

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(2019)100516】

**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+/2019 年 6 月 26 日

**前次跟踪：** AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 29 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                      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位：人民币亿元               |        |        |        |                |
| <b>母公司口径数据：</b>          |        |        |        |                |
| 货币资金                     | 9.13   | 18.69  | 8.16   | 2.72           |
| 刚性债务                     | 133.92 | 135.74 | 131.80 | 128.21         |
| 所有者权益                    | 11.93  | 12.48  | 247.20 | 247.31         |
| 经营性现金净流入量                | -0.53  | -0.20  | 6.31   | 0.34           |
| <b>合并口径数据及指标：</b>        |        |        |        |                |
| 总资产                      | 333.23 | 362.30 | 551.51 | 572.02         |
| 总负债                      | 242.76 | 261.62 | 274.03 | 296.63         |
| 刚性债务                     | 179.96 | 190.52 | 200.02 | 201.44         |
| 所有者权益                    | 90.48  | 100.68 | 277.48 | 275.39         |
| 营业收入                     | 98.98  | 86.08  | 99.51  | 25.75          |
| 净利润                      | 5.45   | 0.66   | 1.11   | -2.07          |
| 经营性现金净流入量                | 12.65  | -6.55  | 2.15   | -5.00          |
| EBITDA                   | 18.55  | 14.83  | 16.53  | —              |
| 资产负债率[%]                 | 72.85  | 72.21  | 49.69  | 51.86          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 50.28  | 52.85  | 138.72 | 136.71         |
| 流动比率[%]                  | 81.61  | 99.24  | 84.31  | 81.42          |
| 现金比率[%]                  | 34.33  | 38.30  | 30.13  | 20.68          |
| 利息保障倍数[倍]                | 1.90   | 1.11   | 1.08   | —              |
| 净资产收益率[%]                | 6.21   | 0.69   | 0.58   | —              |
| 经营性现金净流入量与<br>流动负债比率[%]  | 7.97   | -4.23  | 1.25   | —              |
| 非筹资性现金净流入量<br>与负债总额比率[%] | -0.98  | -6.64  | -5.00  | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 2.76   | 1.88   | 1.81   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.11   | 0.08   | 0.08   | —              |

注 1：根据广西农垦经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。因会计差错更正，2017 年财务数据使用 2018 年年初/上年数。

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 2018 年以来广西农垦在集团化改制、土地确权方面取得的积极变化，在规模优势、股东支持等方面维持优势，同时也反映了公司在成本转移、产能利用率不足、主业盈利能力弱、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。

#### 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，市场地位较突出。
- **股东支持。**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。
- **土地资源优势。**广西农垦拥有丰富的土地资源，且土地确权工作已基本完成。2018 年公司对已入账土地重新评估，土地增值使得其财务杠杆大幅下降；而鉴于目前大部分土地均未入账，若后续相继完成入账公司资本实力将显著提升。
- **集团化改制基本完成。**2017 年开始广西农垦推进集团化改革，至 2018 年末基本完成土地确权和社会职能移交工作，以及对部分农场完成公司制改革。公司逐步实现“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。
- **主业盈利能力弱。**广西农垦主营业务盈利能力弱，2018年以来主要因糖价持续走低，制糖业务出现成本倒挂，当年经营收益为负。
- **流动性及偿债压力较大。**广西农垦刚性债务规模持续增长，且期限偏向于短期，面临一定即期债务偿付压力；资产以非流动资产为主，流动性偏弱，公司面临较大流动性压力。
- **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。
- **资本性支出压力。**广西农垦在建及拟建项目数量较多，大部分集中于2019-2020年建成，存在集中资本性支出压力。
- **园区建设资金回收周期长。**广西农垦在园区建设上投入大量资金，目前仅有土地整理出让收益及招商引资税收返还，投资回收期长，存在一定资金占用。

## ➤ 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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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。2019 年 3 月 18 日该债券回售 0.93 亿元，本金余额为 6.07 亿元。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。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<br>(美元) | 2010 年 7 月 | 2014 年 9 月  | 11,704.00<br>(美元) <sup>1</sup> | 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 2019 年 5 月末，该公司存续期内债券本金余额合计 125.97 亿元。其中，48.50 亿元即将于 2019 年内到期。

图表 2. 公司存续期内债务融资工具概况

| 债项名称         | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%) | 起息日        | 到期日        | 注册额度/注册时间        | 本息兑付情况 |
|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|------------------|--------|
| 19 农垦 SCP004 | 10.00        | 10.00        | 270 天       | 4.48        | 2019-05-23 | 2020-02-17 | 60 亿元/2017 年 5 月 | --     |
| 19 农垦 SCP003 | 10.00        | 10.00        | 270 天       | 4.90        | 2019-04-29 | 2020-01-24 |                  | --     |
| 19 农垦 SCP002 | 10.00        | 10.00        | 天           | 4.15        | 2019-04-02 | 2019-12-28 |                  | --     |
| 19 农垦 CP001  | 10.00        | 10.00        | 1 年         | 4.50        | 2019-03-13 | 2020-03-13 |                  | --     |
| 19 农垦 SCP001 | 10.00        | 10.00        | 270 天       | 4.21        | 2019-02-22 | 2019-11-19 |                  | --     |
| 18 农垦 SCP006 | 10.00        | 10.00        | 270 天       | 5.46        | 2018-10-24 | 2019-07-21 |                  | --     |
| 17 农垦 PPN002 | 5.00         | 5.00         | 3 年         | 6.30        | 2017-12-28 | 2020-12-28 | 10 亿元/2017 年 5 月 | 付息正常   |

<sup>1</sup> 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<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%) | 起息日        | 到期日        | 注册额度/注册时间        | 本息兑付情况 |
|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|------------------|--------|
| 19 农垦 SCP004 | 10.00        | 10.00        | 270 天       | 4.48        | 2019-05-23 | 2020-02-17 | 60 亿元/2017 年 5 月 | --     |
| 17 农垦 PPN001 | 5.00         | 5.00         | 3 年         | 6.30        | 2017-11-03 | 2020-11-03 |                  | 付息正常   |
| 17 农垦 MTN001 | 15.00        | 15.00        | 3+N 年       | 6.50        | 2017-12-01 | 2020-12-01 | 15 亿元/2016 年 7 月 | 付息正常   |
| 17 农垦 MTN002 | 10.00        | 10.00        | 3 年         | 5.58        | 2017-10-19 | 2020-10-19 | 10 亿元/2017 年 7 月 | 付息正常   |
| 17 桂农 01     | 6.40         | 6.40         | 3 年         | 5.50        | 2017-03-13 | 2020-03-13 | 17 亿元/2016 年 4 月 | 付息正常   |
| 16 桂农 01     | 10.00        | 10.00        | 3 年         | 4.40        | 2016-06-17 | 2019-06-17 |                  | 付息正常   |
| 16 桂农垦       | 8.50         | 8.50         | 3 年         | 5.50        | 2016-07-20 | 2019-07-20 | 17 亿元/2016 年 4 月 | 付息正常   |
| 14 广西农垦债     | 7.00         | 6.07         | 5+2 年       | 7.50        | 2014-03-18 | 2021-03-18 | 7 亿元/2013 年 5 月  | 付息正常   |

资料来源：Wind（截至 2019 年 5 月末）

注：14 广西农垦债于 2019 年 3 月 18 日回售 0.93 亿元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，



但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

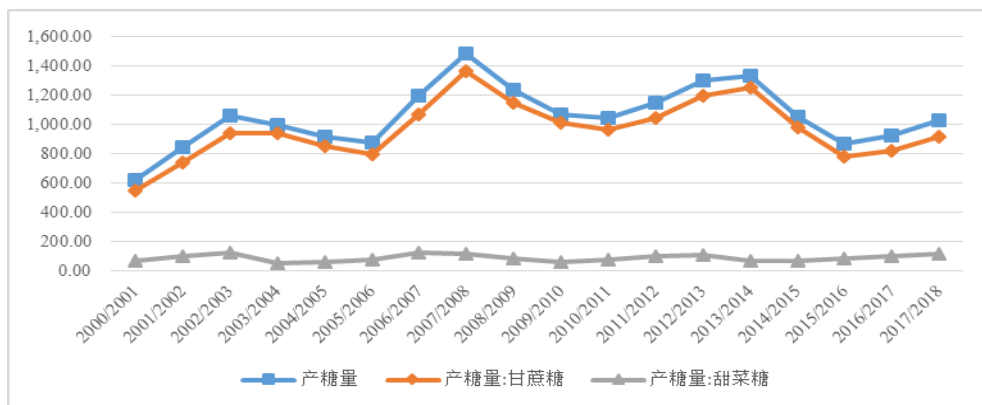
## (2) 行业因素

### A. 制糖行业

制糖行业具有明显的周期性，2017/2018 榨季处于增产周期，2017 年第四季度起食糖价格持续回落。我国食糖行业进口依存度长期较高，因此国内食糖价格受国外糖进口量及价格影响较大。进口配额政策持续，同时 2016 年以来保障措施关税的实施，可从一定程度上降低国外食糖对国内制糖行业的冲击。该公司位于我国主要食糖生产地区，具有一定规模优势。

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 榨季起进入新一轮增产周期，2017/2018 榨季食糖产量回升至 1,031.04 万吨（其中甘蔗糖 916.07 万吨、甜菜糖 114.97 万吨），当前 2018/2019 榨季尚未结束，截至 2019 年 2 月末食糖产量为 737.72 万吨（同比微增 0.14%）。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，2017/2018 榨季糖产量分别为 602.50 万吨、206.86 万吨、87.13 万吨和 17.25 万吨，占我国总产量的 58.44%、20.06%、8.45%和 1.67%。

图表 3. 2000/2001 榨季以来我国食糖产量情况（单位：万吨）

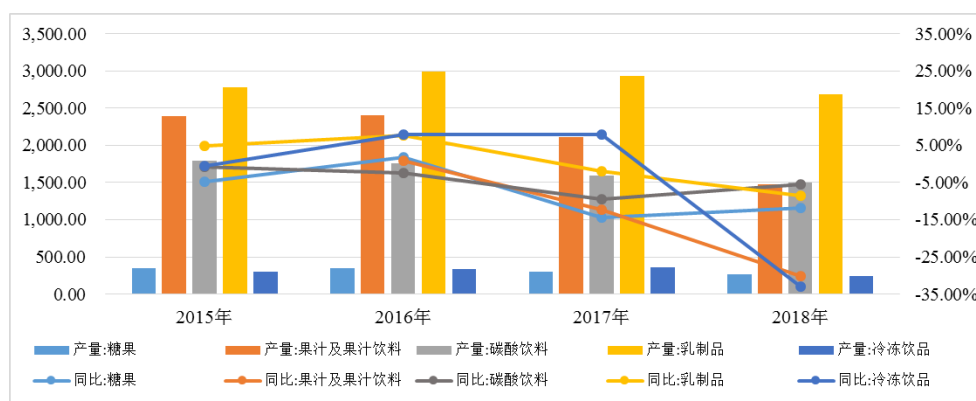


资料来源：Wind

糖料供应的主要影响因素包括种植面积、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，根据中国糖业协会数据显示 2015/2016-2017/2018 榨季我国糖料播种面积分别为 1,423 千公顷、1,396 千公顷和 1,456 千公顷（估算），其中甘蔗种植面积分别为 1,295 千公顷、1,225 千公顷和 1,267 千公顷（估算），2017/2018 榨季种植量回升。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、自然灾害等亦会对糖料产量及出糖率产生影响，从而影响供应。

图表 4. 近年来我国主要含糖食品产量情况（单位：左轴：万吨）



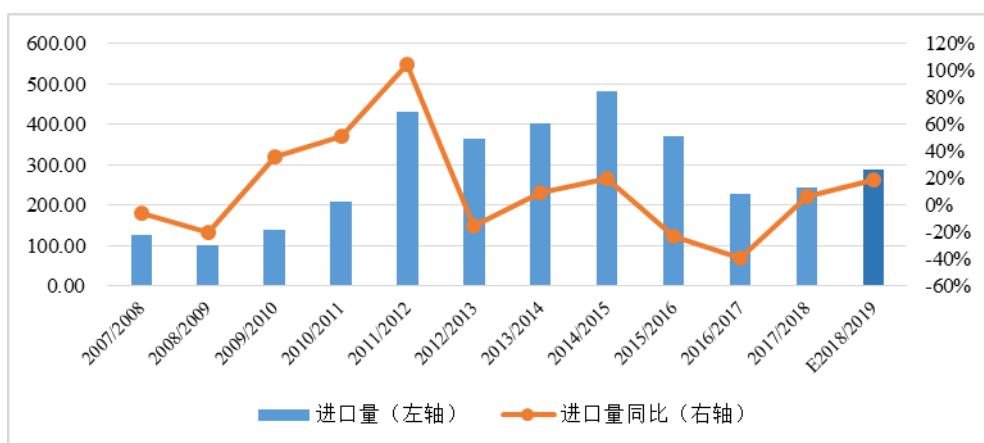
资料来源：Wind

注：同比见右轴

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，2016-2018 年我国食糖国内消费总量分别为 1,410.00 万吨、1,442.70 万吨和 1,482.50 万吨。但目前我国人均年食糖消费量不足 11 千克，仅约为世界平均水平的一半。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，2016-2018 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-8.94%、-15.00%、-5.03%、-3.53%和-10.27%。



图表 5. 近年来我国主要食糖进口情况（单位：左轴：万吨）



资料来源：Wind

注：上表 2018/2019 年系预测数。

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，国内食糖价格易受国际糖进口量及国际糖价的影响。根据国际贸易协定，2009 年以来我国每年食糖进口配额保持在 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，国内糖价（以南宁白砂糖现货价为例，下同）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。根据 Wind 数据显示，我国进口食糖量从 2007/2008 榨季的 128.00 万吨增至 2014/2015 榨季的 481.20 万吨，达到历史高位。2015/2016 榨季虽依然处于减产周期，但得益于进口糖的有效控制，进口量回落至 372.80 万吨，国内糖价从 2015 年 9 月末的 5,400 元/吨左右涨至 2016 年 9 月末的 6,500 元/吨左右。2016/2017 榨季国内食糖进入增产周期，2017 年以来国内糖价于 2 月探顶 6,900 元/吨后开始回落，加之 2017/2018 年以来食糖进口量亦有所增加，截至 2019 年 1 月末国内糖价已跌至 5,200 元/吨左右。

图表 6. 近年来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 1,400 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可在一定程度上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，根据中国糖业协会相关统计，2017/2018 榨季公司下属糖业集团产糖量为 60.88 万吨，占全国年产食糖量的 5.91%，位列全国第 7 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 | 157.76 | 15.31%      |
| 2  | 光明食品（集团）有限公司     | 126.45 | 12.27%      |
| 3  | 广西南宁东亚糖业集团       | 103.41 | 10.03%      |
| 4  | 南宁糖业股份有限公司       | 98.91  | 9.60%       |
| 5  | 中粮屯河股份有限公司       | 64.35  | 6.24%       |
| 7  | 广东恒福糖业集团有限公司     | 61.92  | 6.01%       |
| 6  | 广西农垦糖业集团股份有限公司   | 60.88  | 5.91%       |
| 8  | 广西东糖投资有限公司       | 54.67  | 5.30%       |
| 9  | 广西永鑫华糖集团有限公司     | 41.26  | 4.00%       |
| 10 | 广东农垦糖业集团有限公司     | 36.23  | 3.52%       |
| 合计 | --               | 805.84 | 78.19%      |

资料来源：中国糖业协会

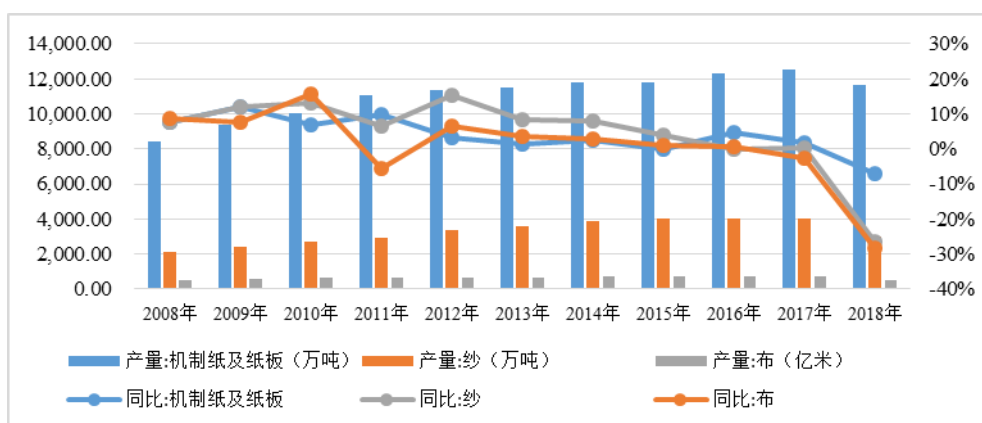
## B. 木薯加工行业

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，2017-2018 年主要受原材料价格回升影响，淀粉价格有所回暖；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%，占变性淀粉市场应用的约 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，根据 Wind 数据显示，我国 2016-2018 年产量分别为 12,319.22 万吨、12,542.01 万吨和 11,660.60 万吨，产量增长率分别为 4.63%、1.81%和-7.03%。2018 年产量收缩或对变性淀粉销售造成一定压力。

图表 8. 下游纺织及造纸行业主要产品产量及变化率情况

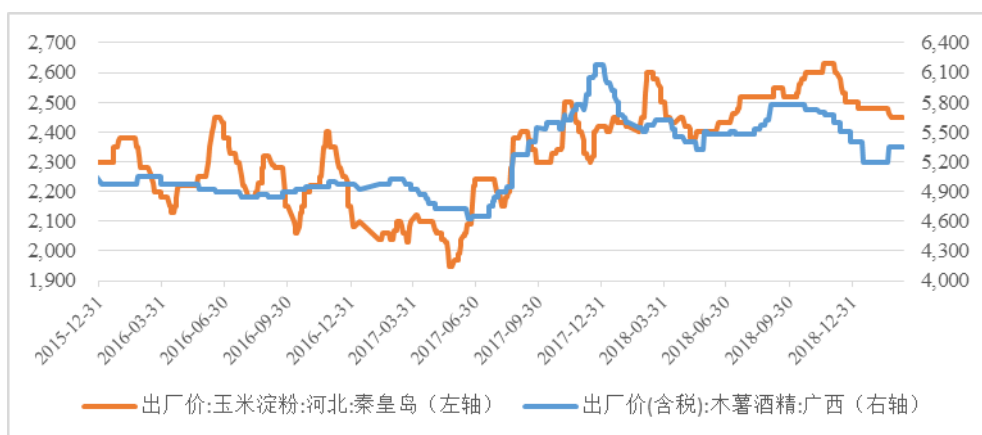


资料来源: Wind

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、丰满等手感。早期我国在这方面主要使用化学浆料,但由于会造成环境污染,目前已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,如按美国对浆料的规定(使用变性淀粉的比重为 69%),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,2018 年产量分别为 498.90 亿米和 695.00 万吨,增长率分别为-28.28%和-26.52%。

食品行业是另一个大量使用变性淀粉的行业。食品用变性淀粉为具有较大发展前景的一类变性淀粉,被广泛应用于肉制品、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。

图表 9. 玉米淀粉价格及木薯酒精价格走势情况(单位:元/吨)

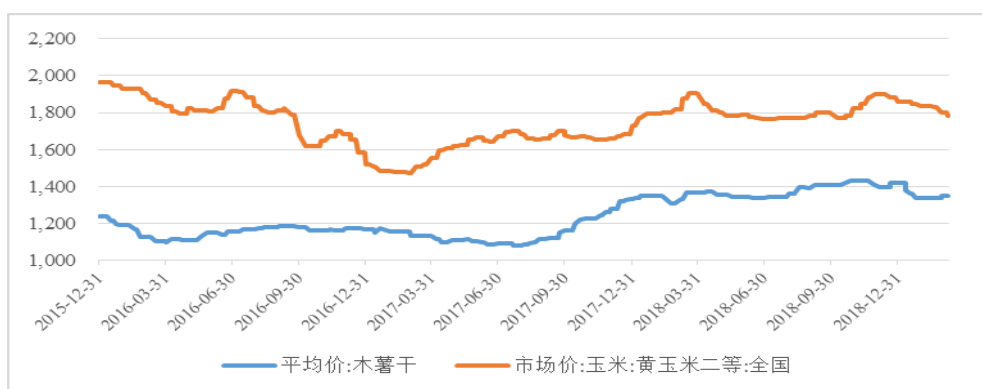


资料来源: Wind

价格表现方面,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，玉米淀粉的价格会主导淀粉市场价格，木薯淀粉价格走势趋同玉米淀粉价格。以秦皇岛玉米淀粉出厂价为例，受下游行业需求疲软影响，玉米淀粉价格震荡下挫，从 2016 年初约 2,300 元/吨跌至 2016 年末约 2,100 元/吨，2017 年 5 月触底 1,900 元/吨，随后淀粉价格随着原材料价格的回升而震荡走高，截至 2018 年末价格约为 2,500 元/吨左右。木薯酒精系木薯产业链下游产品，价格趋势大体与淀粉价格走势一致。根据 Wind 数据显示，广西木薯酒精出厂价格从 2015 年末的 5,000 元/吨左右降至 2017 年 7 月的 4,650 元/吨，8 月起价格进入快速上升通道，至 2017 年末价格升至 6,150 元/吨。除原材料价格上涨外，乙醇汽油等燃料的需求对木薯酒精价格亦形成一定支撑。2018 年木薯酒精价格呈震荡走低态势，1-5 月价格回落至 5,500 元/吨左右，第三季度价格回升至 5,800 元/吨左右，第四季度起再次回落，至 2019 年 2 月末价格为 5,200 元/吨左右。

图表 10. 淀粉原材料价格走势情况（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规定。该标准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

2015 年 3 月以来我国生猪价格实现触底反弹；至 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。

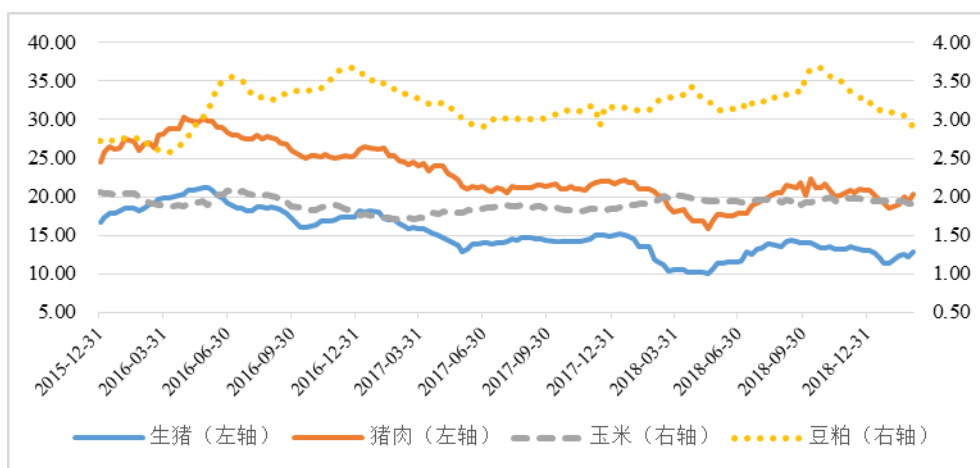
猪肉消费系我国肉类消费的重点，猪肉年产量占肉类总产量比重接近 2/3。从生猪养殖情况看，能繁母猪（二元猪）的规模直接决定了生猪（商品猪、三



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。2016年6月以来猪价整体呈下降态势;2017年6月起因当年环保力度加大以及各地“禁养令”的逐步实施,猪价有所上涨但整体仍较低迷。2018年初,主要由于养猪仍能实现盈利,生猪出栏量和猪肉产量同比实现增长,而春节过后市场需求低迷及猪肉进口量增加,导致行业呈现供大于求状态,猪价持续快速下滑,截至5月中旬,生猪价格跌至近三年最低点10.01元/公斤;2018年5月以来,由于前期猪价低迷导致行业亏损,养殖户退出市场导致供应端减少,猪价触底反弹,2018年8月,我国爆发“非洲猪瘟”疫情,截至2018年末全国共有21个省份共发生85起非洲猪瘟疫情,已累计共有10个省份的39个疫区按规定封锁,截至当年末上述省份中河南省、江苏省、辽宁省、浙江省4省的疫区全部解除封锁。自“非洲猪瘟”首次出现至今,扩散速度快、影响大。由于“非洲猪瘟”尚未研制出疫苗,一旦发现感染,仅能通过捕杀进行处理,对生猪供应量造成一定影响,使得生猪价格出现地区性分化,呈现疫区内价格低迷、疫区外价格上涨态势,总体上对猪价形成一定支撑。但“非洲猪瘟”若继续扩散,将造成需求下降,目前猪价稳定性较弱。

图表 11. 22 省市生猪、猪肉及主要饲料平均价走势情况(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 2~5 月，由于生猪价格持续下滑，猪粮比呈持续下降态势；6~12 月生猪价格波幅较小，猪粮比维持在约 7.5: 1~8.2: 1。2018 年以来生猪价格呈现较大波动，当年 3 月至 5 月中旬，猪粮比为 5.2:1 左右，低于 6:1 的盈亏平衡点；5 月下旬至 9 月末随着生猪价格逐步回升，猪粮比逐步回升至约 7.3: 1；第四季度生猪价格再次回落，猪粮比降至 6.7:1 左右。

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，中央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。2018 年 2 月，中央指出要加快发展现代农作物、畜禽、水产、林木种业，提升自主创新能力，高标准建设国家南繁育种基地；推进有机肥替代化肥、畜禽粪污处理。同月农业部印发《2018 年畜牧业工作要点》，其中指出要持续推进畜禽养殖废弃物资源化利用、全面实施粮改饲政策、大力发展现代草业、启动现代化示范牧场创建、推进现代畜禽种业振兴、提升中小养殖场户的生产经营水平、支持畜牧业差异化特色化发展、深入推进畜牧业扶贫工作等。随着我国《环境保护法》的实施，各省防止污染条例纷纷出台，各地环保督查力度加强，环保压力提升也将加速生猪养殖行业集中度提升。

### （3）区域因素

近三年，广西自治区招商引资情况良好，可为经济发展提供有力支撑。土地市场总体交易呈递增状态，主要城市土地市场热度各有差异。

2016-2017 年，广西自治区招商引资到位资金分别为 6,691 亿元和 7,473.2

亿元，同比分别增长 11.6%和 11.7%。2018 年，广西壮族自治区全面实施产业大招商三年行动计划，当年招商引资到位资金 7,959.3 亿元，同比增长 13.7%，其中全口径实际利用外资 59.5 亿元。近年来广西壮族自治区招商引资情况良好，为区内经济发展提供有力支撑。

2016-2018 年，广西壮族自治区主要城市土地供应及成交总量逐年增长，但四大城市供应及成交波动各有不同。2018 年住宅类用地供应收缩，工业用地供应大幅增加。土地成交溢价率方面，南宁市 2016 年为 60.46%，之后两年逐年回落；近三年柳州市分别为 26.80%、47.64%和 30.88%，维持在较高水平；北海市 2016 年仅为 2.30%，2017 年骤升至 67.95%，2018 年降至 42.08%；桂林市土地成交溢价率随逐年递增，但比率低于 7%。

**图表 12. 广西主要城市土地供应及成交情况**

| 项目               | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   |
|------------------|----------|----------|----------|
| 供应土地数量（宗）        | 691      | 838      | 876      |
| 其中：住宅类用地（宗）      | 257      | 326      | 280      |
| 工业用地（宗）          | 184      | 242      | 351      |
| 供应土地占地面积（万平方米）   | 2,029.38 | 2,564.72 | 3,262.30 |
| 供应土地规划建筑面积（万平方米） | 4,374.52 | 5,580.07 | 6,803.77 |
| 成交土地数量（宗）        | 555      | 656      | 727      |
| 其中：住宅类用地（宗）      | 185      | 266      | 246      |
| 工业用地（宗）          | 165      | 187      | 290      |
| 成交土地占地面积（万平方米）   | 1,794.71 | 1,972.81 | 2,640.51 |
| 成交土地规划建筑面积（万平方米） | 3,813.94 | 4,341.82 | 5,634.16 |
| 住宅类用地成交土地总价（亿元）  | 65.80    | 149.62   | 285.65   |
| 工业用地成交土地总价（亿元）   | 18.82    | 26.79    | 35.78    |

资料来源：CREIS，统计口径包括南宁市、柳州市、桂林市及北海市

## 2. 业务运营

该公司业务较为多元，主营机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业及土地整理开发等。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。2018 年广糖集团成立，蔗区面积及机制糖产能扩大；自 2016/2017 榨季进入食糖增产周期，糖价持续下滑并于 2018 年出现成本倒挂现象，制糖业务经营压力显著加大。在非洲猪瘟影响下生猪价格持续回落，对营收贡献有限。近两年公司经营收益表现不佳，经营性亏损持续扩大，盈利对政府补助依赖度高，公司亟待降本增效、提升盈利能力。

该公司业务涵盖机制糖、木薯淀粉、畜牧、剑麻制品、亚热带水果、茶叶等，依托天然的气候及地域条件以及多年经验积累，主导产品保持较强的规模优势，在广西乃至全国的细分市场中具有较强的竞争力。

图表 13. 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       | 广西为主，辐射广东、云南、湖南、河南等                             | 技术/规模     |
| 种植业务       | 广西                                              | 土地资源      |
| 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 14. 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         | 2016 年度      | 2017 年度      | 2018 年       | 2019 年<br>第一季度 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>营业收入合计</b>   | <b>98.98</b> | <b>86.08</b> | <b>99.51</b> | <b>25.75</b>   |
| 其中：（1）机制糖       | 38.79        | 28.38        | 36.77        | 9.80           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 39.19        | 32.98        | 36.95        | 38.05          |
| （2）淀粉           | 18.16        | 17.96        | 18.17        | 4.42           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 18.35        | 20.86        | 18.26        | 17.18          |
| （3）畜牧业务         | 15.35        | 11.81        | 12.16        | 3.18           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 15.51        | 13.72        | 12.22        | 12.35          |
| （4）种植业务         | 7.73         | 6.40         | 9.16         | 3.74           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 7.81         | 7.43         | 9.21         | 14.54          |
| （5）土地整理开发业务     | 3.56         | 2.87         | 3.56         | --             |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 3.60         | 3.34         | 3.57         | --             |
| （6）商业业务         | 1.11         | 5.60         | 6.67         | 2.07           |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 1.13         | 6.50         | 6.71         | 8.03           |
| <b>综合毛利率（%）</b> | <b>18.59</b> | <b>22.22</b> | <b>15.42</b> | <b>3.15</b>    |
| 其中：（1）机制糖（%）    | 14.05        | 18.80        | -0.92        | -7.53          |
| （2）淀粉（%）        | 12.20        | 16.07        | 13.71        | 11.43          |
| （3）畜牧业务（%）      | 18.47        | 21.11        | 28.02        | -0.91          |
| （4）种植业务（%）      | 14.59        | 20.66        | 25.41        | 8.67           |
| （5）土地整理开发业务（%）  | 53.50        | 54.23        | 50.35        | --             |
| （6）商业业务（%）      | 17.84        | 3.05         | 2.71         | -7.06          |

资料来源：广西农垦

注 1：机制糖收入包含蔗渣、糖蜜等副产品销售。

注 2：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。

注 3：2015 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。

机制糖业务为该公司第一大收入来源，近三年收入贡献在 32% 以上。木薯淀粉业务收入规模次之，对营收形成有效补充。畜牧、种植、土地整理开发业务收入均呈先降后升状态，规模虽然不及机制糖和畜牧业务，当仍对公司收入形成一定补充。2017 年以来商业业务增长较快，主要系公司不断扩大食糖贸易、新增销售化肥农药等产品所致。近三年公司土地整理业务收入规模略有波

动。此外，公司还涉及酒精、剑麻制品、服务业等领域<sup>2</sup>。2017 年公司机制糖收入大幅下滑，畜牧业务因生猪价格下滑叠加饲料外销减少而导致收入回落，淀粉业务略有下降，导致当年收入同比减少 13.04%至 86.08 亿元。2018 年主要受益于糖业及种植业收入的增长，当年营业收入同比增长 15.61%至 99.51 亿元。

2016-2017 年，机制糖业务为该公司最主要的毛利贡献来源；2018 年因糖价无法覆盖生产成本上涨，而形成营业亏损 0.34 亿元。2018 年公司毛利主要来自畜牧业（3.41 亿元）、木薯淀粉业务（2.49 亿元）、种植业务（2.33 亿元）和土地整理业务（1.79 亿元）；食糖贸易毛利率低，对盈利贡献小。近三年，公司综合毛利率为 18.59%、22.22%和 15.42%，先升后降。

2019 年一季度，该公司实现营业收入 25.75 亿元，同比增长 18.20%；综合毛利率为 3.15%，同比减少 7.13 个百分点，主要系食糖价格持续下跌<sup>3</sup>，糖业收不抵支所致。

### A. 机制糖业务

目前该公司机制糖业务由广糖集团负责经营。广糖集团拥有 13 家制糖厂和 7 家酒精厂，截至 2019 年 3 月末机制糖和酒精年产能分别为 120.5 万吨和 15.00 万吨。

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。

图表 15. 公司蔗区甘蔗种植经济指标情况

| 项目              | 2016 年（末） | 2017 年（末） | 2018 年（末） | 2019 年一季度（末） |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 甘蔗种植面积（万亩）      | 86.60     | 90.00     | 138       | 138          |
| 蔗区甘蔗单产（吨/亩）     | 5.5       | 5.6       | 7         | 7            |
| 蔗区外甘蔗单产（吨/亩）    | 4.20      | 4.60      | 5.2       | 5.2          |
| 蔗区甘蔗出糖率（%）      | 11.41     | 12.29     | 11.79     | 11.30        |
| 蔗区甘蔗种植综合成本（元/吨） | 400       | 420       | 380       | 380          |

资料来源：广西农垦

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 2019 年 3 月末，公

<sup>2</sup> 2016-2018 年，公司酒精收入分别为 1.26 亿元、2.01 亿元和 1.44 亿元，酒精系糖和淀粉下游产物，生产机动性较强；剑麻制品收入分别为 0.88 元、2.05 亿元和 2.21 亿元；服务业收入分别为 1.30 亿元、0.96 亿元和 1.18 亿元；其他业务收入分别为 10.85 亿元、8.04 亿元和 8.19 亿元，主要包括园区开发的农场公司收到的入园的水电费及物业费等，且 2018 年毛利贡献 31%。

<sup>3</sup> 根据广西糖网盯市价格，2017-2018 年及 2019 年一季度，食糖市场含税销售均价分别为 6622 元/吨、5500 元/吨和 5167 元/吨。

公司拥有蔗区面积 138 万亩，其中约 30 万亩的种植基地属农垦系统，为自有产权，原材料自给率约 20%，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<sup>4</sup>。得益于公司的扶持，2016-2018 年所属蔗区内甘蔗单产为 5.5 吨/亩、5.6 吨/亩和 7.0 吨/亩，领先于蔗区外平均水平。

**图表 16. 公司甘蔗采购情况**

| 项目        | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年一季度 |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| 采购量（万吨）   | 330.34 | 314.96 | 559.89 | 557.23    |
| 采购均价（元/吨） | 450    | 500    | 500    | 490       |

资料来源：广西农垦

2017 年该公司糖料蔗采购量减少主要系因 2017/2018 榨季开榨时间推迟至 12 月所致。2018 年公司组建广糖集团后蔗区面积扩大，糖料蔗采购量增至约 560 万吨。

甘蔗一般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，糖价下跌时蔗农利益能够得到一定保障，主要由制糖企业承担风险。

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》，2015/2016 榨季、2016/2017 榨季、2017/2018 榨季及 2018/2019 榨季普通糖料蔗收购首付价分别为 440 元/吨、480 元/吨、500 元/吨和 490 元/吨。上述榨季对应一级白砂糖含税联动价格分别为 5,967 元/吨、6,470 元/吨、6,800 元/吨和 6,600 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，对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。2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司糖料蔗采购均价分别为 450 元/吨、500 元/吨、500 元/吨和 490 元/吨。

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，公司机制糖销售定价与市场一致。在行业周期由减产转为增产背景下，2016-2018 年及 2019 年一季度，公司机制糖销售均价先升后降，2018 年以来机制糖盈利空间受到挤压。

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。2016-2018 年及 2019 年一季度，广糖集团酒精产量分别为 2.20 万吨、1.93 万吨、0.98 万吨和 0.38 万吨，销售价格分别为 5,218 元/吨、4,890 元/吨、5,423 元/吨和 4,984 元/吨。

<sup>4</sup> 在甘蔗收购时从收购价格中抵扣。



图表 17. 公司机制糖业务主要产品产能及产销情况

| 产品  | 项目         | 2016 年(末) | 2017 年(末) | 2018 年(末) | 2019 年一季度(末) |
|-----|------------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 机制糖 | 产能(万吨)     | 102.35    | 104.42    | 104.42    | 120.5        |
|     | 产量(万吨)     | 63.74     | 59.03     | 68.12     | 64.53        |
|     | 其中:精制糖(万吨) | 13.02     | 13.06     | 10.86     | 4.91         |
|     | 产能利用率(%)   | 62.27     | 56.53     | 65.24     | 53.55        |
|     | 销量(万吨)     | 59.30     | 55.00     | 64.38     | 25.96        |
|     | 销售均价(元/吨)  | 5,933     | 6,440     | 5,514     | 5,107        |
|     | 产销率(%)     | 93.03     | 93.18     | 94.51     | 45.81        |
| 酒精  | 产能(万吨)     | 15.00     | 15.00     | 15.00     | 15.00        |
|     | 产量(万吨)     | 2.20      | 1.93      | 0.98      | 0.38         |
|     | 产能利用率(%)   | 14.69     | 12.87     | 9.8       | 15/20        |
|     | 销量(吨)      | 2.31      | 2.11      | 0.98      | 0.23         |
|     | 销售均价(元/吨)  | 5,218     | 4,890     | 5,423     | 4,984        |
|     | 产销率(%)     | 105.00    | 109.33    | 100.00    | 60.52        |

资料来源:广西农垦,产能利用率为年化值

注 1: 2018 年新并入的 5 家糖厂于 2019 年 1 月开榨,因此该部分产能未计入 2018 年末统计。

注 2: 2017 年销量包含空转贸易量(对应空转收入 17.47 亿元)。

产品销售方面,该公司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,自 2016/2017 榨季开始进入增产周期,食糖价格高位并开始松动,2017/2018 榨季食糖增产,新糖上市后糖价下跌,盈利空间受挤,2018 年该公司制糖业务毛利率甚至转负,制糖业务面临的经营及盈利压力显著加大。未来,糖料蔗区划管理或将放开,以市场化方式调配资源,同时糖料蔗收购价亦或采用政府指导价,利于公司机制糖业务成本控制。

## B. 木薯加工业务

该公司下属广西农垦明阳生化集团股份有限公司(简称“明阳生化”)是目前国内最大的木薯变性淀粉生产企业之一。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淀粉生产企业。近年来产能保持稳定,截至 2018 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能力。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)。由于东南亚木薯种植具有熟制优势,目前明阳生化广西地区鲜木薯采购较少,

采购以淀粉为主，另外近年来原淀粉采购量大还主要系因从事原粉贸易。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 18. 公司木薯加工业务原材料采购情况**

| 原料   | 项目        | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年一季度 |
|------|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 木薯   | 采购量（万吨）   | 3.30     | 0.37     | 2.66     | 0.02      |
|      | 采购均价（元/吨） | 485.65   | 686.10   | 804.49   | 767.48    |
| 木薯干片 | 采购量（万吨）   | --       | 0.86     | --       | --        |
|      | 采购均价（元/吨） | --       | 1,310.52 | --       | --        |
| 原淀粉  | 采购量（万吨）   | 77.00    | 63.67    | 60.85    | 11.49     |
|      | 采购均价（元/吨） | 2,646.68 | 2,790.61 | 3,137.88 | 3,124.40  |
| 变性淀粉 | 采购量（万吨）   | --       | --       | 15.40    | --        |
|      | 采购均价（元/吨） | --       | --       | 3,569.67 | --        |

资料来源：广西农垦

原材料自给方面，该公司利用土地资源优势，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。2016-2017 年，木薯产量分别为 0.60 万吨和 0.62 万吨，可以满足一部分原料需求；2018 年公司主要原料以外采淀粉为主，当年未种植木薯。

2016-2018 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 13.49 万吨、15.41 万吨和 16.61 万吨。在下游需求疲软的情况下，明阳生化淀粉产能开工不足。因进行原粉贸易，明阳生化原淀粉销量大幅高于产量；2018 年因新增变性淀粉贸易，其销量亦明显高于产量。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。木薯酒精与淀粉开工率同向性较强，因以木薯为原料生产加工的淀粉产品较少，配套的酒精产能利用率亦很低，近年来木薯酒精产销量不大，2018 年销量增加主要系进行酒精贸易及库存酒精加速出清所致。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；2018 年以来变性淀粉价格回升，原淀粉价格略有下降。

**图表 19. 公司木薯加工业务主要产品产销情况**

| 产品   | 项目            | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年一季度 |
|------|---------------|----------|----------|----------|-----------|
| 木薯淀粉 | 原淀粉产量（万吨）     | 0.27     | 0.08     | 0.95     | 0.003     |
|      | 原淀粉销量（万吨）     | 57.53    | 54.22    | 41.73    | 8.23      |
|      | 原淀粉销售均价（元/吨）  | 3,101.53 | 3,280.83 | 3,239.66 | 3,253.21  |
|      | 变性淀粉产量（万吨）    | 13.49    | 15.41    | 16.61    | 2.99      |
|      | 变性淀粉销量（万吨）    | 10.99    | 16.99    | 30.08    | 4.08      |
|      | 变性淀粉销售均价（元/吨） | 3,851.87 | 3,677.01 | 4,204.33 | 4,380.29  |
|      | 产能利用率         | 30.57%   | 34.42%   | 36.91%   | 26.58%    |
| 酒精   | 产量（万吨）        | 0.13     | 0.29     | --       | --        |
|      | 销量（万吨）        | 0.38     | 0.19     | 2.11     | --        |

| 产品 | 项目        | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年一季度 |
|----|-----------|----------|----------|----------|-----------|
|    | 销售均价（元/吨） | 4,153.44 | 4,550.97 | 4,687.89 | --        |
|    | 产能利用率     | 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，近年来受下游需求疲弱影响，叠加国家玉米淀粉放量及自身生产线技改，该公司木薯加工业务总体开工率较低。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

该公司下属的广西农垦永新畜牧集团（简称“畜牧集团”）拥有广西规模最大的养猪场。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。

2016-2018 年，畜牧集团生猪养殖规模分别为 98.69 万头、106.13 万头和 128.52 万头，其中农户养殖量占比分别为 38.59%、29.80%和 48.07%。

图表 20. 公司生猪养殖规模情况

| 项目        | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年一季度 |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| 生猪养殖量（万头） | 98.69  | 106.13 | 128.52 | 71        |
| 其中：公司     | 60.61  | 74.50  | 66.74  | 37.09     |
| 农户        | 38.08  | 31.63  | 61.78  | 33.91     |

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，并通过规模化采购。以蛋白饲料豆粕为例，2015-2018 年采购均价分别为 3,015 元/吨、3,020 元/吨、3,076 元/吨和 3,116 元/吨，逐年递增。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。受亚洲猪瘟影响，全国豆粕供应充足，2019 年一季度豆粕价格走低。

2016-2018 年，畜牧集团种猪出栏量分别为 5.39 万头、4.17 万头和 4.64 万头；肉猪出栏量分别为 63.92 万头、64.42 万头和 58.17 万头，2018 年同比下降主要系受猪瘟影响。销售均价方面，2016-2018 年公司种猪价格分别为 35.61 元/千克、38.45 元/千克和 29.95 元/千克，肉猪价格分别为 21.38 元/千克、14.81 元/千克和 12.76 元/千克。2016 年在供给收缩背景下肉猪价格反弹明显，2017 年肉猪价格回落，但种猪价格仍坚挺；2018 年畜牧集团种猪及肉猪价格分别回落至 29.95 元/千克和 12.76 元/千克，主要系跨省运输受限背景下区内种猪和肉猪供应量增加而价格下跌，2019 年一季度价格呈微降趋势。

**图表 21. 公司肉猪及种猪存栏、出栏及销售均价情况**

| 品种 | 项目         | 2016 年(末) | 2017 年(末) | 2018 年(末) | 2019 年一季度(末) |
|----|------------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 种猪 | 存栏量(万头)    | 3.19      | 4.02      | 5.19      | 5.73         |
|    | 出栏量(万头)    | 5.39      | 4.17      | 4.64      | 1.38         |
|    | 销售均价(元/千克) | 35.61     | 38.45     | 29.95     | 29.41        |
| 肉猪 | 存栏量(万头)    | 23.98     | 22.16     | 45.25     | 44.63        |
|    | 出栏量(万头)    | 63.92     | 64.42     | 58.17     | 17.22        |
|    | 销售均价(元/千克) | 21.38     | 14.81     | 12.76     | 11.81        |

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 年生猪价格持续下降，毛利率同比略有下滑。

#### 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。公司下属广西剑麻集团有限公司（简称“剑麻集团”）是广西最大的剑麻生产、加工、流通企业之一；下属广西农垦茶叶集团有限公司是广西最大的产供销、产学研、初精制一体化茶业企业之一，拥有茶叶生产基地 3.2 万亩。

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。2016-2017 年，公司经济作物及林木种植面积保持相对稳定；主要因环保问题，2018 年自治区政府不鼓励种植速生桉，砍伐后未重新种植，因此林木种植面积减少，种植面积降至 106.29 万亩。

**图表 22. 公司经济作物及林木种植面积情况（单位：万亩）**

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----|--------|--------|--------|
| 甘蔗 | 32.40  | 30.29  | 30.96  |

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----|--------|--------|--------|
| 水果 | 16.76  | 17.85  | 17.67  |
| 剑麻 | 5.06   | 4.90   | 4.77   |
| 茶青 | 0.90   | 0.92   | 0.96   |
| 橡胶 | 3.71   | 3.26   | 2.58   |
| 林木 | 67.61  | 67.85  | 49.55  |
| 合计 | 126.44 | 125.07 | 106.29 |

资料来源：广西农垦

### E. 土地整理开发业务

该公司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：一是对土地进行开发整理，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会因政府机构流程<sup>5</sup>而有所延缓。企业纳税地方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 23. 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 |
|--------|----------------------|-----------------------------|-------|--------|------------|
| 明阳工业区  | 南宁吴圩国际机场<br>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 | 20.90 | 12.54  | 12.54      |
| 新兴工业园  | 柳江县                  | 26.21平方公里                   | 5.86  | 5.20   | 4.20       |
| 北部湾园区  | 北海市                  | 7.97平方公里                    | 4.11  | 0.51   | 3.60       |
| 良丰产业园区 | 桂林市雁山区良丰农场           | 10.00平方公里                   | 1.99  | 0.10   | 1.11       |
| 西江产业园区 | 贵港市区西郊               | 5.99平方公里                    | 0.91  | 0.14   | 0.01       |
| 合计     | --                   | --                          | 33.77 | 18.49  | 21.46      |

资料来源：广西农垦（截至 2018 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、良丰产业园区和西江产业园区等。截至 2018 年末，上述项目累计投资 33.77 亿元，土地开发成本 18.49 亿元，已取得土地出让金返还 21.46 亿元。

<sup>5</sup>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。



2016-2018 年，该公司收到的财政（税收）返还<sup>6</sup>分别为 2.28 亿元、2.02 亿元和 2.80 亿元；公司获得的国有土地出让金返还金额 3.56 亿元、2.53 亿元和 4.50 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。2016-2018 年公司土地整理开发收入分别为 3.56 亿元、2.87 亿元和 3.56 亿元。

为布局综合房地产业务，2018 年该公司出资 3.60 亿元组建全资子公司广西悦桂田园文化旅游投资有限责任公司（简称“悦桂文旅”）。未来除土地一级整理外，公司还将利用垦区农场土地启动乡村振兴项目，建设文旅、康养项目及特色小镇。

#### 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，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，规划占地 3,300 亩，实际投资 11,740 万美元，已于 2014 年 9 月完工。2017 年受当地政府更替和园区管理调整收入明显收缩；（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（简称“越南项目”），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；越南项目 2018 年以来开始产生仓储业务收入，但因受下游行业景气度低迷影响，越南项目 10 万吨木薯变性淀粉产能开工仍不足。

图表 24. 公司海外商业项目近年来实现收入情况（单位：万元）

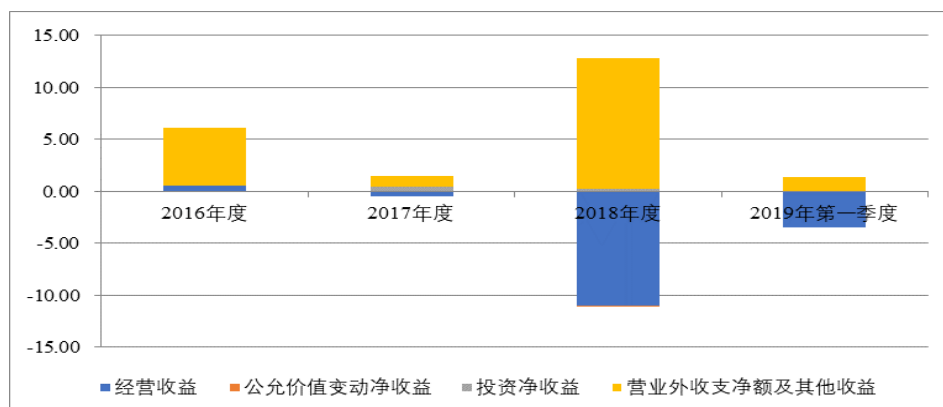
| 名称                                | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年    |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|-----------|
| 俄罗斯诺夫哥罗德项目                        | 245.70   | 235.60   | 270.09   | 232.56    |
| 印尼经贸区项目                           | 8,304.83 | 1,295.43 | 8,275.00 | 6,486.42  |
| 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 | --       | --       | --       | 11,673.47 |
| 合计                                | 8,550.53 | 1,531.03 | 8,545.09 | 18,392.45 |

资料来源：广西农垦

<sup>6</sup> 计入“递延收益”科目。

## (2) 盈利能力

图表 25. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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

近三年，该公司营业毛利分别为 18.40 亿元、19.13 亿元和 15.35 亿元，变化趋势与营收相反，主要系 2017 年木薯淀粉业务毛利率提升同时毛利规模拉升所致；2018 年公司营业收入与 2016 年基本持平，但主要由于机制糖业务不景气，当年营业毛利低于 2016 年水平。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，逐年递增，近两年则完全高于毛利；2018 年公司坏账损失大幅攀升，主要包括按照 80% 坏账率计提的应收广西投资集团恒元贸易有限责任公司（简称“恒元贸易”）<sup>7</sup>2.95 亿元食糖贸易款（坏账准备 2.36 亿元）及按照 22.36% 坏账率计提的应收广西农垦集团天成纸业有限公司 13.42 亿元往来款（新增坏账准备 2.04 亿元），当年公司计提资产减值损失 5.54 亿元。受毛利下滑、三费高企及大额减值影响，2018 年公司经营收益表现不佳（近三年分别为 0.51 亿元、-0.50 亿元和 -11.04 亿元）。

2019 年一季度，该公司营业毛利仅为 0.81 亿元，而期间费用维持高水平，公司亟待降本增效，提升盈利能力。

图表 26. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构       | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年<br>第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入（亿元）       | 98.98   | 86.08   | 99.51   | 25.75          |
| 营业毛利（亿元）       | 18.40   | 19.13   | 15.35   | 0.81           |
| 期间费用（亿元）       | 17.23   | 21.34   | 20.43   | 16.49          |
| 期间费用率（%）       | 17.23   | 21.34   | 20.43   | 16.49          |
| 其中：财务费用率（%）    | 6.77    | 8.77    | 7.87    | 4.99           |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 6.73    | 7.87    | 9.14    | --             |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 0.03    | 0.08    | 1.13    | --             |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

<sup>7</sup> 根据该公司年报披露，2018 年 5 月广西嘉和投资有限公司对恒元贸易申请破产清算。

近三年该公司经营收益表现不佳，账面盈利对政府补助依赖度高。2016-2018 年，公司营业外收入分别为 8.97 亿元、2.74 亿元和 13.07 亿元，其中政府补助 3.13 亿元、2.20 亿元和 9.61 亿元（以 8.78 亿元土地拆迁补助为主）；2016 年营业外收入还包括 4.22 亿元重组利得<sup>8</sup>。此外，2017-2018 年公司其他收益主要为各类专项基金、项目经费及税收增量分成。公司营业外支出则以社会性支出为主，主要系下属农场承担的修桥补路、农田水利、农村事务等社会职能支出。公司投资收益、公允价值变动净收益及资产处置收益金额小，对盈利贡献有限。2016-2018 年，公司净利润分别为 5.45 亿元、0.66 亿元和 1.11 亿元，2018 年公司经营性亏损，依靠政府补助实现盈利。

2019 年一季度，该公司经营收益持续为负，营业外净收益及其他收益合计 1.39 亿元，当期净亏损-2.07 亿元。

图表 27. 影响公司盈利的其他因素分析

| 影响公司盈利的其他因素  | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年<br>第一季度 |
|--------------|---------|---------|---------|----------------|
| 投资收益（亿元）     | 0.08    | 0.45    | 0.20    | 0.03           |
| 资产处置收益（亿元）   | --      | -0.04   | 0.13    | --             |
| 营业外净收入（亿元）   | 5.49    | -0.50   | 9.14    | 0.69           |
| 营业外收入（亿元）    | 8.97    | 2.74    | 13.07   | 1.24           |
| 其中：政府补助（亿元）  | 3.13    | 2.20    | 9.61    |                |
| 债务重组利得（亿元）   | 4.22    | --      | --      |                |
| 营业外支出（亿元）    | 3.47    | 3.24    | 3.94    | 0.55           |
| 其中：社会性支出（亿元） | 2.88    | 3.15    | 3.69    |                |
| 其他收益（亿元）     | --      | 1.51    | 3.44    | 0.69           |
| 公允价值变动损益（亿元） | -0.004  | 0.0006  | -0.001  | --             |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

注：未披露第一季度营业外收入及支出数据明细

### （3）运营规划/经营战略

截至 2018 年末，该公司在建及拟建项目较多，预计总投资 25.39 亿元，截至 2018 年末已累计投资 11.15 亿元，2019 年和 2020 年分别拟投资 7.44 亿元和 7.26 亿元。拟建项目主要系公司为生猪养殖业务配套的屠宰及冷链项目，为 2019-2020 年的重点投资项目。

图表 28. 截至 2018 年末公司主要在建、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 |        |
|----------|--------|-------|---------|--------|
|          |        |       | 2019 年  | 2020 年 |
| 主要在建项目合计 | 12.98  | 11.15 | 1.44    | 0.85   |

<sup>8</sup> 公司早期因承担部分社会职能，累积较多历史债务。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，债务人为公司辖属单位，担保人和实际还款人为公司。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。

| 项目                      | 概算总投资额       | 已累计投资     | 未来计划投资额     |             |
|-------------------------|--------------|-----------|-------------|-------------|
|                         |              |           | 2019年       | 2020年       |
| (越南归仁)年产10万吨木薯变性淀粉及配套项目 | 4.50         | 5.80      | --          | --          |
| 明阳住房项目                  | 2.36         | 1.35      | 0.50        | --          |
| A区标准厂房项目                | 2.03         | 1.99      | --          | --          |
| 双高一优糖料蔗示范基地             | 0.75         | 0.74      | --          | --          |
| 南宁东盟汽车文化产业园             | 1.30         | 0.69      | 0.30        | 0.30        |
| 广西桂盟医药物流项目              | 0.72         | 0.12      | 0.24        | 0.32        |
| 新厂建设项目                  | 0.60         | 0.07      | 0.37        | 0.23        |
| 回建生活区                   | 0.54         | 0.54      | --          | --          |
| 双高糖料蔗水利项目高效节水灌溉工程       | 0.18         | 0.15      | 0.03        | --          |
| <b>拟建项目合计</b>           | <b>12.41</b> | <b>--</b> | <b>6.00</b> | <b>6.41</b> |
| 金光同正猪场项目                | 4.79         | --        | 2.00        | 2.79        |
| 那梭猪场项目                  | 3.44         | --        | 2.00        | 1.44        |
| 西江万鑫猪场项目                | 4.18         | --        | 2.00        | 2.18        |

资料来源：广西农垦

注：(越南归仁)年产 10 万吨木薯变性淀粉及配套项目因尚未完成决算暂列在建工程。柬埔寨马德旺省年产 30 万吨木薯淀粉项目、柬埔寨年产 30 万吨燃料乙醇等项目因无实际进展，公司暂停上述项目并移出拟建工程。

2018 年，该公司认缴出资 1,000 万元持有北部湾财产保险股份有限公司 0.67%的股权；公司拟出资 2.00 亿元成立广西国有资金互助资金管理有限公司，已实缴出资 0.60 亿元，后续出资尚未确定；公司拟向子公司十万大山公司增资 1 亿元，该增资计划预计于 2019 年完成。

## 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，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。根据改革发展需要，2018 年公司对其组织架构进行优化调整。

由于原董事会成员退休及调离，董事会成员人数不符合公司章程规定。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 6 人。

关联交易方面，根据审计报告所载，2018 年公司日常关联购销（蔗渣、白砂糖、赤砂糖、茶叶、活牛、牛肉制品等）产生的关联交易金额为 3.33 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）为 6.64 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 5.18 亿元。鉴于上述两公司长期面临经营困难，公司存在一定的款项回收风险。

根据该公司提供的 2019 年 5 月 15 日《企业信用报告》，公司本部近三年来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，近三年公司本部及主要子公司糖业集团<sup>9</sup>、畜牧集团、明阳生化本部口径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

受益于 2018 年原入账土地的评估增值，当年末该公司财务杠杆降至较合理水平；公司负债集中于刚性债务且以短期为主，存在一定即期偿付压力。公司投资活动现金持续净流出，经营性现金净流量呈波动性，公司主要依赖于债务类融资弥补资金缺口。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。

### 1. 数据与调整

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，2016 年出具了带强调事项段的无保留意见审计报告<sup>10</sup>，2017-2018 年均出具了标准无保留意见审计报告；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。

2017 年，该公司合并范围无变化。2018 年，公司完成 60 家全民所有制企业公司制改制，形成三级管控体系，并新设立子公司悦桂文旅。截至 2018 年末，公司合并范围内二级子公司共计 28 家。

2018 年，该公司进行重大前期差错更正，对多项会计科目 2017 年当期/期末数进行调整，合并资产负债表方面主要包括调减其他应收款 1.99 亿元、调减无形资产 4.66 亿元、调增预收款项 2.01 亿元、调增未分配利润 5.58 亿

<sup>9</sup> 鉴于广糖集团于 2018 年 9 月成立，本评级报告仍以糖业集团口径查询。

<sup>10</sup> 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。



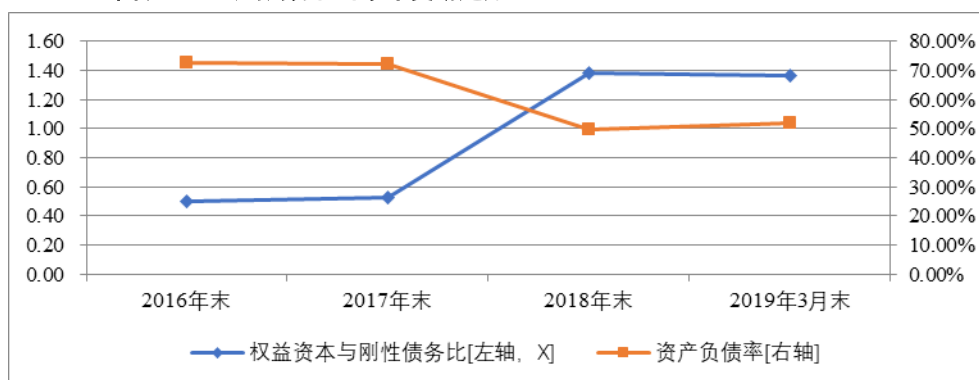
元等；合并利润表方面主要包括调减营业收入和营业成本 20.36 亿元及 19.72 亿元、净利润调减 0.77 亿元。本评级报告 2017 年财务数据使用 2018 年期初数/上年数。

为保证数据可比性，本评级报告中其他应收款不含应收利息，其他应付不含应付利息和应付股利，长期应付款不含专项应付款。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 29. 公司财务杠杆水平变动趋势



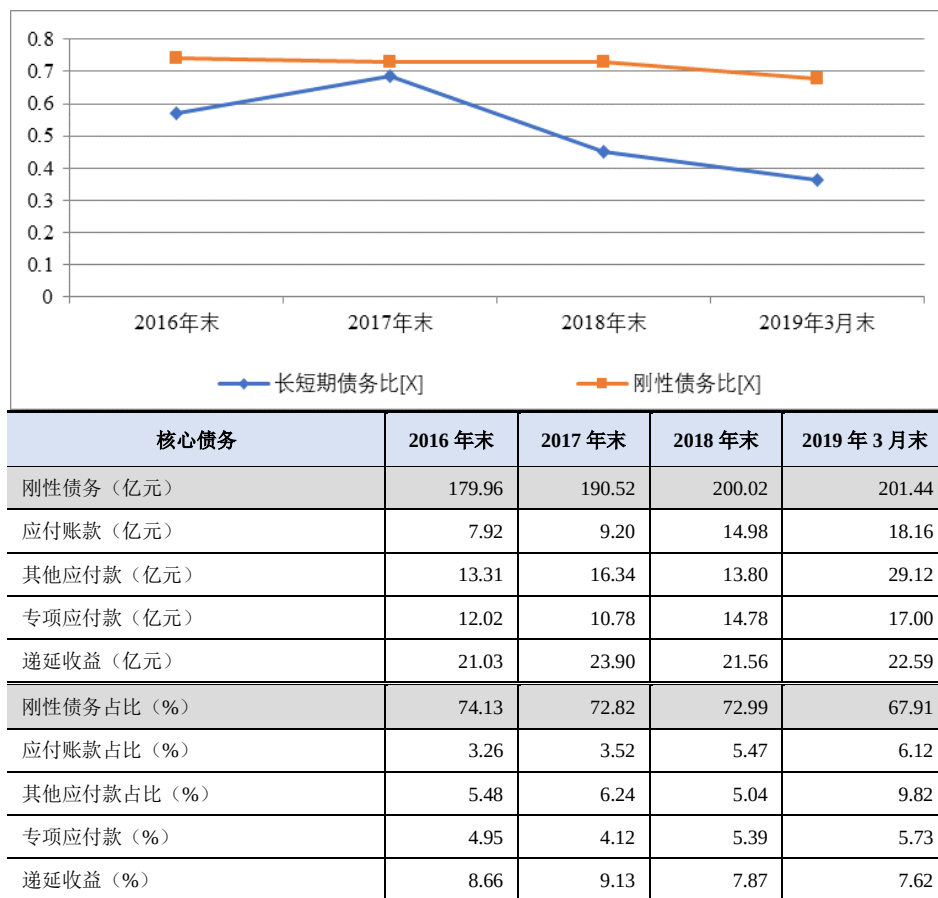
资料来源：根据广西农垦所提供数据绘制。

2016-2017 年末，该公司财务杠杆维持在 72%以上水平。2018 年公司对广西农垦金光农场等 14 家国营农场公司制改制，通过清产核资和资产评估程序，对原评估入账的土地资产进行了评估，当年末土地评估增值由 2017 年末的 76.12 亿元增至 234.35 亿元，资本公积同比增长 192.78%至 240.31 亿元。由于对糖业集团、金光农场等单位进行改制，公司对上述单位的资产及负债重新评估，相关单位未分配利润调整为零，2018 年末未分配利润减少 79.76%至-2.96 亿元，公司净资产大幅增长 175.60%至 277.48 亿元，资产负债率降至 49.69%。近三年末，公司权益资本与刚性债务比分别为 0.50、0.53 和 1.39，2018 年在刚性债务继续扩张下该指标大幅攀升，亦主要受益于入账土地评估增值，净资产规模大幅提升。

2019 年 3 月末，该公司资产负债率为 51.86%，权益资本与刚性债务比为 1.37。若将 15 亿元、期限为 3+N 年的 17 农垦 MTN001 视为债务，资产负债率则为 54.47%。2019 年，公司营运资金需求为 180 亿元，主要通过融资方式获取。其中，银行贷款 89 亿元、发行（超）短期融资券 35 亿元、公司债 19 亿元、定向融资工具 5 亿元、中票票据 30 亿元。若成功发行将进一步推升公司财务杠杆水平。

## (2) 债务结构

图表 30. 公司债务结构及核心债务



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。

债务期限结构方面，2016-2018 年末该公司长短期债务比分别为 0.57、0.69 和 0.45，负债集中于短期。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2016 年以来占比逾 72%；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，2018 年末 87.47% 的应付账款账龄集中于 2 年以内；前五大占比 16.49%，应付对象较为分散。其他应付款主要包括往来款、股权转让款、安置款及职工建房款等，2018 年末应付前五大债权人款项合计占比 30.64%，债权人相对分散。专项应付款包括土地综合开发专项资金、四方塘片区土地转让款、九曲湾汽车城专项土地收入以及税费改革专项资金、征拆补偿专项款等，其中 2018 年末土地综合开发专项资金 9.05 亿元。公司将收到的土地出让金返还和征地补偿款计入专项应付款，将农林水拨款、城乡社区拨款、税收分成等计入递延收益核算，递延收益具体包括收到的道路建设与维修工程、“双高一优”项目、建设用地补偿等各项补贴和税收增量分成。鉴于国家对农业保持较强的扶持力度，预计公司未来可持续获得相关补助。

2019 年 3 月末，该公司其他应付款较年初增长 111.02% 主要系广糖集团

新收购并入大新县世纪飞龙制糖有限公司<sup>11</sup>（简称“飞龙制糖”）新增应付款 7.78 亿元以及新增西江农场凯旋领域项目应付土地往回款、应付征地拆迁安置补偿款等，应付账款较年初增长 21.26%至 18.16 亿元，其他主要负债科目较年初无显著变化。

### （3）刚性债务

图表 31. 公司刚性债务构成

| 刚性债务种类              | 2016 年末       | 2017 年末       | 2018 年末       | 2019 年 3 月末   |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>     | <b>126.41</b> | <b>119.59</b> | <b>151.88</b> | <b>162.56</b> |
| 其中：短期借款             | 50.83         | 73.36         | 84.04         | 98.48         |
| 一年内到期非流动负债          | 40.15         | 10.33         | 34.26         | 34.11         |
| （超）短期融资券            | 30.00         | 30.00         | 30.00         | 27.03         |
| 应付票据                | 1.50          | 2.73          | 1.37          | 2.10          |
| 其他短期刚性债务            | 3.93          | 3.18          | 2.22          | 0.84          |
| <b>中长期刚性债务合计</b>    | <b>53.55</b>  | <b>70.92</b>  | <b>48.14</b>  | <b>38.88</b>  |
| 其中：长期借款             | 2.10          | 4.05          | 8.44          | 8.66          |
| 应付债券                | 45.32         | 61.72         | 33.33         | 22.40         |
| 其他中长期刚性债务           | 6.12          | 5.15          | 6.37          | 7.82          |
| <b>综合融资成本（年化，%）</b> | <b>3.97</b>   | <b>4.25</b>   | <b>4.68</b>   | <b>--</b>     |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理，融资成本为根据公司提供的相关数据估算

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。

近三年，该公司刚性债务逐年递增。期限结构方面，以短期刚性债务为主，存在较大债务循环压力。构成方面，公司主要通过银行借款、发行债券、融资租赁等方式进行融资。2018 年末，公司金融机构借款 98.26 亿元，其中：抵押借款 2.38 亿元、保证借款 53.01 亿元、信用借款 42.87 亿元；应付债券 91.80 亿元，其中：（超）短期融资券 30.00 亿元、一年内到期的中票及企业债账面金额 28.47 亿元、期限在 1 年以上的债券账面金额 33.33 亿元。公司应付融资租赁款为 6.37 亿元，系子公司明阳生化以部分厂房、道路等不动产及生产设备等为租赁物分别与远东国际租赁有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、中垦融资租赁股份有限公司作的售后回租，期限在 3 或 5 年。公司将 15 亿元、期限为 3+N 年的 17 农垦 MTN001 计入其他权益工具科目，若视为债务，2018 年末公司刚性债务则调整为 214.95 亿元，其中短期刚性债务调整为 166.81 亿元。

融资成本方面，根据该公司提供的数据估算，近三年公司综合融资成本分别为 3.97%、4.25%和 4.68%。公司主要以短期借款滚动满足资金需求，融资成本相对较低。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务为 201.44 亿元，较年初无明显变化，其

<sup>11</sup> 截至 2019 年 5 月末该公司已完成股权收购款的支付，尚未完成工商变更。

中短期刚性债务为 162.56 亿元。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 32. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 营业周期（天）           | 129.46 | 180.26 | 212.88 | --            |
| 营业收入现金率（%）        | 99.32  | 108.40 | 100.68 | 103.41        |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 4.10   | -13.08 | -8.22  | -9.68         |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | 8.55   | 6.52   | 10.38  | 4.68          |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 12.65  | -6.55  | 2.15   | -5.00         |
| EBITDA（亿元）        | 18.55  | 14.83  | 16.53  | --            |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.11   | 0.08   | 0.08   | --            |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 2.76   | 1.88   | 1.81   | --            |

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。

近三年，该公司加大食糖、化肥、农药等贸易业务，存货周转速度下降，营业周期延长；收现比指标表现较好，同期公司业务现金收支净额分别为 4.10 亿元、-13.08 亿元和 -8.22 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，分别为 8.55 亿元、6.52 亿元和 10.38 亿元。经营性现金净流量分别为 12.65 亿元、-6.55 亿元和 2.15 亿元。主要受食糖贸易的影响，2017 年经营性现金流转负。

近三年，该公司 EBITDA 分别为 18.55 亿元、14.83 亿元和 16.53 亿元，主要由折旧及摊销贡献。近三年刚性债务递增，利息支出增加，EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所下降。

#### (2) 投资环节

图表 33. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标                      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>一季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | 0.13   | -0.80  | -3.90  | -1.13         |
| 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 | -11.67 | -11.72 | -13.81 | -2.16         |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | -3.43  | 2.34   | 2.25   | -2.69         |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -14.97 | -10.19 | -15.47 | -5.97         |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

2016-2017 年该公司因投资产生的现金收支金额相对较小, 2018 年公司因购买理财产品及投资开发明阳农场等项目, 投资支付现金 3.81 亿元, 当年收回投资与投资支付的现金净流出 3.90 亿元。随着在建工程的持续投入、设备等固定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净流出, 近三年分别为-11.67 亿元、-11.72 亿元和-13.81 亿元。同期, 公司投资性现金净流量分别为-14.97 亿元、-10.19 亿元和-15.47 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 34. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

| 主要数据及指标           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 权益类净融资额           | --     | 15.17  | 1.07   | --            |
| 债务类净融资额           | 14.36  | 5.94   | 6.93   | --            |
| 其中: 现金利息支出        | 7.56   | 8.03   | 2.22   | --            |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | 0.51   | 2.24   | 2.38   | -7.09         |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | 14.87  | 23.35  | 10.38  | -1.52         |

资料来源: 根据广西农垦所提供数据整理。

该公司债务融资依赖度高, 2016-2018 年债务融资净额分别为 14.36 亿元、5.94 亿元和 6.93 亿元。2017 年主要系将发行的永续中票 17 农垦 MTN001 作为权益类融资, 公司权益类融资大幅增长。2018 年广糖集团成立, 其他股东实缴现金出资, 当年公司吸收投资收到现金 8.00 亿元。同期, 筹资性现金流量净额分别为 14.87 亿元、23.35 亿元和 10.38 亿元。

2019 年一季度, 该公司业务收不抵支, 经营性现金净流出 5.00 亿元; 投资性及筹资性现金净流量分别为-5.97 亿元和-1.52 亿元。

## 4. 资产质量

图表 35. 公司主要资产的分布情况 (单位: 亿元)

| 主要数据及指标            |         | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动资产               | 金额      | 126.05  | 153.90  | 159.18  | 177.14      |
|                    | 在总资产中占比 | 37.83   | 42.48   | 28.86   | 30.97       |
| 其中: 货币资金           |         | 52.48   | 58.91   | 56.46   | 44.70       |
| 应收账款               |         | 10.00   | 20.64   | 10.84   | 11.63       |
| 其他应收款              |         | 22.57   | 26.58   | 29.17   | 42.11       |
| 存货                 |         | 18.74   | 23.56   | 47.99   | 64.25       |
| 委托贷款 <sup>12</sup> |         | 12.51   | 10.25   | --      | --          |
| 非流动资产              | 金额      | 207.18  | 208.40  | 392.33  | 394.88      |
|                    | 在总资产中占比 | 62.17   | 57.52   | 71.14   | 69.03       |

<sup>12</sup> 2017 年开始计入“其他流动资产”科目, 此前入账“一年内到期的其他非流动资产”科目

| 主要数据及指标             | 2016 年末      | 2017 年末      | 2018 年末      | 2019 年 3 月末  |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 其中：固定资产             | 62.39        | 65.77        | 65.77        | 78.58        |
| 在建工程                | 35.91        | 33.40        | 33.13        | 34.79        |
| 无形资产                | 90.88        | 85.39        | 250.83       | 250.70       |
| <b>期末全部受限资产账面金额</b> | <b>17.50</b> | <b>26.96</b> | <b>11.00</b> | <b>11.60</b> |
| <b>受限资产账面余额/总资产</b> | <b>5.25</b>  | <b>7.44</b>  | <b>1.99</b>  | <b>2.03</b>  |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

2018 年由于土地评估增值，该公司总资产大幅上升，且集中于长期资产。2018 年末，公司非流动资产占总资产的 71.14%。

该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。随着公司在建工程完工转固及新增购置，近三年公司固定资产规模持续增长且以房屋及机器设备为主；2018 年末，因作为抵质押物所有权受到限制的固定资产为 8.78 亿元，受限比例为 11.25%。同期末，公司在建工程为 33.13 亿元，工程项目数量较多，投资的重点工程包括年产 10 万吨木薯变性淀粉及配套项目、5 万头高档肉牛养殖及屠宰深加工项目、南宁东盟汽车文化产业园、狮子岭种猪场（第五期）等；无形资产为 250.85 亿元，其中土地使用权 244.58 亿元。截至 2018 年末公司国有土地实有面积 183.50 万亩<sup>13</sup>，累计发证总面积 179.89 万亩，目前入账土地约 32.16 万亩（其中农用地 31.53 万亩，建设用地 0.63 万亩），土地评估总价为 226.42 亿元。此外，当年公司按照自治区国资委要求将北耀农场，九龙河农场无偿划拨给国宏公司，减少土地面积 19.65 万亩。2018 年末，土地使用权中 0.40 亿元因作为抵质押物所有权受到限制，受限比例小。后续公司还将择机入账确权土地资产，但具体形式及方案尚未确定。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成，2018 年末分别为 56.46 亿元、10.83 亿元、29.17 亿元和 47.99 亿元，合计占流动资产比重的 90.75%，占总资产比重的 26.19%。公司应收账款账龄在一年内的占比约 70%；前五大欠款单位金额合计 5.69 亿元，主要系糖贸形成，占应收账款的 52.50%，集中度较高。其他应收款主要系往来款、借款及股权转让款，集中度较高，2018 年末前五名欠款单位金额共计 18.45 亿元，其中天成纸业欠款达 13.42 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，2018 年末存货中库存商品 30.27 亿元、原材料 4.84 亿元、在产品 4.60 亿元。2018 年公司制糖产能增加，当年末存货同比增长 103.65%。此外，2016-2017 年期间公司向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（简称“劲达兴”）、广西图宇进出口贸易有限责任公司（简称“图宇公司”）、广西谷仓文化投资有限公司（简称“谷仓文化”）、广西国悦房地产开发有限公司和广西国悦集团有限公司（简称“国悦集团”）等提供委托贷款，由于逾

<sup>13</sup> 具体为农用地及未利用地 170.52 万亩，建设用地 9.37 万亩，存在土地权属争议的 3.61 万亩。除少量土地由垦区工业企业、商业企业、事业单位使用外，主要分布在本公司所属的各农场。



期超过一年，2018 年公司将全部转至其他应收款科目并计提相应坏账准备（2018 年末其他应收款中委托贷款为 9.49 亿元，其中应收图宇公司 1.30 亿元、国悦集团 1.36 亿元、劲达兴 1.85 亿元、谷仓文化 1.15 亿元、天成纸业 3.18 亿元、华成纸业 0.65 亿元）。

根据审计报告披露，截至 2018 年末，该公司受限资产 11.00 亿元，其中因用于担保而受限的土地使用权和固定资产分别为 0.40 亿元和 8.78 亿元，受限货币资金为 1.82 亿元。公司受限资产规模小。

2019 年 3 月末，该公司货币资金较年初减至 44.70 亿元、其他应收款因并入飞龙制糖、预付瓦哈那公司土地款及应收农场往来及农资款而较年初增长 44.35%至 42.11 亿元、存货因机制糖产量增加同时公司出于售价低迷的考量减缓销售而较年初增长 33.89%至 64.25%，其他主要资产科目较年初无明显变化。

## 5. 流动性/短期因素

图表 36. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%） | 81.61   | 99.24   | 84.31   | 81.42       |
| 速动比率（%） | 65.39   | 78.27   | 54.25   | 47.77       |
| 现金比率（%） | 34.33   | 38.30   | 30.13   | 20.68       |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

该公司存货规模较大，导致速动比率明显弱于流动比率。公司刚性债务集中于短期，面临一定即期偿付压力，货币资金可对债务形成一定覆盖。

## 6. 表外事项

2019 年 3 月末，该公司不存在对外担保。

该公司前期为天成纸业、华成纸业、图宇公司、劲达兴等提供委托贷款。根据其 2018 年审计报告所载，公司存在与上述公司追偿权及借款纠纷，涉及金额 12.06 亿元。

## 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。2018 年末，公司本部总资产为 390.23 亿元，其中货币资金 8.16 亿元、其他应收款 83.77 亿元、长期股权投资 263.72 亿元。同期末，公司总负债 143.03 亿元，其中刚性债务 128.21 亿元、其他应付款 10.44 亿元。公司及下属子公司均有银行借款，债券则由本部发行。2018 年公司本部实现收入 0.16 亿元，净利润 1.31 亿元；经营性现金净流量为 6.31 亿元。公司实行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。

## 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，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，2016-2018 年，公司分别获得政府补助 3.13 亿元、2.20 亿元和 9.61 亿元；截至 2018 年末，公司专项应付款及递延收益余额合计 36.34 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 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 183.35 亿元，其中国家政策性银行及五大商业银行授信占总授信约 55%；公司已使用授信额度为 107.14 亿元，尚存一定融资空间。

图表 37. 金融机构的信贷支持

| 机构类别             | 授信额度   | 已使用授信  | 利率前   |
|------------------|--------|--------|-------|
| 全部（亿元）           | 183.35 | 107.14 | 4%-6% |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 40.79  | 36.58  | 4%-6% |
| 工农中建交五大商业银行（亿元）  | 61.49  | 4.85   | 4%-6% |

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 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。2019 年 3 月 18 日，该公司未调整 14 广西农垦债票面利率，本期债券回售金额为 0.93 亿元，本金余额为 6.07 亿元。

## 跟踪评级结论

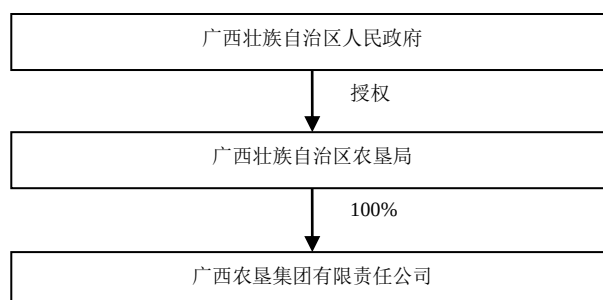
该公司系广西自治区政府出资设立的大型国有农业综合产业集团。公司业务较为多元，主营机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业及土地整理开发等。公司依托自身土地资源，在原材料自给方面具有一定的竞争优势。2018 年广糖集团成立，蔗区面积及机制糖产能扩大；自 2016/2017 榨季进入食糖增产周期，糖价持续下滑并于 2018 年出现成本倒挂现象，制糖业务经营压力显著加大。在非洲猪瘟影响下生猪价格持续回落，对营收贡献有限。近两年公司经营收益表现不佳，经营性亏损持续扩大，盈利对政府补助依赖度高，公司亟待降本增效、提升盈利能力。

财务方面，受益于 2018 年原入账土地的评估增值，当年末该公司财务杠杆降至较合理水平；公司负债集中于刚性债务且以短期为主，存在一定即期偿付压力。公司投资活动现金持续净流出，经营性现金净流量呈波动性，主要依赖债务类融资弥补资金缺口。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。

同时，我们仍将持续关注：（1）机制糖行业政策变化；（2）土地入账政策及后续该公司土地评估入账方案及进展；（3）主要业务产能释放情况；（4）往来款及委托贷款的回收情况；（5）在建拟建项目资金平衡及建设进度等。

附录一：

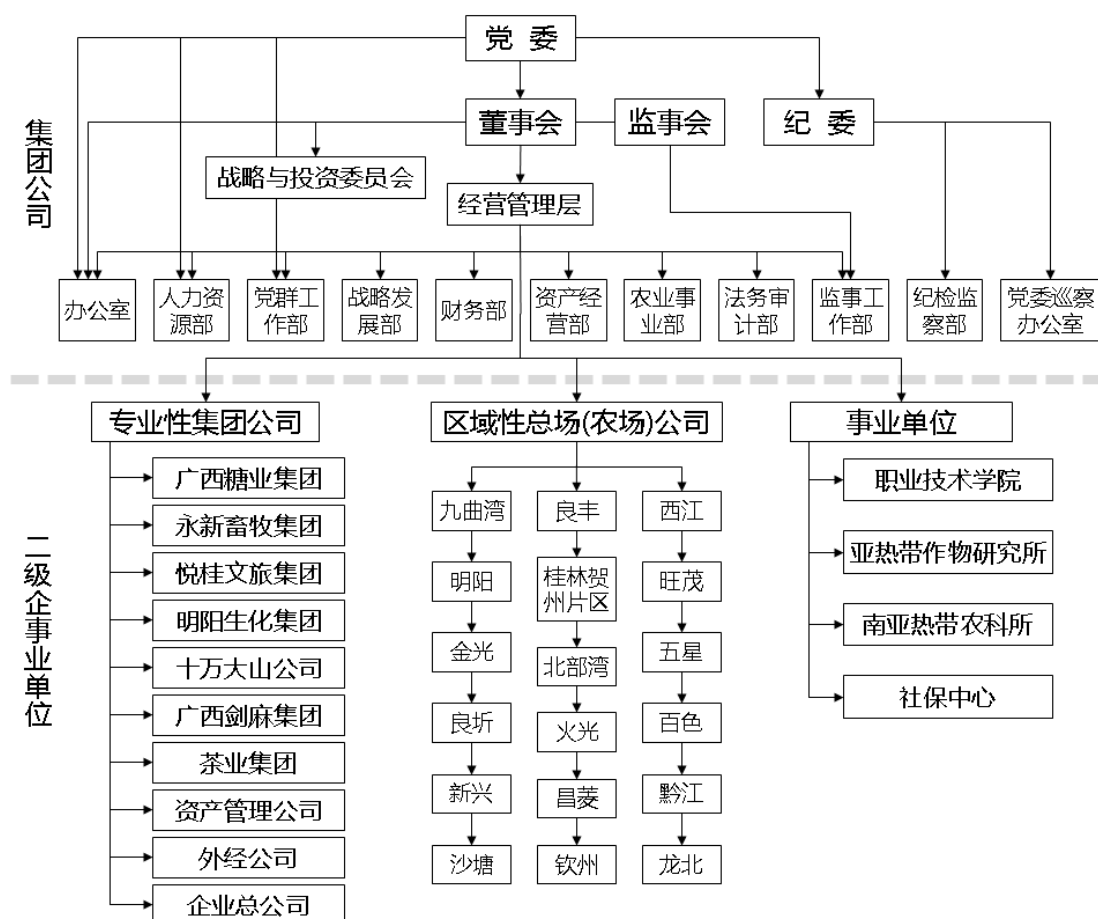
公司与实际控制人关系图



注：根据广西农垦提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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<br>持股比例<br>(%) | 主营业务           | 2018 年（末）主要财务数据（亿元） |        |       |       |                | 备注    |
|------------------|------|-------|--------------------|----------------|---------------------|--------|-------|-------|----------------|-------|
|                  |      |       |                    |                | 负债总额                | 所有者权益  | 营业收入  | 净利润   | 经营环节现金<br>净流入量 |       |
| 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  | 143.03              | 247.20 | 0.16  | 1.31  | 6.31           | 母公司口径 |
| 广西糖业集团有限公司       | 广糖集团 | 子公司   | 66.12              | 机制糖生产、销售       | 74.17               | 16.53  | 40.92 | -5.24 | 5.44           | 二级子公司 |
| 广西农垦明阳生化集团股份有限公司 | 明阳生化 | 子公司   | 95.50              | 淀粉、酒精的生产、销售    | 65.15               | 0.95   | 26.90 | 0.16  | 5.84           | 二级子公司 |
| 广西农垦永新畜牧集团有限公司   | 畜牧集团 | 子公司   | 90.75              | 种猪、生猪的养殖、销售    | 6.67                | 8.21   | 10.80 | 1.45  | 1.68           | 二级子公司 |
| 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     | 2.69                | 0.06   | 1.76  | -0.05 | -0.05          | 二级子公司 |
| 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      | 5.35                | 0.72   | 1.79  | -0.02 | 0.09           | 二级子公司 |
| 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 | 3.93                | 1.61   | 8.07  | 0.05  | 1.29           | 二级子公司 |

注：根据广西农垦 2018 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]      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 资产总额 [亿元]            | 333.23 | 362.30 | 551.51 | 572.02         |
| 货币资金 [亿元]            | 52.48  | 58.91  | 56.46  | 44.70          |
| 刚性债务[亿元]             | 179.96 | 190.52 | 200.02 | 201.44         |
| 所有者权益 [亿元]           | 90.48  | 100.68 | 277.48 | 275.39         |
| 营业收入[亿元]             | 98.98  | 86.08  | 99.51  | 25.75          |
| 净利润 [亿元]             | 5.45   | 0.66   | 1.11   | -2.07          |
| EBITDA[亿元]           | 18.55  | 14.83  | 16.53  | —              |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 12.65  | -6.55  | 2.15   | -5.00          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -14.97 | -10.19 | -15.47 | -5.97          |
| 资产负债率[%]             | 72.85  | 72.21  | 49.69  | 51.86          |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 50.28  | 52.85  | 138.72 | 136.71         |
| 流动比率[%]              | 81.61  | 99.24  | 84.31  | 81.42          |
| 现金比率[%]              | 34.33  | 38.30  | 30.13  | 20.68          |
| 利息保障倍数[倍]            | 1.90   | 1.11   | 1.08   | —              |
| 担保比率[%]              | 0.25   | —      | —      | —              |
| 营业周期[天]              | 129.46 | 180.26 | 212.88 | —              |
| 毛利率[%]               | 18.59  | 22.22  | 15.42  | 3.15           |
| 营业利润率[%]             | 0.60   | 1.65   | -7.30  | -10.71         |
| 总资产报酬率[%]            | 3.95   | 2.50   | 2.16   | —              |
| 净资产收益率[%]            | 6.21   | 0.69   | 0.58   | —              |
| 净资产收益率*[%]           | 5.72   | 0.34   | 1.24   | —              |
| 营业收入现金率[%]           | 99.32  | 108.40 | 100.68 | 103.41         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 7.97   | -4.23  | 1.25   | —              |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -0.98  | -6.64  | -4.97  | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 2.76   | 1.88   | 1.81   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.11   | 0.08   | 0.08   | —              |

注：表中数据依据广西农垦经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算；因会计差错更正，2017 年财务数据使用 2018 年审计报告期初数（上年数）。

### 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(%)=期末未清偿担保余额/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<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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。