

广东省农垦集团公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 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 1473 号

广东省农垦集团公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 粤垦 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持广东省农垦集团公司（以下简称“广东农垦”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 粤垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司作为中央两大直属垦区之一获得的股东支持力度大，天然橡胶、糖业及乳业业务保持较强品牌优势和市场竞争力，土地资源丰富，持有物业质量较优和融资渠道畅通等方面的优势对整体信用实力提供的有力支持。但中诚信国际关注到 2021 年以来畜牧板块亏损对公司盈利能力造成一定影响，未来存在一定投资支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广东农垦（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	410.09	408.49	425.80	448.36
所有者权益合计（亿元）	170.75	165.88	169.28	168.27
总债务（亿元）	119.76	114.28	127.21	139.53
营业总收入（亿元）	234.58	215.11	240.34	50.49
净利润（亿元）	2.76	1.46	2.25	-0.68
EBITDA（亿元）	16.32	12.92	15.61	--
经营活动净现金流（亿元）	16.20	25.94	18.71	-0.49
资产负债率(%)	58.36	59.39	60.24	62.47
广东农垦（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	104.81	110.51	123.50	141.63
所有者权益合计（亿元）	44.43	45.53	45.16	45.08
总债务（亿元）	12.30	10.01	39.32	50.82
营业总收入（亿元）	0.57	0.58	0.56	0.09
净利润（亿元）	1.21	-1.16	-0.20	-0.08
经营活动净现金流（亿元）	-2.65	8.61	-18.62	-6.69
资产负债率(%)	57.61	58.80	63.44	68.17

注：中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告和 2022 年一季度财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：农林牧渔(C010000_2020_01)

广东省农垦集团公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(20%)	营业总收入(亿元)	240.34	8
盈利能力与效率(15%)	总资产收益率(%)*	1.59	6
	存货周转率(X)*	3.09	7
财务政策与偿债能力(35%)	总资本化比率(%)	42.90	8
	总债务/EBITDA(X)*	8.11	7
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.76	7
	经营活动净现金流/短期债务(X)*	0.24	7
运营实力(30%)	经营稳定性	7	7
	资源控制力	10	10
	竞争实力	8	8
打分结果			aa-
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、资源特殊性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年-2021 年三年平均值

正面

■ **股东支持力度大。**公司是中华人民共和国农业农村部直属垦区，近年来多次获得股东增资和财政资金扶持，为公司业务发展提供了有力支撑。

■ **天然橡胶、糖业及乳业业务保持较强品牌优势和市场竞争力。**公司天然橡胶业务经营主体广东省广垦橡胶集团有限公司（以下简称“广垦橡胶”）是全球天然橡胶全产业链最大的企业，具备较强品牌和规模优势。公司糖业板块在广东省内拥有较强的竞争优势，其中机制糖产量占广东省产量的 50%左右；乳业板块的经营主体广东燕塘乳业股份有限公司（以下简称“燕塘乳业”）是广东地区唯一一家液态奶上市公司，亦是华南地区首家中国奶业综合排名 20 强企业。

■ **土地资源丰富，持有物业质量较优。**公司拥有丰富的土地资源，截至 2022 年 3 月末，所属国有农场确权土地面积达 334.34 万亩，为其业务发展奠定了良好基础。同期末，公司持有的租赁物业主要位于广州和深圳，面积约为 70 万平方米，且以成本法入账，可为公司提供稳定的租金收入和现金流。

■ **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 262.70 亿元，其中未使用额度为 168.41 亿元。公司下属子公司燕塘乳业为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **2021 年以来畜牧板块亏损，对公司盈利能力造成一定影响。**2021 年以来由于生猪价格大幅下降，公司经营性利润减少且确认了一部分存货跌价损失及生产性生物资产减值，2021 年畜牧板块利润总额为-2.90 亿元，对盈利能力造成不利影响。

■ **未来存在一定投资支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建项目预计总投资 47.94 亿元，累计已投资 14.16 亿元，且房地产板块仍有一定投资支出，未来存在一定投资压力。

评级展望

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

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

评级历史关键信息

广东省农垦集团公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型		评级报告
AAA/稳定	--	2021/07/29	王梦莹、刘钊博、袁悦颖	中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2020_01		阅读全文

同行业比较

部分农垦企业主要指标对比表						
公司名称	截至 2022 年 3 月末				2021 年	
	土地面积 (万亩)	总资产 (亿元)	总债务 (亿元)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江苏农垦	178.50	400.51	65.90	21.90	182.15	30.33
广东农垦	334.34	448.36	139.53	45.33	240.34	2.25

注：“江苏农垦”为“江苏省农垦集团有限公司”简称，江苏农垦土地面积为截至 2021 年末数据。

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
21 粤垦 01	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2021/03/19~2026/03/19 (3+2)	回售条款，票面利率选择权

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

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

宏观经济和政策环境

宏观经济：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，表现为基建和高新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年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，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年随着疫情防控趋于稳定及下游市场需求回升，我国天然橡胶消费量同比上升，天然橡胶价格较疫情爆发初期有明显回升

全球天然橡胶主要产区集中在东南亚地区，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国，产量占全球总产量的比重超过80%。天然橡胶树种植后，一般第7年开始割胶，第9年进入高产期。近十年来，由于天然橡胶价格整体较为低迷，加之主产国陆续进行产业升级，部分主产国存在因经济效应而改种棕榈树等其他农产品的现象，天然橡胶新种胶树面积明显下降，可供割胶的橡胶林面积增长出现边际性下降，全球天然橡胶产量自2018~2020年整体呈下降态势。根据天然橡胶生产国协会统计数据显示，由于新冠疫情对于产区割胶作业的影响低于上年，2021年当年全球天然胶产量小幅回升3.31%至1,205.02万吨；但由于产区割胶作业不时受到雨水天气影响，加之东南亚主产区部分国家的防疫管控措施使得劳工流动仍然受限，2021年全球天然橡胶产量仍未恢复至2019年新冠

疫情前水平。

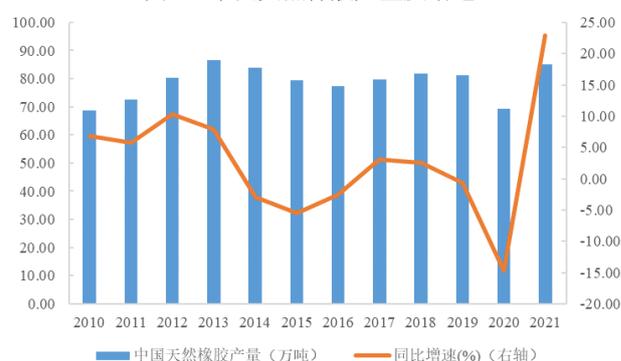
图1：全球天然橡胶产量及增速



资料来源：Wind，中诚信国际整理

受气候以及种植条件影响，我国不属于天然橡胶主产国，但作为一种重要战略资源，已在海南和云南地区形成了两大橡胶种植基地，同时形成了海南天然橡胶产业集团股份有限公司、中化国际(控股)股份有限公司、云南农垦集团有限责任公司和广东省农垦集团公司等几大主要的天然橡胶种植、生产和供应企业。尽管我国天然橡胶种植面积近几年快速增长，但由于橡胶树培育周期较长，近年来我国天然橡胶产量占全球产量的比例仍维持在6~7%。2021年，虽然相关产区仍然受到干旱、虫害等影响，但整体产出损失小于上年，加之疫情防控趋于平稳，当年我国天然橡胶产量大幅回升22.90%至85.13万吨。

图2：中国天然橡胶产量及增速

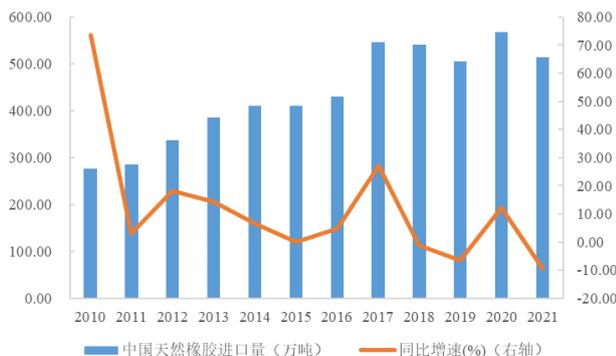


资料来源：Wind，中诚信国际整理

受限于橡胶种植规模，我国80%以上的天然橡胶需求量需要进口，对外依存度很高，已连续多年蝉联世界第一大天然橡胶进口国和消费国，2021年

我国天然橡胶消费量占全球天然橡胶消费总量的比例超过 60%。2021 年，由于进口船货因东南亚港口工人短缺及船运费大幅上升等，2021 年我国天然橡胶进口量同比下降 9.40%至 514.10 万吨。

图 3：中国天然橡胶进口量及增速



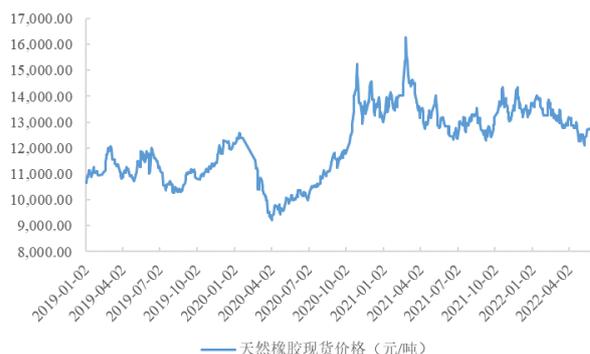
资料来源：Wind，中诚信国际整理

下游需求方面，目前我国 70%以上的天然橡胶使用在轮胎生产中，原材料成本约占轮胎产品总成本的 80%，而天然橡胶与合成橡胶分别占原材料成本的 40%和 20%，因此轮胎行业的需求波动直接影响天然橡胶行业景气度变化。2021 年初，受益于国内疫情防控趋于稳定，下游汽车市场表现已基本恢复至疫情前水平，轮胎企业开工整体维持高位，对天然橡胶需求回升；但受全球疫情反复、汽车芯片短缺等令乘用车市场回升受阻，加之重卡市场受排放标准切换影响销量“腰斩”等影响，2021 年下半年国内轮胎市场整体消费情况走弱。此外，2021 年轮胎出口市场表现良好，当年国内轮胎出口量呈小幅上升态势。在上述因素共同作用下，2021 年我国天然橡胶消费量为 594.92 万吨，同比增长 5.35%。

2021 年，天然橡胶价格走势仍有较为明显的季节性。具体来看，年初时由于主产区全面进入停割期，加之国内春节假期后复工复产带动下游市场需求回升，且疫情防控趋于平稳令市场对后市持有较为乐观的预期，2021 年一季度天然橡胶价格大幅上涨，现货价格于 2 月末攀升至 16,287.50 元/吨，为近年来新高；但后续国内疫情在部分地区有所反复令下游需求走弱，加之主产区逐步展开割胶使得天然橡胶供给预期提升，天然橡胶价格于 9 月初回落

至 12,297.50 元/吨的年内低位；由于主产区冬季的拉尼娜天气可能对产区割胶形成冲击，且海运不畅，四季度以来天然橡胶价格有所回升，至 2022 年二季度随主产区进入当年割胶期而逐步回落。整体来看，2021 年以来天然橡胶价格较疫情爆发初期有明显回升且呈震荡态势。

图 4：近年来我国天然橡胶现货价格（元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

我国乳制品行业产销保持相对稳定态势，“两超多强”的市场格局已基本稳定，行业集中度或将进一步提高；2021 年以来原奶价格处于相对高位，对乳制品企业成本控制能力提出更高要求

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

图 5：近年来中国牛奶产量情况

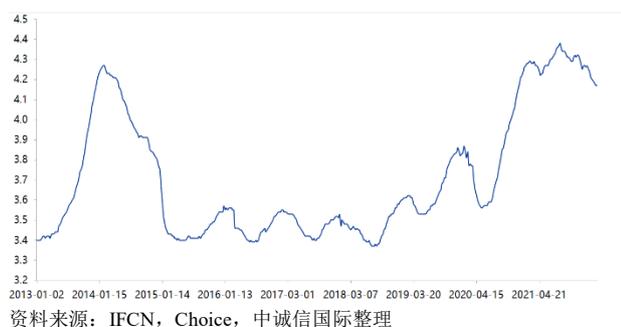


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

原奶是乳制品企业生产成本中重要的一部分，

液态奶成本中原料奶占比 40%左右，而奶粉中原料奶成本占比则达 60%。作为影响乳制品价格的重要因素，原奶价格主要受养殖成本的影响，其中饲料成本在奶牛养殖总成本中占比较高，约为 70%。根据农村农业部数据，2020 年下半年以来，受益于疫情好转，民众饮奶需求恢复，加之大豆和苜蓿等饲料成本上升，国际牛奶价格提高，生鲜乳价格保持上涨态势，并于 2021 年 8 月达到最高点 4.3 元/公斤。2021 年第四季度以来，受国内原奶供给增长影响，主产区生鲜乳均价有所下降，但仍处于高位，对下游乳制品企业的成本控制带来一定挑战。

图 6：近年来生鲜乳价格走势（元/公斤）



国内上游牧场不断提升牧场规模、机械化和数字化程度，基本大型牧场已实现数字化管理，机械化挤奶率接近 100%。中诚信国际关注到，疫情后带来的需求端的强劲增长使得乳制品企业关注奶源供给保障及控制权强化，全国及地方乳品龙头加速并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，根据海关总署数据，2021 年全国进口活牛 36.11 万头，同比增长 35.70%，新建牧场及奶牛存栏量的增长或将对原奶价格形成一定冲击。

下游需求方面，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格的影响。在消费者教育提升和消费升级的背景下，乳制品消费量或将保持增长态势。同时，我国乳制品消费区域分化严重，上海市、北京市等经济发达城市人均乳制品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，近年来低线城市和农村居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，饮奶习惯

逐渐形成，未来低线城市和农村市场的乳品消费和渗透率仍有很大提升空间。

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

从终端产品的市场格局来看，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和中国蒙牛乳业有限公司拥有全国性品牌，销售网络覆盖面广，收入水平和市场占有率处于领先地位，根据前瞻产业研究院的统计，2021 年伊利和蒙牛的乳制品市场份额近 50%，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势。区域性乳制品企业基本通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争，光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司和新希望乳业股份有限公司等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，与全国性乳企形成有效互补。地方性乳制品企业通常仅在单一省市经营，生产经营规模较小，竞争力有限。近年来，由于国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品企业的整顿，行业龙头企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大自身规模，丰富产品品类，同时不断加强对奶源和销售渠道的控制，其收入增长普遍高于行业的平均增速，竞争优势进一步扩大，且受疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，未来行业集中度有进一步提升的趋势。

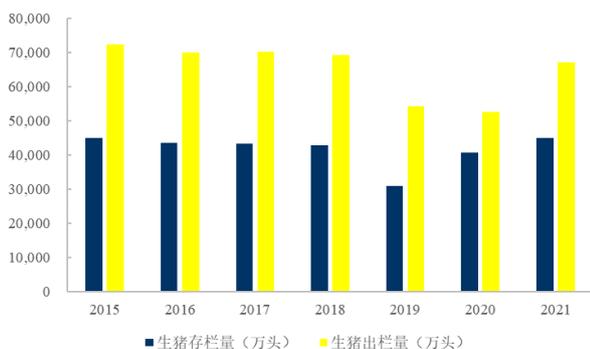
中诚信国际认为，近年来我国乳制品消费市场保持稳定，终端市场“两超多强”的市场格局已基本形成，且未来集中度有望进一步提升。2021 年以来原奶价格处于相对高位，对乳制品企业成本控制能力提出更高要求。

2019 年 3 月开始，受供需关系影响，生猪价格高位运行；随着产能的逐步恢复，2021 年 10 月生猪价格降至 2020 年前期低位区间，能繁母猪存栏量虽

开始环比下降但规模仍较大, 2022 年下半年猪价或小幅回升但仍处于低位运行

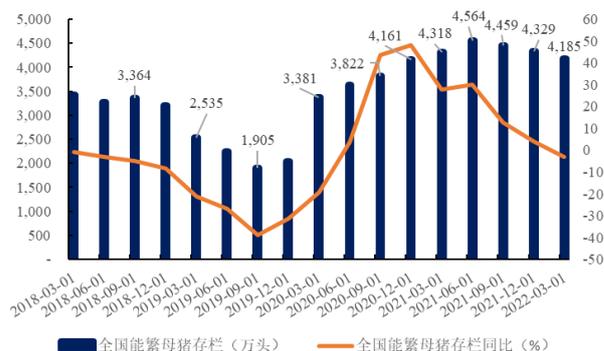
近年来, 我国年出栏量在 500 万头以上的大型养殖场生猪出栏量占比不断提升, 但仍处于较低水平, 以养殖散户为主体的供给结构决定了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高的格局。同时, 受到技术、资金、信息不对称等条件的制约, 养殖散户通常在猪价高涨时高价补充产能, 猪价低迷时恐慌性提前出栏, 从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡, 猪肉价格剧烈波动。受非洲猪瘟疫情扩散、病原猪扑杀以及猪价持续低位运行等因素的影响, 2019 年国内生猪及能繁母猪存栏量快速下降, 当年 9 月末能繁母猪存栏量达到历史低点, 相比于 2012 年 10 月末的历史高位下降约 3,000 万头; 2020 年以来, 随着养殖户补栏增加, 国内生猪和能繁母猪存栏量逐步回升, 虽然能繁母猪存栏量于 2021 年 6 月末达到最高值 4,564 万头后开始环比下降, 但整体存栏及出栏量较上年仍有所增长, 截至 2021 年末, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 4.49 亿头和 4,329 万头, 分别同比增长 10.51% 和 4.04%; 同期生猪出栏 6.71 亿头, 同比增长 27.37%。2022 年 3 月末, 生猪和能繁母猪存栏量分别降至 4.23 亿头和 4,185 万头, 分别同比增长 1.6% 和下降 3.1%; 一季度生猪出栏同比增长 14.10% 至 1.96 亿头, 增幅大幅放缓。整体来看, 我国能繁母猪存栏量开始下降, 我国商品猪供应或将于 2022 年下半年出现下行拐点。

图 7: 我国生猪存栏量及出栏量变化



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

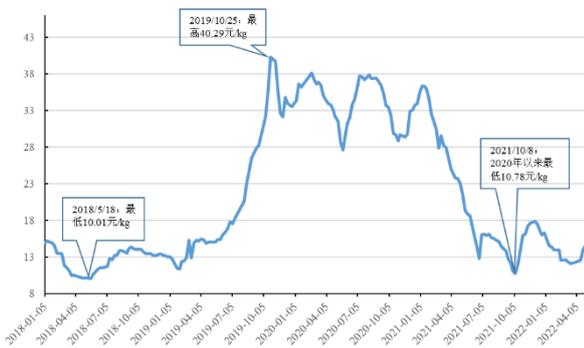
图 8: 我国能繁母猪存栏量变化



资料来源: Choice, 中诚信国际整理

由于能繁母猪补栏到商品猪供应增加一般需要 10~13 个月左右, 这使得供给的缺口无法随着价格涨跌迅速弥补, 因而猪价波动的周期长度一般为 3~4 年, 形成所谓的“猪周期”。2019 年 3 月以来, 随着生猪产能大幅去化, 供给日趋紧缺, 生猪价格在全国范围内快速上升, 并于 10 月达到历年来价格最高点; 随后由于国家保供稳产政策取得一定成效等, 生猪价格有所回落。受复工复产的持续推进以及餐饮需求逐步恢复等影响, 2020 年 5 月起生猪价格大幅反弹, 但产能的持续恢复及投放令 9 月起生猪价格陆续下跌, 但年末生猪价格有一定节日效应支撑。2021 年 1 月以来, 能繁母猪和生猪存栏量的持续上行或处于高位, 生猪价格继续下滑, 并于 2021 年 10 月降至 2020 年前期低位区间, 令生猪养殖企业全面亏损, 10 月中旬以来, 虽然行业回调令价格小幅回升, 但由于能繁母猪存栏规模仍较大, 2022 年一季度猪价进一步回落。由于能繁母猪存栏量已出现下降态势, 预计 2022 年下半年猪价或小幅回升, 但仍处于低位运行。

图 9：全国 22 个省市生猪平均价格（元/公斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

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

政策方面，2019 年 9 月 10 日，国务院办公厅发布的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，生猪屠宰加工需向养殖集中区域转移，鼓励生猪就地就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。2020 年中央一号文件强调传统生猪调运方式的变革，要实现“运猪”向“运肉”转变，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。中诚信国际认为，随着活猪跨区调运逐步受限，不同区域猪价之间的分化或将更加明显，为了减少生猪利润被猪价较低区域所侵蚀，全国布局的大型养猪企业将会在各养殖区域加快对猪屠宰产能的整合，有助于生猪养殖行业全产业链布局，而没有规模优势的小型养殖户或因不具成本优势而被淘汰，未来行业集中度或将进一步提升。

跟踪期内，公司产权结构稳定，治理良好，部分董

事及高级管理人员发生变动

截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 35.20 亿元，中华人民共和国农业农村部（以下简称“农业农村部”）持有公司 100% 的股权，为公司控股股东及实际控制人。

公司已经建立了较为完善的财务管理制度、内部控制流程和风险管理机制。资金管理方面，公司于 2019 年 12 月成立了广东省农垦集团财务有限公司，利用“集团统一结算、资金集中管理、筹融资”三大平台为成员单位提供金融服务，采用“收支两条线+统一支付”的组合模式实施资金归集，统一支付，其中一般户实时归集，基本户超限额定时归集。

人事变动方面，2021 年 6 月，原董事长支光南先生因正常任职调动离任，离任后不再担任公司任何职务，截至目前公司董事长暂缺，目前由总经理冯彤先生代行董事长职责；2021 年 7 月，黄文沐先生出任公司副总经理。上述人员变动不会对公司日常经营及董事会决议有效性造成影响。跟踪期内，其余董事、监事及高级管理人员未发生变化。

2021 年公司天然橡胶业务保持了较强的规模和品牌优势，下游需求及销售均价回升带动该板块收入同比增长，但仍需持续关注天然橡胶市场价格对其经营状况的影响

公司天然橡胶业务的运营主体为广垦橡胶¹，作为全球最大的天然橡胶全产业链企业之一，2021 年广垦橡胶保持了较强的规模和品牌优势，且受益于国内疫情防控趋于平稳令下游需求有所回升，天然橡胶销售量价齐升带动板块收入同比增长 16.29%。毛利率方面，由于 2021 年初海外天然橡胶主产区受疫情、天气等影响整体新胶放量不及预期，加之下游汽车轮胎市场需求回升，天然橡胶价格于 2 月达到近年来相对高位后保持震荡态势，全年销售均价的提升令该板块毛利率同比增加 2.55 个百分点。

¹ 截至 2022 年 3 月末，广垦橡胶总资产为 115.83 亿元，所有者权益为 39.31 亿元；2021 年，广垦橡胶实现营业收入 117.85 亿元，同比增长 16.29%，净利润 3.82 亿元，同比增长 402.63%。

2022 年一季度，该板块收入与上年同期基本持平，但由于天然橡胶价格较上年同期有所下降，贸易业

务毛利率由正转负，当期该板块毛利率亦同比减少。

表 1：公司天然橡胶业务收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内天然橡胶产销	9.71	13.51	6.53	5.76	9.10	8.65	1.08	7.08
国外天然橡胶产销	68.44	10.59	79.02	12.14	86.97	13.34	23.71	10.32
天然橡胶贸易业务	60.50	0.71	43.72	-0.52	42.98	2.17	7.06	-0.93
合并抵消	-30.83	--	-27.93	--	-21.20	--	-1.78	--
合计	107.82	8.50	101.34	9.60	117.85	12.15	30.07	8.26

资料来源：公司提供

天然橡胶的原料主要是鲜胶水和杯胶，2021 年原料成本占生产成本的比例保持在 80%以上。截至 2022 年 3 月末，公司自有橡胶林种植面积约为 110 万亩，其中境外橡胶基地约为 38 万亩，主要位于马来西亚、老挝和柬埔寨²，国内橡胶基地位于广东。2021 年，随着成熟橡胶树增多，公司自有胶林开割面积小幅上升，但由于自有种植面积相对较小，且国外种植基地大部分尚未达到开割状态，原料仍以外部采购为主，2021 年自给率约为 3.40%。

表 2：近年来公司自有种植基地资源储备情况

年份	(万亩、%、公斤)			
	2019	2020	2021	2022.3
可开割面积	59.63	71.30	72.30	72.30
开割比例	55.80	65.65	66.33	66.33
亩产天然橡胶水	100.29	105.56	110.52	110.57
亩产成品胶	27.08	28.50	29.80	29.82

资料来源：公司提供

2021 年以来公司天然橡胶初加工产能保持稳定，截至 2022 年 3 月末，在广东、海南和云南等国内地区产能共计 20 万吨/年，在泰国、马来西亚和印度尼西亚等海外地区产能共计 110 万吨/年。由于公司大部分产能位于海外天然橡胶主产区，海外疫情对 2021 年初割胶季人员流动产生了一定影响，叠加多雨、虫害等因素一定程度上影响了割胶进度，产能利用率同比小幅下滑且处于偏低水平。

表 3：公司主要天然橡胶产品生产情况（万吨/年、万吨、%）

产品名称	项目	2019	2020	2021	2022.1~3
标准胶	产能	81.57	81.57	81.57	81.57
	产量	66.34	67.08	65.13	15.17

² 公司主要通过租赁土地自主投资种植、合股投资种植、租赁胶园直接割胶和并购接管等方式扩大海外胶园基地。

浓缩胶乳	产能利用率	81.33	82.34	79.85	--
	产能	30.50	30.50	30.50	30.50
	产量	13.92	14.39	14.18	2.84
胶清胶	产能利用率	45.64	47.18	46.49	--
	产能	2.55	2.55	2.55	2.55
	产量	0.77	0.84	0.87	0.16
	产能利用率	30.33	32.94	34.12	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司天然橡胶品牌优势稳固，与玲珑、三角、赛轮等大型轮胎企业持续保持良好合作关系。受益于下游需求随疫情防控趋于稳定而有所回升，2021 年以来天然橡胶产品销量呈增长态势。销售均价方面，年初割胶季开割进度不及预期、地缘政治等因素使得 2021 年以来天然橡胶价较疫情初期明显回升，且公司通过期货套期保值等方式在一定程度上控制橡胶价格波动风险，天然橡胶价格同比上升使得跟踪期内公司减少使用期货套保工具，期货形式销售规模回落。**中诚信国际认为**，天然橡胶属于大宗商品，其价格受全球经济发展状况、投机活动等因素影响波动较大，未来仍需对天然橡胶市场价格及农垦橡胶经营状况保持关注。

表 4：近年来公司天然橡胶销售数据（万吨、元/吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销量	106.91	98.02	100.92	26.06
其中：电子交易	1.62	1.39	1.91	0.16
期货	0.32	2.93	0.40	-
直、分销	104.97	93.70	98.61	25.90
销售均价	10,016	10,244	11,677	11,541

资料来源：公司提供

跟踪期内，糖业板块在广东省内保持了较高的市场

地位，加之 2021 年食糖价格处于相对高位，当年板块收入同比提升

公司糖业板块主要运营主体广东广垦糖业集团有限公司（以下简称“广垦糖业”）³机制糖产量占广东省产量的 50%左右，在区域内具备较强竞争优势。2021 年机制糖贸易收入占合并抵消前收入的比例近 60%，仍然是糖业板块的主要收入来源。同期糖价上升及机制糖贸易量增加带动该板块收入

同比增长 11.07%，其中自产机制糖方面，2021 年 1~3 月榨季甘蔗含糖量减少令当季产糖率下降，受此影响，2021 年公司机制糖产量同比减少且收入亦随之小幅下滑。毛利率方面，2021 年食糖价格上升令自产机制糖及机制糖贸易毛利率同比提升。2022 年一季度，由于公司根据市场行情调整销售节奏，主动控制自产机制糖及机制糖贸易规模，当期糖业板块收入同比小幅下滑，但由于糖价仍处于上行通道中，当期糖业板块毛利率同比提升。

表 5：公司糖业板块收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自产机制糖	16.11	7.13	13.76	10.61	12.00	11.67	3.01	3.89
机制糖贸易	33.54	5.00	23.46	2.66	26.50	4.30	5.82	1.90
桔水、蔗渣等副产品	1.34	1.50	1.15	7.20	1.51	1.00	1.10	0.14
其他	6.59	9.66	6.56	13.25	5.37	4.10	2.52	0.32
合并抵消	-21.31	--	-18.91	--	-16.48	--	-6.44	--
合计	36.27	7.20	26.02	11.60	28.90	10.00	6.01	6.25

注：1、糖业板块其他业务主要为土地耕种收益、物业出租及管理、其他水果等；2、由于广垦糖业本部代销下属糖厂生产的白糖和副产品、下属农场销售甘蔗给糖厂以及下属物流贸易公司购买自产白糖进行贸易，广垦糖业合并抵消规模较大。

资料来源：公司提供

公司制糖原料约 65%来自种植基地，35%左右向农场周边农户采购。截至 2022 年 3 月末，公司拥有 12 个甘蔗种植基地，连结 1,065 个家庭农场和 1.12 万户农户，蔗区面积为 55 万亩，其中 36 万亩为公司自有产权土地，具备一定的资源优势，但受菠萝、香蕉和火龙果等其他高收益经济作物的冲击，2020/2021 榨季以来甘蔗种植面积有所下降。

表 6：近年来公司甘蔗种植情况（万亩、吨/亩、%、元/吨）

	2019/2020	2020/2021	2021/2022
甘蔗种植面积	59	55	55
蔗区甘蔗单产	5.47	4.71	5.00
蔗区甘蔗出糖率	10.62	9.87	9.93
蔗区甘蔗种植综合成本	496	510	510

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

资料来源：公司提供

公司每年向种植地下发甘蔗种植计划，采取政府定价和蔗糖挂钩的二次联动机制⁴，预付月结，形成了较为稳定的原料供应。公司向周边农户的收

购价格为当地政府指导价，通常现款现货。2021 年以来，由于食糖价格持续攀升，公司收购价亦相应上升，但气候干旱令 2020/2021 榨季有所推迟，甘蔗含糖量亦有所减少，收购量同比下降，2021/2022 榨季降雨较为丰富使得收购量有所恢复。

表 7：近年来公司甘蔗收购情况（元/吨、万吨）

	2019/2020	2020/2021	2021/2022
自产收购价	417	419	489
周边农户收购价	456	490	518
周边农户收购量	114.19	96.37	114.95

注：表中数据按照榨季进行统计；甘蔗收购价包含地租成本。

资料来源：公司提供

2021 年公司机制糖厂开展技改等令当年机制糖产能有所上升，但受 2020/2021 榨季期间天气影响，2021 年机制糖产量有所下滑。销售方面，广垦糖业销售主要采取款到发货形式，2021 年销量及产销率亦有所下降，主要系公司根据市场行情调整销售节奏所致，但国内糖业市场占有率有所提升；当

³ 截至 2022 年 3 月末，广垦糖业总资产为 100.77 亿元，所有者权益为 58.55 亿元；2021 年，广垦糖业实现营业总收入 28.90 亿元，同比增长 11.07%，净利润 0.40 亿元，同比增长 110.53%。

⁴ 价格下跌时，公司确定最低保护价政策以保持蔗农种植积极性；糖价上升时，公司收购价格联动上升。

年前五大客户合计销售额占总销售额的比重为30.53%，下游客户集中度有所下降。

销售均价（万元/吨）	4,620.24	4,770.54	4,967.97	5,002.21
------------	----------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

表 8：近年来公司机制糖产销情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万吨/年）	49.20	43.20	45.00	45.00
产量（万吨）	35.46	28.57	27.00	21.55
销量（万吨）	35.20	29.33	25.10	6.13
国内市场占有率(%)	2.35	1.92	2.43	2.50

资料来源：公司提供

公司机制糖贸易业务主要由广垦糖业下属子公司广东广垦糖业集团贸易有限公司运营，客户与自产机制糖业务客户基本重叠。由于 2021 年食糖价格有所恢复，贸易业务盈利空间提升，当年机制糖贸易量及收入规模同比上升。

表 9：近年来公司机制糖贸易业务购销情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
采购量（万吨）	72.88	48.67	53.56	11.72
采购均价（万元/吨）	4,551.13	4,690.40	4,757.51	4,938.82
销售量（万吨）	72.59	49.17	53.34	11.63

表 10：公司乳业板块收入和毛利率情况（亿元、%）

年份	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
乳酸菌乳饮料类	5.35	45.29	6.31	39.17	7.60	38.99	1.45	34.72
液体乳类	4.93	27.76	5.80	18.82	7.43	16.43	1.51	15.15
花式奶	4.14	31.64	4.05	26.10	4.54	28.00	0.84	23.57
冰淇淋雪糕	0.14	31.04	0.08	-23.46	0.07	-11.04	-	--
其他	0.15	21.11	0.12	40.93	0.21	38.70	0.06	36.87
合计	14.71	35.19	16.37	28.42	19.85	27.84	3.86	24.68

注：数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：根据燕塘乳业定期报告整理

截至 2022 年 3 月末，燕塘乳业拥有三座自有牧场，分布在阳江、湛江和陆丰，奶源较为稳定，2021 年原奶产量合计为 2.55 万吨，原奶自给率保持在 35%左右。除自有牧场供应外，公司与十余家大中型牧场保持稳定的战略合作关系；2021 年，燕塘乳业前五名供应商合计采购金额占年度采购总额的比重为 37.20%，不存在对单一供应商过度依赖的情况。

燕塘乳业采用“以销定产”的经营模式，受益

燕塘乳业是区域性龙头乳企，在广东省内具备较强的品牌和规模优势，2021 年加强渠道建设力度令收入保持增长态势，上游饲料成本上升对该板块原材料成本控制造成一定压力

公司乳业板块的运营主体燕塘乳业⁵是广东地区唯一一家液态奶上市公司，亦是华南地区首家中国奶业综合排名 20 强企业，在区域内具备较强的品牌和规模优势。受益于加强商超及便利店、送奶到户及学校等各类渠道建设力度，2021 年板块收入保持增长。但 2022 年一季度，广东地区疫情有所反复对下游需求造成一定影响，当期乳业板块收入同比小幅下降。毛利率方面，2021 年以来养殖端饲料成本不断攀升令该板块主要原材料成本增加，板块毛利率亦呈下滑态势，对其成本控制造成一定压力。

于 2021 年加大渠道拓展力度，下游需求增加带动产销量同比增长，产能利用率亦随之提升，产销率保持很高水平；2021 年前五名客户销售金额占年度销售总额的比重为 11.63%，截至 2022 年 3 月末燕塘乳业拥有一级经销商 540 家，整体客户较为分散。

表 11：近年来燕塘乳业乳制品产销情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万吨/年）	30.92	31.21	27.10	27.10
原料奶耗用量（万吨）	6.39	6.98	7.89	1.67
产量（万吨）	16.16	18.72	22.71	4.60
销量（万吨）	15.99	18.38	21.37	4.14

⁵ 截至 2022 年 3 月末，燕塘乳业总资产为 16.97 亿元，所有者权益为 12.24 亿元；2021 年，燕塘乳业实现营业总收入 19.85 亿元，同比增长 21.26%，净利润 1.56 亿元，同比增长 45.79%。

注：2019~2020年产能以日产峰值产能进行统计，2021年以来产能以各生产基地可行性研究报告的核算口径进行统计，故2021年以来乳业板块产能有所下降。

资料来源：公司提供

2021年以来，公司生猪养殖产能及产销量上升，但产能利用率较低且生猪价格步入下行通道使得畜牧板块出现亏损；为保障省内生猪供应，公司保持较大投资力度，对其经营和成本管控能力提出了更高要求

公司生猪养殖业务运营主体为广东广垦畜牧集团股份有限公司（以下简称“广垦畜牧”）⁶，主要采用自繁自养模式。2021年，前期建设的生猪养殖项目投产使得公司生猪养殖产能继续扩张，加之进行了较大规模的补栏，当期生猪出栏量及年末生猪存栏量均同比提高，产能利用率亦明显回升，但由于新建产能较多，产能尚未完全释放，2021年以来产能利用率仍处于较低水平。随着在建生猪养殖项目的投产，预计未来公司生猪养殖产能将达到200万头/年，中诚信国际认为，目前公司生猪产能利用率较低，未来将持续关注产能释放情况及相关项目投后效益情况。

销售方面，公司生猪主要销售给区域内贸易商，少量供港销售和对广东广垦绿色农产品有限公司（以下简称“绿色农产品公司”）出售，2021年以来生猪产销率保持较高水平，但生猪价格步入下行通道使得销售均价呈大幅下滑态势，畜牧板块经营亏损。

表 12：近年来公司生猪养殖业务产销情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万头/年）	75	95	150	150
出栏量（万头）	20	13	38	10
存栏量（万头）	5	15	26	28
产能利用率(%)	26.67	14.11	42.18	25.44
销售均价（元/公斤）	16.27	29.83	20.41	13.45

注：2022年1~3月数据未经年化。

资料来源：公司提供

公司生猪养殖所需的饲料主要来自上海红马

饲料有限公司和控股子公司广东红马饲料有限公司。2021年由于生猪养殖规模扩大，饲喂需求上升使得饲料产能及产量均同比增加。

表 13：近年来公司饲料生产情况（万吨、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
年产能	15.00	15.00	18.00	18.00
产量	7.05	6.50	10.50	2.90
产能利用率	47.00	43.00	58.00	64.44*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，为适应广东省生猪保供应的要求，近年来公司开始大力发展生猪养殖业务，相关投资规模较大，但生猪价格波动具有明显的周期性，随着2021年以来生猪价格步入下行周期，畜牧板块亏损对公司盈利能力造成不利影响；同时，该行业存在疫病风险和环保升级压力，对公司经营和成本管控能力提出了更高要求。未来需关注生猪价格变化以及疫病、环保管控情况对公司的影响。

公司粮油板块业务主要以贸易为主，盈利能力较弱，自产产品以山茶油为主，收入规模有限

公司粮油板块业务主要由全资子公司广东省广垦粮油有限公司（以下简称“广垦粮油”）⁷运营，其贸易业务主要品种为棕榈油和大米，相关收入占比在80%以上，较低的利差空间使得该板块盈利能力较弱。

广垦粮油自产产品包括山茶油等食用油和大米，截至2022年3月末，拥有2个茶油种植基地，种植面积约为13万亩；在东莞、茂名设有油脂加工企业，仓储能力约20万吨、年精炼能力约30万吨、分提能力约100万吨、压榨能力约5万吨；在江门鹤山设有大米加工企业，年产能为1.87万吨。2021年以来生产经营稳定，但收入规模有限。

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

⁶ 截至2022年3月末，广垦畜牧总资产为36.23亿元，所有者权益为7.22亿元；2021年，广垦畜牧实现营业总收入7.25亿元，同比增长1.40%，净利润-2.94亿元，同比下降1,860.00%。

⁷ 截至2022年3月末，广垦粮油总资产为25.89亿元，所有者权益为1.61亿元；2021年，广垦粮油实现销售收入17.78亿元，同比下降1.98%，净利润-0.54亿元，同比下降5,500.00%。

步盘活土地资源

公司支持业务包括酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销和金融服务等产业，业务多元化发展的同时也为公司主业提供了一定保障及支撑。其中，农产品物流与营销业务主要由联营企业广垦辰禧国际农产品物流投资有限公司（以下简称“广垦辰禧”）⁸和子公司绿色农产品公司⁹运营，2021年以来均保持稳定发展。金融业务主要为服务于“三农”和小微企业的小额贷款业务，截至2021年末，公司发放贷款账面余额为2.10亿元，其中贷款人中农户自然人占比为44.03%；抵押和保证贷款占比分别为65.67%和29.51%，正常类贷款占比为90.94%，累计计提坏账准备0.10亿元。物业租赁业务方面，截至2022年3月末，公司在广州和深圳

持有的用于租赁的物业约70万平方米，受益于疫情缓解后租金减免情况减少，加之部分物业提高租金收取标准，2021年公司实现租金收入同比上升11.29%至4.14亿元。

房地产业务主要对公司持有的土地和纳入广东省“三旧改造”计划的物业进行开发，2021年营业收入增至5.39亿元，但受房地产行业政策调控等影响，净利润下滑至-0.07亿元。截至2022年3月末，公司在建地产项目规划建筑面积合计69.08万平方米，总投资49.83亿元，当年新增高州广垦华苑、化州广垦华府和阳江广垦海泉城（一期低密度）三个项目，同期末主要在建房地产项目已投资32.92亿元，未来存在一定投资支出，需对房地产项目投资、开发节奏及现金回流情况保持关注。

表 14：截至 2022 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	区域	性质	规划建筑面积	计划总投资	截至 2022 年 3 月末已投资	未来投资计划			累计已实现销售金额	预计未来可实现销售金额
						2022.4-12	2023	2024		
广州观云大厦	广州市天河区	商服	9.78	18.70	17.40	1.30	-	-	0.13	22.37
高州广垦华府	高州市站前路	住宅	20.00	9.96	8.56	1.40	-	-	9.81	1.00
化州广垦华府	化州建设农场	住宅	14.50	6.80	2.20	0.50	1.50	1.00	-	5.30
阳江广垦海泉城（一期低密度）	阳江平岗农场	住宅	8.45	4.20	0.15	0.90	1.80	1.00	-	7.30
广州观成大楼	广州市天河区	商服	1.85	3.30	2.37	0.93	-	-	0.82	2.48
高州广垦华苑	高州坡耀	住宅	6.80	3.57	0.99	0.36	1.50	0.72	-	3.30
铜锣湖新城	陆丰铜锣湖	住宅	7.70	2.80	1.25	0.39	0.50	0.40	0.99	0.93
合计	--	--	69.08	49.33	32.92	5.78	5.30	3.12	11.75	42.68

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司在售地产项目4个，分别位于高州、茂名、陆丰和广州。此外，公司开发的粤垦绿苑项目前期因诉讼纠纷被查封，于2019

年10月解封，截至2022年3月末已经领取项目施工许可证等证照材料，目前公司已启动股权转让工作，计划转让该项目的全部股权。

表 15：近年来房地产在售项目销售情况（万平方米、亿元、%）

项目名称	持股比例	工程进度	预售时间	截至 2022 年 3 月末		2019		2020		2021		2022.1-3	
				可售面积	已售面积	合同销售额	结算金额	合同销售额	结算金额	合同销售额	结算金额	合同销售额	结算金额
广州观云大厦	100.00	项目主体已结构封顶，砌筑工程、内外墙抹灰工程、安装工程已完成。外架完成拆除，消防、喷淋管道、给排水基本完成	2021年9月	3.30	0.13	-	-	-	-	-	-	0.33	-

⁸ 2021年，广垦辰禧实现营业收入1.18亿元，净利润0.05亿元，公司实现权益法确认的投资收入-0.0073亿元。

⁹ 2021年，绿色农产品公司实现营业收入5.49亿元，净利润0.30亿元；

截至2022年3月末，绿色农产品公司总资产为1.90亿元，所有者权益为0.20亿元。

广州观成大楼	100.00	工程竣工验收	2021年12月	0.70	0.33	-	-	-	-	0.76	0.43	0.24	-
铜锣湖新城	100.00	一期已竣工；二期已启动建设；三期进行方案调整	一期预售时间为2018年1月	0.35	2.73	0.16	0.66	0.18	0.14	0.11	0.11	0.02	-
高州广垦华府	100.00	项目已完成工程竣工验收备案	2019年10月	1.63	13.82	-	-	5.99	2.10	3.04	5.17	0.85	-

资料来源：公司提供

在建项目较多，未来存在较大规模投资支出，且2021年以来生猪价格步入下行周期，需关注生猪养殖项目投后效益情况

公司垦区产业发展定位明晰，未来将聚焦发展天然橡胶和乳业两大主业板块。截至2022年3月末，公司所属国有农场确权土地面积达334.34万亩，丰富的土地资源为业务发展奠定了良好基础。截至2022年3月末，公司在建项目较多，预计总

投资47.94亿元，累计投资14.16亿元，项目后续推进将面临一定投资压力，中诚信国际将对公司未来项目投资进度及筹融资安排保持关注。此外，公司在建生猪养殖项目规模较大，随着国内生猪行业产能恢复，2021年以来生猪价格进入下行周期，且由于全国能繁母猪存栏规模仍然较大，目前生猪价格仍处于低位运行，相关项目投后效益亦需持续关注。

表16：截至2022年3月末公司主要在建项目情况（万元）

项目名称	计划投资额	截至2022年3月末已投资	未来投资		
			2022.4~12	2023	2024
生猪养殖项目	30.70	7.27	23.43	-	-
菠萝跨县集群产业园	7.44	1.88	3.16	1.68	0.73
万吨剑麻制品精品加工项目	2.59	1.24	0.50	0.50	0.35
深圳宇联工业区	1.77	1.35	0.42	-	-
阳江牧场二期扩建工程	0.88	0.33	0.51	0.04	-
产业园农资（产品）综合服务站一期建设项目	0.68	0.58	0.11	-	-
陆丰市乡村振兴人居环境提升建设工程（大安农场一标段，二标段）	0.60	0.17	0.44	-	-
燕塘乳业2020年技改工程	0.54	0.38	0.07	-	-

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

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年财务报告以及未经审计的2022年一季度财务报表，财务数据均为报告本期数或期末数。中诚信国际分析时将计入其他应付款和其他流动负债中的带息负债调整至短期债务，将计入长期应付款和其他非流动负债科目的带息负债调整至长期债务。

2021年天然橡胶、糖业等产品销售量价齐增带动公司营业总收入及毛利率增长，盈利能力亦有所提升；2022年一季度生猪价格下降使得利润总额小幅亏损，需关注产品价格及可能发生的资产减值对公司

盈利稳定性产生的影响

受益于国内外天然橡胶产销量价齐升、公司扩大机制糖贸易规模等因素，2021年公司营业总收入同比增长11.73%。毛利率方面，天然橡胶价格回升令该板块毛利率同比增长，畜牧板块毛利率因生猪价格下降而大幅下滑，毛利率相对较高的乳业板块收入在总收入中的占比提升，在上述因素共同作用下，营业毛利率同比增加1.43个百分点。2022年一季度，生猪价格进一步下降令畜牧板块收入同比减少，毛利率由正转负，营业毛利率亦有所下滑。

表17：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
天然橡胶	107.82	101.34	117.85	30.07
糖业板块	36.27	26.02	28.90	6.01

乳业板块	14.71	16.37	19.85	3.86
粮油板块	14.30	18.14	17.78	2.61
畜牧板块	9.27	7.15	7.25	1.36
其他	69.35	46.09	65.38	11.80
合并抵消	-17.14	-	-16.67	-5.22
营业总收入	234.58	215.11	240.34	50.49
	2019	2020	2021	2022.1~3
天然橡胶	8.50	9.60	12.15	8.26
糖业板块	7.20	11.60	10.00	6.25
乳业板块	35.19	28.42	27.84	24.68
粮油板块	-0.27	-0.26	0.11	0.10
畜牧板块	7.32	19.10	6.21	-9.56
其他	17.78	25.17	22.79	22.80
营业毛利率	12.63	13.82	15.25	11.45

注：1、其他业务包括剑麻、酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销和金融服务等业务收入；2、其他业务毛利率计算时包括小额贷款等业务，该部分业务收入在利润表中体现为利息和手续费及佣金收入，计算营业毛利率时未包括。

资料来源：公司提供

管理费用是公司期间费用的主要构成，2021 年职工薪酬及社会保险费增加令管理费用有所增长；随着业务规模扩大及乳业等板块加大市场推广力度，销售费用亦小幅上升；债务规模扩大令财务费用有所增长。上述因素共同导致期间费用和期间费用率呈上升态势，公司费用控制能力有待提升。

2021 年，受益于收入规模及毛利率提升，其他收益中农业保险保费补贴、橡胶开割树保险补贴等各类政府补助增加，公司经营性业务利润增幅较大。相关保险赔付、土地补偿及处置收益带来的营业外收入亦对利润形成较好补充。2021 年确认部分应收款项无法通过法律程序回收令当年坏账损失同比增加，加之生猪价格大幅下跌使得当年存货跌价损失及生产性生物资产减值损失较大，对利润形成较大侵蚀。受上述因素综合影响，2021 年利润总额及相关盈利指标同比提升。2022 年一季度，由于营业总收入及毛利率均有所下滑，加之期间费用率上升，经营性业务利润及利润总额呈小幅亏损态势，未来需关注生猪等产品价格波动及可能发生的资产减值对公司盈利稳定性产生的影响。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	15.16	14.81	17.75	3.80
期间费用合计	24.12	24.60	29.70	6.44
期间费用率	10.28	11.44	12.36	12.75

其他收益	1.72	2.71	3.49	0.70
经营性业务利润	3.33	4.15	7.16	-0.70
投资收益	-0.26	-0.51	0.30	0.01
资产减值损失	0.46	2.76	5.71	-0.03
营业外损益	1.53	1.87	2.26	0.23
利润总额	3.81	2.89	3.87	-0.46
EBITDA 利润率	6.96	6.01	6.49	--
总资产收益率	1.80	1.31	1.64	--

注：管理费用包括研发费用；资产减值损失合计包括资产减值损失和信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年业务规模扩大令总资产保持增长态势，其中应收账款及其他应收款上升，需关注后续回收情况；由于业务拓展，资金需求增加令总负债亦有所增长，财务杠杆水平随之上升，且以短期债务为主的债务结构有待优化

跟踪期内，公司非流动资产占总资产比重保持在 60%以上。其中，固定资产及投资性房地产主要为土地资产与房屋建筑物等，2021 年以来固定资产随生猪养殖等项目投产有所增长；跟踪期内公司生猪存栏量上升，但由于生猪价格大幅下跌，生产性生物资产增幅较小。

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款及其他应收款组成，其中 2021 年以来货币资金余额有所波动，但整体仍较为充裕，截至 2022 年 3 月末货币资金受限金额为 4.01 亿元，主要系法定存款准备金、信用证保证金、商品房预收款、银承保证金等，受限比例较低。2021 年以来各类业务规模扩大，年末账款规模增长较快，期中账龄在一年及一年以内的应收账款占比为 77.59%。2022 年一季度贸易业务应收货款尚未到结算期令应收账款进一步增加。跟踪期内其他应收款主要为担保协议应收款、理财产品以及关联方借款等，2021 年以来有所上升，同期末累计计提其他应收款坏账准备 7.16 亿元。其中，截至 2021 年末对联营企业茂名市广垦长晟粮油食品有限公司（以下简称“茂名粮油”）、茂名市中晟实业有限公司（以下简称“茂名中晟”）的借款余额分别为 5.22 亿元、3.34 亿元，合计关联方其他应收款 12.96 亿元，关联方应收款项规模较大。此外，近年来公司对于确认无法通过诉讼等法

律手段收回的应收账款及其他应收款进行了核销或计提了坏账准备，中诚信国际将关注后续应收账款及其他应收款回收情况。公司存货以原材料、库存商品以及房地产开发成本为主，随着业务规模的扩大，2021年以来保持增长态势，其中截至2021年末，房地产开发成本为26.78亿元。周转率方面，由于公司开展房地产开发业务，跟踪期内存货中房地产开发成本及房地产开发产品占比有所上升，因此存货周转率持续下降。

随着业务拓展资金需求不断增加，2021年以来公司负债总额保持增长态势。其中，公司陆续发行公司债券及超短期融资券令总债务持续上升。截至2022年3月末，短期债务/总债务为71.63%，以短期债务为主的债务结构有待优化。经营性负债中，其他应付款占比较高，主要为押金、工程质保金、与关联方的往来款、与客户因未结算形成的挂账款等，债权人较为分散，截至2021年末关联方应付款为6.11亿元。公司递延收益主要由各类政府专项资金及补贴等构成，2021年以来持续增长。

所有者权益方面，受益于利润积累，加之天然橡胶、糖业、乳业等非全资持股板块运营情况较好令少数股东权益增加，2021年末所有者权益上升；2022年一季度，由于海外橡胶产区货币贬值造成外币折算亏损令其他综合收益同比下降，且当期净利润小幅亏损，所有者权益小幅回落。从资本结构来看，跟踪期内有息债务规模扩大使得财务杠杆水平持续上升。

表 19：公司主要资产、负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	31.29	31.82	31.05	35.71
应收账款	14.90	9.83	12.52	17.90
存货	59.65	66.70	75.73	82.72
存货周转率（次）	3.50	2.93	2.85	2.25*
其他应收款	32.30	28.21	29.74	32.28
流动资产	151.30	149.49	157.42	178.86
固定资产	154.90	156.50	168.94	168.35
生产性生物资产	32.88	35.06	35.59	35.83
投资性房地产	17.92	16.74	10.36	10.23
非流动资产	258.79	259.01	268.38	269.50
总资产	410.09	408.49	425.80	448.36
其他应付款	32.77	36.86	38.51	37.85

递延收益	35.46	40.08	45.20	46.45
短期债务	84.56	81.12	89.98	99.94
总债务	119.76	114.28	127.21	139.53
总负债	239.34	242.61	256.51	280.08
少数股东权益	22.70	20.84	22.29	22.42
所有者权益	170.75	165.88	169.28	168.27
资产负债率	58.36	59.39	60.24	62.47
总资本化比率	41.22	40.79	42.90	45.33

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

2021年经营活动现金净流入规模下降，相关偿债指标弱化

2021年，公司财务公司客户存款和同业存放款净增加额同比下降，加之支付员工薪资及各项税费有所上升，使得当年经营活动现金净流入规模有所下降。公司投资活动现金净流出规模同比上升，主要系当年对在建项目投资增加及理财产品回收规模下降所致。由于票据融资规模上升使得收到其他与筹资活动相关的现金增加，2021年筹资活动现金净流出规模同比下降。2022年一季度，受贸易业务集中结算等影响，经营活动现金呈净流出态势；资本支出规模同比上升令投资活动现金净流出同比上升；取得银行借款规模同比上升及发行10亿元超短期融资券令筹资活动现金流由负转正。

从偿债指标来看，2021年盈利能力上升使得EBITDA对债务本息的保障能力增强，但经营获现水平下降使得相关偿债指标弱化，且货币资金对短期债务的覆盖能力亦略有下降。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	16.20	25.94	18.71	-0.49
投资活动净现金流	-21.82	-11.21	-16.12	-4.49
筹资活动净现金流	2.70	-9.19	-3.65	12.02
经营活动净现金流/总债务	0.14	0.23	0.15	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出	4.52	5.48	4.80	--
总债务/EBITDA	7.34	8.84	8.15	--
EBITDA利息保障倍数	4.55	2.73	4.00	--
货币等价物/短期债务	0.37	0.39	0.35	0.36

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，本部盈利水平仍然较低，陆续开展外部融资使得本部总债务增速较快，财务杠杆水平上升

从本部口径来看，本部未从事实体业务，2021年营业收入保持在较低水平；同时，以人员薪酬、办公费为主的管理费用上升令经营性业务亏损同比增加，加之对子公司及联营企业确认的投资收益同比减少，2021年本部仍然呈亏损状态，但经费补贴增加令营业外收入有所上升，亏损规模减少。

本部总资产主要由货币资金、其他应收款及长期股权投资等构成，2021年末保持上升态势。其中，当年银行理财投资规模上升令年末货币资金有所下降；以关联方往来款为主的其他应收款保持较大规模，2021年以来由于各子公司资金需求随业务规模扩大而有所上升，本部其他应收款大幅增长；长期股权投资主要为以成本法核算的子公司股权，2021年对子公司广垦畜牧增资5.00亿元令年末长期股权投资上升。2021年以来本部通过发行公司债及超短期融资券开展外部融资用于子公司业务拓展，总债务增速较快，财务杠杆水平随之大幅上升；截至2022年3月末，短期债务占总债务比例为80.35%，本部债务结构有待优化。

现金流方面，2021年以来，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年银行理财投资规模增长令投资活动现金流呈大幅净流出态势；跟踪期内本部陆续开展公开市场债券融资令筹资活动现金流保持较大规模净流入。由于本部有息债务增速较快，面临一定短期偿债压力。

表 21：本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	0.57	0.58	0.56	0.09
期间费用合计	0.85	0.96	1.32	0.14
经营性业务利润	-0.46	-0.55	-0.94	-0.10
投资收益	1.33	0.84	0.57	-0.02
营业外损益	0.44	0.02	0.33	0.05
净利润	1.21	-1.16	-0.20	-0.08
货币资金	3.83	10.11	4.46	7.05
其他应收款	41.27	40.49	52.20	67.79
长期股权投资	52.33	52.95	58.12	58.09
总资产	104.81	110.51	123.50	141.63
所有者权益	44.43	45.53	45.16	45.08
总债务	12.30	10.01	39.32	50.82
资产负债率	57.61	58.80	63.44	68.17

总资本化比率	21.68	18.02	46.54	53.00
经营活动净现金流	-2.65	8.61	-18.62	-6.69
投资活动净现金流	-6.08	0.23	-6.22	-2.00
其中：收回投资收到的现金	17.98	17.60	20.09	-
取得投资收益收到的现金	1.76	0.68	0.62	-
筹资活动净现金流	3.52	-2.57	17.11	11.28
货币等价物/短期债务	0.46	1.01	0.16	0.18
费用化利息支出	2.05	1.66	1.96	--

注：本部结算中心归集部分分子公司资金，由此收到的利息收入由本部支付给子公司并计入利息费用，加之2021年以来开展外部融资，使得近年来费用化利息支出较高；2019~2021年本部财务费用分别为0.29亿元、0.17亿元和0.59亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

或有事项方面，截至2022年3月末，公司对外提供借款担保余额为1.90亿元，为对联营企业茂名粮油和茂名中晟的担保。同期末无可能对其生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司所有权受到限制的资产账面价值为25.33亿元，主要为以法定存款准备金、信用证保证金、商品房预收款、银承保证金为主的4.01亿元货币资金，用于贷款抵押的存货15.06亿元、固定资产5.62亿元和应收账款0.45亿元，以及以期货保证金为主的其他应收款0.19亿元。

截至2022年3月末，公司共获得各银行综合授信额度262.70亿元，其中未使用额度为168.41亿元。下属子公司燕塘乳业为A股上市公司，公司股权融资渠道畅通，且公司持有的股权无质押。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至2022年5月5日，公司借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为中央两大直属垦区之一，可获得股东在业

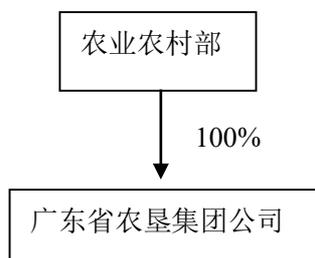
务和资金方面的大力支持；主营板块为国家战略资源，受惠于多项政策支持、税收优惠及补贴

公司隶属于国家农业农村部，是中央两大直属垦区之一，自成立以来多次获国有资本金增资，用于投资天然橡胶、粮油、畜牧等产业项目。公司主营板块天然橡胶和剑麻为国家战略资源，获得多项政策支持、税收优惠及补贴。税收优惠方面，国家对自产橡胶产品销售免征增值税；种植橡胶树和从事天然橡胶产品初加工所得免征企业所得税。同时，国家为橡胶产业走向海外创造条件，对公司海外项目开展的前期费用、人员保险、橡胶资源的运输和保险费给予一定补贴。广东省也针对公司海外橡胶产业项目给予“走出去”专项资金支持。公司近年来持续收到多项政府补贴，其中 2021 年公司获得保险补贴 1.88 亿元，产业集群、产业强镇等各类补贴共 1.96 亿元，此外每年还会获得贷款贴息、税费改革补贴、农机具补贴、履行社会职能补助等多项补贴。

评级结论

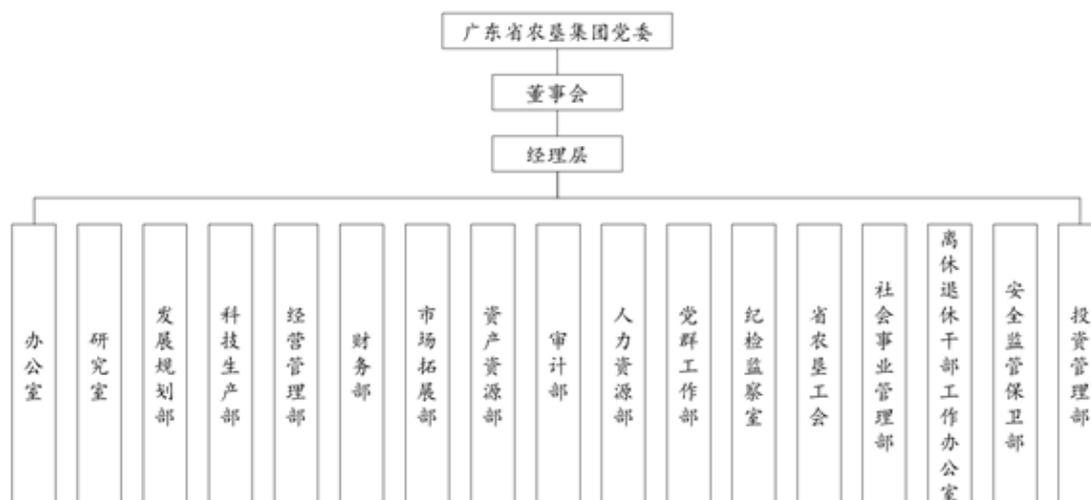
综上所述，中诚信国际维持广东省农垦集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 粤垦 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广东省农垦集团公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司重要子公司（亿元、%）

子公司名称	实收资本	直接持股比例	间接持股比例
广东省湛江农垦集团有限公司	5.40	100.00	--
广东广垦糖业集团有限公司	6.54	22.65	77.35
广东省广垦橡胶集团有限公司	23.15	20.31	65.62
广东广垦畜牧集团股份有限公司	6.84	42.76	57.24
广东省广垦粮油有限公司	5.41	100.00	--
广东省燕塘乳业股份有限公司	1.57	--	57.70
广东省粤垦投资有限公司	14.98	100.00	--
广东省燕塘投资有限公司	0.80	21.00	79.00
广东省农垦集团财务有限公司	5.00	70.00	30.00



资料来源：公司提供

附二：广东省农垦集团公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	312,915.31	318,162.79	310,504.67	357,070.91
应收账款净额	148,997.95	98,288.20	125,151.16	178,981.75
其他应收款	323,010.65	282,058.13	297,416.76	322,836.88
存货净额	596,516.58	666,991.72	757,333.54	827,150.51
长期投资	146,144.64	123,109.79	124,196.52	122,192.32
固定资产	1,549,011.86	1,565,044.80	1,689,356.82	1,683,455.85
在建工程	167,305.40	183,652.25	198,215.84	217,993.83
无形资产	68,830.04	64,671.05	77,886.49	76,325.69
总资产	4,100,923.70	4,084,939.04	4,257,973.27	4,483,589.19
其他应付款	327,676.79	368,599.12	385,052.51	378,470.11
短期债务	845,581.59	811,161.48	899,755.74	999,418.48
长期债务	352,012.32	331,657.85	372,322.37	395,884.42
总债务	1,197,593.91	1,142,819.33	1,272,679.36	1,395,302.89
净债务	884,678.59	824,656.55	962,174.69	1,038,231.98
总负债	2,393,388.67	2,426,116.83	2,565,130.00	2,800,843.76
费用化利息支出	34,210.90	24,536.66	29,832.96	--
资本化利息支出	1,628.75	22,827.71	9,172.56	--
所有者权益合计	1,707,535.03	1,658,822.21	1,692,843.27	1,682,745.43
营业总收入	2,345,759.30	2,151,133.41	2,403,400.34	504,926.08
经营性业务利润	33,258.70	41,510.01	71,598.96	-7,047.79
投资收益	-2,624.12	-5,128.97	3,024.86	88.37
净利润	27,641.23	14,636.70	22,487.90	-6,772.53
EBIT	72,284.63	53,424.90	68,574.17	--
EBITDA	163,212.12	129,206.76	156,053.61	--
经营活动产生现金净流量	161,970.69	259,375.15	187,105.03	-4,937.39
投资活动产生现金净流量	-218,230.51	-112,107.93	-161,211.62	-44,882.45
筹资活动产生现金净流量	27,037.29	-91,924.96	-36,529.05	120,203.82
资本支出	99,414.84	107,125.11	131,754.01	29,519.13
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	12.63	13.82	15.25	11.45
期间费用率(%)	10.28	11.44	12.36	12.75
EBITDA 利润率(%)	6.96	6.01	6.49	--
总资产收益率(%)	1.80	1.31	1.64	--
净资产收益率(%)	1.63	0.88	1.34	-1.61*
流动比率(X)	1.00	0.98	1.01	1.04
速动比率(X)	0.61	0.54	0.52	0.56
存货周转率(X)	3.50	2.93	2.85	2.25*
应收账款周转率(X)	17.34	17.09	21.47	13.26*
资产负债率(%)	58.36	59.39	60.24	62.47
总资本化比率(%)	41.22	40.79	42.90	45.33
短期债务/总债务(%)	70.61	70.98	70.73	71.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.23	0.15	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.19	0.32	0.21	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.52	5.48	4.80	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.83	19.30	10.99	--
总债务/EBITDA(X)	7.34	8.84	8.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.16	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.55	2.73	4.00	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.02	1.13	1.76	--

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长期应付款和其他非流动负债科目的带息负债调整至长期债务，将计入其他应付款和其他流动负债中的带息负债调整至短期债务；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：广东省农垦集团公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	38,298.55	101,061.03	44,559.37	70,513.94
应收账款净额	-	-	-	130.19
其他应收款	412,703.63	404,916.62	522,033.42	677,853.93
存货净额	-	-	-	-
长期投资	527,838.67	530,547.39	581,174.66	580,932.70
固定资产	781.83	746.28	817.43	792.63
在建工程	756.46	1,307.59	2,531.56	2,950.60
无形资产	954.67	917.63	880.60	871.34
总资产	1,048,145.60	1,105,113.76	1,235,024.86	1,416,287.70
其他应付款	480,075.20	548,957.90	501,173.66	568,024.90
短期债务	83,000.00	100,078.61	293,384.43	408,351.00
长期债务	40,000.00	-	99,780.00	99,895.90
总债务	123,000.00	100,078.61	393,164.43	508,246.90
净债务	84,701.45	-982.41	348,605.06	437,732.96
总负债	603,802.67	649,789.70	783,471.35	965,503.73
费用化利息支出	20,520.63	16,571.78	19,619.38	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	444,342.93	455,324.05	451,553.51	450,783.97
营业总收入	5,731.11	5,764.87	5,602.41	850.94
经营性业务利润	-4,630.18	-5,495.31	-9,363.68	-1,022.71
投资收益	13,294.44	8,393.97	5,725.39	-241.95
净利润	12,061.96	-11,634.60	-2,027.70	-769.54
EBIT	32,241.67	235.74	17,022.80	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-26,469.99	86,107.81	-186,184.54	-66,859.26
投资活动产生现金净流量	-60,827.82	2,325.24	-62,188.95	-20,000.00
筹资活动产生现金净流量	35,163.88	-25,670.58	171,126.13	112,813.83
资本支出	953.06	448.77	716.05	-
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	76.67	75.90	75.93	59.42
期间费用率(%)	149.01	166.68	235.84	167.52
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	3.12	0.02	1.44	--
净资产收益率(%)	2.75	-2.59	-0.45	-0.68*
流动比率(X)	0.83	0.79	0.83	0.87
速动比率(X)	0.83	0.79	0.83	0.87
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	26.14*
资产负债率(%)	57.61	58.80	63.44	68.17
总资本化比率(%)	21.68	18.02	46.54	53.00
短期债务/总债务(%)	67.48	100.00	74.62	80.35
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.22	0.86	-0.47	-0.53*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.32	0.86	-0.63	-0.65*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.29	5.20	-9.49	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-37.65	78.38	-49.67	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.57	0.01	0.87	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司其他流动负债中的带息负债调整至短期债务；3、带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。