

江苏省农垦集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：谭婕妤 jytan@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和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 2086 号

江苏省农垦集团有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”的债项信用等级为 **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：中诚信国际维持江苏省农垦集团有限公司（以下简称“江苏农垦”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了耕地资源丰富、农业全产业链一体化经营、2020 年盈利水平和经营获现能力提高、财务杠杆比率低、资本结构稳健、备用流动性充足等因素对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到公司业务领域跨度较大、存在一定管理难度和经营风险、农产品价格波动风险等因素对其经营及整体信用状况的影响。

概况数据

江苏农垦（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	264.99	319.26	342.96	356.96
所有者权益合计（亿元）	163.72	182.83	202.55	210.62
总负债（亿元）	101.27	136.42	140.42	146.34
总债务（亿元）	32.51	51.05	43.79	50.02
营业总收入（亿元）	106.74	139.60	144.26	38.80
净利润（亿元）	19.51	21.25	26.33	8.34
EBIT（亿元）	23.43	25.22	31.04	--
EBITDA（亿元）	27.35	29.19	36.11	--
经营活动净现金流（亿元）	6.43	-8.21	18.95	-3.09
营业毛利率(%)	26.39	22.12	24.31	29.87
总资产收益率(%)	9.00	8.63	9.37	--
资产负债率(%)	38.22	42.73	40.94	41.00
总资本化比率(%)	16.57	21.83	17.78	19.19
总债务/EBITDA(X)	1.19	1.75	1.21	--
EBITDA 利息倍数(X)	16.00	15.29	19.40	--
江苏农垦（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	156.38	187.96	195.57	205.76
所有者权益合计（亿元）	102.88	120.19	135.25	137.59
总负债（亿元）	53.51	67.77	60.33	68.17
营业总收入（亿元）	7.65	7.38	3.85	2.28
净利润（亿元）	15.89	18.23	19.09	2.35
EBIT（亿元）	17.92	20.37	20.93	--
经营活动净现金流（亿元）	1.80	-5.32	5.19	-0.08
总资产收益率(%)	12.33	11.83	10.92	--
资产负债率(%)	34.21	36.06	30.85	33.13

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **耕地资源丰富，农业全产业链一体化经营。**公司拥有垦区土地使用权，截至 2020 年秋播，自主经营约 115.36 万亩规模化

同行业比较

部分农垦企业主要指标对比表

公司名称	2020 年末土地面积（万亩）	2021 年 3 月末资产总额（亿元）	2021 年 3 月末总资本化比率(%)	2020 年营业总收入（亿元）	2020 年净利润（亿元）	2020 年经营活动净现金流（亿元）
广东农垦	311.92	422.51	43.19	144.26	22.94	25.94
江苏农垦	179.60	356.96	19.19	144.26	26.33	18.95

注：“广东农垦”为“广东省农垦集团公司”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
19 苏垦 01	AAA	AAA	2020/07/27	5.00	5.00	2019/03/12~2022/03/12	--
20 苏垦 01	AAA	AAA	2020/07/27	5.00	5.00	2020/04/28~2023/04/28	--

种植基地；已建立全产业链农业产业化经营模式。

■ **2020 年盈利水平和经营获现能力有所提高。**2020 年公司营业总收入和毛利率平稳增长，较高的投资收益对利润形成良好补充，整体盈利能力较好；受益于在售房地产项目加速去化等，公司经营活动现金流呈大幅净流入。

■ **财务杠杆比率低，资本结构稳健。**公司债务规模较小，财务杠杆比率低，截至 2021 年 3 月末，总资本化比率为 19.19%。

■ **融资渠道畅通，备用流动性较为充足。**核心子公司苏垦农发为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 80.87 亿元，其中未使用额度为 55.39 亿元，且同期末货币资金能够完全覆盖短期债务，为债务偿还提供较好保障。

关注

■ **存在一定管理难度和经营风险。**公司业务领域跨度较大，涉及农业、工业等多个业务板块，且农业板块易受环境、气候变化等影响，管理难度较大，一定程度上增大了经营风险。

■ **需关注农产品价格波动风险。**公司种子、大米、畜禽等农产品的价格较易受国家宏观政策、气候、市场需求等因素的影响而波动，对公司生产经营和盈利状况产生一定影响。

评级展望

中诚信国际认为，江苏省农垦集团有限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。**行业政策变动以及失去重要子公司控制权等对公司业务产生重大不利影响，导致主营板块收入和利润水平大幅下降，债务规模持续快速上升导致流动性压力等。

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

截至 2021 年 3 月末，“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致，且已全部使用完毕。

表 1：本次跟踪债项募集资金使用情况（亿元）

债项名称	使用用途	发行金额	已使用金额
19 苏垦 01	偿还银行贷款	5.00	5.00
20 苏垦 01	偿还银行贷款	5.00	5.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

2020 年我国粮食产量基本保持稳定，粮食价格恢复性上涨

耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素，近年来随着耕地保护政策执行力度的不断加大，全国耕地面积企稳，截至2019年末，全国耕地面积为20.24亿亩，但人均耕地面积不足1.5亩，仅为世界人均耕地面积的40%，且受陡坡、瘠薄以及盐碱等多种因素影响，部分耕地质量不高。从气候条件上看，我国是一个严重缺水且水资源分布极不平衡、自然灾害频繁发生的国家，对中长期粮食安全构成一定的威胁。

产量方面，受益于国家推出支农、惠农政策，粮食播种面积企稳回升以及先进农业种植技术的推广，2020年全国粮食产量在种植结构调整优化基础上继续保持高位；根据国家统计局数据，当年粮食种植面积17.52亿亩，同比增长0.6%；粮食产量66,949万吨，同比增长0.9%，连续六年保持在65,000万吨以上。产品结构方面，稻谷种植面积3,008万公顷，同比增长1.31%；小麦种植面积2,338万公顷，同比下降1.47%；玉米种植面积4,126万公顷，同比

下降0.05%。粮食单产方面，受益于农业科技应用的推广，农业机械化水平进一步提高，单产水平整体呈增长态势。2020年，全国粮食单产达到382公斤/亩，同比增长0.2%。

下游需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，但近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的50%以上；饲料用粮是国内第二大粮食用途，对畜产品需求量增加带动其需求量和占粮食消费总量比重稳步增长。

从粮食品种结构看，稻谷、小麦以及玉米为国内三大粮食品种，近年来合计产量在粮食总产量中占比保持90%左右。稻谷作为我国粮食消费量最大的品种之一，近年来全国稻谷消费量均在20,000万吨左右，主要用作口粮，约占其消费量的86%；受饲料用粮的大幅增加以及工业用玉米需求提升影响，玉米已成为我国第二大粮食消费品种；小麦在粮食消费总量中占比则呈下降趋势。粮食进口方面，根据海关总署统计数据显示，2020年我国粮食累计进口14,262.1万吨，同比增幅27.97%；其中，大豆全年进口总量在突破一亿万吨；玉米进口量同比增长超120%。国内粮食品种结构仍存在不平衡，部分粮食作物进口依赖度较高。

粮食价格方面，我国粮食价格主要以政府的调控措施为基础形成，近年来我国逐步完善粮食等重要农产品价格形成机制。目前，粮食价格形成机制的改革方向是从单纯地制定最低收购价格和实行粮食的临时收储政策转向逐步实行目标价格制度。2015年以来，随着我国粮食连续多年实现增产，粮食收购价格逐渐向国际化、市场化转型，粮食价格在连续多年低迷后，2020年恢复性上涨。其中玉米价格前期涨幅较大，随着上市量增加，价格逐步企稳；稻谷、小麦价格小幅上涨后保持稳定。

中诚信国际关注到，受益于农业机械化水平的提高以及现代化种植技术推广，近年来粮食产量保持稳定，但国内粮食品种结构不平衡现象仍然存在，

部分粮食作物进口依赖度较高，2020年粮食价格恢复性上涨。

江苏省经济保持快速增长，为企业发展提供良好外部环境

江苏省综合经济实力一直位居全国前列，2020年实现地区生产总值102,719.0亿元，比上年增长3.7%，其中，第一、二、三产业分别增长1.7%、3.7%和3.8%；全省人均生产总值12.2万元。江苏省持续优化产业结构，三次产业增加值比例由2019年的4.3:44.4:51.3调整为2020年的4.4:43.1:52.5。固定资产投资方面，2020年江苏省固定资产投资增速有所放缓，全年完成固定资产投资较上年增长0.3%。

公司土地储备充足，2020年主要农作物总种植面积缩减，稻麦总产量及单位产量均保持较好水平，销售收入有所增长

公司农业板块最主要的运营主体是江苏省农垦农业发展股份有限公司（以下简称“苏垦农发”，证券代码：601952），主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售等，目前已形成种业、种植、农产品加工及销售全产业链。截至2021年3月末，公司直接持有苏垦农发67.84%的股权，无质押或冻结情况。

公司作为传统农垦企业，在苏北13个县（市、区）拥有垦区土地的使用权，下设的18个农场均地处亚热带和暖温带的过渡地区，适宜农作物的生长和养殖业的发展。公司以自主生产粮食为基础，通过承包和流转土地从事稻麦原粮（含商品粮和种子原粮）种植；截至2020年秋播，自主经营约115.36万亩规模化种植基地，其中流转农村土地19.28万亩。

表2：近年来公司土地情况（万亩）

	2018	2019	2020
土地总面积	180.74	179.25	179.60
其中：耕地	96.87	96.52	96.08
林地	29.84	29.93	27.80
河流水面	18.79	19.61	19.52

注：公司土地未进行资本化，目前正在对土地价值进行评估，若未来上

述土地纳入资产负债表后，资产规模将大幅增长。

资料来源：公司提供

公司种植作物包括水稻、小麦、大麦等大宗粮食作物，以及蔬菜、水果等高效农业品种，种植业所需的杀虫剂、化肥等农业物资实行集中采购。公司基地种植目前采取统一经营和发包经营两种模式。对于需人工精耕细作的农业品种，公司主要采取发包经营，2020年该模式种植面积为12.66万亩，占比小幅升至6.22%。

公司坚持现代化农业发展道路，截至2021年3月末，垦区农机总动力达65万千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到98%，处于全国领先水平，较高的机械化种植水平大幅提高了种植效率，降低了平均种植成本。2020年，公司高效农业种植面积增加，加之部分外拓基地退回或面积核减，使得水稻和小麦的种植面积有所缩减，全年麦稻总产量为125.30万吨（含发包种植产量），产量维持高位，本部小麦亩产1,143斤，同比增产58斤，为历年最高水平；本部水稻亩产1,252斤，亦位居历史较高水平。

表3：近年来公司主要农作物收获面积和产量情况（万亩、万吨）

面积	2018	2019	2020
水稻	106.20	106.97	101.06
小麦	103.92	102.69	95.40
大麦	2.40	1.73	6.96
合计	212.52	211.39	203.42
产量	2018	2019	2020
水稻	61.07	71.90	61.62
小麦	47.00	53.30	52.81
大麦	1.01	0.93	3.69
合计	109.08	126.13	118.12

注：产量为对外销售口径。

资料来源：公司提供

公司统一经营的种植基地产出的水稻和小麦等粮食产品除部分对外销售外，主要用于自有大米和种子产品生产。2020年水稻自用增加令其销量减少，加之销售价格亦略有下降，收入同比降低；小麦销量和售价齐升，带动农业种植业务收入有所增长。

表4：近年来公司主要农作物价格、收入情况（元/公斤、亿元）

价格	2018	2019	2020
水稻	2.54	2.39	2.35

小麦	2.31	2.18	2.24
大麦	1.98	2.10	2.06
收入	2018	2019	2020
水稻	9.77	9.13	7.20
小麦	8.44	10.15	12.29
大麦	0.18	0.16	0.68
合计	18.39	19.44	20.16

资料来源：公司提供

公司种业研发及生产能力较强，2020年种子产量同比提升且销售均价上升，使得销售收入稳步增长

公司的种子业务主要由苏垦农发下属子公司江苏省大华种业集团有限公司（以下简称“大华种业”）运营，主要生产和销售水稻、小麦和大麦等种子。大华种业具有较强的科技研发能力，每年承担多项国家和省级农作物新品种中间试验，与数家农业高等院校和科研院所建立了长期的合作关系。截至2021年3月末，大华种业种子生产能力为39.80万吨/年，位列全国前十名。2020年以来，麦种与水稻种子产量同比均有所增加，销售均价亦呈上升态势，令销售收入稳步增长。

表 5：近年来公司种子产销情况（万吨、元/吨、亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
产量	33.35	36.32	42.41	5.70
其中：水稻种子	8.87	9.03	10.52	5.59
麦种	24.30	27.26	31.79	-
其他种子	0.17	0.04	0.10	0.11
销量	35.34	37.60	40.69	5.10
销售均价	3,245.59	3,111.20	3,129.59	3,402.24
销售收入	11.47	11.70	12.73	1.74

注：种业销售收入含对内供应，与分板块合并对外的销售入口径不同。
资料来源：公司提供

公司持续加大品牌建设力度，现有“大华牌”水稻种子、小麦种子、大麦种子3个江苏省名牌产品。除了少部分自用以外，公司种子绝大部分对外销售，目前在省内外建立各类销售网点超过3,000个（县级总经销和乡镇经销商），已覆盖江苏省主要地区全部乡镇，在临近省份也建立了相应的网络体系，杂交水稻种子销往南方各主要产区，常规稻麦种子占江苏省市场份额的40%以上。

中诚信国际关注到，目前我国种业行业集中度

和自主研发实力仍较弱，面临行业整合压力，加强自主研发和渠道建设将是大华种业未来发展的关键，中诚信国际将对此保持关注。

大米和麦芽为主的农副产品加工业务是公司农业收入和利润的重要支撑；客户集中度较高且稳定性强

公司的大米和麦芽产销分别由苏垦农发下属子公司江苏省农垦米业集团有限公司（以下简称“苏垦米业”）和江苏省农垦麦芽有限公司（以下简称“苏垦麦芽”）负责。

苏垦米业生产所需的原粮全部从公司旗下的农场采购，公司统一协调种植与加工环节利润的平衡。苏垦米业建设了农产品质量追溯体系，截至2020年末大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积达82万亩，拥有生产线15条，年加工大米能力增至41.50万吨，是江苏省最大的大米加工企业之一。2020年苏垦米业大米加工量同比增加，产能利用率提升至约72%。

表 6：近年来苏垦米业大米产销情况（万吨、元/吨、亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
产量	23.95	22.02	29.90	7.81
销量	28.31	24.86	32.86	8.13
库存	1.00	1.02	1.06	1.24
销售均价	3,978	3,862	3,821	4,069
销售收入	11.26	9.60	12.56	3.31

资料来源：公司提供

苏垦米业不仅销售自加工的大米，还根据市场需求情况直接对外采购后进行销售。公司民用米定位中高档粳米，主要通过超市向市场销售；2020年，受稻米供应充足影响，销售均价小幅下降，但产销量增幅较大令大米收入增加。同期，前五大客户的销售额占该板块销售额的比重为21.40%，客户集中度上升。

苏垦麦芽拥有超过20万吨/年的麦芽生产能力，除销售自产麦芽外，公司也通过外部采购麦芽及委托外加工方式提高产销量。2020年，公司调整产品结构，高端麦芽比例增加，销售均价上升，但当年麦芽产销量降幅较大使得销售收入下滑。当年，前

十大客户销售额占麦芽销售收入比重的82%，客户主要是华润、百威、南沙珠江啤酒等，客户稳定性很强。

表 7：近年来苏垦麦芽采购及产销情况（元/吨、万吨、亿元）

原粮采购价	2018	2019	2020	2021.1~3
国产麦	2,118	2,100	2,100	-
进口麦	2,011	2,288	2,236	-
原粮采购量	2018	2019	2020	2021.1~3
国产麦	1.31	1.03	2.93	-
进口麦	17.55	26.23	22.87	-
合计	18.86	27.26	25.80	-
产销情况	2018	2019	2020	2021.1~3
麦芽产量	27.04	23.18	20.24	5.76
麦芽销量	26.49	23.85	19.50	4.56
销售均价	2,817	3,212	3,262	3,227
销售收入	7.46	7.66	6.36	1.47

注：上表中产量包含对外委托加工部分。

资料来源：公司提供

随着养殖规模的扩大等，养殖业收入略有提升，成为公司农业板块的有益补充

公司养殖业主要以下属各农场为运营主体，主要包括水产养殖和奶牛养殖。奶牛养殖是公司养殖业发展的重点，以公司养殖场为主、农场组织职工小区养殖为辅。截至 2021 年 3 月末，拥有 4 个奶牛养殖小区（其中 4 个规模化国有牧场）；公司与南京卫岗乳业、上海光明乳业达成牛奶购销协议，与伊利集团签署战略合作备忘录，已成为江苏省内重要的优质奶源基地。2020 年以来，公司引进进口奶牛 2,000 余头使得奶牛存栏量大幅增加，但因牛龄不足尚未产奶，当年牛奶产量未随之实现增长。水产养殖主要产品包括大宗淡水鱼、对虾、龙虾、河蟹等，由农场组织核心区生产，通常直接在塘口销售给批发商。随着养殖规模的扩大，养殖业收入亦有所增长。

表 8：近年来公司养殖业概况（头、吨、亿元、万亩、万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
奶牛存栏量	6,484	6,095	8,964	9,010
牛奶产量	24,700	30,178	28,027	8,182
牛奶销售收入	0.93	1.20	1.27	0.41
养殖水面	65,812	62,603	63,309	62,430
水产品总产量	5.73	5.75	5.80	1.90
水产品销售收入	1.49	1.72	1.77	0.56
收入合计	2.42	2.92	3.04	0.97

注：数据为全垦区统计口径。

资料来源：公司提供

金太阳粮油自纳入合并范围以来经营业绩良好，与公司业务协同性较好，推动工业板块收入大幅增长

公司工业板块经营主体主要为金太阳粮油股份有限公司（以下简称“金太阳粮油”，证券代码：837129），截至 2021 年 3 月末苏垦农发持有金太阳粮油 51.25% 股权。金太阳粮油主营业务为食用植物油的研发、生产和销售，产品以葵花籽油、菜籽油、大豆油为主，现拥有“葵王”、“金太阳”等多个品牌，具备超过 27 万吨的精炼产能、年灌装 30 万吨产能的灌装生产线及配套的注塑吹瓶生产线等。2020 年，金太阳粮油扩大菜籽油和大豆油的产销规模，推动当期营业收入大幅增长，实现食用植物油加工业务营业收入 27.64 亿元，占工业板块收入的 87.5%，与公司的整体经营管理以及业务协同性较好。

表 9：近年来金太阳粮油主要产品营业收入情况（亿元、%）

	2019		2020	
	营业收入	占比	营业收入	占比
葵花油	8.00	38.67	8.05	29.12
菜籽油	6.38	30.84	9.66	34.95
大豆油	3.78	18.27	6.23	22.54
玉米油	1.61	7.78	2.37	8.57
其他油及副产品	0.92	4.45	1.33	4.81
合计	20.69	100.00	27.64	100.00

资料来源：公司提供

2020 年以来公司加快在手房地产项目去化进度，实现较多销售回款；在建项目保持一定投资规模

公司房地产业务主要以子公司江苏通宇房地产开发有限责任公司（以下简称“通宇房地产”）为运营主体，项目分布在南京市江北新区、连云港市及南通市，2020 年以来公司加快在手房地产项目的去化进度，实现较多销售回款。截至 2021 年 3 月末，公司已完工房地产项目销售进度约 77%，已实现销售回款 98.84 亿元；在建房地产项目实现回款 31.46 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司房地产在建项目已完成投资 77.89 亿元，其中自有资金投资 23.81 亿

元，借款 54.08 亿元，未来仍保持一定投资规模。
中诚信国际认为，国家房地产政策调控频繁，对项目开发和推盘进度产生较大影响，中诚信国际将对

未来房地产项目建设资金统筹情况、去化情况以及资金回笼情况保持关注。

表 10：截至 2021 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	业态	预计总投资	已完成投资	未来投资计划		已实现回款
				2021.4~12	2022	
林景博园	混合住宅	30.00	26.09	0.53	0.99	--
2019G10	混合住宅	20.00	15.58	0.20	3.00	--
林景紫园	混合住宅	17.00	15.77	1.94	0.74	4.28
林景兰园	混合住宅	10.00	8.82	0.84	0.42	10.37
林景尊园	混合住宅	9.00	6.94	0.95	0.87	10.52
江景雅园	混合住宅	6.50	3.50	2.30	1.51	6.29
凤凰新城四期	混合住宅	5.72	1.19	1.20	1.00	--
合计	--	98.22	77.89	7.96	8.53	31.46

资料来源：公司提供

表 11：2018~2020 年公司已完工房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	业态	可售面积	已售面积	截至 2021 年 3 月 末回笼资金	后续销售安排
林景雅园	混合住宅	32.30	23.75	34.85	尾盘在售
林景御园	混合住宅	5.60	5.32	9.96	尾盘在售
林景熙园一期	混合住宅	20.00	13.40	23.97	尾盘在售
林景熙园二期	住宅	5.70	0.38	0.44	正在销售
新福地广场	商业	2.59	-	-	自持不出售
江景瑞园	混合住宅	13.12	12.77	11.01	尾盘在售
凤凰星城一期	混合住宅	8.24	8.20	5.59	尾盘在售
凤凰星城二期	混合住宅	7.70	7.40	5.53	尾盘在售
凤凰星城三期	混合住宅	9.40	8.93	7.50	尾盘在售
合计	--	104.65	80.15	98.84	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

土地储备方面，2019 年公司向南京市江北新区管委会规划与国土局购入 3.09 万平方米土地并已支付土地款 13.80 亿元，后续将根据南京市房地产政策及市场行情变动情况择机拿地进行开发。

2020 年汽车服务和钢材贸易业务收入均不同程度下降，但公司适度拓展商业多元化，商业板块整体收入水平维持稳定

公司商业板块主要包括汽车服务和钢材贸易。2020 年受新冠疫情及汽车行业景气度下行影响，汽车服务业务收入同比下降，但公司积极开展日用品、烟酒等批发零售业务，使得当年的商业板块收入基本维持上年水平。

表 12：近年来公司商业板块收入构成情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
--	------	------	------	----------

汽车服务	17.29	18.40	16.18	2.92
钢材贸易	5.26	5.13	5.09	1.31
其他	2.22	0.94	3.27	1.21
合计	24.77	24.47	24.54	5.44

注：其他主要包括贸易、酒店、餐饮、物业服务、批发零售业务等。

资料来源：公司提供

公司汽车贸易服务以下属子公司江苏省苏舜集团有限公司（以下简称“苏舜集团”）为运营主体，主营业务包括新车销售、汽车装潢维修服务及二手车交易中介服务。苏舜集团新车销售业务主要经营轿车、卡车、客车三大系列，销售品牌主要包括上海大众系列、一汽大众系列（不含奥迪）、克莱斯勒系列、东风本田系列、上汽荣威系列等，其中销售量最大的品牌是上海大众系列；2020 年以来汽车零售市场竞争加剧，新车销量下滑，销售收入亦有所下降。

表 13: 近年来公司新车销量和收入情况 (万辆、亿元)

	2018	2019	2020	2021.1~3
新车销量	1.04	1.07	0.92	0.17
新车销售收入	13.19	14.78	12.73	2.10

资料来源: 公司提供

公司汽车 4S 店提供汽车保养、维修及装潢等服务, 2020 年及 2021 年一季度分别实现维修服务收入 1.46 亿元和 0.33 亿元, 对收入和盈利形成一定补充。此外, 公司拥有江苏省最大的旧机动车交易市场, 对市场内的旧车交易收取中介费用。

表 14: 近年来公司旧机动车交易情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
成交额 (亿元)	8.47	9.77	9.62	2.87
中介交易费收入 (万元)	141.77	180.75	175.78	44.96

资料来源: 公司提供

公司钢材贸易以江苏省农垦金属材料有限公司 (以下简称“苏垦金材”) 为运营平台, 主要贸易产品为建材和板材, 已逐渐成为在华东地区尤其是南京钢材市场具有一定影响力的钢材经销商。2020 年以来, 公司贸易产品结构有所调整, 钢材贸易收入略有下滑。

表 15: 近年来公司钢材贸易销售情况 (万吨、亿元)

	2018	2019	2020	2021.1~3	
建材	销量	11.30	10.91	9.53	2.08
	销售收入	4.20	3.87	3.24	0.86
板材	销量	2.69	3.38	4.76	0.94
	销售收入	1.05	1.26	1.86	0.45
合计	销量	13.99	14.29	14.29	3.02
	销售收入	5.26	5.13	5.09	1.31

注: 合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源: 公司提供

财务分析

以下分析基于经江苏苏亚金诚会计师事务所 (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, 经公证天业会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年财务报告及未经审计的 2021 年一季度。中诚信国际在分析时使用的数据均为审计报告期末数。

2020 年公司营业总收入和毛利率均实现增长, 推动

经营性业务利润提高; 投资收益亦同比增长, 整体盈利能力有所提升

随着公司经营规模扩张, 营业总收入呈现平稳增长态势, 其中农业、工业和商业是公司主要的收入来源。分业务板块来看, 2020 年稻麦、种子和大米销售收入均有所增长, 但食用油加工业务收入调整计入工业板块令农业板块收入同比下降; 自 2019 年收购金太阳粮油纳入合并范围以来, 食用油加工业务经营业绩良好, 工业板块收入增速较快; 商业板块收入规模相对保持稳定; 公司加快在手房地产项目的去化, 房地产板块收入快速增长; 服务业板块收入波动主要系苏垦农发的农资服务业务所致。2020 年, 高毛利业务收入占比提高带动营业毛利率上升; 具体来看, 农业各项业务运营良好, 农业板块毛利率有所提升; 金太阳粮油毛利率水平较低且收入占比提升使得工业板块毛利率同比下降; 此外, 以汽车服务、钢材贸易为主的商业板块利润空间较小; 房地产板块保持较高毛利率水平并同比上升。2021 年一季度毛利率保持增长态势。

表 16: 近年来公司主要板块营业收入毛利率情况

营业收入 (亿元)	2018	2019	2020	2021.1~3
农业	59.33	71.10	68.01	14.59
工业	3.09	23.84	31.59	7.90
商业	24.77	24.47	24.54	5.44
房地产	8.75	7.66	12.71	8.34
服务业	2.92	5.19	2.41	0.42
其他	7.87	7.34	5.01	2.10
营业总收入	106.74	139.60	144.26	38.80
毛利率 (%)	2018	2019	2020	2021.1~3
农业	26.57	23.81	27.42	26.83
工业	12.76	14.37	10.67	12.08
商业	5.07	2.02	4.29	9.32
房地产	45.11	52.82	65.45	50.77
服务业	35.76	13.00	28.04	34.71
其他	73.20	72.40	60.02	87.26
营业毛利率	26.39	22.12	24.31	29.87

注: 1、其他板块主要包括资产租赁、征地补偿、土地指标等收入; 2、2020 年公司对各板块业务重新进行划分, 并对前期数据进行追溯调整。

资料来源: 公司提供

2020 年以来, 受合并范围扩大带来的经营规模上升、营业总收入增长等影响, 公司期间费用总体有所增加, 但期间费用率呈小幅波动。具体来看,

2020 年以薪酬费用为主的管理费用有所增长；运输成本上升带动了销售费用的增加；利息支出与上年持平。

受收入和毛利率提升等影响，2020 年公司经营性业务利润同比略有增长。公司所持长期股权及金融资产产生的投资收益对当期利润补充较大。公司主要参股公司为正大天晴药业集团股份有限公司¹（以下简称“正大天晴”），2020 年权益法核算确认其投资收益 13.44 亿元（取得现金分红 11.03 亿元），对当期利润形成较好补充。此外，公司下属农场管理费用计入营业外支出，2020 年该部分支出仍保持较大规模。总体来看，经营性业务利润和投资收益的提高进一步推升利润总额增长，EBITDA 利润率及总资产收益率亦有一定幅度的增长。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	13.82	17.04	17.99	4.23
销售费用	3.89	4.84	4.97	1.31
管理费用	9.12	10.90	11.84	2.66
财务费用	0.81	1.31	1.17	0.27
期间费用率(%)	12.95	12.21	12.47	10.91
经营性业务利润	14.61	13.89	15.69	7.32
投资收益	13.21	16.71	19.17	3.50
营业外损益	-5.57	-6.84	-4.97	-1.41
利润总额	22.20	23.67	29.48	9.40
净利润	19.51	21.25	26.33	8.34
EBITDA 利润率(%)	25.62	20.91	25.03	--
总资产收益率(%)	9.00	8.63	9.37	--

注：中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司总资产规模有所上升，负债及权益规模亦进一步增长；总债务有所波动但整体规模较小，资本结构保持稳健

随着公司业务稳健运营，公司资产总额保持增长趋势，其中流动资产比重不断下降。货币资金充足，2021 年 3 月末受限货币资金为 0.64 亿元，主要为保证金存款，受限比例较低。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为公司购买的银行理财产品，近年保持稳定的规模，可变现

资产能够为债务到期偿付提供支持。2020 年，农产品库存商品增加带动期末存货规模同比上升。可供出售金融资产中 40% 以上为股票基金，近 60% 为非上市公司股权，2020 年公司新增对债转股投资基金以及非上市公司股权等投资，年末可供出售金融资产期末账面价值较 2019 年末增加 9.35 亿元。对参股公司正大天晴权益法下确认较多投资收益，使得长期股权投资账面价值持续增加。

表 18：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	32.50	38.55	36.35	30.12
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	16.00	20.95	19.75	19.78
存货	93.33	114.84	125.07	121.26
流动资产合计	160.61	193.10	201.70	200.83
可供出售金融资产	28.47	32.38	41.73	40.73
长期股权投资	31.89	38.16	40.49	47.38
固定资产	27.84	30.05	30.82	31.51
非流动资产合计	104.38	126.15	141.26	156.12
资产总计	264.99	319.26	342.96	356.96

注：“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”包含“交易性金融资产”；“存货”包含“合同资产”；“可供出售金融资产”包含“其他非流动金融资产”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债规模逐年上升，流动负债占总负债比重持续下降；其中，2020 年预收售房款增加令预收账款增幅较大，但短期债务的下降使得流动负债减少。从有息债务来看，2020 年公司发行中长期债券置换到期短期借款并加大债务偿还力度，年末短期债务减少较多且占比进一步下降；2021 年公司新发行一期 8 亿元超短期融资券，截至 2021 年 3 月末，短期债务/总债务升至 44.16%。受益于公司利润留存及上市公司少数股东权益的增加，权益规模亦有所增长。整体来看，2020 年以来公司债务规模及杠杆水平小幅波动，但整体处于较好水平。

表 19：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	9.70	11.98	13.78	12.09
预收款项	13.48	22.27	28.90	24.83
其他应付款	22.71	26.23	27.22	28.75
流动负债合计	83.13	106.70	100.62	91.94

¹ 截至 2020 年末，公司直接持有正大天晴 33.50% 股份，所持股份无质押。

负债合计	101.27	136.42	140.42	146.34
短期债务	27.35	35.04	15.55	22.09
总债务	32.51	51.05	43.79	50.02
短期债务/总债务	84.13	68.65	35.52	44.16
未分配利润	71.72	84.50	101.29	111.39
少数股东权益	20.13	23.60	25.57	23.07
所有者权益合计	163.72	182.83	202.55	210.62
资产负债率	38.22	42.73	40.94	41.00
总资本化比率	16.57	21.83	17.78	19.19

注：“预收款项”包含“合同负债”

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营活动现金流呈大幅净流入，能够覆盖短期债务和利息支出，公司盈利能力增强，相关偿债指标亦有所提升

受房地产结转销售回款加快以及享受社保减免政策等影响，2020 年公司经营活动现金流转为大幅净流入，但房地产开发销售节奏存在不确定性，此类经营活动现金流不具有可持续性；公司不断增加投资，固定资产投入及金融资产头寸增加使得当期公司投资活动净现金流小幅流出；2020 年公司偿还部分到期债务，筹资活动现金流呈净流出状态。

2020 年较好的经营活动净现金流能够覆盖短期债务和利息支出。在公司盈利能力增强的情况下，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所提升。此外，公司现金存量充足，能够为短期债务偿还提供较好支持。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	6.43	-8.21	18.95	-3.09
投资活动净现金流	-2.17	-3.53	-5.31	-9.70
筹资活动净现金流	0.40	16.44	-14.47	6.55
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.76	-4.30	10.18	--
经营活动净现金流/短期债务	0.24	-0.23	1.22	-0.56*
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	-0.16	0.43	-0.25*
总债务/EBITDA(X)	1.19	1.75	1.21	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.00	15.29	19.40	--
货币等价物/短期债务	1.78	1.70	3.61	2.26

注：加*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司利润主要来自参股公司投资收益，本部债务规模维持较低水平，且货币资金对短期债务覆盖能力较强，但需关注子公司内部借款的资金占用

江苏农垦本部业务收入主要来源收取子公司土地承包费和补充耕地指标款，2020 年因未实现补充耕地指标收益，收入降幅较大；参股正大天晴等联营及合营企业确认的投资收益对利润形成较好补充，2020 年母公司净利润为 19.09 亿元。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 年末保持增长态势。其中，其他应收款主要系对通宇房地产、苏垦麦芽等子公司的内部借款。母公司本部债务规模较小，资产负债率处于较低水平；2020 年发行债券偿还短期借款，使得年末短期债务占比有所下降；2021 年一季度，本部发行 8.00 亿元超短期融资券令期末总债务增至 30.79 亿元；充足的货币资金能够基本覆盖短期债务，整体偿债能力强。

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；持股上市公司正大天晴分红以及退出部分参股基金等使得 2020 年收回投资和取得投资收益收到的现金均大幅增长；当年取得借款收到的现金减少令筹资活动呈净流出状态。

表 21：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	7.65	7.38	3.85	2.28
经营性业务利润	7.40	6.71	3.19	2.23
投资收益	15.63	20.00	21.26	3.38
净利润	15.89	18.23	19.09	2.35
货币资金	14.57	21.89	15.99	15.06
其他应收款	46.75	58.03	53.17	52.24
长期股权投资	65.87	76.04	83.35	90.25
总资产	156.38	187.96	195.57	205.76
所有者权益	102.88	120.19	135.25	137.59
短期债务	19.12	26.59	7.70	15.50
总债务	20.08	31.73	23.06	30.79
经营活动净现金流	1.80	-5.32	5.19	-0.08
收回投资收到的现金	7.60	2.80	20.00	2.41
取得投资收益收到的现金	10.58	13.47	18.26	0.67
投资活动净现金流	-12.37	3.48	3.53	-6.96
筹资活动净现金流	13.53	9.15	-14.59	6.11
资产负债率	34.21	36.06	30.85	33.13
总资本化比率	16.33	20.88	14.57	18.29
货币等价物/短期债务	0.76	0.82	2.09	0.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

授信额度充足，股权融资渠道畅通，或有事项风险

较小

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 80.87 亿元，其中未使用额度为 55.39 亿元，财务弹性良好。此外，截至同期末，公司持有上市公司苏垦农发 67.84% 的股权，资本市场融资渠道较为畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产包括各类保证金存款 0.64 亿元，以及用于银行贷款抵押的房产和土地 23.54 亿元，合计占当期末净资产的 11.48%。

截至 2021 年 3 月末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼，亦不存在对外担保。

过往债务履约情况：根据企业提供的《征信报告》及相关资料，截至 2021 年 6 月 21 日，公司所有借款均到期还本、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，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

江苏省经济实力强，为公司发展提供良好的外部环境；公司作为江苏省国资委全资控股农垦企业，受惠于国家有关农业发展和农产品生产的各类税收优惠政策和政府补助

江苏省综合经济实力位居全国前列，地区生产总值逐年增长，产业结构持续优化。整体来看，江苏省不断提升的经济实力能够为公司的发展提供良好的外部环境。

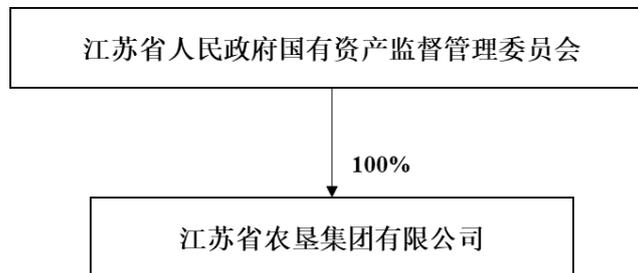
公司主营板块农业和商贸业关系到国计民生和社会稳定，是国家重点支持和鼓励发展的行业，近几年政府出台了一系列政策鼓励农业和商贸等行业的发展，并且在税收优惠和政府补助方面提供了较强的支持。税收优惠方面，公司子公司从事农产品种植业务的利润免征企业所得税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》相关规定，农业生产者销售的自产农产品免征增值税，公司销售自产水稻、小麦以及大麦等农产品免征增值税。

政府补助方面，作为公司农业经营的主要实体，苏垦农发近年来多个建设项目和多项业务经营均享受政府直接的资金支持，2020 年公司计入当期损益的政府补助为 0.47 亿元，当年收到政府补贴 3.81 亿元计入递延收益。

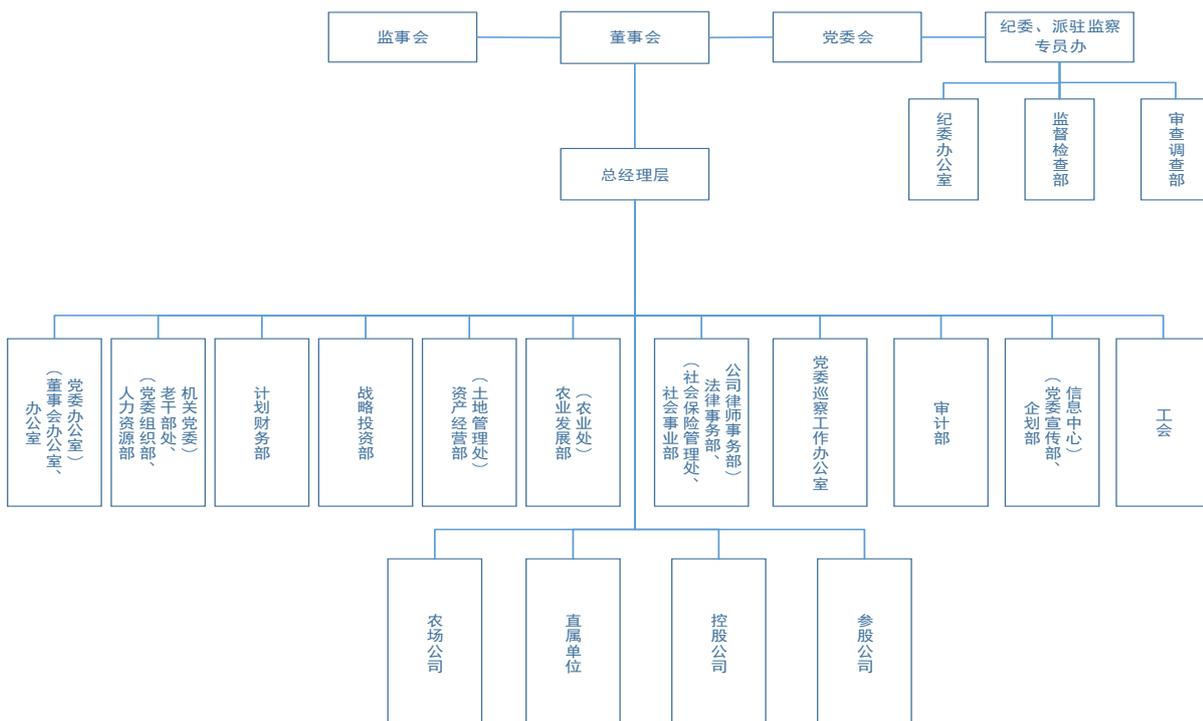
评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏省农垦集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 苏垦 01”和“20 苏垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：江苏省农垦集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



主要子公司	主营业务	注册资本 (亿元)	直接持股 (%)
江苏省农垦农业发展股份有限公司	谷物种植	13.78	67.84
江苏通宇房地产开发有限责任公司	房地产开发	4.80	85.00
江苏省苏舜集团有限公司	汽车经销	3.50	100.00
江苏省农垦金属材料有限公司	金属材料、建筑材料	0.15	69.86



资料来源：公司提供

附二：江苏省农垦集团有限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	324,952.56	385,519.63	363,533.99	301,164.70
应收账款净额	38,545.73	52,028.20	46,438.27	72,182.64
其他应收款	37,819.78	39,690.81	48,486.33	50,332.03
存货净额	933,256.15	1,148,380.82	1,250,714.39	1,212,593.09
长期投资	603,627.16	705,309.19	822,178.15	881,092.39
固定资产	278,442.98	300,501.55	308,214.52	315,052.49
在建工程	49,432.51	61,001.73	85,937.83	97,950.85
无形资产	48,589.74	54,114.51	55,269.30	54,878.32
总资产	2,649,918.94	3,192,565.66	3,429,621.13	3,569,554.36
其他应付款	227,053.10	262,325.77	272,224.41	287,458.74
短期债务	273,463.70	350,447.50	155,534.17	220,893.02
长期债务	51,604.26	160,039.31	282,371.84	279,353.35
总债务	325,067.95	510,486.81	437,906.01	500,246.37
净债务	115.39	124,967.18	74,372.03	199,081.67
总负债	1,012,695.45	1,364,246.59	1,404,150.97	1,463,372.01
费用化利息支出	12,326.14	15,513.42	15,572.43	--
资本化利息支出	4,771.12	3,580.65	3,040.35	--
所有者权益合计	1,637,223.49	1,828,319.07	2,025,470.15	2,106,182.36
营业总收入	1,067,435.35	1,396,007.61	1,442,630.90	387,990.58
经营性业务利润	146,117.30	138,885.14	156,915.63	73,238.16
投资收益	132,136.37	167,149.41	191,700.05	34,953.21
净利润	195,138.36	212,546.82	263,304.55	83,384.81
EBIT	234,295.59	252,200.25	310,410.74	--
EBITDA	273,501.23	291,859.14	361,055.57	--
经营活动产生现金净流量	64,289.88	-82,132.60	189,524.44	-30,908.99
投资活动产生现金净流量	-21,706.78	-35,339.45	-53,092.96	-96,961.90
筹资活动产生现金净流量	4,037.81	164,359.23	-144,711.06	65,477.63
资本支出	72,032.13	90,497.80	128,168.65	22,114.50
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	26.39	22.12	24.31	29.87
期间费用率(%)	12.95	12.21	12.47	10.91
EBITDA 利润率(%)	25.62	20.91	25.03	--
总资产收益率(%)	9.00	8.63	9.37	--
净资产收益率(%)	12.42	12.27	13.66	16.15*
流动比率(X)	1.93	1.81	2.00	2.01
速动比率(X)	0.81	0.73	0.76	0.80
存货周转率(X)	0.88	1.04	0.91	0.88*
应收账款周转率(X)	29.30	30.83	29.30	26.17*
资产负债率(%)	38.22	42.73	40.94	41.00
总资本化比率(%)	16.57	21.83	17.78	19.19
短期债务/总债务(%)	84.13	68.65	35.52	44.16
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	-0.16	0.43	-0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	-0.23	1.22	-0.56*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.76	-4.30	10.18	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	1.99	-26.65	25.42	--
总债务/EBITDA(X)	1.19	1.75	1.21	--
EBITDA/短期债务(X)	1.00	0.83	2.32	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.00	15.29	19.40	--
EBIT 利息保障倍数(X)	13.70	13.21	16.68	--

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“其他流动负债”科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；将计入“应付债券”科目的超短期融资券调整至短期债务；将“研发费用”计入“管理费用”；3、带*指标已经年化处理。

附三：江苏省农垦集团有限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	145,729.96	218,862.18	159,932.57	150,649.12
应收账款净额	306.62	-	-	-
其他应收款	467,480.46	580,331.71	531,665.76	522,405.47
存货净额	-	-	-	-
长期投资	918,109.78	1,052,122.24	1,217,309.55	1,286,277.03
固定资产	3,938.90	4,062.17	5,563.62	5,415.16
在建工程	4,764.56	2,877.84	8,093.91	8,145.02
无形资产	2,530.23	2,420.78	4,632.36	4,619.49
总资产	1,563,833.86	1,879,584.85	1,955,747.79	2,057,578.65
其他应付款	254,165.86	271,103.50	309,390.97	321,955.77
短期债务	191,194.44	265,918.78	77,000.00	155,000.00
长期债务	9,600.00	51,333.06	153,567.58	152,890.54
总债务	200,794.44	317,251.83	230,567.58	307,890.54
净债务	55,064.48	98,389.65	70,635.02	157,241.43
总负债	535,063.37	677,690.14	603,297.73	681,673.75
费用化利息支出	11,729.36	14,886.87	17,922.83	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	1,028,770.49	1,201,894.70	1,352,450.05	1,375,904.90
营业总收入	76,467.42	73,836.94	38,537.86	22,802.10
经营性业务利润	74,038.84	67,089.01	31,869.34	22,254.63
投资收益	156,260.50	200,000.32	212,574.95	33,790.69
净利润	158,865.89	182,349.84	190,862.05	23,454.85
EBIT	179,231.61	203,709.74	209,322.44	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	17,985.11	-53,229.22	51,884.63	-772.42
投资活动产生现金净流量	-123,693.31	34,810.14	35,308.01	-69,646.71
筹资活动产生现金净流量	135,270.43	91,492.91	-145,889.04	61,111.70
资本支出	4,233.85	7,835.95	10,791.65	2,017.57
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	99.21	97.76	100.00	100.00
期间费用率(%)	1.83	6.16	16.72	1.83
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	12.33	11.83	10.92	--
净资产收益率(%)	16.18	16.35	14.94	6.88*
流动比率(X)	1.36	1.47	1.80	1.88
速动比率(X)	1.36	1.47	1.80	1.88
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	102.94	--	--	--
资产负债率(%)	34.21	36.06	30.85	33.13
总资本化比率(%)	16.33	20.88	14.57	18.29
短期债务/总债务(%)	95.22	83.82	33.40	50.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	-0.17	0.23	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.09	-0.20	0.67	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.53	-3.58	2.89	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-12.26	-20.99	-2.60	--
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)	15.28	13.68	11.68	--

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“其他流动负债”科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；将计入“应付债券”科目的超短期融资券调整至短期债务；将“研发费用”计入“管理费用”；3、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/交易性金融资产+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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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）
偿债能力	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=股权投资+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。