

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2017]245 号

广西农垦集团有限责任公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“16 桂农 01”和“17 桂农 01”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“16 桂农 01”债项信用等级为 AA+，“17 桂农 01”债项信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年六月二十七日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2017]245 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对广西农垦集团有限责任公司及其发行的“16 桂农 01”和“17 桂农 01”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持广西农垦集团有限责任公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时维持“16 桂农 01”债项信用等级为 AA+，“17 桂农 01”债项信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年六月二十七日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广西农垦集团有限责任公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与广西农垦集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广西农垦集团有限责任公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广西农垦集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议。
- “16 桂农 01”、“17 桂农 01”信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2017 年 6 月 27 日

广西农垦集团有限责任公司 主体及相关债项2017年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2017】245号

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 桂农 01	10.00	2016.6.17-2019.6.17	AA+	AA+
17 桂农 01	6.40	2017.3.13-2020.3.13	AA+	AA+

评级时间

2017年6月27日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 桂农 01	2016年6月2日
17 桂农 01	2017年2月13日

评级小组负责人

朱林



评级小组成员

侯艳华



邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）是广西壮族自治区最大的农业综合产业集团，机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力；跟踪期内，国内食糖价格持续回升，公司机制糖业务盈利能力明显改善；受益于养殖规模及销售均价上升，公司畜牧业务收入维持增长，毛利润及毛利率同比大幅上升。

同时，东方金诚也关注到，公司土地整理开发业务收入和利润显著下滑；公司产业园区开发业务投资金额较大，海外产业园区开发业务面临一定国家风险；跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，资产负债率仍然偏高。

综合考虑，东方金诚维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持稳定；维持“16 桂农 01”的信用等级 AA+、“17 桂农 01”的信用等级 AA+。

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 桂农 01	10.00	2016.6.17-2019.6.17	AA+	AA+
17 桂农 01	6.40	2017.3.13-2020.3.13	AA+	AA+

评级时间

2017 年 6 月 27 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 桂农 01	2016 年 6 月 2 日
17 桂农 01	2017 年 2 月 13 日

评级小组负责人

朱林

朱林

评级小组成员

侯艳华

侯艳华

邮箱: dfjc-gy@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
资产总额(亿元)	305.19	314.22	333.23	340.23
所有者权益(亿元)	85.58	84.93	90.48	92.01
全部债务(亿元)	146.29	161.15	169.91	184.13
营业总收入(亿元)	98.60	106.35	98.98	15.63
利润总额(亿元)	2.78	1.47	6.08	1.54
EBITDA(亿元)	13.75	12.63	18.55	-
营业利润率(%)	9.38	16.48	17.97	22.27
净资产收益率(%)	1.95	2.64	6.02	-
资产负债率(%)	71.96	72.97	72.85	72.96
全部债务资本化比率(%)	63.09	65.49	65.25	66.68
流动比率(%)	88.50	73.90	81.61	85.26
全部债务/EBITDA(倍)	10.64	12.75	9.16	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.36	2.76	-

注:表中数据来源于2014年~2016年经审计的公司合并财务报告及2017年1~3月未经审计的公司合并财务报表。其中2015年数据调整,系同一控制下企业合并范围变更。

优势

- 公司是广西壮族自治区最大的农业综合产业集团,机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模位居国内前列,具有很强的综合竞争力;
- 跟踪期内,国内食糖价格持续回升,公司机制糖业务盈利能力明显改善;
- 受益于养殖规模及销售均价上升,公司畜牧业务收入维持增长,毛利润及毛利率同比大幅上升。

关注

- 公司土地整理开发业务收入和利润显著下滑;
- 公司产业园区开发业务投资金额较大,海外产业园区开发业务面临一定国家风险;
- 跟踪期内,公司有息债务规模持续增长,资产负债率仍然偏高。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及广西农垦集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）、广西农垦集团有限责任公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排，东方金诚基于广西农垦提供的 2016 年审计报告和 2017 年一季度未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务，出资人和实际控制人为广西壮族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）。

广西农垦于1997年10月在广西壮族自治区农垦局（以下简称“广西农垦局”）所属的企业、事业单位基础上改制而成，是直属自治区政府的国有独资企业，初始注册资本5.42亿元。自治区政府授权广西农垦对广西农垦局及其所属企业、事业单位的国有资产进行经营管理。历经多次注册资本变更，截至2017年3月末，公司注册资本12.06亿元，自治区政府持有公司100%股权。

公司是广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）最大的农业类综合产业集团，机制糖、木薯加工及生猪养殖业务市场竞争力较强，具有很强的综合实力；作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在财政税收返还、土地出让金返还、财政补贴等方面得到了政府的大力支持。

截至2016年末，广西农垦资产总额333.23亿元，负债总额242.76亿元，所有者权益90.48亿元，资产负债率72.85%。2016年，公司实现营业收入98.98亿元，利润总额6.08亿元。

截至2017年3月末，广西农垦资产总额340.23亿元，负债总额248.22亿元，所有者权益92.01亿元，资产负债率72.96%；公司所属子公司、农场及事业单位合计91家。2017年1~3月，公司实现营业收入15.63亿元，利润总额1.54亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2016年6月发行10.00亿元公司债，债券简称“16桂农01”，票面利率为4.40%，起息日为2016年6月17日，到期日为2019年6月17日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。募集资金用途为偿还公司有息债务。截至报告出具日，公司已按时付息。

公司于2017年3月发行6.40亿元公司债，债券简称“17桂农01”，票面利率为5.50%，起息日为2017年3月13日，到期日为2020年3月13日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。募集资金用途为偿还公司有息债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2017 年一季度，经济增速延续回升态势，工业增速上扬，固定资产投资增速加快，净出口对经济增长实现正向拉动，宏观经济开局良好

一季度宏观经济增速延续回升。据初步核算，一季度国内生产总值 18.1 万亿元，同比增长 6.9%，同比增速比上年同期加快了 0.2 个百分点，比上年四季度加快了 0.1 个百分点，延续了自 2016 年四季度以来的小幅回升势头。

工业增加值增长面扩大，用电量回升，企业效益明显好转。在 41 个工业大类行业中，有 36 个行业增加值保持同比增长，占 87.8%，增长面较 2016 年全年扩大 4.9 个百分点。一季度工业用电量同比增长 7.7%，增速较上年全年回升 4.8 个百分点，体现了工业生产全面回升的势头。值得注意的是，1~2 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 10157 亿元，同比大幅增长 31.5%，比上年全年加快 23.0 个百分点。

固定资产投资增速回升，民间投资增速明显加快。一季度，固定资产投资同比增长 9.2%，增速较上年全年提高 1.1 个百分点。其中房地产投资同比增长 9.1%，增速比去年全年加快 2.2 个百分点。工业企业效益大幅改善，刺激制造业投资同比增长 5.8%，增速比去年全年提高 1.6 个百分点。1~3 月基础设施投资额比去年同期增长 23.5%，增速比去年全年攀升 7.8 个百分点。今年以来民间投资延续了增速回升的态势，一季度民间投资 5.7 万亿元，比去年同期增长 7.7%，增速比去年全年提高 4.5 个百分点。

国内消费整体保持平稳走势，居民消费价格涨势温和，工业生产者出厂价格增速偏高，净出口对经济增长正向拉动作用明显。一季度社会消费品零售总额同比增长 10.0%，增速比上年同期回落 0.3 个百分点。若扣除受补贴政策退坡影响较大的汽车类，社会消费品零售总额增速比上年同期加快约 0.3 个百分点。一季度，CPI 比去年同期上涨 1.4%，涨幅比去年四季度回落 0.7 个百分点，PPI 同比上涨 7.4%，涨幅比去年四季度扩大 4.1 个百分点。一季度，我国货物贸易进出口总值 6.2 万亿元人民币，比去年同期大幅增长 21.8%，扭转了自 2015 年年初以来同比连续负增长的局面。同期净出口拉动经济增长 0.3 个百分点，成为本季度经济增速回升的重要原因。

东方金诚预计，二季度工业增速有望在补库存周期作用下保持稳定，固定资产投资增速将延续小幅上升势头，消费增长平稳，但净出口拉动作用可能趋弱，由此上半年 GDP 有望继续保持 6.9% 左右的增长水平。

政策环境

在央行采取稳健中性货币政策的同时，监管层在金融领域持续推进去杠杆、强监管、防风险措施，推动金融环境趋紧

央行采取稳健中性的货币政策，货币供应量增速回落。3 月末，M2 余额 159.9 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 2.8 个百分点；M1 余额 48.9 万亿元，同比增长 18.8%，增速分别比上月末和上年同期低 2.6 个和 3.3

个百分点。一季度，社会融资规模增量为 6.9 万亿元，比上年同期多 2268 亿元。其中，表内人民币信贷增加 4.2 万亿元，同比少增 3856 亿元，而委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资增速均有所提高。一季度，房地产贷款新增 1.7 万亿元，占同期各项贷款增量的 40.4%，比 2016 年占比低 4.5 个百分点，企业中长期贷款增加 2.6 万亿元，同比多增 7081 亿元。

与此同时，监管层在金融领域持续推进去杠杆、强监管、防风险措施，金融环境趋紧。一季度央行两次上调货币市场资金利率，央行资产负债表从 1 月末至 3 月末收缩 1.1 万亿元，降幅达 3.0%。银监会释放银行业治理整顿信号，3 月份以来各地房地产调控政策进一步升级，监管部门加大了防范金融加杠杆炒作、预防交叉性风险力度。

财政政策方面，财政支出保持高速增长，一季度首现赤字，积极财政政策更有力度

受经济回暖及价格上涨等因素影响，1~3 月累计，全国一般公共预算收入 4.4 万亿元，同比增长 14.1%，较上年同期上升 7.6 个百分点。1~3 月累计，全国一般公共预算支出 4.6 万亿元，同比增长 21.0%，较上年同期上升 5.6 个百分点。一季度财政收支相抵，出现 1551 亿元的财政赤字。同时，为缓解基础设施建设、公共服务领域投资的资金压力，2017 年还安排了政府性基金专项债券 8000 亿元、新增地方政府一般债务限额 8300 亿元、地方政府债券置换存量债务约 3.0 万亿元，财政及准财政政策工具较为丰富。

东方金诚认为，央行坚持稳健中性的货币政策，监管层短期内去杠杆、强监管、防风险的政策组合拳将会连续推出，引导资金向实体经济倾斜；政府积极财政政策亦将持续发力。稳健中性的货币政策和积极的财政政策将继续为深化供给侧改革、优化经济增长结构提供相对适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

公司作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，是广西最大的农业类综合产业集团，主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务，其中 2016 年机制糖和木薯加工业务是其收入和利润的主要来源。

制糖行业

2016 年以来，国内食糖总体供应过剩程度有所收窄，食糖价大幅回升，制糖行业整体盈利能力将进一步改善

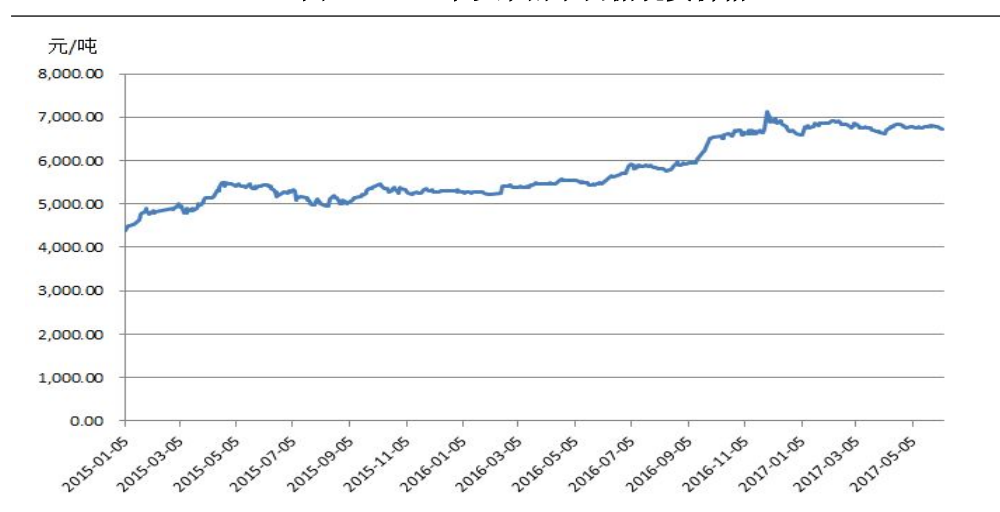
2016 年中国食糖总消费量为 1492.00 万吨，相较 2015 年下降 1.37%，食糖需求基本稳定。受国内制糖成本较高导致国际竞争能力较低因素影响，我国食糖出口量不大，2016 年中国食糖总出口量为 15 万吨，占比较小且对整体供需影响不大。

2015/2016 榨季（2015 年 10 月~2016 年 9 月）国内生产食糖 870.20 万吨，较上一榨季减产 17.56%，其中广西省食糖产量 511.00 万吨，占当季全国产量的 58.72%。

我国国内食糖供应仍存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口¹及库存进行补充。2016年初，国内食糖库存715.10万吨，较2015年初减少28.53%。2016年，国内累计进口食糖310.00万吨，较上年下降16.84%。2016年中国食糖总供给量为1945.10万吨，较2015年下降13.29%；同期，国内食糖消费总量1492.00万吨，仍然保持供过于求的局面，但供应过剩幅度较2015年有所收窄。

由于甘蔗单产水平低²，种植成本较高，导致国内糖价始终高于国际糖价。但国际原糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2015/2016榨季开始后，受国内食糖减产以及国家限制食糖进口进口预期³等因素影响下，食糖价格呈现回升态势，制糖行业整体盈利能力有所改善。根据广西糖业年报数据，2015/2016年榨季，我国制糖全行业实现盈利9.10亿元，扭转了三个制糖季连续亏损的局面。

图 1：2015 年以来南宁白糖现货价格



资料来源：云南糖网、WIND 资讯，东方金诚整理

木薯加工行业

2016 年，造纸、纺织等下游市场需求疲软，木薯加工行业竞争日趋激烈，国内木薯淀粉价格呈下降态势

木薯淀粉是众多产品的基础原料，应用范围广阔。淀粉可进一步加工成淀粉糖、糖醇、变性淀粉、发酵制品、高分子材料、酒精等产品，在食品、医药、造纸、纺织、矿山开采、饲料及添加剂、环保新材料等领域得以广泛应用。近年 GDP 增速持续下降，经济下行压力较大，国内造纸⁴、纺织等行业持续低迷，淀粉下游需求疲软。

木薯加工行业属于完全竞争市场，企业规模普遍偏小，在广西、广东和海南等木薯栽培面积较大的地区，木薯加工企业较多。广西作为木薯淀粉的最大产地，全区共有木薯淀粉企业 100 家，其中产能在 5 万吨/年以上的只有 2 家，合计产能尽占全区总产能的 14.60%；而小于 2 万吨/年的企业多达 71 家，合计产能占全区产能的 46.10%。

¹ 我国对食糖进口实行关税配额和自动进口许可管理，2004 年以来，食糖进口配额一直维持在 194.5 万吨；在该配额项内进口关税为 15%，配额外进口关税为 50%。

² 巴西、印度和中国的单产水平分别为 10 吨/亩、6 吨/亩和 5 吨/亩。

³ 2014 年 11 月 1 日起，商务部将配额外食糖纳入自动进口许可管理，同时积极支持中国糖业协会发起的行业自律，规范进口秩序。

⁴ 变性淀粉总需求量的 50%以上来自造纸行业。

广西农垦明阳生化集团股份有限公司（以下简称“明阳生化”）是目前国内最大的木薯变性淀粉生产企业，年加工生产各类木薯淀粉和变性淀粉 35 万吨、木薯酒精 15 万吨。

2016 年，木薯淀粉售价呈下降态势，木薯淀粉生产企业经营压力加大。2016 年国内木薯淀粉均价为 2950 元/吨，第一季度木薯淀粉市场价格比较平稳，第二季度微跌，但后续价格下行主要是受国家政策去库存的影响，玉米和玉米淀粉市场走低，造纸等工业需求木薯淀粉锐减，导致木薯淀粉市场需求清淡，价格开始下跌。木薯淀粉市场价格整体出现下滑趋势。2017 年一季度，国内木薯淀粉均价为 3127.78 元/吨，2017 年上半年市场对木薯淀粉需求量一般，与玉米淀粉相比，木薯淀粉行业需求仍然较小。

区域经济环境

凭借独特的地域优势及自然条件，广西糖蔗料和木薯等特色产业优势突出，近年区域经济实现较快发展

广西地处亚热带季风气候区，适合亚热带植物生长，糖蔗料、木薯和桑蚕等特色农产品产量均居国内首位。

近年来，广西经济发展较快，全区GDP已由2000年的2080.04亿元增长到2016年的18245.07亿元，年均复合增长率达到13.06%，高于全国平均水平。2016年广西第一产业GDP占全区GDP的比重为15.34%，第一产业对全区经济发展影响明显，自治区第一产业中糖蔗料和木薯等特色产业优势突出。

作为我国最重要的产糖地区，广西糖产量占全国糖产量的比重超过60%，拥有蔗农约2000万人，占全区总人口比重为37.86%，占农业人口数比重为46.86%。广西的旱地和坡地非常适于发展木薯生产，全区木薯种植面积400万亩左右，产鲜薯370万吨以上，木薯种植面积和产量均占全国的70%以上。

业务运营

经营概况

公司主营业务收入主要来自机制糖、木薯加工和畜牧业务，跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润均小幅下降

公司业务涉及领域较多，营业收入主要来自机制糖、木薯加工和畜牧业务。2016年，公司实现主营业务收入 92.79 亿元，同比下降 8.56%，主要为木薯加工、种植业务、土地整理开发业务收入下降所致。从收入构成来看，公司主营业务收入主要来源于机制糖、木薯加工和畜牧业务，占比分别为 41.80%、20.93%和 16.54%。

2017 年 1~3 月，公司主营业务收入 14.76 亿元，其中机制糖、木薯加工和畜牧业务，占比分别为 26.90%、21.82%和 18.02%。

表 1：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主营业务收入构成情况⁵

单位：亿元、%

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	43.66	46.07	35.22	34.71	38.79	41.80	3.97	26.90
木薯加工	27.46	28.98	23.86	23.51	19.42	20.93	3.22	21.82
畜牧业	10.05	10.60	12.91	12.72	15.35	16.54	2.66	18.02
种植业	9.75	10.29	9.90	9.76	7.04	7.59	1.33	9.01
土地整理开发	-	-	10.87	10.71	3.56	3.84	-	-
其他 ⁶	3.85	4.07	8.72	8.59	8.63	9.30	3.59	24.32
合计	94.77	100.00	101.48	100.00	92.79	100.00	14.76	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司主营业务毛利润为 14.95 亿元，同比下降 7.09%，主要系土地整理开发业务毛利润下降所致；综合毛利率 16.11%，与 2015 年相比略有上升。

表 2：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主营业务毛利润、毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
机制糖	2.49	5.70	4.45	12.63	5.45	14.05	0.87	21.91
木薯加工	2.69	9.80	2.32	9.72	2.38	12.26	0.40	12.42
畜牧业	1.40	13.93	0.90	6.97	2.84	18.50	0.53	19.92
种植业	0.88	9.03	1.33	13.43	1.09	15.48	0.24	18.05
土地整理开发	-	-	5.48	50.41	1.90	53.37	-	-
其他	0.90	23.38	1.61	18.46	1.29	14.95	0.94	26.18
综合	8.36	8.82	16.09	15.86	14.95	16.11	2.98	20.19

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是广西最大的农业综合产业集团，机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力

广西农垦始建于 1951 年，是广西最大的农业类综合产业集团。截至 2016 年末，公司拥有 252 万亩国有土地，分布在广西 14 个地级市、41 个县（区），管区总人口 38 万人。

公司机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模位居国内前列，生猪养殖业务规模位居区内前列。截至 2017 年 3 月末，公司拥有 2 家“农业产业化国家重点龙头企业”，10 家“广西壮族自治区农业产业化重点龙头企业”，2 家“国家级农业标准化示范农场”，2 个中国名牌农产品，4 家企业建立了质量追溯体系。

⁵ 与各业务加总数有差异为四舍五入所致。

⁶ 包括剑麻制品、成品茶、商业、服务业等业务收入。

机制糖业务

广西农垦机制糖生产规模位居国内前列，2016 年，受益于国内食糖价格继续回升，公司机制糖业务盈利能力明显改善

公司机制糖业务主要由子公司广西农垦糖业集团（以下简称“糖业集团”）负责运营。糖业集团是国家农业产业化重点龙头企业和全国大型农产品加工流通企业，2016 年产糖量 63.74 万吨，位于国内第三⁷。截至 2017 年 3 月末，糖业集团拥有 10 家制糖公司和 2 家制造酒精公司，白砂糖产能超过 75 万吨，精制糖产能超过 30 万吨。

2016 年，机制糖销售价格增长，公司机制糖业务盈利能力明显改善；2016 年公司机制糖业务收入 38.79 亿元，同比增长 10.14%；毛利润 5.45 亿元，同比增长 22.47%；毛利率 14.05%，同比提高 1.42 个百分点。

表 3：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司机制糖产销情况

单位：元/吨、万吨、%

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产量	84.93	78.17	63.74	36.74
销量	78.50	78.07	59.30	2.49 ⁸
产销率	92.43	99.87	93.03	6.78
成本均价	3927.00	3721.90	4354.00	4371.00
销售均价	4508.00	5109.00	5933.00	6864.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从下游客户情况来看，2016 年，公司机制糖业务的客户主要是成品糖制造企业以及大型商贸公司，前五大客户的销售金额占公司机制糖业务收入比重为 55.00%，客户集中度有所提升。

跟踪期内，公司甘蔗采购均价有所上升，成本控制压力有所增加

广西农垦对公司蔗区三分之一的种植基地拥有产权。截至 2016 年末，公司拥有蔗区面积 100.00 万亩，蔗田甘蔗单产约 6.73 吨/亩，较垦区以外平均单产 5.00 吨/亩高出 35%，原材料的自给率为 30%，原料供应优势明显。

同时，在“公司+基地+农户”的经营模式下，政府会统一针对甘蔗原料基地指定糖厂，并在每个榨季开始时确定甘蔗收购价格。即公司要按政府指定价格完成相应蔗区的收购任务，而农户则必须将甘蔗销售给指定糖厂。同时，由公司负责蔗区内道路的维修、对农户提供种苗，化肥、农药等方面的扶持。双方合作由政府政策保证执行，稳定性较好。结算方式采取先货后款的方式，通常公司要在一个月内将货款支付给农户。2016 年，公司甘蔗采购均价 450.00 元/吨，同比增长 12.50%，在一定程度上增加了公司的成本压力。

⁷ 第一位和第二位分别为广西南华糖业集团有限公司和广西南宁东亚糖业集团。

⁸ 糖具有季节性生产周期的特性，一般每年 12 月至次年 3 月为生产旺季，6 月至 9 月为销售旺季。

表 4：2014 年～2016 年及 2017 年 1～3 月公司甘蔗采购情况⁹

单位：万吨、元/吨

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1～3 月
采购量	627.31	487.48	468.38	308.23
采购均价	440.00	400.00	450.00	500.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

此外，公司制糖企业均有自建的供电设备，所用燃料为蔗渣和煤，通常根据两者市场价格对比情况调整供电燃料，能够在一定程度上降低生产成本。

木薯加工业务

公司是国内最大的木薯加工企业，跟踪期内，下游市场需求低迷，木薯加工业务收入下降，但受益于生产成本的降低，毛利率有所增加

公司木薯加工业务主要产品为变性淀粉，运营主体为子公司明阳生化。明阳生化产能 45 万吨，是目前国内最大的木薯加工生产企业，是自治区产业化重点龙头企业。受下游市场需求低迷影响，2016 年公司木薯加工业务收入 19.42 亿元，同比下降 18.61%；毛利率 12.26%，较 2015 年上升 2.49 个百分点，主要系生产成本降低所致。2016 年，木薯淀粉成本均价为 2685.78 元/吨，同比下降 1.10%。

表 5：2014 年～2016 年及 2017 年 1～3 月公司木薯淀粉销售、成本情况

单位：元/吨

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1～3 月
木薯淀粉销售均价	3027.52	3038.11	3045.11	3128.78
木薯淀粉成本均价	2801.08	2715.78	2685.78	2714.87

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司木薯淀粉销售分为直销和代理两种模式，其中直销模式销量占比约为 2/3，代理模式占比约为 1/3；对于长期合作且用量较大的客户，可享受 2%～5%的价格折扣。公司主要结算方式为（银行承兑汇票、现汇、国内信用证），如果为赊销，账期一般为 3 个月。

随着木薯种植基地的不断扩大，公司木薯加工业务产能利用率持续下降，新增产能的消化和释放或面临一定风险

广西是全国最大的木薯生产基地，公司在原材料供应方面具有较大的地域优势。近年来公司一方面调整了部分农场种植作物改种木薯，扩大木薯种植基地，另一方面，积极推广订单农业模式，在种苗、机耕、肥料、技术指导上给予木薯种植户多项优惠政策支持。

公司从 2010 年开始在越南投资建设“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”，项目计划总投资 0.68 亿美元，截至 2017 年 3 月末该项目已完

⁹ 表内采购均价是榨季的价格，2014 年～2016 年及 2017 年 1～3 月，含税收购均价分别为 437.82 元/吨、419.04 元/吨、468.14 元/吨和 516.09 元/吨。

工¹⁰。该项目建成有助于利用东南亚国家丰富的木薯资源及拓展海外市场。2016 年，公司木薯加工业务产能利用率 30.87%，持续下降，比 2015 年下降 3.71 个百分点，主要系木薯淀粉产量下降所致。

表 6：2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司木薯淀粉产量及产能情况

单位：万吨、%

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
木薯淀粉产量	18.25	15.56	13.89	2.62
木薯淀粉产能	45.00	45.00	45.00	11.25 ¹¹
木薯加工业务产能利用率	40.56	34.58	30.87	23.29

资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前公司订单农业模式在所有的原料采购中占比仍较小，约 10%，主要还是通过向中间商采购原料。公司木薯淀粉原料采购主要采取货到后 3 个月付款的结算方式。

畜牧业务

2016 年，受益于养殖规模及销售均价上升，公司畜牧业务收入维持增长，毛利润及毛利率同比大幅上升

广西农垦畜牧产品的运营主体为广西农垦永新畜牧集团有限公司（简称“畜牧集团”）。2016 年公司养殖规模有所扩大，生猪饲养量 67.97 万头，较 2015 年末增长 27.88%，出栏量 61.90 万头，同比增长 23.85%。

表 7：2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司畜牧业务情况

单位：万头、元/公斤

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
饲养量	82.00	53.15	67.97	32.46
出栏量	53.73	49.98	61.90	15.15
销售均价	15.91	15.39	21.38	17.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司畜牧业务收入 15.35 亿元，同比增长 18.90%；实现毛利润 2.84 亿元，同比增加 215.56%；毛利率为 18.50%，同比增长 11.53 个百分点，主要系养殖规模及销售均价增加所致。

种植业务

公司种植业务为公司机制糖等业务原材料供应持续提供保障，跟踪期内，种植业务收入及利润有所下降

公司种植业务主要包括经济作物（甘蔗、剑麻、水果、茶青、橡胶）、林业和土地出租等业务。截至 2017 年 3 月末，公司经济作物种植面积为 57.67 万亩，其中甘蔗和水果种植面积较大，分别为 32.00 万亩和 16.48 万亩。

¹⁰ 因工程审计暂未完成，预计 2017 年年底转固。

¹¹ 按全年产能的四分之一折算。

表 8：2014 年~2016 年及 2017 年 3 月末公司经济作物及林木种植面积

单位：万亩

业务	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月末
甘蔗	32.98	33.26	33.26	32.00
剑麻	5.13	5.00	4.99	4.59
水果	15.26	15.31	14.73	16.48
茶青	0.89	0.88	0.85	0.89
橡胶	3.72	3.71	2.37	3.71
林木	67.12	67.31	67.31	63.90
合计	125.10	125.47	123.51	121.57

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司种植业务收入 7.04 亿元，同比下降 28.89%；毛利润 1.09 亿元，同比下降 18.05%，主要系开榨时间延迟¹²影响；毛利率 15.48%，同比增加 2.05 个百分点。公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大，在保障公司机制糖等业务原材料供应的同时，该业务收入和利润成为公司业绩的有益补充。2016 年，甘蔗收入 4.99 亿元。

其他业务

作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司还承担了部分产业园区的开发建设工作，跟踪期内，公司土地整理开发业务收入和利润显著下滑

公司土地资源较为丰富且相对成片，毗邻大中城市及乡镇的土地具有较大的开发价值。2016 年，产业园区实现地区生产总值 369.6 亿元，全社会经营总收入达到 1029.7 亿元，规模以上工业总产值 1029.7 亿元，全社会固定资产投资 284.0 亿元，产品进出口总额 9.88 亿元，人均可支配收入 25137 元。园区经济已成为管区经济增长的主导力量之一。

国内产业园区运营模式方面，公司主要负责园区土地开发整理和基础设施建设，同时园区建成后由公司负责运营。园区开发盈利模式主要为对土地进行开发整理，获得土地出让金返还；通过招商引资，获得税收返还；园区管理和标准厂房出租。

2015 年 9 月公司取得一级土地开发整理业务资格，2015 年 9 月起，土地出让金纳入“营业收入”核算，2016 年公司土地整理开发业务收入 3.56 亿元，毛利润 1.90 亿元，分别同比下降 67.25%和 65.33%。2017 年第一季度，公司无出让土地及土地整理开发收入，主要系每季度的土地出让金收入将于年末进行统一结转至土地整理开发收入，目前暂无结转。

公司整合区域土地资源，进行产业园区开发，近年先后开发了明阳工业区、新兴工业集中区、北部湾园区、西江经济园区和良丰工业园区等主要产业园区（见表 9）。截至 2017 年 3 月末，公司园区土地开发已完成投资 33.22 亿元，土地出让金收入 19.49 亿元，土地开发成本 10.99 亿元。

¹² 2015 年开榨月份为 11 月，2016 年开榨月份为 12 月。

表 9：截至 2017 年 3 月末公司园区土地开发成本及出让金返还

单位：平方公里、亿元

园区名称	位置	规划面积	已完成投资额	土地出让金收入	土地开发成本
明阳工业区	南宁吴圩国际机场广西 国有明阳农场	40.00 ¹³	19.57	10.05	8.01
新兴工业园	柳江县	26.21	5.02	5.26	5.02
北部湾园区	北海	7.97	4.15	1.04	2.80
桂林良丰产业园区	桂林市雁山区良丰农场	10.00	1.95	1.32	1.45
西江产业园区	贵港市区西郊	37.02	2.53	1.82	1.72
合计	-	121.20	33.22	19.49	19.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司园区开发业务未来投资规模较大，海外产业园区开发业务面临一定国家风险

截至 2017 年 3 月末，公司主要在建工程 4 个，其中对外投资项目（越南变性淀粉项目）1 个，拟投资总额共计约为 0.68 亿美元；国内项目 3 个，投资总额为 20.15 亿元人民币。此外，公司有 24 家农场涉及危改房项目共计 6.04 亿元，在建工程中占比为 17.93%。目前主要在建工程自有资本金已经按照投资比例全部到位。

表 10：截至 2017 年 3 月末公司主要在建工程情况

单位：%

项目	总投资额	自有资金比例	2017 年 投资计划	项目进度
朗姆酒项目	5.16 亿元	30.00	0.50	已投资 1.04 亿元
明阳工业园区基础设施项目	10.00 亿元	30.00	0.20	已投资 9.90 亿元
越南年产 10 万吨木薯变性淀粉 吨木薯干片仓储”开发项目 ¹⁴	0.68 亿美元	30.00	-	已投资 2.67 亿元
新兴园区四方片区 1853.44 亩 开发工程	5.00 亿元	100.00	1.10	已投资 3.97 亿元
合计	24.78 亿元	-	1.80	已投资 17.68 亿元

资料来源：公司提供，东方金诚整理

除了上述国内产业园区建设外，公司 2017 年至 2018 年的拟投资项目为柬埔寨马德旺省年产 30 万吨/年木薯淀粉、30 万吨/年燃料乙醇等项目，两个项目目前尚在考察阶段，投资总额约为 2.40 亿美元。

¹³ 规划面积约 40.00 平方公里，一期启动面积 20.16 平方公里。

¹⁴ 项目已完工，但因工程审计暂未完成，预计 2017 年年底才会转固。

海外产业园区开发拓展了公司业务经营区域，但海外产业园区开发收益易受国际政治形势和相关国家经济政策等因素影响，面临一定国家风险。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理和高级管理人员等方面无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2016 年经审计的合并财务报告和 2017 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年的财务数据进行了审计，并出具了带强调事项段无保留意见的审计报告¹⁵。

截至 2016 年末，纳入公司报表合并范围的单位包括糖业集团（下属子公司 17 个）、广西剑麻集团有限公司（以下简称“剑麻集团”，下属子公司 3 个）、广西农垦茶业集团有限公司（以下简称“茶业集团”，下属子公司 7 个）、广西农垦永新畜牧集团有限公司（以下简称“畜牧集团”，下属子公司 8 个）、广西农垦十万大山食品公司（以下简称“十万大山”，下属子公司 4 个）、农业企业 51 个、直属工业企业 6 个、商贸及服务企业 21 个、园区企业 7 个、设计院 1 个。

资产构成与资产质量

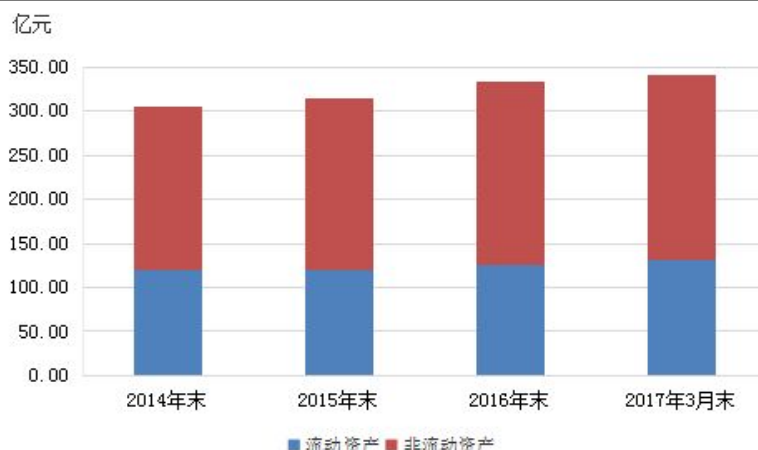
跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产构成仍以非流动资产为主

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 340.23 亿元，比 2016 年末增长 2.10%，其中，流动资产占总资产的比重为 38.59%，非流动资产占总资产的比重为 61.41%。

截至 2016 年末，公司资产总额为 333.23 亿元，同比增长 6.05%，其中，流动资产占总资产的比重为 37.83%，非流动资产占总资产的比重为 62.17%。

¹⁵ 主要原因：根据广西壮族自治区国有资产监督管理委员会《关于对<自治区农垦局（农垦集团）关于开展农垦系统内国有资产清产核资工作的请示>有关意见的批复》（桂国资函〔2016〕374 号），于 2016 年 11 月开展清产核资工作，资产清查时点（即清产核资基准日）为 2015 年 12 月 31 日，至本报告报出日止，清产核资工作尚在进行中。根据《关于印发清产核资工作问题问题解答（一）的通知》（国资厅评价〔2003〕53 号）的规定，企业在清产核资中清查出的资产损失，在国资委没有批准之前不能自行进行账务处理。对公司生产经营和偿债能力不产生实际影响。

图 2：2014 年～2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产构成

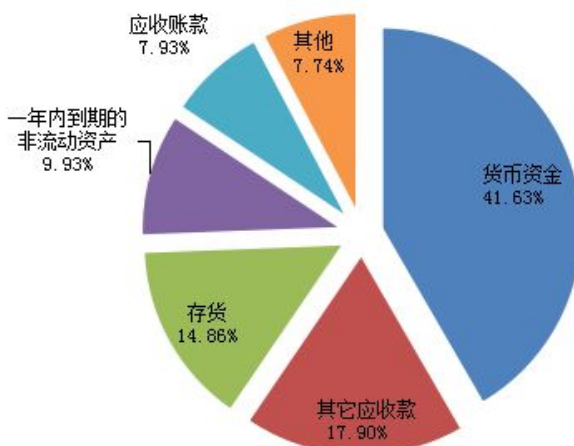


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、流动资产

2016 年末，公司流动资产 126.05 亿元，较 2015 年末增加 4.68%，主要由货币资金、其它应收款、存货、一年内到期的非流动资产和应收账款构成，占比分别为 41.63%、17.90%、14.86%、9.93%、7.93%，合计占流动资产总额的比重为 92.26%。

图 3：2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司 2016 年末货币资金余额 52.48 亿元，货币资金充足，较 2015 年末增长 34.86%，主要系银行存款增长所致。2016 年末公司货币资金由银行存款、其他货币资金和现金构成，占比分别为 95.01%、4.90%和 0.09%。

2016 年末，公司其他应收款 22.57 亿元，较上年末减少 0.33%，主要系集团下属农场的危旧房改造工程陆续竣工验收，实现了项目成本的结转，原列示在“其他应收款”客户的支付的危旧房改造项目的工程款减少所致；其中，公司其他应收款账龄在 6 个月以内的占比 17.49%，1 年以内的占比为 15.30%，1～2 年的占比为 34.52%，2～3 年的占比为 10.75%，3 年以上的占比为 21.94%。

公司存货主要由库存商品、原材料和在产品等构成。2016 年末，公司存货 18.74 亿元，较 2015 年减少 6.82%，主要系受制糖业板块甘蔗减产所致。其中，库存商品 10.88

亿元，占比为 58.06%；原材料 2.64 亿元，占比为 14.09%。

受委托贷款的增加影响，公司 2016 年末一年内到期的非流动资产 12.51 亿元，同比增长 7.11%。其中，公司对广西国悦股权投资基金管理有限公司、广西劲达兴纸业有限公司和广西国悦集团有限公司的委托贷款合计 7.49 亿元，占比 59.87%。

公司 2016 年末，应收账款 10.00 亿元，较 2015 年末下降 20.00%。其中，5 年以上的应收账款为 0.79 亿元，已计提坏账准备 0.40 亿元，主要是历年农场在经营或改制时形成的，现大部分已计提坏账。

2、非流动资产

2016 年末，公司非流动资产 207.18 亿元，同比增加 6.90%，主要是其他非流动资产、固定资产、在建工程的增加所致。公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和在建工程构成，占比分别为 43.87%、30.11%和 17.33%，合计占比达 91.31%。

公司无形资产主要由农用地和建设用地的土地使用权构成。2016 年末，公司无形资产 90.88 亿元，较 2015 年末下降 0.03%；其中，土地使用权为 84.23 亿元，占总资产的比重为 92.68%。

2016 年末，公司固定资产 62.39 亿元，同比增加 6.61%；其中，房屋建筑物和机器设备占比分别为 55.86%和 39.01%。公司在建工程 35.91 亿元，同比增加 16.06%，主要系各项工程开发投入增加所致。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模小幅增长，其中资本公积占比较大

2017 年 3 月末，公司所有者权益 92.01 亿元，其中，资本公积 82.62 亿元，占比 89.79%；实收资本 14.90 亿元，占比 16.19%。

2016 年末，公司所有者权益 90.48 亿元，较 2015 年末增长 6.53%；其中，资本公积 82.62 亿元，占比 91.31%，主要是农用地和建设用地的评估增值。公司历史负担较重，未分配利润多年为负，2016 年末为-9.94 亿元，同比提高 33.14%。

跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，资产负债率仍然较高

2016 年末，公司负债总额 242.76 亿元，同比增长 5.87%。其中，公司流动负债占比 63.63%，非流动负债占比 36.37%。

同期末，公司流动负债 154.46 亿元，较 2015 年末下降 5.21%。其中，一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款和应付账款的占比分别为 45.42%、32.91%、8.62%和 5.13%。公司一年内到期的非流动负债 70.15 亿元，同比增长 16.89%，主要是一年内到期的应付债券，合计 70 亿元。2016 年末，公司短期借款 50.83 亿元，较 2015 年末下降 10.42%，主要系信用借款减少所致。其中，保证借款和信用借款占比分别为 63.55%和 27.72%。公司其他应付款 13.31 亿元，同比减少 38.01%，主要系场危旧房改造业务完工结转所致。

同期末，公司非流动负债 88.30 亿元，较 2015 年末减少 33.09%；其中，应付债券、递延收益和专项应付款等占比分别为 51.33%、23.81%和 13.61%，合计占非流动负债的 88.76%。

表 11：截至 2016 年末公司应付债券情况

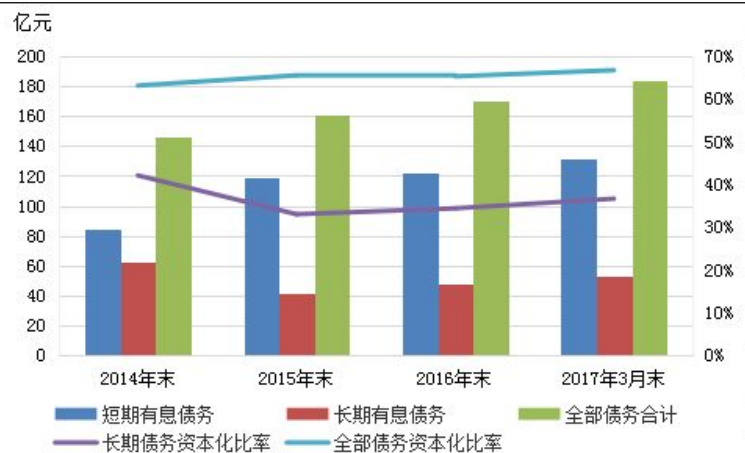
单位：亿元、%

债券名称	发行金额	债券起始时间	债券到期时间	发行利率	余额
14 广西农垦债	7.00	2014/03/18	2021/03/18	7.50	6.97
15 农垦 PPN001	10.00	2015/02/04	2018/02/03	6.35	10.00
16 农垦 MTN001	10.00	2016/03/08	2019/03/09	3.67	9.93
16 广西农垦债	10.00	2016/06/17	2019/06/17	4.40	9.96
16 广西农垦债 2	8.50	2016/07/20	2019/07/20	5.50	8.46
合计	45.50	-	-	-	45.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年末，公司应付债券 45.32 亿元，较 2015 年末增长 22.71%。同期末，公司递延收益 21.03 亿元，同比 2015 年增长 45.73%，主要是与资产相关递延收益大幅增长所致。公司专项应付款用于核算区政府财政及农垦局财政对集团公司的财政补贴，主要有明园工业园区、西江产业园基础设施、土地综合开发、农田水利、良种推广及道路维修及建设工程等项目，2016 年末为 12.02 亿元，较 2015 年末增长 48.40%，主要系国家对农业仍保持较强的扶持力度所致。

图 4：2014 年~2016 年末及 2017 年 3 月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年末，公司全部债务为 184.13 亿元，同比上升 5.44%，主要由发行公司债、超短期融资券和短期融资券所致，长期有息债务占全部债务的比重为 27.91%，短期有息债务占全部债务的比重为 72.09%；公司期末资产负债率 72.85%，全部债务资本化比率 65.25%，均较 2015 年末略有下降，但资产负债率仍然偏高。

截至 2017 年 3 月末，公司对外担保额 0.22 亿元，担保比例¹⁶为 0.24%，被担保企业为广西国悦企业投资集团有限公司。

¹⁶ 担保比例=对外担保额/净资产。

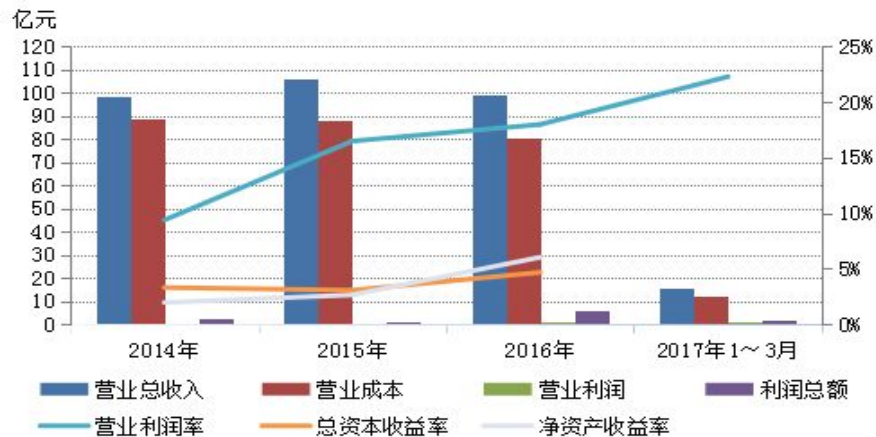
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有下降，利润总额同比大幅增加；利润总额对营业外收入有一定依赖

2017 年 1~3 月，公司营业收入 15.63 亿元，营业利润 0.48 亿元。

2016 年，公司营业收入 98.98 亿元，同比下降 6.93%。2016 年，公司营业利润率 17.97%，较 2015 年增长 1.49 个百分点。

图 5：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司期间费用 17.06 亿元，同比增长 7.43%，期间费用占当年营业收入的比重为 17.23%。公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大，分别为 49.93% 和 39.27%。

表 12：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
销售费用	2.00	1.84	1.84	0.52
管理费用	7.94	8.37	8.52	1.85
财务费用	5.78	5.66	6.70	0.76
期间费用合计	15.73	15.88	17.06	3.13
期间费用占营业收入比	15.95	14.93	17.23	20.05

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年公司营业利润 0.59 亿元，较 2015 年增加 326.92%，主要系国内糖价回升所致；公司营业外收入 8.97 亿元，其中债务重组利得¹⁷4.22 亿元、政府补助 2.28 亿元，对公司利润总额的影响较大。2016 年，公司利润总额 6.08 亿元，净利润 5.45 亿元。2016 年净利润同比增长 143.12%，主要系 2016 年公司获得政府补助，同时有效控制了营业成本，加上 2016 年坏账减值损失较上年减少所致。

同期，公司总资本收益率 4.66%，净资产收益率 6.02%，两项指标较 2015 年均有

¹⁷ 债权人为中国农业银行广西区分行，债务人为公司辖属单位，担保人和实际还款人为公司。

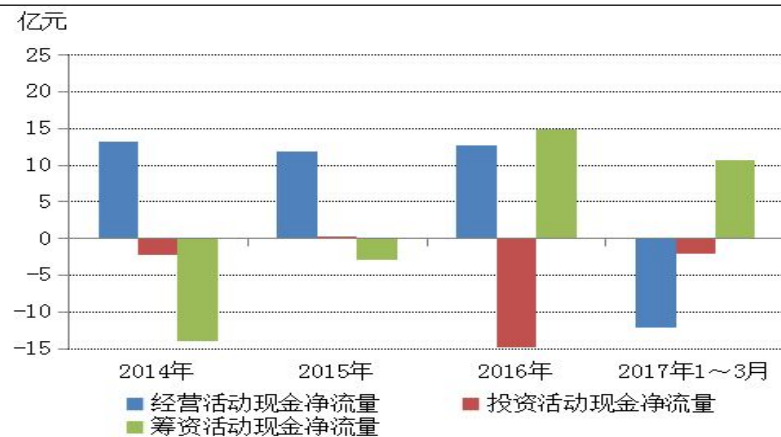
所增长。

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流小幅增长，投资活动净现金流由正转负，筹资活动净现金流大幅增加

2016 年，公司经营活动现金流净额为 12.65 亿元，较 2015 年增长 5.93%，主要系经营性应收项目增加所致。公司投资性活动净现金流-14.97 亿元，较 2015 年下降 53.12%，主要为收到的与投资活动有关的现金减少所致。公司筹资活动现金净流量 14.87 亿元，较 2015 年增加 601.41%，主要为支付其他与筹资活动有关的现金所致。

图 6：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2016 年，公司流动比率和速动比率分别为 81.61%和 69.48%，较 2015 年均有所增加。同期，公司经营现金流动负债比 8.19%，较 2015 年上升 0.86 个百分点。

表 13：2014 年~2016 年及 2017 年 3 月公司偿债能力主要指标

单位：%

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
流动比率	88.50	73.90	81.61	85.26
速动比率	72.49	61.56	69.48	63.91
经营现金流动负债比	9.81	7.33	8.19	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.17	2.36	2.76	-
全部债务/EBITDA (倍)	10.64	12.75	9.16	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司 EBITDA 为 18.55 亿元，同比增长 46.86%；同期，EBITDA 利息倍数为 2.76 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 9.16 倍。

过往债务履约情况

根据公司提供中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2017

年 6 月 19 日，公司在过往债务履约方面不存在不良信用记录。

抗风险能力及结论

公司是广西壮族自治区最大的农业综合产业集团，机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力；跟踪期内，国内食糖价格持续回升，公司机制糖业务盈利能力明显改善；受益于养殖规模及销售均价上升，公司畜牧业务收入维持增长，毛利润及毛利率同比大幅上升。

同时，东方金诚也关注到，公司土地整理开发业务收入和利润显著下滑；公司产业园区开发业务投资金额较大，海外产业园区开发业务面临一定国家风险；跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，资产负债率仍然偏高。

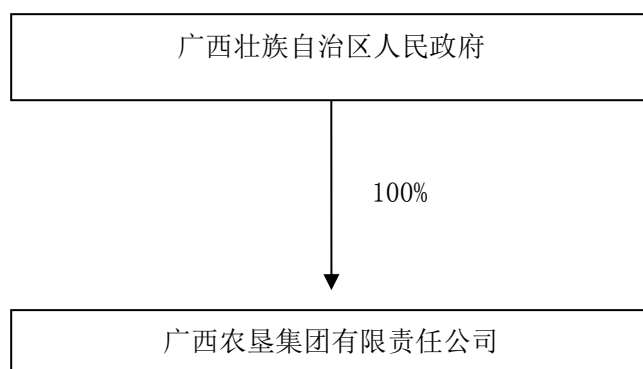
东方金诚维持广西农垦主体信用等级为 AA+，评级展望稳定，并维持“16 桂农 01”的信用等级 AA+、“17 桂农 01”的信用等级 AA+。

附件一：截至 2017 年 3 月末公司主要下属子公司情况

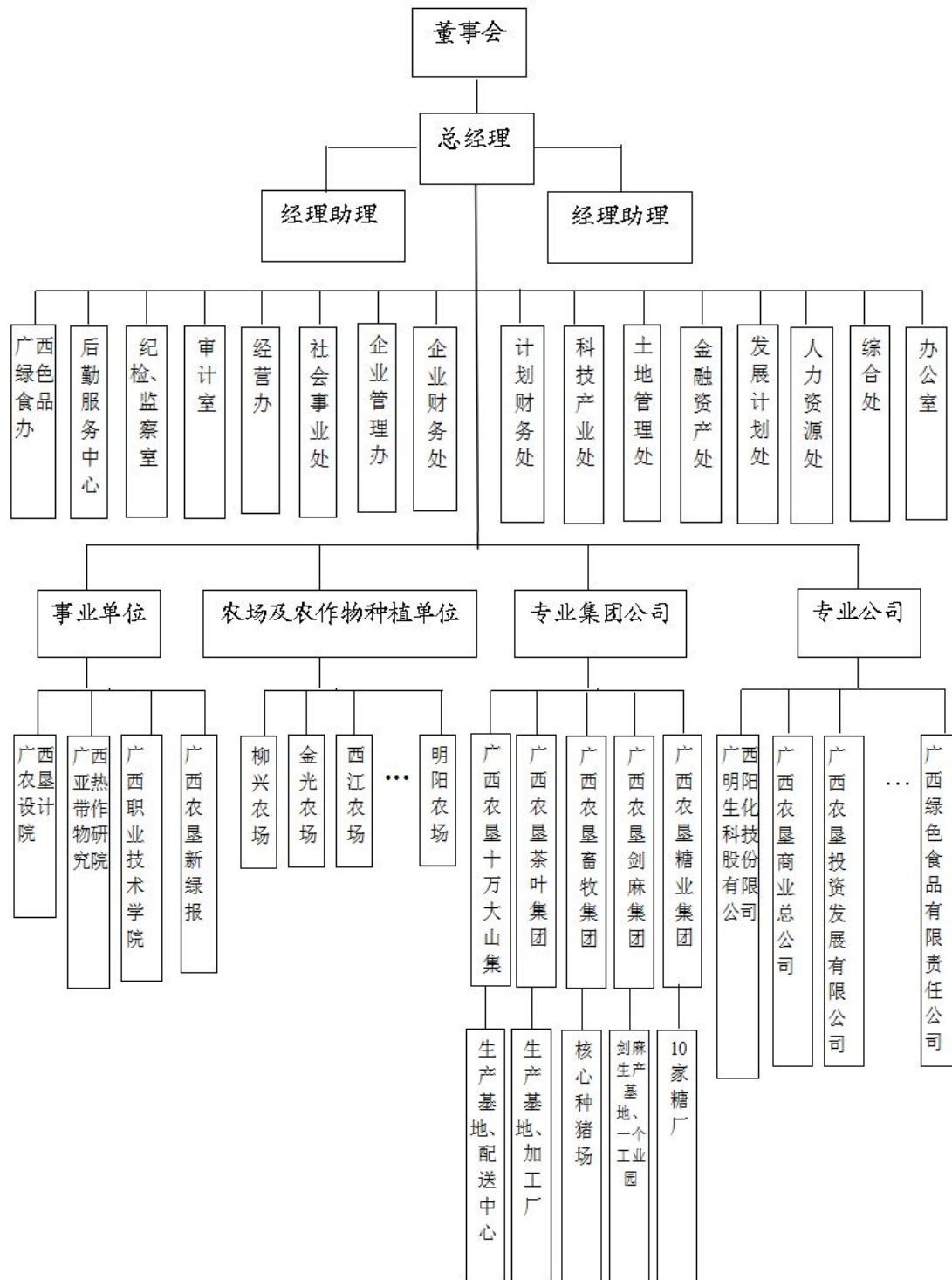
单位：万元、%

全称	简称	注册资本	持股比例		主营业务
			直接	间接	
广西农垦糖业集团股份有限公司	糖业集团	47460.00	90.00	10.00	白砂糖、赤砂糖、方糖、食用酒精、纤维板等生产销售，糖业设备安装
广西农垦永新畜牧集团有限公司	畜牧集团	6239.89	19.84	72.79	畜牧业、饲料、淡水养殖、水产品加工销售、农副产品购销
广西农垦剑麻集团有限公司	剑麻集团	26947.48	100.00	—	剑麻种植、剑麻制品的生产及销售
广西农垦茶业集团有限公司	茶业集团	6618.00	100.00	—	茶叶种植及加工
广西农垦十万大山天然食品有限公司	十万大山	241.78	100.00	—	矿泉水和保健食品的生产及销售
广西农垦明阳生化集团股份有限公司	明阳生化	19832.24	95.30	—	食用淀粉、变性淀粉、食用及工业酒精生产销售

附件二：截至 2017 年 3 月末公司股权结构图



附件三：截至 2017 年 3 月末公司组织结构图



附件四：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	318143.74	389161.70	524824.72	491313.52
交易性金融资产	821.59	586.06	549.47	591.20
应收票据	14479.05	1007.91	10124.44	4283.69
应收账款	102731.08	125038.93	99968.76	77421.45
预付款项	119475.92	88032.10	63145.04	69974.25
应收利息	-	3826.26	8633.94	5619.33
其它应收款	324768.10	226428.16	225679.14	192221.65
存货	215562.02	201086.01	187375.72	328691.17
一年内到期的非流动资产	87624.44	134066.30	125138.58	127647.77
其他流动资产	7955.80	34979.48	15107.96	15107.96
流动资产合计	1191561.73	1204212.89	1260547.79	1312871.99
非流动资产：				
可供出售金融资产	26011.02	23538.41	28416.03	28416.03
长期股权投资	3953.78	4762.17	2535.63	2535.63
投资性房地产	9218.21	9195.10	9097.79	8926.57
固定资产	511529.70	585161.46	623860.13	619150.75
在建工程	344928.60	309386.21	359089.72	383221.07
工程物资	93.75	75.04	72.20	71.21
生产性生物资产	27213.43	27615.92	20287.13	18301.96
无形资产	902322.41	909093.82	908830.22	908830.22
开发支出	24556.54	59540.27	57693.08	58079.62
商誉	1812.70	1812.70	1812.70	1812.70
长期待摊费用	7168.76	6402.74	6562.29	6580.79
递延所得税资产	1378.11	1329.01	6912.95	6912.95
其他非流动资产	167.22	88.27	46625.84	46625.84
非流动资产合计	1860354.24	1938001.12	2071795.73	2089465.36
资产总计	3051915.97	3142214.01	3332343.51	3402337.35

附件四：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	534271.64	567378.91	508322.44	694072.44
应付票据	102370.65	25458.00	14988.00	14997.50
应付账款	134520.08	123500.79	79169.79	71215.48
预收款项	40955.64	37334.22	41710.07	23481.04
应付职工薪酬	16774.66	14666.27	13079.75	11645.13
应交税费	13515.34	587.83	10498.50	-2365.43
应付利息	21335.17	40230.81	39327.51	8491.68
应付股利	349.23	176.42	80.41	-
其他应付款	271952.21	214698.15	133102.56	114607.35
一年内到期的非流动负债	204429.97	600122.00	701500.00	600000.00
其他流动负债	5970.23	5293.84	2793.42	3697.11
流动负债合计	1346444.82	1629447.25	1544572.44	1539842.29
非流动负债：				
长期借款	230673.36	49133.09	21026.12	19387.49
应付债券	369010.34	369365.94	453238.74	512846.74
长期应付款	20871.13	17006.61	62849.40	49672.59
专项应付款	112556.19	81001.34	120189.61	123480.64
递延收益	42875.39	144293.15	210272.95	222722.60
递延所得税负债	787.14	774.68	7207.05	7489.41
其他非流动负债	72899.61	1877.57	8203.54	6785.87
非流动负债合计	849673.15	663452.37	882987.40	942385.35
负债合计	2196117.98	2292899.61	2427559.84	2482227.64
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	148969.46	148969.46	148969.46	148969.46
资本公积	825879.04	826192.92	826192.92	826192.92
专项储备	1196.53	1749.65	1953.29	1876.01
盈余公积	8277.82	8277.82	8277.82	8277.82
未分配利润	-140355.86	-148685.82	-99413.53	-84005.03
外币报表折算差额	-474.66	183.37	962.42	957.26
归属母公司所有者权益合计	843492.33	836687.40	886942.38	902268.42
少数股东权益	12305.67	12626.99	17841.29	17841.29
所有者权益合计	855797.99	849314.40	904783.67	920109.71
负债与股东权益合计	3051915.97	3142214.01	3332343.51	3402337.35

附件五：合并利润表

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
				1~3 月
				(未经审计)
一、营业总收入	985968.38	1063516.89	989844.32	156283.31
其中：营业收入	985968.38	1063516.89	989844.32	156283.31
减：营业成本	887165.36	883831.46	805868.81	120530.59
营业税金及附加	6315.25	4459.56	6056.20	948.76
销售费用	20042.05	18427.12	18417.72	5221.18
管理费用	79408.41	83696.43	85163.06	18466.00
财务费用	57825.31	56631.16	66983.38	7642.25
资产减值损失	2107.33	21338.55	2266.88	-
加：公允价值变动收益	27.82	191.29	-35.15	-
投资收益	42674.33	2104.54	837.74	1296.77
二、营业利润	-24193.18	-2571.56	5890.86	4771.29
加：营业外收入	64939.80	43287.76	89652.84	13816.02
减：营业外支出	12917.73	26032.50	34725.27	3167.90
三、利润总额	27828.89	14683.69	60818.43	15419.41
减：所得税	11155.05	-7727.83	6331.84	10.92
四、净利润	16673.85	22411.51	54486.59	15408.49
归属于母公司所有者的净利润	16082.23	21593.52	49272.30	15408.49
少数股东损益	591.62	817.99	5214.29	-

附件六：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
				1~3 月
				(未经审计)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1168989.24	1087758.37	983067.81	182435.76
收到税费返还	1659.73	2622.36	5368.83	821.37
收到的其他与经营活动有关的现金	675609.54	683750.93	203739.78	42489.09
经营活动现金流入小计	1846258.52	1774131.67	1192176.43	225746.22
购买商品、接受劳务支付的现金	1160057.67	1063238.68	806489.97	290306.60
支付给职工以及为职工支付的现金	97362.44	108192.23	106130.05	15741.37
支付的各项税费	26085.57	28322.38	34850.17	28284.81
支付的其他与经营活动有关的现金	430727.11	454997.98	118249.02	11983.22
经营活动现金流出小计	1714232.78	1654751.27	1065719.21	346316.00
经营活动产生的现金流量净额	132025.74	119380.40	126457.21	-120569.78
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	8719.20	20296.71	560.00	2017.00
取得投资收益所收到的现金	2640.27	2324.53	4786.57	1836.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	624.15	167.80	98.20	21.91
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	42876.34	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	32897.91	104186.17	5856.12	1574.03
投资活动现金流入小计	87757.86	126975.21	11300.88	5449.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	75404.07	70801.96	116835.59	21438.12
投资所支付的现金	23690.55	24810.80	4023.44	3328.12
支付的其他与投资有关的现金	10417.52	28490.65	40118.91	1318.12
投资活动现金流出小计	109512.14	124103.41	160977.93	26084.36
投资活动产生的现金流量净额	-21754.28	2871.80	-149677.05	-20635.19
三、筹资活动产生的现金流				
取得借款所收到的现金	1278734.12	586307.44	639569.73	899300.00
发行债券所收到的现金	-	710000.00	885000.00	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	78201.26	240607.74	62539.42	6314.89
筹资活动现金流入小计	1356935.39	1536915.18	1587109.15	905614.89

偿还债务所支付的现金	1153528.40	1194029.94	1305441.56	737080.63
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	105567.90	80044.84	75570.69	47646.63
支付其他与筹资活动有关的现金	236931.37	292488.77	57436.31	13176.80
筹资活动现金流出小计	1496027.68	1566563.56	1438448.57	797904.06
筹资活动产生的现金流量净额	-139092.29	-29648.38	148660.58	107710.83
四、汇率变动对现金的影响额	500.96	445.28	1790.49	-17.06
五、现金和现金等价物净增加额	-28319.87	93049.10	127231.23	-33511.20

附件七：合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2014 年	2015 年	2016 年
1、净利润	16673.85	22411.51	54486.59
资产减值准备	2107.33	21338.55	2266.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	43176.82	46791.44	45751.92
无形资产摊销	4433.12	8914.64	8082.18
长期待摊费用摊销	2127.08	3181.75	3946.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-617.72	-678.19	-512.89
公允价值变动损失（减：收益）	-27.82	-191.29	35.15
财务费用	57825.31	52774.66	68947.00
投资损失	-42674.33	-2129.68	-837.74
递延所得税资产减少	552.05	49.10	-5583.95
递延所得税负债增加	-56.30	-12.46	6432.38
存货的减少	-21219.99	14476.01	13710.29
经营性应收项目的减少	-10619.55	63788.34	43894.96
经营性应付项目的增加	80345.90	-139563.44	-134510.56
其他	-	28229.46	20348.39
经营活动产生的现金流量净额	132025.74	119380.40	126457.21
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	289188.65	382237.75	511259.47
减：现金的期初余额	317508.52	289188.65	382237.75
现金及现金等价物净增加额	-28319.87	93049.10	129021.72

附件八：主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
				(未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	9.38	16.48	17.97	22.27
总资本收益率 (%)	3.30	3.06	4.66	1.12
净资产收益率 (%)	1.95	2.64	6.02	—
偿债能力				
资产负债率 (%)	71.96	72.97	72.85	72.96
长期债务资本化比率 (%)	42.08	33.01	34.39	36.65
全部债务资本化比率 (%)	63.09	65.49	65.25	66.68
流动比率 (%)	88.50	73.90	81.61	85.26
速动比率 (%)	72.49	61.56	69.48	63.91
经营现金流动负债比 (%)	9.81	7.33	8.19	—
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.17	2.36	2.76	—
全部债务/EBITDA (倍)	10.64	12.75	9.16	—
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.08	0.08	-0.01	—
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	1.84	2.32	-0.35	—
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	9.97	8.74	8.38	—
存货周转次数 (次)	4.43	4.24	4.15	—
总资产周转次数 (次)	0.35	0.34	0.31	—
现金收入比 (%)	118.56	102.28	99.32	116.73
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	—	2.96	4.49	—
净资产年平均增长率 (%)	—	-0.76	2.82	—
营业收入年平均增长率 (%)	—	7.87	0.20	—

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n 年数据: $\text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。