，毛利 6.35 亿元，土地出让金的返还较为及时。2016 年第一季度，公司出让土地 178.4 亩，实现土地整理开发收入 2.42 亿元，毛利 1.41 亿元。

## 6. 其他业务

除上述业务外，该公司还从事茶叶、商业、服务业等业务，但规模相对较小，对公司的业绩影响较小。2015 年，公司的其他业务总体经营状况良好，尤其是商业和服务业收入增长较快。

此外，该公司由 3 个海外投资项目，分别为俄罗斯诺夫哥罗德农产品加工及物流中心项目、印尼工业园区和越南年产 10 万吨木薯变性淀

粉和 30 万吨木薯干片仓储”开发项目，计划总投资金额 18,685.00 万美元，截至 2016 年 3 月末已完成投资 17,632.05 万美元，均已竣工投入使用。2015 年各项目经营状况稳定，基本处在微利状态。

### （三）财务质量

2015 年末，该公司负债总额为 228.49 亿元，较上年末增长 4.04%，资产负债率为 71.71%，较上年末下降 0.19 个百分点。2016 年 3 月末公司负债总额增至 243.47 亿元，资产负债率升至 72.74%，公司负债经营程度上升。2015 年末，公司刚性债务总额为 166.32 亿元，较上年末增长 12.44%，占负债总额的比重由上年末的 67.35% 上升至 72.29%，公司面临的债务偿付压力持续加大。

2015 年末，该公司流动负债合计 159.14 亿元，比上年末增长 18.19%。其中，短期借款余额为 56.74 亿元，较上年末增长 6.20%；应付票据为 2.55 亿元，较上年末减少 7.69 亿元，主要是明阳生化银行开票授信减少所致；应付账款 12.35 亿元，较上年末减少 8.19%，主要是应付原料采购款、工程款及设备款减少所致；其他应付款 17.61 亿元，较上年末减少 35.24%，主要是垦区危房改造项目 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，项目完工后陆续结转所致；一年内到期的非流动负债为 60.12 亿元，包括公司发行的 10.00 亿元短期融资券及 50.00 亿元超短期融资券。公司非流动负债 2015 年末余额为 69.36 亿元，较上年末减少 18.37%。其中，长期借款减少 18.15 亿元至 4.91 亿元；应付债券基本没变化，系公司于 2011 年 2 月发行的 10 亿元 6 年期企业债、于 2014 年 3 月发行的 7 亿元 7 年期企业债、于 2014 年 12 月发行的 10 亿元 3 年期私募债和于 2015 年 2 月发行的 10 亿元 3 年期私募债；递延所得税负债增加 10.99 亿元至 15.28 亿元，主要系各项政府补助形成的。2016 年 3 月末，公司负债总额较上年末增加了 14.98 亿元至 243.47 亿元，其中，短期借款增加 13.24 亿元，应付票据减少 1.14 亿元，应付利息减少 2.67 亿元，其他应付款减少 1.63 亿元，应付债券增加 10.00 亿元，系公司于 2016 年 2 月发行的 10 亿元 3 年期中期票据。

2015 年度，该公司综合毛利率为 16.84%，较上年提升 6.82 个百分点。其中，机制糖业务在国内糖价止跌回升的带动下，毛利率较上年提升 6.95 个百分点至 12.64%；木薯淀粉加工业务、农业和林业业务毛利率均比上年小幅提升，但酒精业务、剑麻制品业务和畜牧业业务毛利率比上年有所下降；2015 年新增的土地整理开发业务盈利能力强，当年毛利

率为 55.30%，对公司毛利的贡献达 35.60%。总体来看，在糖价止跌回升以及新增盈利强的土地整理开发业务的背景下，公司主业的盈利状况呈现改善的迹象。

2015 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 1.74%、8.07% 和 5.34%，分别较上年下降 0.29、-0.02 和 0.52 个百分点；全年三费支出合计达到 16.06 亿元，期间费用率达到 15.15%，较上年下降 0.80 个百分点。2015 年，公司产生资产减值损失 2.13 亿元，全部为坏账损失，其中有一笔 1.82 亿元的应收广西丰浩糖业有限公司款项因无法回收全额计提坏账准备。当年公司营业利润为 -0.56 亿元，比上年少亏损 1.85 亿元。当年公司取得营业外收入 6.25 亿元，比上年减少 0.24 亿元，其中政府补助 5.05 亿元，比上年增加 0.40 亿元，公司获得的政府补助主要与公司从事的业务相关，持续性较强。受益于营业外净收入，2015 年公司实现净利润 4.63 亿元，较上年增加 2.96 亿元。

2016 年第一季度，该公司实现营业收入 18.18 元，较上年同期减少 25.68%；毛利率为 20.54%，较上年同期提升 11.66 个百分点，主要受益于糖价的上涨；三费支出占营业收入的比重较上年同期上升 3.26 个百分点至 19.24%；净利润为 1.10 亿元，相比上年同期亏损 1.11 亿元有明显好转。

2015 年，该公司营业收入现金率为 102.65%，比上年下降 15.91 个百分点，销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 6.95%，购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 8.35%，经营环节净流入现金 11.94 亿元，较上年减少 9.58%，对偿债的保障程度有所弱化，但仍处在良好水平。随着多个项目临近竣工，公司固定资产投资支出减少，而收到其他与投资活动有关的现金达 10.42 亿元（主要是园区收到的项目扶持资金），2015 年投资活动产生的现金流量净额为 0.29 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为 -2.96 亿元，主要是支付其他与筹资活动有关的现金数额较大所致。2016 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -10.77 亿元，投资性现金净流出 2.85 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 13.85 亿元。

2015 年末，该公司资产总额为 318.63 亿元，较上年末增长 4.32%。其中，货币资金为 38.92 亿元，比上年末增长 22.32%；应收账款为 12.50 亿元，较上年末增长 21.71%，主要是蔗渣、糖、淀粉、木浆等产品销售欠款增加所致；预付账款为 8.80 亿元，较上年末减少 26.32%，主要是预

付的建设工程款及原料采购费用等减少所致；其他应收款为 23.88 亿元，较上年末减少 27.04%，主要是与参股企业、其他地方企业的往来款减少所致；存货为 20.11 亿元，较上年末减少 6.72%，主要是原材料减少所致；一年内到期的非流动资产为 13.41 亿元，比上年末增长 53.00%，均为公司向对外发放的委托贷款。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。2015 年末固定资产为 58.52 亿元，较上年末增长 14.39%，主要是广西农垦大厦和双十工程项目建成部分转入固定资产所致；在建工程为 33.89 亿元，较上年末减少 1.76%；无形资产为 91.14 亿元，与上年末基本持平，其中土地资产为 84.91 亿元（其中 76.09 亿元为于 2003 年评估入账，评估的土地面积共 40.76 万亩，其中农用地 38.30 万亩，建设用地 2.46 亩，因农用地以征地补偿成本为基础基础进行评估，故评估值较低），公司垦区有划拨地约 250 万亩，除少量由垦区工商业企业及事业单位使用外，主要分布在各国有农场。截至 2015 年末，公司用于担保或抵押的资产账面价值为 17.13 亿元，包括土地使用权 1.88 亿元、股东资产 1.64 亿元、投资性房地产 0.11 亿元、长期股权投资 13.50 亿元。2016 年 3 月末，公司总资产略增至 334.704 亿元，其中存货较年初增长 71.64% 至 34.51 亿元。

2015 年末，该公司流动比率为 76.45%，较上年末下降 12.23 个百分点；速动比率为 58.28%，较上年末下降 5.52 个百分点；现金比率为 24.49%，较上年末略有上升。公司流动性压力总体偏大。

综上所述，2015 年国内糖价止跌回升和新增的土地整理开发业务实现收益，该公司主业盈利状况有所改善，但盈利仍完全依赖政府的大额补贴。随着糖价和生猪价格止跌回升，2016 年公司盈利情况或有所改善。此外公司海外项目逐步建成达产，未来资本性支出或将有所减少，但受地缘政治等因素影响，项目效益有待进一步观察。跟踪期内，公司负债经营程度继续上升，刚性债务规模持续增长，目前已积聚了较大偿债压力。公司现金流波动大，但总体上能维持资金平衡。

同时，我们仍将持续关注：（1）国内食糖和生猪等农产品价格变动趋势；（2）农资、人工等成本价格变动趋势；（3）公司后续投资项目的投资额度及资金筹措安排；（4）债务规模扩张情况及流动性压力；（5）海外项目的投资经营情况；（6）国家农用地改革进展。

附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
资产总额[亿元]	286.79	305.44	318.63	334.70
货币资金[亿元]	31.99	31.81	38.92	39.84
刚性债务[亿元]	131.65	147.91	166.32	185.75
所有者权益 [亿元]	84.20	85.83	90.14	91.23
营业收入[亿元]	101.99	98.60	105.97	18.18
净利润 [亿元]	0.42	1.67	4.63	1.10
EBITDA[亿元]	12.97	16.44	15.07	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.38	13.20	11.94	-10.77
投资性现金净流入量[亿元]	-9.54	-2.18	0.29	-2.85
资产负债率[%]	70.64	71.90	71.71	72.74
长期资本固定化比率[%]	116.53	108.92	123.50	115.82
权益资本与刚性债务比率[%]	63.96	58.03	54.20	49.11
流动比率[%]	80.99	88.68	76.45	83.71
速动比率[%]	56.99	63.80	58.28	55.62
现金比率[%]	24.03	23.69	24.49	24.19
应收账款周转速度[次]	12.07	10.24	9.30	—
存货周转速度[次]	4.73	4.33	4.23	—
固定资产周转速度[次]	2.41	2.06	1.93	—
总资产周转速度[次]	0.37	0.33	0.34	—
毛利率[%]	12.19	10.02	16.84	20.54
营业利润率[%]	-2.84	-2.45	-0.53	2.65
利息保障倍数[倍]	0.90	1.27	1.71	—
总资产报酬率[%]	2.61	3.87	2.93	—
净资产收益率[%]	0.49	1.96	5.26	—
营业收入现金率[%]	118.23	118.56	102.65	100.79
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	2.32	6.25	5.33	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-2.74	5.22	5.46	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.64	1.82	2.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.10	—

注：表中数据依据广西农垦集团经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 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(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	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(次)	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(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
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/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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+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

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构债务人主体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。