

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】803号

## 广西农垦集团有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2020年广西农垦集团有限责任公司农村产业融合发展专项债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年八月十九日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广西农垦集团有限责任公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年8月19日



## 2020年广西农垦集团有限责任公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2020/8/19	高君子	黄艺明

### 主体概况

广西农垦集团有限责任公司业务涵盖机制糖、木薯加工及生猪养殖等多个领域，是广西壮族自治区人民政府下属唯一农垦集团，广西壮族自治区农垦局代表广西壮族自治区人民政府履行出资人职责，公司实际控制人为广西壮族自治区人民政府。

### 债券概况

**发行总额：**计划发行人民币 8.4 亿元，其中基础发行额 5 亿元，弹性配售额 3.4 亿元  
**本期债券期限：**7 年  
**偿还方式：**每年付息一次、分期偿还本金  
**募集资金用途：**用于猪场建设及补充营运资金

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	资产总额	20.00	20.00
	营业总收入	15.00	9.61
多元化及市场地位	业务/产品多样性	15.00	15.00
	市场份额	15.00	15.00
盈利能力	利润总额	5.00	2.15
	净资产收益率	5.00	0.59
债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	8.00	8.00
	EBITDA 利息倍数	7.00	3.22
	经营现金流流动负债比	10.00	3.26

#### 2.基础模型参考等级

AA+

#### 3.评级调整因素

无调整

#### 4.主体信用等级

AA+

#### 5.增信措施

无

#### 6.本期债券信用等级

AA+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

作为广西最大的农业类综合产业集团，公司机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力；机制糖生产技术水平领先且产品品牌知名度高，2019 年公司机制糖业务收入显著增长，业务获利能力有所增强；公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大，对公司业绩形成有益补充；作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司获得政府较多支持。另一方面，2019 年公司木薯加工业务收入和毛利率均同比大幅下降，产能利用率处于较低水平；其他应收款对资金形成占用且面临一定回收风险；有息债务持续增长且规模较大，面临一定债务集中偿付压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

### 同业比较

项目	广西农垦	北大荒农垦集团有限公司(AAA)	江苏省农垦集团有限公司(AAA)	宁夏农垦集团有限公司(AA+)	甘肃省农垦集团有限责任公司(AA)
资产总额(亿元)	562.93	1990.56	319.26	178.74	195.98
所有者权益(亿元)	260.54	414.39	182.83	97.39	85.48
营业总收入(亿元)	131.74	1233.56	139.60	27.98	60.62
利润总额(亿元)	2.97	3.06	23.67	1.38	0.82
资产负债率(%)	53.72	79.18	42.73	45.51	56.38
经营现金流流动负债比(%)	4.86	1.22	-7.69	3.83	-6.30

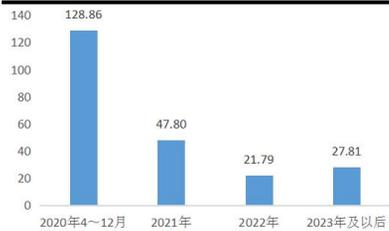
注：资料来源于各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

### 2019 年收入构成 (亿元)



### 2020 年 3 月末债务期限结构 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	362.30	551.51	562.93	577.17
所有者权益(亿元)	100.68	277.48	260.54	260.62
全部债务(亿元)	187.44	197.80	204.87	226.17
营业总收入(亿元)	86.08	99.51	131.74	26.23
利润总额(亿元)	0.92	1.87	2.97	0.13
经营性净现金流 (亿元)	-6.55	2.15	10.04	-2.08
营业利润率 (%)	21.56	14.91	10.06	13.72
资产负债率 (%)	72.21	49.69	53.72	54.85
流动比率 (%)	99.24	84.31	77.81	91.34
全部债务/EBITDA (倍)	12.64	11.97	10.37	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.88	2.04	2.18	-

注：表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司是广西最大的农业类综合产业集团，机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力；
- 公司机制糖技术水平领先，产品具有一定品牌知名度，受益于新并入的糖厂开榨和单位生产成本下降等因素，2019 年公司机制糖业务收入显著增长，业务获利能力有所增强；
- 公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大，对机制糖等业务原材料供应形成一定保障，同时也对公司业绩形成有益补充；
- 公司生猪养殖规模居于广西自治区前列，受益于 2018 年规模效应导致生产成本降低和 2019 年来生猪销售均价提高，公司畜牧业务毛利润和毛利率逐年提升；
- 作为自治区政府下属唯一农垦集团，近年来公司获得自治区政府在财政补贴等方面的较多支持。

## 关注

- 受附加值高的变性淀粉销量减少叠加木薯淀粉销售均价下降等因素的影响，2019 年公司木薯加工业务收入和毛利率均同比大幅下降，产能利用率处于较低水平；
- 公司其他应收款规模较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险；
- 公司有息债务持续增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，面临一定债务集中偿付压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。公司作为自治区政府下属唯一农垦集团，未来机制糖和木薯加工业务规模将位居国内前列，随着公司新并入的糖厂开榨，公司计划增加糖料蔗订单面积及种植面积，进一步提升机制糖产销量，同时公司正在进行畜牧产业的扩张项目布局，将有助于未来公司的收入和获利能力的提升。

## 评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2020/7/28	高君子、黄艺明	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AA+	2015/11/9	刘涛、张铭钊	《农林牧渔企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	<a href="#">阅读原文</a>

注：自 2015 年 11 月 9 日（首次评级）至 2020 年 7 月 28 日（最新评级），广西农垦主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定。

## 主体概况

广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务。截至2020年3月末，公司注册资本为14.90亿元，广西壮族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）授权广西壮族自治区农垦局（以下简称“广西农垦局”）代表自治区政府履行出资人职责，持有公司100%股权。公司的实际控制人为自治区政府。

公司是广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）最大的农业类综合产业集团，业务涉及机制糖、木薯加工及生猪养殖等，其中机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列。作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在财政税收返还、土地出让金返还、财政补贴等方面得到了政府的较多支持，综合实力很强。

截至2020年3月末，广西农垦资产总额577.17亿元，所有者权益260.62亿元，资产负债率54.85%；纳入合并范围的直接控股子公司28家。2019年及2020年1~3月，公司实现营业收入分别为131.74亿元和26.23亿元，利润总额分别为2.97亿元和0.13亿元。

## 债券概况及募集资金用途

### 本期债券概况

公司拟发行人民币8.4亿元的2020年广西农垦集团有限责任公司农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”），其中基础发行额5亿元，弹性配售额3.4亿元。本期债券为7年期固定利率债券，附本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照发行总额20%的比例偿还债券本金。本次债券在存续期内每年付息一次，后五年利息随当年兑付的本金一起支付。

本期债券无担保。

### 募集资金用途

本期债券募集资金拟将其中2.60亿元用于广西农垦永新畜牧集团金光有限公司同正种猪场2.1万头母猪场建设项目（以下简称“金光同正种猪场项目”），1.60亿元用于广西农垦永新畜牧集团西江有限公司万鑫种猪场建设项目（以下简称“西江万鑫种猪场项目”），另外4.20亿元用于补充营运资金。

图表1：募集资金拟使用情况（单位：亿元、%）

项目	项目总投资额	拟使用募集资金	拟使用募集资金占总投资额比例
金光同正种猪场项目	5.96	2.60	43.62
西江万鑫种猪场项目	3.26	1.60	49.08
补充营运资金	-	4.20	-
<b>合计</b>	<b>9.22</b>	<b>8.40</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 1. 金光同正种猪场项目

金光同正种猪场项目拟在广西农垦国有金光农场同正分场新建一个存栏 2.1 万头母猪种猪场，配套建设祖代母猪的保育育肥舍和种猪培育舍。项目建设包括猪场建筑工程、配套附属工程和种猪采购及机械设备购置与安装。项目已获得主管部门的审批批复文件，详见下表。

图表 2：金光同正种猪场项目审批情况

批文类型	名称	文号	审批机构	印发时间
项目立项批复	自治区农垦局关于同意建设广西农垦永新畜牧集团金光有限公司同正种猪场建设项目的批复	桂垦计发[2019]9号	广西壮族自治区农垦局	2019.5.14
项目选址意见书	关于核准同正种猪场用地选址的申请书的复函	-	扶绥县环境保护局	2019.4.16
用地预审意见	自治区农垦局关于同意金光农场出租部分土地用于永新畜牧金光公司养猪场建设的批复	桂垦【2017】68号	广西壮族自治区农垦局	2017.11.16
用地预审意见	中东镇人民政府关于同意使用设施农用地的批复	中政复【2018】6号、中政复【2018】7号	中东镇人民政府	2018.11.30
项目可行性研究报告批复	扶绥县水产畜牧兽医局关于申请建设同正种猪场的报告的复函	-	扶绥县水产畜牧兽医局	2018.4.8
环评批复	扶绥县环境保护局关于广西农垦永新畜牧集团金光有限公司同正种猪场建设项目环境影响报告书的批复	扶环审[2019]12号	扶绥县环境保护局	2019.1.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

项目计划总投资为 5.96 亿元，拟使用本期债券募集资金 2.60 亿元。截至 2020 年 3 月末，项目累计完成投资 0.87 亿元，投资完成率 14.60%。项目预计建设期限时间一年，于 2020 年 8 月验收项目，项目投产期一年，经营期十二年。根据广西农垦永新畜牧集团金光有限公司同正种猪场 2.1 万头母猪猪场建设项目可行性研究报告的测算，预计项目经营期净收益 12.10 亿元，本期债券存续期项目净收益 5.27 亿元。

### 2. 西江万鑫种猪场项目

西江万鑫种猪场项目拟在贵港市广西农垦国有西江农场七分场新建一个 1.35 万头母猪生产线及其配套设施。项目建设包括猪舍建设、配套设施建设、场地平整等。项目已获得主管部门的审批批复文件，详见下表。

图表 3：西江万鑫种猪场项目审批情况

批文类型	名称	审批机关	文号	印发时间
项目立项批复	广西壮族自治区投资项目备案证明	2018-450802-03-03-011581	广西贵港市北区发展和改革委员会	2018.4.26
用地预审意见	大圩镇人民政府关于同意办理广西农垦永新畜牧集团西江有限公司万鑫种猪场项目设施农用地的批复	大政批[2018]2号	大圩镇人民政府	2018.6.7
项目可行性研究报告批复	自治区农垦局关于广西农垦永新畜牧集团西江有限公司万鑫种猪场建设项	桂垦计发[2018]63号	广西壮族自治区农垦局	2018.11.16

目可行性研究报告的批复				
<b>环评批复</b>	关于万鑫种猪场建设项目环境影响报告书的批复	港北环管 [2019]35号	贵港市港北区环境 保护局	2019.4.29

资料来源：公司提供，东方金诚整理

项目总投资为 3.26 亿元，拟使用本期债券募集资金 1.60 亿元。截至 2019 年 9 月末，项目累计完成投资 0.46 亿元，投资完成率 14.11%。项目预计建设期限时间一年，投产期一年，经营期十三年。根据广西农垦永新畜牧集团西江有限公司万鑫种猪场建设项目可行性研究报告的测算，预计项目经营期净收益 6.54 亿元，本期债券存续期项目净收益 2.82 亿元。

## 宏观经济和政策环境

### 投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度 GDP 同比回升至 3.2%。上半年 GDP 同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长 3.8%，增速比一季度大幅加快 20 个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地消费回暖形成一定制约。预计下半年 GDP 增速有望逐步向 6.0%的常态水平回归，全年经济增速将在 2.5%左右。

### 二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向

二季度 M2 和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF 降息有望重启，M2 和社融存量增速还有小幅上行空间。

## 行业及区域经济环境

公司作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，是广西最大的农业类综合产业集团，主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务，机制糖和木薯加工业务是其收入和毛利润的主要来源，所属行业分别为制糖行业和木薯加工行业。

## 制糖行业

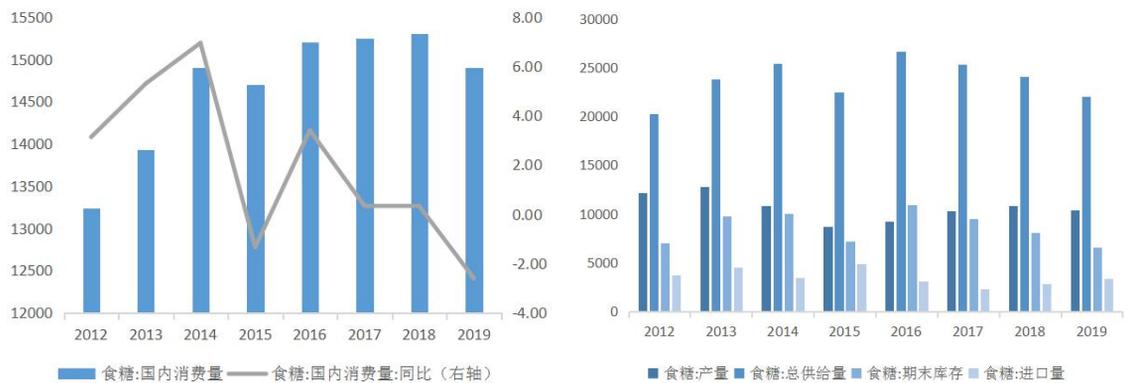
### 2019年我国食糖消费量同比有所下降，国内食糖供应对国外食糖进口存在一定依赖

我国糖消费结构中居民消费和工业消费占比分别约为30%和70%。随着我国居民消费结构升级，国内食糖消费水平保持增长。同时，受人们健康意识不断提高及宏观经济下行压力加大等因素影响，国内工业食糖需求增速呈放缓态势。2019年，国内食糖消费量为1490万吨，较2018年下降2.61%。

受甘蔗种植周期影响，我国食糖产量具有明显的周期性，即前2~3年增产、后2~3年减产。从区域分布来看，我国甘蔗糖生产区域集中在广西和云南等地，根据中国糖业协会统计数据来看，截至2020年5月底，2019/2020制糖期内广西地区甘蔗糖产量占全国甘蔗糖总产量的66.56%。

国内食糖供给主要来自国内自产糖和进口食糖，占比分别约为75%和25%。自2016年以来，我国食糖库存量逐年下降，截至2019年末我国食糖期末库存为658.8万吨，同比下降18.66%，国内食糖供应存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口及库存进行补充。2016年因国内食糖进口限制及消费量下降导致进口量大幅减少，2017年以来食糖进口量逐年回升，2019年我国食糖进口量为339万吨，同比增加21.07%。整体来看，我国食糖供给对国外食糖进口存在一定依赖。

图表4：2012年~2019年我国国内食糖消费量和产量情况（单位：千吨）



资料来源：wind，海关总署，东方金诚整理

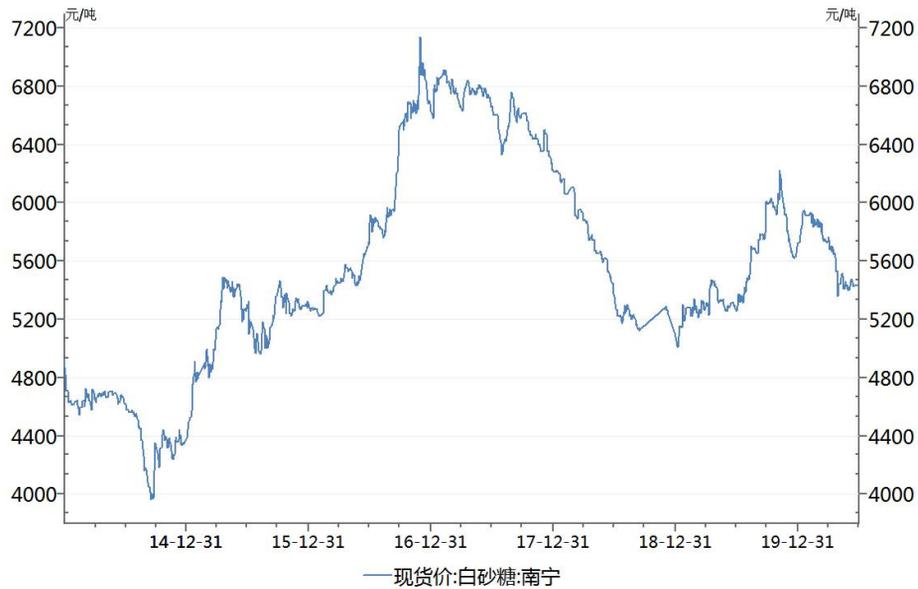
2019年前三季度受食糖主产国产量下降和食糖走私量减少影响，食糖价格逐步回升，四季度进入新榨季后，新糖集中供应压力增大，食糖价格有所下降，新冠肺炎疫情对食糖下游需求端形成较大冲击

由于甘蔗单产水平低<sup>1</sup>，种植成本较高，导致国内糖价始终高于国际糖价；但国际原糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2018年受食糖产量增加影响，南宁白糖现货价格继续下滑，2018年末南宁白糖现货价格为5110.00元/吨，较年初下降17.71%。2019

<sup>1</sup> 巴西、印度和中国的单产水平分别为10吨/亩、6吨/亩和5吨/亩。

年前三季度，受食糖主产国产量下降和食糖走私量减少影响，食糖价格逐步回升，四季度进入新榨季后，新糖集中供应压力增大，食糖价格有所下降。2020年新冠肺炎疫情爆发前受国外食糖主产国减产预期及国内春节备货需求增加的影响，食糖价格有所上升，新冠肺炎疫情爆发对下游需求端冲击较大，食糖价格开始回落。

图表 5：2014 年~2020 年 6 月南宁白砂糖现货价格走势情况



资料来源：wind，东方金诚整理

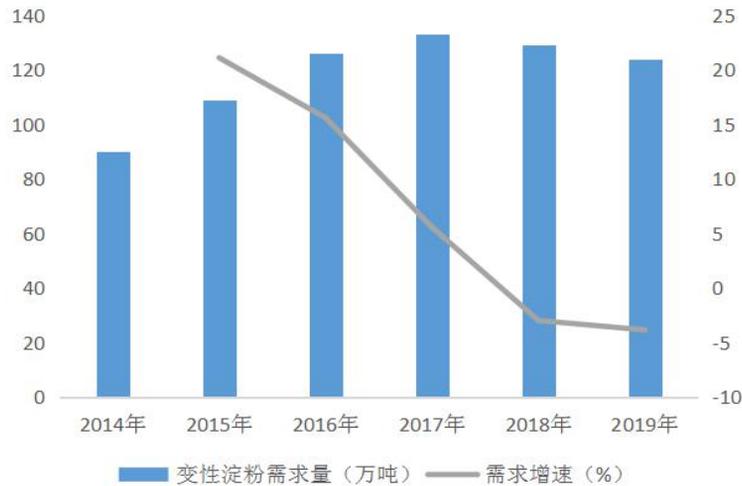
## 木薯加工行业

### 受下游造纸、纺织等市场需求持续疲软影响，2019 年我国变性淀粉需求进一步下降

木薯加工行业的主要产品为木薯淀粉及酒精，木薯淀粉是众多产品的基础原料，应用范围广阔。木薯淀粉按应用可以分为两大类，分别为食品用淀粉和经过变性处理加工后的变性淀粉，在食品、医药、造纸、纺织、矿山开采、饲料及添加剂、环保新材料等领域得以广泛应用。变性淀粉主要用于造纸、纺织和食品行业。造纸行业为变性淀粉用量最大的行业，变性淀粉作为主要的辅料，可在一定程度上改善纸张的强度、光滑度、耐磨性等性能。

整体来看，近年国内 GDP 增速放缓，造纸、纺织等行业持续低迷，木薯淀粉下游需求疲软。受下游需求持续低迷影响，近几年我国变性淀粉需求增速逐年下降。2019 年我国变性淀粉需求为 124 万吨，同比下降 3.88%。

图表 6：我国变性淀粉需求量情况



资料来源：wind，东方金诚整理

**木薯加工行业属于完全竞争行业，且行业内企业规模普遍偏小，木薯淀粉生产区域集中在广西**

全国木薯种植主要在广西，其次为广东、海南、云南、福建和江西，其中广西占 70% 左右，鲜薯产量居全国第一。木薯加工行业属于完全竞争市场，企业规模普遍偏小，木薯加工企业较多。广西作为木薯淀粉的最大产地，全区共有木薯淀粉企业 100 家，其中产能在 5 万吨/年以上的只有 2 家，合计产能占全区总产能的 14.60%；而小于 2 万吨/年的企业多达 71 家，合计产能占全区产能的 46.10%。公司子公司广西农垦明阳生化集团股份有限公司<sup>2</sup>（以下简称“明阳生化”）是目前国内最大的木薯变性淀粉生产企业，年加工生产木薯淀粉 45.00 万吨。

### 区域经济环境

**广西区域经济发展较快，凭借独特的地域优势及自然条件，广西糖蔗料和木薯等特色产业优势突出，为我国最重要的产糖地区**

广西地处亚热带季风气候区，适合亚热带植物生长，糖蔗料、木薯和桑蚕等特色农产品产量均居国内首位。

2019 年广西生产总值（GDP）达 21237.14 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.00%。其中广西第一产业 GDP 占全区 GDP 的 15.95%，第一产业对自治区经济发展影响明显，其中糖蔗料和木薯等特色产业优势突出。

作为我国最重要的产糖地区，广西糖产量占全国糖产量的比重超过 60%，拥有蔗农约 2000 万人，占全区总人口比重为 37.86%，占农业人口数比重为 46.86%。广西的旱地和坡地非常适于发展木薯生产，全区木薯种植面积 400 万亩左右，产鲜薯 370 万吨以上，木薯种植

<sup>2</sup> 原名为广西明阳生化科技股份有限公司，成立于 1958 年。

面积和产量均占全国的70%以上。

## 业务运营

### 经营概况

公司主营业务收入和毛利润主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，近年主营业务收入逐年增长，毛利润和毛利率有所下降

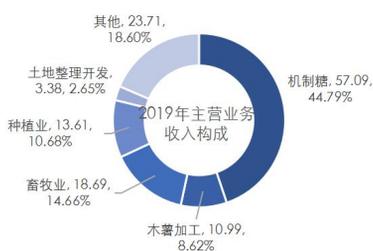
公司业务涉及领域较多，主营业务收入主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，其他业务包括剑麻制品、成品茶、蔗渣等生产和销售、商业、服务业和食糖贸易等。近年公司主营业务收入逐年增长。

2017年以来，公司主营业务毛利润和毛利率逐年有所下降，其中2018年主营业务毛利率下降主要系机制糖业务获利能力下滑所致；2019年受木薯加工及种植业毛利率下降影响，主营业务毛利率同比下降3.52个百分点。

2020年1~3月，公司主营业务收入25.56亿元，与上年同期持平，受益于机制糖及生猪的销售均价同比上升，同期综合毛利率同比提升11.65个百分点。

图表7：公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）<sup>3</sup>

类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	28.38	35.41	36.77	38.60	57.09	44.79	8.24	32.24
木薯加工	19.96	24.91	19.61	20.58	10.99	8.62	5.03	19.69
畜牧业	11.81	14.73	12.16	12.77	18.69	14.66	5.60	21.89
种植业	6.24	7.79	8.36	8.78	13.61	10.68	3.74	14.64
土地整理开发	2.87	3.58	3.56	3.73	3.38	2.65	-	-
其他	10.89	13.59	14.80	15.54	23.71	18.60	2.95	11.54
<b>合计</b>	<b>80.15</b>	<b>100.00</b>	<b>95.26</b>	<b>100.00</b>	<b>127.47</b>	<b>100.00</b>	<b>25.56</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
机制糖	5.34	18.82	-0.34	-0.92	1.30	2.28	1.30	15.83
木薯加工	2.99	14.97	2.61	13.31	0.30	2.73	0.10	1.92
畜牧业	2.49	21.08	3.41	28.04	5.62	30.07	1.47	26.30
种植业	1.26	20.19	2.11	25.24	1.75	12.86	0.42	11.15
土地整理开发	1.56	54.36	1.79	50.28	1.44	42.60	-	-
其他	1.25	11.48	2.82	19.05	1.70	7.17	0.66	22.39
<b>合计</b>	<b>14.89</b>	<b>18.58</b>	<b>12.40</b>	<b>13.02</b>	<b>12.11</b>	<b>9.50</b>	<b>3.95</b>	<b>15.45</b>



数据来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>3</sup> 因四舍五入与合并数存在差异。

公司是广西最大的农业类综合产业集团，机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力

广西农垦始建于1951年，作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，是广西自治区最大的农业类综合产业集团。截至2020年3月末，公司拥有252万亩国有土地，分布在广西自治区14个地级市、41个县（区），管区<sup>4</sup>总人口38万人。

公司机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力。2019年，公司产糖量为100.32万吨，业务规模位居国内前列，约占全国机制糖产量的9.00%，为区内最大的国有制糖龙头企业。2019年，公司木薯淀粉产量为16.95万吨，产销量稳居全国第一。

### 机制糖业务

公司机制糖生产规模位居国内前列，技术水平领先，产品具有一定品牌知名度，受益于新并入的5家糖厂开榨，2019年公司机制糖的产量和产能利用率同比大幅提升，2020年一季度受新冠肺炎疫情影响机制糖开工率和产量有所下降

公司机制糖业务的运营主体为广西糖业集团有限公司（以下简称“广糖集团”），公司持有广糖集团66.12%的股权。截至2020年3月末，广糖集团可实现机制糖年产能108万吨、酒精年产能15万吨，是国家农业产业化重点龙头企业和全国大型农产品加工流通企业。广糖集团主要下属公司广西农垦糖业集团柳兴制糖有限公司（以下简称“柳兴制糖”）和广西农垦糖业集团金光制糖有限公司（以下简称“金光制糖”）生产的“柳兴牌”白砂糖和“三冠牌”白砂糖拥有一定品牌知名度。

制糖技术方面，广糖集团拥有广西千亿元产业研发中心之一“广西糖业研发中心”、“广西甘蔗资源绿色加工工程技术研究中心”、“广西朗姆酒产业化工程院”等自治区级科技研发平台。目前我国生产的90%以上的糖属于硫化糖，采用一步法生产，而柳兴制糖采用精制糖生产线，该生产线是国内首条大型精制糖生产线，标志着公司在制糖技术领域达到国内先进水平。与普通砂糖相比，精制糖无残硫、无杂质，更加安全卫生、健康环保。此外，广糖集团12家制糖公司中有8家制糖公司通过了ISO9002质量认证，6家制糖公司生产的白砂糖荣获“绿色食品”标志。

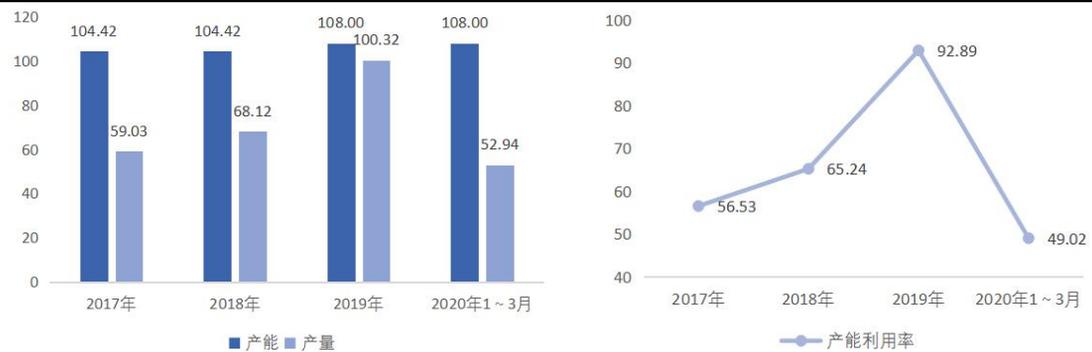
19/20榨季，广糖集团榨蔗632万吨，占全区榨蔗量13.81%，排名第三；甘蔗含糖分达到14.96%，同比上榨季13.00%提高1.96个百分点，产糖率为13.28%，同比上榨季提高1.89个百分点，较全区平均产糖率13.11%高出0.17个百分点，在全区八大制糖集团排名第三；混合糖产量83.94万吨，占广西市场份额14%，全国市场份额9%。

2019年受益于技改及设备更新，公司机制糖产能有所增长；2017年~2019年公司机制糖的产量和产能利用率逐年提升，其中由于2018年新并入的5家糖厂于2019年1月开榨，2019年公司机制糖产量为100.32万吨，较上年增长47.27%，产能利用率为92.89%，较2018年大幅提升。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司开工率有所下降，同期机制

4 泛指所辖区域。

糖产量为 52.94 万吨，同比下降 17.96%。

图表 8：公司机制糖生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于产量增加以及公司加大终端销售力度，近年来公司机制糖销量和收入逐年增长，得益于公司生产管理水平和产糖量提高，单位生产成本下降，2019年机制糖业务获利能力有所增强

2017年~2019年，受益于产量增加以及公司加大终端销售力度，公司机制糖销量逐年增长。销售价格方面，制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，公司机制糖产品价格主要参照白砂糖期货价格及柳州食糖批发市场报价决定。2018年和2019年，受国内食糖供应量增加影响，机制糖销售均价较2017年大幅下降。公司机制糖业务的客户主要是成品糖制造企业以及大型商贸企业，2019年前五大客户的合计销售金额占比38.00%，同比提高8.22个百分点，客户集中度有所提升。

机制糖业务主要原材料为甘蔗，成本占比80%以上。2018年公司甘蔗收购价格与2017年基本持平，2019年和2020年一季度，公司甘蔗采购价格分别为508.83元/吨和514.47元/吨，分别较2018年末增加1.77%和2.89%，一定程度上增加了公司的成本控制压力。随着公司机制糖生产规模扩大，所需原料增加，2017年~2019年公司甘蔗采购量逐年增长。

2017年~2019年受益于公司机制糖销量增长，机制糖业务收入逐年增加；2018年机制糖业务毛利率同比下降19.74个百分点，主要系产品销售均价下跌所致，2019年公司机制糖毛利率为2.28%，实现扭亏为盈，主要是得益于公司生产管理水平和产糖量提高，单位生产成本有所下降，机制糖业务获利能力有所增强。2020年1~3月，公司实现机制糖业务收入8.24亿元，毛利率为15.83%，受益于机制糖销售均价上涨，毛利率较2019年大幅提升。

图表 9: 公司机制糖销售情况 (单位: 万吨、%、元/吨) 图表 10: 公司甘蔗采购情况<sup>5</sup> (单位: 万吨、元/吨)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 木薯加工业务

公司是国内最大的木薯加工企业, 受下游需求低迷影响, 木薯加工业务产能利用率处于较低水平, 受成本增加、附加值高的变性淀粉销量减少叠加木薯淀粉销售均价下降等因素影响, 近年公司木薯加工业务收入和毛利率逐年下降

公司木薯加工业务主要运营主体为子公司明阳生化, 主要产品为木薯淀粉 (包含变性淀粉、原粉<sup>6</sup>) 和酒精, 其中以变性淀粉为主。公司是目前国内最大的木薯加工生产企业, 也是自治区产业化重点龙头企业。截至 2020 年 3 月末, 子公司明阳生化拥有年产 45.00 万吨木薯淀粉和年产 15.00 万吨酒精的生产能力, 受下游需求低迷影响, 公司木薯加工业务产能利用率处于较低水平。

公司木薯加工业务采取以销定产的生产方式, 2017 年~2019 年, 公司变性淀粉销量波动较大, 其中 2018 年变性淀粉销量大幅增长, 主要系公司加大客户拓展力度及向附加值高的食品用淀粉结构调整所致, 2019 年受下游市场需求减少影响, 变性淀粉销量有所下降。原粉方面, 公司主要从事原粉贸易, 故近年公司原粉销量较大, 其中 2018 年原粉销量有所下降, 主要系贸易原粉的利润较低, 公司相应调低了原粉的贸易数量, 2019 年原粉销量同比有所增长。2018 年受成本端价格提升传导, 木薯淀粉产品销售价格大幅上涨, 2019 年公司木薯淀粉含税销售均价为 3995.44 元/吨, 同比下降 3.25%, 2020 年 1~3 月公司木薯淀粉含税销售均价下降至 3621.94 元/吨。

整体看, 公司木薯加工业务收入和毛利率逐年有所下降, 其中 2019 年公司木薯加工业务收入为 10.99 亿元, 同比大幅下降 43.96%, 毛利率为 2.73%, 同比下降 10.58 个百分点, 主要系受附加值高的变性淀粉销量减少叠加木薯淀粉销售均价下降影响所致。2020 年 1~3 月, 公司木薯加工业务收入为 5.03 亿元, 同比增长 11.28%, 毛利率为 1.92%, 同比下降 9.36 个百分点。

<sup>5</sup> 表内采购均价是榨季的价格。

<sup>6</sup> 既可以做为原材料, 也可以做产品直接销售。

图表 11: 公司木薯淀粉产量及产能情况 (单位: 万吨/年、万吨、%)



图表 12: 公司木薯淀粉销售及成本情况 (单位: 万吨、元/吨)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司木薯加工业务原材料主要产自广西和越南等地, 受国内木薯种植量下降、产量减少影响, 原材料采购价格有所增长, 对其成本控制形成一定压力, 公司越南木薯淀粉项目的投产及未来产能利用率的提升有助于缓解国内木薯供应紧张和采购成本上升的压力

公司木薯加工业务主要原材料为木薯 (鲜木薯和木薯干片等) 和少量原粉, 因鲜木薯保质期较短, 故采购区域为广西地区; 木薯干片和原粉主要来自越南。

受木薯种植量及市场供应波动影响, 2018 年公司木薯加工业务原材料采购价格增长较快, 因木薯干片价格较高, 2018 年公司暂时停止了对其采购; 2019 年公司鲜木薯的采购价格为 699.53 元/吨, 同比下降 13.05%; 原粉的采购均价为 3131.12 元/吨, 与上年基本持平。为保证原材料供应及降低采购成本, 公司与越南、柬埔寨和老挝等国合作拓展公司国外原材料基地, 为后期产能扩张提供原材料保障。此外, 公司完成了 2000.00 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。

公司年产 10 万吨木薯变性淀粉和 30 万吨木薯干片仓储开发项目于 2018 年投入生产<sup>7</sup>, 目前产能利用率约 60%, 公司计划未来逐步提升该项目的产能利用率。该项目位于越南中南部平定省仁会经济区仁会工业区内, 主要进行食品和医药类所用木薯变性淀粉的生产和销售, 可在一定程度上改善公司木薯加工业务国内因原材料不足导致产能利用率不足的问题, 此外, 在越南当地采购木薯原料的成本要低于国内, 能够在一定程度上控制生产成本。

原材料采购方面, 公司主要通过中间商采购原料。公司木薯淀粉原料采购主要采取承兑汇票和现汇等结算, 到货后 3 个月内付款结算。

<sup>7</sup> 因决算审计未完成, 故未转入固定资产。年产 10 万吨变性淀粉项目位于越南, 该项目运营子公司为明阳生化于 2009 年在越南注册成立的越南明阳生化有限责任公司, 公司通过在越南当地采购木薯原料, 采购均价较国内低 300~400 元每吨。

图表 13：公司木薯加工业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
鲜木薯	采购量	0.37	2.66	2.55	1.23
	采购均价	686.10	804.49	699.53	706.21
木薯干片	采购量	0.86	-	-	-
	采购均价	1310.52	-	-	-
原粉	采购量	63.67	60.85	18.86	2.78
	采购均价	2790.61	3137.88	3131.12	3219.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 畜牧业务

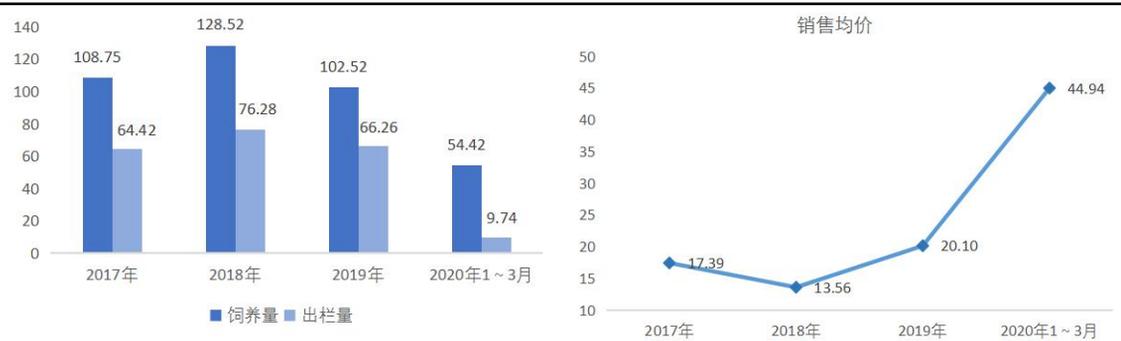
公司生猪养殖规模居于广西自治区前列，受益于 2018 年规模效应导致生产成本降低和 2019 年以来生猪销售均价提高，公司畜牧业务毛利润和毛利率逐年提升

公司畜牧业务的运营主体为广西农垦永新畜牧集团有限公司（简称“畜牧集团”）。畜牧集团主营业务以瘦肉型生猪繁育饲养为主、饲料生产为辅。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 4 个年出栏 6 万头以上瘦肉型规模化猪场及 1 个年产 20 万吨饲料的生产加工基地。公司畜牧业务生猪销售区域以广西自治区内为主、部分销往周边省市，结算方式主要采取款到发货。

近年来生猪出栏量和销售价格均有所波动，畜牧业务收入和毛利润逐年增长；随着养殖规模的增加，单位生产成本降低叠加 2018 年以来饲料等成本下降<sup>8</sup>因素，2018 年公司畜牧业务收入有所增长，毛利率同比提升 6.96 个百分点。2019 年 2 月，广西自治区北海市银海区两个养殖小区发生非洲猪瘟疫情，广西成为我国第 25 个爆发非洲猪瘟疫情的省级行政区，为防控非洲猪瘟疫情，公司加大了在防疫方面的多项投入，使得公司的畜牧养殖成本有所增加。受非洲猪瘟疫情影响，公司对生猪养殖规模有所控制，2019 年公司生猪饲养量和出栏量同比均有所下降，受益于生猪销售均价提高，2019 年公司畜牧业收入 18.69 亿元，同比增长 53.70%，毛利率为 30.07%，同比提升 2.03 个百分点。2020 年 1~3 月，公司畜牧业的收入和毛利率分别为 5.60 亿元和 26.30%，由于生猪销售均价提升，毛利率较上年同期提升 27.21 个百分点。

<sup>8</sup> 2018 年公司采取了用替代品来代替豆粕与玉米，一是菜籽粕代替豆粕，每吨可降低成本 1000 多元，二是用高粱代替玉米，每吨可降低成本约 600 元。

图表 14: 公司畜牧业生猪养殖及销售情况 (单位: 万头、元/公斤)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 种植业务

公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大, 对公司机制糖等业务原材料供应形成一定保障, 同时也是公司业绩的有益补充

公司种植业务主要包括经济作物(甘蔗、剑麻、水果、茶青、橡胶)、林业和土地出租等业务。截至 2020 年 3 月末, 公司经济作物种植面积为 99.18 万亩, 较 2017 年末减少 28.08 万亩, 主要系政府不鼓励种植速生桉, 公司砍伐后未重新种植, 及部分果树需要更新种植, 导致水果和林木种植面积减少所致。

受益于水果等农副产品价格上升, 公司种植业务收入逐年增长; 毛利润和毛利率整体有所波动, 由于种植业具有周期性特点, 需要根据作物的生长周期进行砍伐和更新, 2019 年公司采购树苗等种植成本增加, 种植业毛利率同比下降 12.38 个百分点为 12.86%。2020 年 1~3 月, 由于种植成本支出增加, 公司种植业务毛利率较 2019 年有所下降。

公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大, 在保障公司机制糖等业务原材料<sup>9</sup>供应的同时, 该业务收入和利润亦成为公司业绩的有益补充。

图表 15: 公司经济作物及林木种植面积 (单位: 万亩)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
甘蔗	32.57	30.78	31.11	29.50
剑麻	4.90	4.77	4.17	4.12
水果	17.85	18.18	16.67	14.90
茶青	0.92	0.92	0.93	0.93
橡胶	3.26	2.58	2.08	2.08
林木	67.76	49.06	47.65	47.65
合计	127.26	106.29	102.61	99.18

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

<sup>9</sup> 甘蔗原料基地由政府统一划定, 每一个糖厂都有由政府划定的蔗区, 该蔗区内生产的甘蔗只能卖给指定的糖厂。

## 土地整理开发业务

公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在土地出让金返还、财政税收返还等方面得到了政府的支持

公司土地资源较为丰富且相对成片，毗邻大中城市及乡镇的土地具有较大的开发价值。公司主要负责园区土地开发整理和基础设施建设及园区建成后的运营，主要盈利方式为对土地进行开发整理，获得土地出让金返还；通过招商引资，获得税收返还；园区管理和标准厂房出租等。

2015年9月，公司取得一级土地整理开发业务<sup>10</sup>资格，土地出让金计入营业收入。公司土地整理开发业务收入分两次获得，首先系挂牌时即返还土地整理开发成本，待出让金到位后，由区财政返还增值部分作为公司土地整理开发的利润。2017年公司土地整理开发业务收入下降主要系土地出让金返还及税收返还受政府流程<sup>11</sup>影响有所拖延，在2018年结转，同时也使得2018年业务收入提升。2019年公司土地整理业务收入3.38亿元，同比下降5.06%，毛利率42.60%，同比下降7.68个百分点。2020年一季度公司未开展土地整理业务。

截至2020年3月末，公司园区土地开发已完成投资38.23亿元，土地出让金返还收入27.62亿元，土地开发成本25.04亿元。

图表 16：截至 2020 年 3 月末公司重点园区项目土地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	已投资额	土地出让金返还	土地开发成本	未到账土地出入金
明阳工业区	南宁吴圩国际机场广西国有明阳农场	10.16 <sup>12</sup>	25.2	17.21	19.09	0.84
新兴工业园	柳江县	26.21	5.86	4.20	5.20	-
北部湾园区	北海	7.97	4.11	3.60	0.51	1.04
桂林良丰产业园区	桂林市雁山区良丰农场	10	2.15	2.60	0.10	0.27
西江产业园区	贵港市西郊	37.02	0.91	0.01	0.14	-
合计		-	91.36	38.23	27.62	2.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 其他业务

公司其他业务收入逐年增长，受低毛利的贸易业务规模变化影响，其他业务毛利率波动较大

公司其他业务指剑麻制品、蔗渣、商业、服务业等，其中商业主要为糖业集团及广西农垦茶业集团有限公司经营的食糖贸易业务。

2017年~2019年，公司其他业务收入逐年增长，其中2018年同比增长35.90%，主要

<sup>10</sup> 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，公司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土地开发整理。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”。

<sup>11</sup> 土地出让金返还流程：土地出让金除上缴中央部分外，其余全部上缴自治区财政，扣除自治区级留存外，其他返还自治区农垦局，农垦局全额返还给公司。

<sup>12</sup> 公司对明阳工业区规划面积进行了调整，故本次数据与上次不一致。

系白糖贸易收入和建筑业收入增加所致；2019年由于公司商贸流通业务收入大幅增加，其他业务收入同比增长60.20%。同期，其他业务毛利率分别为11.48%、19.05%和7.17%，受低毛利的贸易业务规模变化影响，公司其他业务毛利率波动较大，2019年由于商贸流通业务毛利率较低，公司其他业务毛利率同比下降11.88个百分点。2020年一季度公司其他业务收入2.95亿元，毛利率为22.39%。

### 未来发展

公司在建项目总投资规模较大，未来或面临资本支出压力，部分海外项目面临一定地缘政治风险

截至2020年3月末，公司主要在建项目共10个，计划总投资30.16亿元，已投资13.67亿元，尚需投资16.49亿元，其中2020年计划投资4.72亿元。项目投资资金来源主要为财政拨款、自筹和银行贷款等。公司在建项目总投资规模较大，未来面临一定资金支出压力。越南归仁木薯淀粉和木薯干片加工项目等海外项目易受国际政治形势和相关国家经济政策等因素影响，面临一定地缘政治风险。

公司猪场建设项目预计2020年逐步投产，投产后公司畜牧养殖规模将进一步增加。

图表 17：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目	总投资额	已投资比例	2020 年投资计划	项目进度
同正种猪场建设项目	5.90	14.07	3.75	14
越南归仁年产 10 万吨木薯干法变性淀粉、30 万吨木薯干片加工项目	4.76	116.18	0.00	99
国家重点实验室	3.63	3.31	0.05	50
防城港那梭畜牧有限公司 11000 头母猪场建设项目	3.44	0.87	0.20	25
5 万头高档肉牛养殖屠宰深加工项目	3.36	10.12	0.10	10
场部新城区 A 区工程	3.01	100.00	0.00	99
职工住房	2.36	96.19	0.09	90
东方农场危旧房改造项目	1.34	44.78	0.00	90
九五大道建设工程	1.26	42.06	0.45	42
大市场升级改造扩建工程	1.10	37.27	0.08	95
<b>合计</b>	<b>30.16</b>	<b>-</b>	<b>4.72</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 外部支持

作为自治区政府下属唯一农垦集团，近年来公司获得自治区政府在财政补贴等方面的较多支持

作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司在财政补贴等方面得到了政府的较多支持，综合实力很强。

2017年~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，公司营业外收入主要来源于政府补贴收入。2019年公司营业外收入中政府补助11.47亿元，主要由贵港市政府拨付历年征收下属西江农场约10000亩土地支付的补助10.38亿元、国有农场办社会职能改革补助0.56亿元、危房改造资金0.23亿元等构成。2019年，公司获得其他收益3.34亿元，同比下降2.91%，主要为税收增量分成、社会职能化解及产业结构调整补助资金、农场道路建设与维修补助等。2020年1~3月，公司营业外收入和其他收益分别为1.54亿元和0.34亿元。

## 关联关系分析

### 公司与部分关联企业处于上下游位置，双方之间存在关联交易及资金往来

2019年公司与合营及联营公司的关联交易金额5.21亿元，主要系公司与部分关联企业处于上下游位置，双方之间存在交易。

图表 18：2019 年公司关联交易情况（单位：亿元）

名称	关联关系	项目	金额
广西农垦集团天成纸业有限公司	合营/联营	蔗渣	0.86
广西农垦蔗牛商贸有限公司	合营/联营	活牛、牛肉制品	0.01
广西农垦糖业集团有限责任公司	合营/联营	白砂糖、赤砂糖	3.98
广西农垦集团华成纸业有限公司	合营/联营	白砂糖	0.36
<b>合计</b>		-	<b>5.21</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与关联方的资金往来项目为应收账款、其他应收款及应付账款，主要交易内容包括货款、往来款、委托贷款等，截至2019年末公司与关联方的资金往来余额为5.94亿元。

图表 19：截至 2019 年末公司与关联方资金往来情况（单位：亿元）

名称	关联关系	往来项目	交易内容	余额
广西农垦集团天成纸业有限公司	合营/联营	应收账款	货款	0.42
广西农垦糖业集团华盛化工有限公司	合营/联营	应收账款	货款	0.09
广西农垦集团天成纸业有限公司	合营/联营	其他应收款	往来及委托贷款	2.48
广西农垦集团华成纸业有限公司	合营/联营	其他应收款	往来款	1.58
广西农垦糖业集团华盛化工有限公司	合营/联营	其他应收款	往来款	1.25
广西玉林日丰塑料制品有限公司	合营/联营	其他应收款	往来款	0.09
广西玉林日丰塑料制品有限公司	合营/联营	应付账款	货款	0.03
<b>合计</b>		-	-	<b>5.94</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 重大事项

根据广西壮族自治区人民政府办公厅下发的《关于印发广西农垦国有土地资源资产化资本化实施方案的通知（桂政办函〔2019〕24号）》规定，为贯彻落实中央和自治区关于农垦改革发展的决策部署，创新农垦国有土地资源配置方式，将有序推进农垦国有土地资源资产化资本化。截至2020年4月30日，公司已完成确权203万亩，其中2017年已完成32万亩评估入账工作；剩余171万亩中，50万亩预计将于2020年下半年完成评估入账工作，评估价值按广西平均耕地价值6万/亩预估，预计入账资产300亿元。若完成评估入账，公司资产和所有者权益规模将有望大幅增加，资产负债率将有所下降。截至本报告出具日，公司已向自治区政府提交土地评估入账工作方案待政府批复。

## 公司治理与发展战略

**公司实行董事会领导下的总经理负责制，未按章程规定设立监事会，存在一定合规风险**

广西农垦设董事会和总经理，不设监事会，受广西农垦局管理，自治区党委在区农垦局派驻农垦纪律检查工作委员会。公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事会是公司决策机构。

根据公司章程，董事会由7人组成，其中1人为公司职工董事，由公司职工代表大会或职工大会选举产生，其余董事会成员由自治区人民政府委派，任职期限为每届3年；监事会由5名监事组成，其中应包括职工代表2名，监事由出资人委派，职工代表由职工代表大会选举产生；公司设总经理1人，总经理负责生产、经营和管理工作，组织实施董事会决议。公司未按章程规定设立监事会，存在一定合规风险。

公司在经营管理、财务管理、资金运营、子公司管理、后勤管理等方面建立了较为健全的内部管理制度。

**公司未来将以建设大基地、培育大企业、形成大产业为发展方向，全面提高管区农业现代化水平**

公司将以建设大基地、培育大企业、形成大产业为发展方向，优化农业和农场经济结构，全面提高管区农业现代化水平，充分发挥龙头带动作用。机制糖业务方面，公司计划未来通过资产重组、技术创新等提高机制糖产量；木薯加工业务方面，公司正逐步向高附加值的食用淀粉生产转型，不断增加木薯加工业务的盈利能力；畜牧业务方面，未来公司将由目前的大型养猪场逐步推向管区的其它农场，由发展瘦肉型猪生产向“猪、牛并举”和“种草与养畜并举”方向发展。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2017年~2019年和2020年1~3月的合并财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2017年~2019年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2020年1~3月的合并财务报表未经审计。

截至2020年3月末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共28家。

### 资产构成与资产质量

**受无形资产中土地评估增值的影响，公司资产规模大幅增长，资产结构以非流动资产为主，其他应收款规模较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险**

受无形资产中土地评估增值的影响，2018年以来公司资产总额增长显著。2019年末，公司资产总额为562.93亿元，同比增长2.07%，其中非流动资产占比为71.41%，公司资产结构以非流动资产为主。截至2020年3月末，公司资产总额为577.17亿元，较2019年末增长2.53%。

公司流动资产持续增长。2019年末公司流动资产为160.93亿元，同比小幅增长1.10%，其中货币资金、存货和其他应收款占比较大。公司货币资金总体增长，2019年末货币资金为67.01亿元，同比增长18.68%，其中银行存款61.68亿元，流动性受限超过3个月的保证金存款5.32亿元，2020年3月末货币资金较2019年末增长3.03%至69.04亿元。公司存货主要为库存商品，开发产品和原材料，2018年存货账面价值47.99亿元，同比增加103.65%，主要系机制糖、淀粉产量增加及生猪存栏头数增多所致，2019年末公司存货账面价值53.65亿元，同比增长11.80%，主要系开发产品增加，公司共计提存货跌价准备0.13亿元，同期末存货周转率为2.32次，较2018年略有下降；公司其他应收款主要为应收农场危旧房项目工程款、参股公司的往来款和园区移交补偿款等，2019年末账面价值为21.57亿元，其中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面价值20.98亿元，账龄在6个月以内的占比25.22%，6个月~1年的占比15.34%，1~2年的占比23.45%，2~3年的占比11.52%，3年以上的占比35.99%，公司其他应收款共计提4.30亿元坏账准备，其中对广西丰浩糖业有限公司的其他应收款1.82亿元账龄超过5年，已全额计提坏账准备，同时按账龄分析法计提坏账准备2.48亿元；2020年3月末公司其他应收款较2019年末基本持平。公司其他应收款规模较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险。

公司非流动资产显著增长。2018年末，公司无形资产受入账土地资产重新评估大幅增值影响增长较快；2019年末公司无形资产账面价值259.92亿元，同比增长3.63%，主要系当期土地评估增值10.22亿元，无形资产中土地使用权的账面价值254.13亿元<sup>13</sup>，专利权2.30

<sup>13</sup> 截至2020年3月末公司已确权及登记发证面积203万亩，其中2017年已完成评估入账32万亩评估入账工作；其余170万亩中，50万亩预计2020年完成评估入账工作，评估价值按广西平均耕地价值6万/亩预估，预计入账资产300亿元。

亿元；2020年3月末无形资产账面价值为259.85亿元，与2019年基本持平。2019年末公司固定资产账面价值80.95亿元，同比增长3.75%，其中房屋建筑物和机器设备账面价值分别为43.95亿元和32.61亿元。同期末，公司在建工程33.27亿元，规模变化不大。

图表 20：公司资产构成及质量情况（单位：亿元，%）



项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
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	21.57	21.61
存货	23.56	47.99	53.65	66.47
<b>流动资产合计</b>	<b>153.90</b>	<b>159.18</b>	<b>160.93</b>	<b>177.61</b>
固定资产	65.77	78.02	80.95	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>208.40</b>	<b>392.33</b>	<b>401.99</b>	<b>399.56</b>
<b>资产总额</b>	<b>362.30</b>	<b>551.51</b>	<b>562.93</b>	<b>577.17</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限情况来看，截至2020年3月末，公司受限资产账面价值为19.18亿元，主要为用于抵押的固定资产、土地使用权及流动性受限的银行存款，受限资产占总资产3.32%，占净资产的比例为7.36%。

图表 21：截至2020年3月末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	科目	受限金额
无形资产	1.89	货币资金	5.32
固定资产	10.12	存货	1.85
<b>合计</b>	<b>19.18</b>		

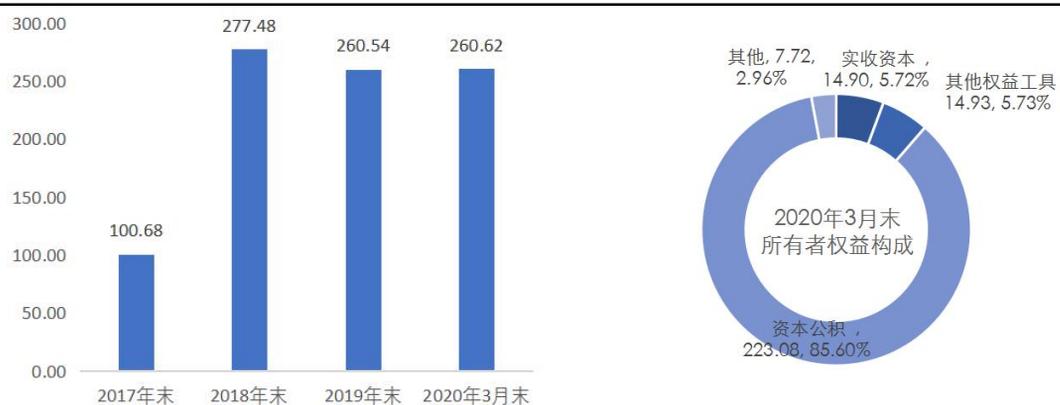
资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

受农用地和建设用地的评估增值的影响，2018年以来公司所有者权益大幅增加，其中资本公积占比较高，未分配利润持续为负

公司所有者权益有所波动，资本公积占比高。2018年末公司所有者权益为277.48亿元，同比增长175.60%，主要系农用地和建设用地的评估增值导致资本公积大幅增长所致；2019年末公司所有者权益为260.54亿元，同比减少6.11%，其中公司资本公积223.08亿元，同比下降7.17%，主要系公司将持有的广西农垦糖业集团商贸有限公司100%股权划转至广西农垦局下属企业，导致资本公积减少17.23亿元。近年来公司实收资本无变化为14.90亿元。公司其他权益工具主要为永续债，截至2020年3月末，公司其他权益工具为14.93亿元。公司未分配利润持续为负，主要系以前年度清产核资核销、历年来垦区<sup>14</sup>自然灾害等造成的直接和间接损失所致，随着公司经营积累，未分配利润亏损额逐渐减少。2020年3月末，公司所有者权益为260.62亿元，较2019年末略有增加。

图表 22: 公司所有者权益情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司有息债务持续增长且规模较大, 债务负担有所增加, 债务结构以短期有息债务为主, 面临一定债务集中偿付压力

公司负债总额逐年增长, 债务结构以流动负债为主。截至2020年3月末公司负债总额316.55亿元, 其中流动负债占比61.43%, 公司负债构成以流动负债为主。

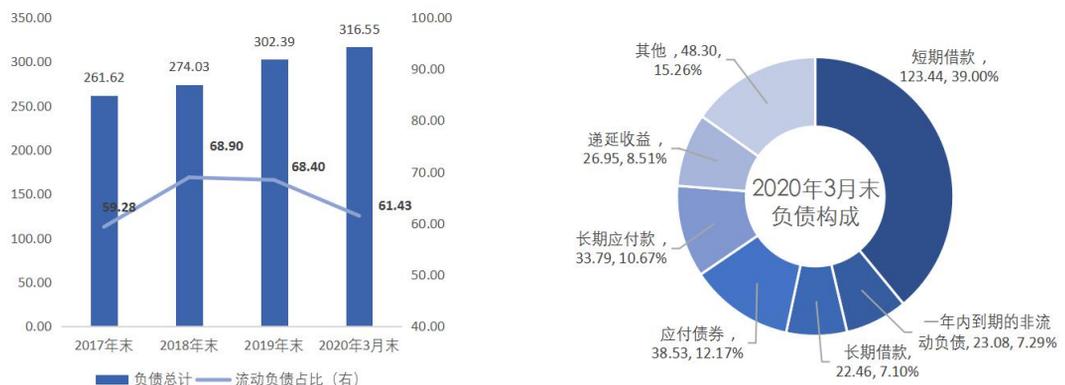
公司流动负债持续增长, 流动负债中占比较高的主要有短期借款、其他流动负债、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。由于公司经营需要, 短期借款逐年增长, 2019年末, 公司短期借款100.58亿元, 同比增长19.68%, 主要系公司本部及子公司广糖集团经营需要新增流动资金借款所致; 2020年3月末公司短期借款较2019年末增长22.73%至123.44亿元。公司其他流动负债主要为应付短期融资券, 近年规模较为稳定, 2019年末为30.51亿元; 2020年3月末受部分短期融资券到期兑付影响, 公司其他流动负债同比下降59.78%至12.27

<sup>14</sup> 泛指国有农场。

亿元。一年内到期的非流动负债近年有所波动，2019年末一年内到期的非流动负债29.45亿元，同比下降14.01%，其中一年内到期的长期借款3.10亿元，一年内到期的应付债券26.35亿元，2020年3月末公司一年内到期的非流动负债较上年末有所下降。随着公司经营规模扩张，应付账款逐年增长，2019年末公司应付账款17.48亿元，同比增长16.73%，其中账龄在1年内占比65.84%，1~2年占比20.70%，2~3年占比4.36%，3年以上占比9.10%，应收账款前五名对象合计占比为13.24%。

近年来，公司非流动负债规模有所波动，主要由应付债券、长期应付款、长期借款和递延收益构成。公司应付债券规模整体有所下降，2019年末公司应付债券为19.06亿元，同比大幅下降42.80%，主要系部分债券到期偿付所致；2020年3月末，受公司新发行“20农垦MTN001”、“20农垦SCP001”和“20桂农01”影响，公司应付债券增加至38.53亿元。公司长期应付款包括应付融资租赁款和专项应付款，近年规模逐年增长，主要是由于专项应付款增长，2019年末公司长期应付款为33.42亿元，同比增长57.98%，其中应付融资租赁款4.90亿元，同比下降23.08%；专项应付款28.52亿元，同比增长92.96%，主要系西江农场项目的专项应付款增加所致。公司长期借款逐年递增，2019年末，公司长期借款15.78亿元，同比增长86.83%，主要系广西农垦集团本部新增借款所致，其中信用借款、保证借款和抵押借款分别为11.22亿元、4.01亿元和0.55亿元，长期借款以信用借款为主，2020年3月末公司长期借款进一步增长至22.46亿元。递延收益较为稳定，主要为道路建设与维修工程、建设用地补偿和水利建设经费等，2019年末为26.64亿元。

图表 23：公司负债情况（单位：亿元，%）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期借款	73.36	84.04	100.58	123.44
应付账款	9.20	14.98	17.48	10.51
一年内到期的非流动负债	10.43	34.26	29.45	23.08
其他流动负债	30.47	30.51	30.51	12.27
<b>流动负债合计</b>	<b>155.08</b>	<b>188.81</b>	<b>206.84</b>	<b>194.45</b>
长期借款	4.05	8.44	15.78	22.46
应付债券	61.72	33.33	19.06	38.53
长期应付款	15.93	21.16	33.42	33.79

递延收益	23.90	21.56	26.64	26.95
非流动负债合计	106.54	85.22	95.55	122.10
负债总额	261.62	274.03	302.39	316.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司有息债务规模较大且逐年增长，2019年末和2020年3月末，公司全部债务分别为204.87亿元和226.17亿元，其中短期有息债务占比分别为80.60%和71.13%，公司债务结构以短期有息债务为主，而其资产结构以无形资产及固定资产等非流动资产为主，反映了公司长短期资本匹配度欠佳。同期末，公司资产负债率分别为53.72%和54.85%，全部债务资本化比率分别为44.02%和46.46%，均较2018年末有所提高，债务负担有所增加。

若将其他权益工具中的14.93亿元的永续债作为有息债务考虑，2020年3月末，公司全部债务规模将增至241.10亿元，同时资产负债率及全部债务资本化比率将分别提高至57.43%和49.53%。

从债务期限结构来看，以2020年3月末公司全部债务为基础，2020年4~12月和2021年需偿还到期债务分别为128.86亿元和47.80亿元，短期内面临一定的债务集中偿还压力。

对外担保方面，截至2020年3月末，公司无对外担保。

图表 24：公司有息债务及期限结构<sup>15</sup>（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 盈利能力

近年公司营业收入逐年增加，主营获利能力较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大

2017年~2019年，受益于机制糖、畜牧业、种植业及其他业务收入保持增长，公司营业收入逐年增加，2019年营业收入为131.74亿元，同比增长32.39%；受木薯销售均价下降、种植业务成本增加等因素影响，公司木薯加工业务、种植业和其他业务毛利率有所下降，2019年公司营业利润率为10.06%，同比下降4.85个百分点，主营获利能力较弱。同期，公司期间费用合计24.06亿元，其中管理费用和财务费用占比分别为55.26%和34.51%，期间费用率为18.26%，同比下降2.17个百分点。

近年来，公司利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大。2019年公司利润总额为

<sup>15</sup> 因统计口径不同，公司提供数据与财务报表略有差异。

2.97 亿元，同期，公司营业外收入 13.60 亿元，其中政府补助 11.47 亿元，较 2018 年增加 1.86 亿元，主要包括土地征收补助 10.38 亿元、国有农场办社会职能改革补助 0.56 亿元、危房改造资金 0.23 亿元；其他收益 3.34 亿元，主要为税收增量分成、社会职能化解及产业结构调整补助、产品结构调整款等。2018 年公司资产减值损失为 5.54 亿元，主要系公司对应收账款、其他应收款和存货计提坏账和跌价准备，2019 年资产减值损失规模较小。2019 年，公司总资本收益率 2.09%，同比提升 0.18 个百分点，净资产收益率 0.48%。同比提升 0.08 个百分点。

2020 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.23 亿元，同比增长 1.86%，营业利润率为 13.72%，同比提升 10.82 个百分点。预计 2020 年，公司计划增加糖料蔗订单面积及种植面积并提升产糖率，进一步提高机制糖产销量，同时公司正在进行畜牧产业的扩张项目布局，将有助于公司的收入和获利能力的提升。

图表 25：公司收入和盈利能力情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 现金流

### 公司经营活动净现金流逐年改善，对外投资规模较大，对外部融资存在较大依赖

2017 年~2019 年，受益于公司应收账款减少、销售回款改善和受到的政府补贴增加，公司经营活动净现金流逐年增加，2018 年和 2019 年经营活动现金流均保持净流入。同期，公司现金收入比分别为 108.40%、100.68%和 103.93%，经营获现能力较好。

公司投资性净现金流持续表现为净流出，对外投资依然保持较大规模；公司取得借款所收到的现金保持较大规模，对外部融资

存在较大依赖，融资性净现金流持续呈净流入状态，受公司偿还债务支付现金增加影响，筹资活动现金流净流入规模有所下降。

2020 年 1~3 月，受当期原材料采购支出增加影响，公司经营性净现金流由正转负为-2.08 亿元，投资性活动净现金流和筹资性活动净现金流分别为-3.88 亿元和 8.84 亿元。

图表 26：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2019年末公司流动比率为77.81%，速动比率为51.87%，均较2018年末有所下降，流动性较弱。2019年公司经营现金流动负债比为4.86%，同比提升3.71个百分点，经营性净现金流对流动负债的保障能力有所增强。截至2020年3月末，公司未受限货币资金期末余额63.72亿元，短期有息债务160.88亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较低。

从长期偿债指标来看，2019年，受益于公司EBITDA同比增长19.57%，公司EBITDA利息倍数同比提高0.14倍；全部债务/EBITDA倍数同比下降1.60倍。

截至2020年3月末，公司获得的银行总授信额度358.15亿元，尚未使用银行授信160.24亿元，备用流动性充裕。

图表 27：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月末
流动比率	99.24	84.31	77.81	91.34
速动比率	84.04	58.89	51.87	57.15
经营现金流动负债比	-4.23	1.14	4.86	-
EBITDA 利息倍数	1.88	2.04	2.18	-
全部债务/EBITDA	12.64	11.97	10.37	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

以2020年3月末公司有息债务为基础，公司需偿还刚性债务主要为到期或回售的债券及非银金融机构借款，其中2020年4月~12月内公司到期的债券30.00亿元，无要回售债券和到期的非银金融机构借款。到期债券情况如下表所示。

图表 28：公司2020年4月~12月内到期或回售的债券（单位：亿元、%）

债券简称	余额	票面利率	到期日
17 农垦 MTN002	10.00	5.58	2020-10-19
17 农垦 PPN001	5.00	6.30	2020-11-03
17 农垦 PPN002	5.00	6.30	2020-12-28
20 农垦 SCP001	10.00	3.80	2020-11-23
合计	30.00	-	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产和所有者权益规模、经营性净现金流对流动负债的保障程度处于较好水平，收入规模、利润总额和资产负债率处于中等水平。

图表 29：同行业主要指标对比

项目	广西农垦	北大荒农垦集团有限公司 (AAA)	江苏省农垦集团有限公司 (AAA)	宁夏农垦集团有限公司 (AA+)	甘肃省农垦集团有限责任公司 (AA)
资产总额 (亿元)	<b>562.93</b>	1990.56	319.26	178.74	195.98
所有者权益 (亿元)	<b>260.54</b>	414.39	182.83	97.39	85.48
营业总收入 (亿元)	<b>131.74</b>	1233.56	139.60	27.98	60.62
利润总额 (亿元)	<b>2.97</b>	3.06	23.67	1.38	0.82
资产负债率 (%)	<b>53.72</b>	79.18	42.73	45.51	56.38
经营现金流流动负债比 (%)	<b>4.86</b>	1.22	-7.69	3.83	-6.30

注：资料来源于各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理

总体来看，受无形资产中土地评估增值的影响，公司资产规模大幅增长，其他应收款规模较大对资金形成占用；所有者权益中资本公积占比较高，未分配利润持续为负；有息债务持续增长且规模较大，短期面临一定债务集中偿付压力；近年公司营业收入逐年增加，主营获利能力较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大。

## 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 21 日，公司本部在过往债务履约方面不存在不良信用记录。公开市场存续债券均已按时偿付付息。

## 本期债券偿债能力

截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.85%和 46.46%。本期债券发行后，拟发行金额若按 8.4 亿元计算，以公司 2020 年 3 月末的财务数据为基础，发行后公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别为 55.49%、47.37%，债务负担有所增加。

以公司 2019 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 2.35 倍、20.08 倍、1.20 倍和 0.23 倍，经营活动现金流入对本期债券的保障程度较好。

图表 30：本期债券偿债能力（倍）

偿债指标	2017年	2018年	2019年
EBITDA/本期债券发债额度	1.77	1.97	2.35
经营活动现金流入偿债倍数	13.23	15.03	20.08
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.78	0.26	1.20
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-1.99	-1.58	0.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

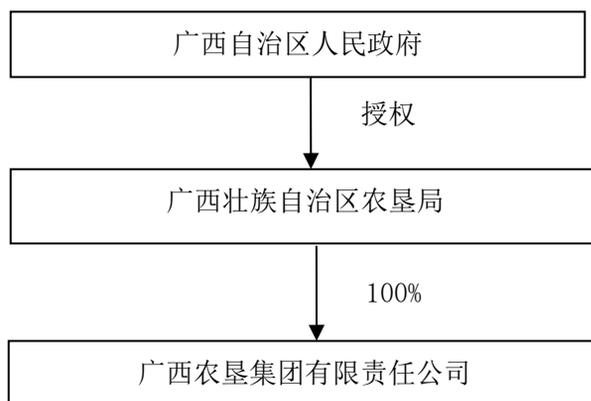
## 抗风险能力及结论

公司是广西最大的农业类综合产业集团，机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列，具有很强的综合竞争力；公司机制糖技术水平领先，产品具有一定品牌知名度，受益于新并入的糖厂开榨和单位生产成本下降等因素，2019年公司机制糖业务收入显著增长，业务获利能力有所增强；公司甘蔗和水果等经济作物种植面积较大，对机制糖等业务原材料供应形成一定保障，同时也对公司业绩形成有益补充；公司生猪养殖规模居于广西自治区前列，受益于2018年规模效应导致生产成本降低和2019年来生猪销售均价提高，公司畜牧业务毛利润和毛利率逐年提升；作为自治区政府下属唯一农垦集团，近年来公司获得自治区政府在财政补贴等方面的较多支持。

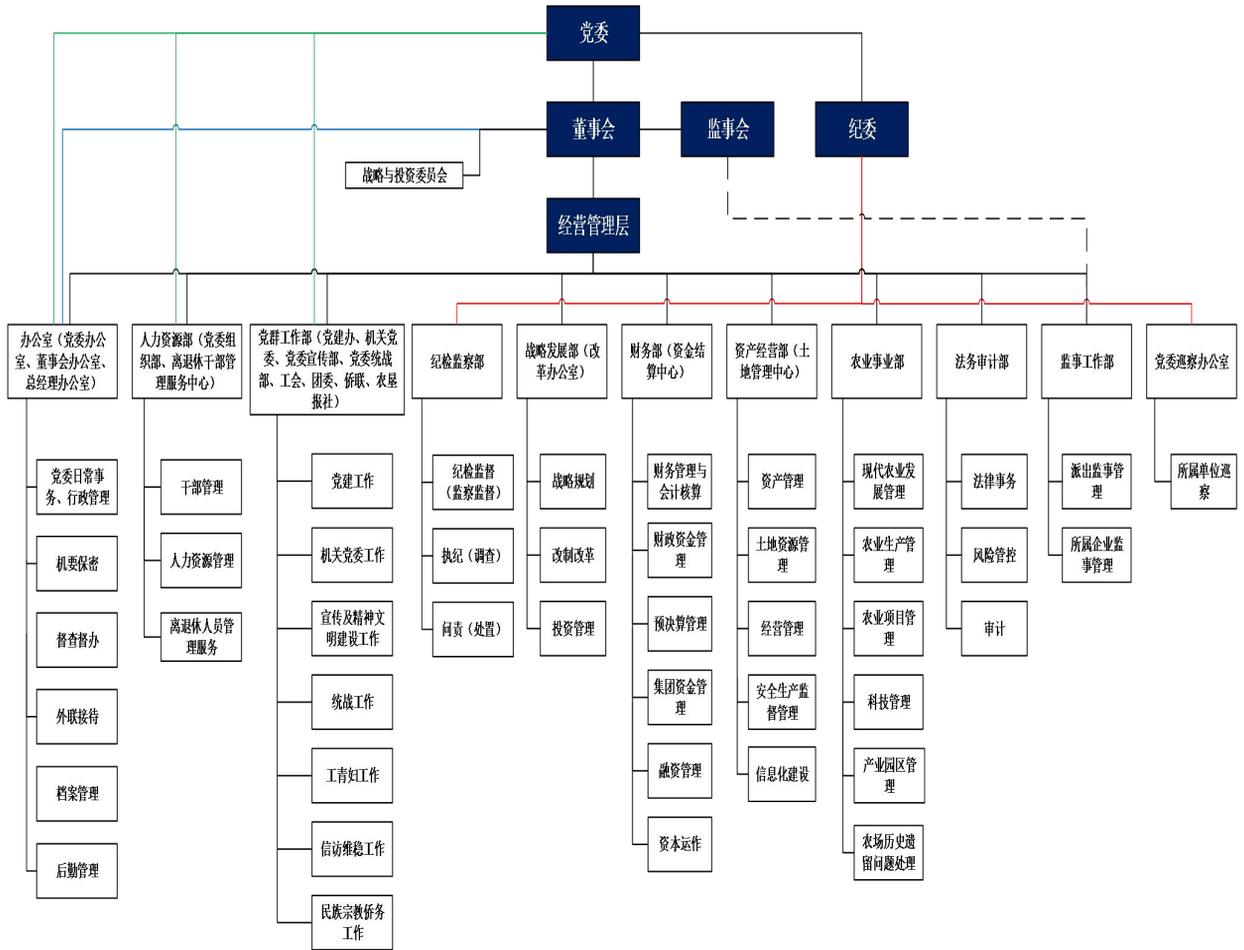
同时，东方金诚也关注到，受附加值高的变性淀粉销量减少叠加木薯淀粉销售均价下降等因素的影响，2019年公司木薯加工业务收入和毛利率均同比大幅下降，产能利用率处于较低水平；公司其他应收款规模较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险；公司有息债务持续增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，面临一定债务集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚评定广西农垦主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及对本期债券本息偿还的保障能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至2020年3月末公司组织结构图



附件三：广西农垦主要财务数据和财务指标（万元、%、次、倍）

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额（亿元）	362.30	551.51	562.93	577.17
所有者权益（亿元）	100.68	277.48	260.54	260.62
负债总额（亿元）	261.62	274.03	302.39	316.55
短期债务（亿元）	116.51	149.66	165.13	160.88
长期债务（亿元）	70.92	48.14	39.74	65.29
全部债务（亿元）	187.44	197.80	204.87	226.17
营业收入（亿元）	86.08	99.51	131.74	26.23
利润总额（亿元）	0.92	1.87	2.97	0.13
净利润（亿元）	0.66	1.11	1.25	0.10
EBITDA（亿元）	14.83	16.53	19.76	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.55	2.15	10.04	-2.08
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.19	-15.47	-8.14	-3.88
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	23.35	10.38	5.00	8.84
毛利率（%）	22.22	15.42	10.54	14.09
营业利润率（%）	21.56	14.91	10.06	13.72
销售净利率（%）	0.77	1.11	0.95	0.36
总资本收益率（%）	2.93	1.92	2.09	-
净资产收益率（%）	0.66	0.40	0.48	-
总资产收益率（%）	0.18	0.20	0.22	-
资产负债率（%）	72.21	49.69	53.72	54.85
长期债务资本化比率（%）	41.33	14.78	13.23	20.03
全部债务资本化比率（%）	65.06	41.62	44.02	46.46
货币资金/短期债务（%）	50.56	37.73	40.58	42.92
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-8.93	-6.73	0.93	-
流动比率（%）	99.24	84.31	77.81	91.34
速动比率（%）	84.04	58.89	51.87	57.15
经营现金流动负债比（%）	-4.23	1.14	4.86	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.04	2.18	-
全部债务/EBITDA（倍）	12.64	11.97	10.37	-
应收账款周转率（次）	-	6.32	13.48	-
销售债权周转率（次）	-	5.96	12.82	-
存货周转率（次）	-	2.35	2.32	-
总资产周转率（次）	-	0.22	0.24	-
现金收入比（%）	108.40	100.68	103.93	141.68

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转率	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率} = \left[ (\text{本期} / \text{前}n\text{年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
注: 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务 全部债务=长期有息债务+短期有息债务 EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销 利息支出=利息费用+资本化利息支出 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额	

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2020年广西农垦集团有限责任公司农村产业融合发展专项债券”的存续期内密切关注广西农垦有限责任公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向广西农垦集团有限责任公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，广西农垦集团有限责任公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如广西农垦集团有限责任公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年8月19日



## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。