

江苏省农垦集团有限公司公司债 2022 年度跟踪评 级报告

项目负责人：程方誉 fycheng@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

2022 年 6 月 27 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。

■ 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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 1328 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“20 苏垦 01”和“22 苏垦 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

二零二二年六月二十七日

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“20 苏垦 01”和“22 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、盈利水平稳步提升、资本结构保持稳健、备用流动性较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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	319.26	342.96	409.32	400.51
所有者权益合计（亿元）	182.83	202.55	231.13	235.00
总负债（亿元）	136.42	140.42	178.20	165.51
总债务（亿元）	51.05	43.79	62.41	65.90
营业总收入（亿元）	139.60	144.26	182.15	46.55
净利润（亿元）	21.25	26.33	30.33	9.88
EBIT（亿元）	25.22	31.04	36.73	--
EBITDA（亿元）	29.19	36.11	42.76	--
经营活动净现金流（亿元）	-8.21	18.95	12.34	-7.44
营业毛利率(%)	22.12	24.31	24.60	26.97
总资产收益率(%)	8.63	9.37	9.76	--
资产负债率(%)	42.73	40.94	43.53	41.32
总资本化比率(%)	21.83	17.78	21.26	21.90
总债务/EBITDA(X)	1.75	1.21	1.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.29	19.40	8.17	--
江苏农垦（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	187.96	195.57	235.08	237.93
所有者权益合计（亿元）	120.19	135.25	153.52	150.44
总负债（亿元）	67.77	60.33	81.56	87.49
总债务（亿元）	31.73	23.06	36.91	39.79
营业总收入（亿元）	7.38	3.85	2.69	0.004
净利润（亿元）	18.23	19.09	18.11	2.93
EBIT（亿元）	20.37	20.93	20.66	--
经营活动净现金流（亿元）	-5.32	5.19	0.81	-4.87
总资产收益率(%)	11.83	10.92	9.59	--
资产负债率(%)	36.06	30.85	34.69	36.77
总资本化比率(%)	20.88	14.57	19.38	20.92

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 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 2021 年秋播经营约 114.49 万亩规模化种植基地；且已建立全产业链农业产业化经营模式。

■ **盈利水平稳步提升。**2021 年以来，公司营业总收入和净利润平稳增长，较高的投资收益对利润形成良好补充，整体盈利能力较好。

■ **资本结构保持稳健。**公司财务杠杆比率低，截至 2022 年 3 月末，总资本化比率为 21.90%，资本结构稳健。

■ **融资渠道畅通，备用流动性较充足。**核心子公司江苏省农垦农业发展股份有限公司（以下简称“苏垦农发”）为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 90.36 亿元，其中未使用额度为 57.41 亿元，且同期末货币等价物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，或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。

同行业比较

2021年（末）部分农垦企业主要指标对比表（万亩、亿元、%）						
公司名称	土地面积	总资产	资产负债率	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
广东农垦	334.34	425.80	60.24	240.34	2.25	18.71
江苏农垦	178.50	409.32	43.53	182.15	30.33	12.34

注：“广东农垦”为“广东省农垦集团公司”简称；广东农垦土地面积为2022年3月末数据。

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
20 苏垦 01	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2020/04/28~2023/04/28	--
22 苏垦 01	AAA	AAA	2022/05/16	5.00	5.00	2022/05/25~2025/05/25	--

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

“20 苏垦 01”募集资金总额 5.00 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款；“22 苏垦 01”募集资金总额 5.00 亿元，扣除发行费用后拟用于置换前期自有资金偿还的公司债券本金。截至报告出具日，“20 苏垦 01”和“22 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，已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影

响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在

力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年我国粮食种植面积基本保持稳定，粮食产量及单产水平稳中有升，粮食价格上涨

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，根据2021年8月公布的第三次全国国土调查主要数据成果，我国现有耕地面积为19.18亿亩，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，2021年全国各地层层压实粮食生产责任，落实最严格的耕地保护制度，进一步加大粮食生产扶持力度，提高农民种粮积极性，全国粮食产量再获丰收。根据国家统计局数据，2021年我国粮食种植面积17.64亿亩，同比增长0.7%；粮食产量68,285万吨，同比增长2.0%。其中，稻谷产量21,284万吨，增产0.5%；小麦产量13,695万吨，增产2.0%；玉米产量27,255万吨，增产4.6%。粮食单产方面，2021年全国主要农区大部分时段光温水匹配良好，

气象条件总体有利于粮食作物生长发育和产量形成，且高产作物玉米播种面积扩大，单产水平整体呈增长态势。当年全国粮食单产达到387公斤/亩，同比增长1.2%。

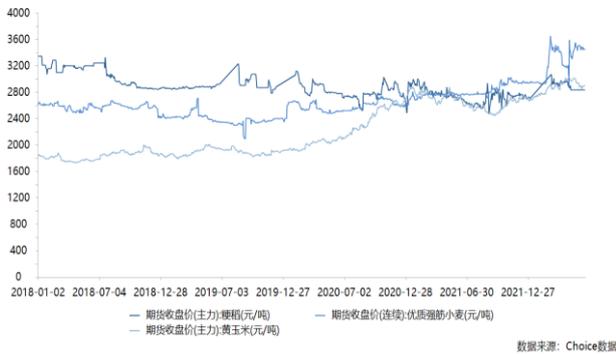
下游需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，但近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的50%以上；饲料用粮是国内第二大粮食用途，对畜产品需求量增加带动其需求量和占粮食消费总量比重稳步增长。

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，2021年我国粮食累计进口16,453.9万吨，同比增长18%，占当年粮食总产量的24.1%。其中，其中大豆进口9,652万吨，占进口总量的58.6%；玉米进口2,835万吨，同比增长超150%，占进口总量的17.23%；小麦进口977万吨，占进口总量的5.94%。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。2021年以来，疫情和极端天气频发、化肥价格和海运成本高涨等因素导致国际粮价大幅上涨；但国内粮食产量较稳定，政府出台一系列举措保供稳价，国内粮食价格温和上涨，根据国家统计局数据显示，2021年稻谷生产价格指数同比上涨1.9%，小麦生产价格指数上涨6.6%，进口依赖较高的玉米生产价格

指数涨幅较大，全年上涨25.5%。

图 1：主要粮食作物期货价格走势（元/吨）



注：粳稻、小麦期货价格分别取自郑州商品交易所的粳稻期货收盘价（连续）和郑商所优质强筋小麦期货结算价（主力）；玉米期货价格取自大连商品交易所的黄玉米期货收盘价（主力）。

资料来源：Choice，中诚信国际整理

江苏省粮食播种面积及产量稳中有升，两级政府继续出台政策支持农业发展

2021 年，江苏省全年实现生产总值 116,364.2 亿元，同比增长 8.6%，其中第一产业增加值同比增长 3.1% 至 4,722.4 亿元，第二产业完成增加值同比增长 10.1% 至 51,775.4 亿元，第三产业实现增加值同比增长 7.7% 至 59,866.4 亿元；三次产业结构比例为 4.1:44.5:51.4。2021 年江苏省全年粮食播种面积 542.8 万公顷，全年粮食总产量 3,746.1 万吨，粮食亩产 460.1 公斤，均同比实现小幅增长。

农业政策方面，2021 年 3 月，中央一号文件《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布，明确指出要坚持把解决好“三农”问题作为全党工作的重中之重，目标到 2025 年农业农村现代化取得重要进展、农业基础设施现代化迈上新台阶、农村生活设施便利化初步实现、城乡基本公共服务均等化水平明显提高，并提出实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接，加快推进农业现代化，大力实施农村建设行动等具体要求。江苏省发布《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化建设的实施意见》，提出全面推进乡村振兴、加快推进农业农村现代化，坚持农

业现代化和农村现代化一体设计、一并推进，对“三农”工作作出全面部署。

公司产权结构稳定，部分监事缺位，存在一定内部管理欠缺风险

截至 2022 年 3 月末，控股股东及实际控制人江苏省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）对公司持股比例仍为 100%，产权结构稳定。治理结构方面，目前董事会由 9 名董事构成，监事会成员 6 人。目前董事会成员均到任，监事会尚有 5 位监事缺位，缺位监事会主席，且尚未达到《公司法》规定的监事会最低人数要求。虽未对公司日常经营管理构成重大不利影响，仍存在内部管理欠缺风险。

资金管理方面，公司通过设立资金管理中心实行“预算控制、大额监管、账户限额”的资金相对集中管理模式。子公司的闲置资金通过资金归集系统自动向上归集至集团总账户，通过银行委托贷款方式实现；资金管理中心运用全集团自有资金调剂给子公司，可以通过银行委托贷款或内部借贷方式实现。公司（资金管理中心）与子公司之间的内部借贷、委托贷款、外部融资转贷款实行有偿占用的原则；资金管理中心的年度净收益按照归集资金积数适当返还给子公司，实现利益共享。

公司土地储备充足，跟踪期内农业和养殖业稳健经营，业绩表现较好，农业板块收入稳步提升

公司农业板块最主要的运营主体江苏省农垦农业发展股份有限公司¹（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。跟踪期内，苏垦农发保持种业、种植、农产品加工销售及农业社会化服务为一体的全产业链优势。截至 2022 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。

净利润为 7.83 亿元，同比增长 9.96%。

¹ 截至 2022 年 3 月末，苏垦农发总资产为 138.01 亿元，所有者权益合计 63.61 亿元；2021 年实现营业收入 106.40 亿元，同比增长 23.43%，

公司下设的 18 个农场分布在苏北 13 个县(市、区),均拥有垦区土地的使用权,仍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 2021 年秋播,公司经营约 114.49 万亩规模化种植基地,其中流转农村土地 18.82 万亩。

表 1: 近年来公司土地情况(万亩)

	2019	2020	2021
土地总面积	179.25	179.60	178.50
其中:耕地	96.52	96.08	95.67
林地	29.93	29.80	29.66
河流水面	19.61	19.52	19.52

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

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,基地种植仍采取统一经营和发包经营两种模式。截至 2021 年末,垦区农机总动力增至 70 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。2021 年,受高效农业种植面积增加及部分外拓基地退回或面积核减的影响,主要农作物收获面积和产量均有所缩减;但受益于小麦价格大幅上涨,2021 年主要农作物销售收入进一步提升。

表 2: 近年来公司主要农作物收获面积和产量情况(万亩、万吨)

收获面积	2019	2020	2021
水稻	106.97	101.06	100.11
小麦	102.45	95.41	92.25
大麦	1.73	6.95	5.82
合计	211.15	203.42	198.18
产量	2019	2020	2021
水稻	71.90	61.62	60.87
小麦	53.30	52.81	51.03
大麦	0.93	3.69	2.90
合计	126.13	118.12	114.80

注:1、公司种植业主要分为夏熟(11月~5月)和秋熟(6月~10月)两季,夏熟主要种植大麦和小麦,秋熟主要种植水稻,与会计年度存在一定的时间差异;2、上表未包含发包经营模式下种植农作物的收获面积和产量。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 3: 近年来公司主要农作物平均对外销售价格及收入情况(元/公斤、亿元)

价格	2019	2020	2021
水稻	2.41	2.64	2.50

小麦	2.18	2.29	2.51
大麦	2.11	2.09	2.04
收入	2019	2020	2021
水稻	9.13	7.20	5.63
大、小麦	10.30	12.96	20.80
合计	19.43	20.16	26.43

注:主要农作物销售收入不包含对内供应。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

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。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。目前大华种业种子生产能力为 39.80 万吨/年,位列全国前十名。除了少部分自用以外,公司种子绝大部分对外销售。2021 年公司麦种与水稻种子产销量均持续提升,叠加销售均价增幅较大,共同推动当年种业销售收入快速增长。

表 4: 近年来公司种子产销情况(万吨、元/吨、亿元)

	2019	2020	2021	2022.1~3
产量	36.32	42.41	45.63	8.34
其中:水稻种子	9.03	10.52	11.26	2.2
麦种	27.26	31.79	34.23	6.12
其他种子	0.04	0.10	0.14	0.02
销量	37.60	40.69	45.79	8.51
销售均价	3,111.20	3,129.59	3,430.44	3,521.69
销售收入	11.70	12.73	16.43	3.00

注:种业销售收入含对内供应,与分板块合并对外的销售收入口径不同。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

公司将农业产业链向下游初加工产品大米和麦芽延伸,分别由苏垦农发的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”)和子公司江苏省农垦麦芽有限公司(以下简称“苏垦麦芽”)负责运营。大米加工业务的稻谷原粮以自产为主、对外采购为辅,销售渠道及客户维持稳定。苏垦米业建设了农产品质量追溯体系,截至 2021 年末,大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积增至 95.5 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。除销售自加工的大米,还根据市场需求情况直接对外采购后进行销售。虽然大米销售均价存在波动,但 2021 年产销量的提升令销售收入同比增长。

表 5：近年来苏垦米业大米产销情况（万吨、元/吨、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
产量	22.02	29.90	30.62	6.90
销量	24.86	32.86	34.57	7.68
销售均价	3,862	3,821	3,599	3,882
销售收入	9.60	12.56	13.55	2.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2021年因下半年原粮价格涨幅较大，国产麦和进口麦采购量均有所缩减，当年使用自产大小麦较多，麦芽整体产销量有所回升，推动销售收入同比增长。2021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，集中度仍较高但稳定性很强。

表 6：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	2019	2020	2021	2022.1~3
国产麦	2,100	2,100	2,200	-
进口麦	2,288	2,236	2,577	2,650
原粮采购量	2019	2020	2021	2022.1~3
国产麦	1.03	2.93	2.46	-
进口麦	26.23	22.87	16.63	9.72
合计	27.26	25.80	19.09	9.72
产销情况	2019	2020	2021	2022.1~3
麦芽产量	23.18	20.24	21.65	5.56
麦芽销量	23.85	19.50	22.59	4.63
销售均价	3,212	3,262	3,185	3,294
销售收入	7.66	6.36	7.20	1.53

注：上表中产量包含对外委托加工部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司养殖业主要以下属各农场为运营主体，主要养殖水产和奶牛。其中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年末，公司拥有3个奶牛养殖小区、4个规模化国有牧场，2021年继续引进进口奶牛使得奶牛存栏量大幅增加，当年牛奶产量和销售收入随之增长。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，2021年公司不断优化南美白对虾苗种淡化流程，养殖业收入和盈利水平不断提升，对公司农业板块

² 截至2021年末，太阳股份总资产为10.41亿元，所有者权益合计6.05亿元；2021年实现营业收入31.33亿元，同比增长11.42%；净利润为

形成有益补充。

表 7：近年来公司养殖业情况（头、吨、亿元、亩、万吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
奶牛存栏量	6,095	8,964	11,432	9,173
牛奶产量	30,178	28,027	34,829	12,682
牛奶销售收入	1.70	1.27	1.68	0.63
养殖水面	62,603	63,309	62,478	67,521
水产品总产量	5.75	5.80	5.85	0.10
水产品销售收入	1.72	1.77	2.48	0.17
收入合计	3.42	3.04	4.16	0.80

注：1、数据为全垦区统计口径；2、2022年1~3月水产品总产量为估算值。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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，或对公司生产经营和盈利状况产生一定影响。

跟踪期内，受益于太阳股份营业收入增长，工业板块收入同比增长

公司工业板块经营主体主要为金太阳粮油股份有限公司²（以下简称“太阳股份”，证券代码：837129），自2019年3月纳入公司合并范围；截至2021年末苏垦农发持有其51.25%股权（处于限售期），无质押或冻结情况。太阳股份主营业务为食用植物油的研发、生产和销售，被认定为第七批农业产业化国家重点龙头企业；产品以葵花油、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。受益于主要产品价格上涨，2021年太阳股份营业收入同比增长，收入占公司工业板块收入的91.46%。跟踪期内，太阳股份主要购销渠道较稳定，2021年前五大供应商和客户占比分别为30.74%和28.24%。

表 8：近年来太阳股份主要产品营业收入情况（亿元、%）

	2020		2021	
	营业收入	占比	营业收入	占比
葵花油	8.05	29.12	8.16	26.67

0.90亿元，同比增长4.27%。

菜籽油	9.66	34.95	8.70	28.43
大豆油	6.23	22.54	9.75	31.86
玉米油	2.37	8.57	1.91	6.24
其他油及副产品	1.33	4.81	2.08	6.80
合计	27.64	100.00	30.60	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021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，未来房地产项目仍保持一定投资规模

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，受国家房地产调控及江北新区限价政策等因素影响，2021年以来公司加快在手房地产项目的去化进度，实现较多收入和销售回款。截至2021年末，公司主要房地产项目未来投资规模为28.69亿元，同期末已实现销售回款153.63亿元，其中2021年实现销售回款约26亿元。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，中诚信国际将对公司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 9：截至 2021 年末公司主要房地产项目投资、销售及回款情况（亿元、万平方米）

项目名称	拿地时间	业态	投资总额	2021 年末完成投资	可售面积	已售面积	截至 2021 年末回笼资金
林景雅园	2009.6	混合住宅	28.50	26.58	32.30	24.61	38.85
林景御园	2012.5	混合住宅	8.00	7.80	5.60	5.31	9.28
林景熙园一期	2013.11	混合住宅	14.50	13.20	20.00	13.77	24.54
林景熙园二期	2013.11	住宅	8.50	7.30	5.70	0.52	1.18
新福地广场	2013.5	商业	2.00	1.21	2.59	-	-
江景瑞园	2014.4	混合住宅	7.80	6.37	13.12	12.77	11.15
江景雅园	2018.1	混合住宅	6.50	4.34	6.15	5.63	6.59
凤凰星城一期	2008.2	混合住宅	3.84	3.84	8.24	8.20	5.59
凤凰星城二期	2008.2	混合住宅	3.90	3.43	7.70	7.60	5.59
凤凰星城三期	2008.2	混合住宅	3.87	3.68	9.40	9.05	7.64
凤凰星城四期	2008.2	商业	5.72	1.53	10.94	0.31	0.20
林景紫园	2015.8	混合住宅	17.00	17.24	17.16	7.28	17.93
林景兰园	2015.8	混合住宅	10.00	9.86	8.78	4.23	11.56
林景尊园	2013.7	混合住宅	9.00	7.88	10.12	4.90	13.53
林景博园	2017.3	混合住宅	30.00	27.78	14.10	-	-
2019G10	2020.8	住宅	20.00	16.04	-	-	-
2021G07	2021.12	住宅	8.00	4.69	-	-	-
2021G22	2022.3	住宅	12.00	7.66	-	-	-
合计	--	--	199.13	170.44	171.91	104.18	153.63

注：1、新福地广场为自持不出售；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司适度拓展商业多元化，2021 年商业板块收入整体维持稳定

公司商业板块主要包括汽车服务和钢材贸易，分别由下属子公司江苏省苏舜集团有限公司（以下简称“苏舜集团”）和江苏省农垦金属材料有限公司（以下简称“苏垦金材”）负责运营。2021 年以来受汽车行业景气度下行影响，汽车服务业务收入持续下滑，但公司适度扩大钢材贸易规模，为商业板

块收入提供良好补充。

表 10：近年来公司商业板块收入构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
汽车服务	18.40	16.18	13.32	3.54
钢材贸易	5.13	5.09	7.27	1.17
其他	0.94	3.26	3.04	1.39
合计	24.47	24.53	23.63	6.10

注：其他业务主要包括服饰、日用品、烟酒的批发零售、装饰材料销售等。

资料来源：公司提供

汽车服务业务主要包括新车销售、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，2021年上海大众品牌汽车销售金额占比约58%。2021年以来汽车零售市场竞争加剧，公司新车销量和销售收入均有所下滑。此外，公司经营的汽车4S店还提供汽车保养、维修及装潢等服务，对收入和盈利形成一定补充。

表 11：近年来公司新车销量和收入情况（万辆、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
新车销量	1.07	0.92	0.76	0.20
新车销售收入	14.78	12.73	10.24	2.78
维修服务收入	1.53	1.46	1.30	0.33

资料来源：公司提供

公司钢材贸易主要产品为建材和板材，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，与北京中铁、中铁二十四局、上海建工、中建一局等多家大型建筑施工单位建立了稳定的合作关系。

财务分析

以下分析基于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2019~2021年审计报告以及未经审计的2022年一季度财务报表整理。中诚信国际分析时将计入“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；采用的各年度财务数据均为当期数或期末数。

跟踪期内，公司营业总收入及经营性业务利润持续增长，叠加投资收益的稳定贡献，盈利能力仍保持较强水平

农业、工业、商业和房地产业务系公司主要收入来源。分板块来看，跟踪期内粮食市场行情较好，主要农产品销量增加且价格上涨，拉动农业板块收入同比大幅增长；以食用植物油加工业务为主的工

业板块收入亦呈增长态势；商业板块收入规模相对稳定；受益于在手房地产项目去化速度加快，房地产业务收入大幅增长。毛利率方面，根据新会计准则要求将与履行合同相关的运输装卸费计入营业成本，使得2021年农业板块毛利率有所下滑；因主要加工产品价格提升，当年工业板块毛利率随之上升；以汽车服务、钢材贸易为主的商业板块利润空间较小，但跟踪期内盈利水平呈增长态势；房地产板块因开发成本快速增长令毛利率有所下滑，但仍处于较高水平。

整体来看，2021年和2022年一季度公司收入保持较好增长，营业总收入分别同比增长26.26%和19.97%，毛利率水平亦稳中有升。

表 12：公司主要板块收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
农业	71.10	68.01	87.20	21.16
工业	23.84	31.59	34.24	6.58
商业	24.47	24.54	23.63	6.10
房地产	7.66	12.71	26.53	10.87
服务业	5.19	2.41	2.72	1.30
其他	7.34	5.01	7.83	0.53
营业总收入	139.60	144.26	182.15	46.55
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
农业	23.81	27.42	21.21	26.25
工业	14.37	10.67	12.09	7.99
商业	2.02	4.29	8.12	5.35
房地产	52.82	65.45	49.05	49.92
服务业	13.00	28.04	54.57	36.44
其他	72.40	60.02	73.60	45.52
营业毛利率	22.12	24.31	24.60	26.97

注：1、合计数因四舍五入存在尾数差异；2、其他板块主要包括资产租赁、征地补偿、土地指标等收入；3、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

跟踪期内，新会计准则下履行合同相关的运输装卸费不再计入销售费用，以薪酬费用为主的管理费用大幅增长，债务规模扩大令财务费用同比增长，但整体财务成本仍处于较低水平。上述因素综合影响下，2021年公司期间费用有所增加，但受益于营业收入增幅较大，期间费用率仍呈下降趋势。2021年公司经营性业务利润同比大幅增长，参股公司正大天晴药业集团股份有限公司（以下简称“正

大天晴”³等贡献的投资收益为公司提供重要利润补充。以农场管理费用为主的营业外支出保持较大规模且同比增加，一定程度上对利润造成侵蚀。总体来看，2021年以来公司利润总额持续增长，EBITDA 利润率及总资产收益率等盈利能力指标仍表现较好。

表 13: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	4.84	4.97	3.59	0.79
管理费用	10.90	11.84	15.08	2.84
财务费用	1.31	1.17	1.40	0.37
期间费用合计	17.04	17.99	20.06	4.00
期间费用率	12.21	12.47	11.01	8.60
经营性业务利润	13.89	15.69	24.83	8.44
投资收益	16.71	19.17	17.72	5.05
营业外损益	-6.84	-4.97	-6.33	-2.29
利润总额	23.67	29.48	35.33	11.16
EBITDA 利润率	20.91	25.03	23.48	--
总资产收益率	8.63	9.37	9.76	--

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

2021 年以来公司资产及权益规模均随业务扩张呈现增长趋势；债务规模亦有所增长，短期债务占比上升较快，期限结构有待优化，但整体财务杠杆水平仍较低

2021 年以来，公司总资产随业务规模扩张而呈增长趋势，且仍以流动资产为主。其中，货币资金因经营性投入增加而有所下降，截至 2022 年 3 月末受限的保证金存款为 0.30 亿元，受限比例较低。交易性金融资产主要为公司购买的银行理财产品和投资基金、股票等，2021 年末规模有所增加，可变现资产能够为债务到期偿付提供支持。跟踪期内，房地产项目开发的推进使得开发成本有所上升及农产品库存商品增加等共同推动 2021 年末存货规模同比增长。其他权益工具投资主要投资于苏美达股份有限公司（600710.SH）⁴、江苏省新能源开发有限公司、江苏省国际信托有限责任公司等股权，具备一定流动性。长期股权投资主要系对正大

天晴等参股企业的投资，受益于被投资企业经营情况良好，2021 年以来长期股权投资账面价值持续增加。

受业务规模扩大、资金需求增加等影响，2021 年以来公司总负债规模亦有所上升。具体来看，应付账款主要系应付施工单位工程款，随项目建设推进持续增加。其他应付款主要由土地指标出让金返还及使用款、各类押金保证金、农田设施等补偿款等构成，2021 年以来呈增长态势。跟踪期内，公司新增较多银行借款并滚动发行超短期融资券和短期融资券等，债务规模有所增长，但整体仍处于较低水平，短期债务占比上升较快，截至 2022 年 3 月末短期债务/总债务为 63.52%，债务结构有待优化。受益于利润留存及上市公司少数股东权益的增加，2021 年以来权益规模亦不断增长。跟踪期内，公司杠杆水平略有波动，但整体处于较低水平。

表 14: 近年来公司主要资产、负债及权益情况 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	38.55	36.35	26.86	23.99
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（旧准则）	20.95	19.75	-	-
交易性金融资产	-	-	45.43	39.25
存货	114.84	125.07	141.78	137.28
流动资产合计	193.10	201.70	239.57	230.04
可供出售金融资产（旧准则）	32.38	41.15	-	-
其他权益工具投资	-	-	38.25	34.08
长期股权投资	38.16	40.49	57.07	61.67
固定资产	30.05	30.82	37.79	36.68
非流动资产合计	126.15	141.26	169.76	170.47
资产总计	319.26	342.96	409.32	400.51
应付账款	11.98	13.78	16.97	15.18
预收款项	22.27	28.90	29.10	21.41
其他应付款	26.23	27.28	32.68	34.58
流动负债合计	106.70	100.62	131.43	130.61
负债合计	136.42	140.42	178.20	165.51
短期债务	35.04	15.55	30.47	41.86
总债务	51.05	43.79	62.41	65.90
短期债务/总债务	68.65	35.52	48.82	63.52
未分配利润	84.50	101.29	122.28	128.23
少数股东权益	23.60	25.57	25.79	26.83

³ 截至 2022 年 3 月末，公司直接持有正大天晴 33.50% 股权，为第二大股东；2020 年及 2021 年权益法核算确认其投资收益分别为 13.44 亿元和 13.44 亿元（取得的现金分红分别为 11.03 亿元和 0 亿元）。

⁴ 截至 2022 年 3 月末，公司直接持有苏美达股份有限公司 13.92% 股权，

为第二大股东，2021 年宣告每股派发现金红利 0.265 元（含税），预计公司可获得现金分红 0.48 亿元。

所有者权益合计	182.83	202.55	231.13	235.00
资产负债率	42.73	40.94	43.53	41.32
总资本化比率	21.83	17.78	21.26	21.90

注：1、2021年起公司执行新金融工具准则，对“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”重分类为“交易性金融资产”，对“可供出售金融资产”重分类为“其他权益工具投资”和“其他非流动金融资产”；2、“存货”包含“合同资产”，“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

受债务规模快速扩张的影响，2021年公司偿债能力有所弱化，但充足的货币资金和可变现金融资产能够为短期债务偿还提供较好支持，整体偿债能力较强

因向职工支付现金及社会性支出增加，2021年经营活动净现金流同比有所下降，但主营业务经营获现能力整体较好。2022年一季度农业板块采购预付款增加，当期经营性现金流呈净流出态势。2021年以来公司增加固定资产投入以及金融资产头寸，因参股企业正大天晴等未分红令当年取得投资收益收到的现金同比减少，投资活动现金净流出规模明显扩大。筹资活动净现金流随经营与投资活动资金盈缺而有所波动。

受债务规模快速扩张的影响，2021年经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的支撑能力有所弱化，但能够完全覆盖利息支付。此外，公司充足的货币资金和持有的可变现金融资产能够为短期债务偿还提供较好支持，整体偿债能力较强。

表 15：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-8.21	18.95	12.34	-7.44
投资活动净现金流	-3.53	-5.31	-24.31	1.31
取得投资收益收到的现金	9.87	19.00	3.41	0.71
筹资活动净现金流	16.44	-14.47	2.23	3.27
经营活动净现金流/总债务	-0.16	0.43	0.20	-0.45*
经营活动净现金流/利息支出	-4.30	10.18	2.36	--
总债务/EBITDA	1.75	1.21	1.46	--
EBITDA 利息保障系数	15.29	19.40	8.17	--
货币等价物/短期债务	1.70	3.61	2.38	1.52

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

本部利润主要来自投资收益，2021年以来新增较多对下属农场公司和联营企业的投资，投资获现水平

有待提升；本部债务规模和短期债务占比均有所上升，但杠杆水平仍较低

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，2021年收到补充耕地指标款较少且管理费用大幅增加，当年经营性业务利润有所下滑。参股正大天晴等联营及合营企业以及对子公司和其他金融资产确认的投资收益为利润的主要来源，2021年确认投资收益20.91亿元，当年取得投资收益收到的现金7.68亿元，投资获现水平有待提升。本部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；2021年以来对子公司及联营、合营企业新增较多投资，且参股企业正大天晴未进行分红使得投资活动净现金流呈大幅净流出。

本部总资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款及长期股权投资等构成，2021年以来对下属农场公司和江苏和垦新能源有限公司等股权追加投资并新增较多基金投资，对通宇房地产、苏垦麦芽等子公司的内部借款亦有所增加。公司本部债务规模较小，2021年新增较多银行短期借款及债券发行，推动短期债务及总债务规模均有增长，截至2022年3月末短期债务/总债务大幅升至74.16%。跟踪期内，公司本部财务杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。此外，本部持有的货币等价物能够对短期债务偿付提供较好支持。

表 16：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	7.38	3.85	2.69	0.004
经营性业务利润	6.71	3.19	0.70	-0.15
投资收益	20.00	21.26	20.91	4.89
利润总额	18.88	19.14	19.03	2.93
货币资金	21.89	15.99	11.23	8.94
交易性金融资产	-	-	20.48	17.48
其他应收款	58.03	53.17	56.31	58.78
长期股权投资	76.04	83.35	105.06	114.23
总资产	187.96	195.57	235.08	237.93
所有者权益	120.19	135.25	153.52	150.44
短期债务	26.59	7.70	21.54	29.51
总债务	31.73	23.06	36.91	39.79
经营活动净现金流	-5.32	5.19	0.81	-4.87
取得投资收益收到的现金	13.47	18.26	7.68	0.56

投资活动净现金流	3.48	3.53	-12.60	-1.29
筹资活动净现金流	9.15	-14.59	7.03	3.88
资产负债率(%)	36.06	30.85	34.69	36.77
总资本化比率(%)	20.88	14.57	19.38	20.92
货币等价物/短期债务(X)	0.82	2.09	1.47	0.90

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 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 90.36 亿元，较上年有所增加，其中未使用额度为 57.41 亿元，财务弹性良好。此外，子公司苏垦农发为上市公司，资本市场融资渠道较为畅通；2022 年 3 月末公司持有其 67.84% 的股权，所持股份无质押。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 24.59 亿元，主要为抵押的房产和土地、在限售期的交易性金融资产和保证金存款等，占当期末总资产比例为 6.14%。

或有负债方面，截至 2022 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：根据企业提供本部《企业征信报告》及相关资料，2019 年~2022 年 4 月 13 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。

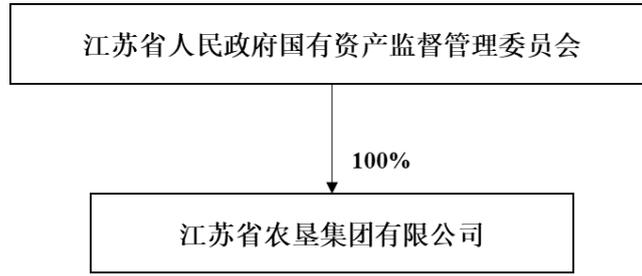
公司主营板块农业和商贸业关系到国计民生和社会稳定，是国家重点支持和鼓励发展的行业，近几年政府出台了一系列政策鼓励农业和商贸等行业的发展，并且在税收优惠和政府补助方面提供了较强的支持。税收优惠方面，公司子公司从事农产品种植业务的利润免征企业所得税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》相关规定，农业生产者销售的自产农产品免征增值税，公司销售自产水稻、小麦以及大麦等农产品免征增值税。

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，2019~2021 年公司计入当期损益的政府补助分别为 0.61 亿元、0.47 亿元和 0.95 亿元，分别收到政府补贴 3.16 亿元、3.81 亿元和 5.51 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“20 苏垦 01”和“22 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 2022 年 3 月末)

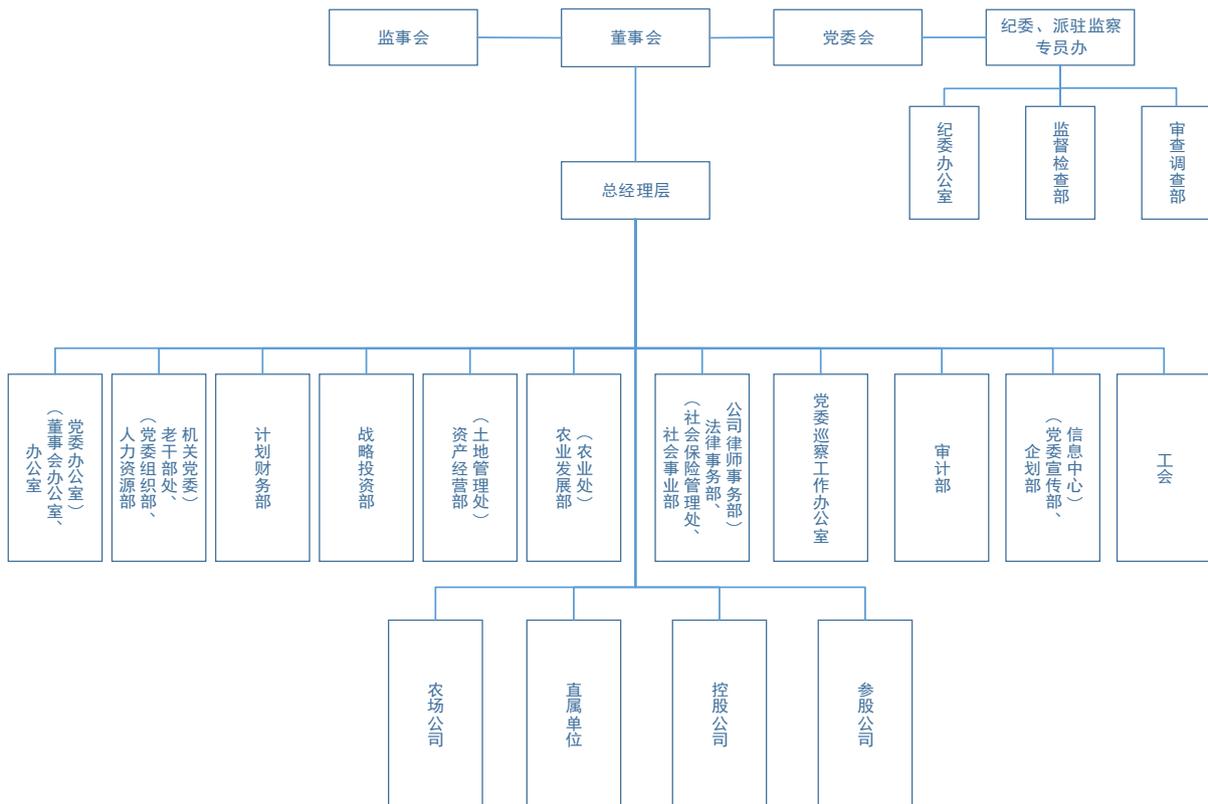


截至 2022 年 3 月末主要子公司情况

主要子公司	主营业务	注册资本（亿元）	持股比例（%）
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	5.30	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

注：公司直接持有江苏省农垦金属材料有限公司 47.86% 股份，间接持有其 22.00% 股份。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	385,519.63	363,533.99	268,582.20	239,934.50
应收账款净额	52,028.20	43,790.29	64,815.51	77,882.99
其他应收款	39,690.81	48,875.24	68,986.84	70,715.83
存货净额	1,148,380.82	1,250,714.39	1,417,752.60	1,372,787.86
长期投资	705,309.19	822,178.15	958,573.68	962,880.37
固定资产	300,501.55	308,218.90	377,856.03	366,770.98
在建工程	61,001.73	85,937.83	64,544.02	81,892.69
无形资产	54,114.51	55,269.30	134,305.99	131,202.17
总资产	3,192,565.66	3,429,621.13	4,093,245.03	4,005,072.04
其他应付款	262,325.77	272,792.08	326,812.57	345,849.36
短期债务	350,447.50	155,534.17	304,691.69	418,590.26
长期债务	160,039.31	282,371.84	319,389.55	240,413.19
总债务	510,486.81	437,906.01	624,081.24	659,003.45
净债务	124,967.18	74,372.03	355,499.04	419,068.95
总负债	1,364,246.59	1,404,150.97	1,781,951.58	1,655,060.75
费用化利息支出	15,513.42	15,572.43	14,010.15	--
资本化利息支出	3,580.65	3,040.35	38,336.85	--
所有者权益合计	1,828,319.07	2,025,470.15	2,311,293.45	2,350,011.29
营业总收入	1,396,007.61	1,442,630.90	1,821,467.34	465,455.82
经营性业务利润	138,885.14	156,915.63	248,307.35	84,431.21
投资收益	167,149.41	191,700.05	177,244.42	50,469.67
净利润	212,546.82	263,304.55	303,307.08	98,767.12
EBIT	252,200.25	310,410.74	367,293.95	--
EBITDA	291,859.14	361,055.57	427,594.53	--
经营活动产生现金净流量	-82,132.60	189,524.44	123,354.91	-74,415.17
投资活动产生现金净流量	-35,339.45	-53,092.96	-243,134.88	13,126.10
筹资活动产生现金净流量	164,359.23	-144,711.06	22,310.04	32,688.46
资本支出	90,497.80	128,168.65	111,746.30	25,566.91
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	22.12	24.31	24.60	26.97
期间费用率(%)	12.21	12.47	11.01	8.60
EBITDA 利润率(%)	20.91	25.03	23.48	--
总资产收益率(%)	8.63	9.37	9.76	--
净资产收益率(%)	12.27	13.66	13.99	16.95*
流动比率(X)	1.81	2.00	1.82	1.76
速动比率(X)	0.73	0.76	0.74	0.71
存货周转率(X)	1.04	0.91	1.03	0.97*
应收账款周转率(X)	30.83	30.11	33.54	24.64*
资产负债率(%)	42.73	40.94	43.53	41.32
总资本化比率(%)	21.83	17.78	21.26	21.90
短期债务/总债务(%)	68.65	35.52	48.82	63.52
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.16	0.43	0.20	-0.45*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.23	1.22	0.40	-0.71*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-4.30	10.18	2.36	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-26.65	25.42	7.01	--
总债务/EBITDA(X)	1.75	1.21	1.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	2.32	1.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.29	19.40	8.17	--
EBIT 利息保障倍数(X)	13.21	16.68	7.02	--

注：1、2022 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；3、“存货”中包括“合同资产”；“无形资产”中包括“使用权资产”；4、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（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	218,862.18	159,932.57	112,312.93	89,398.92
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	580,331.71	531,665.76	563,053.26	587,771.73
存货净额	-	-	-	-
长期投资	1,052,122.24	1,217,309.55	1,421,585.22	1,471,586.69
固定资产	4,062.17	5,563.62	7,579.36	7,166.82
在建工程	2,877.84	8,093.91	8,285.82	8,581.35
无形资产	2,420.78	4,632.36	4,285.78	4,099.40
总资产	1,879,584.85	1,955,747.79	2,350,810.87	2,379,315.03
其他应付款	271,103.50	309,390.97	368,709.04	408,644.79
短期债务	265,918.78	77,000.00	215,447.93	295,132.99
长期债务	51,333.06	153,567.58	153,634.36	102,808.25
总债务	317,251.83	230,567.58	369,082.29	397,941.23
净债务	98,389.65	70,635.02	256,769.36	308,542.31
总负债	677,690.14	603,297.73	815,610.98	874,908.16
费用化利息支出	14,886.87	17,922.83	16,322.28	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	1,201,894.70	1,352,450.05	1,535,199.89	1,504,406.87
营业总收入	73,836.94	38,537.86	26,944.14	39.87
经营性业务利润	67,089.01	31,869.34	7,039.54	-1,465.07
投资收益	200,000.32	212,574.95	209,076.57	48,915.62
净利润	182,349.84	190,862.05	181,068.08	29,256.26
EBIT	203,709.74	209,322.44	206,602.85	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-53,229.22	51,884.63	8,131.09	-48,724.92
投资活动产生现金净流量	34,810.14	35,308.01	-126,006.04	-12,932.16
筹资活动产生现金净流量	91,492.91	-145,889.04	70,332.42	38,757.29
资本支出	7,835.95	10,791.65	3,412.87	982.16
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	97.76	100.00	91.39	100.00
期间费用率(%)	6.16	16.72	64.16	3,727.83
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	11.83	10.92	9.59	--
净资产收益率(%)	16.35	14.94	12.54	7.70*
流动比率(X)	1.47	1.80	1.53	1.23
速动比率(X)	1.47	1.80	1.53	1.23
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	36.06	30.85	34.69	36.77
总资本化比率(%)	20.88	14.57	19.38	20.92
短期债务/总债务(%)	83.82	33.40	58.37	74.16
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.17	0.23	0.02	-0.49*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.20	0.67	0.04	-0.66*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.58	2.89	0.50	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-20.99	-2.60	-16.04	--
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)	13.68	11.68	12.66	--

注：1、2022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；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=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。