

2014 年广西农垦集团有限责任公司公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2018)100748】

评级对象： 2014 年广西农垦集团有限责任公司公司债券

14 广西农垦债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 29 日

前次跟踪： AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 30 日

首次评级： AA/稳定/AA/2013 年 7 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	6.45	9.13	18.69	9.30
刚性债务	109.53	133.92	135.74	123.97
所有者权益	12.20	11.93	26.19	26.52
经营性现金净流入量	-0.71	-0.53	-0.20	-8.34
合并口径数据及指标：				
总资产	314.22	333.23	365.82	364.36
总负债	229.29	242.76	259.02	258.27
刚性债务	166.32	179.96	190.62	187.09
所有者权益	84.93	90.48	106.81	106.09
营业收入	106.35	98.98	106.44	21.79
净利润	2.24	5.45	1.43	-0.66
经营性现金净流入量	11.94	12.65	-6.55	-8.36
EBITDA	12.68	18.55	15.64	-
资产负债率[%]	72.97	72.85	70.80	70.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	51.06	50.28	56.03	56.71
流动比率[%]	73.90	81.61	101.36	118.29
现金比率[%]	23.98	34.33	38.96	34.43
利息保障倍数[倍]	1.26	1.90	1.21	-
净资产收益率[%]	2.62	6.21	1.45	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	8.02	7.97	-4.27	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.45	-0.98	-6.67	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	2.76	1.99	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.11	0.08	-

注 1：根据广西农垦经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：2017 年广西农垦发行的规模为 15 亿元的“17 农垦 MTN001”永续中票未纳入刚性债务核算，但本评级报告正文部分对其影响进行了阐述。

分析师

周文哲 zww@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对广西农垦集团有限责任公司（简称“广西农垦”、发行人、该公司或公司）及其发行的 14 广西农垦债（简称“本期债券”）的跟踪评级反映了 2017 年以来广西农垦在规模优势、股东支持及土地资源等方面维持优势，同时也反映了公司在成本转移、产能利用率不足、偿债压力、海外项目运营及园区投资回收期长等方面继续面临风险和压力。另外本评级机构将持续关注公司产业重组的实施情况。

主要优势：

- **主营业务规模优势较明显。**广西农垦系广西壮族自治区最大的农业综合产业集团，公司机制糖、木薯加工及生猪养殖业务规模优势较明显，市场竞争力较突出。
- **股东背景强，可获得较大支持。**广西农垦系广西壮族自治区农垦局直属的大型国有企业，实际控制人为自治区政府，股东背景强。近年来公司持续获得税收返还、政府补贴等支持。
- **土地资源丰富，评估入账后将显著提升公司资本实力。**广西农垦拥有较丰富的土地资源，持有的近 250 万亩土地中，目前仅评估入账 40 余万亩。公司正在进行清产核资和土地确权工作，预计公司土地估值入账的推进将显著提升公司资本实力。
- **集团化改制或将提升公司发展活力。**2017 年开始广西农垦将推进集团化改革，未来 5 年为改制过渡期，公司或将逐步实现“政企分离”，经营发展活力有望提升。

主要风险/关注：

- **机制糖业务成本转移能力较弱。**机制糖业务糖料蔗的采购底价由政府制定，且其价格与食糖价格挂钩，糖料款实行二次结算的方式。为保

证蔗农利益及种蔗积极性，当食糖价格下跌时不进行二次结算，一定程度上会加大制糖企业的成本压力。另外食糖作为大宗交易产品，其价格具有很强的市场波动性，制糖企业成本转移能力较弱。

- **木薯加工业务产能开工不足。**近年来广西农垦木薯加工业务受下游需求低迷影响，产能利用率较低，以往扩产产能释放压力大。
- **财务杠杆偏高，偿债及流动性压力较大。**广西农垦负债经营程度偏高，近年来刚性债务规模扩张较快，且期限偏向于短期；资产以非流动资产为主，流动性偏弱，公司面临较大的偿债压力和流动性压力。
- **海外项目风险。**广西农垦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。
- **园区建设资金投入多，回收期限长。**近年来广西农垦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。
- **关注产业重组安排。**根据广西壮族自治区政府相关文件，将以广西农垦下属糖业集团为主体组建广糖集团，未来将通过将“内强、入股、并购承租、资本运作”方式，加快推进广西自治区糖业战略重组。需关注广糖集团组建进展及未来并购重组安排，及对公司经营及财务的影响。

➤ 未来展望

通过对广西农垦及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并维持本期债券AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年广西农垦集团有限责任公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年广西农垦集团有限责任公司公司债券（简称“14 广西农垦债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据广西农垦提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对广西农垦的财务状况、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，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2013 年 5 月收到了国家发改委关于公司注册发行 7 亿元企业债券的核准文件（发改财金[2013]1026 号），并于次年 3 月全额发行了 14 广西农垦债，期限为 7 年（附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）。该债券所募集资金用于补充流动资金和项目建设，其中 3.50 亿元用于印尼经贸合作区项目、2.10 亿元用于子公司广西明阳生化科技股份有限公司（简称“明阳生化”）木薯废渣及黄浆综合利用项目。目前上述项目均已完工，募集资金已使用完毕。

图表 1. 14 广西农垦债募投项目投资及工程进度情况（单位：万元）

项目名称	概算投资	开工时间	完工时间	累计投资	募集资金投资额
广西农垦-印尼经贸合作区建设项目	9,300.30 (美元)	2010 年 7 月	2014 年 9 月	11,704.00 (美元) ¹	35,000.00
明阳生化木薯废渣及黄浆综合利用项目	37,949.55	2011 年 3 月	2011 年 12 月	37,949.55	21,000.00

资料来源：广西农垦

截至 2018 年 5 月末，该公司共有 12 支债券尚未到期兑付，待偿还本金余额合计 106.90 亿元，具体情况见图表 2 所示。公司于 2017 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 60 亿元超短期融资券及 10 亿元定向工具发行额度（有效期均为 2 年），截至 2018 年 5 月末已使用额度分别为 30 亿元和 5 亿元。公司与 2018 年 4 月收到中国证监会关于公司向合格投资者公开发行可续期公司债券的批复，注册金额 36 亿元（有效期为 2 年），首期债券尚未发行。

图表 2. 截至 2018 年 5 月末公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 农垦 SCP003	10.00	270 天	5.80	2018-04-24	60 亿元/2017 年 5 月	到期一次还本付息
18 农垦 SCP002	10.00	270 天	5.88	2018-01-30		到期一次还本付息

¹ 受工期延长、物料及人工成本上涨等因素影响，印尼经贸合作区项目超出预算金额较大。

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 农垦 SCP001	10.00	270 天	5.54	2018-01-09		到期一次还本付息
17 农垦 PPN002	5.00	3 年	6.30	2017-12-28	10 亿元/2017 年 5 月	未到付息期
17 农垦 MTN001	15.00	3+N 年	6.50	2017-12-01	15 亿元/2016 年 7 月	付息正常
17 农垦 PPN001	5.00	3 年	6.30	2017-11-03	10 亿元/2017 年 5 月	付息正常
17 农垦 MTN002	10.00	3 年	5.58	2017-10-19	10 亿元/2017 年 7 月	未到付息期
17 桂农 01	6.40	3 年	5.50	2017-03-13	17 亿元/2016 年 4 月	付息正常
16 桂农 01	10.00	3 年	4.40	2016-06-17		付息正常
16 桂农垦	8.50	3 年	5.50	2016-07-20	17 亿元/2016 年 4 月	付息正常
16 农垦 MTN001	10.00	3 年	3.67	2016-03-09	10 亿元/2016 年 2 月	付息正常
14 广西农垦债	7.00	5+2 年	7.50	2014-03-18	7 亿元/2013 年 5 月	付息正常

资料来源：Wind 及公开信息、广西农垦

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的

促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

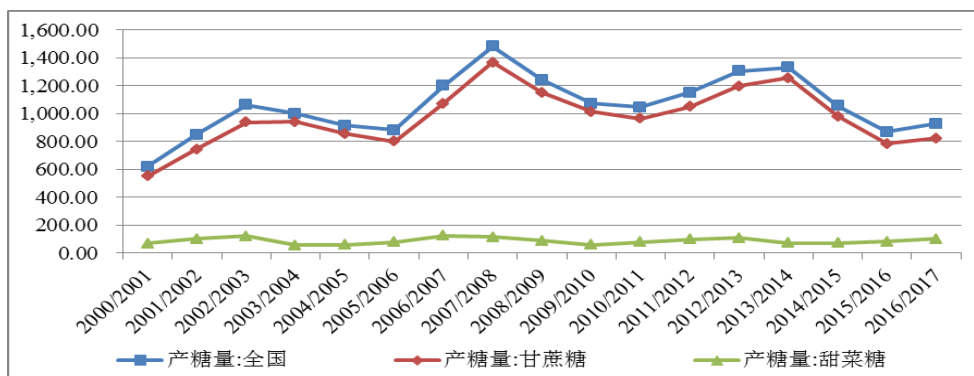
该公司系农业类综合产业集团，主营业务涉及制糖、木薯加工、畜牧和种植等。

A. 制糖行业

制糖行业具有明显的周期性，2017/2018 榨季已进入新一轮增产周期，2017 年第四季度起食糖价格持续回落。我国食糖行业长期处于产不足需的状态，进口依存度较高。得益于进口糖保障性关税的实施，进口量将得到控制，国外糖对国内制糖行业冲击将有所缓和，或将对糖价形成一定支撑。

食糖系我国农产品加工工业，特别是食品工业级下游产业的重要基础原料，也是涉及国计民生的大宗农产品。食糖制造按照糖料划分可分为甘蔗糖和甜菜糖，我国食糖以甘蔗糖为主，2000/2001 榨季以来，甘蔗糖约占总食糖产量比重的九成。产量方面，我国食糖产量呈现出明显的周期波动性，大体上遵循 2-3 年增产，2-3 年减产的规律，这种周期性主要是受到甘蔗种植周期的影响。2011/2012-2013/2014 榨季为增产期，食糖产量增至 1,331.80 万吨；2014/2015-2015/2016 榨季为减产期，产量降至 870.19 万吨；2016/2017 榨季食糖产量回增至 928.82 万吨（其中甘蔗糖产量为 824.11 万吨、甜菜糖产量为 58.63 万吨）。产量分布方面，我国甘蔗糖主要产区为广西、云南、广东和海南，2016/2017 榨季糖产量分别为 529.50 万吨、187.79 万吨、77.18 万吨和 16.46 万吨，占榨季总产量的 64.25%、2.79%、9.37%和 2.00%。

图表 3. 2000/2001 榨季以来我国食糖产量情况（单位：万吨）

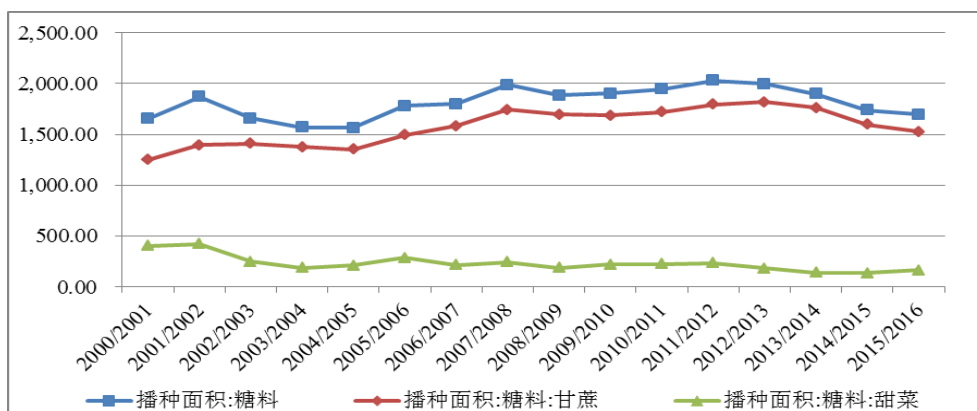


资料来源：Wind

糖料的供应主要影响因素包括糖料种植面积、糖料品种、天气状况等。糖料种植面积与食糖产量呈现出一定的同向波动性，2013/2014-2015/2016 榨季我国糖料播种面积分别为 1,899.23 千公顷、1,736.54 千公顷和 1,696.19 千公顷，其中甘蔗种植面积分别为 1,760.45 千公顷、1,599.65 千公顷和 1,526.82 千公顷，均有所下降。糖料品种方面，随着新品种选育和推广力度的加大，良种繁育体系的建立和完善，品种结构逐步优化，糖料亩产及出糖率有所提升。根据中国质检总局国家标准化管理委员会于 2010 年 11 月发布的糖料甘蔗国家标准（GB/T10498-2010），将糖料甘蔗收购最低蔗糖分的指标由 9%

(GB/T10498-1989) 提高至 12%。另外，天气状况、自然灾害等会对糖料产量及出糖率产生影响，从而影响供应。

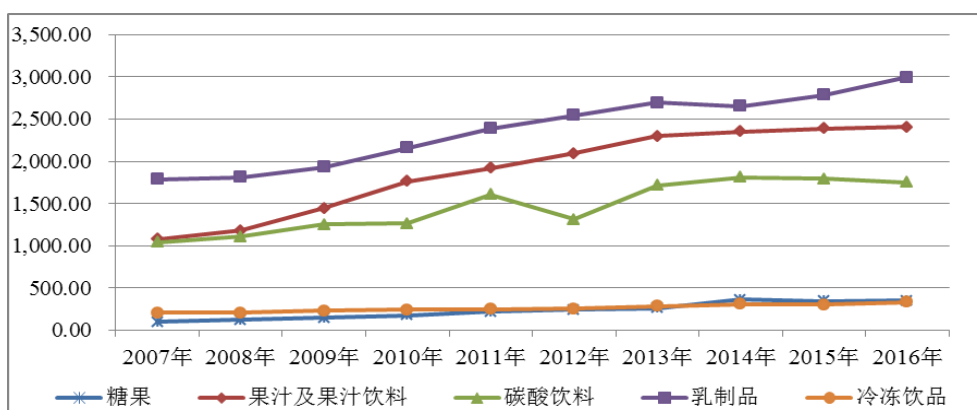
图表 4. 2000/2001 榨季以来我国糖料播种面积情况（单位：千公顷）



资料来源: Wind

食糖消费方面，我国系世界第二大食糖消费国。根据 Wind 数据显示，我国食糖国内消费总量从 2000 年的 768.50 万吨增至 2017 年的 14,673.00 万吨。但我国人均年食糖消费量仅约 12 千克，仅约为世界平均水平 23.7 千克的一半。我国食糖消费中工业消费约占 64%，民用消费约占 36%。工业消费包括含糖食品制造、饮料、制药等，其中食品及饮料制造业对食糖消费起到重要支撑。近年来主要含糖食品产量增速出现放缓或转负，2014-2016 年，糖果、果汁饮料、碳酸饮料、乳制品、冷冻饮品复合增长率分别为-0.98%、0.74%、-1.09%、4.12%和 2.42%。2017 年 1-11 月上述含糖食品产量分别为 301.45 万吨、2,111.30 万吨、1,587.38 万吨、2,724.40 万吨和 357.41 万吨。

图表 5. 近年来我国主要含糖食品产量情况（单位：万吨）



资料来源: Wind

从供需平衡角度看，我国食糖处于产不足需的状态，不足部分主要通过进口弥补。根据国际贸易协定，我国每年食糖进口配额为 194.50 万吨。2009 年国内食糖进入减产周期，加之 4 万亿政策利好，糖价（以南宁白砂糖现货价为例）大幅上涨，从 2009 年初的 2,900 元/吨涨至 2011 年 8 月 7,800 元/吨的历史高位。而国际糖价远低于国内糖价，配额外高关税进口依然能保持一定盈利，

导致食糖进口规模大幅增长。Wind 数据显示，我国进口食糖量从 2007 年的 128.00 万吨增至 2014 年的 481.20 万吨，达到历史高位。2014/2015 及 2015/2016 榨季虽然进入减产周期，国内糖价从 2014 年 9 月末的 4,300 元/吨涨至 2016 年 9 月末的 6,500 元/吨左右，但得益于 2015-2016 年进口糖得到有效控制，进口量分别回落至 372.80 万吨和 228.80 万吨。2016/2017 榨季国内食糖增产，糖价于 2017 年 2 月探顶 6,900 元/吨后开始回落，2017 年第三季度起降幅较明显，2017 年末糖价跌至 6,200 元/吨。2017 年食糖进口量略有回升，为 258.00 万吨。随着 2017/2018 榨季增产，新糖上市，2018 年 5 月糖价已跌破 5,700 元/吨。

图表 6. 近十年国内及国际糖价走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

注：图中原糖国际现货价格系按照实时美元对人民币汇率中间价进行换算

食糖属于国家重要的战略物资，2017 年中央 1 号文件正式将糖列为与粮棉油同等重要的国家 4 类战略物质之一，食糖具有与粮食安全同等重要的特性。糖业是关系国计民生的基础性产业，国家及地方政府为促进我国制糖行业长期稳定发展，2017 年持续出台相关政策。

2017 年 3 月，国务院印发《国务院关于建立粮食生产功能区和重要农产品生产保护区的指导意见》（国发〔2017〕24 号），在划定重要农产品生产保护区方面提出目标：划定重要农产品生产保护区 2.38 亿亩（与粮食生产功能区重叠 8,000 万亩），其中以广西、云南为重点，划定糖料蔗生产保护区 1,500 万亩。6 月，农业部、国家发改委、财政部、工信部等部门联合制定《推进广西甘蔗生产全程机械化行动方案（2017-2020 年）》，把推进广西甘蔗生产机械化、支持广西糖业发展确立为国家战略，着力提高甘蔗机械化装备有效供给能力，改善甘蔗生产农机作业条件，探索建立甘蔗生产全程机械化技术体系和适合机械化生产的作业服务、加工贮运运行机制，提高甘蔗生产机械化水平和糖业竞争力，促进全国食糖安全水平有效提升。

2017 年，广西壮族自治区糖业发展办公室（简称“广西糖办”）和广西壮族自治区财政厅（简称“广西财政厅”）共同制定了《广西壮族自治区糖业发展专项资金管理办法》（桂糖〔2017〕157 号），根据该办法，“双高”基地建设补助资金采取因素法分配，按照相关县（市、区）工作任务、中央及自治区补助标

准等因素确定补助规模，补助标准为每亩 2,478 元，由县级包干使用；对良繁基地当年扩繁的夏植或秋植种茎给予补助，一级基地补助 1,760 元/亩，二三级基地补助 1400 元/亩；“双高”基地甘蔗良种补贴资金采取定额补助分配，自治区财政每亩补助 300 元，地方财政每亩补助 200 元等。2017 年 6 月，广西糖办和广西财政厅印发《广西壮族自治区糖业发展补助资金管理暂行办法》，糖业发展补助资金采取贷款贴息、直接补助、以奖代补等补助方式，对单一项目最高扶持额度原则上不超过 600 万元，单个项目的扶持最高比例不超过项目总投资的 50%，同一年度同一企业只能申请采用一种扶持方式。

关税政策方面，2016 年 9 月商务部发布 2016 年第 46 号公告，决定对进口食糖产品实施保障措施，自 2017 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日对关税配额外进口食糖征收保障措施关税。2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日，保障措施关税税率为 45%；2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日，税率为 40%；2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，税率为 35%。食糖进口配额管理的深化实施将从一定程度降低国外食糖对我国制糖行业的冲击。

由于食糖生产技术水平不高，行业内的竞争更多地体现在对糖料的争夺上，区域竞争的特点比较明显。该公司地处全国最大的食糖生产地区广西，根据中国糖业协会的统计，2016/2017 榨季公司产糖量为 53.40 万吨，占全国年产食糖量的 5.75%，位列全国第 6 位。

图表 7. 2016/2017 榨季我国制糖企业产糖量排名（单位：万吨）

序号	企业名称	产量	产量占全国总产量的比重
1	广西洋浦南华糖业集团股份有限公司	130.36	14.04%
2	光明集团	112.32	12.09%
3	广西南宁东亚糖业集团	91.20	9.82%
4	南宁糖业股份有限公司	78.99	8.50%
5	中粮屯河股份有限公司	56.74	6.11%
6	广西农垦糖业集团股份有限公司	53.40	5.75%
7	广东恒福糖业集团有限公司	49.84	5.37%
8	广西东糖投资有限公司	43.50	4.68%
9	广西永鑫华糖集团有限公司	35.75	3.85%
10	广东广垦糖业集团有限公司	29.01	3.12%
合计	--	928.78	73.33%

资料来源：Wind

B. 木薯加工行业

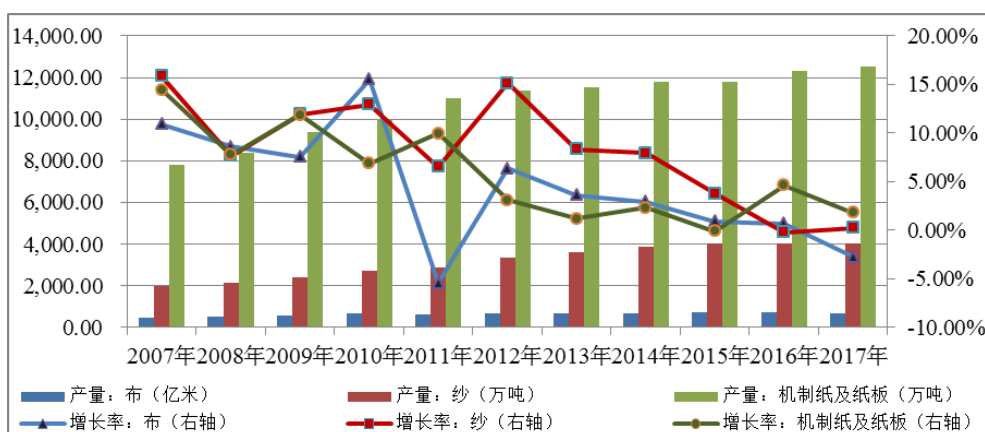
木薯加工产品主要包括淀粉及酒精。淀粉主要应用于造纸、纺织、食品行业。2015-2016 年受主要下游行业增长乏力影响，淀粉需求疲弱，价格低位运行，2017 年以来淀粉价格略有回暖；木薯酒精与淀粉价格波动具有较明显同向性，2017 年乙醇汽油等燃料需求对乙醇价格回暖形成一定支撑。

木薯加工行业主要产品为淀粉及其下游经过糖酵解生成的酒精。木薯淀粉

在食品工业中的应用主要有两大类：一是直接用作食品工业的原料；二是通过变性处理加工成变性淀粉。变性淀粉是根据具体用途将原淀粉进行酸化、氧化等处理形成的一种用途广泛的膨化剂、增稠剂以及添加剂材料，广泛用于造纸、纺织、食品、饲料、铸造、医药、建材、石油钻井、日用化工、铸造、工业废水处理等领域。木薯酒精主要可作为基础化工原料及燃料。

造纸业是变性淀粉用量最大的行业，变性淀粉作为主要的辅助原料，可以改善纸张的性质，增加纸的强度、光滑度、耐磨性、耐久性以及填料的保留率，使纸和纸板具有良好的物理性能和表面性能。变性淀粉在造纸上的用量约占造纸化学品总量的 70%，占变性淀粉市场约 70%，发达国家吨纸和纸板用量约 20 千克。从机制纸及纸板的产量方面看，自 2012 年起产量进入低速/零增长阶段，2014-2017 年产量分别为 11,785.80 万吨、11,774.10 万吨、12,319.22 万吨和 12,542.01 万吨，产量增长率分别为 2.36%、-0.10%、4.63%和 1.81%。

图表 8. 下游纺织及造纸行业主要产品产量及变化率情况



资料来源：Wind

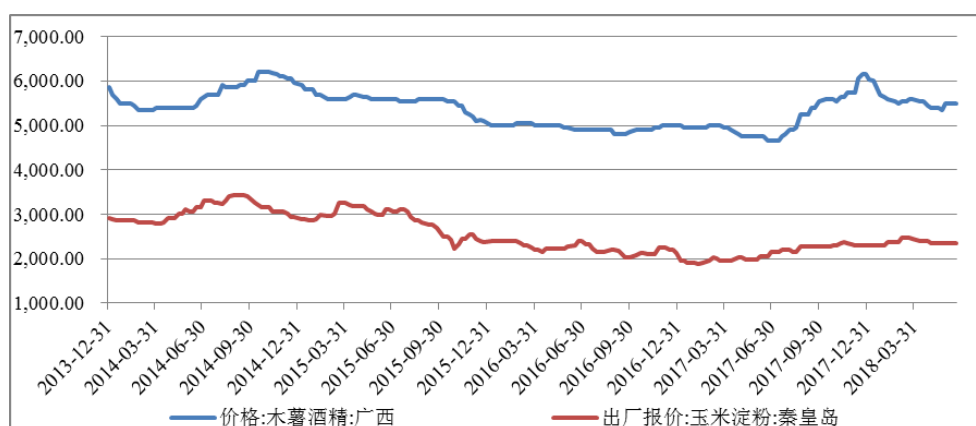
纺织业的变性淀粉用量也较大。变性淀粉用于经纱上浆、印染、精整加工及非织造布各复合制品，可获得平滑、硬挺、厚实、丰满等各种综合性感觉，使手感得到很大改善。以前我国在这方面主要用化学浆料，由于造成环境污染，逐渐被变性淀粉所取代。我国是纺织大国，每年浆料耗用量在 25 万吨以上，如达到美国对浆料规定的使用变性淀粉的比重为 69%的要求，我国纺织工业仅浆料一项每年就需要变性淀粉 17.5 万吨。近年来我国纺织品行业持续低迷，从布及纱的产量上看，2014 年以来增速持续放缓，布产量增速于 2017 年转负。

食品行业是另一个大量使用变性淀粉的行业。食品用变性淀粉是有较大发展前景的一类变性淀粉，其广泛应用于肉制品、调料、冷冻食品、方便面、糖果等产品中，起增稠、乳化、粘合和质构改良等作用。目前国内在食品方面使用变性淀粉量年约 10 万吨，而国内生产食品用变性淀粉能力不到 5 万吨，其余皆为进口。

价格表现方面，由于生产变性淀粉的原料主要有玉米、木薯和马铃薯，目前全球玉米淀粉产量约占淀粉总量的 80%，我国玉米淀粉产量占淀粉总产量的

90%以上，因此玉米淀粉的价格会主导淀粉市场的价格，玉米淀粉和木薯淀粉的价格走势趋同。以秦皇岛玉米淀粉出厂价为例，2015-2016 年受下游行业需求疲软影响，玉米淀粉价格持续下挫，从 2015 年初的约 2,800 元/吨跌至 2016 年末的约 2,000 元/吨，2017 年 2 月触底 1,900 元/吨随后价格有所回升，截至 2018 年 5 月末价格约为 2,400 元/吨左右。酒精系淀粉产业链下游产品，价格趋势大体与淀粉价格走势一致。根据 Wind 数据显示，广西木薯酒精价格从 2014 年末的 6,000 元/吨，降至 2017 年 2 月的 4,950 元/吨，6 月起价格进入快速上升通道，至 2017 年末价格升至 6,150 元/吨，乙醇主要应用乙醇汽油等燃料需求对淀粉与酒精价差走扩形成一定支撑。进入 2018 年乙醇价格有所回落，截至 2018 年 5 月末木薯酒精价格在 5,500 元/吨左右。

图表 9. 玉米淀粉价格及木薯酒精价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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

C. 畜牧行业

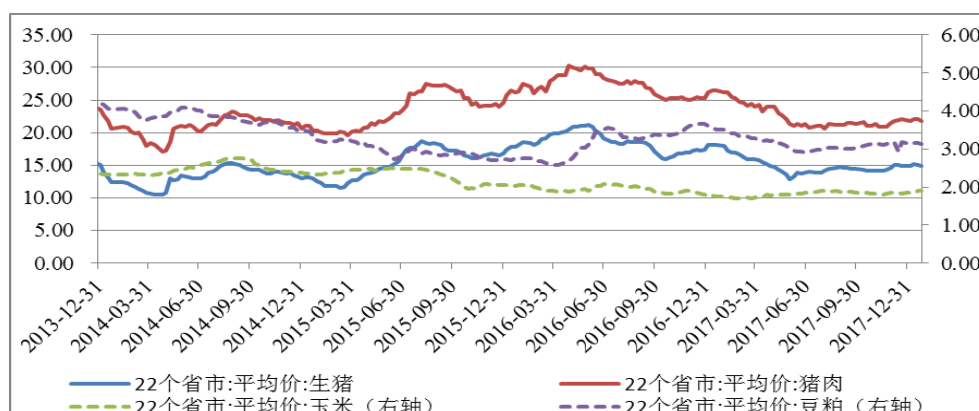
生猪供给持续收缩的背景下,2015 年 3 月以来我国生猪价格实现触底反弹,但 2016 年 6 月中旬起,随着养殖户补栏意愿增强,生猪供求关系得到改善,猪价有所回落。目前由于环保政策趋严及“禁养令”实施,中小养殖企业加速淘汰,规模化养殖企业集中度逐步提升,我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量保持在低位,预计猪价下降幅度有限。

猪肉消费系我国肉类消费的重点,猪肉年产量占肉类总产量比重接近 2/3。从生猪养殖情况看,能繁母猪(二元猪)的规模直接决定了生猪(商品猪、三元猪)的规模,且生猪养殖具有一定的周期性。一般(二元)出生仔猪需生长

8 个月左右成为能繁母猪，一头能繁母猪需经过 4.5-5 个月的妊娠期和哺乳期，生产 9-10 头（三元）仔猪，仔猪生长成生猪则需再经过 4-5 个月。正常来说，从初期（二元）仔猪到最终生猪，总共需经过 1.5 年。

由于生猪养殖具有周期性，所以生猪价格呈现较为明显的周期性波动。2015 年 3 月，在生猪供给持续收缩的背景下，我国生猪价格实现触底反弹，波动上涨延续至 2016 年 6 月，即从 2015 年 3 月中旬 11.60 元/公斤增长至 2016 年 6 月初 21.20 元/公斤。猪价大幅上涨导致养殖户补栏意愿持续增强，且由于前期因猪肉价格过高导致养殖户惜售，而屠宰企业下游需求下滑使得生猪收购量减少，2016 年 6 月中旬开始，生猪出栏量大幅增长，生猪价格明显下滑，8 月我国长江流域暴雨导致洪涝灾害发生，对相关地区养殖场造成较大损失，生猪价格有所回升但随后又呈现下滑态势，10 月末跌至 16.23 元/公斤。2016 年 11 月以来，受益于“元旦”、“春节”备货影响，猪价持续增长并于 2017 年 1 月恢复至 18.14 元/公斤，后因节日因素消退价格持续下降。2017 年 6 月起，因环保力度加大以及各地“禁养令”的逐步实施，猪价呈上涨态势，整体稳定在 15 元/公斤左右。截至 2017 年末，全国生猪存栏数为 34,153 万头，同比下降 6.80%，能繁母猪存栏量 3,424 万头，同比下降 6.40%，预计短期内生猪供应量将不会出现大幅增长，猪价整体保持稳定态势。

图表 10. 生猪、猪肉及主要饲料价格走势情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind

猪粮比是衡量生猪养殖效益情况的重要指标，在生猪养殖过程中，饲料成本占养猪成本的 60%以上。猪粮比是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值。2015 年第二季度以来，随着生猪价格的大幅增长，以及饲料价格的持续下滑，猪粮比呈增长态势，于 2015 年 6 月中旬恢复至盈利水平，随后继续上升并于 2016 年 6 月初达到 11.16: 1 的最高值，6 月中旬至 10 月，随着生猪价格持续下跌，猪粮比呈下降态势，2016 年 10 月猪粮比约为 9: 1。11 月以来，节日因素对猪价形成一定支撑，猪粮比持续增长，2017 年 1 月猪粮比达到 10.31。2017 年 2 月起，由于生猪价格持续下滑，猪粮比呈持续下降态势，但 6 月以来由于生猪价格的上涨，猪粮比有小幅反弹，猪粮比维持在 7.5-8.0。

我国生猪养殖以养殖散户为主，规模化养殖程度不高，目前我国年出栏 500

头以上生猪规模养殖比重为 44%，我国生猪养殖体系产业化程度低、市场集中度不高。相对于规模化养殖企业而言，养殖散户资金实力弱、技术落后、食品安全和环保问题难以得到保障，且由于进入和退出市场成本低，短时间内易对生猪养殖行业造成供需失衡。近年来，生猪价格持续低迷倒逼中小散户退出养殖，而环保、食品安全要求日益严格也加剧散户退出，产业链较为完整的大型生猪养殖企业市场份额逐步扩大。

2016 年 11 月国务院印发《“十三五”生态环境保护规划的通知》，把广东、福建、浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏这八个水网密集的省份规划为限养区，北京、上海、天津等特大城市也在约束发展的范围之内，提出在 2017 年底前关闭或搬迁禁养区畜禽养殖场。2017 年以来全国各地陆续划定禁养区，目前 10 多个省份已经启动（或准备启动）生猪禁养区划定，禁养区内养殖场的搬迁将影响 2,000 多万头生猪出栏量。2017 年 2 月，“2017 年中央一号文件”指出要稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。同月农业部印发《2017 年畜牧业工作要点》，其中指出要着力推进结构调整、推进绿色发展、提升产业竞争力、提升质量安全水平、提升行业精准管理水平、推进支撑保障体系建设。2017 年 6 月，《中华人民共和国水污染防治法》指出畜禽养殖场、养殖小区应当保障畜禽粪便、废水的综合利用或者无害化处理设施正常运转，防止污染环境；禁止在饮用水水源一级、二级保护区新建、改建与保护水源无关的项目，已建成的由政府部门责令拆出或关闭。此外，随着我国《环境保护法》的实施，各省防止污染条例纷纷出台，环保压力提升也加速生猪养殖行业集中度提升。

2. 业务运营

该公司业务较为多元，主营业务主要包括机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业及土地整理开发。公司依托自身土地资源，在原材料自给方面具有一定的竞争优势。近年来公司收入呈现一定波动，2017 年公司机制糖及畜牧业务收入下滑，但当年增加食糖贸易，使得收入保持增长。2015-2017 年公司营业毛利规模逐年扩大，但公司期间费用高企，对盈利侵蚀作用明显，经营性业务实现利润虽有所增长，但规模依然较小。盈利对政府补助及其他非经常性收益的依赖度高，因而盈利易受其变化产生波动。2017/2018 榨季进入食糖增产周期，新糖上市后糖价持续下滑，加之生猪价格持续回落，2018 年第一季度公司出现经营性亏损。

按照自治区政府的相关规划，2018 年将以该公司下属糖业集团为主体组建广糖集团，将通过“内强、入股、并购承租、资本运作”方式加快推进广西自治区糖业战略重组，公司未来还将有较大投资需求。

目前该公司已形成了以机制糖、木薯淀粉、畜牧水产、剑麻制品、亚热带水果、茶叶等六大支柱产业为主导的产业集团。公司主导产品具有较强的规模

优势，在广西乃至全国的细分市场中具有较强的竞争力。公司重点发展的机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业（具体包括农业、林业）和土地整理开发贡献了绝大部分收入和利润。

图表 1. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
机制糖业务	广西壮族自治区、山东、河南及东北三省，主要客户为国内知名食品饮料企业	规模/原料供应
木薯淀粉加工业务	全国，海外市场包括日本、韩国、荷兰、印尼、埃及、哥伦比亚、马来西亚、南非、新加坡、印度、越南等	规模/原料供应
畜牧业务	广西、广东、云南、湖南、河南	技术/规模
土地整理开发	南宁、柳州、北海、桂林等地	土地资源

资料来源：广西农垦

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 2. 公司主要产品及业务收入及毛利率变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
营业收入合计	106.35	98.98	106.44	21.79
其中：（1）机制糖	35.22	38.79	31.86	8.69
在营业收入中所占比重（%）	33.12	39.19	29.93	39.88
（2）淀粉	21.31	18.16	19.97	2.90
在营业收入中所占比重（%）	20.04	18.35	18.76	13.30
（3）酒精	2.55	1.26	2.88	0.09
在营业收入中所占比重（%）	2.39	1.27	2.71	0.39
（4）畜牧业务	12.91	15.35	11.81	2.30
在营业收入中所占比重（%）	12.14	15.51	11.10	10.55
（5）种植业务	10.15	7.73	6.40	2.74
在营业收入中所占比重（%）	9.55	7.81	6.01	12.59
（6）土地整理开发业务	10.87	3.56	2.87	-
在营业收入中所占比重（%）	10.22	3.60	2.70	-
（7）商业业务	1.09	1.11	19.60	3.25
在营业收入中所占比重（%）	1.03	1.13	18.41	14.90
毛利率（%）	16.90	18.59	18.57	10.28
其中：（1）机制糖（%）	12.64	14.05	18.47	9.55
（2）淀粉（%）	10.60	12.20	14.91	8.00
（3）酒精（%）	2.48	12.36	3.53	3.58
（4）畜牧业务（%）	6.94	18.47	21.11	12.75
（5）种植业务（%）	13.19	14.59	20.66	4.92
（6）土地整理开发业务（%）	50.38	53.50	54.23	-
（7）商业业务（%）	16.86	17.84	0.87	1.37

资料来源：广西农垦

注：表内种植业包含审计报告分类中的农业收入、林业收入及成品茶。

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 106.35 亿元、98.98 亿元和 106.44 亿元，呈现一定波动。具体来看，公司机制糖收入分别为 35.22 亿元、38.79 亿元和 31.86 亿元，占营业收入比重分别为 33.12%、39.19%和 29.93 %，对公司收入贡献最大；淀粉销售收入分别为 21.31 亿元、18.16 亿元和 19.97 亿元，

占营业收入比重维持在 20%左右；酒精系糖及淀粉下游产物，生产机动性较强，收入呈现一定波动；畜牧业收入分别为 12.91 亿元、15.35 亿元和 11.81 亿元，2016 年收入增长主要系猪肉价格上涨带动，2017 年因生猪价格下滑同时饲料外销减少，收入有所回落；种植业收入逐年下降，分别为 10.15 亿元、7.73 亿元和 6.40 亿元；2015 年起公司将产业园土地整理开发所获财政补贴核算为营业收入，2015-2017 年分别确认收入 10.87 亿元、3.56 亿元和 2.87 亿元，对营业收入形成有益补充；商业业务方面，2017 年因食糖贸易加大，商业业务收入同比大幅增长，占当年营业收入比重升至 18.41%。

2015-2017 年，该公司营业毛利逐年增长，分别为 17.97 亿元、18.40 亿元和 19.77 亿元。毛利构成方面，2017 年机制糖毛利润占比近 30%，贡献最大；淀粉和畜牧业次之，2017 年分别为 2.98 亿元和 2.49 亿元；近三年种植业毛利润较为稳定，分别为 1.34 亿元、1.13 亿元和 1.32 亿元；土地开发业务波动较大，近三年毛利润分别为 5.48 亿元、1.90 亿元和 1.56 亿元；2017 年公司商贸业务规模大幅提升，但毛利润并未同步提升。2015-2017 年，公司综合毛利率分别为 16.90%、18.59%和 18.57%。2017 年，在生猪价格下降下畜牧业务毛利率同比仍然增长，主要系毛利率低的饲料业务减少所致；同年，因糖贸增加，商业业务毛利率大幅下降。

2018 年 1-3 月，该公司实现营业收入 21.79 亿元，同比增长 39.40%，主要系机制糖销量增加。同期实现营业毛利 2.24 亿元，同比下降 37.37%，综合毛利率为 10.28%，同比下降 12.60 个百分点，主要系糖价及生猪价格下跌所致。

A. 机制糖业务

该公司机制糖业务由糖业集团负责经营。糖业集团拥有 10 家糖厂和 2 家酒精厂，截至 2017 年末具有 104.42 万吨机制糖和 15.00 万吨酒精年产能。根据中国糖业协会统计，按 2016/2017 榨季产糖量排名，糖业集团位列全国第六。

制糖业务成本构成中，原材料成本占比超过 80%，甘蔗系最主要原材料，其他辅料包括：硫磺及石灰（硫化糖及碳化糖生产工艺下用于蔗汁、糖浆的脱色），磷酸（主要系糖酵解所需原料）等，但用量均较小，对制糖业务成本影响有限。其他成本主要为动力成本，糖业集团下属糖厂均有自建供电设备，燃料煤价格波动情况下可通过调节蔗渣的掺烧比例，对成本进行控制。

我国对糖料蔗实施严格的区划管理，由糖料产区地级市人民政府负责辖区内各制糖企业糖料区的划定，划定蔗区内生产的甘蔗只能卖给指定的糖厂，不允许销售给其它糖厂，同时糖厂要按政府确定的价格收购完划定蔗区内的所有甘蔗。该公司采用“公司+基地+农户”的经营方式，截至 2018 年 3 月末，公司拥有蔗区面积 100 万亩，其中约 30 万亩的种植基地属农垦系统，为自有产权，原材料自给率达 30%，具有一定的原料供应优势；剩余糖料蔗由蔗区农户生产供应，公司与各农户签订种植合同，公司负责区内道路的维护，并给予区

内农户种苗、地膜、化肥、农药等方面的扶持²。得益于公司的扶持，2015-2017 年所属蔗区内甘蔗单产达到 5.00 吨/亩、5.50 吨/亩和 5.60 吨/亩，领先于蔗区外平均单产。

图表 3. 公司蔗区甘蔗种植经济指标情况

项目	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年 第一季度（末）
甘蔗种植面积（万亩）	97.50	86.60	90.00	97.00
蔗区甘蔗单产（吨/亩）	5.00	5.50	5.60	5.60
蔗区外甘蔗单产（吨/亩）	4.10	4.20	4.60	4.60
蔗区甘蔗出糖率（%）	11.87	11.41	12.29	11.97
蔗区甘蔗种植综合成本（元/吨）	380.00	400.00	420.00	420.00

资料来源：广西农垦

前期制糖行业持续低迷导致蔗农种植意愿下降，该公司蔗区糖料种植面积有所下滑，糖料蔗供应减少，2015-2017 年甘蔗采购量分别为 487.48 万吨、468.37 万吨和 419.94 万吨。2018 年第一季度，公司甘蔗采购量为 378.66 万吨。

甘蔗采购价格是由政府在每个榨季开始时统一确定收购底价，并按照《广西糖料蔗价款二次结算价格核定暂行办法》的规定，采购价格与一级白砂糖基准销售价格实行联动。当一级白砂糖销售平均价格超过基准销售价格时，糖料蔗收购价格相应增加；当一级白砂糖销售价格低于基准销售价格时，蔗价不再进行二次结算，各榨季二次蔗糖结算价格与白砂糖平均含税销售价格联动系数为 6%。现行规定下，若糖价下跌，蔗农利益能够得到一定保障，但制糖企业则将承担一定经营风险。

根据自治区物价局出具的《广西壮族自治区物价局关于榨季糖料蔗收购价格问题的紧急通知》，2014/2015 榨季、2015/2016 榨季、2016/2017 榨季及 2017/2018 榨季普通糖料蔗收购首付价分别为 400 元/吨、440 元/吨、480 元/吨和 500 元/吨³；对应一级白砂糖含税联动价格分别为 5,100 元/吨、5,967 元/吨、6,470 元/吨和 6,800 元/吨。为加大糖料蔗优良品种的推广力度，自治区持续实施糖料蔗优良品种加价政策⁴。2015-2017 年及 2018 年 1-3 月，糖业集团糖料蔗采购均价分别为 400 元/吨、450 元/吨、516.67 元/吨和 518.34 元/吨，呈现上涨趋势。

图表 4. 公司甘蔗采购情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
采购量（万吨）	487.48	468.37	419.94	378.66
采购均价（元/吨）	400.00	450.00	516.67	518.34

资料来源：广西农垦

受糖料蔗供应下降影响，2015-2017 年糖业集团分别产糖 78.17 万吨、63.74

² 在甘蔗收购时从收购价格中抵扣。

³ 2014/2015 榨季及 2015/2016 榨季广西自治区各市可根据行情在该基础上上下浮动 10 元/吨，其后执行全区统一糖料蔗收购首付价政策。

⁴ 优良品种收购价格实行加价，劣质淘汰品种收购价格实行减价。

万吨和 59.03 万吨，产能利用率从 89.73%降至 56.53%；2018 年第一季度产糖 46.46 万吨，产能利用率为 64.55%。制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定。目前食糖现货价格参照期货价格及柳州食糖批发市场报价决定，糖业集团销售定价与市场一致。2015-2017 年糖业集团机制糖销售均价从 5,109.00 元/吨增至 6,440.00 元/吨，机制糖减产周期下，价格呈现回暖趋势；2017/2018 榨季增产周期下糖价有所回落，2018 年第一季度销售均价降至 5994.00 元/吨，机制糖盈利空间受挤。

酒精系制糖业务产业链下游延伸产品，由食糖生产过程中的副产品糖蜜等原料经过发酵制得。2015-2017 年，糖业集团酒精产量分别为 3.45 万吨、2.20 万吨和 1.93 万吨，销售价格分别为 5,661 元/吨、5,218 元/吨和 4,890 元/吨。酒精价格下跌，而食糖价格回暖背景下，糖业集团机动调减酒精的产量。

图表 5. 公司机制糖业务主要产品产能及产销情况⁵

产品	项目	2015 年(末)	2016 年(末)	2017 年(末)	2018 年第一季度(末)
机制糖	产能(万吨)	87.12	102.35	104.42	104.42
	产量(万吨)	78.17	63.74	59.03	46.46
	其中:精制糖(万吨)	23.67	13.02	13.06	5.00
	产能利用率(%)	89.73	62.27	56.53	64.55
	销量(万吨)	78.07	59.30	55.00	15.05
	销售均价(元/吨)	5,109.00	5,933.00	6,440.00	5,994.00
	产销率(%)	99.87	93.03	93.18	32.40
酒精	产能(万吨)	15.00	15.00	15.00	15.00
	产量(吨)	3.45	2.20	1.93	0.72
	产能利用率(%)	23.03	14.69	12.87	19.20
	销量(吨)	3.19	2.31	2.11	1.23
	销售均价(元/吨)	5,661.00	5,218.00	4,890.00	5,390.00
	产销率(%)	92.32	105.00	109.33	170.83

资料来源：广西农垦

产品销售方面，糖业集团所产机制糖主要销往广西壮族自治区内、山东、河南以及东北三省，合计占比 50%以上，下游主要客户为国内知名食品饮料企业。糖业集团主要采取集团统一销售，部分产品由代理商销售的营销模式。食糖销售一般采取款到发货的结算方式。

整体看，2014/2015-2016/2017 榨季制糖业处于减产周期，食糖价格呈回暖态势，公司减产酒精保证食糖产销，该业务整体盈利能力有所上升；2017/2018 榨季进入增产周期，新糖上市后糖价下跌，盈利空间受挤，2018 年第一季度机制糖业务毛利率明显下降。公司依托自身资源可以实现约 30%糖料蔗自给，较其他制糖企业具有一定原料供应优势。

B. 木薯加工业务

该公司木薯加工业务主要由明阳生化负责经营。早期明阳生化通过兼并收购、国外新建生产基地等方式扩大经营规模，目前已成为国内最大的木薯变性

⁵ 表中产能为年化数值。

淀粉生产企业。近年来产能保持稳定，截至 2017 年末明阳生化具备 45.00 万吨木薯淀粉和 10.00 万吨酒精的年生产能力。

明阳生化木薯加工原料主要采自广西及越南。目前广西是我国最大的木薯生产基地，年种植面积 400 万亩左右，产鲜薯 370 万吨以上，木薯种植面积和产量占全国 70%以上，因此明阳生化木薯加工业务具有贴近原料产地的地域优势。另外，明阳生化还与越南、柬埔寨、老挝等东南亚木薯生产大国合作，发展国外原料基地，进一步提升了原料供应保障性。由于鲜木薯保质期较短，国内主要采自广西地区农户，木薯干片和原淀粉主要采自海外（含边境贸易）。明阳生化原淀粉采购量大主要因从事原粉贸易所致。采购模式主要为中间商采购，供应商一般给予公司 3 个月的信用账期。

图表 6. 公司木薯加工业务原材料采购情况

原料	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
木薯	采购量（万吨）	2.11	3.30	0.37	--
	采购均价（元/吨）	502.02	485.65	686.10	--
木薯干片	采购量（万吨）	2.44	--	0.86	--
	采购均价（元/吨）	1,692.14	--	1,310.52	--
原淀粉	采购量（万吨）	59.63	77.00	63.67	9.84
	采购均价（元/吨）	3,177.46	2,646.68	2,790.61	3,426.27

资料来源：广西农垦

原材料自给方面，该公司利用土地资源的优势，调整了部分农场的种植作物改种木薯，目前已完成 2,000 亩木薯双高基地的建设，引进木薯的优良品种进行示范种植推广。2015-2017 年，木薯产量分别为 0.59 万吨、0.60 万吨和 0.62 万吨，可以满足一部分原料需求。

2015-2017 年，明阳生化原淀粉产量分别为 0.37 万吨、0.27 万吨和 0.08 万吨；同期变性淀粉产量分别为 15.19 万吨、13.49 万吨和 15.41 万吨。2017 年淀粉产量虽有所增长，但在下游需求疲软的情况下，公司淀粉产能开工依然不足。2018 年 1-3 月，公司原淀粉及变性淀粉产量分别为 0.25 万吨和 3.56 万吨，产能利用率为 33.87%。因进行原粉贸易，明阳生化原淀粉销量大幅高于产量。明阳生化同时涉足木薯淀粉产业链下游木薯酒精的生产，主要原料为木薯淀粉加工过程中产生的薯渣等废料，产品可分为食用酒精和工业酒精，其中工业酒精占比约为 60%。木薯酒精与淀粉开工率同向性较强，当前产能利用率亦很低。销售定价方面，明阳生化主要根据市场价格同时参考客户规模，对于长期合作且用量较大的客户，给予 2%-5% 的折扣。2017 年木薯原淀粉及酒精价格有所回升，变性淀粉价格有所下降。

图表 7. 公司木薯加工业务主要产品产销情况

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
木薯淀粉	原淀粉产量（万吨）	0.37	0.27	0.08	0.25
	原淀粉销量（万吨）	53.81	57.53	54.22	5.82
	原淀粉销售均价（元/吨）	3,554.58	3,101.53	3,280.83	3,753.29
	变性淀粉产量（万吨）	15.19	13.49	15.41	3.56

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
	变性淀粉销量（万吨）	16.29	10.99	16.99	3.21
	变性淀粉销售均价（元/吨）	3,961.70	3,851.87	3,677.01	3,671.80
	产能利用率	34.58%	30.57%	34.42%	33.87%
酒精	产量（万吨）	0.93	0.13	0.29	--
	销量（万吨）	1.08	0.38	0.19	0.06
	销售均价（元/吨）	4,797.80	4,153.44	4,550.97	4,561.49
	产能利用率	6.20%	0.83%	1.91%	--

资料来源：广西农垦

2014 年以来，针对变性淀粉下游造纸行业不景气的情况，明阳生化逐步调整产品结构，提高食品用淀粉占比，目前食用淀粉占比近 5 成。另外，针对目前开工率低的情况，明阳生化拟加大东南亚海外产能的利用率，凭借当地丰富的木薯原料资源，降低采购成本，提高木薯加工业务的盈利能力。

明阳生化木薯淀粉的销售模式主要包括直销和代理模式，其中直销模式销量约占总销量的三分之二。明阳生化一般给予客户 3 个月的信用账期，销售结算方式包括银行承兑汇票、现汇、国内信用证等。

整体看，该公司木薯加工业务具有很强的规模优势，但受下游需求疲弱影响，产能开工率不足。公司贴近木薯产地，同时在海外拥有仓储基地，原料供应保障性较强。

C. 畜牧业务

该公司畜牧业务主要由畜牧集团经营。畜牧集团是以瘦肉型生猪繁育、饲养为主的专业集团，拥有华南地区最大的原种猪繁育基地，是广西最大、技术水平最高的规模化养殖企业，生猪养殖各项经济技术指标名列广西第一。畜牧集团业务经营模式是以种猪为核心，生猪养殖为依托，饲料生产全面经营的全产业链经营模式。

生猪养殖方面，畜牧集团采取“公司+农户”的模式。该模式下，畜牧集团与农户签订协议，将生猪交由农户养殖育肥，畜牧集团派遣专业技术人员进行技术督导及监控，并提供饲料、兽药等支持，农户自行承担养殖棚建设及水、电等费用，生猪出栏按照约定给予提成。该模式有利于降低养殖密度，减少生猪病死率，分散养殖风险。

2015-2017 年及 2018 年 1-3 月，畜牧集团生猪养殖规模分别为 88.92 万头、98.69 万头、106.13 万头和 60.84 万头，农户养殖量占比约 30%。

图表 8. 公司生猪养殖规模情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
生猪养殖量（万头）	88.92	98.69	106.13	60.84
其中：公司	56.90	60.61	74.50	69.97
农户	32.02	38.08	31.63	9.13

资料来源：广西农垦

生猪养殖成本主要体现在饲料上。饲料原料的采购由畜牧集团进行统一招标，通过规模化采购减弱大宗农产品原料价格波动带来的影响。以蛋白饲料豆粕为例，2015-2017 年采购均价分别为 3,015 元/吨、3,020 元/吨和 3,076 元/吨，成本因素相对稳定。除豆粕采购一般需预付外，其他原料供应商通常给予 1-2 个月的信用账期。

2015-2017 年，畜牧集团种猪出栏量分别为 3.17 万头、5.39 万头和 4.17 万头；肉猪出栏量分别为 49.98 万头、63.92 万头和 64.42 万头，2015 年出栏量减少主要系受疫情影响。销售均价方面，2015-2017 年公司种猪价格分别为 26.19 元/千克、35.61 元/千克和 38.45 元/千克，肉猪价格分别为 15.39 元/千克、21.38 元/千克和 14.81 元/千克，生猪供给收缩背景下，2016 年价格反弹明显，2017 年肉猪价格回落，但种猪价格仍坚挺。2018 年 1-3 月，畜牧集团种猪及肉猪分别出栏 1.06 万只和 10.87 万只，肉猪价格持续回落至 12.95 元/千克，种猪价格回落至 31.38 元/千克，受此影响当期畜牧业务毛利率明显下滑。

图表 9. 公司肉猪及种猪存栏、出栏及销售均价情况

品种	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
种猪	存栏量（万头）	3.57	3.19	4.02	4.22
	出栏量（万头）	3.17	5.39	4.17	1.06
	销售均价（元/千克）	26.19	35.61	38.45	31.38
肉猪	存栏量（万头）	27.25	23.98	22.16	24.77
	出栏量（万头）	49.98	63.92	64.42	16.40
	销售均价（元/千克）	15.39	21.38	14.81	12.95

资料来源：广西农垦

畜牧集团主要采用“随行就市，顺价销售”的模式，通过利用招投标、直销和出口等其他销售渠道，实现了高于同行业平均水平的销售单价。结算方式主要为款到发货。

整体看，该公司畜牧业务具有较强的规模优势和技术优势。近年来公司生猪养殖规模逐年扩大。2016 年得益于生猪价格上涨，畜牧业务收入及毛利润同比大幅增长；2017 年出栏量大体维持，但生猪价格下滑，收入及毛利润有所回落；2018 年第一季度生猪价格持续下跌以致公司畜牧业务毛利率明显下滑。

D. 种植业务

该公司凭借土地资源的优势，开展种植业务，经营模式主要为承包（即由农场职工自行经营种植，并向公司缴纳租金），少部分由农场自营。公司种植业务可以为集团所属主要产业板块原料提供一定保障，并可对公司收入及盈利形成一定补充。

该公司种植作物品种主要包括甘蔗、水果、剑麻、茶青、橡胶等经济作物及林木。2015-2017 年及 2018 年 3 月末，公司经济作物及林木种植面积合计分别为 125.47 万亩、126.44 万亩、127.26 万亩和 123.90 万亩，保持相对稳定。整体看该业务具有一定规模性、品种的长期性和经营的稳定性。

图表 10. 公司经济作物及林木种植面积情况（单位：万亩）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月末
甘蔗	33.26	32.40	32.57	30.96
水果	15.31	16.76	17.85	16.34
剑麻	5.00	5.06	4.90	4.73
茶青	0.88	0.90	0.92	0.85
橡胶	3.71	3.71	3.26	3.26
林木	67.31	67.61	67.76	67.76
合计	125.47	126.44	127.26	123.90

资料来源：广西农垦

E. 土地整理开发业务

该公司的土地整理开发业务旨在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。公司主要负责园区土地开发整理和基础设施建设，园区建成后负责园区的运营。开发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。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”。

该业务的盈利来源主要包括三方面：一是土地进行开发整理，获得土地出让金返还；二是通过招商引资让企业入驻农垦园区，企业缴纳税收后公司按比例分享；三是园区管理和标准厂房出租。公司土地整理开发收入分两次获得，首先系挂牌时即返还土地整理开发成本，之后待出让金到位后由区财政返还增值部分作为开发整理利润。土地出让金及税收返还还会因政府机构流程⁶而有所延缓。企业纳税税收由企业所在征管地、自治区本级、自治区农垦局按比例分享，其中：企业所在征管地分享 30%、自治区本级分享 20%、自治区农垦局分享 50%，自治区农垦局全额返还给公司。

图表 11. 公司重点园区项目开发成本及出让金返还情况（单位：亿元）

园区名称	位置	规划面积	累计投资额	土地开发成本	已取得土地出让金返还	未到账土地出让金
明阳工业区	南宁吴圩国际机场广西国有明阳农场	规划面积约40平方公里，一期启动面积20.16平方公里	19.70	8.38	10.59	1.46
新兴工业园	柳江县	26.21平方公里	5.02	5.04	5.27	0.60
北部湾园区	北海市	7.97平方公里	4.15	2.80	1.04	--
良丰产业园区	桂林市雁山区良丰农场	10.00平方公里	1.95	1.45	1.32	--
西江产业园区	贵港市西郊	37.02平方公里	2.53	1.72	1.82	--
合计	--	--	33.35	19.39	20.04	2.06

资料来源：广西农垦（截至 2017 年末）

近年来，该公司重点园区开发项目包括明阳工业区、新兴工业园、北部湾园区、良丰工业园区和西江产业园区等。截至 2017 年末，上述项目共累计投

⁶土地出让金返还流程：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，农垦局全额返还给公司。

资 33.35 亿元，土地开发成本 19.39 亿元，已取得土地出让金 20.04 亿元，尚有 2.06 亿元土地出让金未获得。

2015-2017 年，该公司收到的财政（税收）返还⁷分别为 3.00 亿元、2.28 亿元和 2.02 亿元；公司获得的国有土地出让金返还金额 10.06 亿元、3.56 亿元和 2.53 亿元；由于园区厂房仍在建设中，尚未产生管理费和出租收入。2015 年 9 月该公司取得一级土地开发整理业务资格，当月起公司土地出让金纳入“营业收入”科目核算，2016 年获土地出让金分成收入 3.56 亿元，毛利润 1.90 亿元；2017 年土地整理开发收入 2.87 亿元，毛利润 1.56 亿元。由于按年末统一结转土地整理开发收入，因此 2018 年 1-3 月暂无结转。

F. 已建成投产的海外项目情况

该公司建成运营的海外投资项目有 3 个，具体情况如下：（1）俄罗斯诺夫哥罗德农产品加工及物流中心项目（由二级子公司俄罗斯十万大山加工物流中心有限公司运营），项目占地面积 17.6 万平方米，总投资 2,585 万美元，项目于 2009 年初建成，主要为国内企业和中国产品开拓俄罗斯市场提供仓储、清关、分装、配送等服务；（2）广西农垦-印尼经贸合作区建设项目（由二级子公司中国印尼经贸合作区有限公司运营），规划占地 3,300 亩，实际投资 11,740 万美元，已于 2014 年 9 月完工；（3）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，实际投资 6,800 万美元，已于 2015 年 3 月竣工投产。前两者主要通过收取租金、服务费等实现资金回笼（计入“商业业务收入”），近年来业务开展相对平稳；受下游行业景气度低迷影响，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当前产能开工不足。

图表 12. 公司海外商业项目近年来实现收入情况（单位：万元）

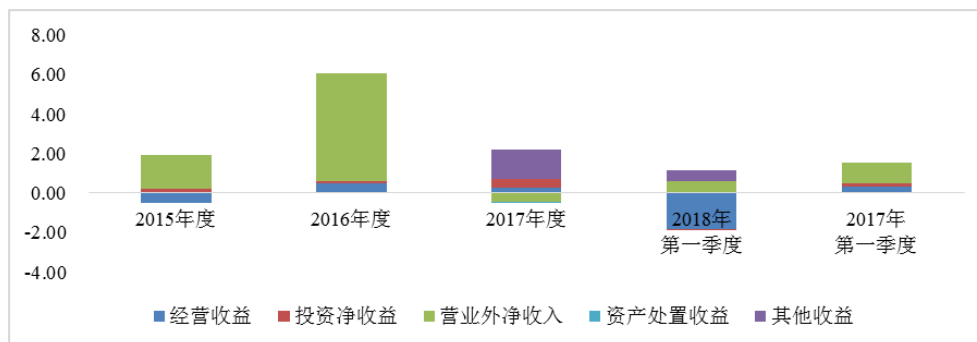
名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
俄罗斯诺夫哥罗德项目	245.70	235.60	270.09	41.98
印尼经贸区项目	8,304.83	1,295.43	8,275.00	1,892.27
合计	8,550.53	1,531.03	8,545.09	1,934.3

资料来源：广西农垦

⁷ 计入“递延收益”科目

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构



资料来源：根据广西农垦所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017 年，该公司主营业务产品尤其是机制糖价格回升，受此拉动公司营业毛利规模持续增长，分别为 17.97 亿元、18.40 亿元和 19.77 亿元；综合毛利率分别为 16.90%、18.59%和 18.57%。公司期间费用规模较大，2015-2017 年分别为 15.88 亿元、17.06 亿元和 18.24 亿元，期间费用率分别为 14.93%、17.23%和 17.14%，对盈利形成明显侵蚀。近三年公司销售费用及管理费用变化相对较小，期间费用增量主要来源于财务费用，随着公司刚性债务规模的增长，财务费用从 2015 年的 5.66 亿元升至 2017 年的 7.55 亿元。2015-2017 年，公司税金及附加分别为 0.45 亿元、0.61 亿元和 0.57 亿元；同期确认资产减值损失金额分别为 2.13 亿元、0.23 亿元和 0.69 亿元，2015 年金额较大主要系确认应收广西浩丰糖业有限公司款项（纳入“其他应收款”核算）坏账损失所致。2015-2017 年，公司经营收益分别为-0.49 亿元、0.51 亿元和 0.27 亿元，主营业务盈利能力较弱。

2018 年第一季度，主要因机制糖及畜牧业务盈利能力下降，该公司营业毛利同比下降 37.37%至 2.24 亿元；期间费用合计 4.01 亿元，同比增长 28.06%；经营收益为-1.80 亿元，同比减少 2.15 亿元，出现经营性亏损。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入（亿元）	106.35	98.98	106.44	21.79	15.63
营业毛利（亿元）	17.97	18.40	19.77	2.24	3.58
期间费用率（%）	14.93	17.23	17.14	18.42	20.05
其中：财务费用率（%）	5.32	6.77	7.09	4.93	4.89
全年利息支出总额（亿元）	5.34	6.73	7.87	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	--	0.03	0.08	--	--

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

该公司盈利水平主要依赖于投资净收益、营业外净收入及其他收益等的补充。2015-2017 年公司投资净收益分别为 0.21 亿元、0.08 亿元和 0.45 亿元。同

期公司获得营业外收入分别为 4.33 亿元、8.97 亿元和 2.78 亿元，其中政府补助分别为 2.28 亿元、3.13 亿元和 2.20 亿元⁸，2016 年营业外收入大幅增加主要系获得 4.22 亿元重组利得的影响⁹。公司营业外支出主要系农场承担的修桥补路、农田水利、农村事务等农场承担的社会职能支出，扣除营业外支出后，2015-2017 年公司营业外净收入分别为 1.73 亿元、5.49 亿元和-0.46 亿元。在投资净收益和政府补助的补充下，2015-2017 年公司分别实现利润总额 1.47 亿元、6.08 亿元和 1.73 亿元；同期净利润分别为 2.24 亿元、5.45 亿元和 1.43 亿元；总资产报酬率分别为 2.18%、3.95%和 2.72%；净资产收益率分别为 2.62%、6.21%和 1.45%。

2018 年第一季度，该公司实现投资净收益-0.02 亿元；营业外净收入为 0.61 亿元，其他收益为 0.56 亿元，但无法完全弥补主业经营性亏损，当期公司净利润为-0.66 亿元，同比减少 143.00%。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.21	0.08	0.45	-0.02	0.13
营业外净收入（亿元）	1.73	5.49	-0.46	0.61	1.06
营业外收入（亿元）	4.33	8.97	2.78	1.13	1.38
其中：政府补助（亿元）	2.28	3.13	2.20	0.93	1.38
债务重组利得（亿元）	--	4.22	--	--	--
营业外支出（亿元）	2.60	3.47	3.24	0.52	0.32
其中：社会性支出（亿元）	1.70	2.88	3.15	--	--
其他收益（亿元）	--	--	1.51	0.56	--
公允价值变动损益（亿元）	0.02	-0.004	0.001	0.01	--

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

截至 2017 年末，该公司在建项目较多，主要包括 A 区标准厂房项目、永新五期投资、明阳住房项目、场部新城区 A 区工程及 5 万头高档肉牛养殖及深加工项目等，上述项目预计总投资 13.30 亿元，截至 2017 年已累计投资 5.86 亿元，2018 年和 2019 年分别拟投资 1.36 亿元和 0.30 亿元。另外公司拟投资柬埔寨马德旺省年产 30 万吨木薯淀粉项目和柬埔寨年产 30 万吨燃料乙醇等项目，预计投资总额为 2.40 亿美元，目前项目还处于考察阶段。

⁸ 2017 年部分与经营相关的政府补贴调整至“其他收益核算”，金额为 1.51 亿元。

⁹ 公司早期因承担部分社会职能，累计较多历史债务。2016 年 9 月 29 日中国农业银行广西区分行与公司及辖属单位签订了《债务减免协议》（桂农银减债字(2016)第 001 号），债权人为中国农业银行广西区分行，债务人为本公司辖属单位，担保人和实际还款人为本公司。债务本金 46,463.38 万元及相应利息 8,191.76 万元，约定由公司（实际还款人）支付 12,466.40 万元及 33.6 万元诉讼执行费后，中国农业银行广西区分行一次性减免上述本息，该款项已支付完毕。

图表 16. 截至 2017 年 9 月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目	概算总投资额	已累计投资	未来计划投资额	
			2018年	2019年
主要在建项目合计	13.30	5.86	1.36	0.30
A 区标准厂房项目	2.03	1.76	0.05	--
永新五期投资	2.54	1.74	0.25	0.10
明阳住房项目	2.36	1.25	0.80	--
场部新城区 A 区工程	3.01	0.90	0.06	--
5 万头高档肉牛养殖及深加工项目	3.36	0.22	0.20	0.20
拟建项目合计	2.40 亿美元	--	--	--
柬埔寨马德旺省年产30万吨木薯淀粉项目	1.20亿美元	--	--	--
柬埔寨年产30万吨燃料乙醇等项目	1.20亿美元	--	--	--

资料来源：广西农垦

除在建项目投资外，2018 年该公司共有 5 个资本金投资计划。根据广西壮族自治区人民政府相关文件，拟以糖业集团为主体成立广西糖业集团有限公司（暂定名，简称“广糖集团”），公司以 3.00 亿元人民币、糖业集团全部股份及部分土地作价入股，占广糖集团 54% 的股份。除此之外，公司拟现金出资 3.46 亿元成立综合地产公司；出资 2.00 亿元成立广西国有基金；出资 1.50 亿元成立十万大山公司；出资 1000 万元成立北部湾保险公司¹⁰。广糖集团成立后，将通过“内强、入股、并购承租、资本运作”方式，加快推进广西糖业战略重组，推动自治区内国有及国有控股糖业企业整合重组，通过设立糖业产业基金，对自治区内优质糖业企业进行收购等，未来还将有较大投资需求。根据公司大致测算，2018 年 4-12 月、2019 年及 2020 年资本性支出金额分别为 26.72 亿元、30.00 亿元和 30.00 亿元；同期公司业务性营运资金净需求分别为 50.00 亿元、65.00 亿元和 80.00 亿元；公司将通过外部融资满足营运资金及投资性资金需求，其中权益类融资额分别为 15.63 亿元、15.00 亿元和 15.00 亿元，计划主要以永续债的发行满足。

图表 17. 公司未来投融资安排情况（单位：亿元）

项目	2018 年 4-12 月	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	26.72	30.00	30.00
营运资金需求（亿元）	50.00	65.00	80.00
融资安排（亿元）	76.72	95.00	110.00
其中：权益类融资（亿元）	15.63	15.00	15.00
债务类融资（亿元）	61.09	80.00	95.00

资料来源：广西农垦

管理

跟踪期内，该公司产权结构、治理结构、内部管理制度等未发生重大变化，

¹⁰ 以上拟出资建立的公司名称均为暂定名。

人事方面发生一定变动。公司关联交易涉及金额不大，但存在较大规模关联方资金占用的情况，需关注相关方业务开展情况及款项的回收。

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，仍为广西壮族自治区政府出资组建并由广西自治区农垦局代表自治区政府履行出资人职责的国有独资企业，实际控制人为广西壮族自治区政府，产权结构详见附录一。公司治理结构、内部管理制度未发生重大变化。组织结构详见附录二。人事方面，2017年6月自治区政府免去原董事长刘刚先生职务，由甘承会先生接任董事长职务，公司认为上述高管人员变动属于正常人事变动。由于原董事会成员退休及调离，截至2017年9月末公司董事会成员为2人，与公司章程规定不符。2018年1月24日公司发布《广西农垦集团有限责任公司关于总经理及董事发生变动的公告》（简称“《变动公告》”），对董事会成员进行变更及增聘，目前公司董事会共5人，符合《公司法》、公司章程及其他有关规定规范。根据《变动公告》，目前公司董事长为甘承会先生，总经理变更为谭良良先生。

关联交易方面，根据审计报告所载，截至2017年末公司因销售产生的关联交易金额为1.25亿元，金额相对较小，对公司经营及财务不构成重大影响。同期末公司应收关联方款项（包括应收账款和其他应收款）规模较大，合计金额为14.67亿元，其中应收广西农垦集团天成纸业有限公司（简称“天成纸业”）和广西农垦集团华成纸业有限公司两者款项合计14.38亿元。鉴于上述两公司经营困难，公司存在一定的款项回收风险。

根据该公司提供的2018年5月30日《企业信用报告》，公司本部跟踪期内无银行借款违约及欠息情况发生。经查国家企业信用信息公示系统，跟踪期内公司本部及主要子公司糖业集团、畜牧集团、明阳生化不存在重大行政处罚情况；糖业集团于2017年7月7日因未按照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示年度报告被列入经营异常名录，随后其进行了补报及公示，于2017年10月12日移出经营异常名录，畜牧集团及明阳生化未被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

财务

2015年以来该公司负债规模持续上升；得益于经营积累以及2017年永续债的发行，资产负债率有所下降但仍处于偏高水平。公司负债以刚性债务为主，近年来期限结构虽有所优化，但依旧偏向于短期，存在一定债务循环压力。2017年公司进行了较大规模食糖贸易，当年经营性现金流弱化。公司资产以固定资产、无形资产等非流动资产为主，流动性偏弱；但货币资金较为充足，可对债务偿付形成一定保障。公司正在进行土地资产的清产核资，未来重新评估入账后将显著提升公司资本实力，可一定程度上提升公司的整体抗风险能力。

1. 数据与调整

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）¹¹对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，2015 年及 2017 年出具了标准无保留意见审计报告；2016 年出具了带强调事项段的无保留意见审计报告¹²。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

2015-2017 年，公司未发生重大重组等事项，合并范围亦未发生变化。目前下设经营实体数量较多，截至 2017 年末公司纳入合并、汇总范围的二级单位主要为糖业集团（下属子公司 17 家）、剑麻集团（下属子公司 3 家）、畜牧集团（下属子公司 8 家）、广西农垦茶业集团有限公司（下属子公司 7 家）、广西农垦十万大山天然食品有限公司（下属子公司 4 个）、农业企业 51 家、直属工业企业 6 家、商贸及服务企业单位 21 家、园区企业 7 家、设计院 1 个。其中合并二级子公司（以集团本部为一级）26 家，汇总企业 65 家。

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《关于广西农垦集团有限责任公司 2016 年度报表年初数会计差错更正的专项说明》。2017 年 4 月 28 日，公司发布《广西农垦集团有限责任公司关于 2016 年年度报表年初会计差错的公告》，对上述会计差错进行差错调整，调整了期初金额。本评级报告 2015 年财务数据使用 2016 年审计报告期初数（上年数）。

该公司将规模为 15 亿元、期限为 3+N 年的 17 农垦 MTN001 计入其他权益工具科目，本评级报告未将其列入刚性债务统计，但于相关部分分析中披露了调整后的影响。

¹¹ 中审华会计师事务所（特殊普通合伙）曾用名为中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）

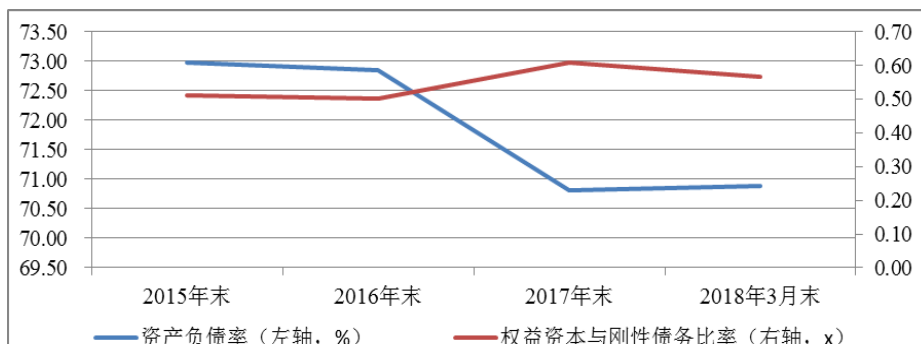
¹² 强调事项具体如下：根据广西壮族自治区国资委《关于对<自治区农垦局（农垦集团）关于开展农垦系统内国有资产清产核资工作的请示>有关意见的函》（桂国资函[2016]374 号），该公司于 2016 年 11 月开展清产核资工作，清产核资基准日为 2015 年 12 月 31 日，至审计报告出具日清产核资工作尚在进行中。根据《关于印发清产核资工作问题解答（一）的通知》（国资厅评价【2003】53 号）的规定，企业在清产核资中清查出的资产损失，在国资委没有批准之前不能自行进行账务处理。本段内容不影响已发表的审计意见。

截至 2017 年末清产核资工作尚未结束，但 2017 年度审计报告按新的审计准则出具，按中审华会计师事务所（特殊普通合伙）总所复核意见，认为按照新的审计准则的相关条款，该事项不属于出具无保留意见规定的强调事项，因此 2017 年出具标准无保留意见审计报告。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据广西农垦所提供数据绘制。

近年来该公司负债规模持续扩张，2015-2017 年末分别为 229.29 亿元、242.76 亿元和 259.02 亿元。公司负债经营水平偏高，2015-2017 年末资产负债率分别为 72.97%、72.85%和 70.80 %，若将 2017 年发行的永续债即 17 农垦 MTN001 纳入债务核算，公司调整后的资产负债率为 74.88%。

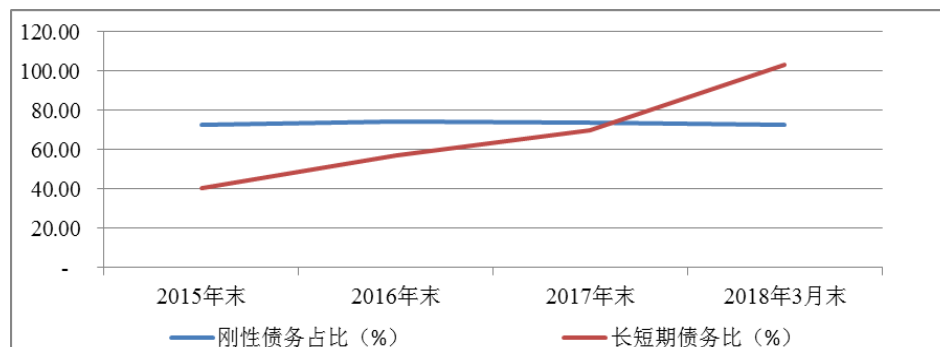
2015-2017 年，该公司维持盈利状态，净利润分别为 2.24 亿元、5.45 亿元和 1.43 亿元。2015 年公司派发上年股利 0.17 亿元，2016-2017 年末分红。2015-2017 年末公司未分配利润分别为-14.87 亿元、-9.94 亿元和-9.06 亿元，相应增长；同期末所有者权益分别为 84.93 亿元、90.48 亿元和 106.81 亿元，2017 年增长较大，除部分盈利积累外主要系“17 农垦 MTN001”的发行。

2015-2017 年末，该公司权益对刚性债务比率分别为 0.51、0.50 和 0.61，若将永续债纳入刚性债务核算，2017 年末实际权益对刚性债务比率为 0.45。权益资本对刚性债务的覆盖能力较弱。

2018 年 3 月末，该公司负债总额为 258.27 亿元，资产负债率为 70.88%，权益资本与刚性债务比率为 0.57。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务（亿元）	166.32	179.96	190.62	187.09
应付账款（亿元）	12.35	7.92	9.24	10.94
其他应付款（亿元）	21.47	13.31	15.71	15.43
专项应付款（亿元）	8.10	12.02	10.37	12.81
递延收益（亿元）	14.43	21.03	23.86	23.50
刚性债务占比（%）	72.54	74.13	73.59	72.44
应付账款占比（%）	5.39	3.26	3.57	4.24
其他应付款占比（%）	9.36	5.48	6.06	5.97
专项应付款（%）	3.53	4.95	4.00	4.96
递延收益（%）	6.29	8.66	9.21	9.10

资料来源：根据广西农垦所提供数据绘制，表中占比指占当期末负债总额的比重。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2015 年以来占比超过 70%；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、其他应付款、专项应付款和递延收益构成。应付账款主要系应付甘蔗、淀粉等货款，2015-2017 年末分别为 12.35 亿元、7.92 亿元和 9.24 亿元，账龄集中于 2 年以内。其他应付款主要包括往来款、安置款及职工建房款等，同期末分别为 21.47 亿元、13.31 亿元和 15.71 亿元，债权人相对分散，2017 年应付前五名债权人款项合计占比为 19.99%。2015-2017 年末，专项应付款分别为 8.10 亿元、12.02 亿元和 10.37 亿元，2016 年增长较大主要系九曲湾汽车城专项土地收入入账所致。同期末递延收益分别为 14.43 亿元、21.03 亿元和 23.86 亿元，主要系收到道路建设与维修工程、“双高一优”项目、现代农业发展生产资金等各项补贴。

从债务期限结构来看，2015 年以来公司债务期限结构逐渐延长，2015-2017 年末公司长短期债务比分别为 40.72%、57.17%和 69.89%，主要系应付债券的增长所致。

2018 年 3 月末，该公司刚性债务较年初减少 3.53 亿元，其余负债科目变化不大；长短期债务比为 103.14%，主要系公司将所发行的短期融资券 18 农垦 SCP001 和 18 农垦 SCP002 纳入“应付债券”科目列示，若将上述短期债券调整至流动负债，当期末长短期债务比为 75.53%，仍较年初略有上升。

（3）刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	123.32	126.41	119.69	93.10
其中：短期借款	56.74	50.83	73.36	69.22
一年内到期非流动负债	0.01	40.15	10.43	--
应付（超）短期融资券	60.00	30.00	30.00	20.00
应付票据	2.55	1.50	2.73	2.73
其他短期刚性债务	4.02	3.93	3.18	1.16

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
中长期刚性债务合计	43.00	53.55	70.92	93.99
其中：长期借款	4.91	2.10	4.05	7.15
应付债券	36.94	45.32	61.72	81.72
其他中长期刚性债务	1.15	6.12	5.15	5.11
综合融资成本（年化）	3.57%	3.97%	4.19%	4.04%

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

注：2017 年以前公司（超）短期融资券均纳入“一年内到期的非流动负债”核算，本表进行了调整。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 166.32 亿元、179.96 亿元和 190.62 亿元。虽然中长期刚性债务占比从 2015 年末的 25.86% 升至 2017 年末的 37.21%，但刚性债务仍以短期为主，公司存在较大债务循环压力。融资渠道方面，2015 年以来公司直接融资占刚性债务比重已超过 50%。融资成本方面，根据公司提供的数据显示，2015-2017 年末公司银行借款综合融资成本分别为 3.57%、3.97% 和 4.19%，因主要以短期借款滚动满足资金需求，融资成本较低，随着债务结构的长期化，融资成本略有上升。

2018 年 3 月末，该公司短期刚性债务较年初减少 26.59 亿元，主要因 17 农垦 CP001 及 15 农垦 PPN001 到期兑付；中长期刚性债务较年初增加 17.38 亿元，主要因公司将发行的超短期融资券于应付债券列示。

图表 21. 2017 年末公司刚性债务综合融资利率区间与期限结构（单位：亿元）

利率区间 \ 到期剩余期限	1 年以内	1-2 年 (不含 2 年)	2-3 年 (不含 3 年)	3-5 年 (不含 5 年)
3%-4% (不含 4%)	--	10.00	--	--
4%-5% (不含 5%)	113.60	12.55	--	--
5%-6% (不含 6%)	--	10.00	16.40	--
6%-7% (不含 7%)	--	--	25.00	--
7%及以上	--	--	--	7.00
合计	113.60	32.55	41.40	7.00

资料来源：广西农垦

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
营业周期（天）	125.12	129.46	138.61	173.08
营业收入现金率（%）	102.28	99.32	87.67	92.00
业务现金收支净额（亿元）	-10.94	4.10	-13.08	-10.81
其他因素现金收支净额（亿元）	22.88	8.55	6.52	7.949

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	11.94	12.65	-6.55	-2.86
EBITDA（亿元）	12.68	18.55	15.64	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.11	0.08	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.37	2.76	1.99	--

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年该公司营业周期分别为 125.12 天、129.46 天和 138.61 天；同期公司营业收入现金率 102.28%、99.32%和 87.67%。2017 年，营业周期延长，营业收入现金率下降，主要系当年进行较大规模食糖贸易，使得应收账款增加所致。2015-2017 年公司业务现金收入净额分别为-10.94 亿元、4.10 亿元和-13.08 亿元；其他因素现金收支净额主要体现为资金往来及政府补贴产生的现金流净额，同期分别为 22.88 亿元、8.55 亿元和 6.52 亿元。经营性现金净流量分别为 11.94 亿元、12.65 亿元和-6.55 亿元，主要受在食糖贸易的影响，2017 年经营性现金流转负。

2015-2017 年该公司 EBITDA 分别为 12.68 亿元、18.55 亿元和 15.64 亿元，公司折旧摊销金额相对稳定，近三年刚性债务规模扩张，利息费用同步增加，2017 年 EBITDA 下降主要系营业利润下滑所致。EBITDA 对刚性债务的覆盖能力较差；2017 年 EBITDA 对利息支出的覆盖能力亦有所下降。

（2）投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-0.45	-0.35	-1.12	-1.05
取得投资收益收到的现金	0.23	0.48	0.32	0.16
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.06	-11.67	-11.72	-11.84
其他因素对投资环节现金流量影响净额	7.57	-3.43	2.34	2.22
投资环节产生的现金流量净额	0.29	-14.97	-10.19	-10.50

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

该公司因投资产生的现金收支金额相对较小，2015-2017 年回收投资与投资支付的现金净流量分别为-0.45 亿元、-0.35 亿元和-1.12 亿元；取得投资收益收到的现金分别为 0.23 亿元、0.48 亿元和 0.32 亿元。随着在建工程的持续投入、设备等固定资产资产及种猪等生物性资产的购置，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流持续呈净流出状态，2015-2017 年分别为-7.06 亿元、-11.67 亿元和-11.72 亿元。同期投资性现金净流量分别为 0.29 亿元、-14.97 亿元和-10.19 亿元。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
权益类净融资额	-0.17	--	15.17	15.17
债务类净融资额	2.40	14.36	5.94	-9.69
其中：现金利息支出 ¹³	-7.83	-7.56	-8.03	-6.36
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-5.19	0.51	2.24	2.48
筹资环节产生的现金流量净额	-2.96	14.87	23.35	7.96

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

该公司主要通过外部渠道填补经营及投资现金缺口。2015-2017 年公司股东（或子公司其他少数股东）向公司注入权益性现金小，2015 年公司少量分红，2015-2017 年权益类融资净额分别为-0.17 亿元、0 亿元和 15.17 亿元，2017 年大幅增加主要因 17 农垦 MTN001 的发行。公司倾向于债务性融资，2015-2017 年债务融资净额分别为 2.40 亿元、14.36 亿元和 5.94 亿元。筹资性现金流量净额分别为-2.96 亿元、14.87 亿元和 23.35 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产	金额	120.42	126.05	154.54	150.39
	在总资产中占比	38.32%	37.83%	42.24%	41.28%
其中：货币资金		38.92	52.48	58.91	43.54
应收款项		12.50	10.00	20.66	12.96
其他应收款		22.64	22.57	28.57	26.36
存货		20.11	18.74	22.12	39.12
委托贷款 ¹⁴		13.40	12.51	10.25	10.24
非流动资产	金额	193.80	207.18	211.28	213.97
	在总资产中占比	61.68%	62.17%	57.76%	58.72%
其中：固定资产		58.52	62.39	65.79	65.27
在建工程		30.94	35.91	33.38	35.65
无形资产		90.91	90.88	90.06	90.76
期末全部受限资产账面金额 ¹⁵		17.13	17.50	26.96	--
受限资产账面余额/总资产（%）		5.45%	5.25%	7.37%	--

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

该公司总资产规模持续增长，2015-2017 年末分别为 314.22 亿元、333.23 亿元和 365.82 亿元。公司资产以非流动资产为主，2015 年以来占比在 60%

¹³ 负值表示现金的流出。

¹⁴ 2017 年审计报告纳入其他流动资产科目核算，此前纳入“一年内到期的其他非流动资产”

¹⁵ 根据审计报告填列，含母公司对子公司的长期股权投资。

左右。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和委托贷款构成。2017 年末，货币资金为 58.91 亿元（占总资产比重为 16.01%），据审计报告披露，受限金额为 1.35 亿元，受限比例仅为 2.30%，主要系作为保证金存款及银行存单抵质押物。应收账款 20.66 亿元（占总资产比重为 5.65%），较上年末增加 10.67 亿元，主要系 2017 年开展食糖贸易所致；账龄主要为一年以内（占比为 89.21%，其中 6 个月以内占比 70.32%）；前五大欠款单位金额合计 12.36 亿元，占应收账款余额的比重为 58.22%，集中度较高。其他应收款金额为 28.57 亿元（占总资产比重为 7.81%），主要系往来款，账龄相对较长；其他应收款集中度亦较高，前五名欠款单位金额共计 19.34 亿元，占总额比重为 59.39%，其中天成纸业欠款达 13.39 亿元，主要系蔗渣及资产占用款。制糖企业榨季集中生产，全年销售，因此业务特性决定了存货规模较大，2017 年末存货账面价值 22.12 亿元，其中包括库存商品 14.88 亿元、原材料 2.56 亿元和在产品 2.57 亿元。2017 年公司委托贷款余额为 10.25 亿元，其中债务人包括广西国悦股权投资基金管理有限公司（简称“国悦基金”）、广西劲达兴纸业有限公司、广西图宇进出口贸易有限责任公司、广西谷仓文化投资有限公司和广西国悦集团有限公司等，涉及金额分别为 4.31 亿元、1.85 亿元、1.30 亿元、1.25 亿元和 1.00 亿元，存在一定回款风险。

该公司非流动负债主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。随着公司在建工程完工转固及新增购置，公司固定资产规模持续增长，2017 年末为 65.79 亿元（占总资产的比重为 17.98%），以房屋及机器设备为主；当年末因作为抵质押物所有权受到限制的固定资产为 8.21 亿元，受限比例为 12.49%。同期末，公司在建工程为 33.38 亿元，公司工程项目数量较多，2017 年投资重点工程包括永新五期投资、A 区标准厂房项目及老口水利枢纽安置项目等；无形资产为 90.06 亿元，其中土地使用权 83.79 亿元。截至 2017 年末公司垦区土地面积 241.22 万亩¹⁶，目前仅 40.76 万亩（其中农用地 38.30 万亩，建设用地 2.46 万亩）评估入账，农用地以征地补偿成本为基础进行评估，评估价值较低。同期末，土地使用权中 1.35 亿元因作为抵质押物所有权受到限制，受限比例为 1.50%。

2018 年 3 月末，该公司资产总额为 364.36 亿元，其中流动资产为 150.39 亿元，非流动资产为 213.97 亿元。因业务开展及偿还债务，货币资金较年初减少 15.37 亿元至 43.54 亿元，存货增加 17.00 亿元至 39.12 亿元；主要因糖贸业务款项回收，应收账款较年初减少 7.71 亿元至 12.96 亿元；其他资产科目较年初变化均不大。

根据桂发[2017]3 号文，该公司将用 3 年左右时间基本完成农垦国有土地使用权确权登记工作。未来土地估值入账增值将显著提升公司资本实力，财

¹⁶ 建设用地面积 199,686.29 亩，占 8.28%；农用地面积为 1,749,741.42 亩，占 72.54%；未利用地面积 100,497.52 亩，占 4.17%；历年来被侵占及纠纷土地面积 362,243.99 亩，占 15.02%。

务弹性得以增强，将一定程度上提升公司的整体抗风险能力。公司土地清产核资持续推进，目前已完成近 120 万亩土地确权，同时进行土地所有权证的办理工作，但鉴于需办理权证的土地数量多，且权属不清及被侵占的纠纷土地处理流程的复杂性，公司土地估值入账的具体时间尚有一定的不确定性。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	73.90	81.61	101.36	118.29
速动比率 (%)	56.16	65.39	80.94	78.58
现金比率 (%)	23.98	34.33	38.96	34.43

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 73.90%、81.61%、101.36% 和 118.29%；速动比率分别为 56.16%、65.39%、80.94% 和 78.58%；现金比率分别为 23.98%、34.33%、38.96% 和 34.43%。整体看，随着债务期限结构的延长，各指标虽有所上升，但流动性依旧偏弱。

6. 表外事项

2015-2017 年末，该公司不存在对外担保。

根据审计报告所载，截至 2017 年末该公司存在 2 起未决诉讼，其中与山东瑞德生物科技有限公司（原山东瑞德化工商贸有限公司）的诉讼事项涉诉金额仅 800 万元，对公司不构成重大影响。另外，公司子公司广西农垦资产管理有限公司（简称“农垦资管”）与国悦基金、光大银行签订《委托贷款合同》，因对方未履行合同义务，农垦资管于 2017 年 10 月 26 日向广西壮族自治区高级人民法院提起诉讼，涉案债务标的人民币 5.40 亿元。目前案件正在调解阶段，存在一定款项回收风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资及管理职能。2017 年末，公司本部总资产为 178.53 亿元，除长期股权投资 23.66 亿元（系对子公司投资）之外，主要包括：货币资金 18.69 亿元；其他应收款 93.88 亿元，主要系以往来款形式划拨给子公司的资金；其他流动资产 33.27 亿元，主要系委托贷款。公司本部负债总额为 152.35 亿元，其中刚性债务余额为 135.47 亿元；所有者权益为 26.19 亿元。2017 年公司本部实现收入 0.22 亿元，净利润-0.67 亿元；经营性现金净流量为-0.20 亿元。公司实行的结算中心资金管理模式，有利于整个集团资金的规划、筹措及调配，收支两线分离，有利于确保资金安全。整体看公司本部对集团资金把控力度较强，偿债资金的安排可得到一定保障。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司系由自治区政府出资组建的，由自治区农垦局代表自治区政府履行出资人职责的国有独资企业，公司实际控制人为自治区政府。公司是广西最大的农业综合产业集团，在股东体系内重要性较高。公司可以持续获得政府的各项补助及专项资金支持，2015-2017 年公司分别获得政府补助 2.28 亿元、3.13 亿元和 3.71 亿元；截至 2017 年末公司专项应付款及递延收益余额分别为 10.37 亿元和 23.86 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家金融机构保持较好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行贷款授信 137.98 亿元，其中国家政策性银行及五大商业银行授信合计 75.48 亿元，占总授信的 54.70%；公司已使用授信额度为 76.37 亿元，未使用授信额度为 61.61 亿元，尚存一定融资空间。整体看，公司能够获得大型国有金融机构的一定支持。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	银行贷款授信额度	已使用授信	贷款授信结余
全部（亿元）	137.98	76.37	61.61
其中：国家政策性金融机构（亿元）	43.48	24.79	18.69
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.00	16.88	15.12
其中：大型国有金融机构占比（%）	54.70%	54.56%	54.88%

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 14 广西农垦债：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

14 广西农垦债均附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，行权日为 2019 年 3 月 18 日。

该公司有权决定在 14 广西农垦债存续期内的第 5 年末上调后 2 年的票面利率，调整幅度为 0 至 100 个基点（含）。公司将于本期债券第 5 个计息年度付息日前的第 10 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调上述债券票面利率以及上调幅度的公告。若公司未行使利率上调选择权，则上述债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率。公司发出关于是否上调上述债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 5 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司或选择继续持有。

跟踪评级结论

该公司系广西壮族自治区政府出资设立的大型国有农业综合产业集团。公司业务较为多元，主营业务主要包括机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业及土地整理开发，主业具有较为明显的规模优势和较强的市场地位。公司依托自身土地资源，在原材料自给方面具有一定的竞争优势。近年来公司收入呈现一定波动，2017 年公司机制糖及畜牧业务收入下滑，但当年增加食糖贸易，使得收入保持增长。2015-2017 年公司营业毛利规模逐年扩大，但公司期间费用支出大，对盈利侵蚀作用明显，经营性业务实现利润虽有所增长，但规模依然较小。盈利对政府补助及其他非经常性收益的依赖度高，因而盈利易受其变化产生波动。2017/2018 榨季进入增产周期，新糖上市后糖价下滑，加之生猪价格持续回落，2018 年第一季度公司出现经营性亏损。

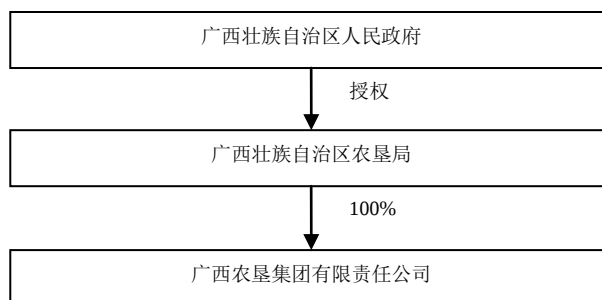
财务方面，该公司财务杠杆偏高，负债以刚性债务为主，近年来规模持续扩大，期限虽有所延长，但依旧以短期为主，存在一定债务循环压力。公司以往营业收入现金率保持高水平，2017 年主要因新增糖贸业务，公司收现质量有所下降，经营性现金净流量转负。公司资产以固定资产、无形资产等非流动资产为主，流动性偏弱，但货币资金较为充足，可对债务偿付形成一定保障。公司正在进行土地资产的清产核资，未来重新评估入账后将显著提升公司资本实力，可从一定程度上提升公司的整体抗风险能力。

根据广西壮族自治区相关文件，将以该公司子公司糖业集团为主体组建广糖集团，未来将通过“内强、入股、并购承租、资本运作”方式，加快推进广西自治区糖业战略重组。需关注广糖集团组建进展及未来并购重组安排，及对公司经营及财务造成的影响。

同时，我们仍将持续关注：（1）食糖、淀粉、生猪等主要产品价格变动情况及对该公司盈利能力的影响；（2）主要业务下游市场情况及公司产能利用率情况；（3）往来款及委托贷款的回收情况；（4）在建拟建项目及股权资本金投资安排情况；（5）土地确权及评估入账进展；（6）广糖集团组建情况及未来收并购计划对该公司经营及财务造成的影响。

附录一：

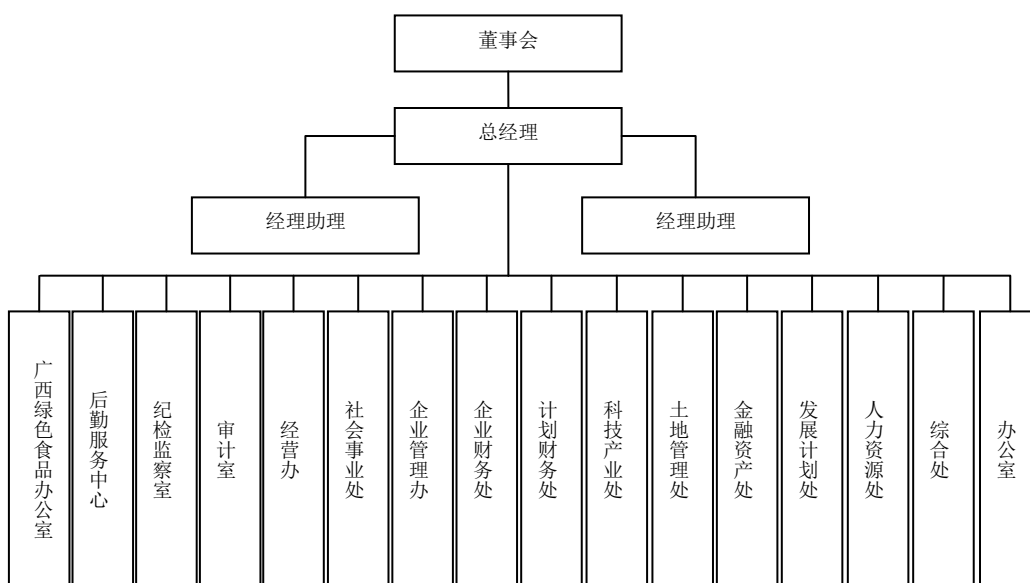
公司与实际控制人关系图



注：根据广西农垦提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据广西农垦提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	EBITDA	
广西农垦有限责任公司	广西农垦	本级	--	农林牧渔的加工、生产、销售	135.74	26.19	0.22	-0.67	-0.20	6.97	母公司口径
广西农垦糖业集团股份有限公司	糖业集团	子公司	100.00	机制糖生产、销售	43.71	14.22	50.57	1.07	-4.66	5.82	
广西农垦明阳生化集团股份有限公司	明阳生化	子公司	95.30	淀粉、酒精的生产、销售	30.69	2.92	23.08	0.05	4.39	1.69	
广西农垦永新畜牧集团	畜牧集团	子公司	89.26	种猪、生猪的养殖、销售	2.65	7.66	10.27	1.82	2.02	2.23	
广西农垦剑麻集团有限公司	剑麻集团	子公司	100.00	剑麻制品的生产、销售	0.43	0.17	1.51	-0.09	0.06	0.01	
广西农垦茶叶集团有限公司	茶叶集团	子公司	100.00	茶叶制品生产、销售	1.06	0.87	1.80	-0.02	0.1	0.01	
广西农垦十万大山天然食品有限公司	十万大山	子公司	100.00	矿泉水、螺旋藻生产销售，贸易	3.11	0.34	5.32	0.04	-1.81	0.14	

注：根据广西农垦 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	314.22	333.23	365.82	364.36
货币资金 [亿元]	38.92	52.48	58.91	43.54
刚性债务[亿元]	166.32	179.96	190.62	187.09
所有者权益 [亿元]	84.93	90.48	106.81	106.09
营业收入[亿元]	106.35	98.98	106.44	21.79
净利润 [亿元]	2.24	5.45	1.43	-0.66
EBITDA[亿元]	12.68	18.55	15.64	-
经营性现金净流入量[亿元]	11.94	12.65	-6.55	-8.36
投资性现金净流入量[亿元]	0.29	-14.97	-10.19	-2.38
资产负债率[%]	72.97	72.85	70.80	70.88
权益资本与刚性债务比率[%]	51.06	50.28	56.03	56.71
流动比率[%]	73.90	81.61	101.36	118.29
现金比率[%]	23.98	34.33	38.96	34.43
利息保障倍数[倍]	1.26	1.90	1.21	-
担保比率[%]	4.80	0.25	-	-
营业周期[天]	125.12	129.46	138.61	-
毛利率[%]	16.90	18.59	18.57	10.28
营业利润率[%]	-0.24	0.60	2.06	-5.80
总资产报酬率[%]	2.18	3.95	2.72	-
净资产收益率[%]	2.62	6.21	1.45	-
净资产收益率*[%]	2.57	5.72	1.12	-
营业收入现金率[%]	102.28	99.32	87.67	130.90
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.02	7.97	-4.27	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.45	-0.98	-6.67	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	2.76	1.99	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.11	0.08	-

注：表中数据依据广西农垦经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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+应付利息+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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 4 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。