

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(2020)100752】

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+/2020年6月29日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019年6月26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	2017年	2018年	2019年	2020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	18.69	8.16	36.58	46.74
刚性债务	135.74	131.80	129.77	124.81
所有者权益	12.48	247.20	223.31	222.53
经营性现金净流入量	-0.20	6.31	11.18	-0.54
合并口径数据及指标:				
总资产	362.30	551.51	562.93	577.17
总负债	261.62	274.03	302.39	316.55
刚性债务	190.52	200.02	206.70	227.99
所有者权益	100.68	277.48	260.54	260.62
营业收入	86.08	99.51	131.74	26.23
净利润	0.66	1.11	1.25	0.10
经营性现金净流入量	-6.55	2.15	10.04	-2.08
EBITDA	14.83	16.53	19.76	-
资产负债率[%]	72.21	49.69	53.72	54.85
权益资本与刚性债务 比率[%]	52.85	138.72	126.05	114.31
流动比率[%]	99.24	84.31	77.81	91.34
现金比率[%]	38.30	30.13	32.69	35.78
利息保障倍数[倍]	1.11	1.08	1.27	-
净资产收益率[%]	0.69	0.58	0.46	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-4.23	1.25	5.08	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-6.64	-5.00	0.66	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.88	1.81	2.18	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.08	0.10	-

注1: 根据广西农垦经审计的2017-2019年及未经审计的2020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年期初/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

覃斌 qb@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2014年广西农垦集团有限责任公司公司债券(简称“本期债券”或“14广西农垦债”)的跟踪评级反映了2019年以来广西农垦在规模、股东支持、土地确权等方面维持优势,同时也反映了公司在盈利能力、产能利用率、偿债压力、海外项目运营、资本性支出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。

主要风险:

- **盈利能力较弱。**近年来广西农垦机制糖业务受食糖价格低迷影响,盈利能力较弱。另外,受期间费用偏高影响,2019年公司经营收益为负。
- **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。

- 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。广西农垦在建项目数量较多，存在一定的资本性支出压力。
- 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跟踪分析与评估，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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。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。印尼经贸合作区项目自 2017 年以来受当地政府更替和园区管理调整收入明显萎缩，业绩下滑。明阳生化木薯废渣及黄浆综合利用项目因主生产线产能利用率低，未发挥其应有作用。

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 2020 年 5 月末，该公司存续期内债券（含债权投资计划）本金余额合计 83.57 亿元，付息情况（若有）均正常。

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 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
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
17 农垦 PPN001	5.00	5.00	3 年	6.30	2017-11-03	2020-11-03	10 亿元/2017 年 5 月	付息正常
17 农垦 PPN002	5.00	5.00	3 年	6.30	2017-12-28	2020-12-28		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
19 桂农垦集团 ZR001	5.00	5.00	2 年	5.70	2019-07-19	2021-07-19	-	付息正常

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)	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
19 农垦 MTN001	8.00	8.00	3 年	5.80	2019-11-11	2022-11-11	18 亿元/2019 年 9 月	未到付息期
20 农垦 MTN001	10.00	10.00	3 年	5.70	2020-02-13	2023-02-13		未到付息期
20 农垦 SCP001	10.00	10.00	0.74 年	3.80	2020-02-27	2020-11-23	60 亿元/2020 年 1 月	未到兑付期
20 桂农 01	9.50	9.50	3 年	5.00	2020-03-30	2023-03-30	19 亿元/2020 年 1 月	未到付息期

资料来源：Wind（截至 2020 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

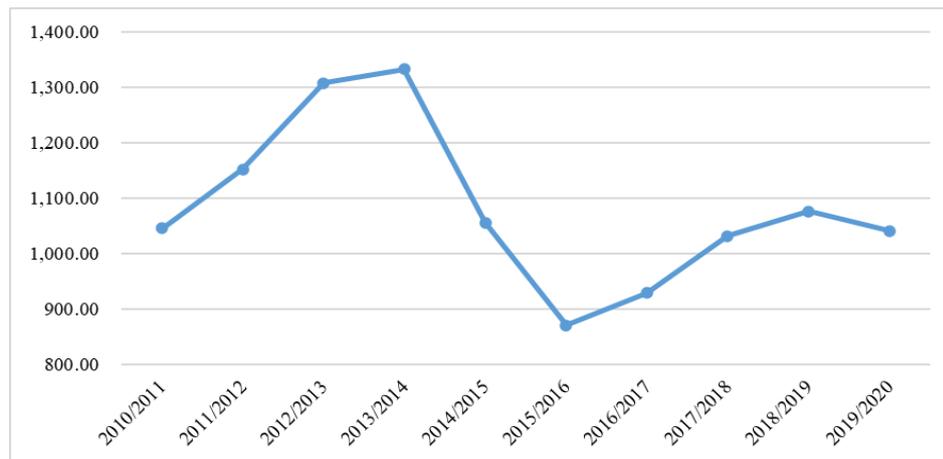
A. 制糖行业

制糖行业具有明显的周期性，2016/2017-2018/2019 榨季为增产周期，2019/2020 榨季或将开始新的减产周期。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，但保障措施关税已于 2020 年 5 月末停征，我国进口糖成本将大幅减少，未来国内糖市或将受到一定冲击。

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，甘蔗糖约占总食糖产量比重的九成。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。2010/2011-2013/2014 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；2016/2017-2018/2019 榨季起进入新一轮增产周期，2018/2019 榨季食糖产量升至 1,076.04 万吨。2019/2020 榨季或将开始新的减产周期，截至 2020 年 5 月末，食糖产量降至 1,040.72 万吨。除周期性因素外，制糖量减少亦与天气、种植面积减少有关。2019 年中国日照和降水量总体偏少，干旱、台风等天气影响了甘蔗的生长发育，甘蔗长势中等偏差。甘蔗单产减少，同时种植面积减少，从而影响了 2019/2020 榨季的产量。

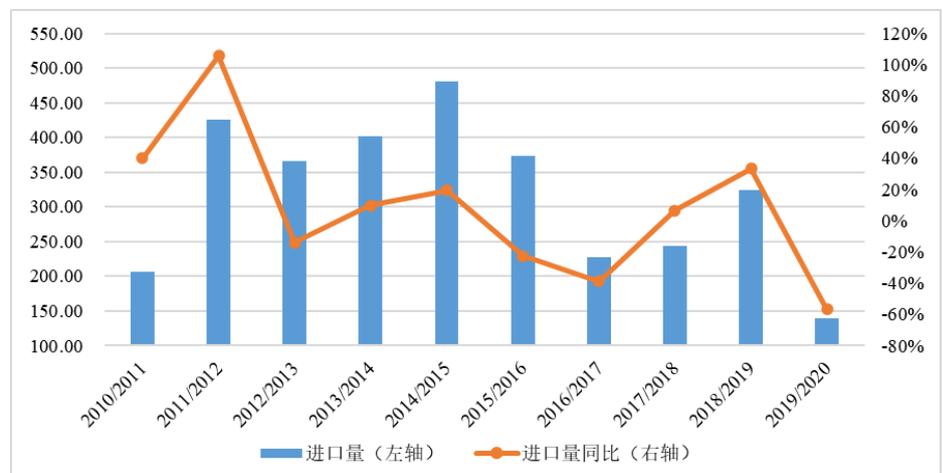
图表 3. 2010/2011 榨季以来我国食糖产量（单位：万吨）



资料来源：中国糖业协会（截至 2020 年 5 月末）

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，2017-2019 年我国食糖国内消费总量分别为 1,442.70 万吨、1,467.50 万吨和 1,468.20 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，但近年来主要含糖食品产量增速出现放缓或转负。

图表 4. 近年来我国主要食糖进口情况（单位：左轴：万吨）



资料来源：中国糖业协会（截至 2020 年 5 月末）

从供需平衡角度看，我国食糖持续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。因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。根据中国糖业协会数据显示，我国进口食糖量从 2016/2017 榨季的 227.96 万吨增至 2018/2019 榨季的 324.16 万吨。截至 2020 年 5 月末，2019/2020 榨季进口食糖量为 140.00 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 2018/2019 榨季食糖进口量亦有所增加，2019 年 6 月末国内糖价跌至 5,265 元/吨，但受 2019/2020 榨季减产影响，2019 年 6 月后国内糖价开始上涨，10 月末价格升至 5,985 元/吨。受新糖上市影响，2019 年末糖价回落至 5,728 元/吨。2020 年初以来，受新冠疫情影响，食糖价格持续回落，截至 2020 年 5 月末，糖价为 5,398 元/吨。

图表 5. 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

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（主要系糖醇解所需原料）等，但用量均较小，对制糖业务成本影响有限。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。近年，广西自治区糖料蔗收购价格采取蔗糖价格挂钩联动、二次结算的管理方式，即先定收购首付价，当一级白砂糖含税销售价格超过某一价格时，启动挂钩联动措施，联动系数近年均为 6%。近年广西自治区甘蔗收购价在 480-530 元/吨左右。但根据广西壮族自治区发改委发布的通知，从 2019/2020 榨季起（2019 年 11 月起）自治区糖料蔗收购价退出政府指导价格

管理，实行市场调节价。

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 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。

价格政策方面，根据《广西壮族自治区发展和改革委员会关于糖料蔗收购价格实行市场调节价问题的通知》，从 2019/2020 榨季起广西自治区内糖料蔗收购价退出政府指导价格管理，实行市场调节价。

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%（叠加配额外关税 50%，实际税率为 95%。下同）；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%。2020 年 5 月 22 日起，保障措施关税已停征，我国进口糖成本将大幅减少，国内糖市或将受到一定冲击。

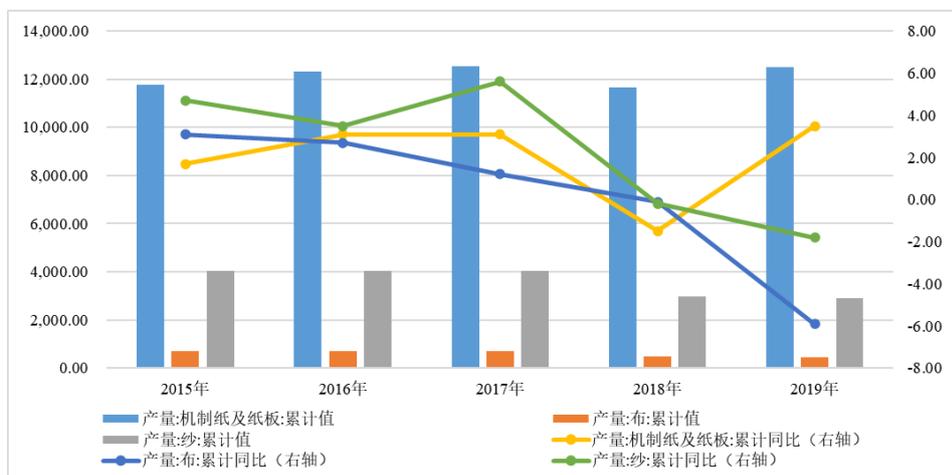
B. 木薯加工行业

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。2017-2018 年主要受原材料价格回升影响，淀粉价格有所回暖，2019 年淀粉价格变化不大；木薯酒精与淀粉价格波动具有较明显同向性，2019 年价格变动亦较小。

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比重约为 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 2017-2019 年产量分别为 12,542.01 万吨、11,660.60 万吨和 12,515.30 万吨，产量增长率分别为 3.10%、-1.50%和 3.50%。2019 年产量虽有所增加，但幅度较小。

图表 6. 下游纺织及造纸行业主要产品产量及变化率情况（单位：万吨、亿米、%）



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，但由于化学浆料会造成环境污染，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，2018 年以来产量持续下降，2019 年产量分别为 456.90 亿米和 2,892.10 万吨，增长率分别为-5.90%和-1.80%。

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 7. 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，2017 年 5 月初至 2018 年末淀粉价格随着原材料价格的回升而震荡走高至 2500 元/吨左右，2019 年淀粉价格变动不大。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 2017 年 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。2018 年和 2019 年木薯酒精价格窄幅波动，2019 年末价格为 5,525 元/吨左右，但 2020 年以来受新冠疫情影响，木薯酒精价格波动较大。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。

图表 8. 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。

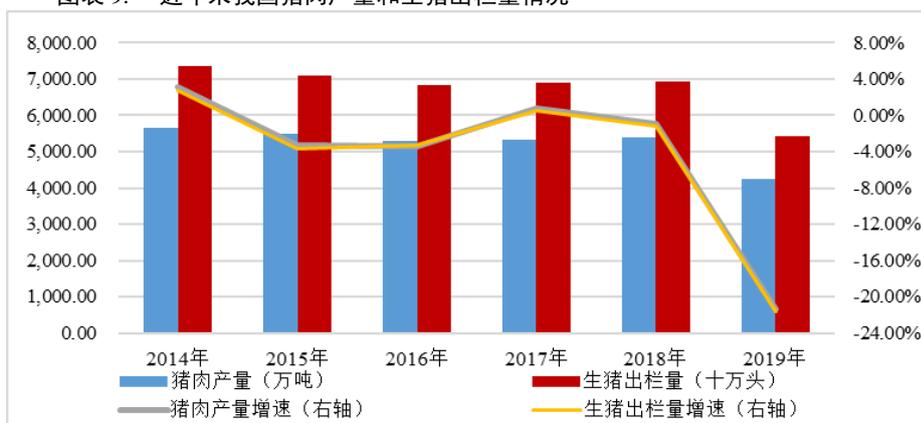
C. 畜牧行业

我国是世界最大的猪肉生产国和消费国，近年来我国生猪养殖行业保持较快发展，规模化养殖比例虽然逐年提升但目前主要参与者仍为中小养殖散户，市场集中度较低。生猪价格因供需变化呈现较为明显的周期性波动，对养殖企业盈利造成较大影响，2018 年 8 月开始受“非洲猪瘟”影响，生猪存栏量持续下降，2019 年 3 月起生猪价格开始飞速上升并于 2019 年 10 月末达到历史最高点，国家通过向市场多次投放储备冻猪肉方式调节市场猪肉价格，并在国家一系列鼓励生猪养殖的政策推动下，目前我国生猪养殖产能正逐步恢复，生猪价格逐步回归正常，预计 2020 年我国生猪价格将呈现前高后低的情况，但整体维持较高水平。

猪肉消费一直是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，占世界猪肉年产量的近 50%，已成为世界最大的猪肉生产国和消费国。猪价波动直接导致农民养猪意愿变化，2017 年主要由于前期养殖利润丰厚，行业养殖规模扩大，加上规模化养殖企业生猪扩张产能释放，生猪出栏量出现增长，我国猪肉产量为 5,340 万吨，按可比口径计算，同比增长 0.80%。2018 年 8 月以来“非洲猪瘟”导致我国生猪产能快速下降，2018 年生猪出栏量同比下降 1.20%，猪肉产量同比下降 0.90%至 5,404 万吨；2019 年生猪出栏量同

比下降 21.60%，猪肉产量同比下降 21.30%至 4,255 万吨。

图表 9. 近年来我国猪肉产量和生猪出栏量情况



资料来源：Wind，历年《国民经济和社会发展统计公报》

一般来说，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）仔猪生长、繁殖（三元）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，按养殖时间来看，一般生猪价格的“猪周期”为 3-4 年。2018 年 1-5 月，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，加之春节过后市场需求低迷及猪肉进口量增加等因素，导致行业呈现供大于求状态，猪价持续快速下滑，至 5 月中旬，生猪价格跌至近三年最低点 10.01 元/公斤；2018 年 5-7 月，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；8 月爆发的“非洲猪瘟”疫情²，扩散速度快、影响大，由于尚未研制出疫苗，一旦被感染，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，并对猪价形成短期支撑；11 月至年末，猪瘟疫情持续扩散导致生猪需求下滑，猪价开始下跌。

2019 年初，市场需求疲软导致猪价整体低迷，至 2 月达到低位拐点；因较长时间的猪瘟疫情使得行业产能下降，并导致生猪市场产生供需缺口，生猪行业自 2019 年 3 月起进入上升周期，猪价持续快速攀升，2019 年 10 月末到达 40.98 元/公斤的历史最高价。后因政府多次投放储备猪肉、出台多项鼓励生猪养殖政策，以缓解猪肉价格过快上涨压力，生猪价格整体呈明显的下降趋势。2020 年初因春节备货以及新冠疫情导致的养殖成本增加、短期供应影响，生猪价格有小幅回升，但 3 月以来，随着交通运输逐步恢复正常、饲料供应充足，以及生猪养殖产能逐步恢复，猪价逐步下降，预计全年回归正常水平。

² 截至 2019 年 5 月末，全国范围内共 32 个省份发生家猪（125 起）和野猪（3 起）“非洲猪瘟”疫情，已有 21 个省份 111 起疫情解封。

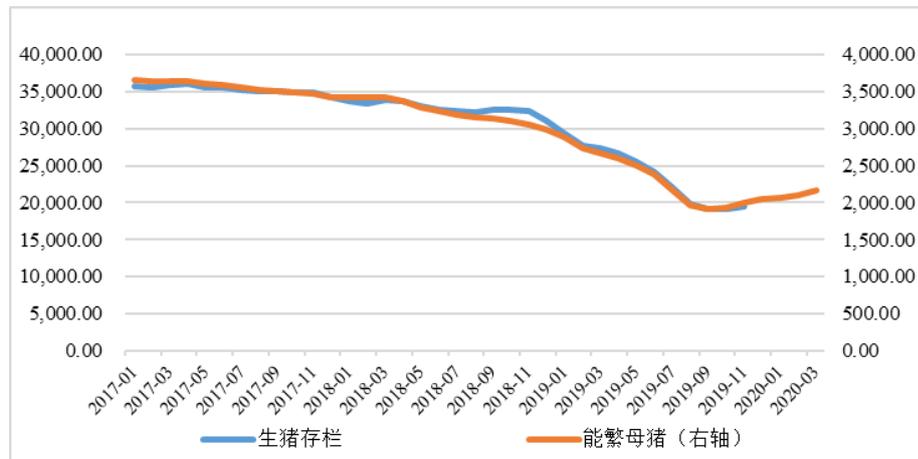
图表 10. 我国生猪和猪肉价格变动情况（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

根据农业农村部统计数据，我国能繁母猪存栏量自 2019 年 10 月以来止降回升，至 2020 年 4 月连续 7 个月恢复增长，生猪存栏量连续 3 个月增长。根据国家统计局数据，2020 年 3 月末我国生猪存栏 32,120 万头，较上年末增长 3.5%，其中能繁殖母猪存栏 3,381 万头，较上年末增长 9.8%。我国生猪生产恢复总体趋势较好，预计随着生猪产能继续恢复，生猪价格将逐步回落。

图表 11. 我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量（单位：万头）



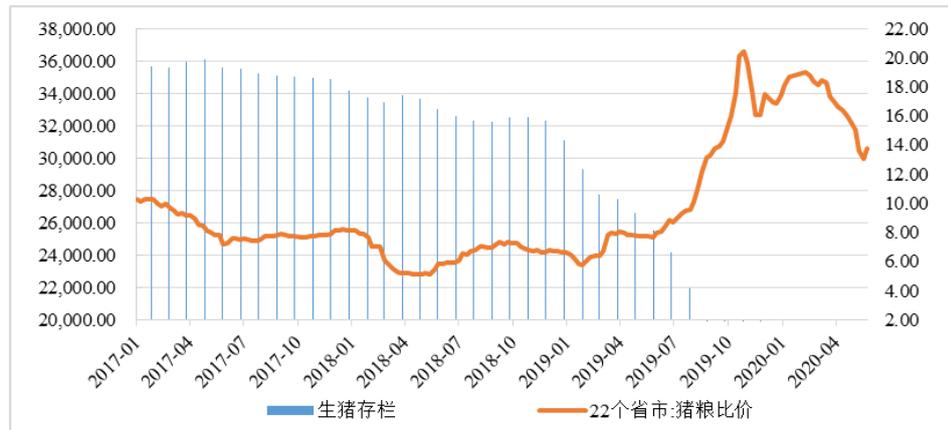
资料来源：Wind

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³。2018 年生猪价格整体波动较大，第一季度猪价持续下滑，自当年 3 月跌破 6: 1 的盈亏平衡点后至 7 月，行业处于深度亏损状态；7-9 月随着生猪价格逐步恢复，猪粮比逐步回升至 7.3: 1；10 月以来猪价下滑，但猪粮比保持在盈亏平衡点之上，行业总体盈利。2019 年 2 月猪粮比达到最低点 5.78: 1；3-11 月随着猪价飞速上涨，猪粮比快速上升，并达到历史高点 20.39: 1。2019 年 11 月以来，猪粮比呈波动下降态势，但仍超过 10:1 的较高水平。预计 2020

³ 猪粮比值 6: 1 为生猪养殖企业盈亏平衡点，处于 5.5: 1~6: 1 之间为轻度亏损，处于 5: 1~5.5: 1 之间为中度亏损，而处于 5: 1 以下为重度亏损。

年全年随着猪价的下降，猪粮比也将回归正常水平。

图表 12. 我国生猪存栏量和猪粮比情况（单位：万头，%）



资料来源：Wind

整体看，在国家出台多项支持生猪养殖扶持政策以促进生猪稳产保供情况下，我国生猪产能已出现稳步增长，后续将逐步回复至正常水平，其中大型规模猪场迅猛发展，市场份额不断提升，生猪养殖行业的集约化和规模化发展程度将持续提升。后续生猪产品供应稳定性和产品质量预计能够有所提升，从而导致行业周期有所延长，同时随着生猪产能恢复，生猪价格将逐步回落至正常水平，价格波动幅度也将减小。

(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。

2017-2018 年，广西自治区招商引资到位资金分别为 7,473.2 亿元和 7,959.3 亿元，同比分别增长 11.7% 和 13.7%。2019 年，广西自治区继续推进产业大招商三年行动计划，当年招商引资到位资金同比增长 11.8%。近年来广西自治区招商引资情况良好，为区内经济发展提供有力支撑。

2017-2019 年，广西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。2019 年供应土地数量大幅增加，主要由住宅类用地供应增加带动。土地成交溢价率方面，近三年南宁市分别为 27.56%、19.51% 和 33.28%；柳州市则逐年下降，分别为 45.64%、28.38% 和 9.89%；北海市亦逐年下降，由 2017 年的 59.89% 降至 2019 年的 7.57%；桂林市土地成交溢价率波动不大，但比率低于 7%。

图表 13. 广西主要城市土地供应及成交情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
供应土地数量（宗）	838	876	1,113
其中：住宅类用地（宗）	326	280	507
工业用地（宗）	242	351	342
供应土地占地面积（万平方米）	2,564.72	3,262.30	3,574.86

项目	2017年	2018年	2019年
供应土地规划建筑面积（万平方米）	5,580.07	6,803.77	7,845.48
成交土地数量（宗）	656	727	844
其中：住宅类用地（宗）	266	246	390
工业用地（宗）	187	290	274
成交土地占地面积（万平方米）	1,972.81	2,640.51	2,848.41
成交土地规划建筑面积（万平方米）	4,341.82	5,634.16	6,350.48
住宅类用地成交土地总价（亿元）	149.62	285.65	814.68
工业用地成交土地总价（亿元）	26.79	35.78	37.69

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

该公司业务多元，主营业务包括机制糖、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。跟踪期内，公司机制糖产量显著增加，带动全年机制糖业务收入大幅增加，经营及盈利压力有所缓解；在非洲猪瘟影响下生猪价格持续上升，畜牧业务收入及毛利率上升；淀粉业务受下游需求乏力影响，收入和毛利率均显著下降。由于各项成本费用快速增长，近两年公司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、经济作物种植、商贸和土地整理开发等，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 14. 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 15. 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	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度
营业收入合计	86.08	99.51	131.74	26.23
其中：（1）机制糖	28.38	36.77	57.09	8.24
在营业收入中所占比重（%）	32.98	36.95	43.33	31.42

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
(2) 畜牧业务	11.81	12.16	18.69	5.60
在营业收入中所占比重 (%)	13.72	12.22	14.18	21.34
(3) 种植业务	6.40	9.16	13.79	3.74
在营业收入中所占比重 (%)	7.43	9.21	10.47	14.27
(4) 木薯淀粉	17.96	18.17	10.99	5.03
在营业收入中所占比重 (%)	20.86	18.26	8.34	19.19
(5) 土地整理开发业务	2.87	3.56	3.38	-
在营业收入中所占比重 (%)	3.34	3.57	2.57	-
(6) 商业业务	5.60	6.67	12.36	2.09
在营业收入中所占比重 (%)	6.50	6.71	9.38	7.96
综合毛利率 (%)	22.22	15.42	10.54	14.09
其中：(1) 机制糖 (%)	18.80	-0.92	2.28	15.83
(2) 畜牧业务 (%)	21.11	28.02	30.07	26.30
(3) 种植业务 (%)	20.66	25.41	13.12	11.15
(4) 木薯淀粉 (%)	16.07	13.71	2.67	1.92
(5) 土地整理开发业务 (%)	54.23	50.35	42.54	-
(6) 商业业务 (%)	3.05	2.71	1.97	12.89

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。

2017-2019 年，该公司营业收入分别为 86.08 亿元、99.51 亿元和 131.74 亿元，呈逐年增加态势。收入构成方面，机制糖收入占营业收入的比重逐年提升，2019 年占比为 43.33%。得益于新并入 5 家糖厂，蔗区扩大，加之 2018/2019 榨季广西甘蔗增产，2019 年公司机制糖产销量同比大幅增加，带动该业务收入大幅增长。总体看，畜牧业务、种植业务、木薯淀粉业务和商业业务占营业收入的比例相当，但年度间有波动。2019 年，畜牧业务收入为同比增长 53.69% 至 18.69 亿元，占营业收入的比重保持在 18.69%；种植业务收入同比增长 50.48% 至 13.79 亿元，占营业收入的比重为 10.47%，2019 年主要得益于蔬菜水果水产等农副产品价格上升，该业务收入同比增加；木薯淀粉业务收入同比减少 39.52% 至 10.99 亿元，占营业收入的比重为 8.34%，因下游需求疲弱，公司停止变性淀粉的贸易，叠加销售均价下滑导致收入大幅下降。2017 年以来商业业务收入增长较快，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，2019 年商业业务收入占营业收入的比重为 12.36%。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⁴，但经营规模较小，对整体业绩影响有限。

2020 年一季度，该公司实现营业收入 26.23 亿元，同比增长 1.87%；综合毛利率为 14.09%，同比上升 10.94 个百分点，主要系机制糖销售均价同比上升，带动综合毛利率上升所致。

⁴ 2017-2019 年，公司酒精收入分别为 2.01 亿元、1.44 亿元和 0.78 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 2.05 元、2.21 亿元和 3.36 亿元；服务业收入分别为 0.96 亿元、1.18 亿元和 2.90 亿元；其他业务收入分别为 8.04 亿元、8.19 亿元和 4.12 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。

A. 机制糖业务

该公司机制糖业务由广西糖业集团有限公司（简称“广糖集团”）负责经营。广糖集团拥有 15 家制糖厂和 1 家酒精厂，因 2018 年新并入的 5 家糖厂于 2019 年 1 月开榨，2019 年公司机制糖产能有所上升，截至 2020 年 3 月末机制糖和酒精年产能分别为 108.00 万吨和 15.00 万吨。

图表 16. 公司蔗区甘蔗种植经济指标情况

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年一季度（末）
甘蔗种植面积（万亩）	90.00	138.00	145.69	146.37
蔗区甘蔗单产（吨/亩）	5.60	7.00	7.00	7.00
蔗区外甘蔗单产（吨/亩）	4.60	5.20	5.50	5.50
蔗区甘蔗出糖率（%）	12.29	11.79	13.22	13.31
蔗区甘蔗种植综合成本（元/吨）	420	380	400	410

资料来源：广西农垦

该公司甘蔗生产采用“公司+基地+农户”的经营方式。截至 2020 年 3 月末，公司拥有蔗区面积 146.37 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⁵。得益于公司的扶持，2017-2019 年所属蔗区内甘蔗单产为 5.60 吨/亩、7.00 吨/亩和 7.00 吨/亩，领先于蔗区外平均水平。

图表 17. 公司甘蔗采购情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
采购量（万吨）	314.96	559.89	848.11	387.63
采购均价（元/吨）	500.00	500.00	508.83	514.47

资料来源：广西农垦

2018 年该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，2019 年得益于新并入的 5 家糖厂，蔗区扩大，加之 2018/2019 榨季甘蔗增产，公司糖料蔗采购量增至约 850 万吨。采购价格方面，因公司采购价格较高的高糖蔗比例上升，当年采购均价从上两年的 500.00 元/吨增至 508.83 元/吨，2020 年第一季度，采购高糖蔗比例持续上升，采购均价升至 514.47 元/吨。

生产方面，2019 年在糖料蔗采购量大幅增长的带动下，该公司产能利用率由 65.24% 提升至 96.76%，同时因甘蔗含糖量提高，机制糖产量比 2018 年增加 32.20 万吨至 100.32 万吨。

销售方面，该公司所产机制糖主要销往广西自治区、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。制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定。目

⁵ 在甘蔗收购时从收购价格中抵扣。

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。在行业增产周期背景下，2017-2019 年上半年，公司机制糖销售均价持续走低，机制糖盈利空间受到挤压。2019 年下半年至 2020 年一季度机制糖价格同比有所回升。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司机制糖销售均价分别为 6,440 元/吨、5,514 元/吨、5,427 元/吨和 5,730 元/吨。

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。2017-2019 年及 2020 年一季度，广糖集团酒精产量分别为 1.93 万吨、0.98 万吨、0.68 万吨和 0.53 万吨，销售价格分别为 4,890 元/吨、5,423 元/吨、5,445 元/吨和 5,603 元/吨，呈持续上升态势。

图表 18. 公司机制糖业务主要产品产能及产销情况

产品	项目	2017 年(末)	2018 年(末)	2019 年(末)	2020 年一季度(末)
机制糖	产能(万吨/年)	104.42	104.42	108.00	108.00
	产量(万吨)	59.03	68.12	100.32	52.94
	其中:精制糖(万吨)	13.06	10.86	18.08	3.43
	产能利用率(%)	56.53	65.24	96.76	-
	销量(万吨)	55.00	64.38	110.31	16.75
	销售均价(元/吨)	6,440	5,514	5,427	5,730
	产销率(%)	93.18	94.51	109.96	31.64
酒精	产能(万吨/年)	15.00	15.00	15.00	15.00
	产量(万吨)	1.93	0.98	0.68	0.53
	产能利用率(%)	12.87	9.80	4.50	-
	销量(万吨)	2.11	0.98	0.57	0.28
	销售均价(元/吨)	4,890	5,423	5,445	5,603
	产销率(%)	109.33	100.00	83.82	52.83

资料来源：广西农垦

注：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。

2017-2019 年该公司机制糖业务收入分别为 28.38 亿元、36.77 亿元和 57.09 亿元。2019 年公司机制糖产销量同比大幅增加，虽然当年销售均价小幅下降，该业务收入仍大幅增长。得益于公司采购高糖蔗比例上升，制糖成本下降，带动业务毛利率转正，但盈利空间仍较薄。同期机制糖业务毛利率分别为 18.80%、-0.92% 和 2.28%。2020 年第一季度，机制糖价格同比有所回升，公司机制糖业务经营及盈利压力有所缓解。

B. 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，在自身

养殖的同时，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。2017-2019年，畜牧集团生猪养殖规模分别为106.13万头、128.52万头和102.52万头，其中农户养殖量占比分别为29.80%、48.07%和49.35%。

图表 19. 公司生猪养殖规模情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
生猪养殖量(万头)	106.13	128.52	102.52	54.42
其中：公司	74.50	66.74	51.93	31.81
农户	31.63	61.78	50.59	22.61

资料来源：广西农垦

生猪养殖成本主要体现在饲料上。饲料的采购由畜牧集团进行统一招标，并进行规模化采购。以蛋白饲料豆粕为例，2017-2019年采购均价分别为3,076元/吨、3,116元/吨和2,936元/吨，有所波动，2019年豆粕价格走低，主要系当年受非洲猪瘟影响，需求下降。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。

2017-2019年，畜牧集团种猪出栏量分别为4.17万头、4.64万头和6.03万头；肉猪出栏量分别为64.42万头、58.17万头和55.79万头，2018-2019年同比下降主要系受猪瘟影响。销售均价方面，2017-2019年公司种猪价格分别为38.45元/千克、29.95元/千克和63.24元/千克，肉猪价格分别为14.81元/千克、12.76元/千克和16.62元/千克。2018年畜牧集团种猪及肉猪价格有所回落，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年种猪及肉猪价格大幅上升，主要系受非洲猪瘟影响，但种猪和肉猪供应量有所下降。2020年一季度，因春节备货以及新冠疫情导致的养殖成本增加、道路封锁影响，种猪和肉猪销售价格继续上升，而出栏量大幅减少。

2017-2019年和2020年第一季度畜牧集团营业收入分别为11.81亿元、12.16亿元、18.69亿元和5.60亿元；毛利率分别为21.11%、28.02%、30.07%和26.30%。其中，2019年受非洲猪瘟影响，生猪销售价格大幅上升，带动业务收入及毛利率同比增加。

图表 20. 公司肉猪及种猪存栏、出栏及销售均价情况

品种	项目	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)	2020年一季度(末)
种猪	存栏量(万头)	4.02	5.19	5.08	5.57
	出栏量(万头)	4.17	4.64	6.03	1.60
	销售均价(元/千克)	38.45	29.95	63.24	89.97
肉猪	存栏量(万头)	22.16	45.25	31.18	39.12
	出栏量(万头)	64.42	58.17	55.79	8.13
	销售均价(元/千克)	14.81	12.76	16.62	39.18

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。受非洲猪瘟影响，2019 年公司生猪养殖规模有所缩减，但受益于生猪价格上升，营业收入及毛利率同比均有所上升。

C. 种植业务

该公司利用土地资源的优势，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。主要因环保问题，自治区政府不鼓励种植速生桉，公司砍伐后未重新种植，因此 2018 年以来林木种植面积减少，2019 年种植面积降至 102.61 万亩。2017-2019 年种植业务收入分别为 6.40 亿元、9.16 亿元和 13.79 亿元，毛利率分别为 20.66%、25.41% 和 13.12%，2019 年主要得益于蔬菜水果水产等农副产品价格上升，该业务收入同比增加 50.48%，但受种植成本增加影响，毛利率同比下降 12.29 个百分点。

图表 21. 公司经济作物及林木种植面积情况（单位：万亩）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
甘蔗	32.57	30.78	31.11
剑麻	4.90	4.77	4.17
水果	17.85	18.18	16.67
茶叶	0.92	0.92	0.93
橡胶	3.26	2.58	2.08
林木	67.76	49.06	47.65
合计	127.26	106.29	102.61

资料来源：广西农垦

D. 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 2019 年末，明阳生化具备约 45.00 万吨木薯变性淀粉和 10.00 万吨酒精的年生产能力。

明阳生化木薯加工原料主要产自广西及越南。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，进一步提升原料供应保障能力。由于鲜木薯保质期较短，故公司鲜木薯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，目前明阳生化鲜木薯采购量较少，原淀粉采购量较大。另外，公司近年还从事原淀粉贸易。采购模式主要通过供应商采购，供应商一般给予公司 3 个月的信用账期。

图表 22. 公司木薯加工业务原材料采购情况

原料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
木薯	采购量（万吨）	0.37	2.66	2.55	1.23
	采购均价（元/吨）	686.10	824.49	699.53	706.21
原淀粉	采购量（万吨）	13.57	18.30	18.86	2.78
	采购均价（元/吨）	2,481.34	3,370.81	3,214.56	3,146.73

资料来源：广西农垦

注：不含贸易采购部分

2017-2019 年，明阳生化原淀粉产量分别为 0.08 万吨、0.95 万吨和 0.14 万吨；同期变性淀粉产量分别为 15.41 万吨、16.61 万吨和 16.81 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。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。2018 年以来变性淀粉价格持续上升，原淀粉价格持续小幅下降。明阳生化以往还涉足木薯淀粉产业链下游木薯酒精的生产，2018 年起已不再生产，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，2019 年因处理剩余库存，以致销售均价大幅下降。

该公司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。公司一般给予客户 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。2017-2019 年公司木薯淀粉收入分别为 17.96 亿元、18.17 亿元和 10.99 亿元，毛利率分别为 16.07%、13.71% 和 2.67%，2019 年受市场景气度下降影响，木薯淀粉销量大幅下降，加之销售均价下滑，该业务收入和毛利率均大幅下降。

图表 23. 公司木薯加工业务主要产品产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
木薯淀粉	原淀粉产量（万吨）	0.08	0.95	0.14	0.01
	原淀粉销量（万吨）	54.22	41.73	46.05	17.67
	原淀粉销售均价（元/吨）	2,527.01	3,239.66	3,144.70	3,034.04
	变性淀粉产量（万吨）	17.79	17.56	16.95	2.61
	变性淀粉销量（万吨）	16.99	30.08	17.02	2.72
	变性淀粉销售均价（元/吨）	4,129.59	4,168.54	3,995.44	3,621.94
	产能利用率（%）	34.42	36.91	37.67	23.20
酒精	产量（万吨）	0.29	-	-	-

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
	销量(万吨)	0.19	2.11	0.14	-
	销售均价(元/吨)	4,550.97	4,687.89	1,273.81	-
	产能利用率(%)	1.91	-	-	-

资料来源：广西农垦

近年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项目产能的利用率，利用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。

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，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⁶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、广西壮族自治区农垦局（简称“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%、农垦局分享50%，农垦局再全额返还给公司。

图表 24. 公司重点园区项目开发成本及出让金返还情况（单位：平方公里、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	南宁吴圩国际机场广西国有明阳农场	10.16	25.20	18.98	17.21
新兴工业园	柳江县	26.21	5.86	5.20	4.20
北部湾园区	北海市	7.97	4.11	0.51	3.60
桂林良丰产业园区	桂林市雁山区良丰农场	10.00	2.15	0.10	2.60
西江产业园区	贵港市西郊	37.02	0.91	0.14	0.01
合计	-	91.36	38.23	24.93	27.62

资料来源：广西农垦（截至2019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2019年末，上述项目累计投资38.23亿元，土地开发成本24.93亿元，已取得土地出让金返还27.62亿元。2019

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，其他返还农垦局，农垦局全额返还给公司。

年末明阳工业区土地开发成本较上年末增加 6.44 亿元，主要系购买土地增减指标费和支出的拆迁补偿费。

2017-2019 年，该公司收到的财政（税收）返还⁷分别为 2.02 亿元、1.50 亿元和 4.25 亿元；获得的国有土地出让金返还金额分别为 2.53 亿元、4.50 亿元和 6.16 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。2017-2019 年公司土地整理开发收入分别为 2.87 亿元、3.56 亿元和 3.38 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。2019 年悦桂文旅营业收入为 6.57 亿元。

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，但受下游行业景气度低迷及设备维修等因素影响，越南项目 10 万吨木薯变性淀粉 2019 年开工率仅为 30% 左右。

图表 25. 公司海外商业项目近年来实现收入情况（单位：万元）

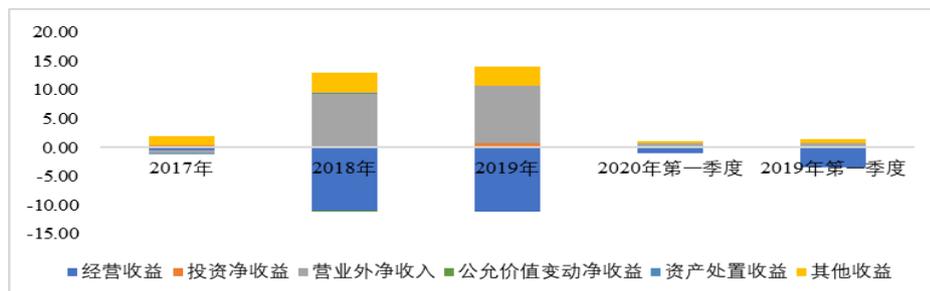
名称	2017 年	2018 年	2019 年
俄罗斯诺夫哥罗德项目	270.09	232.56	149.94
印尼经贸区项目	8,275.00	6,486.42	7,503.94
越南年产 10 万吨木薯变性淀粉和 30 万吨木薯干片仓储开发项目	-	11,673.47	8,002.22
合计	8,545.09	18,392.45	15,656.10

资料来源：广西农垦

⁷ 计入“递延收益”科目。

(2) 盈利能力

图表 26. 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 19.13 亿元、15.35 亿元和 13.89 亿元，其中 2019 年主要因木薯淀粉和商业业务毛利减少，公司营业毛利规模有所缩减。2019 年，畜牧业务（5.62 亿元）为公司最主要的毛利贡献来源，剩余毛利主要来自种植业务（1.81 亿元）、土地整理业务（1.44 亿元）、机制糖业务（1.30 亿元）和木薯淀粉业务（0.29 亿元）；商业业务毛利率低，对盈利贡献较小。近三年公司综合毛利率分别为 22.22%、15.42%和 10.54%，持续下降。

2017-2019 年该公司期间费用分别为 18.37 亿元、20.33 亿元和 24.06 亿元，逐年递增，近三年均高于毛利。其中，管理费用（含研发费用）分别为 8.87 亿元、10.49 亿元和 13.37 亿元，主要为职工薪酬、劳动保险费及折旧费，2019 年增加主要系职工薪酬增加所致；财务费用分别为 7.55 亿元、7.83 亿元和 8.30 亿元；销售费用分别为 1.95 亿元、2.01 亿元和 2.38 亿元。2017-2019 年公司资产减值损失分别为 0.69 亿元、5.54 亿元和 0.30 亿元，其中 2018 年大幅增加主要来源于坏账损失，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”）⁸2.95 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）。同期，公司经营收益分别为-0.50 亿元、-11.04 亿元和-11.11 亿元。

图表 27. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入（亿元）	86.08	99.51	131.74	26.23
营业毛利（亿元）	19.13	15.35	13.89	3.70
期间费用（亿元）	21.34	20.43	24.06	4.55
期间费用率（%）	21.34	20.43	18.26	17.33
其中：财务费用率（%）	8.77	7.87	6.30	6.14
全年利息支出总额（亿元）	7.87	9.14	9.05	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.08	1.13	0.56	-

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

⁸ 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。2017-2019年，公司营业外收入分别为2.74亿元、13.07亿元和13.60亿元，其中政府补助2.20亿元、9.61亿元和11.47亿元（以10.38亿元土地拆迁补助为主）。同期公司其他收益分别为1.51亿元、3.44亿元和3.34亿元，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。2017-2019年，公司净利润分别为0.66亿元、1.11亿元和1.25亿元，总资产报酬率分别为2.51%、2.16%和2.06%。2018-2019年公司持续呈经营性亏损状态，依靠政府补助实现盈利。

2020年一季度，主要受机制糖业务盈利同比提升影响，该公司营业毛利同比大幅增长355.56%至3.70亿元；期间费用为4.55亿元，同比增长7.09%；经营收益为-0.95亿元，盈利能力仍欠佳。营业外净收益及其他收益合计1.07亿元，当期净利润为0.10亿元。

图表 28. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资收益（亿元）	0.45	0.20	0.81	-
资产处置收益（亿元）	-0.04	0.13	0.03	-
营业外净收入（亿元）	-0.50	9.14	9.88	0.74
营业外收入（亿元）	2.74	13.07	13.60	1.54
其中：政府补助（亿元）	2.20	9.61	11.47	
营业外支出（亿元）	3.24	3.94	3.72	0.81
其中：社会性支出（亿元）	3.15	3.69	3.39	
其他收益（亿元）	1.51	3.44	3.34	0.34

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

该公司在建项目较多，主要在建项目预计总投资21.05亿元，截至2019年末累计投资4.53亿元，2020年和2021年分别拟投资4.72亿元和4.83亿元。

图表 29. 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	概算总投资额	已累计投资	未来计划投资额	
			2020年	2021年
同正种猪场建设项目	5.90	0.83	3.75	1.32
国家重点实验室	3.63	0.12	0.05	0.06
防城港那梭畜牧有限公司11,000头母猪场建设项目	3.44	0.03	0.20	3.21
5万头高档肉牛养殖屠宰深加工项目	3.36	0.34	0.10	0.20
职工住房	2.36	2.27	0.09	-
九五大道建设工程	1.26	0.53	0.45	-

项目	概算总投资额	已累计投资	未来计划投资额	
			2020年	2021年
大市场升级改造扩建工程	1.10	0.41	0.08	0.04
合计	21.05	4.53	4.72	4.83

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、管理层、内部管理制度等未发生重大变化。公司存在较大规模关联方资金占用情况，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壮族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。公司董事会、监事会人员及治理结构无重大变化。

关联交易方面，根据审计报告所载，2019年该公司因购销产生的关联交易金额同比有所增加，公司关联购销（蔗渣、白砂糖、赤砂糖、活牛、牛肉制品等）产生的关联交易金额为5.22亿元，交易价格参照市场价格确定。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5.91亿元，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4.48亿元。鉴于上述两公司长期面临经营困难，公司存在较大的款项回收风险。

根据该公司提供的2020年5月21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广糖集团、畜牧集团、明阳生化本部口径不存在重大行政处罚情况，亦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，该公司财务杠杆维持较合理水平。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。2019年公司经营性现金流表现良好，净流入规模持续扩大，现金流平衡能力较强。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2017-2019年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。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。另外，公司于 2019 年起执行《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号），对报表期初数进行了追溯调整。

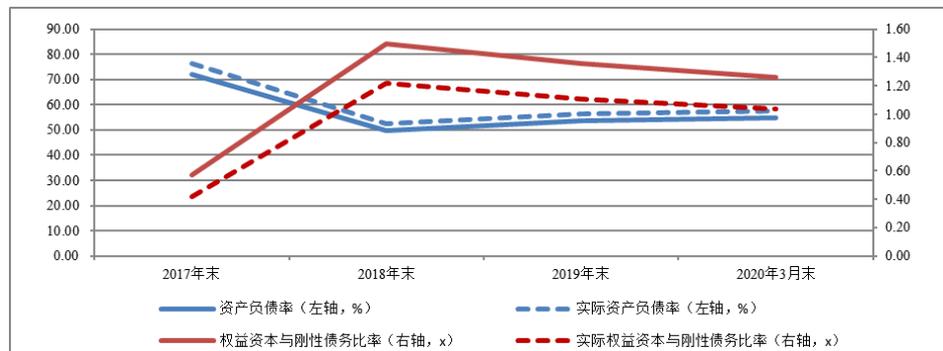
为保证数据可比性，本评级报告中其他应收款不含应收利息，其他应付不含应付利息和应付股利，长期应付款不含专项应付款。

2019 年，该公司新设立二级子公司广西桂垦牧业有限公司，年末公司合并范围内二级子公司共计 28 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 30. 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。2017-2019 年末公司负债总额分别为 261.62 亿元、274.03 亿元和 302.39 亿元。同期末公司所有者权益分别为 100.68 亿元、277.48 亿元和 260.54 亿元。公司所有者权益中包含了 2017 年 12 月 1 日发行的 15 亿元永续中票（期限为 3+N 年）。2018 年末公司所有者权益大幅增加，主要系公司对广西农垦金光农场等 14 家国营农场进行公司制改制，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，资本公积较上年末增长 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。2019 年末，公司所有者权益较上年末减少 16.94 亿元，主要系根据农垦局《广西农垦糖业集团商贸有限公司股权划转事项的通知》（桂垦发[2019]48 号），公司将广西农垦糖业集团商贸有限公司的 100% 股权无偿划转至农垦局下属广西农垦经济技术开发有限公司所致。公司所有者权益以资本公积金为主，2019 年末占所有者权益的比重为 85.62%。

2017-2019 年末，该公司资产负债率分别为 72.21%、49.69% 和 53.72%，若将永续中票纳入债务核算，公司实际资产负债率分别为 76.33%、52.39% 和 56.37%，财务结构相对稳健。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为

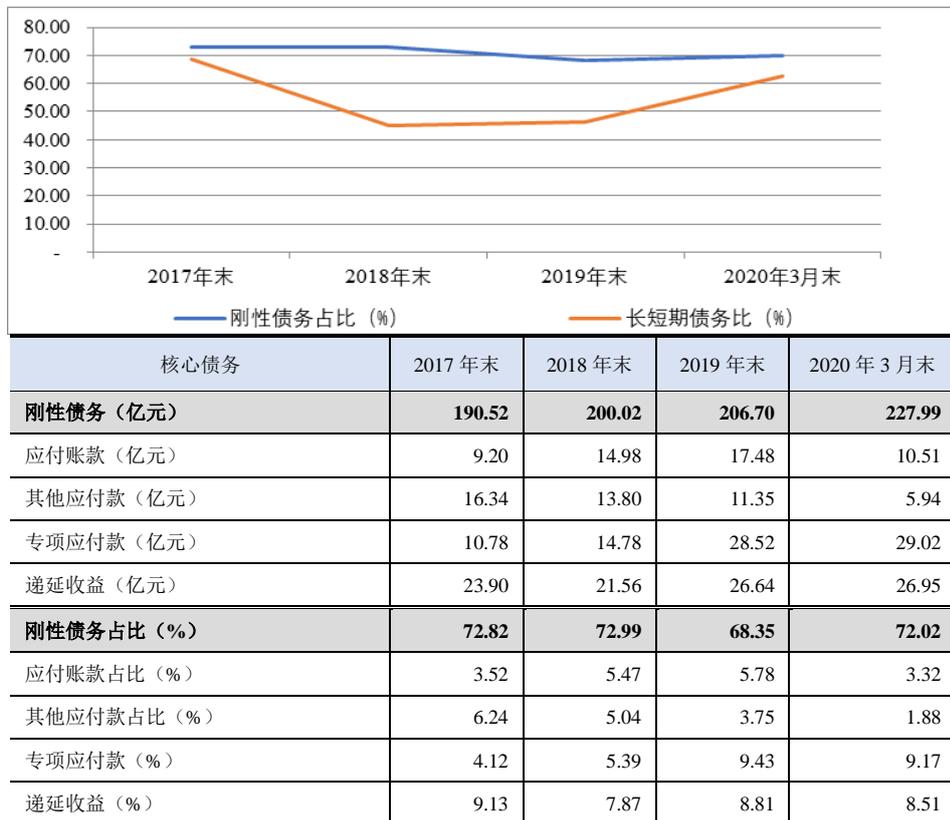
0.57 倍、1.50 倍和 1.36 倍，若将永续中票纳入刚性债务核算，实际权益对刚性债务比率分别为 0.42 倍、1.22 倍和 1.11 倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力一般。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较年初增加 14.16 亿元至 316.55 亿元，所有者权益较年初增加 0.08 亿元至 260.62 亿元。同期末，公司资产负债率为 54.85%，若将永续中票纳入债务核算，公司实际资产负债率为 57.43%，较年初上升 1.06 个百分点；权益资本与刚性债务比率降至 1.26 倍，将其他权益工具调整为债务后的比率为 1.04 倍，较年初小幅下降。

2020 年该公司计划发行债务融资工具 74 亿元，其中中期票据 30 亿元，超短期融资券 20 亿元，公司债 19 亿元，债权融资计划 5 亿元。若成功发行将进一步推高公司财务杠杆水平。

(2) 债务结构

图表 31. 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。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2017-2019 年末刚性债务占比分别为 72.82%、72.99%和 68.35%。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。2019 年末，应付账款为 17.48 亿元，较上年末增加 2.51 亿元；应付账款为 17.48 亿元，较上年末增长 16.73%，主要系应付甘蔗、淀粉等货款；其他应付款为 11.35 亿元，主要包括往来款、股权转让款、安置款及职工建房款等，其他应付款较上年末减少 2.45 亿元，

主要系支付广西世纪飞龙集团有限公司股权收购款所致；专项应付款为 28.52 亿元，较上年末增加 13.74 亿元，主要包括土地综合开发专项资金、四方塘片区土地转让款、征拆迁补偿专项款及西江农场项目专项款等，增加主要系收到大额征拆迁补偿专项款所致。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。2019 年末递延收益为 26.64 亿元，较上年末增加 5.08 亿元，主要系公司收到土地专项资金及社会职能改革财政补助资金所致。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。

2020 年 3 月末，该公司主要因广糖集团及明阳生化支付货款，应付账款较年初减少 6.98 亿元至 10.51 亿元；预收款项较年初增加 3.64 亿元至 10.02 亿元；主要因偿还往来款，其他应付款较年初减少 5.41 亿元至 5.94 亿元；公司除刚性债务以外其他负债科目金额较年初变化不大。

负债期限结构方面，该公司负债以流动负债为主，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 68.70%、45.14%、46.20% 和 62.79%。

(3) 刚性债务

图表 32. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	119.59	151.88	166.96	162.70
其中：短期借款	73.36	84.04	100.58	123.44
一年内到期非流动负债	10.33	34.26	29.45	23.08
超短期融资券	30.00	30.00	30.00	10.00
应付票据	2.73	1.37	5.10	4.36
其他短期刚性债务	3.18	2.22	1.82	1.81
中长期刚性债务合计	70.92	48.14	39.74	65.29
其中：长期借款	4.05	8.44	15.78	22.46
应付债券	61.72	33.33	19.06	38.53
其他中长期刚性债务	5.15	6.37	4.90	4.29
综合融资成本（年化，%）	4.25	4.68	4.45	-

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的数据估算

2017-2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 190.52 亿元、200.02 亿元和 206.70 亿元，逐年增加（若将永续中票纳入核算，金额则分别为 205.44 亿元、214.95 亿元和 221.62 亿元）。期限结构方面，公司刚性债务以短期为主，同期末短期刚性债务占比分别为 62.77%、75.93% 和 80.78%，逐年上升，存在较大债务循环压力。

2019 年末，该公司金融机构借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）为 119.46 亿元，短期借款主要为保证及信用借款，长期借款大部分为信用借款；应付债券 75.41 亿元（若将永续债纳入核算，金额则为 90.34 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 26.35 亿元、期限在 1 年以上的债券账面金额 19.06 亿元。公司应付融资租赁款为 4.90 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。此外，公司于 2017 年 12 月 1 日发行了 15 亿元的永续中票，期限为 3+N 年，票面利率为 6.5%，附赎回、延期、调整票面利率选择权⁹，将于 2020 年 12 月 1 日除权。

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 4.25%、4.68% 和 4.45%。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。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务为 227.99 亿元，较年初增加 21.29 亿元，主要系公司为调整债务期限结构，扩大长期刚性债务规模所致。当期末，短期刚性债务为 162.70 亿元，长期刚性债务为 65.29 亿元，长期刚性债务占比为 28.64%，较年初提升 9.42 个百分点。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 33. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
营业周期（天）	180.26	212.88	184.47	-
营业收入现金率（%）	108.40	100.68	103.93	141.68
业务现金收支净额（亿元）	-13.08	-8.22	0.58	-3.85
其他因素现金收支净额（亿元）	6.52	10.38	9.47	1.77
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-6.55	2.15	10.04	-2.08
EBITDA（亿元）	14.83	16.53	19.76	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.08	0.10	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.88	1.81	2.18	-

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。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 185.66 天、212.88 天和 184.47 天，2019 年有所缩短，主要系公司加大应收账款的催收力度，并减少赊销所致。同期，公司营业收入现金率分别为 108.40%、100.68% 和 103.93%，处于较高

⁹ 赎回：于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。延期：于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期。调整票面利率：本期中期票据采用固定利率计息，在前 3 个计息年度的票面利率为 6.5%；如果发行人不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计算年度至 6 个计算年度内保持不变；此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

水平。同期公司业务现金收支净额分别为-13.08 亿元、-8.22 亿元和 0.58 亿元，2019 年畜牧业盈利增加，广糖集团亏损减少，当年业务现金流入增长；其他因素现金收支净额分别为 6.52 亿元、10.38 亿元和 9.47 亿元，主要体现为资金往来及政府补贴的现金流入，近年公司获得的财政补贴规模较大；经营性现金净流量分别为-6.55 亿元、2.15 亿元和 10.04 亿元。2020 年第一季度，公司营业收入现金率为 141.68%，经营性现金流量净额为-2.08 亿元，净流出主要系当期榨季中采购糖料蔗等支出规模大，加之年初未收到政府补助所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 14.83 亿元、16.53 亿元和 19.76 亿元，逐年增长，主要由列入财务费用的利息支出和折旧贡献。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.09 倍、0.08 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数分别为 1.88 倍、1.81 倍和 2.18 倍。随着 EBITDA 的增长，其对刚性债务本息的覆盖程度有所提升。

(2) 投资环节

图表 34. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.12	-2.24	-1.66	-0.02
取得投资收益收到的现金	0.32	0.28	0.45	0.01
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	-11.72	-13.81	-8.02	-2.68
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.34	0.30	1.10	-1.19
投资环节产生的现金流量净额	-10.19	-15.47	-8.14	-3.88

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

该公司投资性现金主要体现购建固定资产及无形资产等长期资产的支出。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司回收投资与投资支付净额分别-1.12 亿元、-2.24 亿元、-1.66 亿元和-0.02 亿元，其中 2018 年净流出主要系购买理财产品及投资开发明阳农场等项目，2019 年净流出主要因开发明阳农场、退回履约保证金等。取得投资收益收到的现金分别为 0.32 亿元、0.28 亿元、0.45 亿元和 0.01 亿元。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净流量分别为-11.72 亿元、-13.81 亿元、-8.02 亿元和-2.68 亿元，均呈净流出态势，主要系在建项目持续投入所致。其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 2.34 亿元、0.30 亿元、1.10 亿元和-1.19 亿元。2017-2019 年及 2020 年第一季度公司投资性现金净流量分别为-10.19 亿元、-15.47 亿元、-8.14 亿元和-3.88 亿元。公司在建项目较多，预计未来 2-3 年内投资性现金流仍将呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 35. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
权益类净融资额	15.17	7.03	-0.44	0.00
债务类净融资额	5.94	0.97	2.62	15.32
其中：现金利息支出	8.03	8.18	8.91	3.42
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	2.24	2.38	2.82	-6.48
筹资环节产生的现金流量净额	23.35	10.38	5.00	8.84

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理。

该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。公司权益类融资规模较小，2017 年权益类净融资额主要来自永续中票的发行，2018 年主要来自子公司广糖集团少数股东投资，2018 年和 2019 年公司利润分配现金支出均为 9750 万元。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司债务融资净额分别为 5.94 亿元、0.97 亿元、2.62 亿元和 15.32 亿元，其中 2020 年第一季度，公司发行了 20 农垦 MTN001、20 农垦 SCP001 和 20 桂农 01，债券本金合计 29.50 亿元，同时长期借款和短期借款亦增长，以致债务融资净额大幅增加。其他因素对筹资环节现金流量影响净额分别为 2.24 亿元、2.38 亿元、2.82 亿元和 -6.48 亿元，其中 2020 年第一季度净流出金额较大，主要系偿还往来款所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度公司筹资性现金净流量分别为 23.35 亿元、10.38 亿元、5.00 亿元和 8.84 亿元。

4. 资产质量

图表 36. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产	金额	153.90	159.18	160.93	177.61
	在总资产中占比%	42.48	28.86	28.59	30.77
其中：货币资金		58.91	56.46	67.01	69.04
应收账款		20.64	10.84	8.71	7.93
其他应收款		26.58	29.17	20.98	21.12
存货		23.56	47.99	53.65	66.47
非流动资产	金额	208.40	392.33	401.99	399.56
	在总资产中占比%	57.52	71.14	71.41	69.23
其中：固定资产		65.77	78.02	80.92	80.52
在建工程		33.40	33.13	33.27	31.28
无形资产		85.39	250.83	259.92	259.85
期末全部受限资产账面金额		26.96	11.00	19.18	19.18
受限资产账面余额/总资产 (%)		7.44	1.99	3.41	3.32

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 362.30 亿元、551.51 亿元和 562.93

亿元。其中 2018 年由于大额土地评估增值记入无形资产，公司资产总额大幅增加，且非流动资产占资产总额的比重上升，从 2017 年末的 57.52% 升至 2018 年末的 71.14%，2019 年末公司资产结构和 2018 年末比变化不大。

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。2019 年末，固定资产为 80.92 亿元，主要为机器设备、房屋及建筑物，较上年末增加 2.91 亿元，主要系在建工程完工转固及购置设备；在建工程为 33.27 亿元，在建项目数量较多，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、同正种猪场建设项目等；无形资产为 259.92 亿元（占总资产的比重为 46.17%），其中土地使用权 254.13 亿元。无形资产较上年末增加 9.10 亿元，主要系新兴农场-月亮塘宗地土地及对外经济公司-瓦哈那工业园区土地的土地使用权增加所致。截至 2019 年末公司国有土地实有面积 202.35 万亩¹⁰，累计发证面积 200.44 万亩，目前入账土地约 32.16 万亩，土地评估总价为 226.42 亿元，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包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2019 年末，货币资金为 67.01 亿元，较上年末增加 10.55 亿元，其中作为银行承兑汇票保证金和信用证保证金而受限的货币资金为 5.32 亿元。应收账款 8.71 亿元，较上年末减少 2.13 亿元，账龄在一年以内的部分占比为 57.95%（以余额计算，下同），较上年末下降 12.28 个百分点，账龄有所延长。公司应收账款较为分散，应收前五名应收账款债务人款项余额合计 2.47 亿元，占应收账款余额的 26.18%。其他应收款主要为往来款、借款及股权转让款，2019 年末账面价值为 20.98 亿元，较上年末减少 8.20 亿元，主要系收回天成纸业蔗渣及资产占用款所致。公司对其他应收款已累计计提坏账准备 4.30 亿元，后续需持续关注其回收风险。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，2019 年末存货账面价值为 53.65 亿元，较上年末增加 5.66 亿元，随着机制糖业务规模的扩张而增加，其中库存商品、开发产品、在产品 and 原材料账面价值分别为 31.49 亿元、9.90 亿元、5.22 亿元和 3.93 亿元，年末公司存货跌价准备余额仅 0.13 亿元。

截至 2019 年末，该公司受限资产账面价值为 19.18 亿元，占总资产比重为 3.41%，受限比例较低。其中，受限货币资金为 5.32 亿元，受限比例为 7.93%。其余受限资产包括因抵押借款而受限的土地使用权、固定资产和存货，账面价值分别为 1.89 亿元、10.12 亿元和 1.85 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 577.17 亿元，较年初增加 14.24 亿元。其中，货币资金增加 2.03 亿元至 69.04 亿元；存货增加 12.82 亿元至 66.47 亿元，主要系广糖集团处于榨季集中生产期所致；其他流动资产增加 1.49 亿元至 4.97 亿元，主要系代购化肥农药增加所致。除上述科目外，其余科目变

¹⁰ 具体为农用地及未利用地 191.04 万亩，建设用地 9.40 万亩，存在土地权属争议的 1.91 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。

化较小。

5. 流动性/短期因素

图表 37. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	99.24	84.31	77.81	91.34
速动比率 (%)	78.27	54.25	49.02	53.52
现金比率 (%)	38.30	30.13	32.69	35.78

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 99.24%、84.31%、77.81% 和 91.34%；速动比率分别为 78.27%、54.25%、49.02% 和 53.52%；现金比率分别为 38.30%、30.13%、32.69% 和 35.78%。整体看，公司刚性债务规模较大，且集中于短期，公司面临一定即期偿付压力，但公司货币资金较为充裕，可对债务形成一定覆盖。

6. 表外事项

据 2019 年审计报告所载，截至 2019 年末该公司不存在对外担保。

未决诉讼方面，该公司债务人桂林市正中房地产开发有限公司申请破产，公司已申报对其债权本金、利息及相关费用共计 0.81 亿元，目前本案尚在债权异议审查期间。另外，广西扶绥农村商业银行与被告广西南宁金光淀粉有限公司存在金融借款合同纠纷，一审判决被告偿还本息共 0.28 亿元，公司及其他被告姜家荣、许留海等承担连带担保责任，目前该案尚在二审阶段。

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。2019 年末，公司本部总资产为 418.96 亿元，其中货币资金 36.58 亿元、其他应收款 96.32 亿元、长期股权投资 273.50 亿元。同期末，公司总负债 195.65 亿元，其中刚性债务 129.77 亿元、其他应付款 62.17 亿元。公司及下属子公司均有银行借款，债券则由本部发行。2019 年公司本部实现收入 0.11 亿元，实现投资收益 1.54 亿元，净利润-1.54 亿元；经营性现金净流量为 11.18 亿元，筹资性现金净流量为 17.96 亿元。公司实行结算中心资金管理，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，2017-2019年，公司分别获得政府补助 2.20 亿元、9.61 亿元和 11.47 亿元；截至 2019 年末，公司专项应付款及递延收益余额合计 55.16 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 2020 年 3 月末，公司共获得金融机构授信总额 358.15 亿元，其中国家政策性银行及五大商业银行授信占总授信的 44.62%；公司已使用授信额度为 149.02 亿元，未使用授信额度为 209.13 亿元，剩余授信充足。

图表 38. 金融机构的信贷支持

机构类别	授信额度	已使用授信	剩余授信
全部（亿元）	358.15	149.02	209.13
其中：国家政策性金融机构（亿元）	77.10	54.60	22.50
工农中建交五大商业银行（亿元）	82.70	30.91	51.79
其中：大型国有金融机构占比（%）	44.62	57.38	35.52

资料来源：根据广西农垦所提供数据整理（截至 2020 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。公司业务多元，主营业务包括机制糖、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。跟踪期内，公司机制糖产量显著增加，带动全年机制糖业务收入大幅增加，经营及盈利压力有所缓解；在非洲猪瘟影响下生猪价格持续上升，畜牧业务收入及毛利率上升；淀粉业务受下游需求乏力影响收入和毛利率均显著下降。由于各项成本费用快速增长，近两年公司经营亏损持续扩大，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。

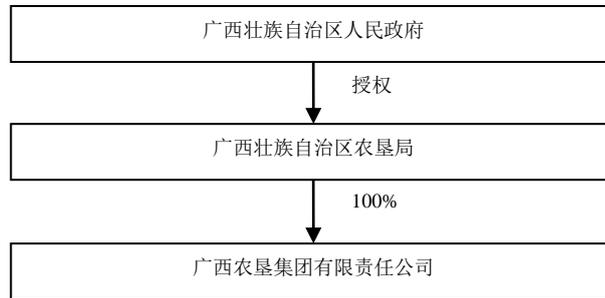
受益于 2018 年原入账土地的评估增值，该公司财务杠杆维持较合理水平。公司负债集中于刚性债务且以短期为主，存在一定即期偿付压力。2019 年公司经营性现金流表现良好，净流入规模持续扩大，现金流平衡能力较强。公

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）机制糖市场价格变化；（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）往来款回收情况；（5）在建项目资金平衡及建设进度等；（6）年内到期债券的偿债资金安排情况。

附录一：

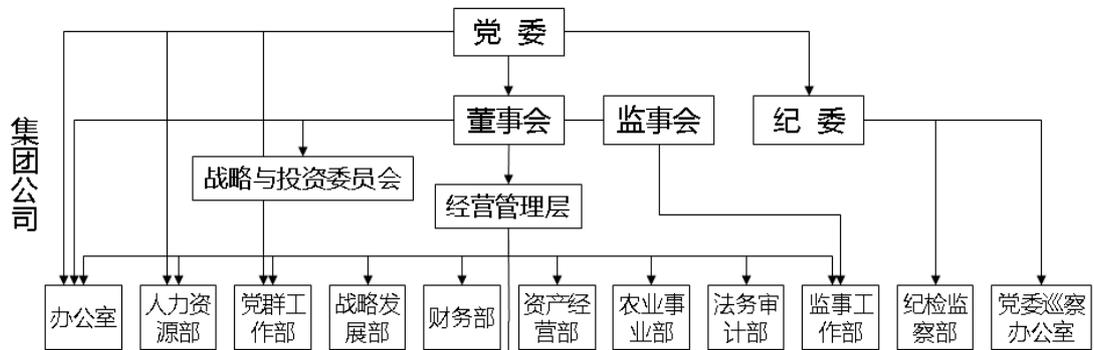
公司与实际控制人关系图



注：根据广西农垦提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	
广西农垦集团有限责任公司	广西农垦	本级	--	农林牧渔的加工、生产、销售	129.77	223.31	0.11	-1.54	11.18	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	57.08	12.97	57.08	-4.57	7.67	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	14.60	-1.78	22.03	-2.73	-1.31	二级子公司
广西桂垦牧业有限公司	桂垦牧业	子公司	100.00	种猪、生猪的养殖、销售	5.10	12.62	14.92	2.35	5.63	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	0.77	1.56	3.79	0.65	0.26	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	0.01	2.18	12.68	0.06	0.77	二级子公司

注：根据广西农垦 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	362.30	551.51	562.93	577.17
货币资金 [亿元]	58.91	56.46	67.01	69.04
刚性债务[亿元]	190.52	200.02	206.70	227.99
所有者权益 [亿元]	100.68	277.48	260.54	260.62
营业收入[亿元]	86.08	99.51	131.74	26.23
净利润 [亿元]	0.66	1.11	1.25	0.10
EBITDA[亿元]	14.83	16.53	19.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	-6.55	2.15	10.04	-2.08
投资性现金净流入量[亿元]	-10.19	-15.47	-8.14	-3.88
资产负债率[%]	72.21	49.69	53.72	54.85
权益资本与刚性债务比率[%]	52.85	138.72	126.05	114.31
流动比率[%]	99.24	84.31	77.81	91.34
现金比率[%]	38.30	30.13	32.69	35.78
利息保障倍数[倍]	1.11	1.08	1.27	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	180.26	212.88	184.47	—
毛利率[%]	22.22	15.42	10.54	14.09
营业利润率[%]	1.65	-7.30	-5.25	-2.32
总资产报酬率[%]	2.50	2.16	2.06	—
净资产收益率[%]	0.69	0.58	0.46	—
净资产收益率*[%]	0.34	1.24	1.06	—
营业收入现金率[%]	108.40	100.68	103.93	141.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.23	1.25	5.08	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.64	-4.97	0.66	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.88	1.81	2.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.08	0.10	—

注：表中数据依据广西农垦经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 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。