

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0127号

海南省农垦投资控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20海垦01”、“21海垦V1”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“20海垦01”、“21海垦V1”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任



二〇二二年六月六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月6日



海南省农垦投资控股集团有限公司主体 及相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2022/6/6	AAA/稳定	高君子	谢笑也、宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 海垦 01	AAA	AAA
21 海垦 V1	AAA	AAA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

海南省农垦投资控股集团有限公司（以下简称“海垦控股”或“公司”）主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以旅游地产、商业物流及金融保险等业务，控股股东和实际控制人仍为海南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）。

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	13.11
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	3.79
	净资产收益率	5.00	1.12
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	3.98
	经营现金流动负债比	10.00	1.98

2.基础模型参考等级

AA+

3.评级调整因素

+1

4.主体信用等级

AAA

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

海南省是我国重要的天然橡胶种植区，跟踪期内经济发展平稳，自由贸易港建设稳步推进，公司未来发展仍具有良好的外部环境；公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体；核心子公司海南橡胶为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，未使用授信额度较高，备用流动性仍较充足；作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面继续得到政府大力支持。另一方面，公司利润总额对营业外收入和其他收益等非经常性损益依赖仍很大；有息债务继续增长，在建项目投资金额较大，未来面临资本支出压力。

综合分析，东方金诚维持海垦控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“20 海垦 01”、“21 海垦 V1”信用等级为 AAA。

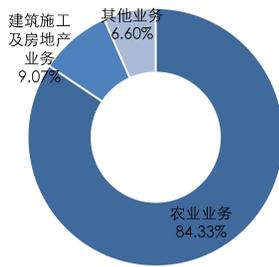
同业比较

项目	海垦控股	北大荒农垦集团有 限公司(AAA)	江苏省农垦集团有 限公司(AAA)	广西农垦集团有 限公司(AA+)	宁夏农垦集团有 限公司(AA+)
资产总额 (亿元)	912.01	2319.11	409.32	900.06	211.86
所有者权益 (亿元)	571.60	531.12	231.13	526.40	98.71
营业总收入 (亿元)	253.77	1703.75	182.15	202.38	32.25
利润总额 (亿元)	9.32	14.83	35.33	7.64	2.02
资产负债率 (%)	37.32	77.10	43.53	41.52	53.41
经营现金流动负债比 (%)	-7.86	6.64	9.39	9.71	2.92

注：资料来源于各企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



公司债务结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	613.70	752.31	912.01
所有者权益(亿元)	378.28	464.83	571.60
全部债务(亿元)	92.07	112.72	141.42
营业总收入(亿元)	233.06	253.37	253.77
利润总额(亿元)	6.72	5.80	9.32
经营性净现金流 (亿元)	1.93	-62.83	-12.68
营业利润率 (%)	10.90	9.34	9.10
资产负债率 (%)	38.36	38.21	37.32
流动比率 (%)	127.91	144.71	171.11
全部债务/EBITDA (倍)	6.15	5.54	4.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.33	3.91	3.32

表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告,其中 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数。

优势

- 海南省是我国重要的天然橡胶种植区,跟踪期内经济发展平稳,自由贸易港建设稳步推进,公司未来发展仍具有良好的外部环境;
- 公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业,是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体,具备规模和产业链优势;
- 2021 年末,公司拥有 927.17 万亩土地,丰富的土地资源为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖及旅游地产业务的开展提供有力支撑;
- 核心子公司海南橡胶为 A 股上市公司,股权融资渠道畅通,未使用授信额度较大,备用流动性充足;
- 作为海南省最大的农业类综合产业集团,公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面可持续得到政府大力支持。

关注

- 公司利润总额对营业外收入和其他收益等非经常性损益依赖仍很大;
- 跟踪期内,公司有息债务规模继续上升,地产业务和畜牧业在建项目投资金额较大,未来仍面临资本支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司未来仍将保持在天然橡胶行业很强的市场竞争力,同时公司作为海南省最大的农业类综合产业集团,未来仍将有望持续得到政府的大力支持,有助于其持续稳定发展。

评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业评级方法及模型 (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
AAA/稳定	AAA	2021/7/21	高君子、谢笑也	《东方金诚农林牧渔企业评级方法及模型 (RTFC022201907)》	阅读原文
AAA/稳定	AAA	2020/8/26	高君子、黄艺明	《东方金诚农林牧渔企业评级方法及模型 (RTFC022201907)》	阅读原文

注:自 2020 年 8 月 26 日(初次评级)至 2021 年 7 月 21 日(最新评级),公司主体信用等级未发生变化。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 海垦 01	2021/6/22	7.00	2020/11/06~2025/11/06	无	无
21 海垦 V1	2021/7/21	8.00	2021/08/03~2026/08/03	无	无

注：均附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及海南省农垦投资控股集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“20 海垦 01”）、海南省农垦投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行绿色乡村振兴公司债券（第一期）（以下简称“21 海垦 V1”）跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于海南省农垦投资控股集团有限公司（以下简称“海垦控股”或“公司”）提供的 2021 年度审计报告及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

海垦控股主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以旅游地产、商贸物流及金融保险等业务，控股股东和实际控制人仍为海南省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）。

公司前身是海南省农垦总局和海南省农垦集团有限公司，2015 年 12 月根据中共海南省委省政府印发了《关于推进新一轮海南农垦改革发展的实施意见》，在原海南省农垦总局、原海南省农垦集团有限公司基础上组建设立海垦控股。截至 2021 年末，海垦控股注册资本 88.00 亿元，实收资本 88.00 亿元，海南省国资委持有公司 90.00% 的股份，仍为公司控股股东和实际控制人。

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶和热带高效农业业务，同时积极发展旅游地产、商贸物流、金融保险业务等产业。其中核心子公司海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“海南橡胶”，股票代码为 601118.SH）主要从事天然橡胶种植、加工、研发和销售。截至 2021 年末，海南橡胶仍拥有 341 万亩橡胶园，20 家橡胶加工厂，具备年产 50 万吨的橡胶加工产能。公司的主要产品包括全乳胶、浓缩胶乳和 20 号标胶，其中全乳胶、20 号标胶是上海期货交易所认证的交割标的。公司是中国最大的天然橡胶生产企业，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体。

截至 2021 年末，公司合并口径资产总额为 912.01 亿元，所有者权益 571.60 亿元，资产负债率 37.32%。2021 年，公司实现营业收入 252.22 亿元，实现利润总额 9.32 亿元。

截至 2021 年末，公司本部资产总额为 559.21 亿元，所有者权益 468.94 亿元，资产负债率 16.14%。2021 年，公司本部实现营业收入 0.87 亿元，实现利润总额 4.52 亿元。据海南橡胶发布的《2021 年年度报告》，海南橡胶 2021 年实现营业收入 153.33 亿元，同比减少 2.61%，实现利润总额 1.32 亿元，同比增加 41.19%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-2.33 亿元，较上年同期减少 1.44 亿元¹。

¹ 主要为期货套保损益作为扣非项目予以了扣除，而期货套保是公司作为橡胶企业主要的风险对冲工具，与公司主营业务高度相关，单方面扣除期货套保损益无法真实反映公司的经营状况。将期货套保损益还原后，则公司 2021 年实际归属于上市公司股东的扣非后净利润应为-0.80 亿元，较上年同期同比减亏 2.67 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2021 年末，海垦控股发行的“20 海垦 01”已按时付息，募集资金总额 7.00 亿元，扣除发行费用后已全部用于偿还银行借款等有息债务；“21 海垦 V1”尚未到还本付息日，募集资金总额 8.00 亿元，已使用 4.61 亿元，其中，3.54 亿元用于生猪养殖项目建设及购买饲料等日常经营物资，0.76 亿元用于偿还银行借款，0.31 亿元用于海垦茶业生态科技园（一期）项目建设。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。

我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

公司是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶、热带高效农作物等业务，其中天然橡胶是公司收入主要来源，所属行业为天然橡胶行业。

天然橡胶行业

近年全球天然橡胶总种植面积趋于稳定，2021年以来随着疫情冲击缓和，全球天然橡胶产量有所恢复，2022年随着稳定高产期树种增多，预计全球天然橡胶供应将持续增产局面

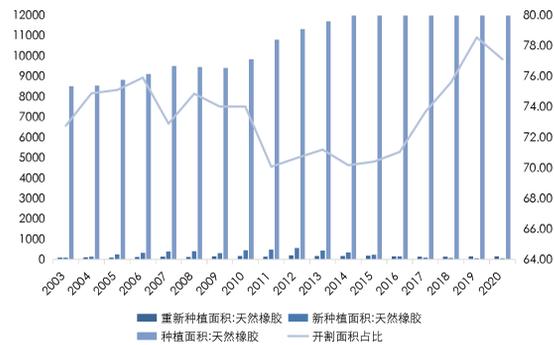
橡胶分为天然橡胶与合成橡胶二种。天然橡胶是从橡胶树、橡胶草等植物中提取胶质后加工制成天然橡胶主要成分为聚异戊二烯（含量在90%以上），主要由橡胶树被割开后流出乳白色的汁液通过简单工艺形成，应用于轮胎、胶管、胶带、鞋材等领域。国际橡胶主产区集中在东南亚地区，产量约占全世界的93%，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国。橡胶树经济寿命高达30~40年，新种植的橡胶树生长6~7年后可开割，开割3年后逐步上升到一个较高且稳定的产胶量。

天然橡胶供应兼具农产品属性和工业品属性²。从重新种植面积的角度看，2012年ANRPC成员国³（天然橡胶生产国协会）新种植面积达到高峰，2016年之后明显下降。2014年以来，ANRPC成员国的总种植面积总体稳定在1.2亿公顷附近，开割面积经过多年持续上升后在2019年触及最高峰，2020年起有所回落。随着全球的橡胶可开割面积上升，ANRPC成员国的天然橡胶产量整体有所增长。2019年东南亚部分产胶区遭受旱灾、真菌病害以及由于橡胶价格低迷执行削减出口计划，ANRPC成员国天然橡胶总产量有所下降；2020年，新冠肺炎疫情及高温干旱、白粉病等不可预见因素的影响，全球天然橡胶主产区开割均有不同程度延期，ANRPC成员国天然橡胶总产量同比下降7.12%；2021年以来，由于疫情冲击转为阶段性，天然橡胶产量同比有所恢复。2022年，预计ANRPC成员国总种植面积依然处于稳定区间，开割面积增量将有所下降，2012年新种和重新种植的橡胶树在2022年处于稳定的高产期，全球天然橡胶供应增产的局面没有显著改变，全球天胶产量将保持低速增长。

² 一方面，天然橡胶供应量会受到不利天气、病虫害的影响，同时受制胶期影响存在明显供应淡季差异；另一方面，胶农割胶意愿会受到天然橡胶价格高低的影响。

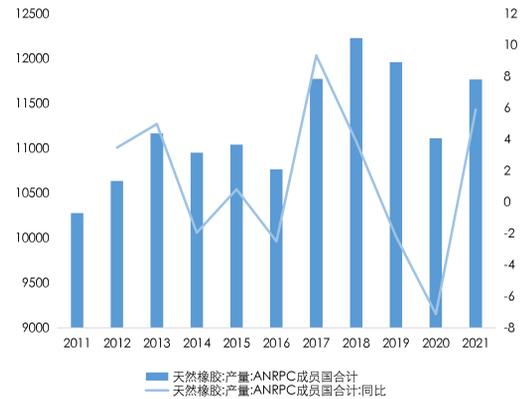
³ 亚洲生产和输出天然橡胶国家建立的经济合作组织。其成员国来自于主要有马来西亚、新加坡、印度尼西亚、泰国、斯里兰卡、印度和巴布亚新几内亚等，2019年成员国天然橡胶产量合计占比约为全球总产量的86.85%。

图表 1：ANRPC 成员国天然橡胶种植情况（单位：千公顷、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 2：ANRPC 成员国天然橡胶产量情况（单位：千吨、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

中国天然橡胶种植主要位于海南省和云南省，自给率较低，2021 年国内天然橡胶产量恢复性增产、进口量同比下降、国内持续去库存，期末低库存将拉动 2022 年天然橡胶进口量增加

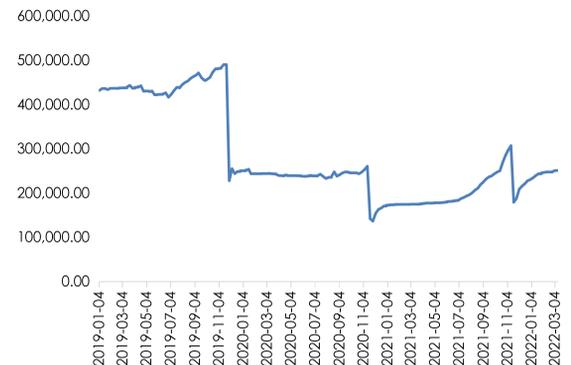
中国天然橡胶种植主要位于海南省和云南省，其中海南省为台风区易受自然灾害影响，气候的变化会影响橡胶产品的稳定性和产品质量。国内天然橡胶供应主要依赖进口，自给率较低。2020 年受疫情影响，国内天然橡胶产量有所下降，2021 年以来，海南省和云南省大部分时间割胶进度正常，国内天胶恢复性增产，进口量同比下降，国内持续去库存，截至 2021 年年底已经处于库存低位，预计 2022 年国内天然橡胶产量同比变动不大，低库存将拉动天然橡胶进口量增加。

图表 3：中国天然橡胶产量情况（单位：千吨、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 4：上海期货交易所天然橡胶库存（吨）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2021 年下半年汽车芯片短缺导致汽车厂商限产、停产影响天然橡胶消费量，但随着全球经济好转，叠加 2020 年低基数效应，全年天然橡胶消费量整体有所回暖，长期来看，随着汽车行业增速放缓，全球轮胎行业处于饱和状态，天然橡胶长期需求仍将疲软

需求方面，天然橡胶具有良好的弹性、绝缘性、可塑性、隔水隔气、抗拉和耐磨等特点，75%以上的天然橡胶应用在汽车行业，主要用于汽车轮胎生产。2020 年，国内外疫情先后爆

发，企业阶段性停产、居民出行和货物运输减少，下游轮胎消费量、出口量大幅降低，ANRPC 成员国天然橡胶总消费量同比下降约 2%。2021 年以来，随着疫苗推广加快，疫情得到一定程度的控制，叠加政策刺激的推动，全球经济整体有所恢复，但下半年受汽车芯片短缺的影响，汽车厂商被迫限产甚至阶段性停产的现象时有发生，天然橡胶消费量呈现先高后低的趋势，全年 ANRPC 成员国天然橡胶总消费量 948 万吨，同比增长约 7.5%。

价格方面，2020 年受疫情影响，天然橡胶价格呈现先低后高的趋势。2021 年以来，受阶段性疫情、部分橡胶树受白粉病影响推迟开割、芯片短缺抑制下游汽车生产等综合影响，国内天然橡胶价格震荡运行。

长期来看，天然橡胶产量将持续恢复，下游消费受汽车芯片短缺及疫情反复的影响或有所改观，但汽车行业增速放缓，全球轮胎行业处于饱和状态，天然橡胶长期需求仍将疲软，价格仍将在低位震荡运行。

图表 5：天然橡胶消费量情况（单位：%）



图表 6：天然橡胶标准胶价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，东方金诚整理

数据来源：Wind，东方金诚整理

区域经济环境

凭借独特的地理位置及气候条件，海南省的作物资源丰富，是我国重要的天然橡胶种植区，跟踪期内，海南省经济保持平稳发展，自由贸易港建设稳步推进，公司未来发展仍具有良好的外部环境

海南省地处热带海洋性季风气候区，土地总面积 351.87 万公顷，占全国热带土地面积的 42.5%。热带作物资源丰富，其中栽培面积较大、经济价值较高的热带作物主要有橡胶、椰子、槟榔等。

海南省经济保持增长，2021 年海南省地区生产总值 6475.20 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.2%，高于全国增速。从产业结构看，2021 年海南省第一产业增加值 1254.44 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1238.80 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 3981.96 亿元，增长 15.3%；三次产业结构调整为 19.4:19.1:61.5。

图表 7：2019 年~2021 年海南省主要经济指标

项目	2019 年	2020 年	2021
地区生产总值 (亿元)	5308.94	5532.39	6475.20
GDP 增速 (%)	5.8	3.5	11.2
三次产业结构	20.3:20.7:59.0	20.5:19.1:60.4	19.4:19.1:61.5
人均 GDP (元)	56507	55131	63707

资料来源：《2019 年~2021 海南省国民经济和社会发展统计公报》，东方金诚整理

海南省是我国最具热带海洋气候特色的地方，全年暖热，雨量充沛，具有丰富作物资源。其中粮食作物是海南种植业中面积最大、分布最广、产值最高的作物，主要有水稻、旱稻、山兰坡稻，2021 年，海南省粮食种植面积 271.4 千公顷，同比增长 0.3%；全年粮食产量 146 万吨，同比增长 0.4%；海南省热带水果种类繁多，主要有菠萝、荔枝、龙眼、香蕉、柑桔、芒果等，2021 年全省水果收获面积 310.98 万亩，比上年增长 4.4%；产量 525.52 万吨，比上年增长 6.0%；橡胶是海南省第一大经济作物，2021 年海南省橡胶产量 608.09 万吨，同比增加 2.8%⁴。

2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》（以下简称“方案”），明确到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。跟踪期内，《中华人民共和国海南自由贸易法》颁布实施，11 个自贸港重点园区固定资产投资增速高出全省 60.4 个百分点，自由贸易港建设稳步推进，公司未来发展仍具有良好的外部环境。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司仍保持以天然橡胶等农业业务为主，辅以旅游地产、商贸物流和金融保险等业务的多元化经营格局，由于农业业务收入微长但毛利率下降，公司营业收入同比微增，毛利润和综合毛利率有所下降

公司作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内仍主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以旅游地产、商贸物流及金融保险等业务，保持多元化经营格局，仍具有很强的综合实力。

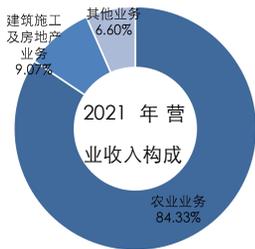
跟踪期内，由于农业业务和其他业务收入增长，公司的营业收入同比增长 0.50%。从收入构成看，农业业务收入占比在 80%以上，仍是公司收入主要来源；其他业务主要包括商贸物流、金融服务等，收入占比相对较小。毛利润方面，2021 年，由于农业业务毛利润下降，

⁴ 数据来源 2021 年海南省国民经济和社会发展统计公报。

导致公司毛利润同比下降 2.09%；同期，农业业务毛利率有所下降，综合毛利率同比下降 0.27 个百分点。

图表 8：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况⁵（单位：亿元、%）

类别	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
农业业务	193.15	82.88	211.02	84.08	212.71	84.33
房地产及建筑施工业务	26.87	11.53	25.24	10.06	22.86	9.07
其他业务	13.04	5.59	14.70	5.86	16.65	6.60
合计	233.06	100.00	250.97	100.00	252.22	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
农业业务	17.74	9.19	12.97	6.14	11.62	5.46
建筑施工及房地产业务	6.60	24.55	7.33	29.05	7.45	32.59
其他业务	3.88	29.75	5.87	39.92	6.55	39.32
合计	28.22	12.11	26.17	10.43	25.62	10.16



资料来源：公司提供，东方金诚整理

农业业务

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，受益于热带高效农业业务收入增加，跟踪期内公司农业业务收入同比微增，但受生产成本增加影响，毛利润及毛利率有所下降

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，截至 2021 年末，拥有 927.17 万亩土地，约占海南省陆地面积的 1/6，其中农用地 904.34 万亩，建设用地 22.83 万亩，土地资源丰富。农业业务主要由天然橡胶业务及热带高效农业组成，其中热带高效农业主要为热带水果及热带作物等。2021 年农业业务收入 212.71 亿元，同比微增，其中天然橡胶业务收入 200.35 亿元，同比增加 0.20%，主要系海外公司加强原料收购，产量增加所致；受公司热带高效农业重新整合，规模优势得以发挥影响，热带高效农业业务收入 12.36 亿元，同比增加 11.66%。从毛利润与毛利率来看，受市场影响生产成本上升，2021 年毛利率同比下降 0.68 个百分点，毛利润同比下降 10.41%。

⁵ 2020 年数据根据公司 2021 年审计报告进行了追溯调整，下同。

图表 9：公司农业业务构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天然橡胶	182.70	94.59	199.95	94.75	200.35	94.19
热带高效农业	10.45	5.41	11.07	5.25	12.36	5.81
合计	193.15	100.00	211.02	100.00	212.71	100.00

类别	2019年		2020年		2021年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
天然橡胶	14.98	8.20	11.24	5.62	10.11	5.05
热带高效农业	2.77	26.50	1.73	15.58	1.52	12.26
合计	17.74	9.19	12.97	6.14	11.62	5.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、天然橡胶

跟踪期内，公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业，具备规模和产业链优势，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体，由于天然橡胶价格上涨，天然橡胶业务收入有所增加，但原料价格涨幅大、贸易价差收窄导致毛利率有所下降

公司天然橡胶业务包括国内业务和海外业务，其中在国内业务的运营主体是上市子公司海南橡胶，海南橡胶现已形成包括种苗培育、天然橡胶种植、橡胶产品加工以及橡胶贸易在内的全产业链。公司仍是中国最大的天然橡胶生产企业，截至 2021 年末拥有 341 万亩的橡胶园，胶园种植面积居国内首位，也是国内少数能大规模生产特种胶和专业胶等高品质产品的生产企业之一，在行业内处于龙头地位，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体。海外天然橡胶业务仍主要由控股子公司印度尼西亚天然橡胶加工贸易企业 KM 公司（以下简称“KM 公司”）⁶、新加坡 ART 橡胶贸易公司⁷（以下简称“ART 公司”）及 R1 公司⁸开展，因为同业竞争问题，KM 公司和 ART 公司已托管给海南橡胶管理。

跟踪期内公司天然橡胶业务收入有所增加，主要系产品销售单价增加所致；由于原料涨价幅度大于天然橡胶初加工产品涨价幅度、贸易价差收窄，天然橡胶业务毛利率同比下降 0.57 个百分点。

海南橡胶持续在天然橡胶种植和加工方面取得具有自主知识产权的成果。跟踪期内，海南橡胶主要围绕“智能割胶装备样机研发”，“无人机飞防飞控技术”、“高性能天然橡胶技术研发”、“橡胶智慧收购平台推广”等重点科技项目开展研发。2021 年，海南橡胶获得授权专利 29 件，其中发明专利 5 件，实用新型专利 23 件，外观设计专利 1 件；申请新专利 24 件。整体看，海南橡胶具有较强的研发能力。

⁶ KM 公司全称：PT KIRANA MEGATARA Tbk，在印度尼西亚证券交易所上市，公司持股比例 62.50%，为 KM 公司控股股东。

⁷ ART 公司全称：ARCHIPELAGO RUBBER TRADING PTE.LTD.，公司持股比例 62.50%，为 ART 公司控股股东。

⁸ R1 公司全称：R1 International Pte Ltd，2019 年海南橡胶完成对公司及其他股东持有的 R1 公司股权收购，直接和间接持有 R1 公司 88.86% 股权，R1 公司纳入海南橡胶合并范围。

(1) 天然橡胶种植、加工

海南橡胶拥有国内最大的胶园种植面积，依托丰富的橡胶林资源，开展天然橡胶种植、加工业务，仍具有规模和产业链优势，受益于单产提升、疫情有所缓解且天气较为稳定，2021年自产天然橡胶产量有所提升

海南橡胶是国内最大的天然橡胶种植企业，拥有国内最大的胶园种植面积，公司依托丰富的橡胶林资源，开展天然橡胶种植、加工业务，仍具有资源和规模优势。

海南橡胶形成了较为完善的橡胶林翻种机制，自有橡胶林可形成轮动种植及开割，跟踪期内，种植面积稳定，可开割面积由于橡胶更新种植及征地清理有所下降；但受益于橡胶林单产增加，天气较为稳定，自产胶产量同比有所恢复。

跟踪期内，为充分利用现有生产加工能力，扩大资源辐射区域，海南橡胶除自有胶园外仍通过采购民营胶等橡胶原料进行橡胶加工和销售，2021年公司为了加强岛内橡胶资源控制力度，民营胶的采购量有所提升，受天然橡胶价格整体回暖影响，采购均价有所上升。

图表 10：海南橡胶天然橡胶原料情况（单位：万亩、万吨、元/吨）

	项目名称	2019年	2020年	2021年
自产胶	种植面积	341	341	341
	可开割面积	205	203	201
	产量	11.38	9.83	10.07
非自产胶	民营胶采购量	9.38	9.35	13.34
	采购均价	10023.47	11490.66	12252.91

资料来源：公司提供，东方金诚整理

海南橡胶拥有 20 家橡胶加工厂，初加工产能充裕，跟踪期内公司加大市场拓展力度，同时通过开展高端产品资质认定等方式增强产品溢价能力，天然橡胶初加工产品销售收入同比增加

海南橡胶的天然橡胶初加工业务主要由子公司海南天然橡胶产业集团金橡有限公司（以下简称“金橡公司”）经营，产品主要包括全乳胶、浓缩胶乳和 20 号标胶⁹，其中全乳胶、20 号标胶均为上海期货交易所认证的交割标的。截至 2021 年末，海南橡胶拥有橡胶加工厂 20 家，其中海南岛内橡胶加工厂 10 家、云南海胶橡胶产业有限公司控制 8 家、R1 公司控制加工厂 2 家，具备初加工年产能 50 万吨。

从初加工过程看，全乳胶是将采集到的新鲜胶乳加酸凝固、脱水、干燥、包装而成；浓缩胶乳是将采集到的新鲜胶乳离心浓缩，去除杂质，浓缩到橡胶含量占 60% 以上。跟踪期内，金橡公司天然橡胶初加工产品的主要销售客户仍为海南橡胶子公司上海龙橡国际贸易有限公司（以下简称“龙橡公司”），由龙橡公司实现对外销售。2021 年，由于公司加大市场拓展力度，同时通过开展高端产品资质认定等方式增强产品溢价能力，销售量和销售价格同步提

⁹ 标准胶也称颗粒胶，是以杂质含量、氮含量、挥发分含量、灰分含量等技术指标进行分级的天然橡胶，依杂质含量分为 SCR5（一级标准胶）、SCR10（二级标准胶）、SCR20（三级标准胶）和 SCR50（四级标准胶）；浓缩乳胶是制胶产品种类之一，将鲜胶水通过离心等方式进行浓缩后得到。

升，天然橡胶初加工产品销售收入同比增加。

图表 11：公司国内天然橡胶初加工产品销售情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目名称	2019年	2020年	2021年
销售量	22.16	18.41	23.93
销售价格	10897	12244	12744
销售收入	24.15	22.54	30.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

海南橡胶在开展天然橡胶种植加工业务的同时，也积极向下游延伸现有产业链。海南橡胶控股子公司海南农垦宝橡林产集团股份有限公司具有多条分布在海南岛各市县的木材自动化加工生产线，具备年加工橡胶木板方材 5 万立方米、生物高分子改性材 1 万立方米、集成材 1 万立方米的产能。2019 年海南橡胶以 3.67 亿元收购江苏爱德福乳胶制品有限公司（以下简称“江苏爱德福”）80% 股权以延伸橡胶产业链和提高产品附加值。江苏爱德福是乳胶发泡家具代工企业，主要生产乳胶制品、床上用品、家具日用品。

（2）橡胶贸易

海南橡胶是国内天然橡胶的主要供应商，客户涵盖全球前十大轮胎企业，市场占有率仍较高，由于疫情影响，跟踪期内国内天然橡胶贸易量有所减少，贸易价差有所收窄，天然橡胶收入保险合同对橡胶价格下跌造成的收入损失风险形成一定对冲

除天然橡胶初加工产品销售外，海南橡胶还通过龙橡公司开展天然橡胶贸易业务。龙橡公司上游客户主要有金橡公司、R1 公司等，泰国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡的橡胶企业等。

公司橡胶贸易的盈利模式主要是获取现货价差及通过期货套保控制风险敞口以降低价格风险，跟踪期内无变化。获取现货价差方面，仍主要通过协商定价、长约、期货套保交割以及中橡电子挂单竞价等渠道进行销售，协商定价是海南橡胶最主要的销售方式。期货套保方面，为规避价格下跌风险，海南橡胶会综合考虑库存、成本等因素，通过期货套保提前锁定利润，到交割日实现交割，实现期货市场现货销售；为减少橡胶价格波动对经营业绩的影响，利用期货交易所交易的天然橡胶期货品种需进行套期保值业务，通过开立期货空仓稳定未来销售价格。销售渠道方面，海南橡胶在上海、青岛、广州、云南、温州等全国橡胶主销区以及全球天然橡胶贸易中心新加坡建立了营销网络，销售区域广泛。海南橡胶是国内天然橡胶的主要供应商，客户涵盖全球前十大轮胎企业，市场占有率仍较高。

2021 年，由于疫情影响，公司国内天然橡胶贸易销售量与采购量有所减少，贸易价差有所收窄。同期海南橡胶的前五大客户销售收入占年度销售总额比重约为 16.01%，客户集中度仍不高。

图表 12：公司国内天然橡胶贸易情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目名称	2019年	2020年	2021年
贸易销售量	32.99	51.39	31.75
贸易销售均价	10562	10632	11856
贸易销售收入	34.84	54.64	37.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同时，海南橡胶也与中国人民财产保险股份有限公司海南省分公司签订天然橡胶收入保险合同，约定在保险期间，海南橡胶的天然橡胶树遭受指定范围内的灾害导致减产损失或者当保险橡胶实际价格低于约定价格时，海南橡胶可获得合同约定的保险补偿。2021年，海南橡胶收到天然橡胶收入保险补偿 2.49 亿元，仍对橡胶价格下跌造成的收入损失风险形成一定对冲。

为加强对全球天然橡胶资源的控制，公司通过收购来拓展海外天然橡胶业务，跟踪期内，受天然橡胶产品价格上升影响，海外收入规模有所增加，但原料成本上升导致获利能力有所下降

由于国内自产胶供应不足，为加强对全球天然橡胶资源的控制，公司通过收购拓展海外天然橡胶业务，主要是通过子公司 R1 公司、KM 公司、ART 公司和新加坡公司运营。

海外天然橡胶种植加工方面，为防止商业机遇旁落，2017 年 5 月起，公司分多步实施对 KM 公司和 ART¹⁰公司的并购，截至 2021 年末，公司持有 KM 公司 62.5%股权，持有 ART 公司 62.5%股权¹¹。KM 公司在印尼拥有 14 个橡胶工厂和 5 个橡胶种植公司，主要从事天然橡胶及棕榈的种植、加工和销售业务。

截至 2021 年末，KM 公司自产胶的种植面积 3.94 万亩，可开割面积 3.28 万亩，由于减少了会导致公司亏损的偏僻地区种植面积，种植面积和可开割面积有所下降，同时受疫情影响胶工缺失，胶水产量有所减少。除自行种植外，KM 公司亦通过采购天然橡胶原料进行生产加工，2021 年采购量约 52 万吨，同比微增，受天然橡胶价格整体上涨影响，采购均价同比上升约 30%。

销售方面，KM 公司主要销售给 ART 公司，由 ART 公司对外销售。2021 年受需求增加带动销量增加、天然橡胶价格上涨影响，2021 年 KM 公司天然橡胶初加工产品销售收入 55.38 亿元，同比增加约 33%，但由于原料均价涨幅大于初加工产品销售均价增幅，获利能力有所减弱。

海外天然橡胶贸易方面，主要通过收购 R1 公司和 ART 公司等开展运营，截至 2021 年末，海南橡胶持有 R1 公司 88.86%股权¹²，R1 公司在新加坡、泰国、马来西亚、越南等全球 10 个国家和地区设立有 12 家分子公司。

¹⁰ ART 公司为 KM 公司的关联企业，在新加坡从事橡胶贸易业务。

¹¹ 为解决同业竞争问题，公司于 2017 年 7 月 19 日将 KM 公司及 ART 公司委托至海南橡胶进行管理。

¹² 2012 年 4 月公司及控股子公司海南橡胶共同出资 4310.42 万美元收购了 R1 公司 75%股权，其中公司收购 R1 公司总股本的 60%；海南橡胶收购 R1 公司总股本的 15%，2019 年 4 月，为解决同业竞争问题，海南橡胶支付现金购买公司及 R1 公司管理层股东合计 5010888 股股份，占 R1 公司 6820888 股总股本的 73.46%。

2021年，受疫情影响，R1公司贸易量约66.6万吨左右，较2020年回落约10万吨，同时贸易价差有所缩窄。2021年，R1实现营业收入74.84亿元，同比增加1.54%，主要是销售价格上涨所致，实现毛利率3.13%，同比下降1.18个百分点，主要系采购价格上涨贸易价差缩窄所致。

ART主要采购KM公司公司产品进行销售，2021年贸易量约为32万吨，同比增加约2万吨，实现贸易收入36.57亿元，同比增加29.54%。新加坡公司仍委托R1销售，贸易规模较小。

2、热带高效农业

公司依托丰富的土地资源开展热带高效农业业务，受益于产业整合，跟踪期内收入有所增加，但畜牧业务在建项目投资金额仍较大，预计未来一段时间内生猪价格仍低位震荡，公司在建项目投产后或将面临回报不及预期风险

热带高效农业主要包含热带水果、热带作物种植及草畜养殖等，主要由海南海垦果业集团股份有限公司、海南农垦草畜产业集团有限公司等负责运营。截至2021年末，公司拥有927.17万亩土地，约占海南省面积的1/6，其中农用地904.34万亩，建设用地22.83万亩，土地资源丰富。公司依托自身丰富土地资源优势，整合热带作物及热带水果资源，在热带农产品供应上仍具备规模优势。2021年，由于产业整合，热带高效农业收入12.36亿元，同比增加11.66%，由于生产资料成本上升，毛利率同比下降3.32个百分点。

热带水果方面，截至2021年末，公司已建成芒果、柚橙、荔枝、凤梨等多个热带水果生产基地，形成“神泉牌”芒果、“红明红荔枝”、“东妃荔枝”、“乌石红”绿橙等具有海南国际旅游岛标志性的绿色热带水果品牌。截至2021年末，水果种植面积约67万亩，以芒果、荔枝为主；2021年公司水果总产量70万吨左右，整体变动不大。

热带作物方面，海垦控股已建成茶叶、槟榔、胡椒、咖啡等热带作物规模化生产基地，打造出白沙绿茶、金鼎红茶、白马骏红茶、昌农胡椒、飘仙牌胡椒、母山牌咖啡等一批农产品品牌。截至2021年末，拥有茶园面积1.7万亩、年产干毛茶410吨；同期末，槟榔、胡椒、椰子和木薯种植面积分别为40.0万亩、9.4万亩、5.9万亩和3.1万亩，2021年分别实现产量4.1万吨、1.2万吨、1100万个和2.2万吨，同比变化不大。

草畜养殖方面，公司组建了海南农垦草畜产业集团有限公司、海南农垦畜牧集团股份有限公司和海南海垦和牛生物科技有限公司等专业化公司，截至2021年末，公司拥有禽畜规模化养殖基地25个，分布于文昌、澄迈、琼海、保亭以及屯昌等海南岛内县市，具备年出栏20万头生猪、900头优质牛只的生产能力。

图表 13: 公司生猪养殖情况 (单位: 万头、万吨、元/公斤)

项目	2019年	2020年	2021年	
生猪	存栏量	14.22	11.20	21.89
	猪肉产量	1.52	1.09	1.94
	出栏量	14.20	11.09	15.99
	出栏生猪销售单价	16.70	36.26	20.87

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

在建项目方面, 截至 2021 年末, 公司畜牧业共有在建项目 7 个, 计划总投资金额 18.12 亿元, 资金来源主要为自有资金、银行贷款和合作方注资, 已投资 11.46 亿元, 2022 年计划投资 3.88 亿元, 预计项目投产后可新增生猪养殖产能 70 万头/年、蛋鸡 100 万只/年。虽然 2021 年四季度由于季节性因素生猪价格小幅反弹, 但 2022 年初疫情反复、各地加大封控力度, 猪肉需求减少, 生猪价格进一步回落, 预计未来一段时间内生猪价格仍处于低位震荡, 公司生猪养殖项目或因行业周期波动而导致未来回报不及预期。

图表 14: 截至 2021 年末公司畜牧业务在建项目情况 (单位: 万头/年、万只/年、亿元)

项目名称	新增产能	计划总投资	资金来源	已投资	2022 年投资计划
红华 25 队 10 万头育肥场项目	10	1.40	自有资金、银行贷款、债券融资	0.14	1.00
海垦新希望 15 万头生猪养殖项目	15	3.27	自有资金、银行贷款、债券融资	2.30	0.50
屯昌 5 万头黑猪项目一期	5	0.35	自有资金、银行贷款、债券融资	0.18	0.17
东兴 10 万头现代高效生猪养殖项目	10	2.06	自有资金、银行贷款、债券融资	0.79	0.51
儋州 30 万头生猪全产业链项目	30	8.40	自有资金、银行贷款、债券融资	5.48	1.70
300 万只蛋鸡全产业链 (一期 100 万只)	100	2.34	自有资金、银行贷款、债券融资	2.28	-
幸福和牛育肥场项目	进口基础母牛 600 头	0.30	自有资金	0.29	-
合计	-	18.12	-	11.46	3.88

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

房地产及建筑施工业务

由于房地产业务开发进度影响, 公司房地产及建筑施工业务收入有所下降, 受益于自有土地资源, 公司房地产业务毛利率仍处于较高水平, 对公司利润形成重要补充, 但在建项目投资规模较大, 未来面临一定资本支出压力

公司依托自身位于市区的存量建设用地开展房地产业务, 并配套发展建筑施工业务。跟

踪期内，由于房地产业务开发进度影响导致收入下降，房地产开发及建筑施工业务收入整体有所下降，但由于房地产开发业务毛利率有所提升，房地产开发及建筑施工业务毛利润规模及毛利率同比有所提升。

图表 15：近年房地产开发、建筑施工收入情况¹³（单位：亿元、%）

	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	2.62	10.00	11.66	47.16	9.26	41.56
建筑施工	16.60	61.80	13.06	52.84	13.03	58.44
其他	6.97	25.93	-	-	-	-
合计	26.19	100.00	24.73	100.00	22.28	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	1.23	47.00	6.54	56.12	6.72	72.61
建筑施工	1.00	6.00	0.56	4.30	0.46	3.54
其他	4.06	15.52	-	-	-	-
合计	6.29	24.02	7.11	28.74	7.18	32.25

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产业务方面，主要运营主体为本部和海南农垦实业集团有限公司（以下简称“海垦实业”），海垦实业具有房地产开发二级资质，主要分布在海口、定安、澄迈、儋州、三亚等海南省内 10 个市县，业态包括住宅、商住、商业及写字楼综合体等。公司房地产业务模式分为自建和合作开发方式，其中合作开发模式下公司以自有土地出资，由合作方承担项目开发资金投资，待项目实现销售后按各自权益比例进行分成。

2021 年，公司房地产开发业务合同销售面积 6.84 万平方米，同比增加 34.65%，合同销售金额 14.22 亿元，同比增加 60.82%，当期销售回款 17.47 亿元。销售结转方面，2021 年，房地产业务收入 9.26 亿元，同比下降 20.60%，主要系受国内房地产宏观调控影响，房地产业务发展趋慢所致，受益于良好的土地资源的优势，毛利率仍保持较高水平，对公司利润形成重要补充。截至 2021 年末，公司合并范围内计入“合同负债”的房地产预售款 17.39 亿元，能够为未来收入及利润结转提供一定的保障。截至 2021 年末，公司权益口径¹⁴已完工及在建项目剩余可售面积 49.17 万平方米，剩余可售货值 100.04 亿元，其中已完工项目剩余可售面积 18.90 万平方米，剩余可售货值 31.62 亿元。公司剩余可售面积较为充足，能为未来销售提供一定保障。

截至 2021 年末，公司自建在建项目有海垦·金湖壹号、海垦·桃花源（B、C、D 区），预计总投资 58.20 亿元，已投资 27.26 亿元，仍需投入 30.94 亿元；同期末，公司拟建项目主要有海阔天城、南岛生态度假新村等 5 个项目，预计规划建筑面积 143.92 万平方米，预计总投资 161.00 亿元，公司计划以公司提供土地、合作方进行资金投入的方式进行开发。整体来看，公司房地产业务在建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

¹³ 与图表 8 的收入、毛利润、毛利率差异主要系该表未包含旅游收入、毛利润。

¹⁴ 包含自建项目及合作项目分得的面积。

建筑工程业务经营主体为海南省农垦建工集团有限公司,具有建筑工程施工总承包壹级、地基基础工程专业承包等多个专业承包壹级资质。公司建筑工程业务以房屋建筑工程、市政工程为主。公司建筑工程主要区域仍在海南省内的各市县,房屋建筑工程的业主方主要为海南省内的民营房地产开发企业及农垦实业,市政工程专业以地方国有企业为主。2021年,建筑工程业务收入13.02亿元,同比减少0.36%,毛利率为3.54%,受人工成本及建筑材料价格上涨影响,同比下降0.76个百分点。

此外,公司还存在少量的商业地产租赁收入及旅游地产相关收入,占比仍较低。公司拥有南田温泉、莲花山森林公园等丰富的自然生态资源,拥有为三亚东方海景大酒店、保亭海垦中南温泉公寓酒店、保亭七仙岭国际高尔夫球会等旅游实体资源。

其他业务

公司其他业务主要包括商贸物流业务、金融服务业务和土地整治耕地交易等业务,跟踪期内收入稳步增长,毛利率变动不大,仍对营业收入和毛利润形成有益补充

公司其他业务主要包括商贸物流业务、金融服务业务和土地整治耕地交易等业务。

商贸物流业务方面,系统内商贸物流企业主要从事仓储、运输、配送等物流服务、电商交易、农产品流通等领域。截至2021年末,公司拥有2家与物流业务相关的公司及一个现代物流中心园区。公司各下属企业及农场共拥有仓库总建筑面积16.67余万平方米。

金融服务业务为公司资金管理提供支持公司拥有海南农垦集团财务有限公司(以下简称“财务公司”)、海南农垦小额贷款有限公司(以下简称“小额贷款公司”)、海南农垦股权投资基金管理有限公司(以下简称“基金公司”)等金融类企业。财务公司统一归集管理集团内公司资金,同时与同业开展金融业务和进行资金理财,提高资金使用效率。小额贷款公司为农业机构及个体户、房地产机构、贸易机构等开展小额贷款,截至2021年末,剔除资产减值准备后,小额贷款公司资产总额1.25亿元,贷款余额1.12亿元。同期,基金公司管理的基金有两支,规模共计18.01亿元。

土地整治耕地交易业务是公司2019年新增业务,各市县将符合开垦的项目汇总后报请公司立项,经政府相关单位实地勘测、评审、批复、招标建设、竣工验收、新增耕地指标报备后,通过省级交易平台进行交易,公司按照持股比例进行收益分成。截至2021年末,海垦东路农场全域土地综合整治项目、澄迈县福山镇红光农场建设队耕地开垦项目等项目完成竣工验收,合计新增耕地面积1442亩(不含昌江县项目),旱地改造水田面积995亩(不含昌江县项目),预计产生指标收入约2亿元。

2021年,公司其他业务收入同比增长13.22%至16.65亿元,实现毛利率39.32%,同比变动不大,仍对公司营业收入和毛利润形成有益补充。

外部支持

作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，公司仍在税收政策、土地资源资产化和资本化管理、财政补贴等方面得到了政府的大力支持

作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，公司仍在税收政策、土地资源资产化和资本化管理、财政补贴等方面得到了政府的大力支持。

税收政策方面，根据海南省地方税务局印发的《关于支持海南农垦改革发展的税收意见》，提出要用足企业所得税法规定的减免税授权，及时用好土地增值税和契税等企业改制重组税收优惠政策，进一步落实好资产划转的税收优惠政策，对于公司在企业改制中收到的财政补助和税收奖励资金列为专项用途财政资金，作为不征税收入。

土地资源资产化和资本化方面，根据省深化海南农垦管理体制改革的领导小组办公室 2017 年 1 月印发的《关于推进海南农垦土地资源资产化和资本化的实施方案》要求，选择资源条件好、价值高、具有产业发展优势的农垦土地，以作价出资（入股）的方式注入公司转增国有资本金，通过土地资源资产化和资本化，提升公司土地资源价值。2021 年，公司土地资源资产化¹⁵20.91 万亩，入账金额 93.27 亿元；无土地资本化¹⁶。

财政补贴方面，2021 年，公司营业外收入 10.59 亿元，同比增加 64.65%，主要为政府补助、土地补偿和转让收入、保险收入；同期，公司其他收益 5.22 亿元，同比减少 13.74%，主要为与日常活动相关的政府补助。

公司治理与发展战略

跟踪期内，王业侨不再担任公司总经理、董事，聘任艾轶伦为公司总经理，除此以外，公司组织结构和战略无重大变化。

财务分析

公司提供了 2021 年审计报告。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告，由于会计准则调整及前期差错更正，2020 年数据为 2021 年期初数据。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的二级子公司 35 家，较上年末减少 14 家，主要系公司进行产业整合所致。

资产构成与资产质量

跟踪期内，由于土地评估增值，公司资产总额同比增幅较大，资产结构仍以非流动资产

¹⁵ 土地资产化：指对已确权的土地资源进行资产评估，以资产评估反映的市场公允价值进行入账管理，入账方式为按土地评估价格的 60%作为公司的权益（资本公积），计入公司资产（无形资产）。

¹⁶ 土地资本化：对资源条件好、价值高、具有产业发展优势的农垦划拨用地，通过作价出资方式转为出让土地注入公司，转增国有资本金由海南省国资委代表海南省政府持有，入账方式为按土地评估价格的 100%计入公司资产（无形资产），其中 60%计入所有者权益中的资本公积，40%计入实收资本。

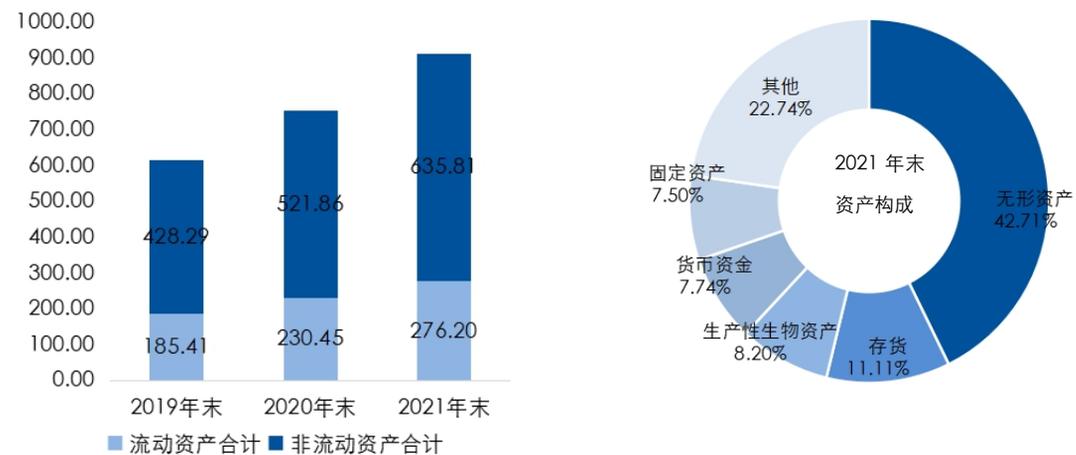
为主

由于土地评估增值，跟踪期内公司资产总额保持增长，截至 2021 年末，公司资产总额 912.01 亿元，资产结构以非流动资产为主。

2021 年末，公司流动资产同比增长 19.85%，主要由存货、货币资金、买入返售金融资产和交易性金融资产等构成。公司存货主要为在建和已完工房地产开发产品、天然橡胶产成品以及建筑业务合同履约成本，跟踪期内，由于房地产项目持续投入以及未结转的建筑业务履约成本增加，公司存货规模增幅较大。2021 年末，公司货币资金规模同比变化不大；其中受限货币资金 9.94 亿元，受限原因为用于担保的定期存款或通知存款、信用证保证金等。其他应收款主要是土地资本化资产证券化项目往来款、期货保证金和预付橡胶采购款等，2021 年末，由于公司加强应收账款及其他应收款的催收，其他应收款账面价值同比下降 11.41%。公司应收账款主要是应收土地整理款项、应收橡胶产品款等，2021 年末，由于应收土地整理款项增加，账面价值小幅增长，应收账款周转能力有所下降；按账龄法计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内的占比 73.26%；按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额为 6.51 元，占应收账款年末余额合计数的比例为 3.04%，应收账款集中度不高。交易性金融资产主要为分类以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，买入返售金融资产为国债逆回购，2021 年末，由于财务公司及产业公司理财增加，公司交易性金融资产和买入返售金融资产均大幅增加。

受无形资产大幅增加影响，2021 年末公司非流动资产显著增长，主要由无形资产、生产性生物资产和固定资产构成。公司无形资产主要是土地使用权，2021 年末，由于公司对已确权 20.91 万亩的土地资源进行资产增值，按土地评估价格的 60%作为计入无形资产 93.27 亿元，无形资产同比增加 32.76%；生产性生物资产主要为橡胶树、防风林及小叶桉等纸浆林、繁殖猪及纯种牛等，2021 年末账面价值同比变动不大，其中，橡胶树账面价值 62.56 亿元；为抵御台风等自然灾害风险，海南橡胶与保险公司签订了 1.36 亿元的橡胶树综合保险合同，有效控制自然灾害风险的可能损失额度。公司固定资产主要为房屋建筑物及机械设备，2021 年末账面价值 68.42 亿元，同比增加 9.58%，主要系房屋建筑物增加所致。

图表 16：公司资产构成情况（亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
存货	56.82	77.00	101.29
货币资金	58.29	69.40	70.56
买入返售金融资产	15.29	16.54	22.26
其他应收款	14.11	23.56	20.87
交易性金融资产	1.02	7.49	20.15
应收账款	17.88	18.25	19.98
流动资产合计	185.41	230.45	276.20
无形资产	235.17	293.41	389.54
生产性生物资产	65.37	71.52	74.79
固定资产	52.88	62.44	68.42
非流动资产合计	428.29	521.86	635.81
资产总额	613.70	752.31	912.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司方面，跟踪期内，母公司资产总额有所增长，2021 年末为 559.21 亿元，资产构成以非流动资产为主。截至 2021 年末，母公司流动资产为 71.11 亿元，同比增加 25.84%，主要系货币资金增长所致；同期末，母公司非流动资产为 488.10 亿元，同比增加 26.02%，主要系土地等无形资产增加所致。

从资产受限情况来看，截至 2021 年，公司受限资产账面价值为 40.36 亿元，占总资产比重为 4.43%，占净资产比例为 7.06%，受限原因主要为保证金占用、信用证以及银行借款抵押、诉讼事项¹⁷等。截至 2022 年 4 月 20 日，公司持有海南橡胶 27.54 亿股，其中 1.32 亿股处于质押状态，质押股权数量占总股本的 3.08%，占所持有股份数的 4.79%。

¹⁷ 因诉讼事项受限固定资产 4.94 亿元，受限无形资产 1.71 亿元。

图表 17: 截至 2021 年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
货币资金	9.94	存货	15.14
应收票据	0.30	固定资产	4.94
应收账款	5.51	无形资产	1.71
应收款项融资	0.05	其他流动资产	2.77
合计	40.36		

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

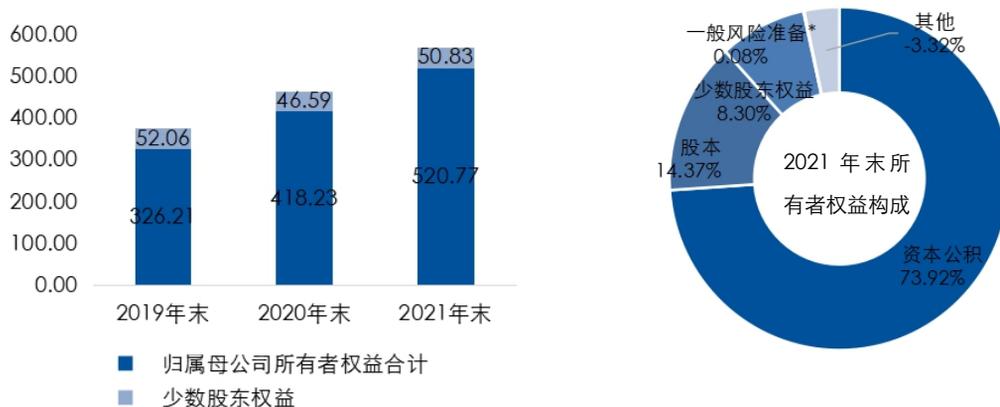
资本结构

受公司土地资产评估增值的影响, 跟踪期内公司所有者权益大幅增加

跟踪期内, 公司所有者权益保持增长, 2021 年末, 公司所有者权益 571.60 亿元, 主要由资本公积和实收资本等构成。2021 年末, 公司资本公积 452.64 亿元, 同比增加 27.24%, 主要系子公司土地资产化所致。由于公司进行前期会计差错更正, 2021 年实收资本期初数由 138.85 亿元调减至 88.00 亿元, 2021 年末公司实收资本较期初无变化。受以前年度公司经营亏损影响, 2021 年末公司未分配利润仍为负值, 但同比有所减亏。

母公司方面, 母公司所有者权益持续增加, 截至 2021 年末, 母公司所有者权益为 468.94 亿元, 其中实收资本 385.45 亿元, 同比增加 33.03%; 资本公积 88.00 亿元, 同比无变化。

图表 18: 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

跟踪期内, 公司有息债务规模增幅较大, 以长期债务为主, 预计未来公司房地产及畜牧业在建项目未来较大的投资规模将进一步增加公司债务规模

跟踪期内, 公司负债总额保持增长, 截至 2021 年末, 公司负债总额为 340.41 亿元, 其中非流动负债占比 52.58%。

2021 年末, 公司流动负债 161.42 亿元, 同比增加 1.36%, 以其他应付款、合同负债、一年内到期的非流动负债和应付账款等为主。公司其他应付款主要为往来款、保证金押金等, 随着往来款的减少, 2021 年末同比下降 14.38%至 58.33 亿元。合同负债主要为房地产项目

的预收房款及预收三亚市土地整理中心款项等，2021年起，公司本部及其他非上市公司执行新收入准则，将预收房款等转至“合同负债”科目列示，合同负债规模大幅增加。由于一年内到期的长期借款大幅增加，2021年末，公司一年内到期的非流动负债同比大幅增加112.77%。应付账款主要为尚未结算工程款及原材料采购款，由于支付进度原因，2021年末账面价值16.65亿元，同比增加12.75%，其中账龄在1年以内和3年以上的占比分别约为55%和19%。

由于债券融资规模增加，2021年末公司非流动负债规模大幅增加，主要由长期借款、长期应付款和应付债券等构成。公司长期借款以信用借款和保证借款为主，合计占比约84%，2021年末公司长期借款规模同比变动不大；长期借款主要用于农村土地流转项目、桂林洋公园建设项目、长期流动资金及置换前期借款等。公司长期应付款主要为各类补偿款及基金建设用地等专项应付款，对手方主要为政府部门，随着收到的征地社保专项、征地补偿款及其他财政资金项目款增加，2021年末长期应付款规模同比增幅较大。2021年，公司新发行21海垦EB、21海垦V1、HNFARM 3 02/03/24等，同期末公司应付债券余额同比大幅增加，“21海垦V1”主要用于海垦茶业生态科技园（一期）项目建设、生猪养殖项目建设；“21海垦EB”主要用于下属企业草畜猪业公司注册资本金、下属农曦公司注册资本金、果蔬集团注册资本金、热作集团注册资本金等；海外美元债募集资金3.00亿美元，截至2021年末，5400万美元（折合人民币约3.42亿元）用于三亚市崖州区“红岩队-抱古村”建筑用石料矿项目，其余资金暂未使用，用作流动性管理。

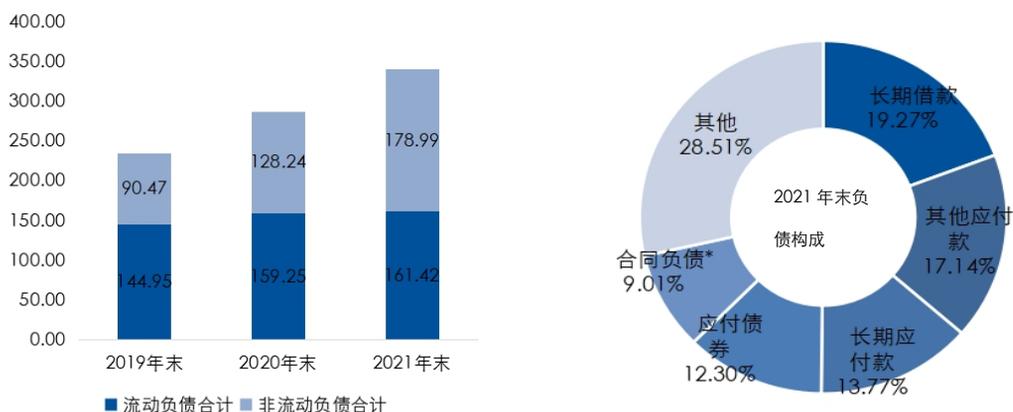
图表 19：2021 年 12 月末公司发行债券情况（单位：亿元、%）

证券名称	起息日	到期日期	当前余额	票面利率	回售日
21 海垦 EB	2021-08-04	2024-08-04	5.00	0.10	
21 海垦 V1	2021-08-03	2026-08-03	8.00	3.49	2024-08-03
20 海垦 01	2020-11-06	2025-11-06	7.00	3.90	2023-11-06
HNFARM 3 02/03/24	2021-02-03	2024-02-03	3.00 (USD)	3.00	
海垦 03	2019-10-17	2022-10-17	0.83	4.20	
海垦次级	2019-10-17	2024-10-17	0.30	0.00	
海垦 05	2019-10-17	2024-10-17	1.00	4.20	
海垦 04	2019-10-17	2023-10-17	1.10	4.20	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

母公司负债总额方面，截至2021年末，母公司负债总额90.27亿元，同比增加22.36%，其中，流动负债余额18.26亿元，由于短期借款减少，规模较期初大幅减少；非流动负债72.01亿元，同比增加62.31%，主要系应付债券及长期应付款增加所致。

图表 20：公司负债情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
其他应付款	62.91	68.13	58.33
合同负债	0.00	17.65	30.66
一年内到期的非流动负债	10.16	11.10	23.63
应付账款	14.36	14.77	16.65
流动负债合计	144.95	159.25	161.42
长期借款	52.73	64.80	65.60
长期应付款	20.40	31.77	46.88
应付债券	4.60	10.54	41.87
非流动负债合计	90.47	128.24	178.99
负债合计	235.42	287.49	340.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

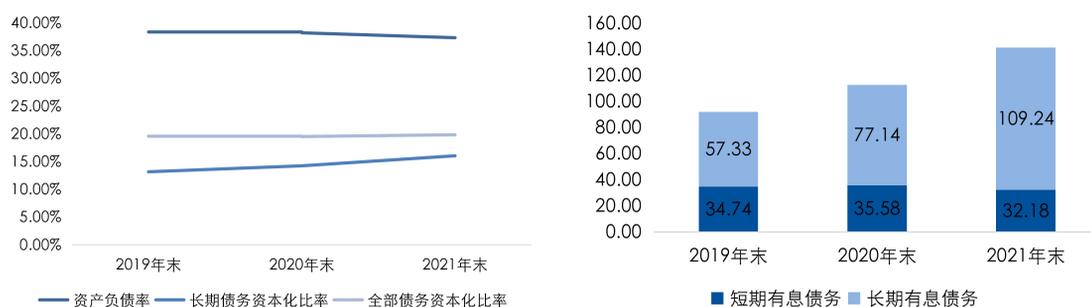
2021 年末，公司有息债务同比增长 25.46%至 141.42 亿元，长期有息债务占比 77.25%，债务结构仍以长期有息债务为主。从融资类别来看，2021 年末有息债务中，公司银行借款和应付债券占比分别约为 68%和 30%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 37.32%和 19.83%，分别同比下降 0.89 个百分点和上升 0.32 个百分点。

从债务期限结构来看，以 2021 年末公司全部债务为基础，短期债务和长期债务分别为 32.18 亿元和 109.24 亿元，短期债务以银行借款为主，短期内刚性兑付压力不大。

跟踪期内，母公司全部债务保持增长。截至 2021 年末，母公司全部债务为 39.86 亿元，占公司合并全部债务比例为 28.19%，以长期债务为主。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对合并范围外企业担保情况。

图表 21：公司有息债务情况（单位：%、亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入微增，营业利润率有所下降，营业外收入和投资收益增加推动利润总额明显增长，但利润总额对营业外收入和投资收益等非经常性损益依赖仍很大

2021年，公司营业收入同比微增0.50%至252.22亿元，主要系海外天然橡胶产品销售收入少量增加以及其他业务收入增加所致；同期，公司营业利润率有所下降，主要系原料采购成本上升所致。公司期间费用仍以管理费用为主，同期由于管理费用和财务费用提升，期间费用率有所上升。

跟踪期内，公司利润总额同比增加60.71%，主要系营业外收入和投资收益增加所致。2021年，资产减值损失方面，由于存货和在建工程计提减值较少，资产减值损失规模有所下降；由于处置金融资产的投资收益和长期股权投资收益增加，公司投资收益大幅增加；资产处置收益主要为公司处置土地的收益，随着土地处置进展有所下降。其他收益主要为与经营相关的政府补助，跟踪期内有所下降；同期，公司营业外收入包括4.39亿元土地出让金返还、土地补偿收入1.14亿元、保险收入0.60亿元，由于新增4.39亿元土地出让金返还，营业外收入大幅增加。整体来看，利润总额对营业外收入和投资收益等非经常性损益依赖仍很大。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.97%和1.01%，分别同比增加0.81个百分点和0.57个百分点。

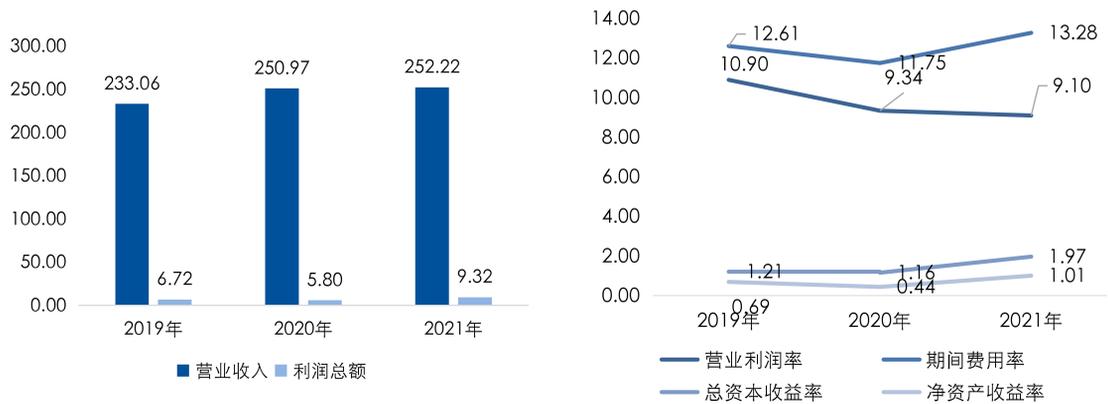
图表 22：近年公司非经营性损益情况（单位：亿元）

	2019年	2020年	2021年
资产减值损失	-4.93	-4.87	-2.45
投资收益	2.09	0.10	5.63
资产处置收益	2.65	4.29	3.80
其他收益	6.05	6.05	5.22
营业利润	0.67	2.06	1.81
营业外收入	9.72	6.43	10.59
营业外支出	3.67	2.69	3.08
利润总额	6.72	5.80	9.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司营业收入主要来自于海垦广场项目的销售结算收入。2021年母公司营业收入为0.87亿元，同比减少37.51%；利润总额4.52亿元，受营业外收入增加影响，2021年利润总额大幅增加3.86亿元。

图表 23： 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

跟踪期内，公司经营活动净流出规模有所减小，对外投资仍保持较大规模，同时债券融资力度加大，对外部融资仍存在较大依赖

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金，经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的其他与经营活动有关的现金。2021年，公司加强橡胶业务回款力度、房地产业务预收款增加，销售商品、提供劳务收到的现金增幅较大，同时，其他应收款项、营业外收入款项收回增加，导致收到其他与经营活动有关的现金同比增加58.05亿元，经营活动现金流净流出规模同比有所减小。

公司收回投资所收到的现金及投资所支付的现金主要是财务公司投资理财资金的转出及收入，跟踪期内仍保持大规模的对外投资，同时，由于公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金持续保持较大规模，投资性净现金流持续净流出。

筹资活动现金流方面，2021年，公司筹资活动现金流入中取得借款所收到的现金规模有所下降，但债券融资力度加大，对外部融资仍存在较大依赖，筹资性净现金流仍呈净流入状态。

母公司现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额18.01亿元，同比增加3.04亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金较多所致；同期，由于母公司投资所支付的现金较多，投资活动净现金流为-7.98亿元；筹资活动净现金流为7.94亿元，对外融资规模同比大幅增加。

图表 24：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

公司账面资金对短期有息债务的覆盖程度较好，备用流动性较为充足

从短期偿债能力指标来看，2021年末，公司流动比率为171.11%，速动比率为108.36%，均同比有所提升。由于经营性净现金流仍为净流出，经营性净现金流对流动负债的保障能力仍很低。截至2021年末，公司未受限货币资金期末余额60.62亿元，短期有息债务32.18亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较好。

从长期偿债指标来看，2021年公司EBITDA利息倍数为3.32倍，同比减少0.59倍；全部债务/EBITDA倍数为4.80倍，同比减少0.74倍。

截至2021年末，公司获得银行总授信357.07亿元，未使用银行授信251.27亿元，备用流动性较为充足。

图表 25：偿债能力指标（%、倍）

指标名称	2019年	2020年	2021年
流动比率	127.91	144.71	171.11
速动比率	88.71	96.36	108.36
经营现金流动负债比	1.33	-39.45	-7.86
EBITDA 利息倍数	4.33	3.91	3.32
全部债务/EBITDA	6.15	5.54	4.80

资料来源：公司提供、东方金诚整理

核心子公司海南橡胶为A股上市公司，股权质押比例仍较低，公司股权融资渠道畅通

公司核心子公司海南橡胶为A股上市公司。2021年，公司持有海南橡胶61.27%的股份，为海南橡胶的控股股东。截至2022年4月30日，公司质押海南橡胶股份1.32亿股，占所持有股份比例的4.79%，占海南橡胶总股本比例的3.08%，股权质押比例不高。以2022年4月29日海南橡胶股票收盘价格计算，公司持有海南橡胶未质押股份市值约110亿元，股权融资渠道畅通。2021年度，海南橡胶总计拟分配利润金额0.45亿元，公司可按持股比例获得一定现金分红。

母公司方面，由于流动负债减少，2021年末母公司流动比率、速动比率均同比有所上升；

同期末，母公司货币资金 41.87 亿元，短期有息债务 4.10 亿元，货币资金对短期债务覆盖程度较高。2021 年，母公司经营现金流动负债比为 98.66%，同比增加 47.76 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司资产总额由于土地评估增值等原因保持增长，资产结构以非流动资产为主；公司所有者权益中资本公积和实收资本占比较高，未分配利润仍为负值；公司有息债务规模保持增长，债务结构以长期债务为主；2021 年，公司营业收入微增，营业利润率有所下降，利润总额对营业外收入和投资收益等非经常性损益依赖仍很大；公司经营净现金流仍为净流出，但流出规模有所减少，投资所支付的现金保持较大规模，投资性净现金流持续净流出，对外部融资依赖仍很大。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 2 月 16 日，公司本部已结清业务及未结清业务中无不良类和关注类信贷记录，过往履约情况良好。

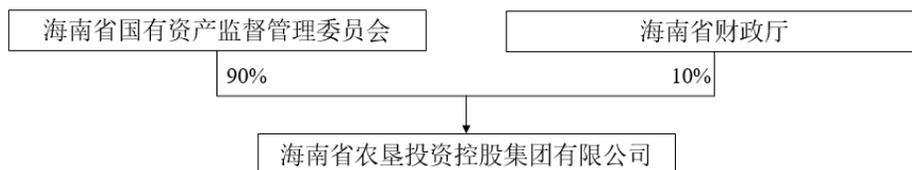
抗风险能力及结论

海南省是我国重要的天然橡胶种植区，跟踪期内经济发展平稳，自由贸易港建设稳步推进，公司未来发展仍具有良好的外部环境；公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业，具备规模和产业链优势，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体；截至 2021 年末，公司拥有 927.17 万亩土地，丰富的土地资源仍为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖及旅游地产业务的开展提供有力支撑；核心子公司海南橡胶为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，未使用授信额度较大，备用流动性仍充足；作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面可持续得到政府大力支持。

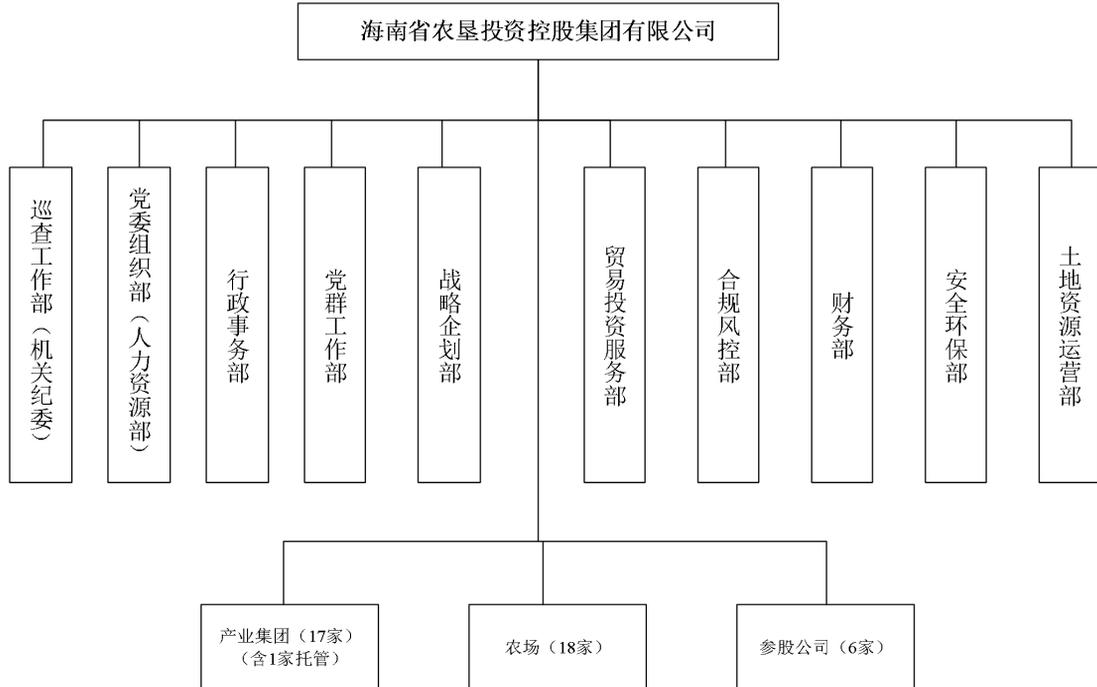
同时，东方金诚也关注到，公司利润总额对营业外收入和其他收益等非经常性损益依赖仍很大；公司有息债务规模持续上升，地产业务和畜牧业务在建项目投资金额较大，未来面临资本支出压力。

综上所述，东方金诚维持海垦控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。同时维持“20 海垦 01”、“21 海垦 V1”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末公司组织结构图



附件三：海垦控股主要财务数据和财务指标

项目名称	2019年	2020年	2021年
主要财务数据及指标			
资产总额 (亿元)	613.70	752.31	912.01
所有者权益 (亿元)	378.28	464.83	571.60
负债总额 (亿元)	235.42	287.49	340.41
短期债务 (亿元)	34.74	35.58	32.18
长期债务 (亿元)	57.33	77.14	109.24
全部债务 (亿元)	92.07	112.72	141.42
营业收入 (亿元)	233.06	250.97	252.22
利润总额 (亿元)	6.72	5.80	9.32
净利润 (亿元)	2.62	2.05	5.76
EBITDA (亿元)	14.97	20.35	29.46
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.93	-62.83	-12.68
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-43.30	-24.15	-44.31
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	22.23	43.58	57.53
毛利率 (%)	12.11	10.43	10.16
营业利润率 (%)	10.90	9.34	9.10
销售净利率 (%)	1.13	0.82	2.28
总资本收益率 (%)	1.21	1.16	1.97
净资产收益率 (%)	0.69	0.44	1.01
总资产收益率 (%)	0.43	0.27	0.63
资产负债率 (%)	38.36	38.21	37.32
长期债务资本化比率 (%)	13.16	14.23	16.04
全部债务资本化比率 (%)	19.58	19.52	19.83
货币资金/短期债务 (%)	167.77	195.07	219.26
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-44.93	-77.16	-40.30
流动比率 (%)	127.91	144.71	171.11
速动比率 (%)	88.71	96.36	108.36
经营现金流动负债比 (%)	1.33	-39.45	-7.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.33	3.91	3.32
全部债务/EBITDA (倍)	6.15	5.54	4.80
应收账款周转率 (次)	15.95	13.89	13.19
销售债权周转率 (次)	15.88	13.72	12.98
存货周转率 (次)	3.43	3.36	2.54
总资产周转率 (次)	0.48	0.37	0.30
现金收入比 (%)	105.09	76.68	102.16

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
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 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
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 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=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+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

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。