

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：2015年6月30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[2015]100417】

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	2015年6月
前次跟踪:	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	2012年	2013年	2014年	2015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	2.29	3.34	4.77	6.14
刚性债务	34.41	52.52	72.86	82.34
股东权益	15.96	13.70	14.92	14.51
经营性现金净流入量	-0.91	-0.12	0.52	-0.23
发行人合并数据及指标:				
总资产	260.92	286.79	305.44	306.44
总负债	174.95	202.60	219.61	221.72
刚性债务	104.02	131.65	147.91	158.90
所有者权益	85.97	84.20	85.83	84.73
营业收入	94.86	101.99	98.60	24.45
净利润	0.85	0.42	1.67	-1.11
经营性现金净流入量	10.61	4.38	13.20	-12.09
EBITDA	11.95	12.97	16.44	-
资产负债率[%]	67.05	70.64	71.90	72.35
流动比率[%]	71.46	80.99	88.68	94.51
现金比率[%]	15.98	24.03	23.69	27.59
利息保障倍数[倍]	0.95	0.90	1.27	-
经营性现金净流入与 负债总额比率[%]	6.51	2.32	6.25	-
非筹资性现金净流入 与负债总额比率[%]	-2.10	-2.74	5.22	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.49	1.64	1.82	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.12	-

注:根据广西农垦集团经审计的2012~2014年及未经审计的2015年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆劭骏 张潇

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349/63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

2014年受国内糖价持续低位运行,该公司主业盈利状况仍表现疲软,盈利主要依赖投资收益增加和政府大额补贴。但随着糖价和生猪价格止跌回升,未来公司盈利情况或有所改善。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。此外,公司现金流波动大,但总体上能维持资金平衡。

- 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了一定的保障。
- 跟踪期内,国内食糖价格和生猪价格总体仍处于低位运行,广西农垦集团主业经营压力持续存在,主业亏损的局面短期较难改变。
- 广西农垦集团负债经营程度持续上升,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。

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 2014 年度财务报表、未经审计的 2015 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 3 月末累计投资 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 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	11740 万美元	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	项目已完工

资料来源:广西农垦集团(截至 2015 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2014年末，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16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。2014年度，公司二级合并单位无变化，子公司糖业集团减少合并单位1家，为广西甘纳朗姆酒营销有限公司。

(二) 业务运营

2014年，受国内糖价低位运行等因素的影响，该公司主业盈利状况继续走弱。全年公司实现营业收入98.60亿元，较上年减少3.33%。2015年第一季度，糖价和生猪价格都有所回升，公司实现营业收入24.45亿元，较上年同期增长35.54%，净利润为-1.11亿元，亏损幅度较上年同期缩减，盈利状况有所改善。

1. 制糖业务

2013/14榨季，国内糖料种植面积减少。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，糖料种植面积也开始减少。据中国糖业协会数据显示，2013/2014榨季国内糖料播种面积为187万公顷，较上榨季的190万公顷减少1.70%；同时国内最大的主产区广西的甘蔗种植面积多年来首次出现下滑，减幅达2.44%。2013/14榨季广西下调甘蔗收购价至440元/吨，下调幅度为8%。

产糖量方面，2013/14榨季全国共生产食糖1331.8万吨，较上榨季的1306.8万吨增长1.91%，但增幅较上榨季的13.47%明显下降。其中，甘蔗糖产量为1257.17万吨，较上榨季的1198.34万吨增长4.91%；甜菜

糖产量为 74.63 万吨，较上榨季的 108.5 万吨大幅减少 31.22%。从各主产区情况来看，除广西和云南保持增势外，南方其他主产省份均有不同程度的减产。2013/14 榨季广西食糖产量较上榨季增长 8.19%至 855.8 万吨；云南食糖产量较上榨季小幅增长 2.87%至 230.63 万吨。

2014 年度，受制于库存压力和下游需求不足，国内白糖价格维持弱势下跌走势，年初均价为 5300 元/吨，年末均价为 4400 元/吨，全年价格跌幅达 17%。但由于糖料种植面积下降，2014/15 榨季国内食糖减产的可能性较大，供需结构的改善将有助于带动白糖价格回升。事实上，自 2014 年 9 月起，国内糖价已开始回升势头，糖价从 9 月份的 4000 元/吨低点持续上涨到 2015 年 5 月的 5400 元/吨水平，上涨幅度超过 35%。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。2014 年，糖业集团生产机制糖 84.93 万吨，较上年小幅增长 1.83%；销售机制糖 78.50 万吨，销售均价为 4599 元/吨，价格较上年下降 15.63%。2014 年前三季度白糖价格延续下跌走势，导致全年公司制糖业务的盈利能力同比继续下滑。2013/2014 榨季广西产区糖料蔗收购价格从上榨季的 475 元/吨调低至 440 元/吨，一定程度上缓解了公司的成本压力，但糖价仍是制约制糖业务盈利的主要因素。2014 年公司机制糖销售收入为 43.66 亿元，较上年下降 1.56%；毛利为 2.49 亿元，较上年大幅下降 37.38%；毛利率为 5.69%，较上年(8.95%)下降 3.26 个百分点。2015 年 1-3 月公司生产机制糖 47.15 万吨，销售 17.73 万吨，实现销售收入 6.89 亿元，毛利率为 4.09%。但随着国内糖价的止跌回升，2015 年公司制糖业务的盈利状况或将出现改善。

2. 木薯淀粉业务

木薯淀粉，是木薯经过淀粉提取后脱水干燥而成的粉末。木薯淀粉有原淀粉和各种变性淀粉两大类。变性淀粉或淀粉衍生物已用作增稠剂、粘结剂、膨化剂和稳定剂，也是增量剂、甜味剂、调味剂载体和脂肪替代品。木薯淀粉常应用于食品饮料、胶粘剂和造纸等行业。

广西木薯种植面积和鲜薯产量均占全国的 60%以上，木薯淀粉加工业发展潜力大。但目前木薯淀粉加工产业发展却面临着生产规模小、生产装备水平低、环保违法违规等诸多挑战。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做出规定；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。2014年，明阳生化生产各类木薯淀粉 19.06 万吨，较上年减少 6.02%；销售木薯淀粉 85.17 万吨，较上年增长 14.45%，由于存在大量的淀粉贸易，销量超出产量较多。全年公司木薯淀粉销售均价在 3027 元/吨，较上年下滑 8%左右。受产品价格下跌影响，2014 年淀粉销售收入为 21.88 亿元，较上年大幅下降 10.44%；实现毛利 1.74 亿元，较上年减少 11.83%；毛利率为 7.96%，较上年（8.08%）略有下降。此外，明阳生化通过木薯加工的废料生产木薯酒精，2014 年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 年第一季度，明阳生化分别生产和销售木薯淀粉 3.69 万吨和 25.86 万吨；实现淀粉销售收入 7.24 亿元，毛利率为 8.84%，较 2014 年全年水平略有提高。

3. 畜牧业业务

2014 年末，国内生猪年存栏为 46583 万头，尽管较上年末有所减少，但总体仍处于高位；全年生猪出栏量达到 73510 万头，较上年增长 2.7%。2014 年国内生猪价格延续弱势下跌走势，价格从年初的 16 元/公斤持续下跌至 4 月的 11 元/公斤以下；5 月在淡季出栏减少及收储的刺激下，猪价出现短暂反弹；6 月价格再度下跌；7-8 月生猪出栏减少，带动价格反弹，但反弹幅度有限；9 月以后生猪集中出栏导致猪价再度回落，跌势持续至 12 月。从猪粮比来看，2014 年猪粮比低于 6:1 的盈亏点长达 51 周，猪粮比低于 5.5:1 的时间长达 28 周，猪粮比低于 5:1 的重度亏损点的时间达到 7 周，生猪养殖企业盈利压力加大。

但是，国内生猪市场去产能态势明确。2014 年，国内能繁母猪存栏量减少约 650 万头至 4290 万头左右，降幅达到 13%。由于国内猪价整体延续下跌走势，去产能化预计仍将持续。受产能缩减影响，2015 年生猪出栏量或将出现下降，市场供给偏多的局面有望得到持续缓解。2015 年 1-3 月国内生猪价格继续下跌，但从 3 月中旬起生猪价格开始回升，至 6 月初已升至去年高点；猪粮比价则由 5:1 逐步回升至 6:1，生猪养殖

企业的经营压力有望减轻。

该公司生猪养殖业务主要由畜牧集团负责经营。2014年，在生猪市场景气度趋弱的背景下，公司生猪经营总体保持稳定，生猪出栏数达到53.73万头，较上年增长8.99%，保持增长态势；全年实现营业收入10.05亿元，较上年小幅增长1.56%；营业毛利为1.40亿元，较上年增长1.31%；毛利率为13.93%，与上年基本持平。2015年第一季度，公司生猪出栏为13.04万头，较上年同期增长6.10%；实现销售收入1.56亿元（2015年第一季度饲料加工业务收入1.26亿元，计入其他收入核算），生猪销售均价13.03元/公斤，较上年同期下降0.64元/公斤；受价格下跌影响，毛利同比下滑。但随着生猪价格回升，公司畜牧业务盈利状况有望改善。

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。2014年公司种植业务收入为9.02亿元，较上年下降3.32%；实现毛利0.82亿元，较上年下降3.76%。2015年第一季度，公司农业业务实现收入2.76亿元，实现毛利0.21亿元。

5. 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2015年3月末已完成投资1.99亿美元。其一为俄罗斯诺夫哥罗德农产品加工及物流中心项目。项目总投资2585万美元，2009年建成，2014年实现收入474.40万元，净利润17.73万元。但由于欧美尚未解除对俄罗斯经济制裁，加之卢布贬值、地区通胀严重、物价高企等问题，该项目现面临客户退租压力；受此影响，2015年第一季度项目营业收入同比减少11万美元至8万美元，处于亏损状态。其二为越南归仁年产10万吨木薯变性淀粉及其配套项目。项目计划总投资45000万元人民币，目前已完成投资并开始试生产；截至2015年4月末项目已累计生产木薯变性淀粉0.31万吨，完成变性淀粉出口0.2万吨，实现出口收入543万元。其三为印尼工业园区项目。项目计划总投资9300万美元，至2014年末项目完工时累计投资10497.05万美元，实际投资超出预算较多，主要原因是项目工期延长、物料及人工成本上涨；但由于项目已开始产生现金流，超出预算部分可由项目自身产生的现金流填

补。

(三) 财务质量

2014年末，该公司负债总额为219.61亿元，较上年末增长8.40%，资产负债率为71.90%，较上年末上升1.26个百分点。2015年3月末公司负债总额升至221.72亿元，资产负债率升至72.35%，公司负债经营程度持续上升。2014年末，公司刚性债务总额为147.91亿元，较上年末增长12.35%，占负债总额的比重由上年末的64.98%上升至67.35%，公司面临的债务偿付压力持续加大。

2014年末，该公司流动负债合计134.64亿元，与上年末基本持平。其中，短期借款余额为53.43亿元，较上年末减少18.21%；应付票据为10.24亿元，较上年末增长超过两倍，主要是明阳生化银行开票授信增加，同时信用证额度改成开票额度所致；应付账款13.45亿元，较上年末减少11.21%，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27.20亿元，较上年末减少11.34%，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20.44亿元，系公司于2014年3月发行的10.00亿元短期融资券及2014年6月发行的10.00亿元一年期私募债。公司非流动负债近两年来增长较快，2014年末余额为84.97亿元，较上年末增长22.77%。其中，长期借款减少5.55亿元；应付债券增加16.98亿元，系公司于2014年3月发行的7亿元企业债和2014年12月发行的10亿元三年期私募债。2015年3月末，公司负债总额较上年末增加了2.11亿元至221.72亿元，其中，短期借款增加6.76亿元，应付票据减少2.24亿元，应付账款减少5.43亿元，应付债券增加10.00亿元。

2014年度，该公司综合毛利率为10.02%，较上年下降2.17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3.26个百分点至5.69%；木薯淀粉加工业务和生猪养殖业务毛利率与上年基本持平，但较2012年及以前的盈利水平仍有较大差距。总体来看，在糖价低位运行、猪肉价格走势疲软的背景下，公司主业的盈利状况没有出现明显改善的迹象。

2014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8.05%、5.86%和2.03%，分别较上年上升0.11、0.93和0.06个百分点；

全年三费支出合计达到 15.73 亿元，期间费率达到 15.98%，较上年上升 1.11 个百分点。2014 年，公司处置广西甘纳朗姆酒业营销有限公司获得投资收益 4.04 亿元（交易对手是南宁继腾商贸有限公司）。在投资收益的补充下，当年营业利润为-2.42 亿元，亏损幅度有所收窄。当年公司取得营业外收入 6.49 亿元，较上年增加 1.83 亿元；补贴收入增加使公司实现净利润 1.67 亿元，较上年增加 1.25 亿元。

2015 年第一季度，该公司实现营业收入 24.45 元，较上年同期增长 35.54%；毛利率为 8.88%，较上年同期下降 1.14 个百分点；三费支出占营业收入的比重较上年同期上升 1.28 个百分点至 15.98%；净利润为-1.11 亿元，与上年同期相比亏损幅度收窄。

2014 年，该公司营业收入现金率为 118.56%，与上年持平。受原料采购成本上升和主要产品价格下跌的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 3.05%，购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 6.81%，但政府补贴收入增加以及导致公司经营环节净流入现金 13.20 亿元，较上年大幅增长 201.7%，对偿债的保障程度增强。随着多个项目临近竣工，公司固定资产投资支出减少，加之投资收益大幅增加，2014 年投资活动产生的现金流量净额为-2.18 亿元，净流出量较上年大幅减少。公司筹资活动产生的现金流量净额为-13.91 亿元，主要是支付其他与筹资活动有关的现金大幅增加所致。2015 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-12.09 亿元，投资性现金净流出 4.14 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 19.00 亿元。

2014 年末，该公司资产总额为 305.44 亿元，较上年末增长 6.50%。其中，货币资金为 31.81 亿元，与上年末基本持平；应收账款为 10.27 亿元，较上年增长 14.25%，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 11.95 亿元，较上年末减少 4.98%，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 32.73 亿元，较上年小幅末增长 5.80%，主要是与其他地方企业的往来款增加所致；存货为 21.56 亿元，较上年末增长 10.92%，主要是库存商品增长较快所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2014 年末固定资产为 51.15 亿元，较上年末增长 14.78%，主要是明阳工业园区项目和场部新城区 A 区工程建成部分转入固定资产所致；在建工程为 34.49 亿元，较上年末减少 4.03%；无形资产为 90.23 亿元，较上年末增长 1.52%，主要为土地资产。截至 2014 年末，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。2015年3月末，公司总资产略增至306.44亿元，其中存货较年初增长45.18%至31.29亿元。

2014年末，该公司流动比率为88.68%，较上年末提高7.69个百分点；速动比率为63.80%，较上年末提高6.81个百分点；现金比率为23.69%，较上年末略有下降。公司流动性压力总体仍偏大。

综上所述，2014年受国内糖价持续低位运行，该公司主业盈利状况仍表现疲软，盈利完全依赖投资收益增加和政府的大额补贴。但随着糖价和生猪价格止跌回升，2015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；（5）债务规模扩张情况及流动性压力；（6）海外项目的投资经营情况；（7）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	2012年	2013年	2014年	2015年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额[亿元]	260.92	286.79	305.44	306.44
货币资金[亿元]	21.02	31.99	31.81	34.61
刚性债务[亿元]	104.02	131.65	147.91	158.90
所有者权益 [亿元]	85.97	84.20	85.83	84.73
营业收入[亿元]	94.86	101.99	98.60	24.45
净利润 [亿元]	0.85	0.42	1.67	-1.11
EBITDA[亿元]	11.95	12.97	16.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.61	4.38	13.20	-12.09
投资性现金净流入量[亿元]	-14.03	-9.54	-2.18	-4.14
资产负债率[%]	67.05	70.64	71.90	72.35
长期资本固定化比率[%]	129.22	116.53	108.92	103.91
权益资本与刚性债务比率[%]	82.64	63.96	58.03	53.32
流动比率[%]	71.46	80.99	88.68	94.51
速动比率[%]	51.21	56.99	63.80	62.97
现金比率[%]	15.98	24.03	23.69	27.59
应收账款周转速度[次]	12.46	12.07	10.24	—
存货周转速度[次]	4.52	4.73	4.33	—
固定资产周转速度[次]	2.43	2.41	2.06	—
总资产周转速度[次]	0.38	0.37	0.33	—
毛利率[%]	15.49	12.19	10.02	8.88
营业利润率[%]	1.00	-2.84	-2.45	-6.10
利息保障倍数[倍]	0.95	0.90	1.27	—
总资产报酬率[%]	3.04	2.61	3.87	—
净资产收益率[%]	1.00	0.49	1.96	—
营业收入现金率[%]	102.00	118.23	118.56	84.19
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	6.51	2.32	6.25	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-2.10	-2.74	5.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.49	1.64	1.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.12	—

注：表中数据依据广西农垦集团经审计的 2012~2014 年度及未经审计的 2015 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。