

广东省农垦集团公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1613 号

广东省农垦集团公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 粤垦 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持广东省农垦集团公司（以下简称“广东农垦”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 粤垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了作为中央两大直属垦区之一，公司获得的股东支持力度大、天然橡胶业务产业链完善、具备较强品牌和规模优势，糖业和乳业等板块为区域内龙头企业，土地资源丰富，持有物业质量较优，且融资渠道畅通等方面的优势对整体信用实力提供的有力支持。但中诚信国际关注到盈利和费用控制能力有待提升、未来存在一定投资支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广东农垦（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	391.15	410.09	408.49	422.51
所有者权益合计（亿元）	169.35	170.75	165.88	167.92
总债务（亿元）	108.70	119.76	114.28	126.61
营业总收入（亿元）	237.43	234.58	215.11	56.17
净利润（亿元）	1.81	2.76	1.46	0.34
EBITDA（亿元）	12.23	16.32	12.92	--
经营活动净现金流（亿元）	16.81	16.20	25.94	-4.27
资产负债率(%)	56.70	58.36	59.39	60.26
广东农垦（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	100.36	104.81	110.51	118.16
所有者权益合计（亿元）	42.15	44.43	45.53	45.38
总债务（亿元）	6.80	12.30	10.01	19.97
营业总收入（亿元）	0.57	0.57	0.58	0.08
净利润（亿元）	0.96	1.21	-1.16	-0.13
经营活动净现金流（亿元）	-0.01	-2.65	8.61	-2.31
资产负债率(%)	58.00	57.61	58.80	61.59

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告和 2021 年一季度财务报表整理。

正 面

■ **股东支持力度大。**公司是中华人民共和国农业农村部直属垦区，近年来多次获得股东增资和财政资金扶持；2011 年至 2020 年累计收到国有资本预算资金 19.15 亿元，为公司业务发展提供了有力支撑。

■ **天然橡胶业务产业链完善，具备较强品牌和规模优势。**公司天然橡胶业务经营主体广东省农垦橡胶集团有限公司（以下简称“农垦橡胶”）是全球天然橡胶全产业链最大的企业，具备较强品牌和规模优势。

■ **糖业和乳业等板块为区域内龙头企业。**公司糖业板块在广东

省内拥有较强的竞争优势，其中机制糖产量占广东省产量的 50%左右；乳业板块的经营主体广东燕塘乳业股份有限公司（以下简称“燕塘乳业”）是广东地区唯一一家液态奶上市公司，亦是华南地区首家中国奶业综合排名 20 强企业。

■ **土地资源丰富，持有物业质量较优。**公司拥有丰富的土地资源，截至 2021 年 3 月末，所属国有农场确权土地面积 311.92 万亩，为其业务发展奠定了良好基础。同期末，公司持有的租赁物业主要位于广州和深圳，面积约为 70 万平方米，且以成本法入账，可为公司提供稳定的租金收入和现金流。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 227.45 亿元，其中未使用额度为 137.97 亿元。公司下属子公司燕塘乳业为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关 注

■ **盈利和费用控制能力有待提升。**2020 年公司收入及利润总额同比下滑，且期间费用保持在较大规模，期间费用率继续增长，盈利和费用控制能力有待提升。

■ **未来存在一定投资支出压力。**截至 2021 年 3 月末，公司在建项目预计总投资 50.37 亿元，累计投资 11.83 亿元，且房地产板块仍有一定投资支出，未来或存在一定投资压力。

评级展望

中诚信国际认为，广东省农垦集团公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股权和战略定位发生重大变更，股东支持力度大幅弱化；失去重要子公司控制权；宏观经济、行业政策等发生变化使得公司出现持续、大幅亏损；食品安全问题导致经营获现能力显著恶化；债务规模快速上升导致流动性压力显著增加等。

同行业比较

	部分农垦企业主要指标对比表					
公司名称	截至 2021 年 3 月末				2020 年	
	土地面积（万亩）	资产总额（亿元）	总债务（亿元）	总资本化比率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
江苏农垦	179.60	356.96	50.02	19.19	144.26	22.94
广东农垦	311.92	422.51	126.61	42.99	215.11	1.46

注：“江苏农垦”为“江苏省农垦集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 粤垦 01	AAA	AAA	2021/03/12	10.00	10.00	2021/03/19~2026/03/19（3+2）	回售条款，票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

广东省农垦集团公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“21 粤垦 01”，债券代码：149413）发行规模为 10 亿元，募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务及补充流动资金，募集资金实际使用情况与《广东省农垦集团公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）募集说明书》中承诺的用途和使用计划一致，且已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别

是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

我国天然橡胶对外依存度很高；近年来国内外天然橡胶价格呈低位震荡态势，行业整体较为低迷，2020 年下半年价格随经济的逐步恢复而不断回暖

全球天然橡胶主要产区集中在东南亚地区，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国，产量占全球总产量的比重超过 80%。天然橡胶树种植后，一般第 7 年开始割胶，第 9 年进入高产期。由于 2011 年左右橡胶种植面积在高胶价的吸引下大幅增长，该批胶林近年来陆续进入割胶期，叠加需求端增长相对疲弱，天然橡胶行业供给端面临较大压力，价格整体较为低迷。在此背景下，主要产区开始针对性地实施削减天然橡胶种植面积、减少供应量的政策，天然橡胶种植面积和开割增速放缓。2020 年，一方面受新冠肺炎疫情影响，商品和人员流通受阻，劳工紧缺，且高温干旱、白粉病等不可预见因素发生；另一方面，年初胶价继续走低使得胶农割胶积极性下降，均摊亩产¹处于历史低位，天然橡胶产量继续呈下跌态势，根据天然

橡胶生产国协会统计数据显示，当年全球天然胶产量同比下降 7.7%至 1,278.2 万吨。

受气候以及种植条件影响，我国不属于天然橡胶主产国，但作为一种重要战略资源，已在海南和云南地区形成了两大橡胶种植基地，同时形成了海南天然橡胶产业集团股份有限公司、中化国际(控股)股份有限公司、云南农垦和广东省农垦集团公司等几大主要的天然橡胶种植、生产和供应企业。尽管我国天然橡胶种植面积近几年快速增长，但由于橡胶树培育周期较长，同时橡胶生产地自然灾害频发，天然橡胶产量有所波动。2020 年，由于疫情、旱情等令割胶时间后移，我国天然橡胶产量同比大幅减少至 69.3 万吨。

受限于橡胶种植规模，我国 80%以上的天然橡胶需求量需要进口，对外依存度很高，已连续多年蝉联世界第一大天然橡胶进口国和消费国，2020 年全国天然橡胶消费量超过世界消费总量的 40%。2018 年 4 月以来，受中美贸易争端以及欧洲双反调查等事项影响，我国天然橡胶下游轮胎行业景气度持续下行，令天然橡胶进口量下降，不过，2020 年随着中国疫情率先好转，东南亚天然橡胶生产企业将出口目标转向中国，当年天然橡胶累计进口量 590.21 万吨，同比增长 13.74%，近三年来首次实现正增长。

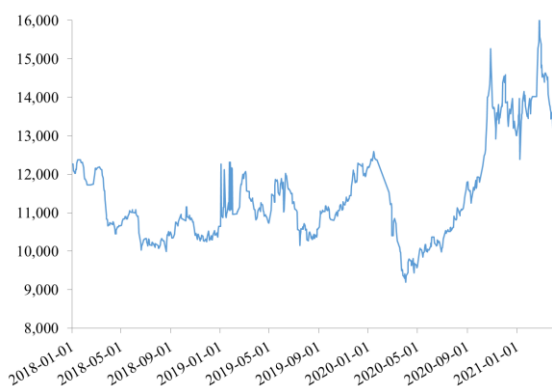
下游需求方面，目前我国 70%以上的天然橡胶使用在轮胎生产中，原材料成本约占轮胎产品总成本的 80%，而天然橡胶与合成橡胶分别占原材料成本的 40%和 20%，因此轮胎行业的需求波动直接影响天然橡胶行业景气度变化。我国轮胎行业对出口依赖度较大，主要出口国家和地区为美国和欧盟等，但近年来面临的贸易摩擦不断增加，给国内轮胎出口业务带来一定负面影响，轮胎企业销售渠道受阻，间接影响天然橡胶需求量。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，企业阶段性停产、居民出行和货物运输减少使得下游轮胎消费量大幅下降。2020 年下

¹ 均摊亩产=产量/理论可开割面积

半年以来，一方面受益于生产建设的恢复和受淘汰“国三”柴油商用车等政策的影响，重卡销量大幅上升；另一方面，各地密集出台汽车消费刺激政策，助推汽车消费场景气度上行，带动国内轮胎配套需求向好；同时，海外市场逐步恢复，国外轮胎补货订单逐渐回流到中国，下半年出口订单逐步回升，2020年全年我国橡胶轮胎外胎累计产量8.18亿条，同比增长1.7%。

近年来，由于我国大量进口天然橡胶，全球天然橡胶价格的波动直接传导至国内市场，同时受下游轮胎行业需求疲软和复合橡胶的冲击等因素影响，国内天然橡胶价格持续走低。2018年以来，国内天然橡胶市场价格呈现低位震荡态势，截至当年末，天然橡胶主力期货收盘价为11,350元/吨，年内跌幅达19.10%。2019年，受益于产胶国联合干预胶价，实施削减出口和减产稳价等政策，天然橡胶价格整体有所上行，截至2019年末回升至12,960元/吨，但整体仍处于相对低点。2020年初，受新冠肺炎疫情带来的企业阶段性停产等因素的影响，天然橡胶价格大幅回落，至3月末跌至9,680元/吨；但二季度以来，随着经济活动的逐步恢复以及橡胶产量的下降，价格波动上行，2021年2月25日升至16,287.5元/吨，处于近年来的相对高位。

图1：近年来我国天然橡胶现货价格（元/吨）



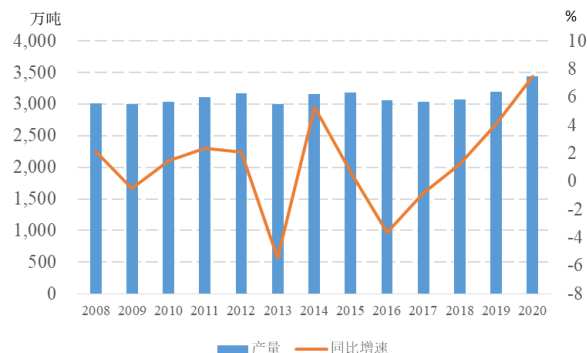
资料来源：Choice

我国乳制品行业产销保持相对稳定态势，“两超多强”的市场格局已基本稳定，行业集中度或将继续提高；2020年下半年以来，原奶价格的波动上涨对

乳制品企业成本控制能力提出更高要求

我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场影响，存在一定波动。2018年以来，受益于国内乳制品产品质量升级和新品持续推出，乳制品产销量逐步回升，供需处于相对稳定态势，行业整体进入成熟阶段。

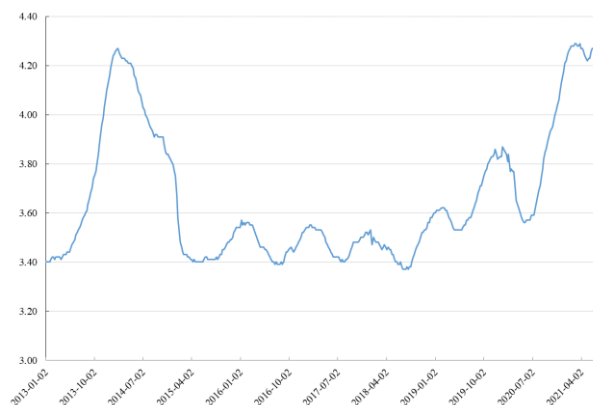
图2：近年来中国牛奶产量情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

原奶是乳制品企业生产成本中重要的一部分，液态奶成本中原料奶占比40%左右，而奶粉中原料奶成本占比则达60%。原奶价格是影响乳制品价格的重要因素，原奶价格主要受养殖成本的影响，其中饲料成本在奶牛养殖总成本中占比较高，约为70%。受养殖成本、乳牛养殖周期等因素影响，原奶产量及价格存在一定周期性，同时，随着乳制品进口规模逐步增长，国际奶价变动亦对国内原奶价格形成较大冲击。根据农村农业部数据，2018年下半年以来，主产区生鲜乳均价走出过去近4年3.5元/公斤低价进入上涨通道，2020年上半年，受疫情的影响，乳制品送礼需求短期受到明显抑制，生鲜乳均价下落至低点约3.56元/公斤，2020年中旬以来，受益于疫情好转，民众饮奶需求恢复，同时，大豆和苜蓿等饲料成本上升，国际牛奶价格提高，生鲜乳价格保持上涨态势，2021年5月第三周，生鲜乳平均价格达到4.23元/公斤，对下游乳制品企业的成本控制带来一定挑战。

图 3：近年来生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：Choice

国内上游牧场不断提升牧场规模、机械化和数字化，基本大型牧场已实现数字化管理，机械化挤奶率接近 100%。中诚信国际关注到，疫情后带来的需求端的强劲增长使得乳制品企业关注奶源供给保障及控制权强化，全国及地方乳品龙头加速并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，根据海关总署数据，2020 年全国进口活牛 266,117 头，同比增长 33.5%，新建牧场及奶牛存栏量的增长或将对原奶价格形成一定冲击。

下游需求方面，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。受疫情后消费者教育提升和消费升级背景下，乳制品消费量或将保持增长态势。同时，我国乳制品消费区域分化严重，上海市、北京市等经济发达城市人均乳制品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，近年来低线城市和农村居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，饮奶习惯逐渐形成，未来低线城市和农村市场的乳品消费和渗透率仍有很大提升空间。

从产品消费结构来看，目前常温纯奶占主导地位，酸奶增长较快，低温巴氏奶在消费升级和冷链物流快速发展的驱动下，保持较快增长趋势，2015~2019 年近 5 年复合增长率约为 10%，奶酪、黄油及其他占比较低。近年来乳制品企业持续推出新产品，未来产品高端化趋势将进一步驱动行业增长。

从终端产品的市场格局来看，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和中国蒙牛乳业有限公司拥有全国性品牌，销售网络覆盖面广，收入水平和市场占有率处于领先地位，根据前瞻产业研究院的统计，2019 年伊利和蒙牛的乳制品市场份额近 50%，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势。区域性乳制品企业基本通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争，光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司和新希望乳业股份有限公司等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，与全国性乳企形成有效互补。地方性乳制品企业通常仅在单一省市经营，生产经营规模较小，竞争力有限。近年来，由于国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品企业的整顿，行业龙头企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大自身规模，丰富产品品类，同时不断加强对奶源和销售渠道的控制，其收入增长普遍高于行业的平均增速，2020 年受疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，行业集中度有进一步提升的趋势。

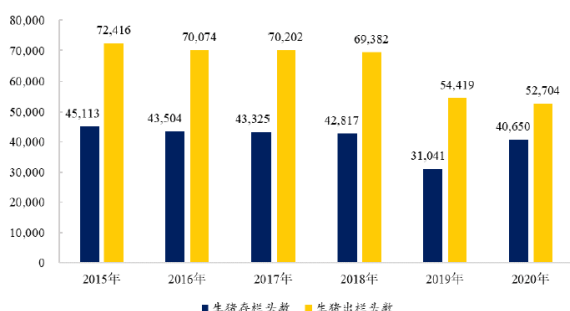
中诚信国际认为，近年来我国乳制品消费市场保持稳定，终端市场“两超多强”的市场格局已基本形成，且未来集中度有望进一步提升。在环保政策趋严等影响下，近两年我国原奶产量增速缓慢，且 2020 年下半年以来原奶价格持续上涨，对乳制品企业成本控制能力提出更高要求。

受“猪周期”和非洲猪瘟疫情等影响，2018 年我国生猪价格呈波动态势；2019 年 3 月开始，受供需关系影响，生猪价格高位运行；随着产能的逐步恢复，2021 年以来生猪价格持续下行，未来或将面临一定下行压力

近年来，我国年出栏量在 500 头以上的大型养殖场生猪出栏量占比不断提升，但仍处于较低水平，以养殖散户为主体的供给结构决定了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高的格局。同时，受到技术、资金、信息不对称等条件的制约，

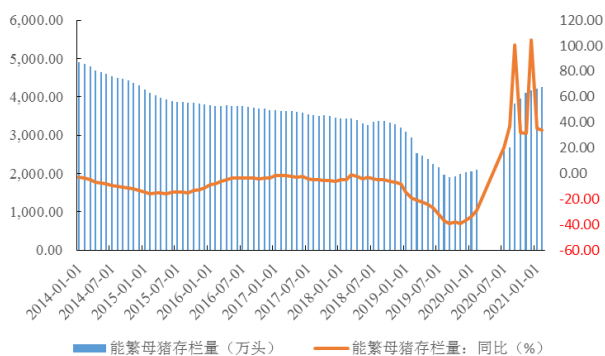
养殖散户通常在猪价高涨时高价补充产能，猪价低迷时恐慌性提前出栏，从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡，猪肉价格剧烈波动。2018年8月以来，非洲猪瘟疫情突然爆发，生猪产能加速去化，生猪及能繁母猪存栏量大幅下降，其中截至2019年9月末，能繁母猪存栏量达到历史低点，相比于2012年10月末的历史高位下降约3,000万头；2020年以来，随着养殖户补栏增加，国内生猪和能繁母猪存栏量逐步回升，截至2020年末存栏量分别为4.07亿头和4,161万头，分别同比增长31.29%和103.47%；国内生猪出栏量为5.27亿头，同比下降3.13%。2021年一季度，生猪存栏4.16亿头，同比增长29.5%；生猪出栏1.71亿头，同比增长30.6%。

图4：我国生猪存栏量及出栏量变化



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图5：我国能繁母猪存栏量变化



资料来源：Choice，中诚信国际整理

由于能繁母猪补栏到商品猪供应增加一般需要10~13个月左右，这使得供给的缺口无法随着价格涨跌迅速弥补，因而猪价波动的周期长度一般为3~4年，形成所谓的“猪周期”。由于非洲猪瘟疫情扩散，生猪跨省调运受到较大限制，区域间供需出

现不平衡现象，随着部分跨省生猪产品的调运限制取消，生猪调出区压栏的生猪集中出栏，流向调入区，导致2019年初各区域生猪价格同步下跌。2019年3月以来，随着生猪产能大幅去化，供给日趋紧缺，生猪价格在全国范围内快速上升，截至10月25日生猪平均价格达到40.29元/公斤，处于历年来价格最高点；但随后由于国家保供稳产政策取得一定成效等，生猪价格有所回落。2020年5月以来，受复工复产的推进、餐饮需求逐步恢复等因素的影响，生猪价格有所反弹；9月以来，随着生猪养殖产能的持续恢复，生猪价格逐步下行，10月出现猪肉价格年内首次环比、同比“双降”，到10月末为28.86元/公斤；受传统腌腊制品等需求旺季影响，年末生猪价格有所回升；2021年1月以来，能繁母猪和生猪存栏量的持续上行，生猪价格持续下滑，截至2021年5月23日，全国22个省市生猪平均价格降至18.88元/公斤，面临一定下行压力。

图6：全国22个省市生猪平均价格走势（元/公斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021年1月8日，生猪期货在大连商品交易所挂牌上市，是我国首个活体交割期货品种。生猪养殖企业可通过套期保值、基差贸易、仓单服务、“保险+期货”等方式参与期货市场，利用期货价格合理安排生产计划，在期货市场对冲风险，有利于优化养殖企业利润的稳定性。但同时，中诚信国际注意到，期货行情波动较大，交易采取保证金和逐日盯市制度，对参与者的专业性要求较高，对参与企业相关投资管控的要求将进一步提升。

跟踪期内，公司天然橡胶板块保持了较强的品牌效应和规模优势，受市场行情低迷等影响，2020 年公司主动压缩该板块业务规模，但国外天然橡胶产销毛利率上升带动该板块毛利率保持增长；需持续关注天然橡胶市场价格对该板块经营状况的影响

公司作为全球最大的天然橡胶全产业链企业，保持了较强的规模优势和品牌效应。2020 年以来天然橡胶业务收入占营业总收入比例持续提升，是公司重要的收入来源。

由于市场行情整体低迷，且盈利水平较弱，2020 年公司主动压缩天然橡胶业务规模。毛利率方

面，受新冠疫情及下游汽车轮胎市场需求下滑等影响，2020 年上半年天然橡胶价格降幅明显，贸易业务毛利率由正转负；同时，当年受橡胶树病害及环境气候恶劣等因素的影响，原料采购难度较大，采购成本上升令国内天然橡胶产销业务毛利率降幅较大。受益于市场行情把控能力的优化和敞口管理、锁汇等风险对冲措施的应用，公司国外天然橡胶产销业务毛利率继续提升，亦带动天然橡胶板块毛利率保持增长。2021 年一季度，天然橡胶价格延续上年 5 月以来增长势头并处于近年来相对高位，推动公司天然橡胶各类业务收入及毛利率较上年同期均有所上升，经营状况有所改善。

表 1：公司天然橡胶业务收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内天然橡胶产销	7.75	5.31	9.71	13.51	6.53	5.76	1.06	5.64
国外天然橡胶产销	57.82	9.22	68.44	10.59	79.02	12.14	23.12	10.51
天然橡胶贸易业务	65.10	-1.55	60.50	0.71	43.72	-0.52	6.83	5.21
合并抵消	-27.96	-	-30.83	-	-27.93	-	-1.85	-
合计	102.71	4.60	107.82	8.50	101.34	9.60	29.16	9.73

资料来源：公司提供

天然橡胶的原料主要是鲜胶水和杯胶，原料成本占比保持在 90%以上。截至 2021 年 3 月末，公司自有橡胶林种植面积为 110 万亩，其中境外橡胶基地约为 38 万亩，主要位于马来西亚、老挝和柬埔寨²；国内橡胶基地位于广东。2020 年，公司自有胶林开割面积随着成熟橡胶树的增多持续增长，截至 2021 年 3 月末开割比例升至 66.27%，但由于目前自有种植面积相对较小，且国外种植基地大部分尚未达到开割状态，2020 年公司整体原料自给率为 3%，原料仍以外部采购为主。随着种植基地的扩大和自有胶园的陆续投产开割，预计公司未来胶水自给能力将有所提升。

表 2：近年来公司自有种植基地资源储备情况（万亩、%、公斤）

年份	2018	2019	2020	2021.3
可开割面积	56.90	59.63	71.30	72.30
开割比例	54.66	55.80	65.65	66.27
亩产天然橡胶水	90.28	100.29	105.56	107.78
亩产成品胶	24.38	27.08	28.50	29.10

资料来源：公司提供

2020 年，公司天然橡胶初加工产能保持稳定，截至 2021 年 3 月末，公司在广东、海南和云南等国内地区产能共计 20 万吨/年，在泰国、马来西亚和印度尼西亚等海外地区产能共计 110 万吨/年。随着生产管控能力加强和产能整合，2020 年产能利用率继续提升，但由于天然橡胶作为大宗商品，公司会根据市场行情调整产销节奏，加之受干旱、多雨及白粉病等因素的影响，公司产能利用率偏低。

表 3：公司主要天然橡胶产品生产情况（万吨/年、万吨、%）

产品名称	项目	2018	2019	2020	2021.1~3
标准胶	产能	81.57	81.57	81.57	81.57
	产量	59.87	66.34	67.08	15.03
	产能利用率	73.40	81.33	82.34	--
浓缩胶乳	产能	30.50	30.50	30.50	30.50
	产量	10.12	13.92	14.39	2.15
	产能利用率	33.17	45.64	47.18	--
胶清胶	产能	2.55	2.55	2.55	2.55
	产量	0.56	0.77	0.84	0.20
	产能利用率	22.09	30.33	32.94	--

资料来源：公司提供

² 公司主要通过租赁土地自主投资种植、合股投资种植、租赁胶园直

接割胶和并购接管等方式扩大海外胶园基地。

跟踪期内，公司天然橡胶品牌优势稳固，与玲珑、三角、赛轮等大型轮胎企业持续保持良好合作关系。由于市场行情持续低迷，2020年以来公司继续主动控制天然橡胶业务规模，当年销量同比下降。天然橡胶属于大宗商品，其价格受全球经济发展状况、投机活动等因素影响波动较大，2020年9月以来天然橡胶市场价格回升带动公司全年销售均价同比上升。**中诚信国际认为**，天然橡胶市场价格波动较大，未来将对天然橡胶市场价格及广垦橡胶经营状况保持关注。

表 4：近年来公司天然橡胶销售数据（万吨、元/吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	104.51	106.91	98.02	24.72
其中：电子交易	1.49	1.62	1.39	0.21
期货	1.10	0.32	2.93	0.10
直、分销	101.92	104.97	93.70	24.41
销售均价	9,773	10,016	10,244	11,795

资料来源：公司提供

2020年公司继续控制贸易规模，使得板块收入有所下降，但毛利率水平有所优化

公司糖业板块主要运营主体广垦糖业机制糖产量占广东省产量的50%左右，在区域内具备较强竞争优势。2020年，公司糖业板块收入同比大幅下滑28.26%；其中，机制糖贸易在合并抵消前收入中的占比在50%以上，但由于贸易业务盈利能力较弱，公司近年来主动控制其规模，2020年贸易收入继续下降；自产机制糖收入亦有所下滑，主要系当年机制糖部分产能关停且受虫害等影响榨蔗量同比减少所致。但受益于2020年1~3月榨季产糖率上升及蔗区甘蔗种植成本下降，自产机制糖业务毛利率同比增长；产糖率上升亦使当年桔水、蔗渣等副产品原材料成本下降，加之当年桔水销售价格有所上升，令相关业务毛利率大幅提升。受上述因素综合影响，2020年糖业板块毛利率水平持续提升。2021年一季度，对外销售规模上升令糖业板块收入同比有所上升，但当年榨季产糖率下降令自产机制糖及桔水、蔗渣等副产品毛利率明显下滑，导致该板块毛利率降幅较大。

表 5：公司糖业板块收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自产机制糖	15.06	1.91	16.11	7.13	13.76	10.61	3.79	2.79
机制糖贸易	34.78	2.46	33.54	5.00	23.46	2.66	6.19	2.11
桔水、蔗渣等副产品	1.72	14.74	1.34	1.50	1.15	7.20	0.91	-0.25
其他	6.39	5.50	6.59	9.66	6.56	13.25	1.91	4.73
合并抵消	-21.68	--	-21.31	--	-18.91	--	-6.29	--
合计	36.27	5.13	36.27	7.20	26.02	11.60	6.51	5.13

注：由于广垦糖业本部代销下属糖厂生产的白糖和副产品、下属农场销售甘蔗给糖厂以及下属物流贸易公司购买自产白糖进行贸易，广垦糖业合并抵消规模较大；2018年机制糖贸易收入中包括部分棕榈油和其他贸易收入。

资料来源：公司提供

公司制糖原料约65%来自种植基地，35%左右向农场周边农户采购。截至2021年3月末，公司拥有12个甘蔗种植基地，连结1,065个家庭农场和1.12万户农户，蔗区面积为55万亩，其中36万亩为公司自有产权土地，具备一定的资源优势，但2020年以来，受菠萝、香蕉和火龙果等其他高收益经济作物的冲击，甘蔗种植面积有所下降。

表 6：近年来公司甘蔗种植情况（万亩、吨/亩、%、元/吨）

	2018/2019	2019/2020	2020/2021
甘蔗种植面积	60	59	55
蔗区甘蔗单产	5.39	5.47	4.71
蔗区甘蔗出糖率	9.77	10.62	9.87
蔗区甘蔗种植综合成本	503	496	510

注：广垦糖业榨季一般从当年10月开始至第二年3月结束，存在一定季节性，表中数据按照榨季进行统计。

资料来源：公司提供

公司每年向种植基地下发甘蔗种植计划，采取政府定价和蔗糖挂钩的二次联动机制³，预付月结，

³价格下跌时，公司确定最低保护价政策以保持蔗农种植积极性；糖价

上升时，公司收购价格联动上升。

形成了较为稳定的原料供应。公司向周边农户的收购价格为当地政府指导价，通常现款现货。2020 年，由于食糖价格保持高位震荡，收购价亦相应上升，但受干旱影响榨季有所推迟，收购量同比下降。

表 7：近年来公司甘蔗收购情况（元/吨、万吨）

	2018/2019	2019/2020	2020/2021
自产收购价	390	417	419
周边农户收购价	432	456	490
周边农户收购量	119.81	114.19	101.51

注：表中数据按照榨季进行统计；甘蔗收购价包含地租成本。

资料来源：公司提供

2020 年，公司机制糖产能有所减少，主要系公司根据环保要求关停廉江市和益糖业有限公司所致，加之虫害等影响，当年产量及产能利用率亦有所下滑。销售方面，公司糖业销售主要采取款到发货形式，2020 年销量随产量下降而有所下滑，但产销率仍保持较高水平，当年前五大客户合计销售额占总销售额的比重为 33.72%，下游客户集中度有所提升，其中前三大客户均为海外企业，2020 年以来海外销售占比保持在 50% 左右。

表 8：近年来公司机制糖产销情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万吨/年）	49.20	49.20	43.20	43.20
产量（万吨）	33.68	35.46	28.57	22.32
销量（万吨）	31.42	35.20	29.33	8.28
国内市场占有率(%)	2.10	2.35	1.92	1.92

表 10：公司乳业板块收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液体乳类	4.07	26.71	4.93	27.76	5.80	18.82	1.55	22.04
花式奶	4.10	27.51	4.14	31.64	4.05	26.10	1.02	28.44
乳酸菌乳饮料类	4.58	40.67	5.35	45.29	6.31	39.17	1.36	38.61
冰淇淋雪糕	0.10	31.62	0.14	31.04	0.08	-23.46	0.02	20.80
其他	0.12	18.05	0.15	21.11	0.12	40.93	0.03	46.24
合计	12.97	31.85	14.71	35.19	16.37	28.42	3.98	29.54

注：数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：根据燕塘乳业定期报告整理。

燕塘乳业拥有较为稳定的奶源。截至 2021 年 3 月末，公司拥有三座自有牧场，分布在阳江、湛江和陆丰，2020 年原奶产量合计为 2.39 万吨，原奶自给率保持在 35% 左右。除自有牧场供应外，公司与十余家大中型牧场保持稳定的战略合作关系。2020 年，燕塘乳业前五名供应商合计采购金额占年度采

资料来源：公司提供

公司机制糖贸易业务主要由广垦糖业下属子公司广东广垦糖业集团有限公司运营，客户与自产机制糖业务客户基本重叠。受公司近年来主动控制业务规模，加之 2020 年下半年受主要产区干旱天气影响，榨季推迟 1 个月等因素影响，2020 年机制糖贸易量及收入规模同比下降。

表 9：近年来公司机制糖贸易业务购销情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
采购量（万吨）	66.28	72.88	48.67	13.26
采购均价（万元/吨）	4,597.23	4,551.13	4,690.40	4,571.90
销售量（万吨）	66.16	72.59	49.17	13.42
销售均价（万元/吨）	4,713.07	4,620.24	4,770.54	4,612.82

资料来源：公司提供

燕塘乳业是区域性龙头乳企，在广东省内具备较强的品牌和规模优势，2020 年以来业务稳步发展，收入保持增长态势

公司乳业板块的运营主体燕塘乳业是广东地区唯一一家液态奶上市公司，亦是华南地区首家中国奶业综合排名 20 强企业，在区域内具备较强的品牌和规模优势，2020 年收入规模保持增长，毛利率有所下滑，主要系当年根据新收入准则将产品配送费调整至营业成本中核算所致，如剔除会计准则变更影响，乳业板块毛利率仍保持在 35% 左右。

购总额的比重为 33.79%。

跟踪期内，随着广州开发区新厂房的投运和部分工厂改扩建的推进，2020 年公司产能及产量继续增加，但由于乳制品消费存在一定季节性，公司会根据市场行情调节生产节奏，全年来看产能利用率偏低，但产销率亦保持在 98% 以上，2020 年前五名

客户销售金额占年度销售总额的比重为 12.80%，但整体客户较为分散，截至 2021 年 3 月末，燕塘乳业拥有一级经销商 512 家。

表 11：近年来燕塘乳业乳制品产销情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万吨/年）	25.25	30.92	31.21	35.64
原料奶耗用量（万吨）	6.31	6.39	6.98	1.75
产量（万吨）	14.54	16.16	18.72	4.26
销量（万吨）	14.36	15.99	18.38	4.24

资料来源：公司提供

受非洲猪瘟等影响，2020 年生猪出栏量持续减少，为保障省内生猪供应，生猪养殖项目建设令公司存在一定资本支出压力，在生猪行业下行周期下亦对其经营和成本管控能力提出了更高要求

公司生猪养殖业务主要采用自繁自养模式。2020 年，公司生猪养殖产能继续扩张，由于公司进行了较大规模的补栏，生猪存栏量有所回升，但由于生猪从补栏到出栏需要一定的周期，因此公司当期生猪出栏量仍有较大幅度下降，产能利用率亦有所下滑。随着在建生猪养殖项目的投产，预计未来公司生猪养殖产能将达到 200 万头/年，中诚信国际认为，目前公司生猪产能利用率较低，未来将持续关注产能释放情况及相关项目投后效益情况。

销售方面，公司生猪主要销售给区域内贸易商，少量供港销售和对外广东广垦绿色农产品有限公司出售，2020 年以来生猪产销率较高。由于“猪周期”及非洲猪瘟影响，加之公司对外销售的种猪价格较高，2020 年以来公司生猪销售均价增幅较大。

表 12：近年来公司生猪养殖业务产销情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万头/年）	70	75	95	95
出栏量（万头）	34	20	13	7
存栏量（万头）	24	5	15	16
产能利用率(%)	48.57	26.67	14.11	7.04
销售均价（元/公斤）	15.90	16.27	29.83	33.62

注：2021 年 1~3 月产能利用率未经年化。

资料来源：公司提供

⁴ 2020 年，由于公司与其他股东一致行动人协议到期未再进行续签，公司丧失对广垦辰禧的控制权后广垦辰禧不再纳入合并范围，计入长期股权投资以权益法进行核算；截至 2020 年末，公司持有广垦辰禧 40%的股权，是其单一最大股东。

公司生猪养殖所需的饲料主要来自上海红马饲料有限公司和控股子公司广东红马饲料有限公司。截至 2021 年 3 月末，公司饲料年产能保持在 15 万吨，2020 年由于生猪养殖规模同比下降，饲料产量有所下滑。公司饲料原料主要为玉米和豆粕，均来自外采，采购量随饲料产量有所下降。作为大宗商品，原料价格受宏观经济等因素影响变化较大，2020 年以来受国内生猪养殖规模扩大等影响，玉米及豆粕等主要原材料价格同比上升。

表 13：近年来公司饲料生产情况（万吨、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
年产能	15.00	15.00	15.00	15.00
产量	10.78	7.05	6.50	3.00
产能利用率	71.87	47.00	43.00	80.00*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，为适应广东省生猪保供应的要求，近年来公司开始大力发展生猪养殖业务，相关投资规模较大，但生猪价格波动具有明显的周期性，随着非洲猪瘟疫情形势的趋稳和生猪行业近年来在建产能逐步释放，在生猪行业下行周期下，未来生猪价格或将进一步下滑，令公司畜牧板块业绩承压；同时，该行业存在疫病风险和环保升级压力，对公司经营和成本管控能力提出了更高要求。

公司支持板块业务为主业发展提供支撑，旗下物业可为其提供较为稳定的租金收入，土地资源储备及区域优势明显，未来将通过“三旧改造”项目进一步盘活土地资源

公司支持业务包括酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销和金融服务等产业，保证了公司业务多元化发展的需求，也为公司主业提供保障及支撑。其中，农产品物流与营销业务主要由联营企业广垦辰禧国际农产品物流投资有限公司（以下简称“广垦辰禧”）⁴和子公司广东广垦绿色农产品有限公司（以下简称“绿色农产品公司”）⁵运营，

⁵ 2020 年 9 月，公司与绿色农产品公司其他股东签订一致行动人协议，根据协议公司依法享有绿色农产品公司 53.1926%的表决权，取得了对绿色农产品公司的控制权，纳入当年公司合并范围。

2020 年以来均保持了稳定发展态势。金融业务主要为服务于“三农”和小微企业的小额贷款业务，截至 2020 年末，公司发放贷款账面余额为 1.81 亿元，其中贷款人中农户自然人占比为 44.40%；抵押和保证贷款占比分别为 64.28%和 33.07%，正常类贷款占比为 89.51%，累计计提坏账准备 0.08 亿元。物业租赁业务方面，截至 2021 年 3 月末，公司在广州和深圳持有的用于租赁的物业约 70 万平方米，受疫情影响，多地出台了鼓励业主免收中小企业租金的支持政策，2020 年公司实现租金收入同比下降 12.47%至 3.72 亿元。

此外，公司部分厂房物业被纳入广东省“三旧改造”计划，涉及的项目主要位于广州和深圳。根据不同地区政府的规划，各项目改造方式有较大差异。广州地区的项目如改造为商业物业，则由业主按商业物业地价补缴土地出让金，然后自行改造；如果改造为住房和商业物业，则由政府回收土地，在市场公开“招、拍、挂”，之后政府取得的土地出

让金按 65%返回给公司；公司收到土地出让金返还后扣除相关成本，剩余部分计入营业外收入。深圳地区的项目则无论改造为商业物业或住宅，业主按相应用途补缴地价之后，均可自行开发或合作开发。合作开发模式下，公司与合作单位签订合作协议，合作开发商业物业和住宅，公司以土地出资，由合作方负担项目建设资金（包括补交工业用地转商业和住宅用地土地出让金）及项目建设，项目建成后，公司和合作方按照一定比例分配物业面积。截至 2021 年 3 月末，公司主要“三旧改造”项目土地面积为 40.92 万平方米，预计总投资近 70 亿元。

房地产业务主要对公司持有的土地和纳入“三旧改造”计划的物业进行开发，2020 年实现营业收入 3.09 亿元，净利润 0.09 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司在建地产项目规划建筑面积合计 39.50 万平方米，总投资 35.62 亿元，已投资 24.52 亿元，未来存在一定投资支出。

表 14：截至 2021 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	性质	规划建筑面积	计划总投资	已投资	未来投资计划		
					2021.4~12	2022	2023
广州观云大厦	商服	9.78	18.70	14.95	3.20	0.43	0.12
广州观成大楼	商服	1.85	3.80	2.20	1.10	0.50	-
高州广垦华府	商住	20.00	9.96	6.30	2.99	0.50	0.17
铜锣湖新城	住宅	7.70	2.80	1.07	0.29	0.57	0.20
合计	--	39.33	35.26	24.52	7.58	2.00	0.49

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司在售地产项目 4 个，分别位于高州、茂名、陆丰和广州，高州广垦华府已实现销售额 7.10 亿元，2020 年实现销售额 5.90 亿元，预计未来可实现销售额为 11.00 亿元；铜锣湖新城已实现销售额 15.70 亿元，2020 年实现销售额 6.94 亿元，预计未来可实现销售额 3.40 亿元。广州观云大厦及广州观成大楼还未进行销售。此外，公司开发的粤垦绿苑项目前期因诉讼纠纷被查封，于 2019 年 10 月解封。公司已会同相关单位对项目进行开发建设，截至 2021 年 3 月末，已经领取项目施工许可证等证照材料。

在建项目较多，未来存在较大规模投资支出

公司垦区产业发展定位明晰，未来将聚焦发展天然橡胶和乳业两大主业板块。截至 2021 年 3 月末，公司所属国有农场确权土地面积达 311.92 万亩，丰富的土地资源为业务发展奠定了良好基础。截至 2021 年 3 月末公司在建项目较多，预计总投资 50.37 亿元，累计投资 11.83 亿元，项目后续推进将面临一定投资压力。中诚信国际将对公司未来项目投资进度及筹融资安排保持关注。此外，随着国内生猪行业产能恢复，未来生猪价格或将进入下行周期，相关项目投后效益亦需持续关注。

表 15: 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况 (万元)

项目名称	计划总投资	累计投资	2021 年剩余 计划投资	2022 年计划投资
生猪养殖项目	36.64	8.86	27.78	-
马来西亚广垦橡胶 (砂捞越) 种植有限公司 1 万公顷橡胶种植项目	5.39	0.01	0.03	0.05
万吨剑麻制品精品加工项目	2.59	1.07	0.60	0.92
广东燕塘乳业股份有限公司红五月良种奶牛场分公司奶牛养殖扩建项目	0.88	0.03	0.63	0.16
湛江农垦湛江垦区现代农业产业园农资 (产品) 综合服务站一期建设项目	0.68	0.52	0.17	-
燕隆乳业 2020 年生产设备升级改造项目	0.54	0.15	0.25	0.12

注: 生猪养殖项目投资额为全部生猪养殖基地项目汇总; 实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源: 公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2018 年财务报告、经中喜会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表, 财务数据均为报告本期数或期末数。中诚信国际分析时将公司计入长期应付款和其他非流动负债科目的带息负债调整至长期债务; 将计入其他应付款和其他流动负债中的带息负债调整至短期债务。

2020 年公司主动压降盈利水平较低的贸易业务令当年营业总收入有所下降, 但营业毛利率保持增长态势, 亦带动当年经营性业务利润同比上升, 但受以坏账损失为主的资产减值损失大幅上升等影响, 利润总额有所下滑, 盈利能力有所弱化

由于贸易业务盈利水平较低, 公司主动控制天然橡胶及机制糖贸易规模, 2020 年公司营业总收入同比下滑 8.30% 至 215.11 亿元。毛利率方面, 2020 年国外天然橡胶产销业务毛利率提高令天然橡胶板块毛利率继续上升, 加之公司继续收缩毛利率较低的糖业贸易规模使得糖业板块的毛利率亦有所提高, 上述因素共同带动公司整体营业毛利率呈增长态势。2021 年一季度, 受益于对外销售种猪毛利较高, 畜牧板块毛利率上升, 但受外购甘蔗成本上升及糖价下跌令糖业板块毛利率下降影响, 公司营业毛利率有所下滑。

表 16: 公司主要板块收入及毛利率构成 (亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.1~3
天然橡胶	102.71	107.82	101.34	29.16
糖业板块	36.27	36.27	26.02	6.51
乳业板块	12.97	14.71	16.37	3.98
粮油板块	13.76	14.30	18.14	3.77
畜牧板块	16.29	9.27	7.15	2.33
其他	58.39	69.35	46.09	10.42
合并抵消	-2.96	-17.14	-	-
营业总收入	237.43	234.58	215.11	56.17
	2018	2019	2020	2021.1~3
天然橡胶	4.60	8.50	9.60	9.73
糖业板块	5.13	7.20	11.60	5.13
乳业板块	31.85	35.19	28.42	29.54
粮油板块	-1.02	-0.27	-0.26	-0.63
畜牧板块	2.82	7.32	19.10	25.97
其他	15.02	17.78	25.17	23.64
营业毛利率	8.14	12.63	13.82	12.49

注: 其他业务包括剑麻、酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销和金融服务等业务收入; 其他业务毛利率计算时包括小额贷款等业务, 该部分业务收入在利润表中体现为利息和手续费及佣金收入, 计算营业毛利率时未包括。

资料来源: 公司提供

2020 年, 以职工薪酬为主的管理费用保持较大规模, 是期间费用的主要构成; 随着公司农产品商贸物流业务持续发展, 运输及包装费的增长令销售费用亦有所上升; 随着债务规模的扩大, 财务费用有所增长。上述因素共同导致 2020 年以来公司期间费用和期间费用率均保持上升态势, 公司费用控制能力有待进一步提升。

2020 年, 受益于毛利率提升及橡胶开割树保险等较多政府补助令其他收益大幅增加, 公司经营性业务利润同比上升; 同时相关保险赔付、社会性收入和土地补偿及处置收益带来的营业外收入亦对利润有较大贡献。受持有的金融资产公允价值波动

及权益法核算的长期股权投资亏损影响，当年投资有所亏损，加之确认部分应收款项无法通过法律程序回收令当年计提的坏账损失较多，资产减值损失大幅增长，对利润形成较大侵蚀，使得 2020 年利润总额有所下滑，EBITDA 利润率及总资产收益率等盈利指标亦有所下降，整体盈利水平有所弱化。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
管理费用	14.58	15.16	14.81	3.42
期间费用合计	21.73	24.12	24.60	6.32
期间费用率	9.15	10.28	11.44	11.26
其他收益	1.06	1.72	2.71	0.56
经营性业务利润	-3.94	3.33	4.15	0.41
投资收益	4.05	-0.26	-0.51	-0.51
资产减值损失	1.99	0.46	2.76	0.05
营业外损益	4.85	1.53	1.87	0.39
利润总额	3.03	3.81	2.89	0.52
EBITDA 利润率	5.15	6.96	6.01	--
总资产收益率	1.38	1.80	1.31	--

注：管理费用包括研发费用；资产减值损失合计包括资产减值损失和信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司对部分确认无法收回的应收账款及其他应收款进行了核销或计提坏账准备，需关注后续回收及计提坏账准备情况；负债总额随业务拓展资金需求保持增长，使得资产负债率亦有所上升，且以短期债务为主的债务结构有待优化

2020 年末公司非流动资产占总资产比重保持在 60%以上。其中，固定资产及投资性房地产主要为土地资产与房屋建筑物等，2020 年以来规模较为稳定；受益于种猪存栏规模的增长，公司生产性生物资产整体亦有所增加。

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款及其他应收款组成，其中货币资金较为充裕且 2020 年以来稳步增长，截至 2021 年 3 月末货币资金受限金额为 1.69 亿元，主要系回收的预售房款及保证金存款等，受限比例较低。由于 2020 年对确认通过诉讼等法律手段无法收回部分应收账款进行了核销或计提坏账准备，年末应收账款下降。其他应收款主要为担保协议应收款、理财产品以及关联方借款等，截至 2020 年末对联营企业茂名市广垦

长晟粮油食品有限公司（以下简称“茂名粮油”）、茂名市中晟实业有限公司（以下简称“茂名中晟”）的借款余额分别为 4.74 亿元、2.86 亿元，合计关联方其他应收款 12.67 亿元，同期末累计计提其他应收款坏账准备 7.41 亿元，同比增加 1.29 亿元；同时，2020 年公司核销了一部分确认无法收回的其他应收款，令其期末余额下降，中诚信国际将关注后续应收账款及其他应收款回收及计提坏账准备情况。公司存货以原材料、库存商品以及房地产开发成本为主，随着业务规模的扩大，2020 年以来保持增长态势，其中截至 2020 年末，房地产开发成本为 23.32 亿元。周转率方面，由于公司开展房地产开发业务，存货中房地产开发成本及房地产开发产品占比上升，因此存货周转率持续下降。

表 18：公司主要资产、负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	32.49	31.29	31.82	33.28
应收账款	12.12	14.90	9.83	11.31
存货	57.39	59.65	66.70	69.32
存货周转率（次）	4.06	3.50	2.93	2.89*
其他应收款	31.09	32.30	28.21	31.31
流动资产	146.51	151.30	149.49	162.88
固定资产	150.26	154.90	156.50	155.76
生产性生物资产	30.14	32.88	35.06	34.94
投资性房地产	16.27	17.92	16.74	16.61
非流动资产	244.64	258.79	259.01	259.63
总资产	391.15	410.09	408.49	422.51
其他应付款	32.01	32.77	36.86	36.27
递延收益	27.76	35.46	40.08	39.43
总负债	221.80	239.34	242.61	254.59
短期债务	76.95	84.56	81.12	82.69
长期债务	31.75	35.20	33.17	43.92
总债务	108.70	119.76	114.28	126.61
其他综合收益	1.04	2.63	0.74	0.34
少数股东权益	22.04	22.70	20.84	21.95
所有者权益	169.35	170.75	165.88	167.92
资产负债率	56.70	58.36	59.39	60.26
总资本化比率	39.09	41.22	40.79	42.99

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司业务拓展资金需求不断增加，2020 年以来公司负债总额亦呈扩张态势，其中有息债务占负债总额比重在 50%左右，截至 2021 年 3 月末短期债务/总债务为 65.35%，以短期债务为主的债务结构

有待优化。经营性负债中，其他应付款占比较高，主要为押金、工程质保金、与关联方的往来款、与客户因未结算形成的挂账款等，债权人较为分散，截至 2020 年末关联方应付款为 6.72 亿元。公司递延收益主要由各类政府专项资金及补贴等构成，2020 年末继续增长。

所有者权益方面，由于 2020 年海外橡胶产区货币贬值造成外币折算亏损，年末其他综合收益同比下降，加之合并范围变化令少数股东权益减少，当年末所有者权益有所下降；2021 年 3 月末，资本公积及少数股东权益小幅增加令所有者权益回升。从资本结构来看，由于资产总额有所下降且总负债持续扩大，2020 年以来资产负债率有所上升；2020 年总债务下降令总资本化比率相应下降，2021 年一季度发行 10 亿元公司债券令 3 月末总债务上升。

2020 年经营活动现金净流入规模继续上升，相关偿债指标优化

2020 年，由于贸易业务有所减少，叠加橡胶板块为控制风险，原材料采购量有所下降，同时公司财务公司客户存款和同业存放款有所增加使得经营活动现金流入大幅增加。公司投资活动现金流持续呈净流出态势，主要系 2020 年因处置部分固定资产收回的现金净额增加，加之理财产品投资减少令投资支付的现金减少，使得投资活动现金净流出规模下降。由于公司借款及发行债券规模下降，当年筹资活动现金流由正转负。2021 年一季度，受贸易业务集中结算等影响，经营活动现金呈净流出态势；资本支出规模同比上升令投资活动现金净流出同比上升；取得借款规模上升及发行 10 亿元公司债令筹资活动现金流由负转正。

从偿债指标来看，2020 年经营获现能力大幅提升令相关偿债指标优化，且货币资金对短期债务的覆盖能力略有上升，但收入规模下降令 EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	16.81	16.20	25.94	-4.27

投资活动净现金流	-7.94	-21.82	-11.21	-3.84
筹资活动净现金流	-7.29	2.70	-9.19	10.49
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.14	0.23	-0.13*
经营活动净现金流/利息支出	6.92	4.52	5.48	--
总债务/EBITDA	8.89	7.34	8.84	--
EBITDA/短期债务	0.16	0.19	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数	5.04	4.55	2.73	--
货币等价物/短期债务	0.43	0.37	0.39	0.40

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司盈利水平较低，不直接承担主要融资职能令总债务规模维持较低水平，货币资金对短期债务覆盖能力较强

从母公司口径来看，广东农垦母公司未从事事实体业务，2020 年营业收入保持在较低水平；同时由于母公司不直接承担主要融资职能，当年期间费用保持在较低水平，但以人员薪酬、办公费为主的管理费用上升令经营性业务亏损同比增加，加之当年母公司持有的子公司及联营企业确认的投资收益同比减少，2020 年母公司出现亏损。

母公司总资产主要由货币资金、其他应收款及长期股权投资等构成，2020 年末保持上升态势。其中，当年母公司结算中心归集子公司资金上升、新冠疫情期间减收租金令支付税费下降及银行理财投资规模下降令年末货币资金规模大幅上升；以关联方往来款为主的其他应收款保持较大规模，但由于 2020 年母公司对部分确认无法收回的其他应收款计提了坏账减值准备，令其期末余额下降；由于长期股权投资主要为以成本法核算的子公司股权，2020 年以来规模基本保持稳定。由于不直接承担主要融资职能，母公司总债务保持在较低水平，2020 年随偿付部分银行借款有所下降，2021 年一季度发行 10 亿元公司债券令 3 月末总债务上升。

现金流方面，2020 年以来，母公司经营活动净现金流随与下属子公司往来款规模变化而波动较大；2020 年银行理财投资规模下降令投资活动净现金流由负转正；当年偿付银行借款规模上升令筹资活动呈净流出状态。由于公司有息债务规模较低，货币资金等价物对短期债务的覆盖能力较强。

表 20：母公司主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
营业总收入	0.57	0.57	0.58	0.08
期间费用合计	0.41	0.85	0.96	0.11
经营性业务利润	0.001	-0.46	-0.55	-0.07
投资收益	0.73	1.33	0.84	-
净利润	0.96	1.21	-1.16	-0.13
货币资金	10.24	3.83	10.11	11.80
其他应收款	40.45	41.27	40.49	42.81
长期股权投资	42.50	52.33	52.95	52.90
总资产	100.36	104.81	110.51	118.16
所有者权益	42.15	44.43	45.53	45.38
总债务	6.80	12.30	10.01	19.97
经营活动净现金流	-0.01	-2.65	8.61	-2.31
收回投资收到的现金	92.25	17.98	17.60	0.80
取得投资收益收到的现金	0.40	1.76	0.68	0.003
投资活动净现金流	2.95	-6.08	0.23	-5.70
筹资活动净现金流	1.20	3.52	-2.57	9.88
资产负债率	58.00	57.61	58.80	61.59
总资本化比率	13.89	21.68	18.02	30.56
货币等价物/短期债务	1.51	0.46	1.01	1.18
费用化利息支出	2.10	2.05	1.66	--

注：母公司结算中心归集部分子公司资金，由此收到的利息收入由母公司支付给子公司并计入利息费用，使得近年来费用化利息支出较高；2018~2020 年母公司财务费用分别为-0.09 亿元、0.29 亿元和 0.17 亿元。资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，受限资产规模较低，或有风险可控

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外提供借款担保余额为 2.10 亿元，为对联营企业茂名粮油和茂名中晟的担保。同期末无可能对其生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司所有权受到限制的资产账面价值为 31.61 亿元，主要为货币资金和用于贷款抵押的存货、固定资产和应收账款，其中，货币资金受限金额为 1.69 亿元，主要为回收的预售房款、期货保证金和银行融资存款质押。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 227.45 亿元，其中未使用额度为 137.97 亿元。公司下属子公司燕塘乳业为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，且公司持有的股权无质押。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2021 年 4 月 19 日，公司借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

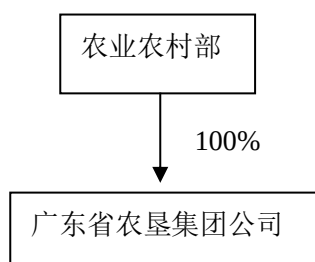
公司作为中央两大直属垦区之一，可获得股东在业务和资金方面的大力支持；主营板块为国家战略资源，受惠于多项政策支持、税收优惠及补贴

公司隶属于国家农业农村部，是中央两大直属垦区之一，自成立以来多次获国有资本金增资，截至 2021 年 3 月末实收资本为 35.20 亿元；2011~2020 年累计收到国有资本预算资金 19.15 亿元，用于投资天然橡胶、粮油、畜牧等产业项目。公司主营板块天然橡胶和剑麻为国家战略资源，获得多项政策支持、扶持、税收优惠及补贴。税收优惠方面，国家对自产橡胶产品销售免征增值税；种植橡胶树和从事天然橡胶产品初加工所得免征企业所得税。同时，国家为橡胶产业走向海外创造条件，对公司海外项目开展的前期费用、人员保险、橡胶资源的运输和保险费给予一定补贴。广东省也针对公司海外橡胶产业项目给予“走出去”专项资金支持。公司 2016~2020 年持续收到多项政府补贴，其中包括保险补贴年均 1.65 亿元、税费改革补贴年均 1.46 亿元、履行社会职能补助年均 0.74 亿元等。此外，2020 年，公司生猪养殖产业集群被纳入农业农村部《2020 年优势特色产业集群建设名单》，当年获得财政扶持资金约 1 亿元；2021 年 4 月，广东农垦以橡胶为优势特色产业，进入了财政部 2020 年优势特色产业集群建设名单，预计将获得 2 亿元财政补贴。

评级结论

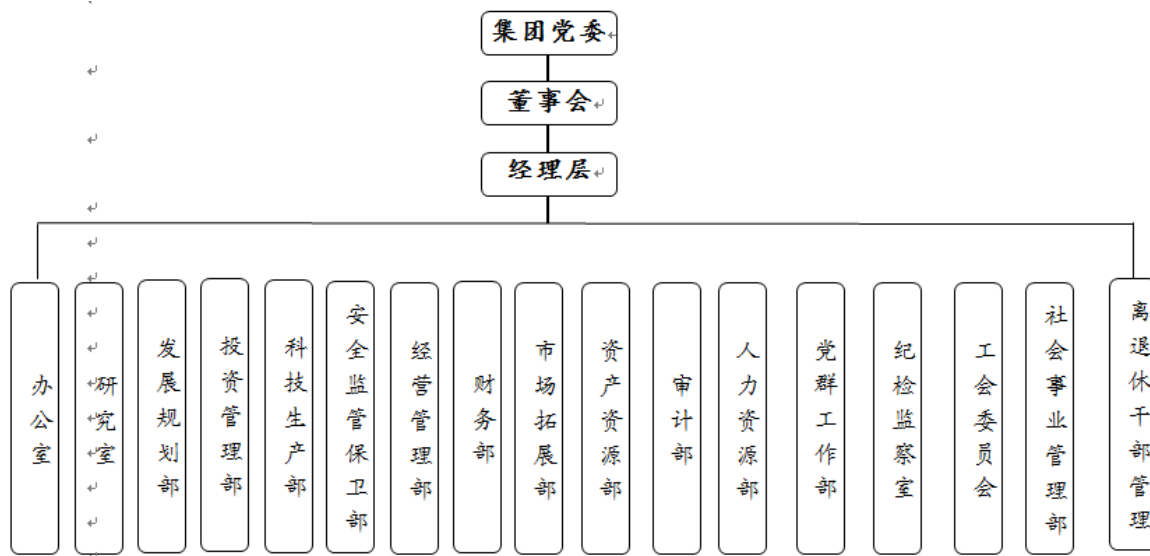
综上所述，中诚信国际维持广东省农垦集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 粤垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广东省农垦集团公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



截至 2021 年 3 月末公司重要子公司（亿元、%）

子公司名称	实收资本	直接持股比例	间接持股比例
广东省湛江农垦集团有限公司	5.40	100.00	--
广东广垦糖业集团有限公司	6.54	22.65	77.35
广东省广垦橡胶集团有限公司	23.15	20.31	65.62
广东广垦畜牧集团股份有限公司	6.84	42.76	57.24
广东省广垦粮油有限公司	5.41	100.00	--
广东省燕塘乳业股份有限公司	1.57	--	57.70
广东省粤垦投资有限公司	14.98	100.00	--
广东省燕塘投资有限公司	0.80	21.00	79.00
广东省农垦集团财务有限公司	5.00	70.00	27.03



资料来源：公司提供

附二：广东省农垦集团公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	324,872.26	312,915.31	318,162.79	332,821.22
应收账款净额	121,206.00	148,997.95	98,288.20	113,133.51
其他应收款	310,948.42	323,010.65	282,058.13	313,114.86
存货净额	573,926.92	596,516.58	666,991.72	693,231.64
长期投资	111,961.42	146,144.64	123,109.79	130,034.83
固定资产	1,502,551.94	1,549,011.86	1,565,044.80	1,557,628.17
在建工程	167,813.60	167,305.40	183,652.25	191,562.33
无形资产	62,977.93	68,830.04	64,671.05	65,899.41
总资产	3,911,462.68	4,100,923.70	4,084,939.04	4,225,093.79
其他应付款	320,050.14	327,676.79	368,599.12	362,729.55
短期债务	769,450.75	845,581.59	811,161.48	826,872.43
长期债务	317,530.67	352,012.32	331,657.85	439,210.51
总债务	1,086,981.42	1,197,593.91	1,142,819.33	1,266,082.94
净债务	762,109.16	884,678.59	824,656.55	933,261.72
总负债	2,217,986.27	2,393,388.67	2,426,116.83	2,545,927.35
费用化利息支出	22,545.63	34,210.90	24,536.66	--
资本化利息支出	1,740.77	1,628.75	22,827.71	--
所有者权益合计	1,693,476.41	1,707,535.03	1,658,822.21	1,679,166.44
营业总收入	2,374,300.23	2,345,759.30	2,151,133.41	561,665.12
经营性业务利润	-39,411.38	33,258.70	41,510.01	4,083.88
投资收益	40,518.61	-2,624.12	-5,128.97	-5,105.14
净利润	18,093.21	27,641.23	14,636.70	3,351.65
EBIT	52,830.90	72,284.63	53,424.90	--
EBITDA	122,294.79	163,212.12	129,206.76	--
经营活动产生现金净流量	168,138.99	161,970.69	259,375.15	-42,679.68
投资活动产生现金净流量	-79,356.20	-218,230.51	-112,107.93	-38,430.23
筹资活动产生现金净流量	-72,895.22	27,037.29	-91,924.96	104,913.00
资本支出	113,967.70	99,414.84	107,125.11	24,407.87
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	8.14	12.63	13.82	12.49
期间费用率(%)	9.15	10.28	11.44	11.26
EBITDA 利润率(%)	5.15	6.96	6.01	--
总资产收益率(%)	1.38	1.80	1.31	--
净资产收益率(%)	1.08	1.63	0.88	0.80*
流动比率(X)	1.02	1.00	0.98	1.06
速动比率(X)	0.62	0.61	0.54	0.61
存货周转率(X)	4.06	3.50	2.93	2.89*
应收账款周转率(X)	16.84	17.34	17.09	21.22*
资产负债率(%)	56.70	58.36	59.39	60.26
总资本化比率(%)	39.09	41.22	40.79	42.99
短期债务/总债务(%)	70.79	70.61	70.98	65.31
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.14	0.23	-0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.22	0.19	0.32	-0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.92	4.52	5.48	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	9.13	8.83	19.30	--
总债务/EBITDA(X)	8.89	7.34	8.84	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.19	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.04	4.55	2.73	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.18	2.02	1.13	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款和其他非流动负债科目的带息负债调整至长期债务；将计入其他应付款和其他流动负债中的带息负债调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：广东省农垦集团公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	102,432.49	38,298.55	101,061.03	118,043.31
应收账款净额	-	-	-	176.06
其他应收款	404,490.90	412,703.63	404,916.62	428,111.95
存货净额	-	-	-	-
长期投资	425,019.18	527,838.67	530,547.39	530,086.45
固定资产	734.53	781.83	746.28	732.18
在建工程	-	756.46	1,307.59	1,361.26
无形资产	962.72	954.67	917.63	905.51
总资产	1,003,627.36	1,048,145.60	1,105,113.76	1,181,615.86
其他应付款	513,605.87	480,075.20	548,957.90	527,270.70
短期债务	68,000.00	83,000.00	100,078.61	100,000.00
长期债务	-	40,000.00	-	99,700.00
总债务	68,000.00	123,000.00	100,078.61	199,700.00
净债务	-34,432.49	84,701.45	-982.41	81,656.69
总负债	582,098.36	603,802.67	649,789.70	727,789.91
费用化利息支出	21,048.70	20,520.63	16,571.78	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	421,529.00	444,342.93	455,324.05	453,825.95
营业总收入	5,651.67	5,731.11	5,764.87	830.19
经营性业务利润	9.55	-4,630.18	-5,495.31	-682.64
投资收益	7,291.90	13,294.44	8,393.97	-544.70
净利润	9,556.09	12,061.96	-11,634.60	-1,328.57
EBIT	30,604.79	32,241.67	235.74	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-108.65	-26,469.99	86,107.81	-23,083.77
投资活动产生现金净流量	29,462.84	-60,827.82	2,325.24	-56,973.03
筹资活动产生现金净流量	11,976.27	35,163.88	-25,670.58	98,824.00
资本支出	4.02	953.06	448.77	-
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	78.59	76.67	75.90	60.79
期间费用率(%)	71.81	149.01	166.68	130.89
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	3.14	3.12	0.02	--
净资产收益率(%)	2.29	2.75	-2.59	-1.17*
流动比率(X)	0.90	0.83	0.79	0.94
速动比率(X)	0.90	0.83	0.79	0.94
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	18.86*
资产负债率(%)	58.00	57.61	58.80	61.59
总资本化比率(%)	13.89	21.68	18.02	30.56
短期债务/总债务(%)	100.00	67.48	100.00	50.08
经营活动净现金流/总债务(X)	-	-0.22	0.86	-0.46*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-	-0.32	0.86	-0.92*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.01	-1.29	5.20	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-6.08	-37.65	78.38	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.45	1.57	0.01	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。