

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0521 号

海南省农垦投资控股集团有限公司：

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 海垦 01”、“21 海垦 V1”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 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 海垦 01”、“21 海垦 V1”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十六日

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”），本公司声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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，但不对资料提供方和/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。其中主体评级结果有效期自2023年6月26日至2024年6月25日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月26日

海南省农垦投资控股集团有限公司
主体及相关债项2023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
AAA/稳定	2023/6/26	AAA/稳定	熊珺	宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 海垦 01	AAA	AAA
21 海垦 V1	AAA	AAA

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

海南省农垦投资控股集团有限公司（以下简称“海垦控股”或“公司”）主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以旅游地产、商业物流及金融保险等业务，控股股东和实际控制人仍为海南省国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）。

评级模型

基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业总收入	20.00	18.95
	多元化	15.00	15.00
市场竞争力	市场地位	15.00	15.00
	EBITDA 利润率	7.00	4.34
盈利能力	毛利率	7.00	2.91
	全部债务资本化比率	12.00	8.98
债务负担和保障程度	EBITDA 利息倍数	12.00	6.23
	经营现金流流动负债比	12.00	5.26

调整因素

+1

个体信用状况

aa+

外部支持

+1

评级模型结果

AAA

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

海南省是我国重要的天然橡胶种植区，跟踪期内经济发展平稳，公司未来发展仍具有良好的外部环境；公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业，收购合盛农业完成后，天然橡胶供应保障能力进一步提升；丰富的土地资源为天然橡胶等业务的开展提供有力支撑；公司融资渠道畅通，所持海南橡胶未质押股份市值较高，财务弹性强。另一方面，跟踪期内，公司营业利润率下降，利润总额对非经常性损益依赖仍很大；有息债务继续增长，地产在建项目未来投资金额仍较大，未来面临一定资本支出压力。

外部支持方面，作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面继续得到政府较强支持。

综合分析，东方金诚维持海垦控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“20 海垦 01”、“21 海垦 V1”信用等级为 AAA。

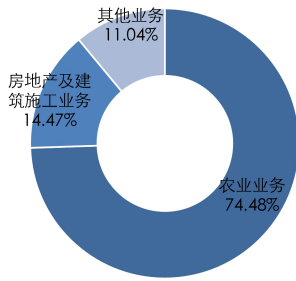
同业比较

项目	海垦控股	江苏省农垦集团有限公司(AAA)	广西农垦集团有限责任公司 (AA+)	宁夏农垦集团有限公司(AA+)
资产总额 (亿元)	1114.72	420.30	895.88	235.22
所有者权益 (亿元)	748.52	251.52	498.96	102.60
营业总收入 (亿元)	305.21	202.47	282.52	39.51
利润总额 (亿元)	14.14	35.93	9.29	2.86
资产负债率 (%)	32.85	40.16	44.31	56.38
经营现金流流动负债比 (%)	-3.12	6.27	3.55	1.16

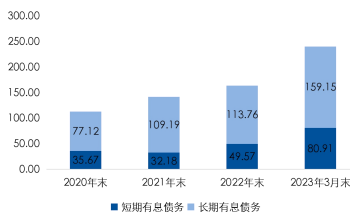
注：资料来源于各企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2022 年公司营业收入构成



近年公司有息债务情况 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	743.95	902.82	1114.72	1253.36
所有者权益(亿元)	453.91	560.05	748.52	750.15
全部债务(亿元)	112.79	141.36	163.33	240.06
营业收入(亿元)	235.72	249.56	303.50	91.26
利润总额(亿元)	5.53	9.12	14.14	2.01
经营性净现金流 (亿元)	22.04	-11.42	-5.56	-7.67
营业利润率 (%)	9.78	8.59	6.86	9.85
资产负债率 (%)	38.99	37.97	32.85	40.15
流动比率 (%)	142.80	169.16	159.59	130.42
全部债务/EBITDA (倍)	5.98	5.11	4.86	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.74	4.96	4.85	-

注: 表中数据来源于公司 2021 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月合并报表, 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数。

优势

- 海南省是我国重要的天然橡胶种植区, 跟踪期内经济发展平稳, 自由贸易港建设稳步推进, 公司未来发展仍具有良好的外部环境;
- 公司仍是国内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, 跟踪期内公司收购合盛农业, 海外橡胶种植面积扩大, 全球橡胶贸易市场占有率提升, 公司业务规模和产业链优势进一步增强;
- 2022 年末, 公司拥有 963.7 万亩土地, 丰富的土地资源为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖及旅游地产业务的开展提供有力支撑;
- 公司融资渠道畅通, 子公司海南橡胶为上市公司, 公司所持海南橡胶未质押股份市值及未使用银行授信规模较大, 财务弹性强;
- 公司控股股东和实际控制人为海南省国资委, 作为海南省最大的农业类综合产业集团, 公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面可持续得到股东及相关各方较强支持。

关注

- 2022 年, 公司营业利润率有所下降, 利润总额对公允价值变动收益、资产处置收益等非经常性损益依赖仍很大;
- 跟踪期内, 合盛农业并表后公司债务规模增长较快, 地产业务在建项目未来投资金额较大, 未来面临一定资本支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司将继续保持在天然橡胶行业很强的市场竞争力, 同时作为海南省最大的农业类综合产业集团, 未来仍将持续得到政府的大力支持。

评级方法及模型

《农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022202208)

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
AAA/稳定	AAA	2022/6/6	高君子、谢笑也、宋馨	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型 (RTFC022201907)》	阅读原文

AAA/稳定	AAA	2020/8/26	高君子、黄艺明	《东方金诚农林牧渔企业评级 方法及模型 (RTFC022201907)》	阅读原文
--------	-----	-----------	---------	--	----------------------

注：自 2020 年 8 月 26 日（初次评级）至 2022 年 6 月 6 日（最新评级），公司主体信用等级未发生变化。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 海垦 01	2022/6/6	7.00	2020/11/06~ 2025/11/06	无	无
21 海垦 V1	2022/6/6	8.00	2021/08/03~ 2026/08/03	无	无

注：均附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及相关债项跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

海南省农垦投资控股集团有限公司（以下简称“海垦控股”或“公司”）主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以旅游地产、商贸物流及金融保险等业务，控股股东和实际控制人仍为海南省国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）。

公司前身是海南省农垦总局和海南省农垦集团有限公司，2015年12月根据中共海南省委省政府印发的《关于推进新一轮海南农垦改革发展的实施意见》，在原海南省农垦总局、原海南省农垦集团有限公司基础上组建设立海垦控股。截至2023年3月末，海垦控股注册资本88.00亿元，实收资本88.00亿元，海南省国资委持有公司90.00%的股份，仍为公司控股股东和实际控制人。

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶和热带高效农业业务，同时积极发展旅游地产、商贸物流、金融保险业务等产业。公司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”，股票代码为601118.SH）主要从事天然橡胶种植、加工、研发和销售。跟踪期内，海南橡胶完成对合盛农业收购，橡胶园种植面积、橡胶初加工产能大幅增长。公司的主要产品包括全乳胶、浓缩乳胶、10#、20#标准胶、10#子午胶、胶清胶、混合胶、烟片胶、印尼标胶等，其中全乳胶、20号标胶是上海期货交易所认证的交割标的。公司是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2023年3月末，公司合并口径资产总额为1253.36亿元，所有者权益750.15亿元，资产负债率40.15%。2022年和2023年1~3月，公司分别实现营业收入303.50亿元和91.26亿元，实现利润总额14.14亿元和2.01亿元。

截至2023年3月末，公司本部资产总额为753.69亿元，所有者权益653.85亿元，资产负债率13.25%。2022年和2023年1~3月，公司本部分别实现营业收入4.99亿元和0.02亿元，分别实现利润总额10.12亿元和-0.48亿元。海南橡胶2022年实现营业收入153.71亿元，同比增长0.25%，实现利润总额0.71亿元，同比减少46.34%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-6.41亿元，较上年同期减少4.08亿元。2023年1~3月，海南橡胶实现营业收入58.56亿元，同比增长80.73%；实现利润总额-0.62亿元，同比减少0.34亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年末，海垦控股发行的“20 海垦 01”已按时付息，募集资金总额 7.00 亿元，扣除发行费用后已全部用于偿还银行借款等有息债务；同期末，“21 海垦 V1”已按时付息，募集资金总额 8.00 亿元，已使用 7.88 亿元，用于绿色乡村振兴产业项目建设、运营等。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降

准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

行业及区域经济环境

公司是海南省最大的农业类综合产业集团，主要从事天然橡胶、热带高效农作物等业务，其中天然橡胶业务是公司收入主要来源，所属行业为天然橡胶行业。

天然橡胶行业

近年全球天然橡胶总种植面积趋于稳定，2022 年受劳动力短缺、橡胶树病害、物候异常等不利因素影响，ANRPC 成员国天然橡胶产量增速放缓，但全球天然橡胶供应增产的局面未显著改变，预计 2023 年全球天然橡胶产量仍将保持低速增长

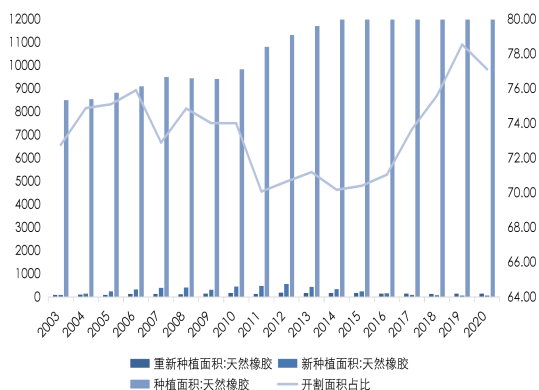
橡胶分为天然橡胶与合成橡胶二种。天然橡胶是从橡胶树、橡胶草等植物中提取胶质后加工制成天然橡胶主要成分为聚异戊二烯（含量在 90%以上），主要由橡胶树被割开后流出乳白色的汁液通过简单工艺形成，应用于轮胎、胶管、胶带、鞋材等领域。国际橡胶主产区集中在东南亚地区，产量约占全世界的 93%，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国。橡胶树经济寿命高达 30~40 年，新种植的橡胶树生长 6~7 年后可开割，开割 3 年后逐步上升到一个较高且稳定的产胶量。

天然橡胶供应兼具农产品属性和工业品属性¹。从重新种植面积的角度看，2012 年 ANRPC 成员国新种植面积达到高峰，2016 年之后明显下降。2014 年以来，ANRPC 成员国的总种植面积总体稳定在 1.2 亿公顷附近，开割面积经过多年持续上升后在 2019 年触及最高峰，2020 年起有所回落。随着全球的橡胶可开割面积上升，ANRPC²（天然橡胶生产国协会）成员国的天然橡胶产量整体有所增长。2019 年东南亚部分产胶区遭受旱灾、真菌病害以及由于橡胶价格低迷执行削减出口计划，ANRPC 成员国天然橡胶总产量有所下降；2020 年，公共卫生事件及高温干旱、白粉病等不可预见因素的影响，全球天然橡胶主产区开割均有不同程度延期，ANRPC 成员国天然橡胶总产量同比下降 7.12%；2021 年，公共卫生事件冲击转为阶段性，天然橡胶产量同比有所恢复。2022 年，受劳动力短缺、橡胶树病害、物候异常等不利因素影响，中国、印度、马来西亚等地区产量下降，ANRPC 成员国天然橡胶产量增速放缓。由于 2012 年新种和重新种植的橡胶树在 2023 年处于稳定的高产期，全球天然橡胶供应增产的局面未显著改变，预计全年全球天然橡胶产量将保持低速增长。

¹ 一方面，天然橡胶供应量会受到不利天气、病虫害的影响，同时受制胶期影响存在明显供应淡季差异；另一方面，胶农割胶意愿会受到天然橡胶价格高低的影响。

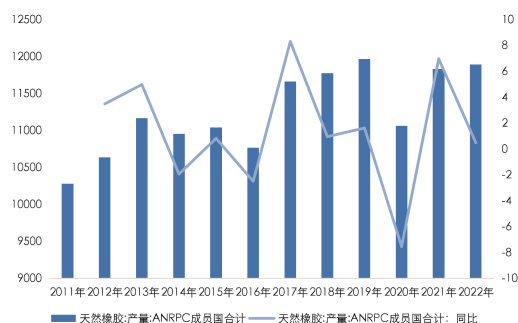
² 亚洲生产和输出天然橡胶国家建立的经济合作组织。其成员国来自于主要有马来西亚、新加坡、印度尼西亚、泰国、斯里兰卡、印度和巴布亚新几内亚等。

图表 1：ANRPC 成员国天然橡胶种植情况
(单位：千公顷、%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 2：ANRPC 成员国天然橡胶产量情况
(单位：千吨、%)



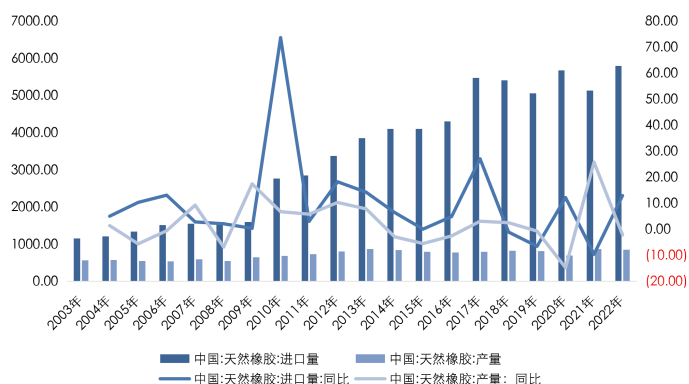
数据来源：同花顺，东方金诚整理

中国天然橡胶种植主要位于海南省和云南省，自给率较低，2022 年受海南产区开割时间推迟及自然气候影响，国内天然橡胶产量同比下降，进口量同比增长

中国天然橡胶种植主要位于海南省和云南省，云南天胶种植集中于西双版纳；海南则主要分布于儋州、白沙、琼中、澄迈、屯昌、琼海和万宁等地；其中儋州种植面积最大，占全省的 17%，海南省为台风区易受自然灾害影响，气候的变化会影响橡胶产品的稳定性和产品质量。国内天然橡胶供应主要依赖进口，自给率较低。2022 年，中国天然橡胶总种植面积 113 万公顷，同比持平；开割面积 79 万平方公顷，开割率 70%；新种面积很少。2022 年海南产区全面开割时间较去年推迟 3 个月，我国天胶累计产量 852.7 千吨，同比下降 2.13%。

我国天然橡胶进口依存度高达 80%左右，是国内供应的主要构成部分。2017 年起非标准套利贸易的活跃，进口量明显增长，年度进口量突破 500 万吨；2018~2022 年，中国天然橡胶进口量保持在 500 万~600 万吨，2022 年由于上半年轮胎出口市场表现偏强以及年内非标基差的持续走强，支撑中国天然橡胶进口量同比增长。

图表 3：中国天然橡胶供给情况 (单位：千吨、%)



数据来源：同花顺，东方金诚整理

2022 年全球公共卫生事件影响缓和、各国采取强力政策刺激经济复苏的背景下，全球汽

车产量有所增长，带动全球天然橡胶消费需求同比增长，但国内受公共卫生事件影响消费量有所下降，预计 2023 年，随着全球经济逐步企稳回暖，需求端将持续恢复

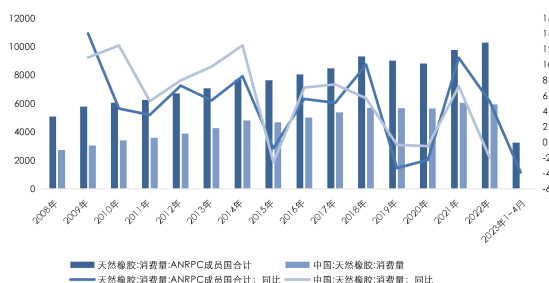
天然橡胶具有良好的弹性、绝缘性、可塑性、隔水隔气、抗拉和耐磨等特点，75%以上的天然橡胶应用在汽车行业，主要用于汽车轮胎生产。2020 年，企业阶段性停产、居民出行和货物运输减少，下游轮胎消费量、出口量大幅降低，ANRPC 成员国天然橡胶总消费量同比下降约 2%。2021 年，全球经济整体有所恢复，但下半年受汽车芯片短缺的影响，汽车厂商被迫限产甚至阶段性停产的现象时有发生，天然橡胶消费量呈现先高后低的趋势，全年 ANRPC 成员国天然橡胶总消费量 976.7 万吨，同比增长约 10.7%。2022 年，全球汽车销量约为 8163 万辆，比上年减少 1.4%，其中乘用车销量 5749 万辆，比上年增长 1.9%，商用车销量 2414 万辆，比上年减少 8.3%；同期，2022 年全球汽车产量约为 8502 万辆，比上年增长 6%。随着全球范围内公共卫生事件影响缓和，以及各国采取强力政策刺激经济复苏的背景下，生产生活逐渐回归正常轨道，全球天然橡胶消费需求趋于回暖，ANRPC 成员国天然橡胶消费量同比增长约 5.27%。但国内受外部事件影响，全年消费量有所下降。2023 年 1~4 月，ANRPC 成员国天然橡胶消费量 325.1 万吨，同比下降 3.86%，全年来看，随着全球经济逐步企稳回暖，整体消费量将较前四个月有所好转。

2022 年受国内供需和美联储加息等因素影响，天然橡胶价格呈现整体下行态势，2023 年预计全球增产、需求恢复的背景下，全年价格仍将震荡偏弱运行

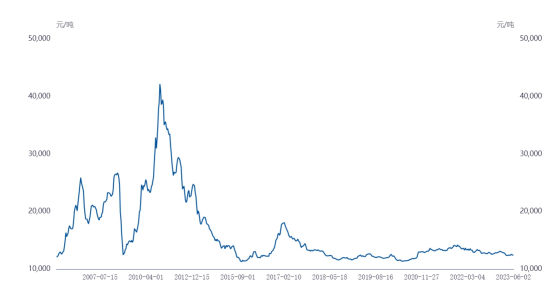
价格方面，长周期来看，2011 年以来，天然橡胶价格呈现震荡下行趋势。短期来看，2020 年天然橡胶价格呈现先低后高的趋势；2021 年受阶段性外部事件、部分橡胶树受白粉病影响推迟开割、芯片短缺抑制下游汽车生产等综合影响，国内天然橡胶价格震荡运行；2022 年天然橡胶价格呈现高位回落走势，年初价格达到年内高点，但受俄乌冲突、国内供需和美联储加息等因素影响，价格一路震荡下行，2022 年 11 月在 RU2211 合约即将交割之际，仓单减少对于盘面产生支撑作用，叠加宏观环境向好，胶价开始触底反弹。2023 年以来，一月天然橡胶价格上涨后回落，全年来看，预计全球增产、需求恢复的背景下，全年价格仍将震荡偏弱运行。

整体来看，2023 年天然橡胶产量将低速增长，同时下游消费需求将随着经济好转逐步回暖，价格震荡运行。受益于需求恢复，预计行业内企业收入规模将保持增长，但价格震荡或对利润空间造成一定影响。

图表 4: 天然橡胶消费量情况 (单位: 千吨、%) 图表 5: 国产 5 号标胶价格走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 同花顺, 东方金诚整理



数据来源: 同花顺, 东方金诚整理

区域经济环境

海南省作物资源丰富, 凭借独特的地理位置及气候条件, 是我国重要的天然橡胶种植区, 跟踪期内, 海南省经济发展平稳, 自由贸易港建设稳步推进, 公司未来发展仍具有良好的外部环境

海南省地处热带海洋性季风气候区, 土地总面积 351.87 万公顷, 占全国热带土地面积的 42.5%。热带作物资源丰富, 其中栽培面积较大、经济价值较高的热带作物主要有橡胶、椰子、槟榔等。

海南省经济保持增长, 2022 年海南省地区生产总值 6818.22 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 0.2%。从产业结构看, 2022 年海南省第一产业增加值 1417.79 亿元, 增长 3.1%; 第二产业增加值 1310.94 亿元, 下降 1.3%; 第三产业增加值 089.49 亿元, 下降 0.2%; 三次产业结构调整为 20.8:19.2:60.0。

图表 6: 2019 年~2022 年海南省主要经济指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
地区生产总值 (亿元)	5308.94	5532.39	6475.20	6818.22
GDP 增速 (%)	5.8	3.5	11.2	0.2
三次产业结构	20.3:20.7:59.0	20.5:19.1:60.4	19.4:19.1:61.5	20.8:19.2:60.0
人均 GDP (元)	56507	55131	63707	66602

资料来源: 《2019 年~2022 海南省国民经济和社会发展统计公报》, 东方金诚整理

海南省是我国最具热带海洋气候特色的地方, 全年暖热, 雨量充沛, 具有丰富作物资源。其中粮食作物是海南种植业中面积最大、分布最广、产值最高的作物, 主要有水稻、旱稻、山兰坡稻等。2022 年, 海南省种植业产值 1253.82 亿元, 增长 4.1%。粮食总产量 146.58 万吨, 增长 0.4%; 播种面积 273.01 千公顷, 增长 0.6%。蔬菜 (含菜用瓜) 收获面积 401.71 万亩, 增长 1.9%; 产量 605.43 万吨, 增长 2.8%。海南省热带水果种类繁多, 主要有菠萝、荔枝、龙眼、香蕉、柑桔、芒果等, 2022 年全省水果收获面积 326.30 万亩, 增长 4.7%; 产量 563.47 万吨, 增长 7.2%。林业产值 115.29 亿元, 下降 3.5%。橡胶是海南省第一大经济作物, 2022 年全省橡胶产量 31.45 万吨, 下降 9.0%。牧业产值 340.41 亿元, 增长 3.0%。生猪年末存栏

323.35 万头,增长 4.1%,年内出栏 410.22 万头,增长 7.3%。猪肉产量 33.86 万吨,增长 10.9%。禽类肉量 31.48 万吨,下降 2.5%。渔业产值 466.57 亿元,增长 3.6%。水产品总产量 171.18 万吨,增长 4.3%。农林牧渔专业及辅助性活动产值 95.91 亿元,增长 12.5%。

2020 年 6 月 1 日,中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》(以下简称“方案”),制定了海南自由贸易港建设的制度设计和分步骤分阶段安排,明确发展目标为到 2025 年,初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系;到 2035 年,自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟,以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建,实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。到本世纪中叶,全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。方案出台进一步提升了海南省的经济和战略地位,跟踪期内,自由贸易港建设稳步推进,为公司未来发展提供了良好的外部环境。

业务运营

经营概况

公司仍保持以天然橡胶等农业业务为主,辅以旅游地产、商贸物流和金融保险等业务的多元化经营格局,2022 年,营业收入及毛利润有所增长,毛利率同比有所下降

公司作为海南省最大的农业类综合产业集团,跟踪期内仍主营天然橡胶、热带高效农业业务,辅以旅游地产、商贸物流及金融保险等业务,保持多元化经营格局,仍具有很强的综合实力。

2022 年,公司农业业务、房地产及建筑施工业务和其他业务收入同比均有所增长,带动营业收入同比增长。从收入构成看,农业业务收入占比 74.48%,仍是公司收入主要来源;房地产及建筑业务收入占比有所增长,其他业务主要包括商贸物流、金融服务等,收入占比也有所增长。毛利润方面,2022 年,农业业务毛利润同比下降,房地产及建筑施工业务成为毛利润主要来源,公司毛利润总体同比微增。毛利率方面,2022 年,农业业务和其他业务毛利率均有所下降,带动公司整体毛利率下降。

图表 7：公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
农业业务	199.34	84.57	212.69	85.23	226.06	74.48	74.13	81.23
房地产及建筑								
施工业务	22.32	9.47	23.08	9.25	43.93	14.47	6.56	7.19
其他业务	14.06	5.96	13.78	5.52	33.51	11.04	10.57	11.58
合计	235.72	100.00	249.56	100.00	303.50	100.00	91.26	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
农业业务	12.87	6.45	10.16	4.78	5.78	2.56	4.87	6.57
房地产及建筑								
施工业务	7.20	32.25	7.59	32.89	16.47	37.49	2.69	41.01
其他业务	5.71	40.62	6.36	46.17	3.32	9.91	1.77	16.71
合计	25.78	10.93	24.12	9.66	25.57	8.42	9.33	10.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 91.26 亿元，毛利润 9.33 亿元，均同比增幅较大，主要系公司完成 Halcyon Agri Corporation Limited（合盛农业集团有限公司，以下简称“合盛农业”）收购，将合盛农业并表所致；同期，实现毛利率 10.23%，同比有所增长。

农业业务

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，2022 年末，拥有 963.7 万亩土地，丰富的土地资源为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖及旅游地产业务的开展提供有力支撑，受益于天然橡胶业务收入增加，2022 年公司农业业务收入同比有所增长，但毛利润及毛利率有所下降

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，截至 2022 年末，拥有 963.7 万亩土地，其中农用地 932.4 万亩，建设用地 25.6 万亩，土地资源丰富。农业业务主要由天然橡胶业务及热带高效农业组成，其中热带高效农业主要为热带水果及热带作物等。2022 年农业业务收入 226.06 亿元，其中天然橡胶业务收入 213.83 亿元，同比均有所增长；热带高效农业业务收入 12.24 亿元，同比变动不大。从毛利润与毛利率来看，2022 年毛利润及毛利率同比有所下降。2023 年 1~3 月，合盛农业收购完成后，农业业务收入、毛利润及毛利率同比均有所增长。

图表 8：公司农业业务构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天然橡胶	188.27	94.45	200.35	94.20	213.83	94.59	63.00	84.99
热带高效农业	11.07	5.55	12.34	5.80	12.24	5.41	11.13	15.01
合计	199.34	100.00	212.69	100.00	226.06	100.00	74.13	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
天然橡胶	11.34	6.02	8.67	4.33	4.50	2.10	3.80	6.04
热带高效农业	1.53	13.78	1.50	12.12	1.28	10.45	1.07	9.60
合计	12.87	6.45	10.16	4.78	5.78	2.56	4.87	6.57

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1、天然橡胶

跟踪期内，公司仍是国内最大的天然橡胶生产企业，具备规模和产业链优势，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体，收购合盛农业完成后，公司天然橡胶供应保障能力进一步提升，2022 年天然橡胶业务收入有所增加，毛利润及毛利率有所下降

公司天然橡胶业务集天然橡胶研发、种植、加工、橡胶木加工与销售、贸易等为一体，以销售全乳胶、浓缩乳胶等天然橡胶初加工产品为主要收入来源。

公司天然橡胶业务包括国内业务和海外业务，国内业务的运营主体是上市子公司海南橡胶。由于国内自产胶供应不足，公司通过收购拓展海外天然橡胶业务，海外天然橡胶业务仍主要由控股子公司印度尼西亚天然橡胶加工贸易企业 KM 公司（以下简称“KM 公司”）³、新加坡 ART⁴橡胶贸易公司（以下简称“ART 公司”）及 R1 公司⁵开展，因为同业竞争问题，KM 公司和 ART 公司已托管给海南橡胶管理。2022 年，海南橡胶境外全资子公司中国橡胶投资集团有限公司（以下简称“橡胶投资”）实施了对合盛农业的并购，海外天然橡胶运营版图进一步扩大。2023 年 5 月 5 日，海南橡胶发布《海南天然橡胶产业集团股份有限公司关于重大资产购买实施完成的公告》，称截至 2023 年 4 月 28 日，橡胶投资通过协议转让和强制要约合计收购合盛农业 1086256025 股股份，占合盛农业已发行普通股股份的 68.10%，本次重大资产购买已实施完成。

截至 2023 年 4 月，公司在全球拥有胶园 400 万亩，约占全球天然橡胶种植面积的 2%，其中，中国境内自营橡胶种植面积 341 万亩，约占全国天然橡胶种植面积的 23%，胶园种植面积居国内首位，仍是中国最大的天然橡胶生产企业；全球天然橡胶年加工能力 260 万吨，为全球加工产能的 20%，天然橡胶加工量 180 万吨，约占全球产量的 15%，其中，中国境内天然橡胶加工量 38 万吨，占国内加工量的 47%；全球贸易量 310 万吨，约占全球天然橡胶

³ KM 公司全称：PT KIRANA MEGATARA Tbk，在印度尼西亚证券交易所上市，公司持股比例 62.50%，为 KM 公司控股股东。

⁴ ART 公司全称：ARCHIPELAGO RUBBER TRADING PTE.LTD.，公司持股比例 62.50%，为 ART 公司控股股东。

⁵ R1 公司全称：R1 International Pte Ltd，2019 年海南橡胶完成对公司及其他股东持有的 R1 公司股权收购，直接和间接持有 R1 公司 88.86%股权，R1 公司纳入海南橡胶合并范围。

消费量的 22%⁶。

海南橡胶是国内天然橡胶行业标准制定的参与者和推动者，长期致力于天然橡胶全产业链科技创新，种植端创新开发“一机一树”智能割胶装置，结合智慧胶园建设，在天然橡胶“管、养、割、收”等环节全面开启数字化、信息化建设；加工端响应“双碳”号召，引领环保天然橡胶加工工艺技术创新，推进加工自动化、绿色化科技升级；全面推进天然橡胶期现货系统、财务共享系统等信息化平台建设，提高运营管控效率；在材料创新方面，自主开发纳米黏土胶、高弹减震胶、无氨胶乳等特殊性能产品；天然胶乳湿法复合材料技术、环氧化天然橡胶工程化技术位于行业前列。2022 年，海南橡胶围绕提高劳动生产率，加强胶园管控能力、提升橡胶产品性能等方面，开展了智能割胶机器研发、橡胶加工厂现代化生产线改造、橡胶树产业链一体化、海南橡胶树病虫害监测与防治等项目实施。2022 年，海南橡胶授权专利 25 件，其中发明专利 17 件，实用新型专利 8 件；申请专利 11 件，其中发明专利 4 件，实用新型专利 7 件。

整体来看，公司天然橡胶业务拥有天然橡胶研发、种植、加工、橡胶木加工与销售、贸易等的一体化产业链，拥有国内最大的天然橡胶种植园，也是国内少数能大规模生产特种胶和专业胶等高品质产品的生产企业之一，在行业内处于龙头地位，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体。收购合盛农业完成后，公司产品品种类型更加齐全，天然橡胶产业链更加完善，天然橡胶供应保障能力进一步提升。

2022 年，公司天然橡胶业务收入同比有所增长，毛利润及毛利率同比下降。2023 年 1~3 月，收购合盛农业完成后，天然橡胶业务收入、毛利润及毛利率同比均有所增长。

(1) 天然橡胶种植

海南橡胶拥有国内最大的胶园种植面积，依托丰富的橡胶林资源，开展天然橡胶种植、加工业务，仍具有规模和产业链优势，2022 年自产天然橡胶产量有所提升

海南橡胶是国内最大的天然橡胶种植企业，拥有国内最大的胶园种植面积，依托丰富的橡胶林资源，开展天然橡胶种植、加工业务，仍具有资源和规模优势。公司是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一，截至 2023 年 4 月，在境内外拥有天然橡胶种植基地共 29 个，天然橡胶种植园 400 万亩。同时，公司是国内少数能大规模生产特种胶和专业胶等高品质产品的生产企业之一，也是天然橡胶全乳标胶期货交割品的主要生产商。

公司下属各基地分公司按照《橡胶栽培和生产技术规范》等标准，在胶园更新倒树、备地等基础上进行定植等操作，根据每亩种植密度分为宽行密株、宽窄行种植。海南橡胶橡胶种植端主要采用家庭长期承包的经营方式，在原料统一收购的前提下，按照有利于调动生产积极性、有利于促进自产胶量提升、有利于抓好管养割收工作的原则，选择定量上缴或实产计酬的结算模式。公司形成了较为完善的橡胶林翻种机制，自有橡胶林可形成轮动种植及开割。国内种植基地方面，跟踪期内种植面积、可开割面积变动不大，自产胶产量同比有所增长；2023 年 1~3 月，国内大部分基地胶园处于停割期，产量较少。国外种植基地方面，2022

⁶ 资料来源：《海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2022 年年度报告》。

年及 2023 年 1~3 月，国外 KM 公司种植面积、可开割面积及产量变动不大。此外，根据公开资料，合盛农业在非洲西部科特迪瓦、非洲中西部喀麦隆以及马来西亚等地拥有 4 处胶园。为充分利用现有生产加工能力，扩大资源辐射区域，海南橡胶除自有胶园外仍通过采购民营胶等橡胶原料进行橡胶加工和销售，2022 年，受终端需求减少影响，国内、外非自产胶采购量均有所下降，国内、外采购均价有所分化。

（2）天然橡胶初加工

公司初加工产品包括全乳胶、浓缩乳胶、10#、20#标准胶等，在全球拥有 72 家橡胶加工厂，初加工产能充裕

公司天然橡胶初加工业务主要由下属加工厂运营。公司初加工产品包括全乳胶、浓缩乳胶、10#、20#标准胶、10#子午胶、胶清胶、混合胶、烟片胶、印尼标胶等，其中全乳胶、20#标胶均为上海期货交易所认证的交割标的。国内天然橡胶加工厂全部通过 ISO9001 质量管理体系认证，海外子公司合盛农业制定了行业较为领先的 HeveaPro 生产标准并实现对外输出。

截至 2023 年 4 月，公司在全球拥有橡胶加工厂 72 家，年加工产能约 260 万吨。公司天然橡胶初加工主要采取从当地自有胶园、外部供应商（胶农、中间商等）采购原料（新鲜胶乳、杯胶、胶团等）后，加工厂根据原料和客户订单需要，按不同品种产品工艺流程和技术标准进行初加工生产。从初加工过程看，全乳胶是将采集到的新鲜胶乳加酸凝固、脱水、干燥、包装而成；浓缩胶乳是将采集到的新鲜胶乳离心浓缩，去除杂质，浓缩到橡胶含量占 60%以上。生产完成后，产品入库和对外销售，并积极拓展轮胎等厂商认证，挖掘终端市场。公司天然橡胶销售贸易端平台包括新加坡 R1 公司、上海龙橡国际贸易有限公司、合盛农业，以及印度尼西亚 KM 公司（含 ART 公司）。

（3）橡胶深加工及橡胶木加工

公司在开展天然橡胶种植、初加工业务的同时，积极向下游延伸产业链，开展橡胶深加工及橡胶木加工等业务，2022 年橡胶深加工及橡胶木加工业务收入、利润规模同比有所下降

公司在开展天然橡胶种植、初加工业务的同时，也积极向下游延伸产业链，开展橡胶深加工及橡胶木加工等业务。

2019 年海南橡胶以 3.67 亿元收购江苏爱德福乳胶制品有限公司（以下简称“江苏爱德福”）80%股权以延伸橡胶产业链和提高产品附加值。江苏爱德福主营业务为天然乳胶卷材、床垫和枕头的生产与销售以及代工生产等业务。目前乳胶床垫产能 3700 万平方米，枕头产能 330 万只，拥有乳胶寝具品牌“好舒福”。截至 2022 年末，江苏爱德福资产总额 2.87 亿元，净资产 1.70 亿元；2022 年，实现营业收入 2.81 亿元，净利润-0.57 亿元，同比有所下降。下属子公司海南经纬乳胶丝有限责任公司，是国内规模较大的乳胶丝生产销售厂家，拥有 8 条先进的乳胶丝生产线。公司天然橡胶深加工产品销售包括线下销售和电子商务等线上销售方式，并积极开拓行业品牌供应商，合作伙伴包括慕思、顾家、全友、宜家家居等国内

外知名品牌家具供应商。

下属子公司海南农垦宝橡林产集团股份有限公司（以下简称“林产集团”）具备 FSC—COC 产业监管链认证和一级木结构工程施工资质，拥有全智能化木材改性车间、刨光加工流水线和后端精深加工中心，配备国内一流的木材精加工的生产设备，可定制供应家具刨光材、装饰材、指接拼板、改性材等木制品基材，年加工橡胶木 4 万立方米以上。林产集团通过自有胶园采购、外部竞标等方式获取原木，然后将原木运至下属的木材加工厂，由工厂根据橡胶木产品加工工艺流程进行生产加工后对外销售，产品营销网络分布在华南、华东、西南等国内大型家具制造业集散地。截至 2022 年末，林产集团资产总额 1.10 亿元，资产负债率 38.21%；2022 年，林产集团营业收入 0.21 亿元，利润总额-0.59 亿元，同比均有所下降⁷。

（4）橡胶贸易

公司橡胶贸易业务客户涵盖全球前十大轮胎企业，2023 年收购合盛农业完成后，公司在欧洲、北美等地销售网络布局进一步完善，成为全球天然橡胶的主要供应商之一

公司通过下属贸易公司开展天然橡胶销售、贸易业务，贸易公司包括上海龙橡国际贸易有限公司（以下简称“龙橡公司”）、R1 公司、ART 公司、海胶新加坡公司等，收购合盛农业完成后，公司全球贸易量 310 万吨，约占全球天然橡胶消费量的 22%⁸。

贸易公司货物来源，一方面为公司内部初加工企业，另一方面为泰国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡等地的橡胶企业等。公司橡胶贸易业务的盈利模式主要是获取现货价差及通过期货套保控制风险敞口以降低价格风险，跟踪期内无变化。获取现货价差方面，仍主要通过协商定价、长约、期货套保交割以及中橡电子挂单竞价等渠道进行销售，协商定价是海南橡胶最主要的销售方式。期货套保方面，为规避价格下跌风险，海南橡胶会综合考虑库存、成本等因素，通过期货套保提前锁定利润，到交割日实现交割，实现期货市场现货销售；为减少橡胶价格波动对经营业绩的影响，利用期货交易所交易的天然橡胶期货品种需进行套期保值业务，通过开立期货空仓稳定未来销售价格。

销售渠道方面，公司橡胶销售主要采取终端直销和贸易分销两种模式销售，公司主要客户包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力、住友、韩泰、横滨、佳通、库珀、锦湖、东洋和阿波罗等国内外知名企业，其中全球前十大轮胎品牌销量占比约 30%⁹，2022 年，公司整体贸易量有所增长。2022 年，海南橡胶的前五大客户销售收入 28.54 亿元，占海南橡胶年度销售总额比重约为 18.57%，客户集中度仍不高。

根据《海南天然橡胶产业集团股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》，合盛农业在欧洲、北美等地销售网络布局，2023 年收购合盛农业完成后，公司在欧洲、北美等地销售网络布局进一步完善，成为全球天然橡胶的主要供应商之一。

同时，海南橡胶也与保险公司签订天然橡胶收入保险合同，约定在保险期间，海南橡胶

⁷ 资料来源：林产集团 2022 年年报。

⁸ 资料来源：《海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2022 年年度报告》。

⁹ 资料来源：《海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2022 年年度报告》。

的天然橡胶树遭受指定范围内的灾害导致减产损失或者当保险橡胶实际价格低于约定价格时，海南橡胶可获得合同约定的保险赔款。2022年，海南橡胶天然橡胶收入保险补贴3.13亿元¹⁰。

2、热带高效农业

公司依托丰富的土地资源开展热带高效农业业务，跟踪期内收入同比变动不大，但生产资料成本上升对毛利润、毛利率造成影响

热带高效农业主要包含热带水果、热带作物种植及草畜养殖等，主要由海南海垦果业集团股份有限公司、海南农垦草畜产业集团有限公司等负责运营。截至2022年末，公司拥有963.7万亩土地，其中农用地932.4万亩，建设用地25.6万亩，土地资源丰富。公司依托自身丰富土地资源，整合热带作物及热带水果资源，在热带农产品供应上仍具备规模优势。2022年，热带高效农业收入12.24亿元，较上年基本持平；毛利润1.28亿元，毛利率10.45%，由于生产资料成本上升，毛利润及毛利率同比有所下降。2023年1~3月，热带高效农业业务收入11.13亿元，毛利润1.07亿元，毛利率9.60%，同比均有所增加。

热带水果方面，截至2022年末，公司已建成芒果、柚橙、荔枝、凤梨等多个热带水果生产基地，形成“神泉牌”芒果、“红明红荔枝”、“东妃荔枝”、“乌石红”绿橙等具有海南国际旅游岛标志性的绿色热带水果品牌。截至2022年末，水果种植面积约65.91万亩，以芒果、荔枝为主；2022年公司水果总产量70.58万吨左右，整体变动不大。

热带作物方面，海垦控股已建成茶叶、槟榔、胡椒、咖啡等热带作物规模化生产基地，打造出白沙绿茶、金鼎红茶、白马骏红茶、昌农胡椒、飘仙牌胡椒、母山牌咖啡等一批农产品品牌。截至2022年末，拥有茶园面积1.9万亩，2022年年产干毛茶590吨；同期末，槟榔、胡椒、椰子和木薯种植面积分别为39.37万亩、8.16万亩、7.69万亩和1.4万亩，2022年分别实现产量3.66万吨、1.01万吨、1095.15万个和0.75万吨，同比有所下降。

草畜养殖方面，公司组建了海南农垦草畜产业集团有限公司、海南农垦畜牧集团股份有限公司和海南海垦和牛生物科技有限公司等专业化公司，截至2022年，公司拥有禽畜规模化养殖基地29个，同比增加4个，分布于文昌、澄迈、琼海、保亭以及屯昌等海南岛内县市，具备年出栏100万头生猪、500头优质牛只、1.55万吨鸡蛋的生产能力。

图表9：公司生猪养殖情况（单位：万头、万吨、元/公斤）

项目	2020年	2021年	2022年
存栏量	11.20	21.89	26.27
猪肉产量	1.09	1.87	3.63
出栏量	11.09	18.73	32.10
出栏生猪销售单价	36.26	20.87	21.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁰ 资料来源：2022年“其他收益”科目中“天然橡胶收入保险补贴”项。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司畜牧业共有在建项目 6 个，计划总投资金额 16.54 亿元，资金来源主要为自有资金、财政资金、银行贷款和债券融资等，已投资 9.58 亿元，2023 年计划投资 2.85 亿元，预计项目投产后可新增生猪养殖产能 70 万头/年、和牛 200 头、胚胎 16000 枚。虽然 2022 年二、三季度生猪价格有所反弹，但四季度以来呈现下行态势，预计未来一段时间内生猪价格仍处于低位震荡，公司生猪养殖项目或因行业周期波动而导致未来回报不及预期。

图表 10：截至 2022 年末公司畜牧业务在建项目情况（单位：万头/年、万只/年、亿元）

项目名称	新增产能	计划总投资	资金来源	已投资	2023 年投资计划
红华 25 队 10 万头育肥场项目	10	1.40	自有资金、财政资金、 债券融资	0.79	0.28
海垦新希望 15 万头生猪养殖项目	15	3.30	自有资金、股东借款	2.02	0.35
屯昌 5 万头黑猪项目一期	5	0.87	自有资金、债券融资	0.34	0.07
东兴 10 万头现代高效生猪养殖项目	10	2.06	自有资金、财政资金、 债券融资	1.08	0.27
儋州 30 万头生猪全产业链项目	30	8.49	自有资金、银行贷款、 债券融资	5.33	1.5
白沙县邦溪镇 2021 年和牛产业振兴项目	项目正常年 （自第四年 起）每年出栏 和牛 200 头， 可提供胚胎 16000 枚	0.42	自有资金、财政资金	0.02	0.38
合计	-	16.54	-	9.58	2.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产及建筑施工业务

跟踪期内，公司房地产及建筑施工业务收入有所增长，受益于自有土地资源的优势，公司房地产业务毛利率仍处于较高水平，对公司利润形成重要补充，但在建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

公司依托自身位于市区的存量建设用地开展房地产业务，并配套发展建筑施工业务。跟踪期内，房地产开发、建筑施工业务收入、毛利润同比均有所增长，同时，由于毛利率较高的房地产开发业务收入占比提升，整体毛利率有所增长。

图表 11：近年房地产开发、建筑施工收入情况¹¹（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	8.53	39.50	9.48	42.14	25.48	59.33	4.71	73.17
建筑施工	13.06	60.50	13.02	57.86	17.47	40.67	1.73	26.83
合计	21.59	100.00	22.50	100.00	42.94	100.00	6.44	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	6.36	74.61	6.86	72.41	15.21	59.71	2.59	54.92
建筑施工	0.56	4.30	0.46	3.54	0.83	4.74	0.06	3.6
合计	6.93	32.07	7.33	32.56	16.04	37.35	2.65	41.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产业务方面，主要运营主体为本部和海南农垦实业集团有限公司（以下简称“海垦实业”），海垦实业具有房地产开发二级资质，主要分布在海口、定安、澄迈、儋州、三亚等海南省内 10 个市县，业态包括住宅、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。

2022 年，公司房地产开发业务合同销售面积 6.13 万平方米，同比减少 10.38%，合同销售金额 12.69 亿元，同比下降 10.76%，当期销售回款 10.43 亿元。销售结转方面，2022 年，房地产业务收入 25.48 亿元，同比增长 16.00 亿元，主要系金湖壹号项目确认销售收入所致所致，受益于良好的土地资源优势，毛利率仍保持较高水平，对公司利润形成重要补充。2023 年 1~3 月，房地产开发业务收入 4.71 亿元，毛利润 2.59 亿元，毛利率 54.92%，同比均有所增长。

截至 2022 年末，公司合并范围内计入“合同负债”的房地产预售款 9.24 亿元，能够为未来收入及利润结转提供一定的保障。截至 2022 年末，公司权益口径¹²已完工及在建项目剩余可售面积 42.44 万平方米，剩余可售货值 82.55 亿元，其中已完工项目剩余可售面积 15.24 万平方米，剩余可售货值 23.66 亿元。公司剩余可售面积较为充足，能为未来销售提供一定保障。

截至 2022 年末，公司自建在建项目有海垦·金湖壹号、安悦阳光、海垦·桃花源（B、C、D 区），预计总投资 80.72 亿元，已投资 39.07 亿元，仍需投入 41.65 亿元；同期末，公司无拟建房地产项目。整体来看，公司房地产业务在建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

建筑工程业务经营主体为海南省农垦建工集团有限公司，具有建筑工程施工总承包壹级、地基基础工程专业承包等多个专业承包壹级资质。公司建筑工程业务以房屋建筑工程、市政工程为主。公司建筑工程主要区域仍在海南省内的各市县，房屋建筑工程的业主方主要为海

¹¹ 与图表 7 的收入、毛利润、毛利率差异主要系该表未包含旅游收入、毛利润。

¹² 包含自建项目及合作项目分得的面积。

南省内的民营房地产开发企业及海垦实业，市政工程业主方以地方国有企业为主。2022年，建筑工程业务收入17.47亿元，毛利润0.83亿元，毛利率为4.74%，同比均有所增长。

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，占比仍较低。公司拥有南田温泉、莲花山森林公园等丰富的自然生态资源，拥有为三亚东方海景大酒店、保亭海垦中南温泉公寓酒店、保亭七仙岭国际高尔夫球会等旅游实体资源。

其他业务

公司其他业务主要包括商贸物流业务、金融服务业务和土地整治耕地交易等业务，跟踪期内收入大幅增长，毛利率及毛利润有所下降，但仍对营业收入和毛利润形成有益补充

公司其他业务主要包括商贸物流业务、金融服务业务和土地整治耕地交易等业务。

商贸物流业务方面，系统内商贸物流企业主要从事仓储、运输、配送等物流服务、电商交易、农产品流通等领域。截至2022年末，公司拥有4家与物流业务相关的公司。公司各下属企业及农场共拥有仓库总建筑面积14.34余万平方米。

金融服务业务为公司资金管理提供支持公司拥有海南农垦集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）、海南农垦小额贷款有限公司（以下简称“小额贷款公司”）、海南农垦股权投资基金管理有限公司（以下简称“基金公司”）等金融类企业。财务公司统一归集管理集团内公司资金，同时与同业开展金融业务和进行资金理财，提高资金使用效率，2022年，财务公司实现营业收入2.03亿元，净利润1.23亿元。小额贷款公司为农业机构及个体户、房地产机构、贸易机构等开展小额贷款，截至2022年末，剔除资产减值准备后，小额贷款公司资产总额1.26亿元，贷款余额0.99亿元，不良资产0.29亿元。同期，基金公司管理的基金有两支，规模共计约15亿元，其中海南农垦产业发展股权投资基金规模10亿元，海南农垦农业产业投资基金规模5亿元，资金来源为基金合伙人出资。

土地整治耕地交易业务方面，各市县将符合开垦的项目汇总后报请公司立项，经政府相关单位实地勘测、评审、批复、招标建设、竣工验收、新增耕地指标报备后，通过省级交易平台进行交易，公司按照持股比例进行收益分成。截至2022年末，澄迈县福山镇红光农场建设队耕地开垦项目完成竣工验收，累计完成投资额1690万元，获取209亩水田指标、12亩旱地指标，21亩旱改水指标，预计产生指标收入6148万元。

2022年，公司其他业务收入同比大幅增长至33.51亿元；实现毛利润3.32亿元，毛利率9.91%，同比降幅较大，但仍对公司营业收入和毛利润形成有益补充。

公司治理与战略

跟踪期内，公司部分董事和高管发生变更，由于部分曾任海南橡胶高管的人员因违法违规正被中共海南省纪律检查委员会立案调查过程中，审计人员无法判断上述事项对海南橡胶财务报表的影响程度等原因，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对海南橡胶出具了带保留意见的2022年度审计报告

2022年以来，王业侨不再担任公司总经理，艾轶伦任公司总经理；谷峰、周有斌不再担

任公司专职外部董事，李建林任公司专职外部董事；公司总会计师由彭富庆变更为梁翠。

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对子公司海南橡胶出具了带保留意见的 2022 年度审计报告。形成保留意见的基础为：其一，截至 2022 年末，海南橡胶的发出商品中有 7253.49 万元，由于这些发出商品涉及前任高管等人员正被中共海南省纪律检查委员会立案调查，尚未结案，审计人员无法获取这些发出商品的存在性和计价的准确性的充分适当的审计证据；其二，部分曾任海南橡胶高管的人员因违法违规正被中共海南省纪律检查委员会立案调查，截至审计报告日，调查工作仍在进行中，审计人员无法判断上述事项对海南橡胶财务报表的影响程度。

公司注重企业与社会、经济、环境的和谐发展，积极履行社会责任

环境、社会 and 治理（以下简称“ESG”）方面，根据《海南橡胶 2022 年环境、社会及公司治理（ESG）报告》，治理责任方面，海南橡胶坚持党建引领，不断完善治理体系，推动提升公司治理水平；依法履行信息披露义务，主动加强投资者关系管理；全面深化合规风控体系建设，保持廉洁经营底线。环境责任方面，海南橡胶始终践行习近平总书记关于“绿水青山就是金山银山”的重要论述，将企业使命同保护、改善自然环境相结合，注重企业与社会、经济、环境的和谐发展，积极履行社会责任，为国家“双碳”战略作出应有贡献。社会责任方面，海南橡胶秉承“忠诚担当、创新发展、合作共赢”的核心价值观，营造幸福职场，保障员工健康与安全生产；注重互惠互利、共同发展、合作共赢的理念，打造可持续供应链；持续推动乡村振兴工作，为乡村创造美好的明天贡献海胶力量，积极开展多形式的社会公益活动。

公司未来将坚定不移做强做优做大天然橡胶主业，围绕海南自贸港建设产业体系，打造以天然橡胶、南繁育种、商贸物流、热作农林等八大产业支柱为着力点的产业新格局

未来，公司将紧紧围绕海南自贸港建设“3+1”¹³产业体系，持续深化改革，加快内部资源整合，深入推动二级企业业务单元整合及区域整合工作，优化升级“八八战略”¹⁴，逐步构建起以“旅游业、现代服务业、高新技术产业和热带高效农业”四大任务为发展方向和主线，打造以天然橡胶、南繁育种、商贸物流、热作农林等八大产业支柱为着力点的“四梁八柱”产业新格局，以促进各产业聚集，建设现代农业大基地、大农业、大产业，为热带高效农业建设持续发力。其中天然橡胶产业方面，公司将坚定不移做强做优做大天然橡胶主业，加大科技创新力度，加强橡胶巩固基地建设，推动橡胶加工转型升级，做好橡胶贸易业务，加快向产业链下游延伸，完善全产业链布局。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年合并财务报告及 2023 年 1~3 月合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告

¹³ 旅游业、现代服务业、高新技术产业三大主导产业，以及热带特色高效农业。

¹⁴ 八大产业：天然橡胶、热带作物、热带水果、草畜养殖、南繁育种、旅游地产、商贸物流、金融服务；八大园区：桂林洋公园、草畜产业园、万宁槟榔城、三亚凤凰谷、南田农业示范区、南平康养园、茶文化产业园、南繁种业园。

告，公司 2023 年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的二级子公司 34 家。

资产构成与质量

跟踪期内，由于土地评估增值及收购合盛农业，公司资产总额增幅较大，资产结构仍以非流动资产为主

由于土地评估增值及收购合盛农业，跟踪期内公司资产总额保持增长，截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 1253.36 亿元，资产结构以非流动资产为主。

跟踪期内，公司流动资产保持增长，截至 2023 年 3 月末为 332.54 亿元，主要由存货、货币资金、应收账款和其他应收款等构成。公司存货主要为在建和已完工房地产开发产品、天然橡胶产成品以及建筑业务合同履约成本，2022 年末，由于房地产项目持续投入、未结转的建筑业务履约成本增加以及消耗性生物资产增加，公司存货规模保持增长；2023 年 3 月末，由于收购合盛农业公司完成，存货规模较上年末大幅增长。2022 年末，公司货币资金规模同比增长 16.71%至 82.37 亿元；其中受限货币资金 6.87 亿元，受限原因为保证金、准备金等；2023 年 3 月末，货币资金规模较上年末有所下降。公司应收账款主要是应收土地整理款项、应收橡胶产品款等，2022 年末，应收账款规模同比变动不大，应收账款周转能力有所提升，其中账龄在 1 年以内的占比 73.24%；同期末，按欠款方归集的年末余额前五名应收账款账面余额合计为 3.03 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 12.24%，应收账款集中度不高；2023 年 3 月末，由于收购合盛农业公司完成，应收账款规模较上年末增幅较大。其他应收款主要是与三亚城投众辉新型建材有限公司、昌江黎族自治县土地储备整理交易中心、海南省国营南田农场、海南农垦资产管理有限公司等的往来款，跟踪期内规模有所增长。

图表 12：2022 年末按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款项情况（亿元、%）

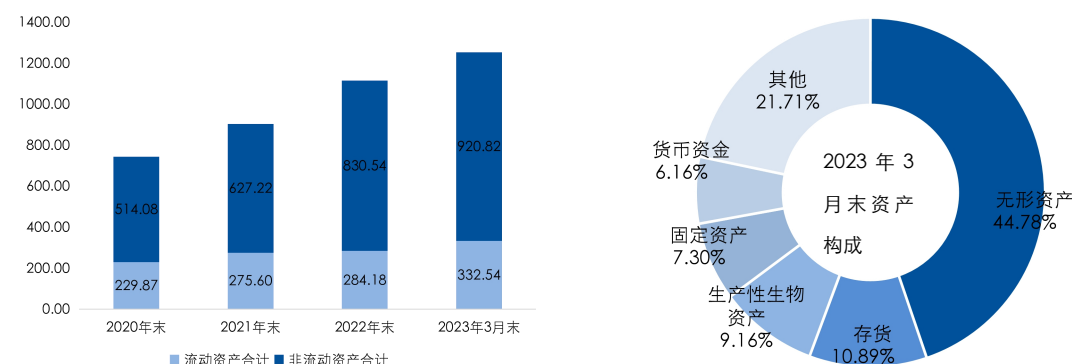
项目	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款项合计的比例
海南农垦资产管理有限公司	资金往来	0.10	一年以内	0.27
海南垦旅康养旅居管理有限公司	往来款	1.72	1~3 年	4.60
三亚城投众辉新型建材有限公司(本部)	往来款	4.10	1 年以内	10.96
昌江黎族自治县土地储备整理交易中心	往来款	1.45	2~3 年	3.88
海南省国营南田农场	往来款	1.20	0~3 年	3.19
合计		8.57		22.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受土地评估增值及收购合盛农业影响，跟踪期内，公司非流动资产显著增长，仍主要由无形资产、生产性生物资产和固定资产构成。公司无形资产主要是土地使用权，2022 年末，由于土地评估增值，无形资产规模同比增长 44.29%；2023 年 3 月末，无形资产规模较上年末未发生变化。生产性生物资产主要为橡胶树、防风林及小叶桉等纸浆林、繁殖猪及纯种牛等，2022 年末账面价值同比变动不大，其中，橡胶树账面价值 62.97 亿元；为抵御台风等自

然灾害风险，公司与中国人民财产保险股份有限公司海南省分公司签订了橡胶树综合保险合同，约定保费 1.34 亿元，有效控制自然灾害风险的可能损失额度；2023 年 3 月末，由于收购合盛农业公司完成，生产性生物资产较上年末增幅较大。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2022 年末同比微增；2023 年 3 月末，由于收购合盛农业公司完成，固定资产规模较上年末增幅较大。

图表 13：公司资产构成情况（亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
存货	75.92	99.99	108.74	136.51
货币资金	69.40	70.58	82.37	77.17
应收账款	18.25	20.21	20.76	38.88
其他应收款	23.60	21.30	23.84	27.03
流动资产合计	229.87	275.60	284.18	332.54
无形资产	293.39	388.94	561.19	561.19
生产性生物资产	71.48	74.79	76.44	114.83
固定资产	62.57	68.95	72.09	91.49
非流动资产合计	514.08	627.22	830.54	920.82
资产总额	743.95	902.82	1114.72	1253.36

资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司方面，跟踪期内，母公司资产总额有所增长，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 752.39 亿元和 753.69 亿元，资产构成仍以非流动资产为主。截至 2022 年末，母公司流动资产为 77.80 亿元，同比增加 9.28%；同期末，母公司非流动资产为 674.58 亿元，同比增加 39.08%，主要系土地等无形资产增加、以及增加对海南农垦商贸物流产业集团有限公司、北京海垦商贸发展有限公司投资所致。

从资产受限情况来看，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值为 32.37 亿元，占同期末总资产比重为 2.90%，占净资产比例为 4.32%，受限原因主要为保证金占用、信用证、银行借款抵押等。截至 2023 年 3 月末，公司持有海南橡胶 27.54 亿股，其中 1.32 亿股处于质押状态，质押股权数量占海南橡胶总股本的 3.08%，占公司所持有股份数的 4.79%。

图表 14：截至 2022 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
货币资金	6.87	投资性房地产	0.02
应收票据	0.30	固定资产	0.65
应收账款	2.62	无形资产	0.40
应收款项融资	0.05	其他流动资产	0.34
存货	21.12		
合计		32.37	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

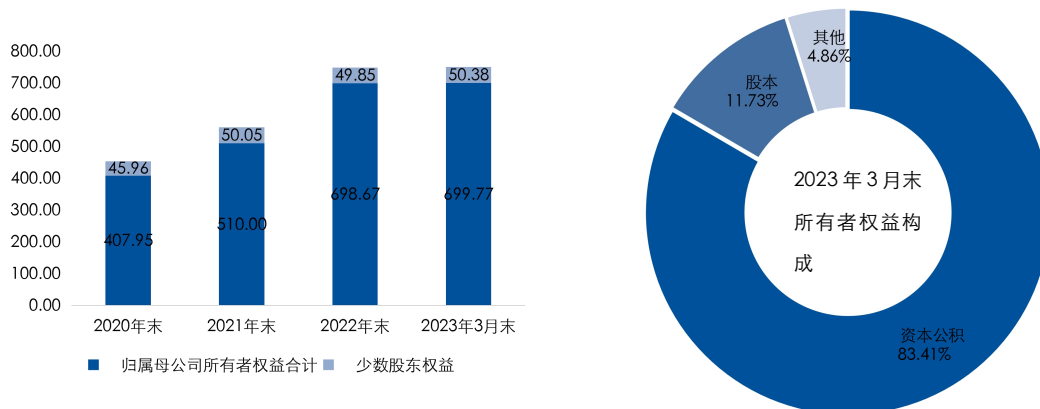
资本结构

受公司土地资产评估增值的影响，跟踪期内公司所有者权益大幅增加

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，2023 年 3 月末，公司所有者权益 750.15 亿元，主要由资本公积和实收资本等构成。2022 年末，公司资本公积 625.72 亿元，同比增加 40.35%，主要系子公司土地资产化所致；2023 年 3 月末，资本公积较上年末未发生变化。跟踪期内，公司实收资本无变化。受以前年度公司经营亏损影响，2023 年 3 月末公司未分配利润仍为负值，但有所减亏。

母公司方面，母公司所有者权益持续增加，截至 2023 年 3 月末，母公司所有者权益为 653.85 亿元，其中实收资本 88.00 亿元，跟踪期内未发生变化；资本公积 562.26 亿元，跟踪期内增幅较大。

图表 15：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，公司保持较大规模的债券融资力度，合盛农业并表后公司债务规模进一步增长，债务结构仍以长期债务为主

跟踪期内，公司负债总额保持增长，截至 2023 年 3 月末，公司负债总额为 503.20 亿元，其中流动负债占比 50.67%。

2022 年末及 2023 年 3 月末，公司流动负债分别为 178.06 亿元和 254.98 亿元，跟踪期

内保持增长，以其他应付款、短期借款、应付账款和合同负债等为主。公司其他应付款主要为保证金押金、借款、往来款、代扣代缴/代收代付款等，2022年末整体规模同比变动不大；2023年3月末，由于合盛农业公司并表，其他应付款规模较上年末增幅较大。短期借款主要是海南橡胶的流动资金贷款，2022年末短期借款规模有所增长，以保证及信用借款为主；2023年3月末，由于合盛农业公司并表，短期借款规模较上年末增幅较大。应付账款主要为尚未结算工程款、原材料采购款等，2022年末同比增长50.77%；其中账龄在1年以内和3年以上的占比分别约为67.67%和10.50%；2023年3月末，应付账款较上年末增幅较大。合同负债主要为房地产项目的预收房款及预收工程施工款等，跟踪期内有所波动，2022年末，由于房地产项目结算结转，合同负债规模有所下降；2023年3月末，合同负债规模较上年末增幅较大。

由于债券融资规模增加以及合盛农业并表，跟踪期内非流动负债规模增幅较大，2023年3月末为248.22亿元，主要由长期借款、长期应付款和应付债券等构成。公司长期借款以质押借款和信用借款为主，主要用于海南省桂林洋热带农业公园有限公司项目建设、海南橡胶日常周转等，2022年末，由于将一年内到期的长期借款转入“一年内到期的非流动负债”，长期借款规模有所减少；2023年3月末，由于合盛农业并表，长期借款规模大幅增长。公司长期应付款主要为土地出让金返还资金、专用于天角潭水利枢纽工程等的专项应付款，跟踪期内有所波动。2022年，公司新发行22海垦01、22海南农垦SCP003、22海垦03等，同期末公司应付债券余额同比增长，“22海垦01”主要用于用于海南自贸港项目建设、偿还银行借款；“22海南农垦SCP003”主要用于补充公司及子公司营运资金、偿还一年内到期的有息负债本息；“22海垦03”用于补充流动资金。

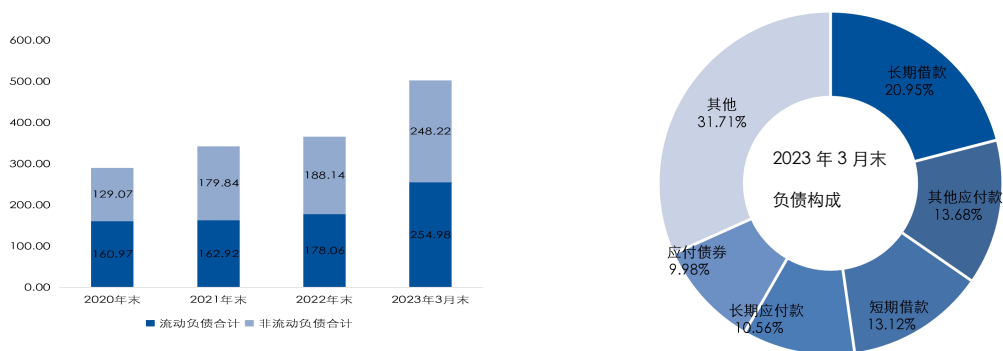
图表 16：2023 年 3 月末公司存续债券情况（单位：亿元、%）

证券名称	起息日	到期日期	当前余额	票面利率	回售日
22 海垦 03	2022/12/26	2027/12/26	5.00	3.70	2025/12/26
22 海南农垦 SCP003	2022/10/12	2023/7/9	2.50	1.79	
22 海垦 01	2022/7/12	2027/7/12	8.00	3.15	2025/7/12
21 海垦 EB	2021/8/4	2024/8/4	3.11	1.00	
21 海垦 V1	2021/8/3	2026/8/3	8.00	3.49	2024/8/3
20 海垦 01	2020/11/6	2025/11/6	7.00	3.90	2023/11/6

资料来源：公开资料，东方金诚整理

母公司负债总额方面，截至2023年3月末，母公司负债总额99.84亿元，跟踪期内有所增长，其中，流动负债余额18.18亿元，跟踪期内整体略有减少；同期末，非流动负债81.65亿元，跟踪期内有所增长，主要系应付债券及长期借款增加所致。

图表 17：公司负债情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
其他应付款	69.14	59.60	57.35	68.84
短期借款	24.56	8.55	12.27	66.02
应付账款	14.75	16.64	25.08	43.16
合同负债	17.65	30.63	20.18	31.74
流动负债合计	160.97	162.92	178.06	254.98
长期借款	64.94	65.69	58.13	105.42
长期应付款	34.24	49.35	41.59	53.13
应付债券	10.54	41.87	52.39	50.24
非流动负债合计	129.07	179.84	188.14	248.22
负债合计	290.03	342.76	366.20	503.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年末，公司有息债务同比增长 15.54%至 163.33 亿元，长期有息债务占比 69.65%；2023 年 3 月末，由于合盛农业债务并表，公司有息债务规模较上年末大幅增长至 240.06 亿元，长期有息债务占比 66.30%，债务结构仍以长期有息债务为主。

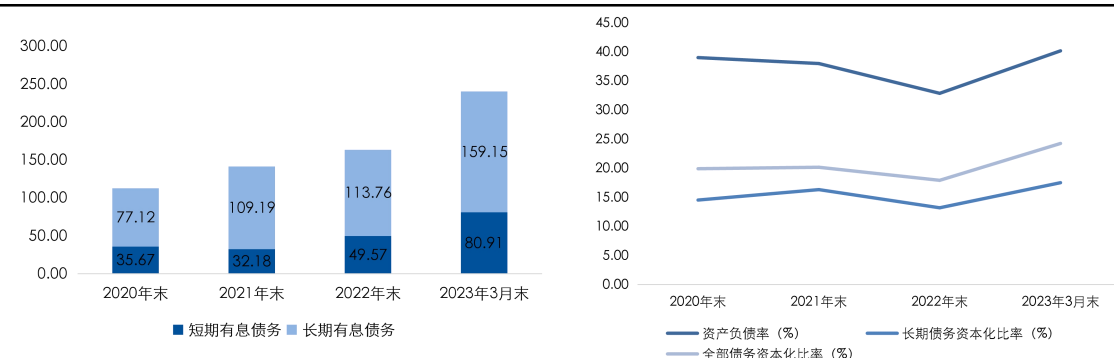
从融资类别来看，2023 年 3 月末有息债务中，短期借款 66.02 亿元、一年内到期的非流动负债 12.74 亿元、长期借款 105.42 亿元、应付债券 50.24 亿元。2022 年末，由于权益规模增长，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率同比有所下降；2023 年 3 月末，由于合盛农业债务并表，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率较上年末均增幅较大。

从债务期限结构来看，以 2023 年 3 月末公司全部债务为基础，短期债务和长期债务分别为 80.91 亿元和 159.15 亿元，短期债务以银行借款为主。

跟踪期内，母公司全部债务保持增长。截至 2023 年 3 月末，母公司全部债务为 54.87 亿元，占公司合并全部债务比例为 22.86%，以长期债务为主。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对合并范围外企业担保情况。

图表 18：公司有息债务及债务负担情况（单位：亿元）



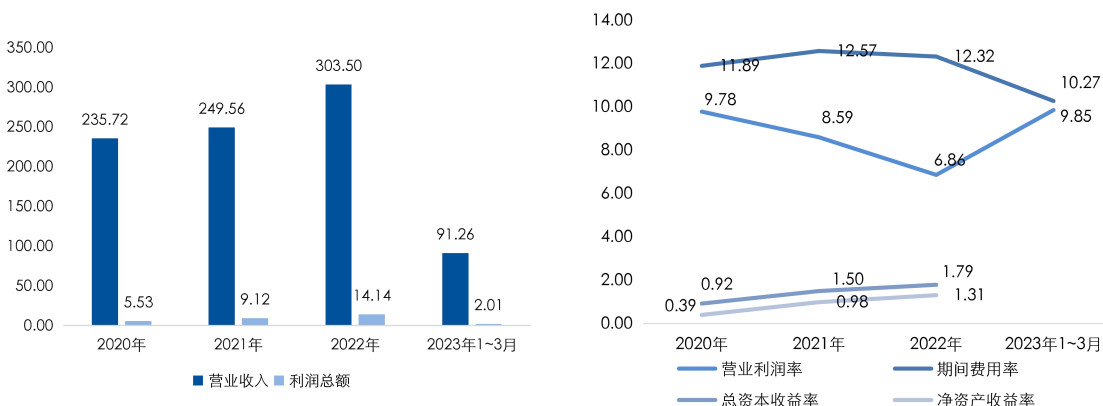
资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比增长，营业利润率有所下降，公允价值变动收益和资产处置收益增加推动利润总额明显增长，利润总额对公允价值变动收益、资产处置收益及营业外收入等非经常性损益依赖仍很大

2022 年，天然橡胶业务收入增长、热带高效农业收入增长、房地产项目结转收入增长，带动公司营业收入同比增长 21.62%。同期，公司营业利润率有所下降，主要系天然橡胶价格震荡、原料采购成本上升所致。公司期间费用仍以管理费用、财务费用为主，2022 年由于工资性费用、摊销费用以及利息费用增长，期间费用规模有所增长，期间费用率变动不大。

图表 19：公司收入和盈利能力（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年，公司利润总额同比增加 55.02%，主要系公允价值变动收益、资产处置收益及营业外收入增加所致。公允价值变动收益主要是公司持有的重庆洪九果品股份有限公司¹⁵股权公允价值变动产生的收益。投资收益主要是对海南银行股份有限公司的长期股权投资产生的收益，2022 年同比有所下降。资产处置收益主要是处置非流动资产产生的利得。其他收益

¹⁵ 重庆洪九果品股份有限公司于 2022 年在港交所上市，股票代码 6689.HK。

主要是政府补助，2022 年同比变动不大。2022 年，与企业日常活动无关的政府补助、土地补偿收入规模同比有所增长，带动营业外收入规模增长。

整体来看，公司利润总额对公允价值变动收益、资产处置收益及营业外收入等非经常性损益依赖仍很大。2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所增长。

图表 20：近年公司非经营性损益情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
公允价值变动收益	0.60	-0.52	6.86	0.48
投资收益	-0.88	5.15	3.18	0.37
资产处置收益	4.29	3.80	6.12	0.47
其他收益	6.05	5.22	5.44	0.46
营业利润	1.73	1.99	4.75	0.94
营业外收入	6.50	10.22	12.29	1.39
营业外支出	2.70	3.09	2.90	0.31
利润总额	5.53	9.12	14.14	2.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 91.26 亿元，实现利润总额 2.01 亿元，同比增幅均较大，主要系公司完成合盛农业收购，将合盛农业并表所致。

母公司方面，2022 年母公司营业收入为 4.99 亿元，同比大幅增长；利润总额 10.12 亿元，受主营业务盈利增长以及投资收益、资产处置收益和营业外收入增加影响，2022 年利润总额同比大幅增加。

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模有所减小，投资性净现金流转为净流入，筹资性净现金流保持净流入，对外部融资仍存在一定依赖

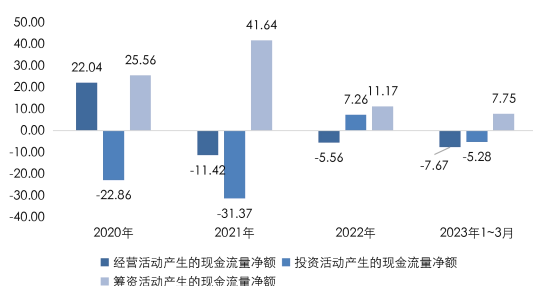
公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金，经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的其他与经营活动有关的现金。2022 年，由于“存货的减少”同比增加、“经营性应付项目的增加”同比增长，经营活动现金流净流出规模同比有所减小。同期，公司现金收入比同比有所增长。

投资活动现金流方面，2022 年，公司仍保持较大规模的资本支出，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 14.22 亿元。公司收回投资所收到的现金及投资所支付的现金主要是财务公司投资理财资金的转出及收入，跟踪期内收回投资收到的现金规模大于投资所支付的现金，投资性净现金流转为净流入。

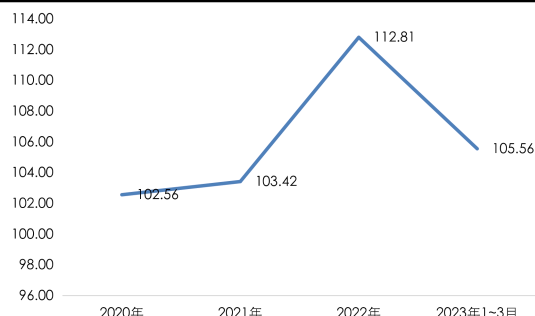
筹资活动现金流方面，2022 年，公司取得借款所收到的现金 86.83 亿元，收到的其他与筹资活动有关的现金 41.58 亿元；偿还债务所支付的现金 91.60 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 23.87 亿元，筹资性净现金流仍呈净流入状态，但净流入规模同比有所下降，对外部融资仍存在一定依赖。

母公司现金流方面，2022 年，母公司经营活动现金流净额 2.31 亿元，同比降幅较大，主要系收到其他与经营活动有关的现金减少所致；同期，由于母公司投资所支付的现金较多，投资活动净现金流为-2.09 亿元；筹资活动净现金流为-0.68 亿元，筹资活动现金流入、流出相对较为均衡。

图表 21：公司现金流情况（单位：亿元）



图表 22：现金收入比（%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

公司账面资金对短期有息债务的覆盖程度较好，截至 2023 年 3 月末，公司未使用银行授信额度 332.00 亿元，截至 2023 年 6 月 9 日，公司所持上市子公司海南橡胶未质押股份市值约为 122 亿元，财务弹性强

从短期偿债能力指标来看，2023 年 3 月末，公司流动比率为 130.42%，速动比率为 76.88%，跟踪期内有所下降。由于经营性净现金流仍为净流出，经营性净现金流对流动负债的保障能力仍很低。截至 2022 年末，公司未受限货币资金期末余额 75.51 亿元，同期末短期有息债务 49.57 亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较好。

从长期偿债指标来看，2022 年公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所减弱，对全部债务的覆盖程度略有增强。

截至 2023 年 3 月末，公司（合并）短期有息债务为 80.91 亿元，公司未来一年到期的债券（含回售）本金约为 2.50 亿元，2022 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金金额为 5.60 亿元。2022 年公司经营性净现金流为-5.56 亿元，投资性净现金流为 7.26 亿元，筹资活动前净现金流为 1.71 亿元。预计 2023 年，公司盈利能力整体稳定，在建项目仍将保持一定规模的资本支出，预计公司 2023 年筹资活动前净现金流为净流出，对短期有息债务的保障能力较弱。

公司本部方面，截至 2023 年 3 月末，公司本部短期有息债务为 5.50 亿元，未来一年到期的债券（含回售）本金约为 2.50 亿元，2022 年公司本部分配股利、利润或偿付利息所支付的现金金额为 1.20 亿元。2022 年公司本部经营性净现金流为 2.31 亿元，投资性净现金流为-2.09 亿元，筹资活动前净现金流为 0.22 亿元。预计 2023 年，公司本部盈利能力整体稳定；公司本部资本支出规模仍较小。预计公司本部 2023 年筹资活动前净现金流仍为净流入但规模较小，对短期有息债务的保障能力一般。

截至 2023 年 3 月末，公司持有上市公司海南橡胶 64.35%的股权，未质押市值约为 122 亿元¹⁶，变现能力较强。截至 2023 年 3 月末，公司获得银行总授信 465.33 亿元，未使用银行授信额度 332.00 亿元，备用流动性较为充足。整体来看，公司融资渠道畅通，子公司海南橡胶为上市公司，公司所持海南橡胶未质押股份市值及未使用银行授信规模较大，财务弹性强。

图表 23：偿债能力指标（%、倍）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
流动比率	142.80	169.16	159.59	130.42
速动比率	95.64	107.79	98.52	76.88
经营现金流动负债比	13.69	-7.01	-3.12	-
EBITDA 利息倍数	4.74	4.96	4.85	-
全部债务/EBITDA	5.98	5.11	4.86	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，公司资产总额由于土地评估增值、合盛农业并表等原因增幅较大，资产结构仍以非流动资产为主；受公司土地资产评估增值的影响，跟踪期内公司所有者权益大幅增加；2022 年，由于新增短期借款及发行债券，公司有息债务规模同比增长，2023 年 3 月末合盛农业并表，公司债务规模进一步增长，债务结构仍以长期债务为主；2022 年，公司营业收入有所增长，营业利润率有所下降，利润总额对非经常性损益依赖仍很大；公司经营现金流净流出规模有所减少，投资性净现金流转为净流入，对外部融资仍具有一定依赖性。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至 2023 年 5 月 8 日，公司本部已结清业务及未结清业务中无不良类和关注类信贷记录。

截至本报告出具日，公司到期债券已按期兑付本息，存续债券均按期付息。

外部支持

作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在税收政策、土地资源资产化和资本化管理、财政补贴等方面可持续得到了股东及相关各方大力支持

作为海南省最大的农业类综合产业集团，是国内最大的天然橡胶生产企业，具备规模和产业链优势，是实施国家天然橡胶资源安全战略的重要载体；同时，海南农垦在海南省“菜篮子”“果盘子”和热作产业中发挥着龙头带动作用，是自贸港建设中特色优质热带农产品重要提供者。公司在税收政策、土地资源资产化和资本化管理、财政补贴等方面可持续得到了政府的较强支持。

税收政策方面，根据海南省地方税务局印发的《关于支持海南农垦改革发展的税收意见》，

¹⁶ 按截至 2023 年 6 月 9 日海南橡胶收盘市值计算。

提出要用足企业所得税法规定的减免税授权，及时用好土地增值税和契税等企业改制重组税收优惠政策，进一步落实好资产划转的税收优惠政策，对于公司在企业改制中收到的财政补助和税收奖励资金列为专项用途财政资金，作为不征税收入。

土地资源资产化和资本化方面，根据省深化海南农垦管理体制改革的领导小组办公室 2017 年 1 月印发的《关于推进海南农垦土地资源资产化和资本化的实施方案》要求，选择资源条件好、价值高、具有产业发展优势的农垦土地，以作价出资（入股）的方式注入公司转增国有资本金，通过土地资源资产化和资本化，提升公司土地资源价值。2020~2022 年，公司分别土地资产化¹⁷13.67 万亩、20.91 万亩和 55.43 万亩，入账金额分别为 60.83 亿元、93.27 亿元和 180.18 亿元。

财政补贴方面，2020 年~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司营业外收入为分别为 6.50 亿元、10.22 亿元、12.29 亿元和 1.39 亿元，主要为政府补助、土地补偿等；同期，公司其他收益分别为 6.05 亿元、5.22 亿元、5.44 亿元和 0.46 亿元，主要为与日常活动相关的政府补助。

抗风险能力及结论

海南省是我国重要的天然橡胶种植区，跟踪期内经济发展平稳，自由贸易港建设稳步推进，公司未来发展仍具有良好的外部环境；公司仍是国内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，跟踪期内公司收购合盛农业，海外橡胶种植面积扩大，全球橡胶贸易市场占有率提升，公司业务规模和产业链优势进一步增强；2022 年末，公司拥有 963.7 万亩土地，丰富的土地资源为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖及旅游地产业务的开展提供有力支撑；公司融资渠道畅通，子公司海南橡胶为上市公司，公司所持海南橡胶未质押股份市值及未使用银行授信规模较大，财务弹性强。

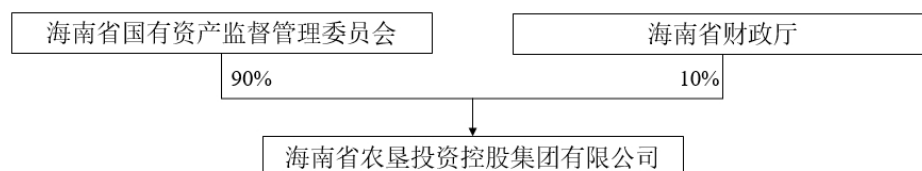
但同时，东方金诚关注到，2022 年，公司营业利润率有所下降，利润总额对公允价值变动收益、资产处置收益等非经常性损益依赖仍很大；跟踪期内，合盛农业并表后公司债务规模增长较快，地产业务在建项目未来投资金额较大，未来面临一定资本支出压力。

外部支持方面，公司控股股东和实际控制人为海南省国资委，作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在税收政策、土地资源资产化和财政补贴等方面可持续得到股东及相关各方较强支持。

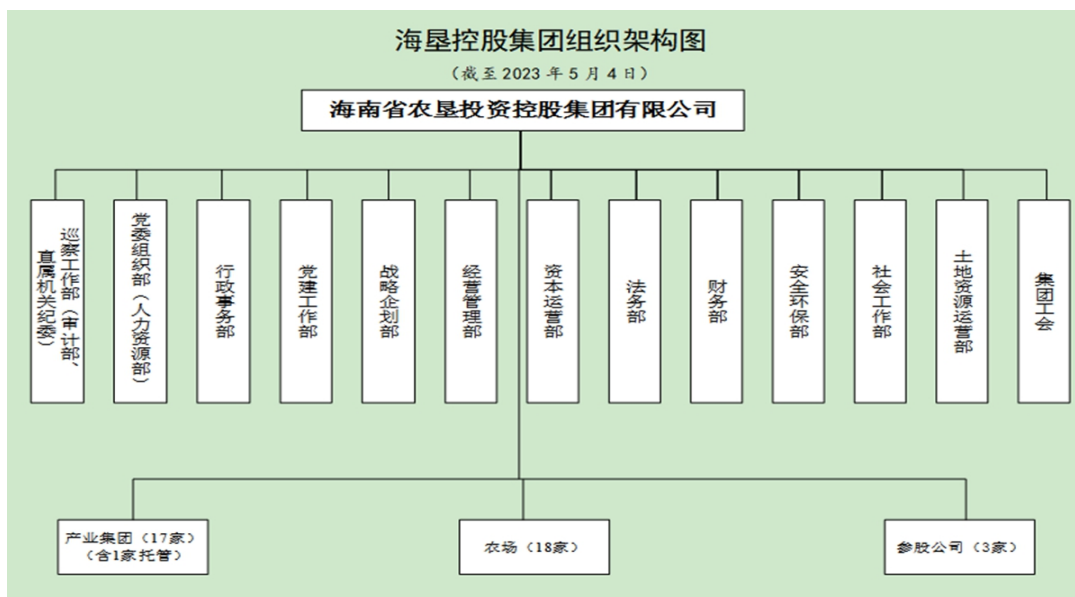
综上所述，东方金诚维持海垦控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。同时维持“20 海垦 01”、“21 海垦 V1”信用等级为 AAA。

¹⁷ 土地资产化：指对已确权的土地资源进行资产评估，以资产评估反映的市场公允价值进行入账管理，入账方式为按土地评估价格的 60%作为公司的权益（资本公积），计入公司资产（无形资产）。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 5 月 4 日公司组织结构图



附件三：海垦控股主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年 3 月（末）
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	743.95	902.82	1114.72	1253.36
所有者权益（亿元）	453.91	560.05	748.52	750.15
负债总额（亿元）	290.03	342.76	366.20	503.20
短期债务（亿元）	35.67	32.18	49.57	80.91
长期债务（亿元）	77.12	109.19	113.76	159.15
全部债务（亿元）	112.79	141.36	163.33	240.06
营业收入（亿元）	235.72	249.56	303.50	91.26
利润总额（亿元）	5.53	9.12	14.14	2.01
净利润（亿元）	1.78	5.50	9.77	1.63
EBITDA（亿元）	18.86	27.68	33.58	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	22.04	-11.42	-5.56	-7.67
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-22.86	-31.37	7.26	-5.28
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	25.56	41.64	11.17	7.75
毛利率（%）	10.93	9.66	8.42	10.23
营业利润率（%）	9.78	8.59	6.86	9.85
销售净利率（%）	0.76	2.21	3.22	1.79
总资本收益率（%）	0.92	1.50	1.79	-
净资产收益率（%）	0.39	0.98	1.31	-
总资产收益率（%）	0.24	0.61	0.88	-
资产负债率（%）	38.99	37.97	32.85	40.15
长期债务资本化比率（%）	14.52	16.31	13.19	17.50
全部债务资本化比率（%）	19.90	20.15	17.91	24.24
货币资金/短期债务（%）	194.57	219.34	166.17	95.38
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-0.73	-30.27	1.04	-
流动比率（%）	142.80	169.16	159.59	130.42
速动比率（%）	95.64	107.79	98.52	76.88
经营现金流动负债比（%）	13.69	-7.01	-3.12	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.96	4.85	-
全部债务/EBITDA（倍）	5.98	5.11	4.86	-
应收账款周转率（次）	13.05	12.98	14.82	-
销售债权周转率（次）	12.89	12.77	14.50	-
存货周转率（次）	3.16	2.56	2.66	-
总资产周转率（次）	0.35	0.30	0.30	-
现金收入比（%）	102.56	103.42	112.81	105.56

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（%）	$\text{货币资金} / \text{短期债务} \times 100\%$
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+使用权资产折旧+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。