

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2016]156 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 农垦 MTN001”和“16 农垦 CP001”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 农垦 MTN001”债项信用等级为 AA+，“16 农垦 CP001”债项信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一六年七月十五日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2016]156 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 农垦 MTN001”和“16 农垦 CP001”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 农垦 MTN001”债项信用等级为 AA+，“16 农垦 CP001”债项信用等级为 A-1。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年七月十五日



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、评估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。
- 东方金诚与评估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。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 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，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 本次评级的信用等级有效期至“16 农垦 MTN001”和“16 农垦 CP001”本息的约定偿付日止；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司
2016 年 7 月 15 日



广西农垦集团有限责任公司主体 及“16农垦MTN001”和“16农垦CP001” 2016年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2016】156号

本次跟踪评级

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

“16 农垦 MTN001”信用等级：AA+

“16 农垦 CP001”信用等级：A-1

评级时间：2016 年 7 月 15 日

上次评级

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

“16 农垦 MTN001”信用等级：AA+

“16 农垦 CP001”信用等级：A-1

评级时间：

“16 农垦 MTN001”：2015 年 11 月 9 日

“16 农垦 CP001”：2015 年 11 月 9 日

中期票据概况：

债券简称：“16 农垦 MTN001”

发行额度：10 亿元

存续期间：2016 年 3 月 9 日～
2019 年 3 月 9 日

短期融资券概况：

债券简称：“16 农垦 CP001”

发行额度：10 亿元

存续期间：2016 年 3 月 9 日～
2017 年 3 月 9 日

评级小组负责人

杜 薇

评级小组成员

熊 璘

邮箱：dfjc-gs@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；公司种植业务在保障公司机制糖等业务原材料供应的同时，成为经营业绩的有益补充；2015 年公司新增一级土地开发整理业务，相关业务收入和利润大幅增长。

同时，东方金诚也关注到，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面临一定风险；公司产业园区开发业务投资金额较大，回报周期长，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，短期有息债务占比明显提升。

综合考虑，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 农垦 MTN001”AA+ 的信用等级和“16 农垦 CP001”A-1 的信用等级。

本次跟踪评级

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

“16农垦MTN001”信用等级: AA+

“16农垦CP001”信用等级: A-1

评级时间: 2016年7月15日

上次评级

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

“16农垦MTN001”信用等级: AA+

“16农垦CP001”信用等级: A-1

评级时间:

“16农垦MTN001”: 2015年11月9日

“16农垦CP001”: 2015年11月9日

中期票据概况:

债券简称: “16农垦MTN001”

发行额度: 10亿元

存续期间: 2016年3月9日~
2019年3月9日

短期融资券概况:

债券简称: “16农垦CP001”

发行额度: 10亿元

存续期间: 2016年3月9日~
2017年3月9日

评级小组负责人

杜薇

评级小组成员

熊璘

邮箱: dfjc-gs@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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	286.79	305.19	318.63	334.70
所有者权益 (亿元)	84.20	85.58	90.14	91.23
全部债务 (亿元)	131.10	146.29	161.15	183.24
营业收入 (亿元)	101.99	98.60	105.97	18.18
利润总额 (亿元)	0.71	2.78	3.86	1.10
EBITDA (亿元)	12.97	13.75	15.07	-
营业利润率 (%)	11.55	9.38	16.42	20.27
净资产收益率 (%)	0.50	1.95	5.14	-
资产负债率 (%)	70.64	71.96	71.71	72.74
全部债务资本化比率 (%)	60.89	63.09	64.13	66.76
流动比率 (%)	80.99	88.50	76.45	83.71
全部债务/EBITDA (倍)	10.11	10.64	10.70	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.64	2.17	2.82	-

注: 数据基于公司2013年~2015年经审计的合并财务报告及2016年1~3月未经审计的合并财务报表。

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;
- 公司种植业务在保障公司机制糖等业务原材料供应的同时, 成为经营业绩的有益补充;
- 2015年公司新增一级土地开发整理业务, 相关业务收入和利润大幅增长。

关注

- 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面临一定风险;
- 公司产业园区开发业务投资金额较大, 回报周期长, 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, 短期有息债务占比明显提升。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）对广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）主体长期信用及存续期内相关债项的跟踪评级安排，东方金诚基于广西农垦提供的 2015 年审计报告和 2016 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，主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务。广西壮族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）为公司的出资人和实际控制人。

1997年10月，广西农垦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。后历经多次注册资本变更，截至2015年末，公司注册资本14.90亿元，自治区政府持有公司100%股权。公司下属主要子公司见附件一。

截至2015年末，广西农垦（合并）资产总额318.63亿元，所有者权益90.14亿元，资产负债率71.71%；公司所属子公司、农场及事业单位合计91家。2015年，公司实现营业总收入105.97亿元，利润总额3.86亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国银行间市场交易商协会“中市协注[2016]MTN【73】”号文注册，公司于2016年3月发行10亿元中期票据，债券简称“16农垦MTN001”，票面利率为3.67%，起息日为2016年3月9日，到期日为2019年3月9日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。截至本报告出具日，上述资金中5亿元已用于偿还银行贷款，4亿元用于补充公司营运资金，1亿元未使用。

经中国银行间市场交易商协会“中市协注[2016]CP47”号文注册，公司于2016年3月发行10亿元短期融资券，债券简称“16农垦CP001”，票面利率为3.09%，起息日为2016年3月9日，到期及付息日为2017年3月9日，到期一次性还本付息。截至本报告出具日，上述资金中5亿元已用于偿还银行贷款，剩余资金全部用于补充公司营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2016 年 1 季度我国宏观经济增速继续放缓，但国内消费市场表现较为稳定，贸易结构有所优化

根据国家统计局初步核算，2016 年 1 季度中国实现国内生产总值（GDP）158526 亿元；按可比价格计算，GDP 同比增长 6.7%，比 2015 年 1 季度下降 0.3 个百分点。综合来看，中国宏观经济增速继续放缓。

2016 年 1 季度，第三产业增加值占国内生产总值的比重为 56.9%，比上年同期提高 2.0 个百分点，高于第二产业 19.4 个百分点。1 季度，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 5.8%，增速比上年全年回落 0.3 个百分点，但比今年 1-2 月份加快 0.4 个百分点。1 季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 13421.5 亿元，同比增长 7.4%，增速比 1-2 月份提高 2.6 个百分点。2016 年 3 月末，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 4.3%，PPI 已持续 49 个月同比负增长。分行业看，煤炭、钢铁等部分强周期性行业需求下降、产能过剩和经济效益下滑等问题仍未得到有效缓解，产业转型和升级压力较大。

2016 年 1 季度，固定资产投资累计同比增长 10.7%，较 1-2 月的 10.2% 以及 2015 年的 10.0% 有所回升；基础设施投资（不含电力）15384 亿元，同比增长 19.6%，高于 2015 年全年的 17.29%，增速比 1-2 月份加快 4.6 个百分点。1 季度，房地产投资增速 6.2%，较 1-2 月份提高 3.2 个百分点，房地产投资增速有所回升。同期，国内消费市场表现较为稳定，社会消费品零售总额同比名义增长 10.3%，国内消费对经济增长的拉动作用继续增强；进出口总额同比下降 5.9%，出口和进口值也延续同比下降的走势，但一般贸易进出口 2.91 万亿元，占同期我国进出口总值的 55.9%，比上年同期提升 0.6 个百分点，贸易结构有所优化。

政策环境

中央政府通过推进新型城镇化及基础设施建设、“降准”和公开市场操作等措施加大了财政政策及货币政策实施力度，有助于缓解宏观经济增速下行的压力

在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下，2016 年以来，中央政府通过深化财税体制改革、规范地方政府债务管理、加大基础设施建设和鼓励推广 PPP 模式等措施，加大了积极财政政策的实施力度，并在 2016 年 1 季度通过“降准”等措施加强了货币政策的调节力度。

2015 年至今，财政政策多方面发力，稳增长意图明显。首先，中央政府继续深化“营改增”改革，推进个人所得税改革，出台了《深化财税体制改革总体方案》，探索建立现代财政制度。其次，进一步规范地方政府债务管理，印发了地方政府一般债券和专项债券预算管理办法，分批顺利完成地方债券置换工作，缓解了地方政府债务压力。第三，有序开展了 62 个国家新型城镇化综合试点工作、推进“一带一路”建设，并加大拨付财政资金促进铁路、水利工程、棚户区改造等建设来加大基础设施投资，充分发挥了财政资金在投资上的先导作用。此外，为缓解基础设施建设、公共

服务领域投资的资金压力，加快推广了 PPP 模式。截至 2016 年 1 季度末，全国各地公布推荐的 PPP 项目有 7110 个，计划投资额 8.3 万亿元，涵盖了道路交通、环境保护、城市公共事业等多个领域。

货币政策方面，2016 年 1 季度，中国人民银行决定普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕。此外，央行灵活运用抵押补充贷款、中期借贷便利、信贷政策支持再贷款等货币政策工具，支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，引导降低社会融资成本，促进经济结构调整和转型升级。1 季度，我国社会融资规模增量 6.59 万亿元；3 月末，广义货币（M2）余额 144.62 万亿元，同比增长 13.4%，狭义货币（M1）余额 41.16 万亿元，同比增长 22.1%，金融对实体经济支持力度加大。总体来看，2016 年 1 月以来银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资规模平稳增长，市场利率继续回落，为经济结构调整和转型升级营造了适宜的货币金融环境。

综合分析，2016 年，中央政府以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为经济工作的重心，继续推行积极的财政政策与稳健的货币政策，宏观经济增速下行的压力有望得到一定缓解。

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 2015 年机制糖和木薯加工业务是其收入和利润的主要来源。

农垦系统是兼具行政职能的特殊农业生产组织，在保障主要农产品供给、维护国家粮食安全和推动农业现代化进程等方面具有重要的战略地位

农垦系统是我国特有的农业经营模式，除承担粮、棉、糖、油、胶等多种重要农产品的生产和供应外，多数垦区实行农工商一体化经营，同时还承担区域内的行政、社会管理和民生建设等公共职能。

根据农业部农垦局统计数据，截至 2013 年末，全国农垦系统共有垦区 34 个，国有农场 1780 个，拥有土地面积 5.49 亿亩，耕地面积 621.05 万公顷，总人口 1413 万人，分布在全国 31 个省份。2013 年，农垦系统实现粮食产量 3419.90 万吨，占全国粮食作物总产量的 5.68%。

受益于良好的资源禀赋和国家政策推动，近年农垦系统快速发展。2013 年，全国农垦系统实现生产总值 5937.55 亿元，同比增长 12.80%，连续 10 年增速保持在 12% 以上的水平。同期，农垦系统企业实现营业总收入 6031.70 亿元，利润总额 161.39 亿元。

由于历史遗留问题，农垦系统企业的发展面临产权关系不清晰、管理体制不健全以及社会负担过重等负面因素制约，整体经营效率较低，资产负债率较高。2013 年末，全国农垦企业资产总额 10392 亿元，负债总额 7733 亿元，资产负债率 74.40%。

2015 年国内制糖行业总体呈产能过剩状态，但供需过剩幅度已逐步收窄，国内食糖价格呈现回升态势

2015 年中国食糖总消费量为 1519.80 万吨，相较 2014 年下降 1.24%，食糖需求相对保持稳定。我国糖消费结构中居民消费和工业消费占比分别为 30%和 70%。随着我国居民消费结构的升级，国内食糖消费水平将保持增长。但受宏观经济增速下行压力加大影响，国内工业食糖用量增速有所放缓。

我国国内食糖总供给量¹来自国产、配额内进口和配额外进口三大渠道。2014/2015 榨季（2014 年 10 月～2015 年 9 月）国内生产食糖 1056 万吨，较上一榨季减产 14.16%。截至 2015 年末，国内食糖库存 1000.50 万吨，较 2014 年末增加 2.31%，仍保持较高水平。2015 年，国内累计进口食糖 430.00 万吨，较上年下降 10.64%²。受库存及进口量较大影响，2015 年中国食糖总供给量为 2300.50 万吨，较 2014 年下降 9.41%，仍然保持供过于求的局面，但供需过剩幅度较 2014 年有所收窄。

由于甘蔗单产水平低³，种植成本较高，导致国内糖价始终高于国际糖价。但国际食糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2014/2015 榨季开始后，受国内食糖减产、国内消费量持续增长以及国家限制食糖进口预期⁴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。2014 年和 2015 年 1～10 月，中国规模以上制糖行业主营业务收入分别为 1121.80 亿元和 836.38 亿元，利润总额分别为 18.40 亿元和 23.71 亿元。

图 1：2011 年 6 月～2016 年 6 月白砂糖(南宁)现货价格走势情况



资料来源：WIND 资讯，东方金诚整理

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，

¹ 期初库存、国内产量和进口量之和。

² 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%。

³ 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。

⁴ 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。

经济下行压力较大，国内造纸⁵、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%。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。

近年来，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。2010 年～2013 年，木薯淀粉销售均价分别为 4300～4500 元/吨、4000 元/吨左右和 3150～3200 元/吨，逐年下降。2014 年以来，木薯淀粉价格继续小幅下降，2015 年末木薯淀粉销售均价已下跌至 2770 元/吨左右。

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 2015 年的 16803.12 亿元，年均复合增长率达到 13.95%，高于全国平均水平。2015 年广西第一产业 GDP 占全区 GDP 的比重为 15.27%，高于全国平均水平 6.28 个百分点，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

公司营业收入主要来自机制糖、木薯加工和畜牧业务，跟踪期内，由于糖价回升及新增土地整理开发收入，公司收入和利润有所增长，综合毛利率明显提升

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。2015 年，公司实现营业收入 105.97 亿元，同比增长 11.82%，主要为其他业务收入中新增土地整理开发收入 11.49 亿元所致。从收入构成来看，公司收入主要来源于机制糖、木薯加工和畜牧业务，占比分别为 33.24%、22.52% 和 12.18%，其他业务中新增土地整理开发收入占比 10.84%。

⁵ 变性淀粉总需求量的 50% 以上来自造纸行业。

表 1：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司业务收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2013 年		2014 年 ⁶		2015 年		2016 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	44.35	43.49	43.66	44.28	35.22	33.24	5.25	28.88
木薯加工	28.81	28.24	27.45	27.85	23.86	22.52	2.78	15.29
畜牧业	9.90	9.71	10.05	10.20	12.91	12.18	3.83	21.07
种植业务	10.15	9.96	9.75	9.89	9.90	9.34	2.34	12.87
其他 ⁷	8.77	8.60	7.67	7.78	24.08	22.72	3.98	21.89
合计	101.99	100.00	98.60 ⁸	100.00	105.97	100.00	18.18	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年，公司毛利润为 17.84 亿元，同比增长 80.57%，主要来源于机制糖和其他业务中土地整理开发业务毛利润的增长；综合毛利率 16.84%，较 2014 年上升 6.82 个百分点，公司盈利水平明显提升。

表 2：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司毛利润、毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	3.97	8.95	2.49	5.69	4.45	12.64	0.31	5.90
木薯加工	2.83	9.83	2.69	9.79	2.32	9.74	0.60	21.58
畜牧业	1.38	13.96	1.40	13.93	0.90	6.94	0.61	15.93
种植业	0.89	8.79	0.88	9.01	1.33	13.42	0.35	14.96
其他	3.35	38.24	2.43	31.66	8.84	36.73	1.85	46.48
综合	12.43	12.19	9.88	10.02	17.84	16.84	3.72	20.46

数据来源：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 2015 年末，公司拥有 250 万亩国有土地，分布在广西 13 个地级市的 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 2015 年末，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”。

机制糖业务

广西农垦机制糖生产规模位居国内前列，2015 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

⁶ 近年公司报表数据略有波动。

⁷ 包括剑麻制品、设计、建筑、成品茶、蔗渣、商业、服务业和土地买卖、土地整理开发等业务收入。

⁸ 与各业务加总数有差异为四舍五入所致。

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，2015 年产糖量 78.17 万吨，位于国内第三⁹。截至 2015 年末，糖业集团拥有 10 家制糖公司、1 家制造酒精公司和 1 家朗姆酒公司。

2015 年公司机制糖业务收入 35.22 亿元，同比减少 19.33%，主要为产销量下降所致，毛利润和毛利率分别为 4.45 亿元和 12.64%，较 2014 年大幅增长，主要为机制糖销售价格增长而甘蔗采购均价下降所致，公司机制糖业务盈利能力明显改善。2015 年国内食糖价格回升，公司机制糖销售均价 5109.00 元，较 2014 年增长 13.33%。

表 3：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司机制糖产销情况

单位：元/吨、万吨、%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
产量	82.47	84.93	78.17	40.64
销量	89.80	78.50	78.07	11.61
产销率	108.89	92.43	99.87	28.57
成本均价	4497.00	3927.00	3721.90	4445.59
销售均价	4939.00	4508.00	5109.00	5209.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从下游客户情况来看，2015 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 19.93%，客户集中度一般。

跟踪期内，公司甘蔗采购均价保持下降，成本控制压力有所减轻

广西农垦对公司蔗区三分之一的种植基地拥有产权。截至 2015 年末，公司拥有蔗区面积 96.07 万亩，蔗田甘蔗单产约 5.67 吨/亩，较垦区以外平均单产 4.32 吨/亩高出 31%，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。2015 年，公司甘蔗采购均价 400 元/吨，同比下降 9.09%，在一定程度上减轻了公司的成本压力。

表 4：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司甘蔗采购情况

单位：万吨、元/吨

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
采购量	602.22	627.31	495.00	330.34
采购均价	475.00	440.00	400.00	440.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

⁹ 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。

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，毛利率基本保持稳定

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，2015 年公司木薯加工业务收入 23.86 亿元，同比下降 13.08%；毛利率 9.74%，较 2014 年下降 0.05 个百分点。受益于生产成本的降低，公司木薯淀粉毛利率基本保持稳定。

表 5：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司木薯淀粉销售情况

单位：元/吨、亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
木薯淀粉销售均价	3239.45	3027.52	3038.11	3010.55
木薯淀粉成本均价	3028.53	2801.08	2715.78	2169.17

数据来源：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，目前已基本竣工。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，但由于公司现有产能利用率较低，2015 年木薯加工业务产能利用率为 34.58%，同比下降 5.98 个百分点，新增产能的消化和释放面临一定风险。

表 6：2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司木薯淀粉产量及产能情况

单位：万吨、%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
木薯淀粉产量	20.28	18.25	15.56	2.87
木薯淀粉产能	35.00	45.00	45.00	45.00
木薯加工业务利用率	57.94	40.56	34.58	6.38

数据来源：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

2015 年公司养殖规模扩大，畜牧业务收入有所增长，但盈利水平减弱

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”）。2015 年公司养殖规模有所扩大，原种猪存栏量 3.57 万头，较 2014 年增长 17.43%，出栏量 3.17 万头，同比增长 27.31%，肉猪的存栏量 27.25 万头，同比增长 4.81%，出栏量 49.98 万头，同比下降 6.96%。

表 7：2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司畜牧业务情况

单位：万头、元/公斤

	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
原种猪	存栏量	3.23	3.04	3.57	3.51
	出栏量	3.84	2.49	3.17	1.28
肉猪	存栏量	25.66	26.00	27.25	27.23
	出栏量	49.30	53.72	49.98	13.86
原种猪	成本均价	16.89	15.97	18.23	18.27
	销售均价	24.97	23.28	26.19	30.25
肉猪	成本均价	13.84	14.50	14.49	14.78
	销售均价	16.55	15.91	15.39	17.49

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年，公司畜牧业务收入 12.91 亿元，同比增长 28.46%，实现毛利润 0.90 亿元，毛利率为 6.94%，均较 2014 年有所下降。

种植业务

公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大，种植业务在保障公司机制糖等业务原材料供应的同时，成为公司业绩的有益补充

公司种植业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 2016 年 3 月末，公司经济作物种植面积为 56.20 万亩，其中甘蔗和水果种植面积较大，分别为 33.26 万亩和 14.73 万亩。

表 8：2013 年～2015 年及 2016 年 3 月末公司经济作物及林木种植面积

单位：万亩

业务	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月末
甘蔗	33.93	32.98	33.26	33.26
剑麻	6.05	5.13	5.00	4.99
水果	14.05	15.26	15.31	14.73
茶青	0.98	0.89	0.88	0.85
橡胶	3.73	3.72	3.71	2.37
林木	67.56	67.12	67.31	67.31
合计	126.30	125.10	125.47	123.51

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年，公司种植业务收入 9.90 亿元，毛利润 1.33 亿元，毛利率 13.42%，均较 2014 年有所增长。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。

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，2015 年公司新增一级土地开发整理业务，相关业务收入和利润大幅增长

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。截至 2015 年末，垦区土地总面积 249.68 万亩，其中建设用地 15.20 万亩，占 6.09%，农用地 152.85 万亩，占 61.22%，未利用地 45.98 万亩，占 18.42%。公司垦区土地全部为国有土地，分布在广西 13 个地级市的 41 个县（区）。

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，公司土地出让金纳入“营业收入”核算，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，毛利润 6.35 亿元，土地出让金返还及时，以致公司 2015 年新增土地开发整理收入 11.49 亿元。2016 年第一季度，公司出让土地 178.40 亩，实现土地整理开发收入 2.42 亿元，毛利润 1.41 亿元。

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（见下表）。截至 2015 年末，公司国内产业园区累计投资 30.77 亿元，累计收回 18.95 亿元。

表 9：公司开发的主要国内产业园区及其功能定位

园区名称	园区产业功能定位
明阳工业园区	重点发展以生物质为基础的生化产业、新型环保材料及包装材料产业、临空型现代服务业等产业
广西农垦柳州新兴产业园区	依托柳州市整车生产企业对零部件的市场需求，重点发展机动车零部件生产、贸易、物流、服务等相关产业
广西农垦北部湾产业园区	重点布局建材石化、有色金属加工、电子电器、机械制造、新材料、海产品深加工等产业
广西农垦西江产业园区	重点布局农产品深加工、轻工业制造、电子元器件、精密机械、电子计算机、新一代家用电器、电子多媒体、高效节能光源、办公自动化设备等产业
广西农垦桂林良丰产业园区	集旅游度假、水上乐园、体育休闲、老龄健康养生、电子信息、文化印刷、人才培养、高端设施休闲农业等产业于一体的综合性环保产业园

数据来源：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，投资回报周期较长，海外产业园区开发业务面临一定国家风险

截至 2016 年 3 月末，公司主要在建工程且 2016 年有投资计划的有 3 个。拟建项目方面，2016 年公司拟投资项目为柬埔寨马德旺省年产 30 万吨/年木薯淀粉和 30 万吨/年燃料乙醇等项目，计划投资总额约为 2.4 亿美元。目前两个项目尚在考察阶段。

表 10：截至 2016 年 3 月末公司主要在建工程情况

单位：亿元，%

项目	总投资额	自有资金比例	2016 年投资计划	项目进度
朗姆酒项目	5.16	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	30.00	0.20	已投资 9.90 亿元
新兴园区四方片区 1853.44 亩开发工程	5.00	100.00	1.10	已投资 3.97 亿元
合计	20.16	-	1.80	已投资 14.91 亿元

数据来源：公司提供，东方金诚整理

由于政府在土地出让金和税收返还方面具有滞后性，公司产业园区开发资金回收周期较长。公司产业园区计划总投资高达 105.60 亿元，目前公司已放缓投资进度，预计 2~3 年内，公司国内产业园区年均投资额将控制在 1.50 亿元左右。

除了上述国内产业园区建设外，公司在俄罗斯和东盟国家进行产业园区开发。截至 2015 年末，公司海外产业园区投资项目共有 2 个，计划总投资 1.19 亿美元，累计投入资金 1.31 亿美元。

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。

表 11：截至 2015 年末公司海外产业园区投资项目情况

单位：亿美元

项目	计划投资	已投金额	项目进度
俄罗斯诺夫哥罗德农产品加工及物流中心项目	0.26	0.26	已于 2009 年初建成
印尼工业园区（一期）	0.93	1.05	已于 2014 年完工
合计	1.19	1.31	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

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 2015 年经审计的合并财务报告和 2016 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 2015 年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

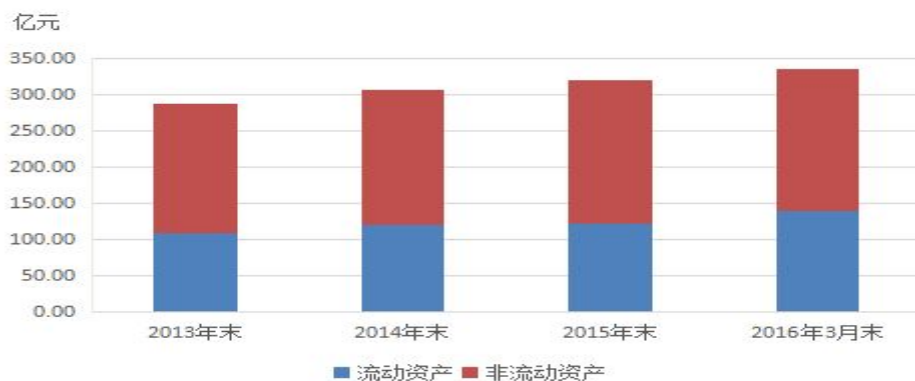
截至 2015 年末，纳入公司报表合并范围的单位包括糖业集团（下属子公司 17 个）、畜牧集团（下属子公司 8 个）、广西农垦剑麻集团有限公司（以下简称“剑麻集团”，下属子公司 4 个）、广西农垦茶业集团有限公司（以下简称“茶业集团”，下属子公司 7 个）、广西农垦十万大山天然食品有限公司（以下简称“十万大山”，下属子公司 4 个）、农业企业 51 个、直属工业企业 6 个、商贸及服务企业 21 个、园区企业 7 个、设计院 1 个。

资产构成与资产质量

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 2015 年末，公司资产总额为 318.63 亿元，同比增长 4.40%，其中，流动资产占总资产的比重为 38.18%，非流动资产占总资产的比重为 61.82%。

图 2：2013 年~2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产构成

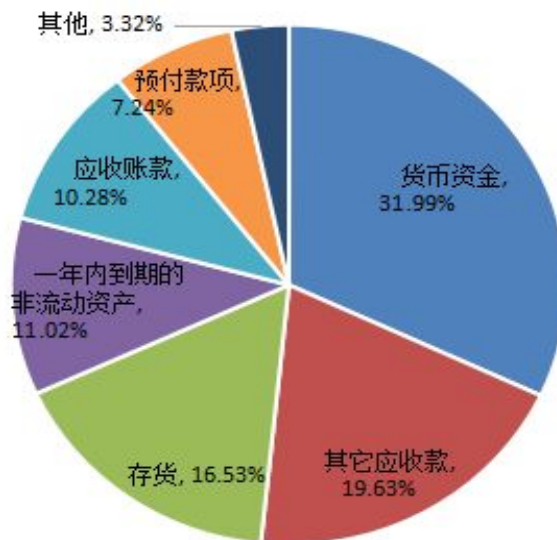


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、流动资产

截至 2015 年末，公司流动资产 121.66 亿元，较 2014 年末增加 2.10%，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、应收账款和预付款项构成，占比分别为 31.99%、19.63%、16.53%、11.02%、10.28%和 7.24%，合计占流动资产总额的比重为 96.68%。

图 3：2015 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司货币资金余额 38.92 亿元，货币资金充足，较 2014 年增长 22.32%，主要系银行存款增长所致。2015 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 94.17%、5.63%和 0.02%。其他货币资金中包括银行承兑汇票保证金 0.61 亿元、冻结金额 0.08 亿元。

公司其他应收款 23.88 亿元，同比减少 26.47%，主要为广西农垦糖业华垦纸业有限公司蔗渣及资产占用款项、工程款、广西丰浩糖业有限公司往来款和广西合家福投资有限公司预付款。其中，公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 67.44%，1~3 年的占比为 16.59%，3 年以上的占比为 15.97%。

公司存货主要由库存商品、原材料和在产品等构成。截至 2015 年末，公司存货 20.11 亿元，较 2014 年减少 6.72%。其中，库存商品 11.32 亿元，占比为 56.29%；原材料 3.07 亿元，占比为 15.27%；在产品 1.31 亿元，占比为 6.51%。

受委托贷款的增加影响，公司一年内到期的非流动资产 13.41 亿元，同比增长 53.00%。其中，公司对广西国悦股权投资基金管理有限公司、广西国悦集团有限公司和广西劲达兴纸业有限公司的委托贷款合计 8.96 亿元，占比 66.82%。

公司应收账款 12.50 亿元，较 2014 年增长 21.71%。其中，5 年以上的应收账款为 0.85 亿元，已计提坏账准备 0.43 亿元，主要是历年农场经营或改制时形成的，现大部份已计提坏账。

2、非流动资产

截至 2015 年末，公司非流动资产 196.97 亿元，同比增加 5.88%，主要是固定资

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 46.27%、29.71%和 17.20%，合计占比达 93.18%。

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。公司无形资产 91.14 亿元，较 2014 年增加 1.00%；其中，土地使用权为 84.91 亿元，占总资产的比重为 93.16%。公司固定资产 58.52 亿元，同比增加 14.39%；其中，房屋建筑物和机器设备占比分别为 55.25%和 40.41%。公司在建工程 33.89 亿元，同比减少 1.76%。

资本结构

公司所有者权益规模小幅增长，其中资本公积占比较大

截至 2015 年末，公司所有者权益 90.14 亿元，较 2014 年末增长 5.33%；其中，资本公积 82.62 亿元，占比 91.66%，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。

公司有息债务规模持续增长，短期有息债务占比明显提升

公司负债总额 228.49 亿元，同比增长 4.04%。其中，公司流动负债占比 69.65%，非流动负债占比 30.35%。

公司流动负债 159.14 亿元，较 2014 年末增长 18.19%。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 37.71%、35.65%、11.07%和 7.76%。公司一年内到期的非流动负债 60.01 亿元，同比增长 193.56%，主要是一年内到期的应付债券¹⁰。公司短期借款 56.74 亿元，较 2014 年末增长 6.20%。其中，信用借款、抵押借款和质押借款占比分别为 87.92%、9.75%和 2.32%。公司其他应付款 17.61 亿元，同比减少 35.24%，主要为一年内其他的应付款减少所致。

表 12：截至 2015 年末公司未到期短期/超短期融资券情况

单位：亿元、%

债券名称	债券类型	发行金额	债券起始时间	债券到期时间	发行利率	募集资金用途
2015 年广西农垦第一期短期融资券	短期融资券	10.00	2015/02/27	2016/02/27	4.98	补充流动资金及置换银行贷款
2015 年广西农垦第一期超短期融资券	超短期融资券	20.00	2015/05/15	2016/02/13	4.35	置换银行贷款
2015 年广西农垦第二期超短期融资券	超短期融资券	10.00	2015/06/17	2016/03/14	4.75	置换银行贷款
2015 年广西农垦第三期超短期融资券	超短期融资券	10.00	2015/09/24	2016/06/20	3.98	置换银行贷款
2015 年广西农垦第四期超短期融资券	超短期融资券	10.00	2015/09/29	2016/06/25	3.90	置换银行贷款
合计	-	60.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动负债 69.36 亿元，较 2014 年末减少 18.37%。其中，应付债券、递延收益和专项应付款等占比分别为 53.26%、22.03%和 14.80%，合计占非流动负债的

¹⁰ 2015 年公司发行了四期超短期融资券和一期短期融资券，合计发行金额 60.00 亿元。

90.09%。

表 13：截至 2015 年末公司未到期长期债券/定向融资工具情况

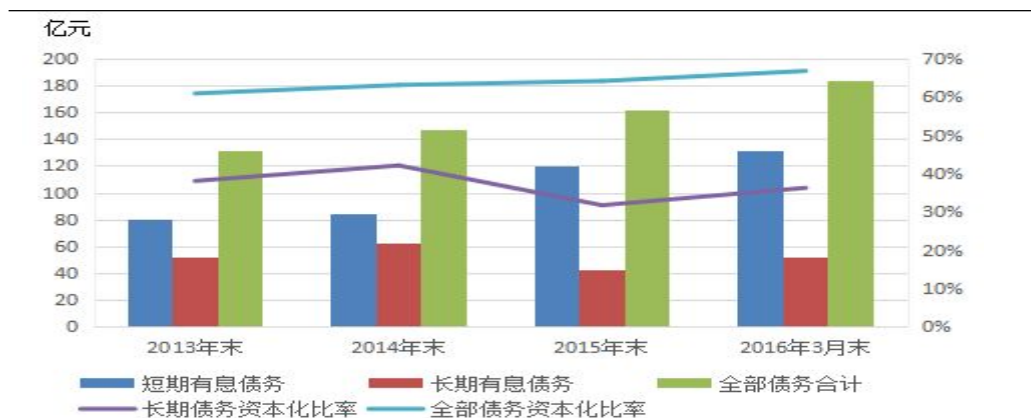
单位：亿元、%

债券名称	债券类型	发行金额	债券起始时间	债券到期时间	发行利率	募集资金用途
2011 年广西农垦第一期企业债券	企业债	10.00	2011/02/22	2017/02/22	6.98	项目建设
2014 年广西农垦第一期企业债券	企业债	7.00	2014/03/18	2021/03/18	7.50	项目建设
2014 年广西农垦第二期定向融资工具	定向融资工具	10.00	2014/12/16	2017/12/15	6.50	补充流动资金及置换银行贷款
2015 年广西农垦第一期定向融资工具	定向融资工具	10.00	2015/02/04	2018/02/03	6.35	补充流动资金及置换银行贷款
合计	-	37.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司应付债券 36.94 亿元，较 2014 年末变化不大。公司递延收益 15.28 亿元，同比 2014 年增长 256.30%，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 10.26 亿元，较 2014 年减少 8.82%；长期借款 4.91 亿元，同比减少 78.70%。

图 4：2013 年~2015 年末及 2016 年 3 月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司全部债务为 161.15 亿元，同比上升 10.15%，主要由发行超短期融资券和短期融资券所致。其中，长期有息债务占全部债务的比重为 25.97%，短期有息债务占全部债务的比重为 74.03%，短期有息债务占比上升 16.54 个百分点。公司资产负债率 71.71%，较 2015 年小幅下降，全部债务资本化比率 64.13%，较 2014 年末有所上升。

截至 2016 年 3 月末，公司对外无担保。

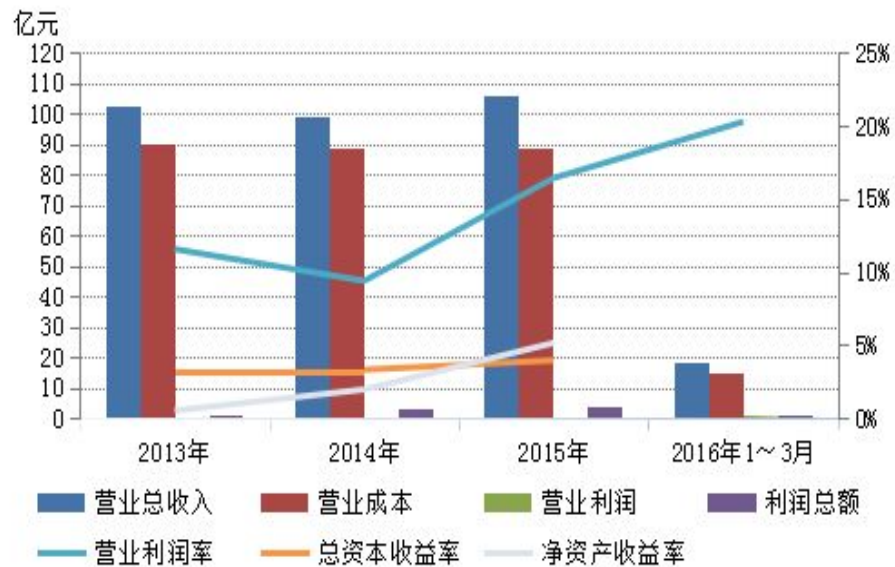
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，但营业外收入对利润总额的影响较大

2015 年，公司营业收入 105.97 亿元，同比增长 11.82%，由新增土地开发整理收

入所致。受益于土地开发整理业务收益和国内糖价回升，2015 年公司营业利润率 16.42%，较 2014 年增长 7.04 个百分点。

图 5：2013 年~2015 年及 2016 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

公司期间费用 16.06 亿元，同比增长 2.11%，期间费用占当年营业收入的比重为 15.15%，公司期间费用中管理费用和财务费用占比较大，分别为 8.07%和 5.34%。

表 14：2013 年~2015 年及 2016 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
销售费用	2.01	2.00	1.84	0.46
管理费用	8.10	7.94	8.55	1.71
财务费用	5.03	5.78	5.66	1.33
期间费用合计	15.14	15.73	16.06	3.50
期间费用占营业收入比	14.84	15.95	15.15	19.24

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司营业利润-0.56 亿元，较 2014 年增加 76.67%；公司营业外收入 6.25 亿元，其中政府补助 5.05 亿元，对公司利润总额的影响较大。2015 年，公司利润总额 3.86 亿元，较 2014 年增长 38.66%，净利润 4.63 亿元，较 2014 年增长 177.77%。

同期，公司总资本收益率 3.94%，净资产收益率 5.14%，两项指标较 2014 年均有所提升。

现金流

跟踪期内，公司经营净现金流小幅减少，投资活动净现金流由负转正，筹资活动净现金流有所增加

2015 年，公司经营活动现金流净额为 11.94 亿元，较 2014 年减少 9.58%，主要

为支付给职工以及为职工支付的现金小幅增加所致。公司投资性活动净现金流 0.29 亿元，较 2014 年增加 113.20%，主要为收回投资及收到的与投资活动有关的现金较多所致。公司筹资活动现金净流量-2.96 亿元，较 2014 年增加 78.68%，主要为公司发行债券融资所致。

图 6：2013 年~2015 年及 2016 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

2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 76.45%和 63.81%，较 2014 年均有所下降。同期，公司经营现金流动负债比 7.50%，较 2014 年下降 2.31 个百分点。

表 15：2013 年~2015 年及 2016 年 3 月公司偿债能力主要指标

单位：%

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
流动比率	80.99	88.50	76.45	83.71
速动比率	66.42	72.49	63.81	62.79
经营现金流动负债比	3.28	9.81	7.50	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.64	2.17	2.82	-
全部债务/EBITDA（倍）	10.11	10.64	10.70	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年，公司 EBITDA 为 15.07 亿元，同比增长 9.60%；同期，EBITDA 利息倍数为 2.82 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 10.70 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 2016 年 7 月 13 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；公司种植业务在保障公司机制糖等业务原材料供应的同时，成为经营业绩的有益补充；2015 年公司新增一级土地开发整理业务，相关业务收入和利润大幅增长。

同时，东方金诚也关注到，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面临一定风险；公司产业园区开发业务投资金额较大，回报周期长，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，短期有息债务占比明显提升。

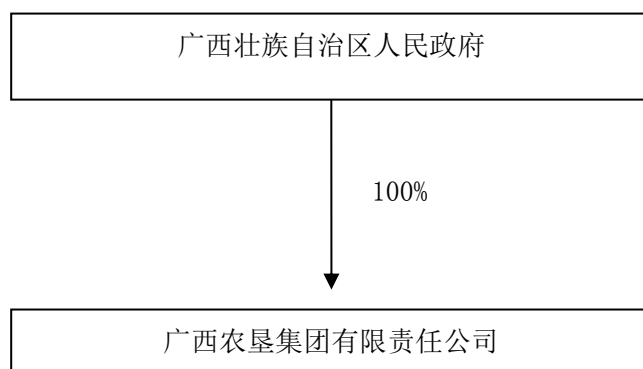
东方金诚维持广西农垦主体信用等级为 AA+，评级展望稳定，并维持“16 农垦 MTN001”债项信用等级为 AA+，“16 农垦 CP001”债项信用等级为 A-1。

附件一：截至 2015 年末公司主要下属子公司情况

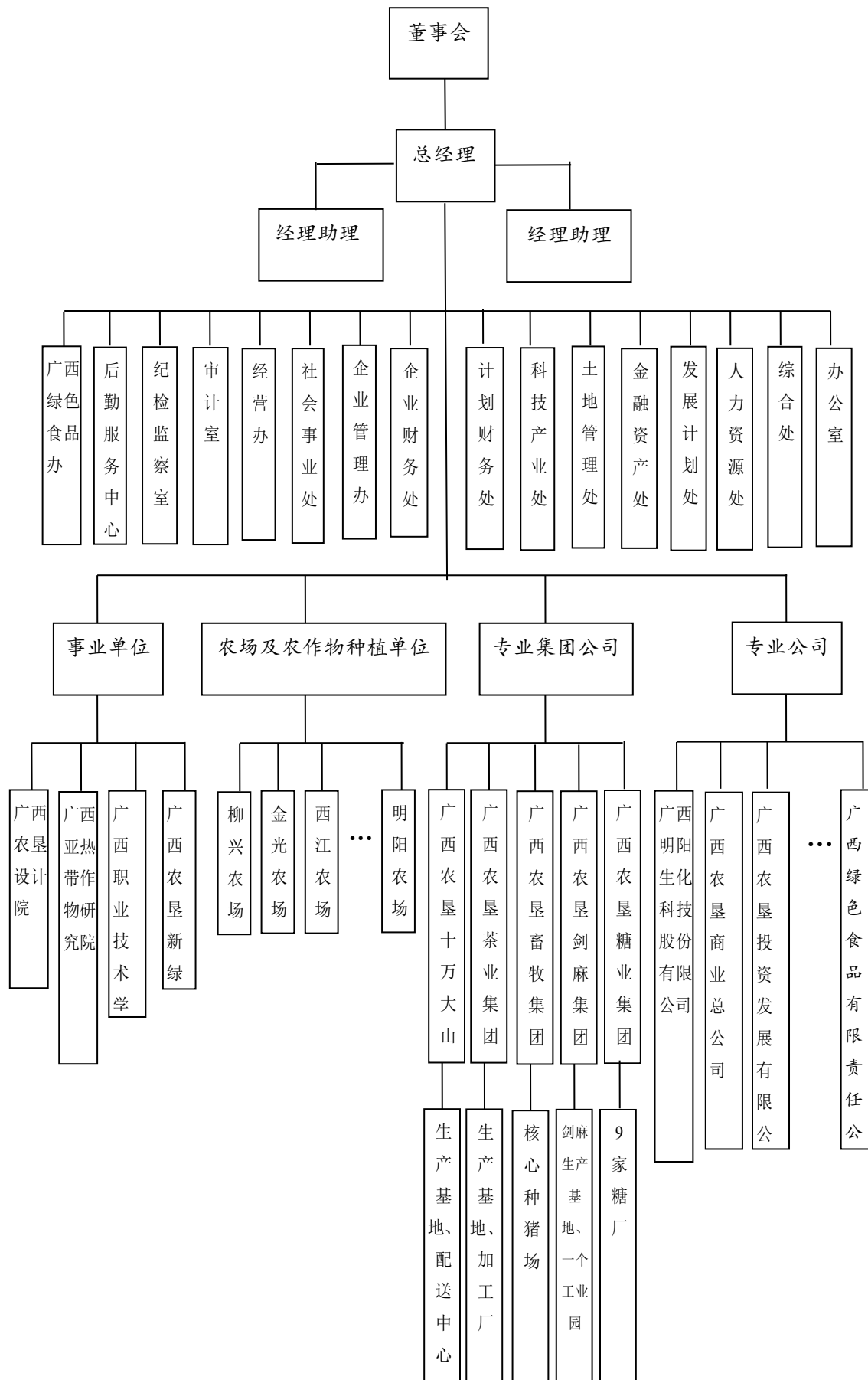
单位:亿元、%

全称	简称	注册资本	持股比例	主营业务
广西农垦糖业集团股份有限公司	糖业集团	4.75	100.00	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	0.62	89.26	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	2.69	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	0.66	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	0.04	100.00	矿泉水和保健食品的生产和销售
广西农垦明阳生化集团股份有限公司	明阳生化	1.98	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 2015 年末公司股权结构图



附件三：截至 2015 年末公司组织结构图



附件四：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	319908.52	318143.74	389161.70	398438.77
交易性金融资产	594.98	821.59	586.06	584.62
应收票据	10418.06	14479.05	1007.91	835.21
应收账款	89916.39	102731.08	125038.93	106043.20
预付款项	125732.05	119475.92	88032.10	118244.88
应收利息	-	-	3826.26	5059.63
其它应收款	309322.99	324768.10	238787.09	224884.69
存货	194342.03	215562.02	201086.01	345147.78
一年内到期的非流动资产	26509.13	87624.44	134066.30	140566.30
其他流动资产	3534.58	7955.80	34979.48	40927.32
流动资产合计	1080278.73	1191561.73	1216571.83	1380732.41
非流动资产：				
可供出售金融资产	-	26011.02	23538.41	23538.41
长期股权投资	29580.20	3953.78	4762.17	4762.17
投资性房地产	9593.06	9218.21	9195.10	9195.10
固定资产	445673.63	511529.70	585161.46	586061.05
在建工程	359419.80	344928.60	338869.32	340263.42
工程物资	96.54	93.75	75.04	74.14
固定资产清理	648.79	-	-	-
生产性生物资产	21853.73	27213.43	27615.92	21069.80
无形资产	888813.85	902322.41	911350.64	911350.64
开发支出	14158.38	24556.54	59540.27	59540.27
商誉	1812.70	1812.70	1812.70	1812.70
长期待摊费用	11491.23	7168.76	6402.74	7218.33
递延所得税资产	1930.16	1378.11	1329.01	1329.01
其他非流动资产	2,584.02	167.22	88.27	88.27
非流动资产合计	1787656.08	1860354.24	1969741.06	1966303.32
资产总计	2867934.81	3051915.97	3186312.89	3347035.72

附件四：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	653254.17	534271.64	567378.91	699766.98
应付票据	33253.50	102370.65	25458.00	14080.16
应付账款	151505.36	134520.08	123500.79	120699.61
预收款项	51565.25	40955.64	37334.22	31025.85
应付职工薪酬	13307.59	16774.66	14666.27	12294.94
应交税费	200.04	13515.34	1061.97	-8686.89
应付利息	15342.35	21335.17	40230.81	13577.56
应付股利	440.90	349.23	176.42	2539.28
其他应付款	306721.09	271952.21	176129.52	159808.58
一年内到期的非流动负债	107207.58	204429.97	600122.00	600000.00
其他流动负债	1065.15	5970.23	5293.84	4267.85
流动负债合计	1333862.97	1346444.82	1591352.75	1649373.91
非流动负债：				
长期借款	286154.50	230673.36	49133.09	49133.09
应付债券	199194.30	369010.34	369365.94	469454.86
长期应付款	29335.01	20871.13	17006.61	19158.03
专项应付款	90383.84	112556.19	102633.86	106026.49
递延收益	-	42875.39	152764.09	140803.04
递延所得税负债	843.44	787.14	774.68	581.51
其他非流动负债	86185.35	72899.61	1877.57	195.77
非流动负债合计	692096.45	849673.15	693555.83	785352.79
负债合计	2025959.41	2196117.98	2284908.58	2434726.70
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	794813.26	825879.04	826192.92	826192.92
专项储备	719.45	1196.53	1749.65	1749.65
盈余公积	7018.40	8277.82	8277.82	8277.82
未分配利润	-121445.83	-140355.86	-96595.91	-85628.97
外币报表折算差额	-434.61	-474.66	183.37	121.15
归属母公司所有者权益合计	829640.13	843492.33	888777.32	899682.03
少数股东权益	12335.27	12305.67	12626.99	12626.99
所有者权益合计	841975.40	855797.99	901404.31	912309.02
负债与股东权益合计	2867934.81	3051915.97	3186312.89	3347035.72

附件五：合并利润表

单位：万元

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月 (未经审计)
一、营业总收入	1019906.00	985968.38	1059667.13	181750.92
其中：营业收入	1019906.00	985968.38	1059667.13	181750.92
其中：主营业务收入	995630.89	947709.99	1010956.50	-
其他业务收入	24275.10	38258.39	48710.62	-
减：营业成本	895596.07	887165.36	881221.35	144411.85
营业税金及附加	6482.89	6315.25	4459.56	493.84
销售费用	20145.93	20042.05	18427.12	4597.35
管理费用	80976.60	79408.41	85530.44	17023.52
财务费用	50279.92	57825.31	56631.16	13342.22
资产减值损失	-809.54	2107.33	21338.55	-
加：公允价值变动收益	19.14	27.82	191.29	-
投资收益	3784.39	42674.33	2104.54	2936.47
二、营业利润	-28962.33	-24193.18	-5645.23	4818.59
加：营业外收入	46601.94	64939.80	62466.09	9491.59
减：营业外支出	10540.79	12917.73	18233.86	3310.78
三、利润总额	7098.82	27828.89	38587.00	10999.41
减：所得税	2898.57	11155.05	-7727.83	32.47
四、净利润	4200.25	16673.85	46314.83	10966.94
归属于母公司所有者的净利润	1856.19	16082.23	45496.84	10966.94
少数股东损益	2344.06	591.62	817.99	-

附件六：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 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	1205797.31	1168989.24	1087758.37	183193.85
收到税费返还	745.17	1659.73	2622.36	1197.17
收到的其他与经营活动有关的现金	435807.61	675609.54	633750.93	209206.24
经营活动现金流入小计	1642350.08	1846258.52	1774131.67	393597.26
购买商品、接受劳务支付的现金	1086092.52	1160057.67	1063238.68	284559.60
支付给职工以及为职工支付的现金	108420.56	97362.44	108192.23	26171.06
支付的各项税费	35064.31	26085.57	28322.38	6374.07
支付的其他与经营活动有关的现金	369011.40	430727.11	454997.98	184230.74
经营活动现金流出小计	1598588.79	1714232.78	1654751.27	501335.47
经营活动产生的现金流量净额	43761.30	132025.74	119380.40	-107738.21
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	11034.87	8719.20	20296.71	9784.28
取得投资收益所收到的现金	1404.22	2640.27	2324.53	5605.58
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	972.80	624.15	167.80	28.39
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	27073.55	32897.91	104186.17	11927.56
投资活动现金流入小计	40485.44	87757.86	126975.21	27345.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	99577.63	75404.07	70801.96	29082.34
投资所支付的现金	25831.16	23690.55	24810.80	19405.97
支付的其他与投资有关的现金	10508.08	10417.52	28490.65	7393.21
投资活动现金流出小计	135916.88	109512.14	124103.41	55881.52
投资活动产生的现金流量净额	-95431.44	-21754.28	2871.80	-28535.71
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	735.00	-	-	-
取得借款所收到的现金	1035908.57	1278734.12	1296307.44	796152.14
收到的其他与筹资活动有关的现金	140475.53	78201.26	240607.74	990432.57
筹资活动现金流入小计	1177119.10	1356935.39	1536915.18	1786584.71
偿还债务所支付的现金	725568.23	1153528.40	1194029.94	577929.03
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	75632.42	105567.90	80044.84	30643.17

支付其他与筹资活动有关的现金	211864.04	236931.37	292488.77	1039556.93
筹资活动现金流出小计	1013064.70	1496027.68	1566563.56	1648129.14
筹资活动产生的现金流量净额	164054.41	-139092.29	-29648.38	138455.57
四、汇率变动对现金的影响额	-882.76	500.96	445.28	171.45
五、现金和现金等价物净增加额	111501.51	-28319.87	93049.10	2353.11

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	2013 年	2014 年	2015 年
1、净利润	4200.25	16673.85	46314.83
资产减值准备	-809.54	2107.33	21338.55
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	40075.02	43176.82	46791.44
无形资产摊销	3937.29	4433.12	9914.64
长期待摊费用摊销	14088.61	2127.08	2586.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-800.87	-617.72	-678.19
公允价值变动损失（减：收益）	-19.14	-27.82	-191.29
财务费用	63561.62	57825.31	56631.16
投资损失	-3784.39	-42674.33	-2104.54
递延所得税资产减少	-642.09	552.05	49.10
递延所得税负债增加	843.44	-56.30	-12.46
存货的减少	-10495.44	-21219.99	14476.01
经营性应收项目的减少	-329122.28	-10619.55	63827.84
经营性应付项目的增加	262728.84	80345.90	-139563.44
经营活动产生的现金流量净额	43761.30	132025.74	119380.40
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	317508.52	289188.65	382237.75
减：现金的期初余额	206007.01	317508.52	289188.65
现金及现金等价物净增加额	111501.51	-28319.87	93049.10

附件八:主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率(%)	11.55	9.38	16.42	20.27
总资本收益率(%)	3.19	3.30	3.94	-
净资产收益率(%)	0.50	1.95	5.14	-
偿债能力				
资产负债率(%)	70.64	71.96	71.71	72.74
长期债务资本化比率(%)	38.06	42.08	31.71	36.24
全部债务资本化比率(%)	60.89	63.09	64.13	66.76
流动比率(%)	80.99	88.50	76.45	83.71
速动比率(%)	66.42	72.49	63.81	62.79
经营现金流流动负债比(%)	3.28	9.81	7.50	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.64	2.17	2.82	-
全部债务/EBITDA(倍)	10.11	10.64	10.70	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.04	0.08	0.08	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-0.80	1.84	2.32	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.27	9.06	8.71	-
存货周转次数(次)	4.73	4.33	4.23	-
总资产周转次数(次)	0.37	0.33	0.34	-
现金收入比(%)	118.23	118.56	102.65	100.79
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	6.42	5.40	-
净资产年平均增长率(%)	-	1.64	3.47	-
营业收入年平均增长率(%)	-	-3.33	1.93	-
利润总额年平均增长率(%)	-	292.02	133.15	-

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	(1) 2 年数据：增长率 = $(\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n 年数据：增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
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。

短期融资券信用等级符号及定义

符号	定 义
A-1	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	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。