



# 海南省农垦投资控股集团有限公司

## 主动评级

信用等级: A+<sub>pi</sub> 评级展望: 稳定  
个体级别: a<sub>pi</sub> 外部支持: +1  
评级时间: 2022年11月25日

注: 本次评级适用评级方法和模型: 中国工商企业信用评级方法体系(通用类)(2020\_06)。

主要财务指标	2019	2020	2021	2022 Q3
现金类资产(亿元)	59.41	72.21	91.00	62.49
资产总额(亿元)	613.70	727.34	902.82	908.59
所有者权益(亿元)	378.28	443.27	560.05	562.95
短期债务(亿元)	48.31	46.42	33.89	38.87
全部债务(亿元)	105.64	117.72	141.45	142.22
营业总收入(亿元)	233.06	236.59	251.11	196.96
利润总额(亿元)	6.72	6.90	9.12	6.61
EBITDA(亿元)	14.97	20.83	25.97	-
经营净现金流(亿元)	1.93	23.76	-11.42	-5.76
营业毛利率(%)	12.11	12.10	10.19	8.61
EBIT 利润率(%)	4.20	4.62	5.62	-
总资产报酬率(%)	2.00	1.63	1.73	-
资产负债率(%)	38.36	39.06	37.97	38.04
全部债务资本化比率(%)	21.83	20.98	20.16	20.17
流动比率(倍)	1.28	1.34	1.69	1.62
现金类资产/短期债务(倍)	1.23	1.56	2.69	1.61
全部债务/EBITDA(倍)	7.06	5.65	5.45	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	4.33	4.54	4.96	-

资料来源: 公开资料, 公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表。

### 市场服务

电话: 010-88090123

**免责声明:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

### 评级结论

海南省农垦投资控股集团有限公司(以下简称“海南农垦”或“公司”)成立于 2015 年 12 月, 前身为海南省农垦总局和海南省农垦集团有限公司, 公司控股股东和实际控制人均为海南省国资委(持股比例 90%)。公司旗下一家上市子公司海南天然橡胶产业集团股份有限公司(以下简称“海南橡胶”, 股票代码: 601118.SH)。公司主营农业、房地产等业务, 中债资信认为公司所处农垦行业农业信用品质较好。公司是海南省规模最大的农业类综合产业集团, 是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体, 具有一定的规模优势和市场地位。公司天然橡胶业务规模较大, 产量逐年上升, 随着市场拓展力度的加大和产品溢价能力的提升天然橡胶初加工产品收入增加, 天然橡胶贸易销售量随下游需求变化有所波动, 热带高效农业板块收入有所波动, 需关注受猪肉价格周期性波动对草畜养殖业务收入及利润的影响, 房地产业务近年来毛利率有所波动但仍处于较高水平, 对公司利润形成重要补充, 未来面临较大资本支出压力。公司盈利能力较弱, 资金平衡仍需依赖对外部融资, 债务负担较轻, 短期偿债指标表现较好, 长期偿债指标表现尚可。外部支持具有较强增信作用。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 A+<sub>pi</sub>, 评级展望为稳定。

### 评级要素

#### ■ 行业风险

农业属于抗周期行业, 在耕地面积逐年缩减, 国际贸易摩擦加剧的背景下, 农业(尤其是种植业)战略地位进一步提高, 行业整体发展稳中向好。农垦企业普遍社会负担沉重、下属工业企业经营效率较差, 但农业涉及到国计民生, 能获得一定的政府支持, 整体信用品质较好。此外, 天然橡胶为我国重要战略资源, 易受到全球经济、气候、灾害、疫情等因素影响, 价格波动具有季节性, 2021 年以来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且呈震荡态势。

#### ■ 资源配置

●**规模和市场地位:** 公司是海南省规模最大的农业类综合产业集团, 作为中国最大的天然橡胶生产企业, 是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体。截至 2021 年末, 公司拥有 927.17 万亩土地, 约占海南省面积的 1/6, 其中农用地 904.60 万亩, 建设用地 22.57 万亩, 具有一定的规模优势和市场地位。

●**天然橡胶业务:** 天然橡胶业务是公司收入及利润的主要来源, 2021 年公司橡胶板块营业收入 200.35 亿元, 占公司总营业收入比例超过 80%, 主要由核心子公司海南橡胶运营。生产方面, 截至 2021 年末, 海南橡胶拥有 341 万亩橡胶园, 25 家橡胶基地分公司, 20 家橡胶加工厂, 初加工产能达到 50 万吨。

近年来公司天然橡胶产量呈逐年上升态势,2021年海南橡胶累计干胶产量10.2万吨,天然橡胶加工量24.58万吨。公司自有橡胶林开割比例近年来稳定于80%左右,原材料供应较稳定。销售方面,随着公司加大市场拓展力度,同时通过开展高端产品资质认定等方式增强产品溢价能力,天然橡胶初加工产品销售量和销售价格量价齐升,天然橡胶初加工产品销售收入同比增加。此外,海南橡胶还开展橡胶贸易业务,是国内天然橡胶的主要供应商,直销客户涵盖全球前十大轮胎企业,市场占有率较高。近年天然橡胶贸易销售量随下游需求变化有所波动,2021年受益于疫情逐渐恢复及下游轮胎需求回升,公司天然橡胶贸易销售量有所上升,公司通过期货套保、天然橡胶收入保险合同控制橡胶价格下跌对收入造成的损失风险。

●**热带高效农业业务:**公司热带高效农业板块近年来收入有所波动,2021年占总收入比例约5%。热带高效农业主要包括热带水果、热带作物种植及草畜养殖等。热带水果方面,截至2021年末,水果种植面积约67万亩,以芒果、荔枝为主,近年公司水果总产量稳定在70万吨左右;热带作物方面,主要产品包括茶叶、槟榔、胡椒和咖啡等,具备一定规模优势;草畜养殖方面,截至2021年末,公司拥有禽畜规模化养殖基地25个,具备年出栏20万头生猪的生产能力,2021年以来生猪价格持续下行,自2022年二季度起有所回升,需关注猪肉价格周期性波动对草畜养殖业务收入及利润的影响。

●**房地产板块:**公司房地产业务主要为房地产开发销售及建筑施工等,2021年收入及毛利润占比分别为9.01%和30.38%。截至2021年末,公司主要项目包括宏达商城、海垦广场项目(均位于海口)等,业态主要为住宅、商住、商业及写字楼综合体等,公司房地产业务模式分为自建和合作开发方式,其中合作开发模式下公司以自有土地出资,由合作方承担项目开发资金投资,待项目实现销售后按各自权益比例进行分成。地产板块中房地产开发销售业务2021年毛利率为72.41%,盈利能力较强。截至2021年末,公司在售项目去化率约为38.22%,去化偏慢,其中写字楼部分出租率较低,未来去化面临一定不确定性。同期末公司在、拟建项目尚需投资额合计约200亿元,投资规模较大,全部位于海南省内,业态包括住宅、商住、商业及酒店等,关注未来去化情况。建筑施工业务方面,以房屋建筑工程(占比约60%)及市政工程(占比17%)为主,收入及毛利率有一定波动。此外,公司还存在少量的商业地产租赁收入及旅游地产相关收入,占比较低。整体看,受益于公司自有土地资源的优势,公司房地产业务近年来毛利率有所波动但仍处于较高水平,对公司利润形成良好补充。

●**盈利能力和现金流:**公司近年营业收入持续增长,但经营性业务利润持续亏损,公司利润来源对其他收益、营业外收入、资产处置收益及投资收益等依赖较大,其中其他收益与营业外收入主要为政府补贴、土地补偿收入和保险收入等,稳定性尚可,投资收益主要为处置金融资产的投资收益及期货套保损益(橡

胶主业相关)，波动较大。整体看，公司盈利能力较弱。现金流方面，公司经营净现金流近年来波动较大，2021 年转为净流出，主要系公司支付其他与经营活动有关的现金流量净额增加所致，由于对外投资规模持续较大，投资活动现金流持续净流出，资金平衡仍需依赖外部融资。

●**管理与战略：**截至 2022 年 3 月末，公司主要在、拟建项目（除房地产）总投资额 13.16 亿元，尚需投资额 4.81 亿元，但考虑到公司房地产在拟建项目尚需投资额规模较大，整体看未来面临较大资本支出压力。

#### ■ **债务政策**

●**资产质量：**公司资产以非流动资产为主。流动资产主要包括货币资金、存货、及其他应收款，其中存货主要由房地产业务形成的开发产品和开发成本（合计占存货比例接近 50%）及天然橡胶产成品等，其他应收款近年来持续增加，主要是应收土地租金、期货保证金等，2021 年计提坏账准备 13.18 亿元，关注其他应收款坏账风险。非流动资产主要包括固定资产、生产性生物资产及无形资产，公司固定资产主要为房屋建筑物及机械设备；生产性生物资产主要为橡胶树、繁殖猪等；无形资产主要为土地使用权，受土地评估增值（土地资产化或资本化）影响大幅增长。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 39.76 亿元，占总资产比例为 4.35%，受限比例较低。综合来看，公司资产质量一般。

●**资本结构和偿债指标：**近年来，公司有息债务规模持续增长，但随着土地资本化（土地评估增值）以及 2021 年会计差错变更导致公司实收资本部分重分类至资本公积，公司资本公积大幅增加，所有者权益亦持续上升，杠杆维持稳定。截至 2022 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.04% 和 20.17%，债务负担较轻。偿债指标方面，因债务期限结构以长期为主，同期末现金类资产/短期债务为 1.61 倍，短期偿债指标表现较好。2021 年末全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.45 倍和 4.96 倍，长期偿债指标表现尚可。截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 349.28 亿元，尚未使用授信额度 250.91 亿元，备用流动性充足。

●**母公司层面：**母公司层面营业收入主要来自于房地产业务，资产主要为货币资金、长期股权投资等。截至 2022 年 9 月末，母公司有息债务约 46.34 亿元，以长期债务为主，得益于 2021 年土地评估增值权益大幅上升，资产负债率为 17.68%，债务负担很轻。此外，母公司持有未质押海南橡胶股份市值约 120 亿元，尚有一定融资空间。整体看，母公司层面偿债风险不大。

#### ■ **外部支持**

公司控股股东及实际控制人均为海南省国资委，在税收政策、土地资源资产化和资本化管理、财政补贴等方面获取较多支持，2019~2021 年公司获得政府补助分别为 15.77 亿元、12.69 亿元和 15.44 亿元，外部支持具有较强增信作用。

附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中AAA<sub>pi</sub>至B<sub>pi</sub>级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对海南省农垦投资控股集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。