

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0549号

## 广西农垦集团有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“19 农垦 MTN001”和“20 农垦 MTN001”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 AA+，评级展望为稳定，同时维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“19 农垦 MTN001”和“20 农垦 MTN001”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月二十三日



## 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23日

## 广西农垦集团有限责任公司 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
AA+/稳定	2022/6/23	AA+/稳定	高君子	莫琛

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果				
20 广西农垦债 /20 桂农 02	AA+	AA+				
19 农垦 MTN001	AA+	AA+				
20 农垦 MTN001	AA+	AA+				
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			1.基础评分模型			
广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）业务涵盖机制糖、木薯加工及生猪养殖等多个领域，仍是广西壮族自治区人民政府下属唯一农垦集团，广西壮族自治区国资委履行出资人职责，实际控制人仍为广西壮族自治区人民政府。			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	11.91
			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	3.85
				净资产收益率	5.00	1.55
			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	3.47
				经营现金流动负债比	10.00	3.82
			2.基础模型参考等级		AA+	
			3.评级调整因素		无调整	
			4.主体信用等级		AA+	
			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

公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力，机制糖业务获利能力有所改善；公司资本实力仍然较强；跟踪期内，公司继续获得自治区政府在财政补贴方面的较多支持。另一方面，公司主业获利能力仍较弱，木薯加工业务产能利用率仍处于较低水，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖仍较大；公司其他应收款规模仍较大且账龄较长；公司有息债务进一步增长且规模较大，短期面临一定债务集中偿还压力。

综合分析，东方金诚维持广西农垦主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、19 农垦 MTN001”和“20 农垦 MTN001”信用等级为 AA+。

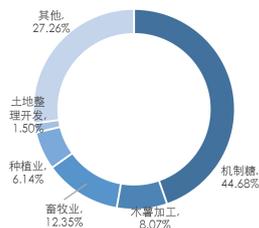
### 同业比较

项目	广西农垦集团有限责任公司	北大荒农垦集团有限公司(AAA)	江苏省农垦集团有限公司(AAA)	宁夏农垦集团有限公司(AA+)	甘肃省农垦集团有限责任公司(AA)
资产总额 (亿元)	900.06	2319.11	409.32	211.86	228.55
所有者权益 (亿元)	526.40	531.12	231.13	98.71	89.27
营业总收入 (亿元)	202.38	1703.75	182.15	32.25	72.78
利润总额 (亿元)	7.64	14.83	35.33	2.02	1.07
资产负债率 (%)	41.52	77.10	43.53	53.41	60.94
经营现金流动负债比 (%)	9.71	6.64	9.39	2.92	4.05

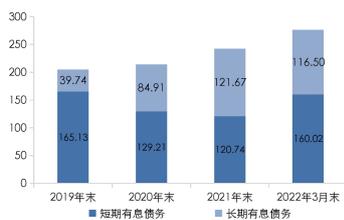
注：资料来源于各企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

### 2021年主营业务收入构成



### 债务期限结构 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	562.93	851.81	900.06	936.62
所有者权益(亿元)	260.54	524.69	526.40	530.54
全部债务(亿元)	204.87	214.12	242.41	276.52
营业总收入(亿元)	131.74	167.27	202.38	51.79
利润总额(亿元)	2.97	6.22	7.64	1.77
经营性净现金流(亿元)	10.04	10.18	18.39	-26.88
营业利润率(%)	10.06	15.69	15.54	11.11
资产负债率(%)	53.72	38.40	41.52	43.36
流动比率(%)	77.81	87.64	94.49	92.09
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	8.66	8.67	-
EBITDA利息倍数(倍)	2.18	2.37	2.78	-

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告及2022年1~3月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；
- 跟踪期内，受益于技改，机制糖产能产量增加，受益于糖价上涨，以及销量增加，机制糖业务获利能力改善；
- 2020年，受国有划拨土地评估入账影响，公司所有者权益大幅增加，2021年受益于经营积累所有者权益进一步增加，资本实力仍较强；
- 跟踪期内，作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作以及参与国家收储，并在土地出让金返还、财政税收返还等方面继续得到政府的支持。

## 关注

- 公司木薯加工业务产能利用率仍处于较低水平，主营业务获利能力较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖仍较大；
- 跟踪期内，公司其他应收款规模仍较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险；
- 跟踪期内，公司有息债务进一步增长且规模较大，短期面临一定集中偿还压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。公司作为自治区政府下属唯一农垦集团，未来机制糖和木薯加工业务仍将保持较强竞争力，公司正在进行畜牧产业的扩张布局，将有助于未来公司市场地位的稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2021/6/11	高君子、莫琛	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AA+	2015/11/9	刘涛、张铭钊	《农林牧渔企业信用评级方法》(2015年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注：自2015年11月9日（首次评级）至2021年6月11日（最新评级），广西农垦主体信用等级未发生变化，均为AA+/稳定。

### 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/ 评级展望
20 广西农垦债 /20 桂农 02	2021/6/11	8.40	2020/11/18~ 2027/11/18	无	-
19 农垦 MTN001	2021/6/11	8.00	2019/11/11~ 2022/11/11	无	-
20 农垦 MTN001	2021/6/11	10.00	2020/2/13~ 2023/2/13	无	-

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及“2021年广西农垦集团有限责任公司农村产业融合发展专项债券”（以下简称“20广西农垦债/20桂农02”）、“广西农垦集团有限责任公司2020年度第一期中期票据”（以下简称“19农垦MTN001”）和“广西农垦集团有限责任公司2021年度第一期中期票据”（以下简称“20农垦MTN001”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务。2021年2月，广西壮族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）授权广西壮族自治区国资委（以下简称“自治区国资委”）对广西农垦履行出资人职责，广西壮族自治区农垦局（以下简称“广西农垦局”）不再履行相关职责。截至2022年3月末，公司实收资本15.90亿元。<sup>1</sup>自治区政府授权自治区国资委代表自治区政府履行出资人职责，持有公司100%股权，实际控制人仍为自治区政府。

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

截至2022年3月末，广西农垦资产总额936.62亿元，所有者权益530.54亿元，资产负债率43.36%。2021年及2022年1~3月，公司实现营业收入分别为202.38亿元和51.79亿元，利润总额分别为7.64亿元和1.77亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经发改企业债券【2020】97号核准，公司于2020年11月发行“20广西农垦债/20桂农02”，发行金额8.40亿元，票面利率5.5%，起息日为2020年11月18日，到期日为2027年11月18日，每年付息一次，分期偿还本金，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%。截至2021年末，“20广西农垦债/20桂农02”募集资金已使用8.21亿元，其中4.20亿元用于项目建设，4.01亿元用于补充营运资金，其余资金0.19亿元存放募集资金专户。

经中市协注【2019】MTN621号核准，公司于2019年11月发行“19农垦MTN001”，发行金额8.00亿元，票面利率5.8%，起息日为2019年11月11日，到期日为2022年11月

<sup>1</sup> 2021年7月，广西财政厅拨付广西糖业集团有限公司国有资本金5,000万元，资金先拨付到公司账户，再由公司拨付到广西糖业集团，专项用于支持广西糖业集团有限公司注册资本金。公司实收资本增加至158,969.46万元，暂未办理完成工商变更登记手续。

11日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。截至本报告出具日，“19农垦MTN001”募集资金已全部用于偿还下属子公司有息债务。

经中市协注【2019】MTN621号核准，公司于2020年2月发行“20农垦MTN001”，发行金额10.00亿元，票面利率5.7%，起息日为2020年2月13日，到期日为2023年2月13日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。截至本报告出具日，“20农垦MTN001”募集资金已全部用于偿还到期有息债务。

截至本报告出具日，“20广西农垦债/20桂农02”、“19农垦MTN001”和“20农垦MTN001”均已按时付息。

## 宏观经济与政策环境

### 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2022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

公司作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，仍是广西最大的农业类综合产业集团，主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务，其中机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，所属行业分别为制糖行业和木薯加工行业。

### 制糖行业

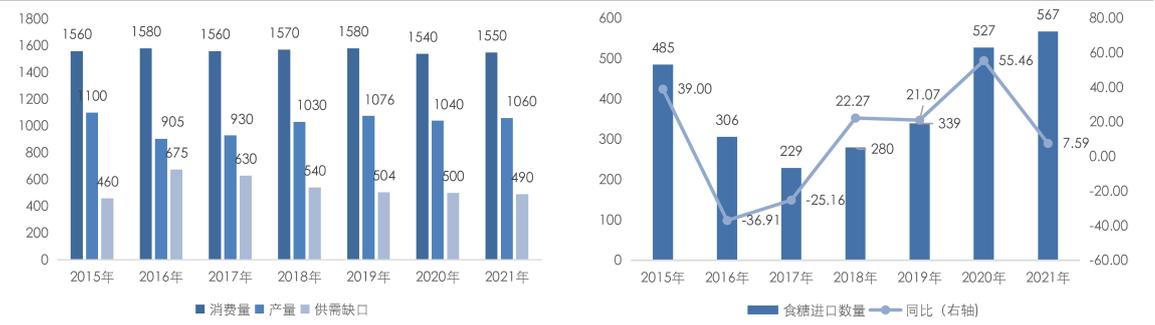
**随着我国居民消费结构升级，国内食糖需求保持增长，食糖部分依赖进口，2021年食糖进口量进一步增加**

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

受甘蔗种植周期影响，我国食糖产量具有明显的周期性，即前2~3年增产、后2~3年减产。从区域分布来看，我国甘蔗糖生产区域集中在广西和云南等地，根据中国糖业协会统计数据，2020/2021制糖期内广西地区甘蔗糖产量占全国甘蔗糖总产量的68.84%，位居全国第一。

国内食糖供给主要来自国内自产糖和进口食糖，占比分别约为70%和30%。近年国内食糖产量销量均逐年增加，但增幅自2017/2018榨季开始持续下降，2019/2020榨季受新冠肺炎疫情影响产销量同比均有所下降，分别同比下降2.42个百分点和2.53个百分点，根据中国糖业协会披露，2020/2021榨季我国食糖产量1066.05万吨，同比增加24.54万吨，我国食糖供需仍存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口及库存进行补充，近年缺口有所收窄。整体来看，我国食糖供给对国外食糖进口存在一定依赖。食糖供应的最大不确定性来自进口环节。我国食糖进口采取配额制，配额内税率为15%。保障性税到期后，配额外进口税率恢复到50%。自2020年7月1日起，将配额外食糖进口纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，实行大宗农产品进口报告管理。2021年中国食糖进口量为567万吨，同比增长7.59%；进口金额2282.8百万美元，同比增长26.6%。

图表 1：我国国内食糖消费量、产量和进口量情况（单位：万吨、%）



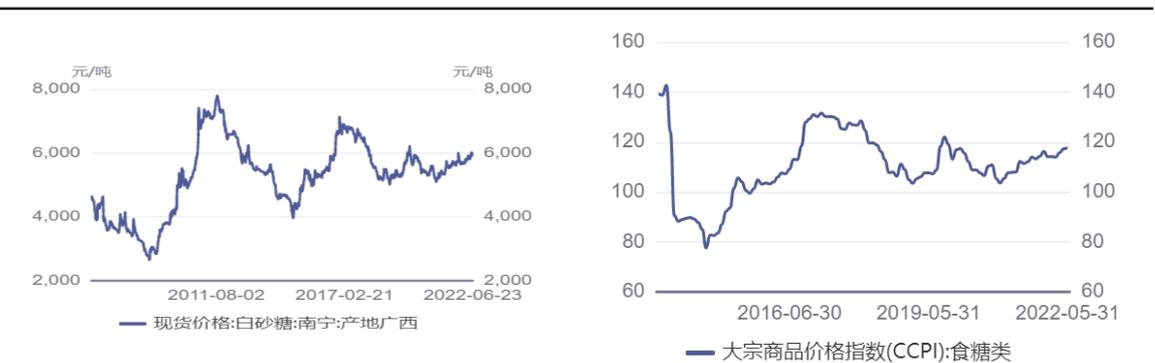
资料来源：美国农业部，同花顺，东方金诚整理

资料来源：中国海关，东方金诚整理

**国内食糖价格与国际糖价具有联动性，2021年，巴西主产区甘蔗产量下降，叠加美联储超常规宽松货币政策影响国际糖价走强，支撑国内食糖价格震荡上行**

由于甘蔗单产水平低<sup>2</sup>，种植成本较高，导致国内糖价始终高于国际糖价；但国际原糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2019年前三季度，受食糖主产国产量下降和食糖走私量减少影响，食糖价格逐步回升，四季度进入新榨季后，新糖集中供应压力增大，食糖价格有所下降。2020年新冠肺炎疫情爆发前受国外食糖主产国减产预期及国内春节备货需求增加的影响，食糖价格有所上升，随着新冠肺炎疫情在全球持续蔓延，全球食糖消费需求下降，国际糖价下行，国内食糖价格随之震荡下行。2021年，受巴西主要产区先后遭遇严重干旱以及霜冻的影响，导致甘蔗产量下降，以及美联储超常规的宽松货币政策等因素影响，国际糖价上涨。受国际糖价走强影响，2021年以来，国内食糖价格震荡上行。

图表 2：食糖价格走势情况



资料来源：同花顺，东方金诚整理

### 木薯加工行业

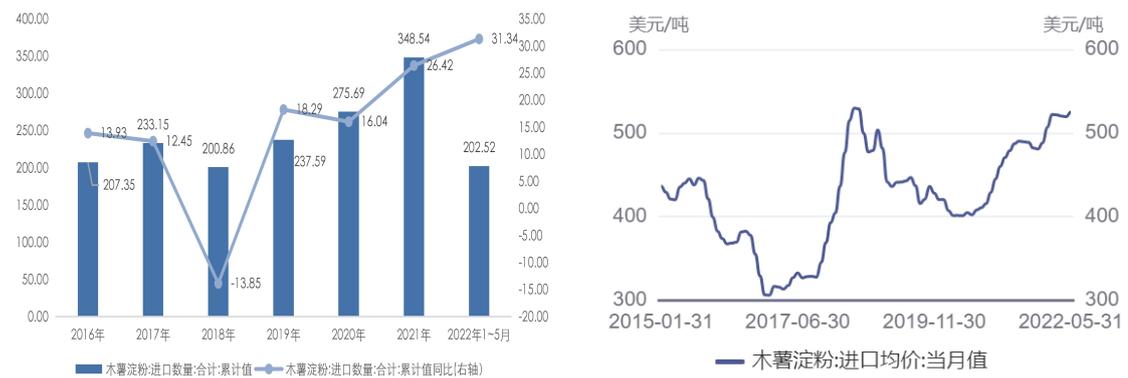
近年 GDP 增速放缓，经济下行压力较大，国内造纸、纺织等行业持续低迷，木薯淀粉下游需求疲软，木薯淀粉主要依赖进口，受公共事件、国外淀粉工厂开工低位、成本支撑等因素影响，2020年7月以来，木薯淀粉进口价格持续上涨

<sup>2</sup> 巴西、印度和中国的单产水平分别为 10 吨/亩、6 吨/亩和 5 吨/亩。

木薯加工行业的主要产品为木薯淀粉及酒精，木薯淀粉是众多产品的基础原料，应用范围广阔。木薯淀粉按应用可以分为两大类，分别为食品用淀粉和经过变性处理加工后的变性淀粉，在食品、医药、造纸、纺织、矿山开采、饲料及添加剂、环保新材料等领域得以广泛应用。变性淀粉主要用于造纸、纺织和食品行业。造纸行业为变性淀粉用量最大的行业，变性淀粉作为主要的辅料，可在一定程度上改善纸张的强度、光滑度、耐磨性等性能。近年 GDP 增速放缓，经济下行压力较大，国内造纸、纺织等行业持续低迷，木薯淀粉下游需求疲软。2016 年~2019 年，木薯淀粉产量逐年下降，分别为 36.5 万吨、32.9 万吨、26.3 万吨和 20.3 万吨。2020 年木薯淀粉产量 26 万吨，同比有所增长。<sup>3</sup>木薯淀粉主要依赖进口，主要进口地区为泰国和越南等。2021 年，木薯淀粉进口量 348.54 万吨，同比增加 26.42%。

近年，木薯淀粉价格波动较大，2018 年 8 月~2020 年 6 月，木薯淀粉进口价格震荡下行，主要是玉米价格下降，玉米淀粉对木薯淀粉形成替代，叠加造纸、纺织等工业行业下游需求疲弱等原因。2020 年 7 月以来，受公共事件、国外淀粉工厂开工低位、成本支撑等因素影响，木薯淀粉进口价格持续上涨。

图表 3：我国木薯淀粉进口情况（单位：万吨、美元/吨、%）



资料来源：中国淀粉工业协会，同花顺，东方金诚整理

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

全国木薯种植主要在广西，其次为广东、海南、云南、福建和江西，其中广西占 70%左右，鲜薯产量居全国第一。木薯加工行业属于完全竞争市场，企业规模普遍偏小，木薯加工企业较多。广西作为木薯淀粉的最大产地，全区共有木薯淀粉企业 100 家，其中产能在 5 万吨/年以上的只有 2 家，合计产能占全区总产能的 14.60%；而小于 2 万吨/年的企业多达 71 家，合计产能占全区产能的 46.10%。公司子公司广西农垦明阳生化集团股份有限公司<sup>4</sup>（以下简称“明阳生化”）是目前国内最大的木薯变性淀粉生产企业，年加工生产木薯淀粉 45.00 万吨。

<sup>3</sup> 未公布 2021 年木薯淀粉产量数据。

<sup>4</sup> 原名为广西明阳生化科技股份有限公司，成立于 1958 年。

## 区域经济环境

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

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

2021年广西生产总值（GDP）达24740.86亿元，按可比价格计算，比上年增长7.5%。其中第一产业GDP占全区GDP的16.2%，第一产业对自治区经济发展影响明显，其中糖蔗料和木薯等特色产业优势突出。

作为我国最重要的产糖地区，广西糖产量占全国糖产量的比重超过60%，全区甘蔗种植面积857.81千公顷，拥有蔗农约2000万人。广西的旱地和坡地非常适于发展木薯生产，木薯种植面积165.50千公顷，产鲜薯162.71万吨，木薯种植面积和产量均位居全国首位。

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润仍主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，2021年公司主营业务收入、毛利润有所增加，毛利率略有下降

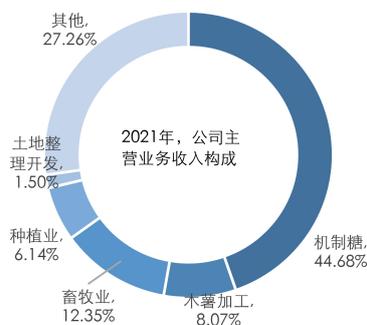
公司业务涉及领域较多，跟踪期内公司主营业务收入仍主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，其他业务包括剑麻制品、成品茶、桔水、蔗渣等生产和销售、商业、服务业和食糖贸易等。2021年公司机制糖、木薯加工和其他业务收入均保持增长，主营业务收入和毛利润同比增加，毛利率有所下降。

2022年1~3月，公司主营业务收入50.01亿元，毛利润4.44亿元，主营业务毛利率下降至8.88%，主要系机制糖、木薯加工和畜牧业业务获利能力下降所致。

图表 4：公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）<sup>5</sup>

类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	57.09	44.79	66.52	40.97	88.11	44.68	21.15	42.29
木薯加工	10.99	8.62	15.48	9.53	15.92	8.07	2.63	5.26
畜牧业	18.69	14.66	32.23	19.85	24.35	12.35	6.17	12.34
种植业	13.61	10.68	14.85	9.15	12.11	6.14	1.38	2.76
土地整理开发	3.38	2.65	3.58	2.20	2.96	1.50	0.02	0.04
其他	23.71	18.60	29.71	18.30	53.75	27.26	18.66	37.31
<b>合计</b>	<b>127.47</b>	<b>100.00</b>	<b>162.36</b>	<b>100.00</b>	<b>197.20</b>	<b>100.00</b>	<b>50.01</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
机制糖	1.30	2.28	4.61	6.93	7.64	8.67	0.74	3.50
木薯加工	0.30	2.73	-0.15	-0.97	0.82	5.14	0.02	0.76
畜牧业	5.62	30.07	13.17	40.86	11.11	45.63 <sup>6</sup>	1.10	17.83
种植业	1.75	12.86	1.88	12.66	1.98	16.35	0.27	19.57
土地整理开发	1.44	42.60	1.55	43.30	1.60	54.04	0.01	50.00
其他	1.70	7.17	3.85	12.96	5.61	10.44	2.3	12.33
<b>合计</b>	<b>12.11</b>	<b>9.50</b>	<b>24.90</b>	<b>15.34</b>	<b>28.76</b>	<b>14.58</b>	<b>4.44</b>	<b>8.88</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理



公司仍是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内公司的机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力

广西农垦始建于1951年，作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，是广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团。截至2022年3月末，公司拥有203万亩国有土地，分布在广西壮族自治区14个地级市、45个县（区），管区<sup>7</sup>总人口38万人。

公司机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，具有很强的综合竞争力。2021年，公司产糖量为115.88万吨，业务规模位居国内前列，约占全国机制糖产量的10%，2021/2022年榨季榨蔗量位居自治区第二、产糖率排在自治区第六，为自治区内大型国有制糖企业。2021年，公司木薯淀粉产量为17.15万吨，销量14.58万吨，产销量仍稳居全国第一。

### 机制糖业务

跟踪期内，公司机制糖生产规模仍位居国内前列，受益于技改，产能产量有所增加，但产能利用率下降

公司机制糖业务的运营主体为广西糖业集团有限公司（以下简称“广糖集团”），公司持有广糖集团66.12%的股权。截至2022年3月末，广糖集团可实现机制糖年产能130万吨、酒

<sup>5</sup> 因四舍五入与合并数存在差异，此外，2021年木薯加工业务收入中含淀粉贸易业务。

<sup>6</sup> 2021年以来，生猪价格大幅下降，生猪养殖行业大幅亏损，公司畜牧业业务毛利率远高于行业，异于行业数据。

<sup>7</sup> 泛指所辖区域。

精年产能 10 万吨，是国家农业产业化重点龙头企业和全国大型农产品加工流通企业。广糖集团主要下属公司广西农垦糖业集团柳兴制糖有限公司（以下简称“柳兴制糖”）和广西农垦糖业集团金光制糖有限公司（以下简称“金光制糖”）生产的“柳兴牌”白砂糖和“三冠牌”白砂糖拥有一定品牌知名度。

19/20 榨季，广糖集团榨蔗 632 万吨，甘蔗含糖分达到 14.96%，同比上榨季提高 1.96 个百分点，产糖率为 13.28%，同比上榨季提高 1.89 个百分点。20/21 榨季，广糖集团榨蔗 720.07 万吨，占全区榨蔗量 14.7%，排名第二；甘蔗含糖分达到 14.44%，同比上榨季 14.96% 下降 0.52 个百分点，产糖率为 12.85%，同比上榨季的 13.28% 下降 0.43 个百分点，较全区平均产糖率 12.76% 高 0.09 个百分点，在全区八大制糖集团排名第三；混合糖产量 92.52 万吨，占广西市场份额的 14.81%。21/22 榨季，广糖集团榨蔗 722.01 万吨，占全区榨蔗量的 14.54%，排名第二；甘蔗含糖分达到 13.54%，产糖率为 12.02%，全区平均产糖率 12.19%，公司产糖率在全区八大制糖集团排名第六；混合糖产量 86.76 万吨，占广西市场份额的 14.33%。

跟踪期内，受益于技改，公司机制糖产能增加，2021 年，公司机制糖产能增加至 130.00 万吨/年，产量增加至 115.88 万吨，但受新增产能尚未有效释放影响，产能利用率有所下降。

图表 5：公司机制糖生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于机制糖销量增加，价格上涨，以及外购机制糖规模扩大，2021 年机制糖业务获利能力有所改善，2022 年一季度以销售毛利率较低的外购糖为主，业务毛利率有所下降

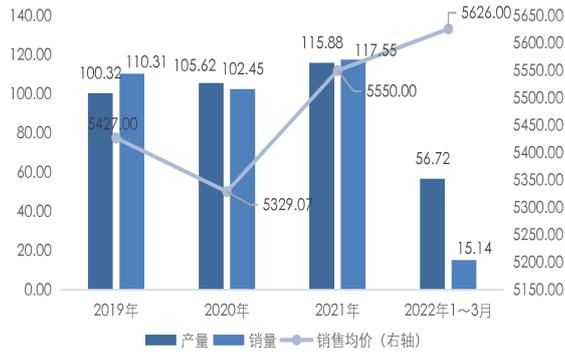
2021 年公司自产机制糖销量为 117.55 万吨，同比上升。销售价格方面，制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，公司机制糖产品价格主要参照白砂糖期货价格及柳州食糖批发市场报价决定，2020 年食糖价格震荡下行，自 2020 年 12 月开始有所上涨，2021 年食糖平均价格同比上升。2021 年公司机制糖销售均价为 5550.00 元/吨，同比上涨；2022 年 1~3 月，机制糖的销售均价为 5626.00 元/吨，均价较 2021 年上涨。公司机制糖业务的客户主要是成品糖制造企业以及大型商贸企业，2021 年和 2022 年 1~3 月，公司机制糖业务前五大客户合计销售金额占比分别为 54.33% 和 66.02%，客户集中度大幅提高。

机制糖业务主要原材料为甘蔗，成本占比 80% 以上。2021 年和 2022 年一季度，公司甘蔗采购价格分别为 514.86 元/吨和 517.95 元/吨，均同比下降。2021 年公司甘蔗采购量同比增加。

2021 年公司机制糖业务收入 88.11 亿元，同比增长，主要系公司机制糖销量增加、销售均

价上涨，以及外购机制糖规模增加所致；毛利率为 8.67%，同比上升，主要是得益于公司机制糖销售价格上涨，以及甘蔗采购成本下降，机制糖业务获利能力有所改善。2022 年 1~3 月，公司实现机制糖业务收入 21.15 亿元，同比有所下降；毛利率为 3.50%，较 2021 年有所下降主要系一季度以销售毛利率较低的外购糖为主所致，随着自产糖实现销售，毛利率预计会有所回升。

图表 6：公司自产机制糖销售情况（单位：万吨、%、元/吨）



图表 7：公司甘蔗采购情况（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 木薯加工业务

跟踪期内，受益于木薯淀粉销售均价上涨，公司木薯加工业务扭亏，但获利能力仍较低，且产能利用率仍处于较低水平

公司木薯加工业务主要运营主体仍为子公司明阳生化，主要产品为木薯淀粉（包含变性淀粉、原粉<sup>8</sup>）和酒精。公司是目前国内最大的木薯加工生产企业，也是自治区产业化重点龙头企业。截至 2022 年 3 月末，子公司明阳生化的木薯淀粉年产能仍为 45.00 万吨，酒精的年产能仍为 5.00 万吨，2021 年和 2022 年 1~3 月，公司木薯加工业务产能利用率分别为 38.11% 和 32.62%，产能利用率仍处于较低水平。

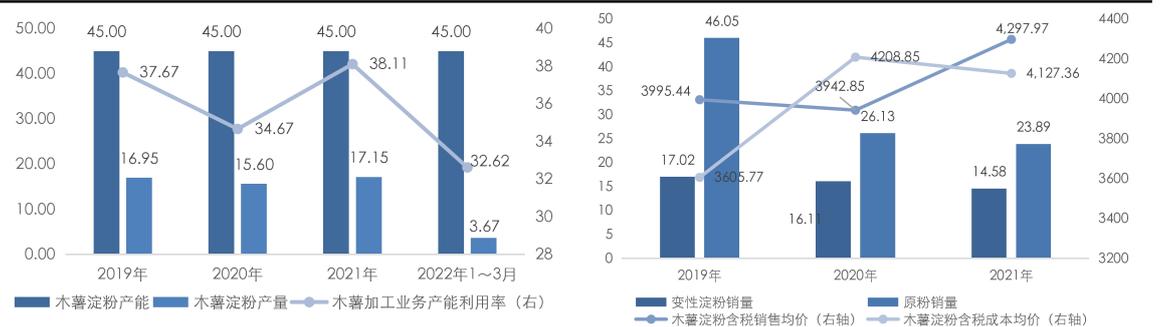
公司木薯加工业务采取以销定产的生产方式，2021 年公司变性淀粉销量 14.58 万吨，同比有所下降。原粉方面，公司主要从事原粉贸易，2021 年公司原粉销量 23.89 万吨，同比下降 8.57 个百分点，原粉贸易的利润较低。2021 年公司木薯淀粉含税销售均价为 4297.97 元/吨，同比上涨。2021 年公司木薯加工业务收入为 15.92 亿元，同比略有增加，主要系价格上涨所致，毛利率为 5.15%，由负转正。2022 年 1~3 月，公司木薯加工业务收入为 2.63 亿元，同比有所下降，毛利率为 0.76%，较 2021 年下降 4.39 个百分点，主要系木薯淀粉价格下降、原材料价格上涨所致。<sup>9</sup>

公司木薯淀粉销售分为直销和代理两种模式，直销和代理销量比例为 2:1。公司主要结算方式为银行承兑汇票、现汇和国内信用证。

<sup>8</sup> 既可以做为原材料，也可以做产品直接销售。

<sup>9</sup> 2018 年和 2019 年木薯加工业务收入核算中包含部分淀粉贸易业务，另一部分淀粉贸易业务在其他收入中的商业核算，2021 年公司调整核算口径，将所有与淀粉有关的贸易业务全部调整至木薯加工业务核算，扣除核算口径差异，2018 年至 2019 年，含贸易的木薯加工业务收入分别为 25.57 亿元和 21.72 亿元。

图表 8: 公司木薯淀粉产量及产能情况(单位: 万吨/年、万吨、%)<sup>10</sup> 图表 9: 公司木薯淀粉销售及成本情况(单位: 万吨、元/吨)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司木薯加工业务主要原材料为鲜木薯和少量原粉, 因鲜木薯保质期较短, 故采购区域为广西地区, 原粉主要来自越南。

2021 年公司不再采购鲜木薯; 原粉的采购均价为 3305.36 元/吨, 同比上升。原材料采购方面, 公司主要通过中间商采购原料。公司木薯淀粉原料采购主要采取承兑汇票和现汇等结算, 到货后 3 个月内付款结算。

图表 10: 公司木薯加工业务原材料采购情况(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
鲜木薯	采购量	2.55	1.23	-	-
	采购均价	699.53	705.97	-	-
原粉	采购量	18.86	48.72	17.47	5.35
	采购均价	3131.12	3099.26	3305.36	3563.38

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 畜牧业务

跟踪期内, 生猪饲养量和出栏量大幅增加, 但受制于生猪价格大幅下降, 公司畜牧业业务收入和毛利润有所下降

公司畜牧业务的运营主体为广西农垦永新畜牧集团有限公司(简称“永新畜牧”)。畜牧集团主营业务以瘦肉型生猪繁育饲养为主、饲料生产为辅。公司拥有 6 个年出栏 6 万头以上瘦肉型规模化猪场及 1 个年产 20 万吨饲料和 2 个年产 10 万吨饲料的生产加工基地。畜牧业务生猪销售区域以广西自治区内为主、部分销往周边省市, 跟踪期内, 公司生猪销售的结算方式主要仍为款到发货。

2021 年公司生猪饲养量和出栏量分别为 196.88 万头和 142.00 万头, 同比大幅增加; 销售均价为 22.52 元/公斤, 同比降幅较大。受生猪销售均价大幅下降影响, 2021 年公司畜牧业收入和毛利润分别为 24.35 亿元和 11.11 亿元, 同比均有所下降。但毛利率提升 4.77 个百分点, 主要系公司通过改良营养配比及精细化管理压降了饲料成本及其他可控成本, 加上防非洲猪瘟改造费用已列入前期费用使得当期总成本下降所致。2022 年 1~3 月, 公司畜牧业的收入和毛

<sup>10</sup> 2022 年 3 月末, 产能已年化处理。

利率分别为 6.17 亿元和 17.83%，均同比下降，主要系生猪价格下降所致。<sup>11</sup>

图表 11：公司畜牧业务生猪养殖及销售情况（单位：万头、元/公斤）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 种植业务

跟踪期内，受极端气候和疫情导致主要经济作物减产影响，公司种植业务收入有所下降，受土地出租承包费收入占比提高影响，业务毛利润和毛利率同比增加

公司种植业务主要包括经济作物（甘蔗、剑麻、水果、茶青、橡胶）、林业和土地出租等业务。截至 2022 年 3 月末，公司经济作物种植面积为 94.17 万亩，跟踪期内有所下降。<sup>12</sup>

2021 年公司种植业收入 12.11 亿元，同比下降，主要系当期因极端气候和疫情影响导致公司主要经济作物减产所致；受毛利率较高的土地出租承包费收入比重增加影响，2021 年公司种植业毛利率同比上升。

图表 12：公司经济作物及林木种植面积（单位：万亩）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
甘蔗	31.11	32.59	30.69	30.69
剑麻	4.17	4.20	3.34	3.34
水果	16.67	17.70	16.13	16.13
茶青	0.93	0.92	0.98	0.98
橡胶	2.08	-	-	-
林木	47.65	45.00	43.03	43.03
合计	102.61	100.41	94.17	94.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 土地整理开发业务

公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在土地出让金返还、财政税收返还等方面得到了政府的持续支持，2021 年，公司土地整理开发业务收入同比下降，但毛利润和毛利率增加

公司土地资源较为丰富且相对成片，毗邻大中城市及乡镇的土地具有较大的开发价值。公

<sup>11</sup> 2021 年以来，生猪养殖行业普遍亏损，公司毛利率异于行业水平。

<sup>12</sup> 种植面积下降主要原因如下：开展土地管理调查工作后，土地确权发证，对林木种植面积数据进行更准确核实，其余主要因为统计口径改变，从 2021 年开始，农垦职工在农垦土地范围外种植的面积已不算进统计范围内。

司主要负责园区土地开发整理和基础设施建设及园区建成后的运营，主要盈利方式为对土地进行开发整理，获得土地出让金返还；通过招商引资，获得税收返还；园区管理和标准厂房出租等。2021年公司土地整理业务收入2.96亿元，同比下降，但毛利润和毛利率同比增加，分别为1.60亿元和54.05%。2022年一季度，公司土地整理业务收入0.02亿元，毛利润0.01亿元，均同比下降。截至2022年3月末，公司无土地出让金未到账的重点园区项目。

## 其他

### 2021年受商贸流通业务规模扩大影响，公司其他业务收入大幅增加，毛利率有所上升

公司其他业务指剑麻制品、商业、服务业等，其中商业主要为白糖、果蔬禽食材等产品的贸易业务。

2021年公司其他业务收入54.55亿元，同比大幅增加，主要系当年公司商贸流通业务收入大幅增加所致；公司其他业务毛利率11.75%，同比增加2.16个百分点。2022年一季度公司其他业务收入18.66亿元，毛利率为12.33%，均同比增长。

## 未来发展

### 公司在建及拟建项目总投资规模较大，未来或面临资本支出压力

截至2022年3月末，公司主要在建项目计划总投资20.61亿元，已投资4.09亿元，尚需投资16.53亿元，项目投资资金来源主要为自筹和银行贷款等；公司拟建项目主要为猪场，计划总投资额8.71亿元，资金来源于自有资金和银行借款。

此外，公司根据项目推进进度，陆续开展“南宁空港·明阳新城”、“三月三文化旅游产业园”、“热作所协作创新发展智慧生态小镇”、“悦桂情歌田园”和“世界智力运动之城—三塘智力运动综合体”等健康文旅小镇项目。总体来看，公司在建及拟建项目总投资规模较大，未来面临一定资金支出压力。公司猪场建设项目投产后公司畜牧养殖规模将进一步增加。

图表 13: 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况 (单位: 亿元、%)<sup>13</sup>

项目	新增产能	总投资额	资金来源	已投资额	尚需投资额	投资进度
伏虎种猪场项目	52.5 万头	13.29	自有资金与银行借款	2.17	11.13	16.30
双甲猪场建设项目	24 万头	4.29	自有资金与银行借款	1.84	2.45	42.87
北耀达康育肥猪场建设项目	16.8 万头	3.03	自有资金与银行借款	0.08	2.95	2.56
合计	93.30 万头	20.61	-	4.09	16.53	19.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 外部支持

跟踪期内，作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司继续获得自治区政府在财政补贴方面的较多支持

<sup>13</sup> 公司提供部分在建项目明细。

作为自治区政府下属唯一农垦集团，跟踪期内，公司在财政补贴等方面继续得到政府的大力支持，综合实力很强。2021年12月，自治区政府办公厅出台《关于支持广西农垦集团打造现代一流食品企业的实施意见》（桂政办发【2021】133号），明确为农垦集团转型打造现代一流食品企业提供全方位支持。农垦集团按照“产业关联、优势互补、资源整合、协调创新”总体思路进行资源整合，此次整合将广西化工研究院有限公司、广西轻工业科学技术研究院有限公司100%股权无偿划入农垦集团，同时，农垦集团将持有的南宁市明阳机械制造有限公司100%股权无偿划转至广西农垦经济技术开发有限公司。此次资源整合进一步增强农垦集团财务实力。

2021年，公司的营业外收入为13.52亿元，同比增加17.33%，营业外收入主要来源于政府补贴收入。其中政府补助3.94亿元，土地征收补助6.66亿元。2021年，公司获得其他收益1.99亿元，同比下降1.96%。2022年1~3月，公司营业外收入和其他收益分别为2.86亿元和0.23亿元。2020年末，广西壮族自治区政府已完成对公司13000亩土地的收储工作，随着土地的招牌挂的推进，公司将会陆续收到土地出让金，预计未来会进一步获得政府补助。

## 公司治理与发展战略

2022年4月，为完善公司治理体系，经广西农垦集团有限责任公司第一届第三次职工代表大会选举决定：选举陈锡彤、陈坚坚（女）担任广西农垦集团有限责任公司职工监事。截至2022年4月27日，公司监事会成员已有2名职工监事，在监事会人员不足章程规定的情况下，由已经选举产生的职工监事行使规定的监事会职权。公司治理结构逐步完善，后续公司将会根据出资人制定的有关方案持续完善公司治理结构。

除上述信息外，公司在治理结构、内部管理和发展战略等方面无重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2021年的合并财务报表和2022年1~3月的合并财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2022年1~3月的合并财务报表未经审计。

截至2021年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司36家。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产结构仍以无形资产及固定资产等非流动资产为主，其他应收款规模仍较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险**

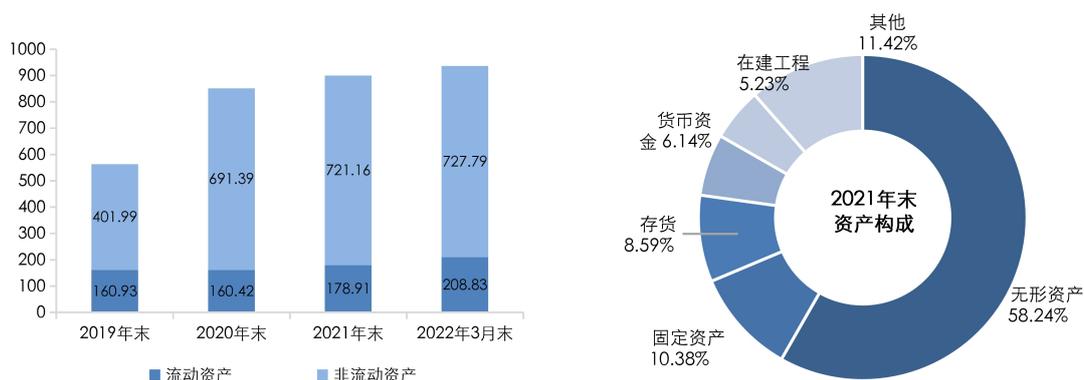
跟踪期内，公司资产总额持续增加。2021年末，公司资产总额为900.06亿元，同比增长5.66%，主要系货币资金、存货、其他权益工具投资、固定资产和在建工程增加所致；其中非流

流动资产占比为 80.12%。公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 936.62 亿元，较 2021 年末增长 4.06%。

跟踪期内，公司流动资产整体有所增加。2021 年末公司流动资产为 178.91 亿元，同比增加 11.52%，2022 年 3 月末，公司流动资产 208.83 亿元，较 2021 年末增长 16.73%，主要系应收账款和存货增长所致。2021 年末，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款等构成，占比分别为 43.22%、30.90%、11.05%和 10.18%，合计占流动资产的比例为 84.30%。存货账面价值持续增加，其中 2021 年末公司存货账面价值 77.32 亿元，同比增长 9.45%，主要系消耗性生物资产增加所致，公司共计提存货跌价准备 0.16 亿元，同期末存货周转率为 2.30 次，同比增加；2022 年 3 月末公司存货账面价值 102.74 亿元，较 2021 年末增长 32.88%。2021 年末，公司货币资金 55.28 亿元，同比增加 14.28%；其中银行存款 51.48 亿元，流动性受限货币资金 5.68 亿元；2022 年 3 月末货币资金较 2021 年末下降 9.40%。公司其他应收款主要为应收农场危旧房项目工程款、参股公司的往来款和园区移交补偿款等，跟踪期内持续下降，2021 年末账面价值为 18.21 亿元，共计提 6.93 亿元坏账准备；从账面余额的账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 50.71%，1~2 年的占比 11.89%，2~3 年的占比 7.03%，3~4 年的占比 6.66%，4~5 年的占比 4.78%；5 年以上的占比 18.93%；公司其他应收款金额前五单位期末余额占其他应收款期末总额比例为 26.57%。公司其他应收款规模仍较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险。

跟踪期内，公司非流动资产持续增加，2021 年末，公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和在建工程等构成，占比分别为 72.68%、12.91%和 6.53%，合计占非流动资产的比例为 92.17%。2020 年末公司无形资产账面价值 533.18 亿元，同比增加 273.26 亿元，主要为根据桂垦发[2020]114 号文关于审定《广西农垦 30.45 万亩土地评估入账项目评估结果的请示》的批复，将 11 家农场公司共计 30.45 万亩国有划拨土地评估入账，评估结果总价共计 278.85 亿元；2020 年末，公司无形资产主要中土地使用权期末余额为 527.83 亿元；2021 年末无形资产账面价值为 524.15 亿元，同比下降 1.69%。2021 年末公司固定资产账面价值 93.43 亿元，同比增长 13.95%，其中房屋建筑物和机器设备账面价值分别为 51.13 亿元和 34.51 亿元，2022 年 3 月末较 2021 年末增长 2.39%。跟踪期内，在建工程持续增加，2021 年末，公司在建工程 47.09 亿元，主要系明阳农场公司、桂垦牧业、九曲湾农场公司工程项目投入增加所致。

图表 14：公司资产构成及质量情况（单位：亿元，%）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
存货	53.65	70.64	77.32	102.74
货币资金	67.01	48.38	55.28	50.09
其他应收款	21.57	21.34	18.21	17.47
<b>流动资产合计</b>	<b>160.93</b>	<b>160.42</b>	<b>178.91</b>	<b>208.83</b>
无形资产	259.92	533.18	524.15	524.58
固定资产	80.95	81.99	93.43	95.67
在建工程	33.27	41.87	47.09	49.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>401.99</b>	<b>691.39</b>	<b>721.16</b>	<b>727.79</b>
<b>资产总额</b>	<b>562.93</b>	<b>851.81</b>	<b>900.06</b>	<b>936.62</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 22.90 亿元，主要为用于抵押的固定资产、土地使用权及流动性受限的存款等，受限资产占总资产 2.54%，占净资产的比例为 4.35%。

图表 15：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
无形资产	1.47	货币资金	5.68
固定资产	1.86	存货	10.86
使用权资产	4.21	其他	0.28
<b>合计</b>	<b>22.90</b>		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

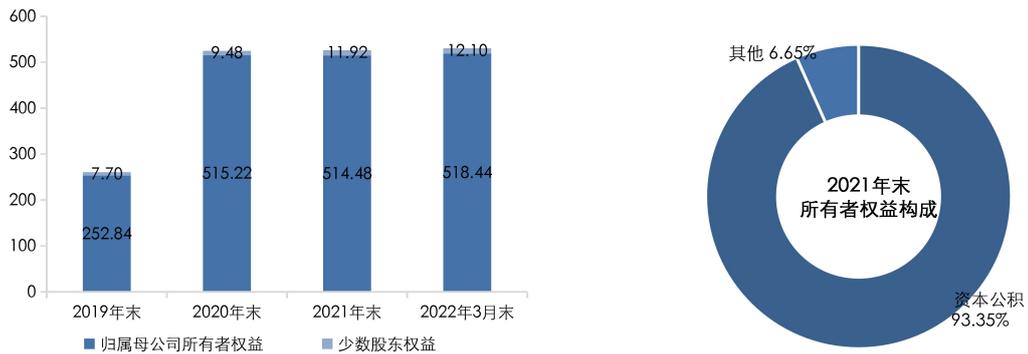
### 资本结构

2020 年，受国有划拨土地评估入账影响，公司所有者权益大幅增加，2021 年以来，受益于经营积累，公司所有者权益略有增加，资本实力仍较强

2020 年，受国有划拨土地评估入账影响，公司所有者权益均大幅增加。2021 年末公司所有者权益为 526.40 亿元，同比增长 0.32%，资本实力仍较强。2022 年 3 月末，公司所有者权益 530.54 亿元，较 2021 年末增长 0.79%；2021 年末，公司所有者权益中资本公积占比 93.35%，

资本公积占比仍高。2020年，根据桂垦发[2020]114号文关于审定《广西农垦30.45万亩土地评估入账项目评估结果的请示》的批复，将11家农场公司共计30.45万亩国有划拨土地评估入账，评估增加无形资产和资本公积278.85亿元。2021年末和2022年3月末，公司资本公积分别为491.40亿元和493.25亿元。2021年末和2022年3月末，公司实收资本均为15.90亿元，较2020年末增加0.50亿元，为股东增资。受益于经营积累，跟踪期内，公司未分配利润持续增加，2021年末和2022年3月末，公司未分配利润分别为4.75亿元和6.53亿元。

图表 16：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，公司有息债务持续增长且规模较大，短期面临一定债务集中偿付压力

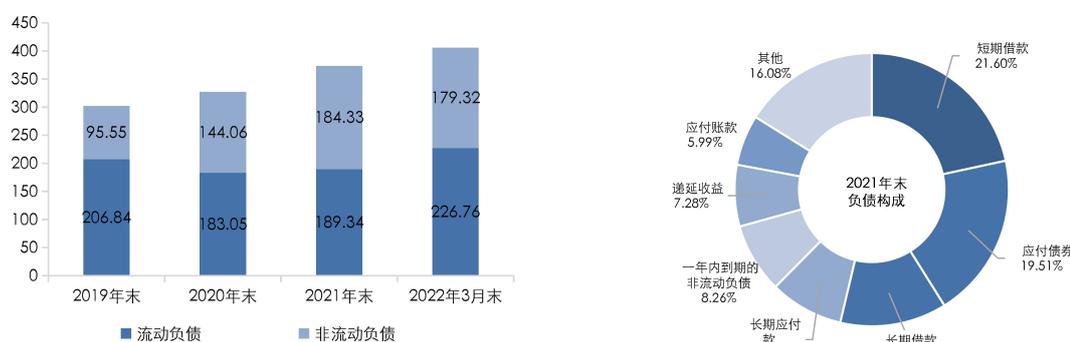
跟踪期内，公司负债总额保持增长，截至2022年3月末公司负债总额406.08亿元，其中流动负债占比55.84%。

公司流动负债持续增加，2021年末，公司流动负债同比增加3.43%，2022年3月末，流动负债较2021年末增长19.77%，系短期借款和一年内到期的非流动负债增所致。2021年末，公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款等构成，占流动负债的比例分别为42.63%、16.30%、11.83%和11.65%等，合计82.40%。2021年末，公司短期借款同比下降26.41%，2022年3月末，短期借款较2021年末增加25.31%。跟踪期内，公司一年内到期的非流动负债持续增加。2021年末公司应付账款22.39亿元，同比增加45.84%，其中账龄在1年内18.27亿元，1~2年占比1.43亿元，2~3年占比0.64亿元，3年以上占比2.06亿元。公司其他应付款主要为往来款、基地猪场计酬、保证金等，2021年末增至22.05亿元，主要系往来款增加。

2021年末和2022年3月末，公司非流动负债分别为184.33亿元和179.32亿元，其中2021年末公司非流动负债同比增长27.95%，主要系长期借款、应付债券增长所致，2022年3月末，公司非流动负债较2021年末下降2.72%，主要系归还到期的应付债券所致。2021年末，公司非流动负债主要由应付债券、长期借款、长期应付款和递延收益等构成，占非流动负债的比例分别为39.54%、25.51%、17.63%和14.76%。2021年末公司应付债券为72.89亿元，同比大幅增长，主要系当期新发行债券融资计划所致；2022年3月末，公司应付债券下降至53.39亿

元。2021年末，公司长期借款47.02亿元，同比增长39.80%，为项目建设新增长期贷款所致，其中信用借款、保证借款和抵押借款分别为31.71亿元、30.06亿元和2.61亿元，其中17.35亿元的长期借款转入一年内到期，2022年3月末公司长期借款进一步增长至61.65亿元。公司递延收益主要为道路建设与维修工程、“双高一优”项目资金、现代农业发展生产基金、建设用地补偿、土地专项资金、税收增量分成资金和水利建设经费等，2021年末为27.21亿元，同比下降11.49%，主要系与资产相关的递延收益增加所致，2022年3月末递延收益较2021年末小幅增长2.36%。公司长期应付款包括应付融资租赁款和专项应付款，2021年末公司长期应付款为32.49亿元，其中专项应付款27.49亿元。

图表 17：公司负债情况（单位：亿元，%）



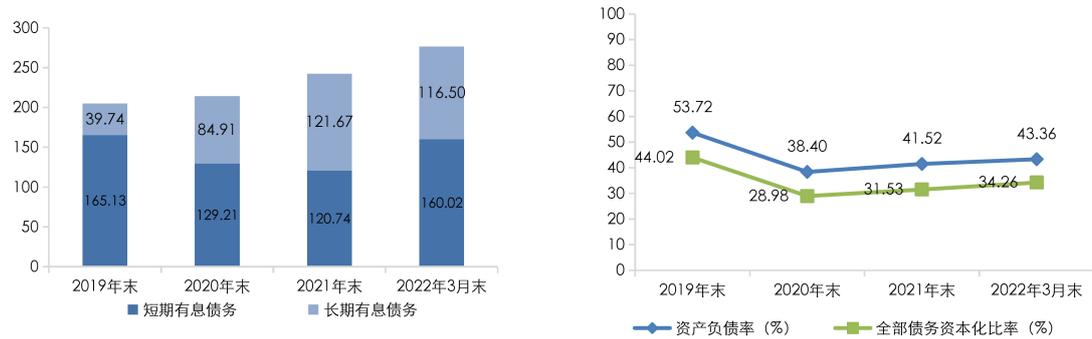
项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	100.58	109.69	80.72	101.14
一年内到期的非流动负债	29.45	13.52	30.85	50.07
应付账款	17.48	15.35	22.39	22.00
其他应付款	13.17	16.42	22.05	22.50
<b>流动负债合计</b>	<b>206.84</b>	<b>183.05</b>	<b>189.34</b>	<b>226.76</b>
应付债券	19.06	48.87	72.89	53.39
长期借款	15.78	33.64	47.02	61.65
长期应付款	33.42	30.14	32.50	31.84
递延收益	26.64	30.74	27.21	27.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>95.55</b>	<b>144.06</b>	<b>184.33</b>	<b>179.32</b>
<b>负债总额</b>	<b>302.39</b>	<b>327.11</b>	<b>373.66</b>	<b>406.08</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模保持增长且规模较大，2021年末和2022年3月末，公司全部债务分别为242.41亿元和276.52亿元，其中短期有息债务占比分别为49.81%和57.87%，长短期债务结构较为均衡，而其资产结构以无形资产及固定资产等非流动资产为主，反映了公司长短期资本匹配度欠佳。同期末，公司资产负债率分别为41.52%和43.36%，全部债务资本化比率分别为31.53%和34.26%。

从债务期限结构来看，以2022年3月末公司全部债务为基础，一年内到期的债务为160.02亿元，短期内面临一定的债务集中偿还压力。

图表 18：公司有息债务及期限结构<sup>14</sup>（单位：亿元，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。

### 盈利能力

2021 年公司营业收入保持增长，主营业务获利能力仍然较弱，利润总额对政府补助等营业外收入和其他收益的依赖虽有所下降，但仍较大

2021 年公司机制糖和其他业务收入均保持增长，营业收入同比增加 21.00%，公司营业利润率为 15.54%，与 2020 年基本持平，2021 年公司主营获利能力仍然较弱。同期，公司期间费用合计 28.76 亿元，其中以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 14.21%，同比略有下降。

2021 年公司利润总额为 7.64 亿元，同比增长 22.81%，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖虽有所下降，但仍较大，2021 年营业外收入与其他收益合计值占利润总额的比例下降至 76.59%。同期，公司营业外收入 13.52 亿元，其中政府补助 3.94 亿元，土地征收补助 6.66 亿元；其他收益 1.99 亿元，主要为下属企业补缴养老保险同时结转税收分享收入、使用财政资金形成固定资产等与资产有关的政府补助，以及根据资产使用年限逐年结转及机械化推广补贴、稳岗补助等与生产经营活动有关的政府补助。2021 年，公司总资本收益率 1.99%，同比上升 0.05 个百分点，净资产收益率 1.17%，同比提升 0.29 个百分点。

2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.79 亿元，同比略有增加，营业利润率为 11.11%，同比有所下降。

<sup>14</sup> 因统计口径不同，公司提供数据与财务报表存在差异。

图表 19：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

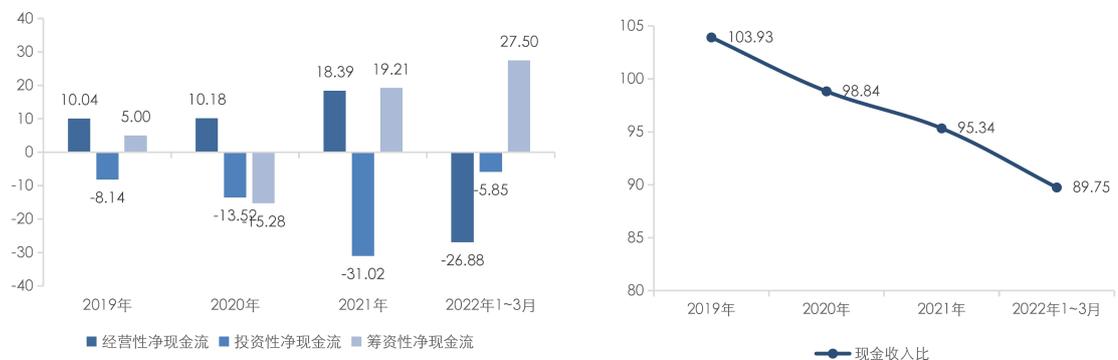
2021年，公司经营性净现金流有所增长，投资性净现金流仍为净流出且规模进一步扩大，筹资性净现金流转为净流入

2021年公司经营活动现金流入同比增长18.27%，主要系公司销售回款增加所致，现金收入比为95.34%，同比下降，经营获现能力有所下降；同期公司经营活动产生的现金流量净额为18.39亿元，同比增加80.55%。

2021年公司投资性净现金流仍为净流出，且净流出规模持增加，主要为当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金大幅增加，以及投资所支付的现金增加所致。2021年，公司筹资活动产生的现金流量净额由负转正。

2022年1~3月，受当期原材料采购支出增加影响，公司经营性净现金流由正转负为-26.88亿元，投资性活动净现金流和筹资性活动净现金流分别为-5.85亿元和27.50亿元。

图表 20：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，但整体流动性仍较弱。2021年公司经营现金流动负债比为9.71%，同比上升。截至2021年末，公司未受限货币资金期末余额49.60亿元，短期有息债务120.74亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较低。

从长期偿债指标来看，2021年，受益于公司EBITDA增长，公司EBITDA利息倍数同比提高；但受债务规模增加影响，全部债务/EBITDA变化不大。

截至2021年末，公司获得的银行总授信额度540.00亿元，尚未使用银行授信267.00亿元，备用流动性充裕。

图表 21：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月末
流动比率	77.81	87.64	94.49	92.09
速动比率	51.87	49.05	53.66	46.79
经营现金流动负债比	4.86	5.56	9.71	-
EBITDA 利息倍数	2.18	2.37	2.78	-
全部债务/EBITDA	10.37	8.66	8.67	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，公司资产结构仍以无形资产及固定资产等非流动资产为主，资产流动性较弱，其他应收款规模较大对资金形成占用；受益于经营积累，公司所有者权益略有增加，资本实力仍然较强；公司有息债务持续增长且规模较大，短期面临债务集中偿还压力；2021年公司营业收入保持增长，主营业务获利能力仍较弱，利润总额对政府补助等营业外收入和其他收益的依赖虽有所下降，但仍较大；2021年，公司经营性净现金流有所增长，投资性净现金流仍为净流出且净流出规模进一步扩大，筹资性净现金流转为净流入。

## 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2022年5月18日，公司本部未结清信贷不存在不良记录；公开市场发行债券均已按时兑付本息。

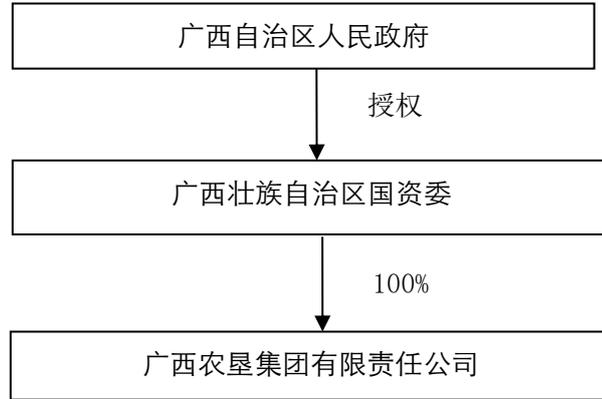
## 抗风险能力及结论

公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；跟踪期内，受益于技改，机制糖产能产量增加，受益于糖价上涨，以及销量增加，机制糖业务获利能力改善；2020年，受国有划拨土地评估入账影响，公司所有者权益大幅增加，2021年受益于经营积累所有者权益进一步增加，资本实力仍较强；跟踪期内，作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作以及参与国家收储，并在土地出让金返还、财政税收返还等方面继续得到政府的支持。

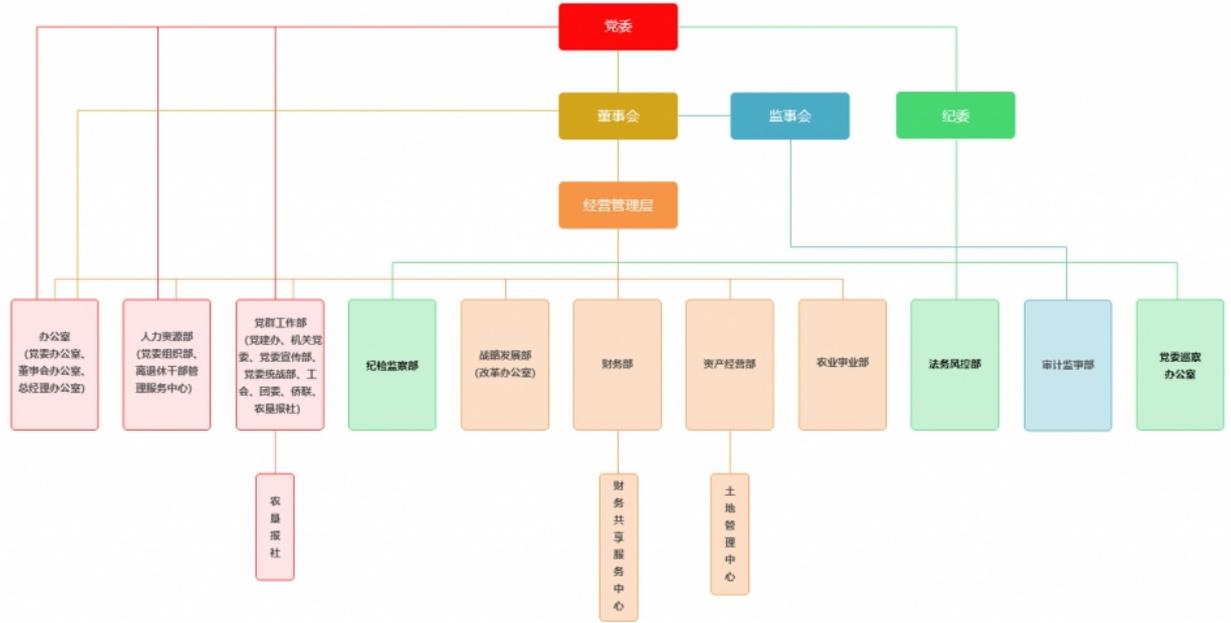
同时，东方金诚也关注到，公司木薯加工业务产能利用率仍处于较低水平，主营业务获利能力较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖仍较大；跟踪期内，公司其他应收款规模仍较大且账龄较长，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险；跟踪期内，公司有息债务进一步增长且规模较大，短期面临一定集中偿还压力。

综合考虑，东方金诚维持广西农垦主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“19 农垦 MTN001”和“20 农垦 MTN001”信用等级为 AA+。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：广西农垦主要财务数据和财务指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	562.93	851.81	900.06	936.62
所有者权益 (亿元)	260.54	524.69	526.40	530.54
负债总额 (亿元)	302.39	327.11	373.66	406.08
短期债务 (亿元)	165.13	129.21	120.74	160.02
长期债务 (亿元)	39.74	84.91	121.67	116.50
全部债务 (亿元)	204.87	214.12	242.41	276.52
营业收入 (亿元)	131.74	167.27	202.38	51.79
利润总额 (亿元)	2.97	6.22	7.64	1.77
净利润 (亿元)	1.25	4.63	6.16	1.58
EBITDA (亿元)	19.76	24.72	27.96	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	10.04	10.18	18.39	-26.88
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-8.14	-13.52	-31.02	-5.85
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.00	-15.28	19.21	27.50
毛利率 (%)	10.54	16.16	16.03	11.35
营业利润率 (%)	10.06	15.69	15.54	11.11
销售净利率 (%)	0.95	2.77	3.04	3.05
总资本收益率 (%)	2.09	1.94	1.99	-
净资产收益率 (%)	0.48	0.88	1.17	-
总资产收益率 (%)	0.22	0.54	0.68	-
资产负债率 (%)	53.72	38.40	41.52	43.36
长期债务资本化比率 (%)	13.23	13.93	18.77	18.01
全部债务资本化比率 (%)	44.02	28.98	31.53	34.26
货币资金/短期债务 (%)	40.58	37.44	45.79	31.30
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	0.93	-1.56	-5.21	-
流动比率 (%)	77.81	87.64	94.49	92.09
速动比率 (%)	51.87	49.05	53.66	46.79
经营现金流动负债比 (%)	4.86	5.56	9.71	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.18	2.37	2.78	-
全部债务/EBITDA (倍)	10.37	8.66	8.67	-
应收账款周转率 (次)	30.25	19.27	21.31	-
销售债权周转率 (次)	28.31	18.05	19.86	-
存货周转率 (次)	3.40	2.26	2.30	-
总资产周转率 (次)	0.20	0.24	0.23	-
现金收入比 (%)	103.93	98.84	95.34	89.75

#### 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。