



江苏省农垦集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1137 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	江苏省农垦集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 苏垦 01”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于江苏省农垦集团有限公司（以下简称“江苏农垦”或“公司”）区域经济实力强、获得支持力度大、农业主业全产业链一体化经营、盈利保持较好水平、资本结构稳健、备用流动性较为充足、融资渠道畅通等方面的优势。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、债务期限结构有待优化等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 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。	
正 面		
■ 区域经济实力强，为公司发展提供良好的外部环境，且公司作为江苏省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）全资控股的大型国有农垦集团，获得优惠政策及政府补贴等支持力度较大 ■ 土地资源丰富，农业主业全产业链一体化经营，具有很强的行业内竞争实力和资源控制力 ■ 跟踪期内利润保持较好水平，财务杠杆水平较低，资本结构稳健 ■ 备用流动性较为充足，融资渠道畅通		
关 注		
■ 业务领域跨度较大，涉及农业、工业、房地产等多个业务板块，存在一定管理难度和经营风险 ■ 债务期限结构有待优化		

项目负责人：程方誉 fycheng@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

财务概况

江苏农垦（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	350.18	411.68	420.30	416.44
所有者权益合计（亿元）	201.68	229.99	251.52	260.25
负债合计（亿元）	148.50	181.69	168.78	156.19
总债务（亿元）	51.68	62.41	72.21	68.63
营业总收入（亿元）	144.26	182.15	202.47	39.61
净利润（亿元）	26.33	30.33	32.29	9.02
EBIT（亿元）	35.85	42.50	45.04	--
EBITDA（亿元）	40.91	48.53	52.27	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	18.95	12.34	8.37	-8.68
营业毛利率(%)	24.31	24.60	24.26	28.24
总资产收益率(%)	--	11.16	10.83	--
EBIT 利润率(%)	24.85	23.33	22.24	--
资产负债率(%)	42.41	44.13	40.16	37.51
总资本化比率(%)	20.40	21.34	22.31	20.87
总债务/EBITDA(X)	1.26	1.29	1.38	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	21.98	9.27	20.20	--
FFO/总债务(X)	0.24	0.31	0.29	--
江苏农垦（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	195.57	235.08	251.31	248.37
所有者权益合计（亿元）	135.25	150.69	161.68	164.07
负债合计（亿元）	60.33	84.39	89.63	84.29
总债务（亿元）	23.06	36.91	42.35	35.82
营业总收入（亿元）	3.85	2.69	7.75	0.04
净利润（亿元）	19.09	18.10	21.34	2.68
EBIT（亿元）	26.32	23.24	29.18	--
EBITDA（亿元）	--	23.40	29.68	--
经营活动净现金流（亿元）	5.19	0.81	-6.12	-3.02
营业毛利率(%)	100.00	91.39	81.32	100.00
资产负债率(%)	30.85	35.90	35.66	33.94
总资本化比率(%)	14.57	19.67	20.76	17.92
总债务/EBITDA(X)	--	1.58	1.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	14.34	15.71	--
FFO/总债务(X)	--	-0.07	-0.02	--

注：1、中诚信国际根据江苏农垦提供的其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 2020~2021 年度审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

评级历史关键信息 1

江苏省农垦集团有限公司					
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	--	2022/06/27	程方誉、谭婕妤	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
AAA/稳定	--	2018/08/23	余茜、柳青、刘慧敏	中诚信国际通用行业评级方法与模型 (TY_2016_01)	阅读全文
AA+/稳定	--	2016/07/20	杨琳、刘晓光	--	阅读全文
AA/稳定	--	2011/01/27	钮楠、罗蔚	--	阅读全文

注：中诚信国际口径。

● 评级历史关键信息 2

江苏省农垦集团有限公司					
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	--	2019/06/24	郭世瑶、胡迁	通用行业评级方法	阅读全文
AAA/稳定	--	2019/02/25	辜锡波、胡迁、胡培	通用行业评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

● 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主营业务	土地面积 (万亩)	总资产	所有者权益 合计	资产负债率 (%)	营业总收入	净利润	经营活动净 现金流
江苏农垦	江苏农垦主要业务涵盖稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售的农业业务，以汽车服务、钢材贸易为主的商业板块，此外还发展了房地产及部分金融投资业务	178.01	420.30	251.52	40.16	202.47	32.29	8.37
广东农垦	广东农垦隶属于国家农村农业部，是中央两大直属垦区之一，业务涵盖以天然橡胶、糖业等为主的战略资源业务和以乳业、畜牧、粮油等为主的绿色食品业务，同时经营以农产品配送服务、金融服务、房产物业等为主的城乡服务业务	334.34	437.68	170.50	61.04	261.64	7.34	25.06

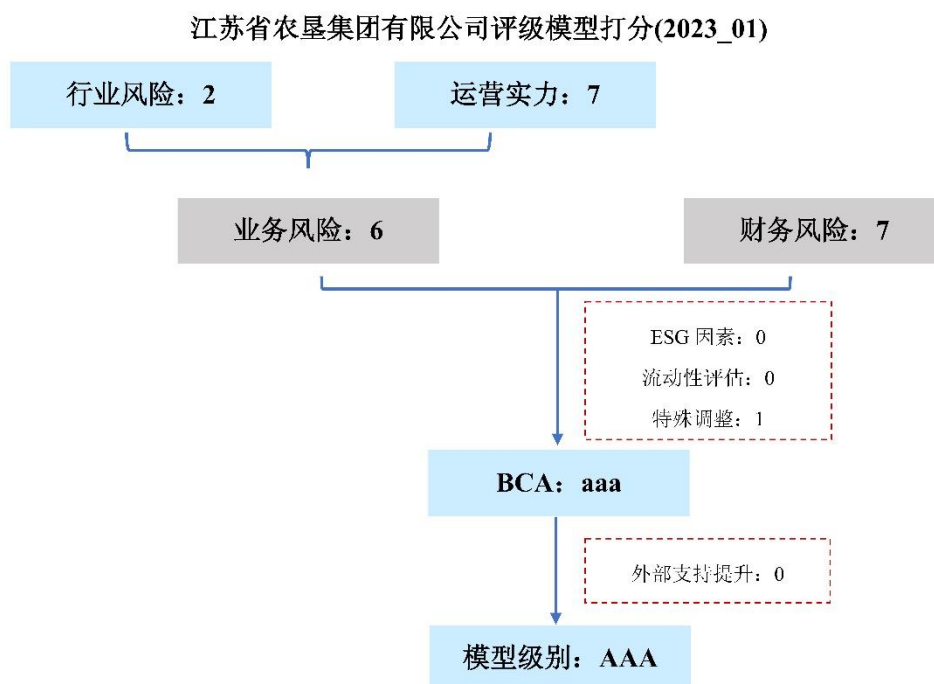
中诚信国际认为，江苏农垦与可比企业均具有较高的业务多元化程度，主营业务在区域内具有较高的战略意义及行业地位，但江苏农垦业务规模较小，土地资源弱于广东农垦；财务方面，较强的主营业务盈利能力及良好的投资收益补充令江苏农垦盈利能力较强，财务杠杆亦处于较低水平。

注：1、广东农垦为“广东省农垦集团公司”简称；2、广东农垦土地面积数据为截至 2023 年 3 月末；3、除特别标注外，以上数据单位为亿元。

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 苏垦 01	AAA	AAA	2022/06/27	5.00	5.00	2022/05/25~2025/05/25	--

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2022_02

■ 业务风险：

江苏农垦属于农林牧渔行业，因该行业受自然条件约束，存在周期性和季节性，并易受自然灾害及疫病等因素影响，加之部分产品价格波动性强，中国农林牧渔行业风险评估为较高；江苏农垦土地资源丰富，主营业务行业竞争力及资源控制力较强，业务多元化程度高，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

江苏农垦盈利能力保持在较高水平，财务杠杆水平较低，资本结构稳健，并持有较多可变现的金融资产，同时融资渠道畅通，备用流动性较为充足，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，江苏农垦具有 **aaa** 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和极低的财务风险以及农垦企业土地资源特殊性的有利影响。

■ 外部支持：

江苏省区域经济实力强，为公司发展提供良好的外部环境；公司是江苏省国资委全资控股的大型国有农垦集团，受惠于多项政策支持、税收优惠及补贴。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“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，“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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，农林牧渔属于周期性行业，整体波动较大，需持续关注农产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

粮食种植

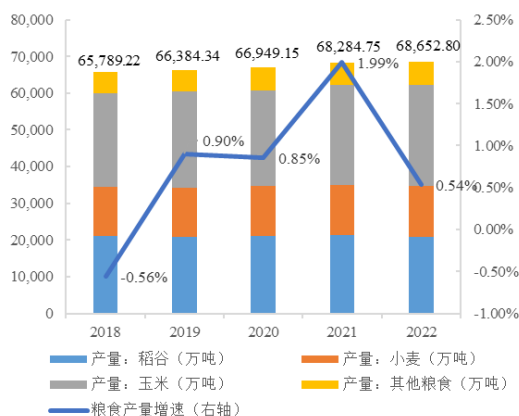
耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素，近年来随着耕地保护政策执行力度的不断加大，全国耕地面积企稳，根据 2021 年 8 月公布的第三次全国国土调查主要数据成果，我国现有耕地面积为 19.18 亿亩，但人均耕地面积不足 1.5 亩，仅为世界人均耕地面积的 40%，且受陡坡、瘠薄以及盐碱等多种因素影响，部分耕地质量不高。从气候条件上看，我国是一个严重缺水且水资源分布极不平衡、自然灾害频繁发生的国家，对中长期粮食安全构成一定的威胁。

2022 年，中央继续提高小麦、稻谷最低收购价，稳定玉米、大豆生产者补贴和稻谷补贴政策，先后向实际种粮农民发放一次性补贴 400 亿元，提高农民种粮积极性；同时，各地压实粮食生产责任，强化耕地用途管制，通过退林还田、间套复种、农田连片整治等方式，挖掘面积潜力。根据国家统计局数据，2022 年我国粮食种植面积 17.75 亿亩，同比增长 0.6%；粮食产量 68,285 万吨，同比增长 2.0%。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。粮食单产方面，2022 年全国主要农区大部分时段光温水匹配良好，病虫害偏轻发生，气象条件总体有利于粮食作物生长发育和产量形成，但夏季长江流域高温干旱，东北地区南部农田渍涝灾害偏重，对粮食生产造成一定影响。同时，今年高产作物玉米播种面积减少，大豆面积增加，种植结构调整也影响粮食单产水平。全国粮食作物单产 386.8 公斤/亩，每亩产量比上年减少 0.2 公斤，下降 0.1%。

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。具体来看，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，2022 年我国粮食累计进口 14,687.2 万吨，其中，部分粮食作物进口依赖度较高，当年我国进口大豆 9,108.1 万吨，占进口总量的 62.01%，但大豆及整体粮食进口量分别同比下降 5.6%和 10.7%，主要系当年粮食进口价格较高，国内养殖业推广玉米豆粕减量替代方案所致。

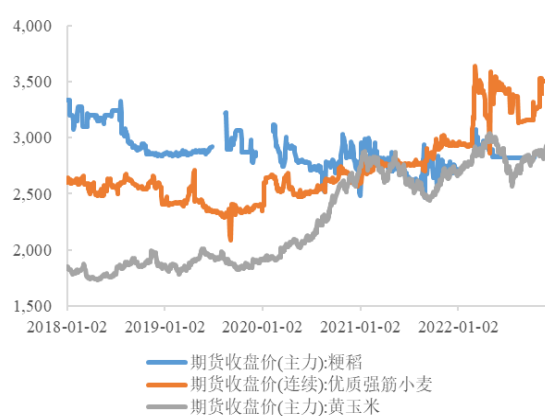
粮食价格方面，我国粮食价格主要以政府的调控措施为基础形成，近年来我国逐步完善粮食等重要农产品价格形成机制。目前，粮食价格形成机制的改革方向是从单纯地制定最低收购价格和实行粮食的临时收储政策转向逐步实行目标价格制度。根据国家统计局数据显示，2022 年稻谷生产价格指数同比下降 0.3%，玉米生产价格指数同比上涨 2.70%，小麦生产价格指数同比上涨 12.8%，整体来看主流粮食市场价格表现差异明显。具体来看，受上期库存叠加、主粮大米以及面粉囤货较多、下游消费需求不足等影响，稻谷价格走势偏弱；2022 年上半年生猪养殖端对饲料的需求较为低迷，二季度玉米行情震荡下行为主，但下半年随着养殖端压栏情绪高涨，生猪存栏增加，饲料需求陡增，叠加进口玉米规模下降，年内玉米价格仍然偏强运行；受俄乌冲突影响，国际粮价大涨，而上年国内小麦用量较大令 2022 年小麦库存不足，叠加基层存在一定“挺价惜售”情绪的影响，当年小麦价格明显上涨。

图 1：近年来全国粮食产量情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

图 2：近年来主要粮食作物期货价格走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

农业政策方面，2023 年 2 月，中央一号文件《中共中央、国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，必须坚持不懈把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，举全党全社会之力全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化，并提出抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供、加强农业基础设施建设、强化农业科技和装备支撑、巩固拓展脱贫攻坚成果、推动乡村产业高质量发展、拓宽农民增收致富渠道、扎实推进宜居宜业和美乡村建设、健全党组织领导的乡村治理体系、强化政策保障和体制机制创新等具体要求。

中诚信国际认为，江苏农垦是江苏省国资委全资控股的大型国有农垦集团，土地资源丰富，种子、大米等业务规模优势明显，具有很强的行业内竞争实力及资源控制力，且拥有医药健康、城镇开发、金融投资等支撑产业，业务多元化程度高，跟踪期内各主要业务板块稳健经营，但受外部环境、供需变化等因素影响部分业务收入及盈利能力有所波动，且在建房地产及其他项目投资规模较大，需关注未来项目投资进度及融资安排。

公司是江苏省国资委全资控股的大型国有农垦集团，土地资源丰富，种子、大米等业务规模优势明显，具有很强的行业内竞争实力及资源控制力；同时，公司拥有医药健康、城镇开发、金融投资等支撑产业，业务多元化程度高。

江苏农垦是一家以现代农业为核心产业，医药健康、城镇开发、金融投资等为支撑产业的大型国有农垦集团，目前由江苏省国资委全资控股，在省内农业领域具有很高的战略定位，各支撑产业对业务形成良好补充，业务多元化程度高。具体来看，公司农业主业覆盖农作物种植、良种繁育、农产品加工及销售全产业链，种子、大米、养殖业以及高效农业的产销量在江苏省处于领先地位，部分农产品在全国市场也具有一定竞争优势。此外，截至 2022 年末，公司拥有国有土地 178.01 万亩，其中耕地 95.45 万亩，土地资源较为丰富，且农场土地集中连片，目前开发与利用效率较高，部分农场临港靠城，区位优势突出；同时，公司产品结构及种类丰富，上下游供应和销售渠道稳定，整体来看资源控制力很强。

2022 年以来，公司各主要业务板块稳健经营，但受外部环境、供需变化等因素影响部分业务收入及盈利能力有所波动，需关注未来产品市场价格对各业务板块及公司整体业务经营的影响。此外，公司目前资本支出压力尚可，但在建房地产及其他项目仍需较大投入，需关注未来项目投资进度及融资安排。

2022 年，公司各主要业务板块稳健经营，营业总收入保持增长，营业毛利率基本保持稳定。具体来看，农业板块收入在营业总收入中的占比保持在 50%左右，2022 年受益于粮食市场行情较好，主要农产品价格同比上升，农业板块收入增加，以食用植物油加工业务为主的工业板块收入小幅增长，商业板块收入规模相对稳定，当年项目结转减少令房地产板块收入有所下滑。毛利率方面，原材料价格上升令 2022 年农业及工业板块毛利率均有所下滑，以汽车服务、钢材贸易为主的商业板块利润空间较小，但房地产板块毛利率保持较高水平。2023 年一季度，由于小麦、水稻等主要产品销量下降令当期农业板块收入减少，加之房地产板块收入有所下滑，当期营业总收入同比下降，但主要农产品价格上涨令营业毛利率有所回升。

表 1：近年来公司各板块营业收入情况（亿元、%）

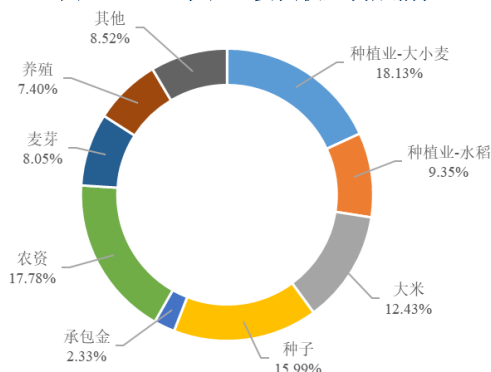
业务板块	主要经营主体	2020		2021		2022		2023.1~3	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农业	苏垦农发	68.01	27.42	87.20	21.21	102.51	17.71	19.84	29.38
工业	苏垦农发子公司太阳股份	31.59	10.67	34.24	12.09	35.30	9.62	9.14	15.88
商业	苏舜集团、苏垦金材	24.54	4.29	23.63	8.12	24.51	3.37	4.68	13.23
房地产	通宇房地产	12.71	65.45	26.53	49.05	23.39	57.06	3.33	51.83
服务业	--	2.41	28.04	2.72	54.57	1.84	54.57	0.21	27.86
其他	--	5.01	60.02	7.83	73.60	14.92	83.10	2.41	62.52
合计	--	144.26	24.31	182.15	24.60	202.47	24.26	39.61	28.24

注：1、其他板块主要包括资产租赁、征地补偿、土地指标等收入；2、苏垦农发为“江苏省农垦农业发展股份有限公司”简称，太阳股份为“金太阳粮油股份有限公司”简称，苏舜集团为“江苏省苏舜集团有限公司”简称，苏垦金材为“江苏省农垦金属材料有限公司”简称，通宇房地产为“江苏通宇房地产开发有限责任公司”简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

农业板块方面，苏垦农发在苏北 13 个县（市、区）拥有垦区土地的使用权，下设的 18 个农场均地处亚热带和暖温带的过渡地区，适宜农作物的生长和养殖业的发展；截至 2022 年秋播，苏垦农发经营约 127.8 万亩规模化种植基地，其中流转农村土地 31.81 万亩，具有较强的土地资源优优势。同时，2022 年垦区机插率达到 85%，垦区稻麦秸秆机械化还田率达到 100%，全面实现了禁烧秸秆的目标，农业生产现代化程度较高。2022 年，大麦、小麦及水稻收获面积及产量变动出现一定分化，但受益于销售均价上升，种植业收入保持增长。

图 3：2022 年农业板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司主要农作物种植及销售情况

品种	项目	2020	2021	2022
大麦	收获面积（万亩）	6.95	5.82	8.32
	产量（万吨）	3.69	2.90	4.36
	销售均价（元/kg）	2.09	2.04	2.47
小麦	收获面积（万亩）	95.41	92.25	94.87
	产量（万吨）	52.81	51.03	48.79
	销售均价（元/kg）	2.29	2.51	2.90
水稻	收获面积（万亩）	101.06	100.11	94.77
	产量（万吨）	61.62	60.87	54.85
	销售均价（元/kg）	2.64	2.50	2.65

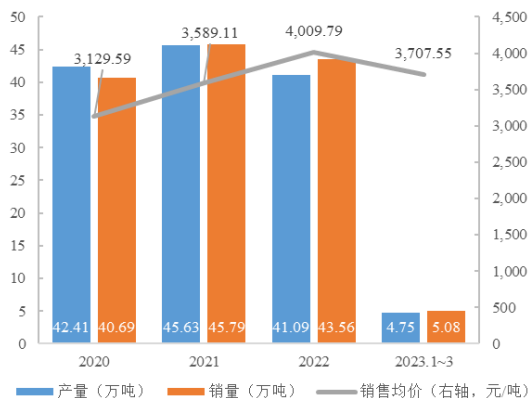
注：1、公司种植业主要分为夏熟（11 月~5 月）和秋熟（6 月~10 月）两季，夏熟主要种植大麦和小麦，秋熟主要种植水稻，与会计年度存在一定的时间差异；2、上述面积包括所有集体种植和联合承包模式下种植农作物的收获面积，未包含发包经营模式下种植农作物的收获面积。

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，目前大华种业具有种子生产能力 46 万吨/年，位列全国前 3 名，且育成并具有自主知识产权的农作物新优品种 61 个，其中水稻 23 个，小麦 20 个、玉米 18 个，并取得 28 项植物新品种权（不含受让取得），行业内竞争实力较强。由于部分水稻种子转为以水稻形式对外销售，2022 年以来种子产销量均有所下滑，种子业务收入随销售均价变化呈先升后降态势。

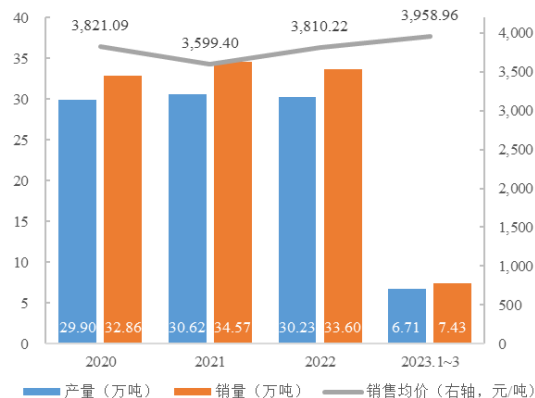
大米加工业务主要由苏垦农发的下属子公司江苏省农垦米业集团有限公司（以下简称“苏垦米业”）运营，截至 2022 年末苏垦米业拥有生产线 15 条，年加工大米能力为 41.50 万吨，是江苏省最大的大米加工企业之一；稻谷原粮以自产为主、对外采购为辅，主要产品根据下游客户不同分为民用米和食品工业米，销售渠道及客户较稳定，2022 年以来市场行情较好令公司大米销售均价持续走高，但由于公司根据政策要求将部分水稻田转种其他农作物，大米产销量持续下降，大米加工业务收入有所下滑。

图 4：近年来公司种子产销情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：近年来公司大米产销情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

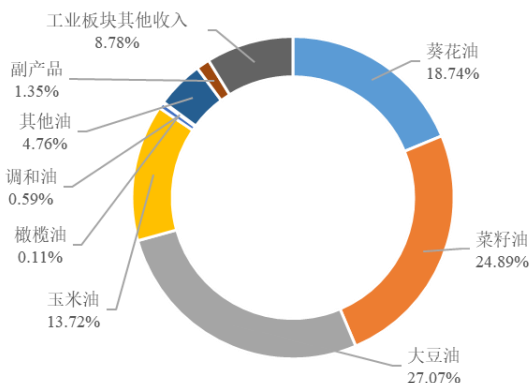
除大米加工外，苏垦农发还通过子公司江苏省农垦麦芽有限公司（以下简称“苏垦麦芽”）将产业链向下游初加工产品麦芽延伸。截至 2022 年末，苏垦麦芽拥有超过 20 万吨/年的麦芽生产能力，同时通过部分委托外加工方式提高产销量，下游主要客户包括华润、百威、燕京啤酒等，市场认可度较高，2022 年以来收入保持增长。此外，苏垦农发养殖业主要包括水产养殖和奶牛养殖，其中奶牛养殖是公司养殖业发展的重点，截至 2022 年末，公司拥有 5 个规模化国有牧场，2022 年继续引进进口奶牛使得奶牛存栏量保持较快增速，当年牛奶产量和销售收入进一步提升；水产养殖主要产品包括大宗淡水鱼、对虾、龙虾、河蟹等，2022 年水产品总产量与上年基本持平，但产品价格提升令销售收入同比增长，对公司农业板块形成有益补充。

工业板块方面，太阳股份¹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，截至 2022 年末具备超过 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，2022 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 93.14%。商业板块主要包括汽车服务和钢材贸易，其中 2022 年公司钢材贸

¹ 截至 2022 年末，太阳股份总资产为 10.11 亿元，所有者权益合计 6.48 亿元；2022 年实现营业收入 32.89 亿元，同比增长 4.97%；净利润为 0.75 亿元，同比下降 16.95%。

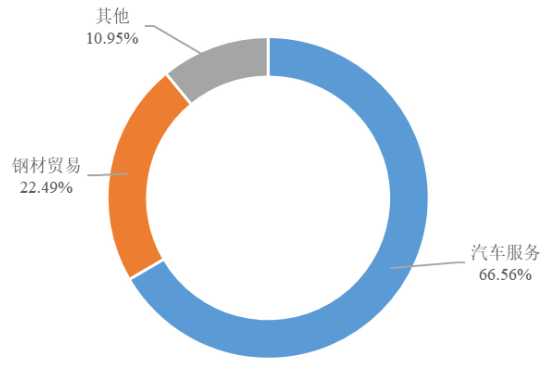
易规模及收入有所下降，但受益于以上海大众系列为主的新车销量及销售收入有所提升，当年汽车服务业务收入有所回升，带动商业板块收入同比增长。

图 6：2022 年工业板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 7：2022 年商业板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房地产业务项目分布在南京市江北新区、连云港市及南通市，截至 2022 年末，公司已完工房地产项目实现销售回款 157.46 亿元，其中 2022 年实现销售回款 10.55 亿元，同比有所下降，主要系当年可售房源减少所致。截至 2023 年 3 月末，公司在建房地产项目共 6 个，已投入资金 43.50 亿元，尚需投入资金 32.92 亿元，仍存在一定资本支出压力。中诚信国际认为，2022 年以来土拍情绪持续低位徘徊，虽然引导市场预期及信心回暖的行业政策较多，但短期内政策效果尚不明显，且目前房地产行业盈利空间收窄，市场回暖情况仍有待观察，需持续关注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。

表 3：截至 2022 年末公司已完工项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	项目所在地	可售建筑面积	已销售面积	投资总额	已回笼资金	资金回笼计划
林景雅园	住宅、商业、别墅	南京	32.30	25.44	28.50	41.12	预计 2023 年末售罄
林景御园	住宅及部分商业	南京	5.60	5.33	8.00	9.29	预计 2023 年末售罄
林景熙园一期	住宅及部分商业	南京	20.00	13.77	14.50	24.58	预计 2024 年初售罄
林景熙园二期	别墅	南京	5.70	0.76	8.50	2.77	预计 2024 年初售罄
林景博园	住宅及部分商业	南京	10.83	-	30.00	-	择机开盘
新福地广场	商业	南通	2.59	-	2.00	-	自持不出售
江景瑞园	住宅、商业、别墅	南通	13.12	12.79	7.80	11.18	预计 2023 年末售罄
凤凰星城一期	住宅及部分商业	连云港	8.24	8.20	3.84	5.59	预计 2023 年末售罄
凤凰星城二期	住宅及部分商业	连云港	7.70	7.63	3.90	5.63	预计 2023 年末售罄
凤凰星城三期	住宅及部分商业	连云港	9.40	9.19	3.87	7.68	预计 2023 年末售罄
江景雅园	住宅及部分商业	南通	6.15	5.64	6.50	6.59	预计 2023 年末售罄
林景紫园	住宅及部分商业	南京	6.15	7.28	17.00	17.93	预计 2023 年末售罄
林景兰园	住宅及部分商业	南京	6.15	4.23	10.00	11.56	预计 2023 年末售罄
林景尊园	住宅及部分商业	南京	6.15	4.90	9.00	13.53	预计 2023 年末售罄
合计	--	--	140.07	105.16	153.41	157.46	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司业务领域跨度较大，涉及农业、工业、房地产等多个业务板块，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。资本支出方面，除地产项目外，截至 2023 年 3 月末公司在建及拟建项目尚需一定投入，其中合资牧场建设项目 2023 年内投入规模较大，需关注未来项目投资进度及融资安排。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	累计投资额	2023.4~12 计划投资额	未来计划投资额	
				2024	2025
农产品加工、批发市场	9.52	0.42	5.51	1.79	1.79
烘晒仓储地磅及其他	1.20	0.35	0.85	-	-
合资牧场建设	7.56	0.50	7.06	-	-
华泰山南福地花园二期	2.43	1.36	1.07	-	-
黄海农场全域综合整治	1.56	0.01	1.55	-	-
分布式光伏发电项目	1.18	-	0.77	0.40	-
合计	23.45	2.64	16.82	2.19	1.79

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，2022 年以来江苏农垦主营业务盈利水平基本保持稳定，参股企业贡献的投资收益对利润形成良好补充，整体利润保持在较好水平；2022 年以来公司资产及负债规模有所波动，以短期债务为主的债务期限结构有待优化，但整体财务杠杆水平仍较低，且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。

2022 年以来，公司主营业务收入及盈利水平基本保持稳定，参股企业贡献的投资收益对利润形成良好补充，整体利润保持在较好水平。

2022 年，农产品销售收入增加等带动营业总收入保持增长，营业毛利率及经营性业务利润基本保持稳定。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”）²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。受上述因素共同影响，2022 年利润总额小幅增长，但总资产增幅较大令总资产收益率有所下滑。2023 年一季度，营业总收入同比下降，虽然主要农产品价格上涨令营业毛利率有所回升，但以销售费用为主的期间费用增长令期间费用率上升，经营性业务利润及利润总额同比减少。从经营稳定性来看，近五年来公司营业利润率³水平较为稳定，经营稳定性较强。总体来看，跟踪期内公司主营业务盈利能力有所波动，但较大规模的投资收益令公司整体利润保持在较好水平。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	144.26	182.15	202.47	39.61
营业毛利率(%)	24.31	24.60	24.26	28.24
期间费用率(%)	12.47	11.01	10.46	11.04
经营性业务利润	15.69	24.83	24.64	7.01
投资收益	19.17	17.72	19.16	4.05
营业外损益	-4.97	-6.40	-7.10	-1.22
利润总额	29.48	35.36	35.93	9.83
总资产收益率(%)	--	11.16	10.83	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来公司资产及负债规模有所波动，以短期债务为主的债务期限结构有待优化，但整体

² 截至 2023 年 3 月末，公司直接持有正大天晴 33.50%股权，为第二大股东；截至 2022 年末，正大天晴总资产 283.24 亿元，所有者权益为 162.65 亿元，2022 年实现营业总收入 234.67 亿元，净利润 49.45 亿元。2020~2022 年权益法核算确认其投资收益分别为 13.44 亿元、13.44 亿元和 15.25 亿元，取得的现金分红分别为 11.03 亿元、0 亿元 11.90 亿元。

³ 2018~2022 年营业利润率分别为 26.01%、21.85%、23.88%、22.93%和 21.25%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入*100%。

财务杠杆水平仍较低。

2022 年以来，公司总资产呈先升后降态势。具体来看，货币资金随业务开展及外部融资规模变化而先升后降，截至 2023 年 3 月末共有 0.30 亿元使用受限，受限比例很低。跟踪期内赎回的投资基金及理财产品较多令交易性金融资产持续下降，但仍保持较大规模，变现能力较强的资产能够为债务到期偿付提供支持。存货主要为房地产业务形成的开发成本及库存商品，2022 年以来随开发建设及销售进度推进而有所波动。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等股权，具备一定流动性，2022 年公司对江苏新新零售创新基金（有限合伙）投资 10.00 亿元令其他权益工具投资继续增长。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，2022 年以来长期股权投资账面价值持续增加。

由于公司支付较多工程设备款令应付账款有所减少，加之房地产项目结转较多使得合同负债持续下降，跟踪期内公司总负债持续降低。此外，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，2022 年以来有所波动，但仍保持一定规模。2022 年公司新增较多短期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，同时当年到期债务重分类使得年末短期债务占比显著上升；2023 年以来，公司陆续偿还部分短期债务，3 月末债务规模及短期债务占比回落，但以短期债务为主的债务结构仍有待优化。受益于利润累积及上市公司少数股东权益的增加，2022 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。

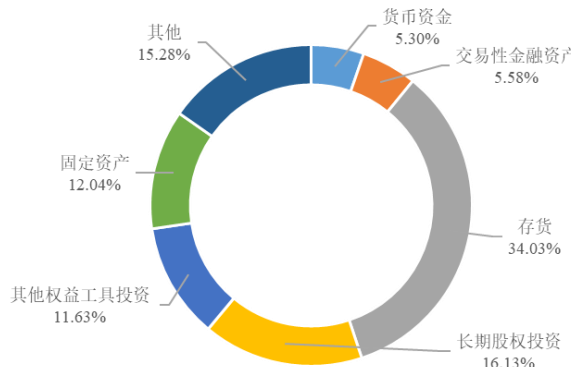
表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	36.35	26.86	32.03	22.07
交易性金融资产	30.44	45.43	26.48	23.24
存货	125.07	141.73	138.14	141.73
其他权益工具投资	30.78	38.25	48.51	48.42
长期股权投资	40.49	57.07	63.73	67.19
固定资产	30.82	45.29	51.27	50.15
资产总计	350.18	411.68	420.30	416.44
应付账款	13.77	16.97	16.18	13.14
合同负债	24.37	26.73	10.59	3.58
其他应付款	27.22	32.68	27.89	29.67
负债合计	148.50	181.69	168.78	156.19
总债务	51.68	62.41	72.21	68.63
短期债务/总债务(%)	32.19	48.82	71.22	58.42
未分配利润	103.56	121.16	141.76	150.18
少数股东权益	22.44	26.05	29.26	29.86
所有者权益合计	201.68	229.99	251.52	260.25
资产负债率(%)	42.41	44.13	40.16	37.51
总资本化比率(%)	20.40	21.34	22.31	20.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

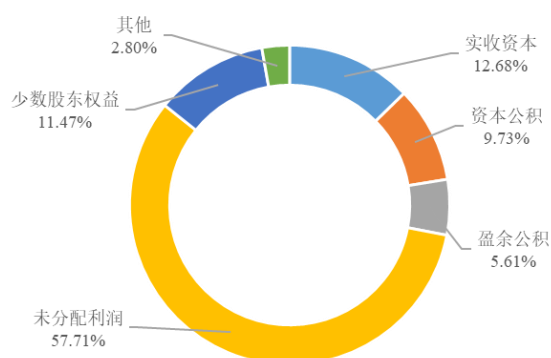
⁴ 截至 2023 年 3 月末，公司直接持有苏美达股份有限公司 13.92%股权，为其第二大股东，2022 年实施年度权益分派 0.30 元（含税）/股，公司可获得现金分红 0.55 亿元。

图 8：截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 9：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受债务规模上升影响，2022 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。

由于向职工支付现金及社会性支出增加，加之当年支付较多税费，2022 年经营活动净现金流继续减少，2023 年一季度房地产项目开发投入增加使得经营活动现金流呈阶段性净流出。2022 年以来，公司赎回较多投资基金及理财产品，加之参股企业正大天晴等现金分红增加，2022 年投资活动现金缺口收窄，2023 年一季度由负转正。跟踪期内筹资活动现金流持续净流出，主要系 2022 年公司向股东分红及 2023 年一季度偿付部分短期债务所致。偿债指标方面，受债务规模上升影响，2022 年经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的支撑能力有所弱化，但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，整体偿债能力很强。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动净现金流	18.95	12.34	8.37	-8.68
投资活动净现金流	-5.31	-24.31	-1.48	2.98
筹资活动净现金流	-14.47	2.23	-1.63	-4.24
FFO/总债务(X)	0.24	0.31	0.29	--
总债务/EBITDA(X)	1.26	1.29	1.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	21.98	9.27	20.20	--
货币等价物/短期债务(X)	4.01	2.36	1.15	1.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年参股企业确认的投资收益保持较大规模，母公司盈利能力保持较好水平；跟踪期内，母公司总资产及总债务有所波动，以短期债务为主的债券期限结构有待优化，但财务杠杆整体仍处于较低水平，母公司偿债压力可控。

母公司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，2022 年收到补充耕地指标款大幅增加带动经营性业务利润回升。参股正大天晴等联营及合营企业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，2022 年参股企业经营情况良好令投资收益保持较大规模，当年取得投资收益收到的现金 19.10 亿元，主要系当年正大天晴现金分红较多所致，投资获现水平显著改善。2022 年以来，母公司总资产随货币资金规模变动而呈先升后降态势，此外，当年赎回理财产品较多令交易性金融资产大幅下降，对通宇房地产、苏舜集团等子公司的内部借款增加令其他应收款规模有所上升。跟踪期内母公司债务规模随短期银行借款变动而先升后降，以短期

债务为主的债券期限结构有待优化，但母公司财务杠杆整体仍处于较低水平。母公司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；由于 2022 年赎回理财产品及收到正大天晴现金分红较多，母公司投资活动现金流转为大额净流入，筹资活动随债务规模先升后降而有所波动。2022 年以来短期债务保持较大规模，且货币等价物降幅较大，其对短期债务的覆盖能力有所弱化，但考虑到母公司财务杠杆水平较低，且具有较为充足的备用流动性及畅通的融资渠道，母公司偿债压力可控。

表 8：公司母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营性业务利润	3.19	0.70	4.72	-0.30
投资收益	21.26	20.91	22.59	3.92
营业外损益	-5.39	-2.58	-5.55	-0.94
净利润	19.09	18.10	21.34	2.68
货币资金	15.99	11.23	19.72	9.30
交易性金融资产	9.03	20.48	4.08	4.08
其他应收款	53.17	56.31	56.67	59.78
长期股权投资	83.35	105.06	111.75	116.19
总资产	195.57	235.08	251.31	248.37
所有者权益合计	135.25	150.69	161.68	164.07
总债务	23.06	36.91	42.35	35.82
短期债务/总债务(%)	33.40	58.37	88.04	85.72
资产负债率(%)	30.85	35.90	35.66	33.94
总资本化比率(%)	14.57	19.67	20.76	17.92
经营活动净现金流	5.19	0.81	-6.12	-3.02
投资活动净现金流	3.53	-12.60	11.09	-0.49
筹资活动净现金流	-14.59	7.03	3.48	-6.90
货币等价物/短期债务(X)	3.25	1.47	0.64	0.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。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 2023 年 3 月末，公司所有权受到限制的资产账面价值为 29.59 亿元，占当期末总资产的比例为 7.10%，主要为因保证金存款而受限的 0.30 亿元货币资金，用于贷款抵押的存货、投资性房地产和固定资产等。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 5 月末，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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁵

假设

——2023 年，江苏农垦营业总收入将保持增长，投资收益继续对利润形成良好补充，盈利能力

⁵ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

保持较高水平。

——2023 年，江苏农垦在建项目较多，资本支出有所增加。

——2023 年，江苏农垦无权益类融资计划，债务规模随资本支出需求有所增加。

预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	21.34	22.31	22.5~24.5
总债务/EBITDA(X)	1.29	1.38	1.4~1.6

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，江苏农垦流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性支出形成覆盖。

公司经营获现能力尚可，截至 2023 年 3 月末，合并口径货币资金为 22.07 亿元，其中受限货币资金 0.30 亿元，受限比例很低，此外公司共银行授信额度 99.93 亿元，其中尚未使用额度为 69.60 亿元，备用流动性较为充足，并且公司债券融资渠道畅通、融资成本较低。此外，下属子公司苏垦农发为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，同时公司持有较多可变性的金融资产，可提供一定流动性支持。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、在建项目投资，资金平衡状况尚可。目前公司未来一年资本支出压力较小，往期分配股利、利润或偿付利息支付的现金在 8~10 亿元，目前短期债务规模较大，但考虑到大部分债务可以实现到期接续，债务到期压力可控。总体而言，公司未来一年流动性来源对流动性需求能够形成覆盖。

表 10：截至 2022 年末公司主要债务到期分布情况（亿元）

	一年以内（含）	一年以上	合计
合并口径			
银行借款	25.24	9.26	34.49
公开债务	23.27	5.06	28.34
应付票据	1.11	-	1.11
租赁负债	1.81	6.46	8.27
合计	51.43	20.79	72.21
母公司口径			
银行借款	14.01	-	14.01
公开债务	23.27	5.06	28.34
合计	37.29	5.06	42.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司治理结构与内控制度完善，ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

⁶ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，作为农林牧渔企业，公司加强环境管理、践行绿色生产，跟踪期内实施秸秆全量还田，从源头上减少农作物废弃物污染，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。社会方面，公司建立了健全的员工激励机制、培养体系，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

公司治理方面，公司严格按照《公司法》等有关法律法规的要求，不断完善治理结构，不设股东会，由江苏省国资委行使股东会职权，同时设立董事会、监事会和经理层，形成决策、监督和执行相分离的管理体系。目前董事会由 9 名董事构成，其中职工董事 1 名，外部董事 5 名；监事会成员 6 人，由监事会主席、专职监事和 2 名职工监事组成。目前尚有 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。

战略方面，根据十四五规划，未来公司将构建以现代农业为核心、支撑产业均衡发展的“1+X”产业格局，选择医药生物、城镇开发为支撑产业，其他产业为策略性产业。按照建立现代农业投资集团的企业定位，坚持产业经营和资本经营双轮驱动，内涵式增长和外延式增长并重发展。

特殊调整

截至 2022 年末，公司拥有的 178.01 万亩国有土地均未作价入账，考虑到农垦企业土地资源的特殊性，其对公司信用水平有提升作用。

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，2020~2022 年公司计入当期损益的政府补助分别为 0.47 亿元、0.95 亿

元和 3.88 亿元，分别收到政府补贴 3.81 亿元、5.51 亿元和 4.66 亿元计入递延收益。

同行业比较

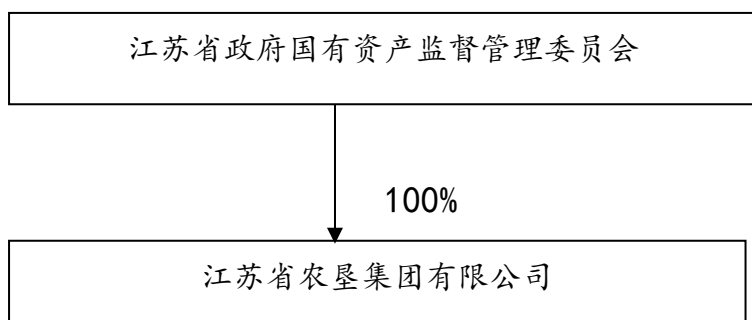
中诚信国际选取了广东省农垦集团公司（以下简称“广东农垦”）作为江苏农垦的可比公司，两家公司均为农垦集团中的头部企业，在业务和财务方面均具有一定的可比性。

中诚信国际认为，江苏农垦及广东农垦均根据当地农业资源形成了较为完善的产业链布局，具体来看，江苏农垦农业业务涵盖稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售等种植业上下游环节，并组织养殖水产、奶牛等，同时发展以汽车服务、钢材贸易为主的商业板块、房地产板块和金融投资业务；广东农垦业务涵盖以天然橡胶、糖业等为主的战略资源业务和以乳业、畜牧、粮油等为主的绿色食品业务，同时经营以农产品配送服务、金融服务、房产物业等为主的城乡服务业务，两者业务多元化程度均较高，且主营业务在区域内乃至全国均具有较高的战略意义及行业地位，但江苏农垦整体业务规模较小，土地资源弱于广东农垦。财务方面，江苏农垦主营业务盈利能力较强，且投资收益对利润形成良好补充，使得江苏农垦盈利水平较高，财务杠杆亦处于较低水平。

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“22 苏垦 01”的信用等级为 **AAA**。

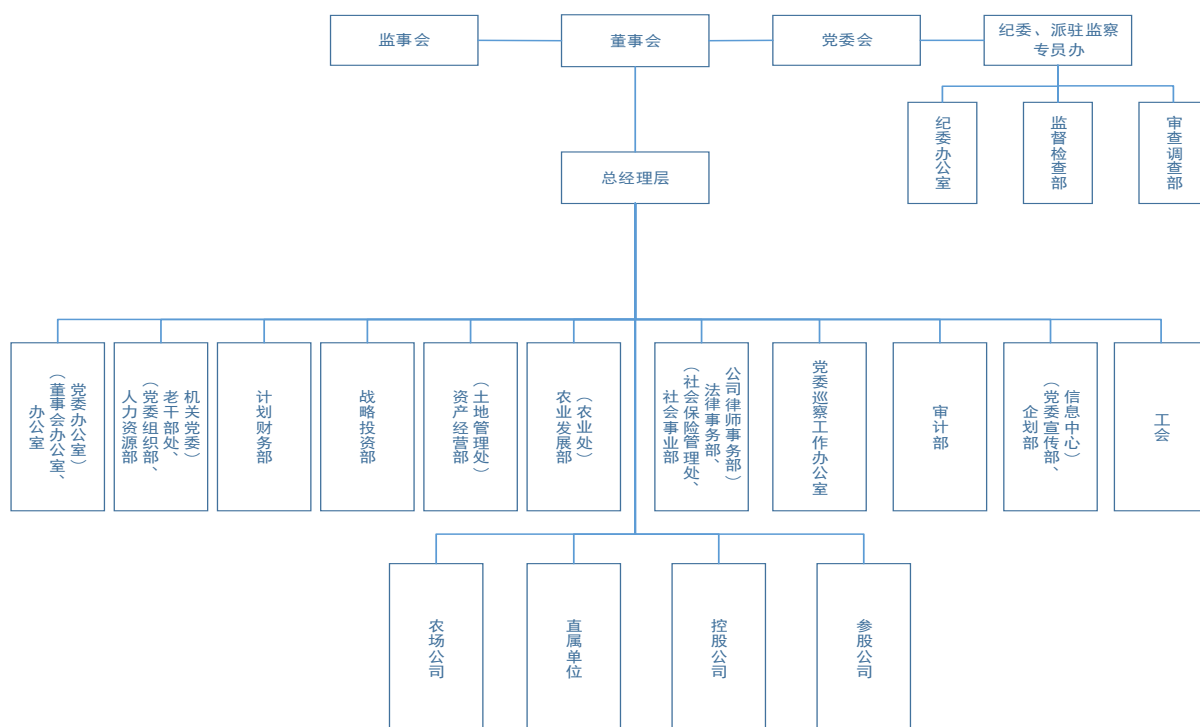
附一：江苏省农垦集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



截至 2023 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	6.50	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

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	363,533.99	268,582.20	320,250.55	220,690.48
应收账款	43,496.01	64,815.51	88,993.25	93,787.48
其他应收款	48,875.24	68,986.84	61,049.85	80,569.01
存货	1,250,714.39	1,417,333.02	1,381,415.65	1,417,266.79
长期投资	718,498.75	958,573.68	1,127,731.00	1,161,434.91
固定资产	308,214.52	452,908.41	512,674.73	501,471.64
在建工程	85,937.83	64,544.02	74,451.42	94,059.57
无形资产	55,269.30	53,534.51	55,770.40	54,930.60
总资产	3,501,803.37	4,116,762.30	4,202,980.99	4,164,373.38
其他应付款	272,224.41	326,812.57	278,863.96	296,733.24
短期债务	166,378.44	304,691.69	514,274.40	400,914.85
长期债务	350,444.18	319,389.55	207,853.15	285,348.66
总债务	516,822.62	624,081.24	722,127.56	686,263.50
净债务	155,135.32	359,950.96	404,924.12	468,620.14
总负债	1,484,987.59	1,816,859.66	1,687,796.69	1,561,871.62
所有者权益合计	2,016,815.78	2,299,902.65	2,515,184.30	2,602,501.76
利息支出	18,612.78	52,347.00	25,873.34	--
营业总收入	1,442,630.90	1,821,467.34	2,024,693.76	396,069.72
经营性业务利润	156,915.63	248,271.14	246,364.76	70,070.26
投资收益	191,700.05	177,244.42	191,616.07	40,453.67
净利润	263,304.55	303,349.41	322,911.97	90,249.76
EBIT	358,453.83	425,011.40	450,354.74	--
EBITDA	409,098.67	485,311.98	522,742.08	--
经营活动产生现金净流量	189,524.44	123,354.91	83,677.78	-86,823.36
投资活动产生现金净流量	-53,092.96	-243,134.88	-14,764.61	29,840.58
筹资活动产生现金净流量	-144,711.06	22,310.04	-16,308.18	-42,392.37
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	24.31	24.60	24.26	28.24
期间费用率(%)	12.47	11.01	10.46	11.04
EBIT 利润率(%)	24.85	23.33	22.24	--
总资产收益率(%)	--	11.16	10.83	--
流动比率(X)	2.08	1.78	1.66	1.88
速动比率(X)	0.85	0.73	0.63	0.63
存货周转率(X)	--	1.03	1.10	0.81*
应收账款周转率(X)	--	33.63	26.33	17.34*
资产负债率(%)	42.41	44.13	40.16	37.51
总资本化比率(%)	20.40	21.34	22.31	20.87
短期债务/总债务(%)	32.19	48.82	71.22	58.42
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.34	0.17	0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	1.04	0.34	0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	10.18	2.36	3.23	--
总债务/EBITDA(X)	1.26	1.29	1.38	--
EBITDA/短期债务(X)	2.46	1.59	1.02	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	21.98	9.27	20.20	--
EBIT 利息保障倍数(X)	19.26	8.12	17.41	--
FFO/总债务(X)	0.24	0.31	0.29	--

注：1、2023 年一季报未经审计，且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、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（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	159,932.57	112,312.93	197,179.93	92,982.80
应收账款	-	-	-	-
其他应收款	531,665.76	563,053.26	566,732.97	597,813.44
存货	-	-	-	-
长期投资	1,127,509.55	1,421,585.22	1,591,406.89	1,634,880.02
固定资产	5,563.62	7,579.36	77,222.16	76,251.35
在建工程	8,093.91	8,285.82	8,768.38	8,853.12
无形资产	4,632.36	4,285.78	3,379.50	3,211.23
总资产	1,955,747.79	2,350,810.87	2,513,069.34	2,483,656.01
其他应付款	309,390.97	368,709.04	386,870.51	404,856.28
短期债务	77,000.00	215,447.93	372,860.05	307,035.12
长期债务	153,567.58	153,634.36	50,645.99	51,142.98
总债务	230,567.58	369,082.29	423,506.04	358,178.10
净债务	70,635.02	256,769.36	226,326.11	265,195.31
总负债	603,297.73	843,908.04	896,271.63	842,917.89
所有者权益合计	1,352,450.05	1,506,902.83	1,616,797.72	1,640,738.12
利息支出	17,922.83	16,322.28	18,887.64	--
营业总收入	38,537.86	26,944.14	77,501.32	417.97
经营性业务利润	31,869.34	7,003.33	47,156.41	-3,007.91
投资收益	212,574.95	209,076.57	225,865.77	39,217.26
净利润	190,862.05	181,031.87	213,431.43	26,762.58
EBIT	263,197.12	232,402.17	291,828.77	--
EBITDA	--	233,997.67	296,794.22	--
经营活动产生现金净流量	51,884.63	8,131.09	-61,151.40	-30,187.39
投资活动产生现金净流量	35,308.01	-126,006.04	110,890.16	-4,926.02
筹资活动产生现金净流量	-145,889.04	70,332.42	34,823.91	-69,015.13
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	100.00	91.39	81.32	100.00
期间费用率(%)	16.72	64.16	20.84	730.91
EBIT 利润率(%)	682.96	862.53	376.55	--
总资产收益率(%)	--	10.79	12.00	--
流动比率(X)	2.02	1.46	1.07	1.05
速动比率(X)	2.02	1.46	1.07	1.05
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	30.85	35.90	35.66	33.94
总资本化比率(%)	14.57	19.67	20.76	17.92
短期债务/总债务(%)	33.40	58.37	88.04	85.72
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.15	-0.02	-0.19	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.44	-0.04	-0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.89	0.50	-3.24	--
总债务/EBITDA(X)	--	1.58	1.43	--
EBITDA/短期债务(X)	--	1.09	0.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	14.34	15.71	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	14.24	15.45	--
FFO/总债务(X)	--	-0.07	-0.02	--

注：2023 年一季报未经审计，且未提供 2020 年及 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn