



# 广东省农垦集团公司

## 2024 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[2024]跟踪 0854 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 6 月 20 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	广东省农垦集团公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 粤垦 01”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广东省农垦集团公司（以下简称“广东农垦”或“公司”）作为中央两大直属垦区之一获得股东大力支持，天然橡胶、糖业及乳业业务保持很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。同时中诚信国际也关注到产品价格对公司主营业务盈利能力影响较大、债务结构有待优化、面临短期偿债压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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；外部环境发生恶化使得公司出现持续、大幅亏损；债务规模快速上升导致流动性压力显著增加等。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司作为中央两大直属垦区之一，获得股东大力支持</li> <li>■ 天然橡胶、糖业及乳业业务保持很强品牌优势和市场竞争力</li> <li>■ 土地资源丰富，持有物业质量较优，可为公司贡献稳定的租金收入和现金流</li> <li>■ 备用流动性充足，融资渠道畅通</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2023年营业毛利率下降，畜牧板块亏损扩大，关注主营业务产品价格波动对盈利稳定性的影响</li> <li>■ 债务结构有待优化，面临短期偿债压力</li> </ul>		

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn  
项目组成员：毛 铭 mmao@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

广东农垦（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	425.80	437.85	424.38	444.69
所有者权益合计（亿元）	169.28	170.47	170.39	167.36
负债合计（亿元）	256.51	267.38	253.99	277.33
总债务（亿元）	127.21	127.08	115.03	128.93
营业总收入（亿元）	240.34	261.64	269.57	55.54
净利润（亿元）	2.25	7.34	4.08	-1.53
EBIT（亿元）	4.60	-1.84	6.55	--
EBITDA（亿元）	13.34	8.43	22.83	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	18.71	25.06	17.61	-2.97
营业毛利率(%)	15.25	13.56	11.62	10.56
总资产收益率(%)	--	-0.43	1.52	--
EBIT 利润率(%)	1.92	-0.70	2.44	--
资产负债率(%)	60.24	61.07	59.85	62.36
总资本化比率(%)	42.90	42.71	40.30	43.51
总债务/EBITDA(X)	9.53	15.07	5.04	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.42	1.89	6.83	--
FFO/总债务(X)	0.12	0.13	0.19	--
广东农垦（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	123.50	141.20	130.67	134.29
所有者权益合计（亿元）	45.16	49.37	44.12	42.85
负债合计（亿元）	78.35	91.83	86.55	91.44
总债务（亿元）	39.32	61.59	64.61	67.04
营业总收入（亿元）	0.56	0.57	0.68	0.09
净利润（亿元）	-0.20	4.76	-4.68	-1.27
EBIT（亿元）	1.37	-2.42	-2.96	--
经营活动净现金流（亿元）	-18.62	-15.02	-0.81	3.84
营业毛利率(%)	75.93	76.11	80.80	63.15
总资产收益率(%)	--	-1.83	-2.18	--
EBIT 利润率(%)	244.49	-426.46	-432.76	--
资产负债率(%)	63.44	65.04	66.24	68.09
总资本化比率(%)	46.54	55.51	59.42	61.01

注：1、中诚信国际根据广东农垦提供的其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 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；3、母公司口径各期均无现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 同行业比较（2023 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	178.71	436.82	272.45	37.63	175.25	27.77	-4.04
广东农垦	广东农垦隶属于国家农业农村部，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	424.38	170.39	59.85	269.57	4.08	17.61

中诚信国际认为，广东农垦与可比企业均具有较高的业务多元化程度，主营业务在区域内乃至全国均具有较高的战略意义及行业地位，广东农垦整体业务规模较大，土地资源更为丰富，但广东农垦盈利能力较弱，较大的债务规模使其财务杠杆处于较高水平。

注：1、江苏农垦为“江苏省农垦集团有限公司”简称；2、广东农垦土地面积数据为截至 2024 年 3 月末；3、除特别标注外，以上数据单位为亿元。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

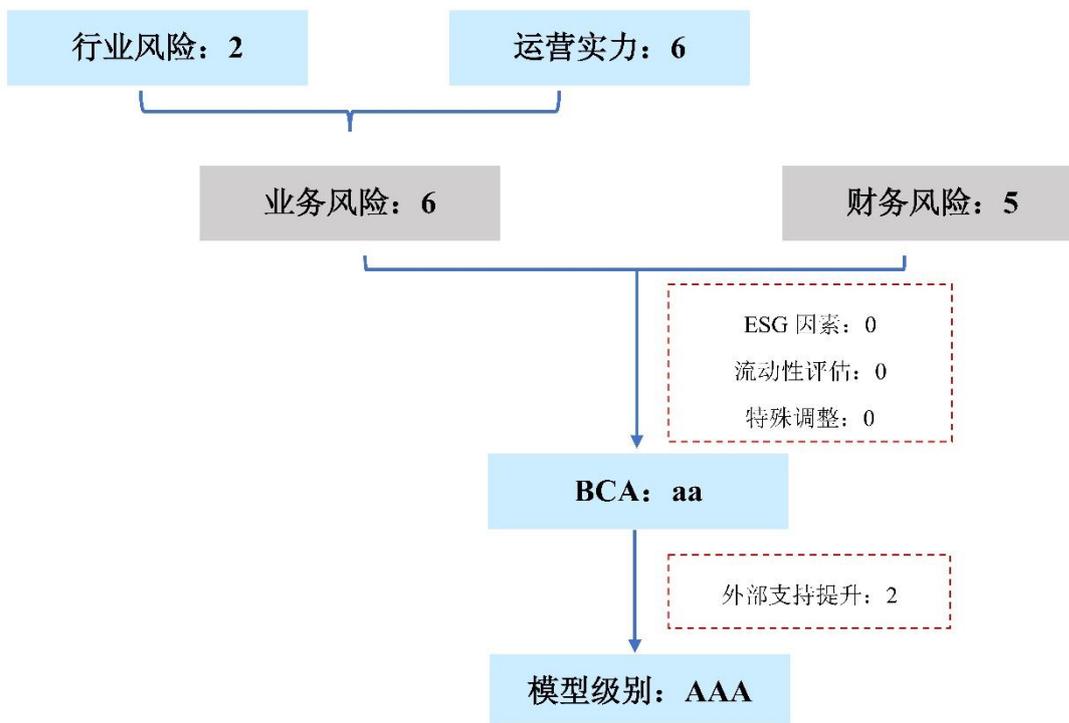
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 粤垦 01	AAA	AAA	2023/6/25 至 本报告出具日	10/0.60	2021/03/19~2026/03/19 (3+2)	回售，票面利率选择权

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
广东农垦	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/26 至本报告出具日

● 评级模型

广东省农垦集团公司评级模型打分(C010000\_2024\_03\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司是中华人民共和国农业农村部（以下简称“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。同时，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，跟踪期内外部支持无变化。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。

**方法论:** 中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000\_2024\_03

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

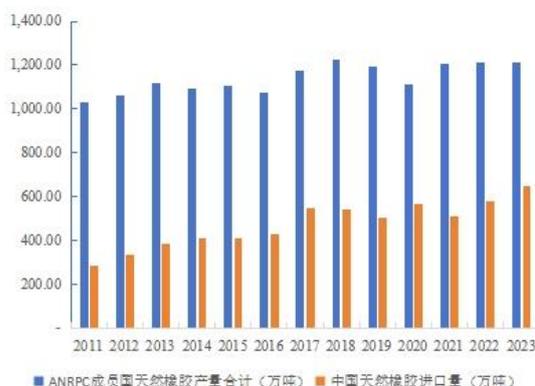
## 业务风险

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。

### 天然橡胶

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%。2023 年，全球天然橡胶产量 1,514.1 万吨，同比增长 6.5%，其中 ANRPC 成员国的产量占全球的 82%。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，同时形成主要的天然橡胶种植、生产和供应企业<sup>1</sup>，但国内橡胶种植规模仍较为有限，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。2023 年，因前期非标套利窗口开启，叠加国际市场需求低迷，更多的天然橡胶流入中国市场，且随着国内整体经济形势、运输行业等逐步恢复，轮胎企业新订单也逐渐回升，对天然橡胶需求量同比提高，我国天然橡胶进口量和需求量均保持增长。受国际市场宏观情绪低迷、美联储加息和轮胎企业订单疲软等因素影响，2023 年前半年我国天然橡胶价格震荡下行，后经历国内外产区降雨偏多、国家促进金融和汽车消费政策措施出台，天然橡胶价格有所回升，伴随着年底国内产区步入停割期、冬季企业开工率走低等因素影响，天然橡胶价格呈先跌后涨的区间震荡走势。

图 1：全球天然橡胶产量及中国天然橡胶进口量



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 2：近年来我国天然橡胶现货价格（元/吨）



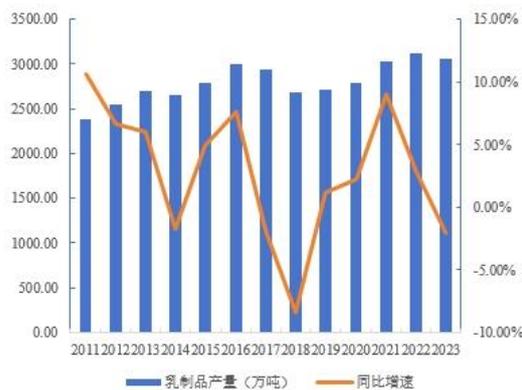
资料来源：Choice，中诚信国际整理

### 乳制品

<sup>1</sup> 包含海南天然橡胶产业集团股份有限公司、云南农垦集团有限责任公司和广东省农垦集团公司。

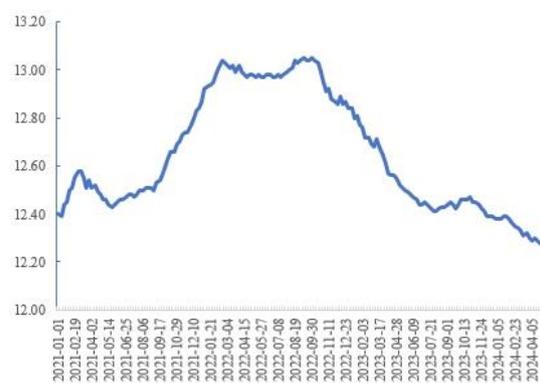
我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场环境变化影响，存在一定波动，但行业整体向好。国内乳制品产品质量升级、多元化新品持续推出以及冷链物流技术的发展，乳制品产量稳步提升，根据国家统计局数据，2023 年我国乳制品产量约 3,054.6 万吨，同比增长 3.1%。下游需求方面，近年来国民健康意识提升、饮食结构变化等因素影响虽令乳制品产品需求保持一定规模，但 2023 年受宏观经济尚未完全恢复影响，乳制品消费需求疲软，根据中国乳制品工业协会数据显示，2023 年我国人均每日乳制品摄入量为 240ml，同比略有下降，叠加乳制品产量增长，2023 年原奶供需失衡，价格持续下跌。但目前世界人均奶类消费量 140 千克，而我国人均消费 43 千克，饮奶知识的普及、饮奶人数比例还远没有达到理想的水平，未来市场增长空间较大。从下游消费结构来看，随着消费者健康意识提升，具备健康属性的常温白奶市场在 2023 年出现回暖并占据主导地位，且常温白奶行业集中度较高，整体竞争格局稳定，形成以伊利、蒙牛为主导的双寡头竞争格局。此外，我国消费需求呈现多元化，近年来消费者对乳制品等需求亦逐步提升，各乳企积极布局符合消费习惯的产品，细分子品类的阶段性高增长有望实现。

图 3：近年来中国乳制品产量情况



资料来源：Choice，中诚信国际整理

图 4：近年来牛奶现货价格走势（元/升）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

## 生猪养殖

2023 年以来，生猪高位存栏令我国猪价整体呈低位震荡态势，养殖企业经营深度亏损，营运资金压力使得整体流动性处于较弱水平；由于目前生猪供给压力仍较大，预计未来猪价总体维持震荡偏弱态势，短期内企业经营业绩大幅回升空间较为有限且仍将面临一定短期偿债压力。

详见《生猪养殖行业特别评论，2023 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/10849?type=1>

中诚信国际认为，广东农垦作为中央两大直属垦区之一，土地资源丰富，战略方向明确，主营业务中天然橡胶、糖业等业务规模优势明显，且拥有农产品配送服务、金融服务、房产物业等城乡服务业务，业务多元化程度较高，跟踪期内收入规模持续扩大，但主营业务业绩受下游需求变化及产品价格波动影响较大，部分经营主体盈利能力有所弱化<sup>2</sup>，需关注未来主营产品市场价格变动对公司整体业务经营的影响。

跟踪期内公司产权和治理结构无重大变化，战略方向明确；公司是中央两大直属垦区之一，土地

<sup>2</sup> 公司主要经营主体 2023 年以来财务数据详见附二。

**资源丰富，具有很强的行业竞争实力及资源控制力。**

跟踪期内，公司产权和治理结构<sup>3</sup>未发生重大变化。广东农垦隶属于国家农业农村部，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，业务多元化程度较高，行业内竞争实力很强。截至 2024 年 3 月末，公司土地总面积为 334.34 万亩，其中所属国有农场确权土地面积达 318.11 万亩，拥有丰富的土地资源，同时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。未来公司将继续构建三产融合发展的现代农业产业体系，全力保障国家和省战略资源和重要农产品有效供给，积极开展国际农业合作，加快全球优势资源整合步伐，努力成为国内一流国际领先的创新型现代农业企业集团。

**2023 年以来，天然橡胶业务规模扩大带动公司营业总收入持续增长，糖价提升带动板块盈利能力同比增强，但受外部环境、供需变化等因素影响部分板块盈利能力有所弱化，需关注未来产品市场价格对公司天然橡胶、乳业和畜牧等板块业务经营的影响。此外，城乡服务板块为主业发展提供支撑，资本支出压力尚可，但生猪养殖相关项目投后效益亦需持续关注。**

2023 年天然橡胶业务仍是公司重要的收入来源，占比保持在 50%以上，当年天然橡胶产量创历史新高，糖业、乳业和畜牧板块稳健经营，收入亦保持稳定增长，共同带动营业总收入保持增长。

**表 1：近年来公司各板块营业收入情况（亿元）**

业务板块	经营主体	2021	2022	2023	2024.1~3
天然橡胶	广垦橡胶	117.85	129.99	137.03	32.45
糖业板块	广垦糖业	28.90	32.93	33.41	7.31
乳业板块	燕塘乳业	19.85	18.75	19.50	3.79
粮油板块	广垦粮油	17.78	-	-	-
畜牧板块	广垦畜牧	7.25	11.97	14.70	3.10
其他	--	65.38	82.00	73.55	13.56
合并抵消	--	-16.67	-14.01	-8.64	-4.67
<b>营业总收入</b>	<b>--</b>	<b>240.34</b>	<b>261.64</b>	<b>269.57</b>	<b>55.54</b>

注：1、其他包括剑麻、酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销、金融服务和农业土地出租等业务收入；2、广垦橡胶为“广东省广垦橡胶集团有限公司”简称，广垦糖业为“广东广垦糖业集团有限公司”简称，广垦粮油为“广东省广垦粮油有限公司”简称，广垦畜牧为“广东广垦畜牧集团股份有限公司”简称；3、数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

天然橡胶业务方面，广垦橡胶是全球天然橡胶头部企业之一，截至 2024 年 3 月末，广垦橡胶在国内拥有 24 个种植基地，天然橡胶种植面积达 72 万亩，开割比例达 66.51%，境外橡胶基地种植面积为 38.10 万亩，国内外橡胶加工产能合计 130 万吨<sup>4</sup>，保持很强的规模优势，旗下“广垦橡胶”、“泰华”和“三棵树”三个天然橡胶品牌市场声誉良好。2023 年，公司加快从供需端出发加快产销节奏，标准胶产销量增速较快，产能利用率实现 100%。受益于同期公司扩大天然橡胶贸易业务规模带动板块收入提升，但由于天然橡胶价格下行，毛利率继续回落，公司通过套期保值降低影响；2024 年一季度，天然橡胶价格震荡上行令收入及毛利率同比上升。中诚信国际认为，天然橡胶价格受全球经济发展状况、投机活动等影响波动较大，未来关注其价格波动对公司业务

<sup>3</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 3 名成员组成，其中董事长 1 名、董事 2 名，另设副总经理 3 名（其中，董事兼副总经理 1 名），总经理暂缺。

<sup>4</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司在广东、海南和云南等国内地区产能共计 20 万吨/年（2023 年产量为 11.9 万吨）；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（2023 年产量为 82.5 万吨）。

的影响。

糖业业务方面，广垦糖业为区域性龙头企业，截至 2024 年 3 月末，广垦糖业拥有 12 个甘蔗种植基地，连结 1,023 个家庭农场和 1.09 万户农户，蔗区面积为 59 万亩，其中 35 万亩为自有产权土地，具备一定的资源优势；同期末，广垦糖业已具备年产 45 万吨机制糖的生产能力，机制糖产量占广东省产量的 50% 左右，规模优势显著；除白砂糖外，主要产品还包括桔水、复合肥及蔗渣等，产品结构丰富。生产方面，受益于雨水较多甘蔗增产、种植面积增加以及广西地区和周边糖厂抢蔗较上榨季<sup>5</sup>，2023/2024 榨季的榨蔗量有所提升，但提升幅度不大，产能利用率仍然偏低。此外，公司计划逐步压降机制糖贸易。

乳业业务经营主体燕塘乳业（股票代码：002732.SZ）为区域性龙头乳企，业务主要包括自有牧场经营、原料奶采购、乳制品加工和产品销售等环节，具有较完整的产业链。截至 2024 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，并与多家大中型牧场保持稳定的战略合作关系。截至 2024 年 3 月末，燕塘乳业拥有 22 条巴氏奶（低温奶）生产线，12 条无菌奶（常温奶）生产线。随着阳江牧场二期、参股合作的燕塘传祁奶牛养殖基地项目于 2022 年底顺利建成投产，跟踪期内公司原奶品质和产量规模进一步提高。从销售端来看，燕塘乳业产品结构较为丰富，在广东省内具备较强的品牌和规模优势，且跟踪期内公司加大渠道销售力度，2023 年乳制品销量有所增加，带动乳业板块业务收入小幅上升，受益于外采奶成本下降及大力推广毛利率较高产品，毛利率亦有所上升；2024 年一季度，受市场行情低迷影响，该板块收入和毛利率同比下降。

畜牧业务方面，广垦畜牧<sup>6</sup>目前主要采用自繁自养模式，随着在建生猪养殖项目的投产，截至 2024 年 3 月末公司生猪养殖产增加至 200 万头/年且产能得到释放，2023 年出栏量亦有较大提升，2024 年 2 月广东广垦生物科技有限公司的饲料生产基地投产，饲料产能增加 24 万吨/年至 39 万吨/年，目前能全部满足粤西养殖基地生猪饲料。销售价格方面，2023 年以来，生猪高位存栏令我国猪价整体呈低位震荡态势，销售均价同比大幅下降令毛利率由正转负。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，2023 年广垦畜牧仍呈经营亏损状态，当年亏损同比扩大至 2.90 亿元，未来仍需关注产能释放、相关项目投后效益和生猪价格走势对畜牧业务及公司盈利能力的影

响。公司城乡服务业务包括酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销和金融服务等产业，跟踪期内经营较为稳定，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。

表 2：2023 年公司城乡服务业务运营主体及主要财务数据（亿元）

子板块	运营主体	主要经营内容	总资产	净资产	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
农产品物流与营销	绿色农产品公司	经营佳鲜农庄生鲜超市、农副产品批发、中央食堂和食堂承包经营等业务，其中佳鲜农庄部分农产品来自公司自有农场。	5.51	2.99	8.62	0.81	1.07

<sup>5</sup> 本榨季甘蔗价格较高、糖分较低，民营糖厂资金不足，停榨较早，导致广西地区和周边糖厂抢蔗较上榨季少。

<sup>6</sup> 2023 年 9 月，广东农垦对广垦畜牧增资 5 亿元。

金融服务	粤垦小贷	主要经营小额贷款业务。截至 2024 年 3 月末，发放贷款余额为 2.75 亿元，其中借款人中农户自然人占比为 43.95%；抵押和保证贷款占比分别为 55%和 32.78%，正常类贷款占比为 86.28%。	3.33	3.30	0.35	0.14	-0.18
房地产业务	广垦置业	主要负责对公司持有的土地和纳入“三旧改造”计划的物业进行开发。截至 2024 年 3 月末，公司在建房地产向项目总投资为 49.93 亿元，尚需投资 9.09 亿元；截至 2023 年末，在售项目共 4 个，累计已实现销售额 18.77 亿元，2023 年实现销售额 3.95 亿元。	32.39	6.98	2.25	1.20	-0.96
物业租赁及管理	下属各子公司	公司持有物业质量较优，截至 2024 年 3 月末在广州和深圳持有的用于租赁的物业约 60 万平方米，其中位于广州的物业包括住宅、办公、场地等物业，深圳地区主要以工业厂房为主。2023 年，公司实现租金收入 4.41 亿元。同时，公司约有 117.32 万亩对外出租或承包经营，每年可为公司提供较为稳定的现金流入，2023 年实现土地租赁收入 9.17 亿元，同比增长 11.62%。	--	--	--	--	--

注：绿色农产品公司为“广东广垦绿色农产品有限公司”简称，粤垦小贷为“广东粤垦农业小额贷款股份有限公司”简称，广垦置业为“广东省广垦置业有限公司”简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，剑麻项目已经完工结转固定资产，新增糖蔗优势特色产业集群建设项目，为国家农业产业融合发展项目，截至 2024 年 3 月末主要在建项目剩余投资较小，资本支出压力尚可，其中生猪养殖相关项目投后效益需持续关注。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目	计划总投资	截至 2024 年 3 月末剩余投资	投资计划			预计完工时间	资金来源
			2024	2025	2026		
金星生猪养殖基地配套设施肥场建设项目	3.03	0.10	0.10	-	-	2026 年末	自筹+借款
火炬生猪养殖基地配套设施肥场建设项目	3.03	0.09	0.20	-	-	2024 年 10 月（一期）	自筹+借款
糖蔗优势特色产业集群建设项目	5.62	4.49	3.36	1.13	-	2025 年末	自筹
<b>合计</b>	<b>11.68</b>	<b>4.68</b>	<b>3.66</b>	<b>1.13</b>	<b>-</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来营业总收入持续增长，营业毛利率下滑及本期收到土地补偿款较少影响令当年盈利有所减弱；总资产总体保持稳定、负债规模有所波动，其中，应收款项对营运资金仍形成占用，受购买少数股东股权影响，权益有所减少，债务结构有待优化；经营获现能力有所减弱但仍保持较强规模，受益于 2023 年末债务规模有所下降，部分偿债指标有所改善，但母公司面临一定短期偿债压力。公司备用授信充足，母公司对子公司财务管控很强，偿债压力可控。

### 盈利能力

2023 年天然橡胶贸易规模扩大，畜牧板块生猪出栏量大幅增加等，带动收入继续增长；产品价格波动等因素令主要板块毛利率变动趋势分化，2023 年天然橡胶同比下降，畜牧板块毛利率转负，乳业和糖业板块同比提升，营业毛利率同比下滑，2024 年一季度营业毛利率延续下降趋势。2023 年，公司期间费用管控能力持续加强，减值损失同比大幅减少，且各项计入其他收益财政

补贴对利润形成补充，但因毛利率下降、营业外收入回落<sup>7</sup>且参股投资茂名市中晟实业有限公司确认投资亏损 1.49 亿元，利润总额有所下降，剔除非经营性损益的影响后，2023 年公司盈利指标表现有所改善。2024 年一季度，公司小幅亏损。近三年来公司营业利润率<sup>8</sup>水平呈一定波动，未来需关注产品价格波动对公司经营稳定性的影响。

### 资产质量

2023 年以来，公司资产规模先降后升，总体保持相对稳定，仍以固定资产、存货、生产性生物资产和货币资金等为主。其中，2023 年偿还到期债务令年末货币资金规模同比大幅下降；随着业务规模扩大，销售收入增加，应收账款规模持续增长；在建工程完工转固，令固定资产有所增加。总负债主要由总债务、其他应付款和递延收益组成，其中 2023 年末总债务随债务到期兑付有所减少，2024 年 3 月末债务接续和备货增加而有所上升，但以短期债务为主，期限结构仍有待优化；以往来款为主的其他应付款和以政府专项资金及补贴等为主的递延收益持续增长。2023 年公司购买子公司的少数股权<sup>9</sup>及 2024 年一季度亏损令 2023 年以来权益规模有所下降，财务杠杆水平波动上升。

### 现金流及偿债情况

2023 年以来公司经营活动现金净流入规模同比减少，经营获现水平有所减弱但仍保持较大规模；受 2023 年末收到较大土地补偿款影响，2023 年投资活动现金缺口同比增加；筹资活动现金流有所波动。从偿债指标来看，由于债务规模有所下降，2023 年部分偿债指标有所改善；但同期末货币资金减少，货币等价物对短期债务的覆盖能力有所减弱。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 447.57 亿元，其中尚未使用额度为 374.81 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，子公司广东省农垦集团财务有限公司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。

表 4：近年来公司主要财务状况（亿元，%，X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	240.34	261.64	269.57	55.54
营业毛利率	15.25	13.56	11.62	10.56
其他收益	3.49	4.23	3.59	0.92
利润总额	3.87	10.30	6.23	-1.84
总资产收益率	--	-0.43	1.52	--
货币资金	31.05	47.45	31.04	38.14
应收账款	12.52	13.45	17.55	22.77
固定资产	168.94	178.53	183.61	183.06
生产性生物资产	35.59	34.94	35.42	35.22
总资产	425.80	437.85	424.38	444.69
资本公积	101.97	100.35	98.86	98.86
所有者权益合计	169.28	170.47	170.39	167.36
其他应付款	38.51	38.12	39.58	42.96
递延收益	45.20	48.48	50.57	50.82

<sup>7</sup> 2022 年公司收到 14.02 亿元燕塘工业园土地补偿款，计入营业外收入。

<sup>8</sup> 2021~2023 年营业利润率分别为 0.67%、-2.27%和 1.20%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入\*100%。

<sup>9</sup> 2023 年，公司收购中国农业产业发展基金有限公司宇波信合聚力投资合伙企业（有限合伙）持有的广垦橡胶少数股权，减少公司资本公积 0.52 亿元；同期，广垦橡胶回购中国农业产业发展基金（有限合伙）所持泰华树胶（大众）有限公司少数股权，导致减少公司资本公积 0.60 亿元。

总负债	256.51	267.38	253.99	277.33
短期债务/总债务	70.73	65.37	70.49	71.73
总债务	127.21	127.08	115.03	128.93
总资本化比率	42.90	42.71	40.30	43.51
资产负债率	60.24	61.07	59.85	62.36
经营活动产生的现金流量净额	18.71	25.06	17.61	-2.97
投资活动产生的现金流量净额	-16.12	-6.83	-13.37	-2.18
筹资活动产生的现金流量净额	-3.65	-0.81	-20.63	12.12
总债务/EBITDA	9.53	15.07	5.04	--
EBITDA 利息保障倍数	3.42	1.89	6.83	--
FFO/总债务	0.12	0.13	0.19	--
货币等价物/短期债务	0.31	0.55	0.36	0.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 母公司情况

母公司未从事实体业务，2023 年期间费用同比有所压降，营业外收入大幅减少，对广垦粮油计提 3.01 亿元应收债权减值<sup>10</sup>使得净利润由正转负；2024 年一季度小幅亏损。2023 年对子公司增资令年末货币资金规模有所下降、长期股权投资有所增加<sup>11</sup>，以关联方往来款为主的其他应收款有所减少，但仍保持较大规模；2024 年 3 月末，由于货币资金增加，资产规模小幅增加。2023 年以来，母公司持续拓展外部融资用于支持子公司业务发展，总债务保持小幅增长，权益规模因亏损有所下降，财务杠杆水平呈上升态势。现金流方面，2023 年经营活动现金流和投资活动现金流仍有一定缺口；筹资活动现金流净流入规模较小。2023 年末由于债务临近到期令短期债务占比增加，货币资金对短期债务的覆盖情况有所减弱，面临一定短期偿债压力。

## 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 29.89 亿元，约占同期末总资产比重的 6.72%，受限比例较低，其中受限货币资金 2.42 亿元，其他主要系存货、固定资产和在建工程。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额为 1.47 亿元，为对联营企业和学校提供的担保<sup>12</sup>；同期末无影响正常经营的重大未决诉讼。

**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，2021~2024 年 4 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<sup>13</sup>

### 假设

<sup>10</sup> 根据对广东省广垦粮油有限公司债权市场价值的资产评估报告计提减值损失。

<sup>11</sup> 2023 年，母公司除对广垦畜牧增资 5 亿元外，还对广垦财务公司增资 3.5 亿元。

<sup>12</sup> 除上述担保事项外，子公司陆丰广垦置业有限公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止；截止 2024 年 3 月末，陆丰广垦置业有限公司承担阶段性担保额为人民币 0.45 亿元。

<sup>13</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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发行人相关的重要假设，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2024 年，广东农垦营业总收入将保持增长，原材料和产品价格波动、固定资产折旧等使主营业务盈利承压，但政府补贴和土地补偿款可对盈利形成补充。

——2024 年，广东农垦保持一定的资本支出规模。

——2024 年，广东农垦为满足业务运营和投资需求，总债务规模有所增加。

## 预测

表 5：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	42.71	40.30	40.50~44.90
总债务/EBITDA(X)	15.07	5.04	6.6~7.3

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

**ESG<sup>14</sup>**表现方面，作为农林牧渔企业，公司加强环境管理、践行绿色生产；治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，广东农垦经营获现能力较强，有一定的现金及等价物储备，融资渠道畅通和对外融资能力较强，未使用授信充足。公司资金流出主要用于营运资金支出、债务的还本付息、在建项目投资，可通过自有资金及外部融资等解决，短期债务规模较大，但大部分可实现到期接续，债务到期压力可控。此外，子公司燕塘乳业为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，且公司所持股份无质押，可提供一定流动性支持。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 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，获得多项政策扶持、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补贴，其中 2023 年获得中央财政拨款 11.30 亿元，地方财政拨款 1.76 亿元。

## 跟踪债券信用分析

“21 粤垦 01”募集资金 10 亿元，募集资金用于偿还公司债务、补充流动资金，截至目前，均已按用途使用。

“21 粤垦 01”设置票面利率选择权条款和回售条款，跟踪期内进入回售期限，公司调整票面利

<sup>14</sup> 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。

率并进行回售<sup>15</sup>，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“21 粤垦 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持体系内重要地位，虽然盈利水平受主营业务产品价格波动影响较大，但考虑到公司流动性良好、融资渠道通畅、债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

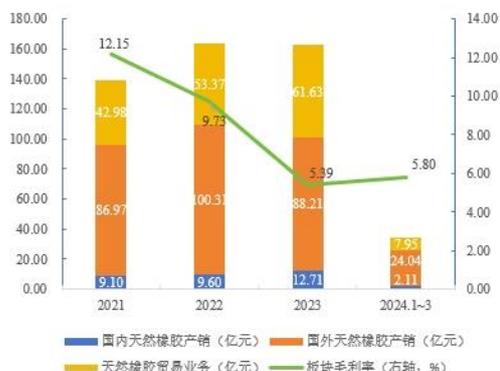
综上所述，中诚信国际维持广东省农垦集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 粤垦 01”的信用等级为 **AAA**。

<sup>15</sup> “21 粤垦 01”存续期前 3 年票面利率为 3.70%，在第 3 年末，公司选择下调债券票面利率 140 个基点，即存续期后 2 年票面利率为 2.30%；公司于 2024 年 3 月 19 日进行回售，实际回售金额 9.40 亿元，目前债券余额 0.60 亿元。

## 附一：广东省农垦集团公司主要业务板块收入和毛利率以及产品产销情况

### 天然橡胶业务

图 1：近年来天然橡胶业务收入及毛利率情况



注：合并抵消令上图各板块合计数与天然橡胶板块合计收入存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 1：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	2021	2022	2023	2024.3
标准胶	产量	65.13	73.25	81.79	20.13
	销量	46.37	73.91	81.33	19.27
	销售均价	10,998	11,445	10,044	10,221
浓缩胶乳	产量	14.18	13.86	12.70	3.01
	销量	10.08	13.51	12.90	3.72
胶清胶	产量	0.87	0.83	0.77	0.19
	销量	0.33	0.56	0.45	0.15
	销售均价	7,920	8,019	7,897	8,445

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 糖业业务

图 2：近年来糖业业务收入及毛利率情况



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、合并抵消令上图各板块合计数与糖业板块合计收入存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 3：近年来糖业业务榨季生产情况



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，中诚信国际整理

## 乳业业务

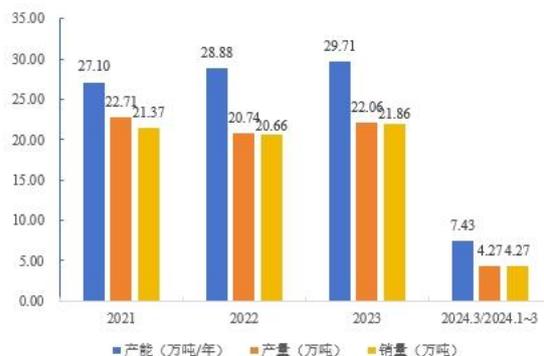
图 4：近年来乳业业务收入及毛利率情况



注：2022 年以来，燕塘乳业对产品结构进行调整，未再进行冰淇淋雪糕类产品生产及销售，销售收入为 0。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：近年来燕塘乳业乳制品产销情况



注：2024 年一季度产能未经年化。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

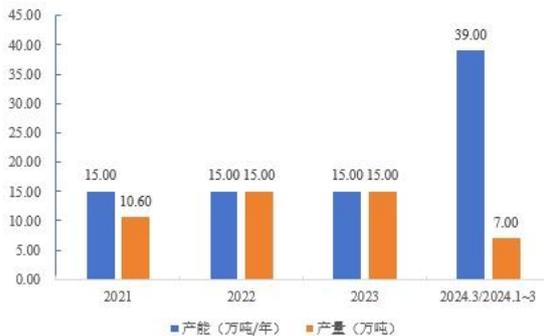
## 畜牧业务

图 6：近年来生猪养殖业务产销情况



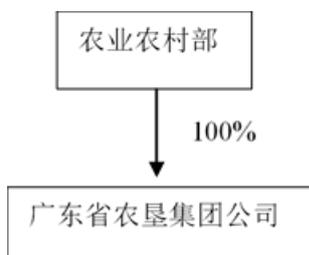
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 7：近年来饲料生产情况



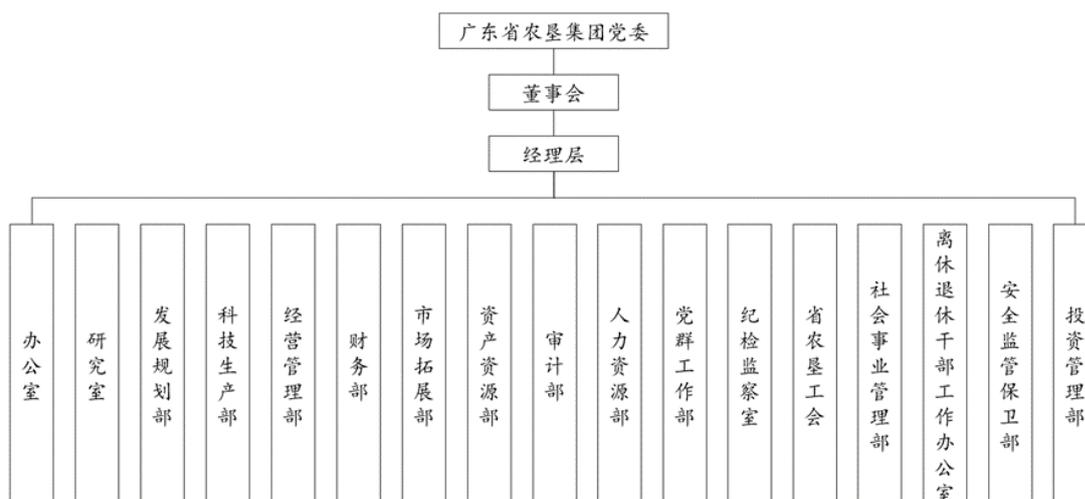
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：广东省农垦集团公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



截至 2024 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	2024.3			2023		
				总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动净现金流
广东省湛江农垦集团有限公司	5.00	100.00	-	92.87	55.73	37.15	31.75	1.93	4.03
广东省茂名农垦集团有限公司	1.58	100.00	-	41.72	36.93	4.79	7.17	2.11	3.39
广东广垦糖业集团有限公司	6.54	22.65	77.35	88.61	31.72	56.89	33.41	1.16	8.76
广东省广垦橡胶集团有限公司	23.15	34.33	65.62	97.11	57.25	39.86	137.03	2.01	4.46
广东广垦畜牧集团股份有限公司	16.84	42.76	57.24	37.51	30.65	6.86	14.71	-2.90	-1.52
广东燕塘乳业股份有限公司	1.57	-	57.70	18.70	4.37	14.34	19.50	1.79	3.17
广东省粤垦投资有限公司	14.98	100.00	-	237.98	118.83	119.15	194.17	3.42	14.58



资料来源：公司提供

### 附三：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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	310,504.67	474,512.22	310,441.90	381,404.74
应收账款	125,151.16	134,532.77	175,508.75	227,724.15
其他应收款	297,416.76	221,750.03	195,521.72	204,107.74
存货	757,333.54	755,002.55	729,498.78	808,605.16
长期投资	124,196.52	121,694.27	116,050.74	121,825.31
固定资产	1,689,356.82	1,785,337.99	1,836,067.50	1,830,582.79
在建工程	198,215.84	187,477.55	152,246.64	152,952.40
无形资产	50,094.32	50,659.08	51,258.75	51,177.88
资产总计	4,257,973.27	4,378,478.66	4,243,799.48	4,446,900.98
其他应付款	385,052.51	381,187.07	395,760.95	429,560.64
短期债务	899,755.74	830,689.56	810,788.79	924,836.99
长期债务	372,322.37	440,067.66	339,476.40	364,462.95
总债务	1,272,078.11	1,270,757.22	1,150,265.19	1,289,299.95
净债务	997,546.84	820,818.62	863,255.99	932,111.06
负债合计	2,565,130.00	2,673,753.31	2,539,876.21	2,773,299.82
所有者权益合计	1,692,843.27	1,704,725.36	1,703,923.27	1,673,601.16
利息支出	39,005.52	44,553.70	33,440.95	--
营业总收入	2,403,400.34	2,616,369.96	2,695,715.30	555,390.21
经营性业务利润	71,598.96	65,383.88	61,505.95	-18,585.21
投资收益	3,024.86	1,375.41	-16,739.02	-1,964.38
净利润	22,487.90	73,420.85	40,760.18	-15,267.89
EBIT	45,960.13	-18,354.29	65,548.15	--
EBITDA	133,439.58	84,348.95	228,293.39	--
经营活动产生的现金流量净额	187,105.03	250,647.75	176,074.37	-29,659.49
投资活动产生的现金流量净额	-161,211.62	-68,332.37	-133,652.69	-21,755.72
筹资活动产生的现金流量净额	-36,529.05	-8,146.91	-206,330.75	121,153.47
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	15.25	13.56	11.62	10.56
期间费用率(%)	12.38	11.42	9.26	14.02
EBIT 利润率(%)	1.92	-0.70	2.44	--
总资产收益率(%)	--	-0.43	1.52	--
流动比率(X)	1.01	1.06	0.97	0.99
速动比率(X)	0.52	0.57	0.49	0.52
存货周转率(X)	--	2.98	3.20	2.58*
应收账款周转率(X)	--	20.10	17.34	10.99*
资产负债率(%)	60.24	61.07	59.85	62.36
总资本化比率(%)	42.90	42.71	40.30	43.51
短期债务/总债务(%)	70.73	65.37	70.49	71.73
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.11	0.17	0.12	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.16	0.25	0.17	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	4.80	5.63	5.27	--
总债务/EBITDA(X)	9.53	15.07	5.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.10	0.28	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.42	1.89	6.83	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.18	-0.41	1.96	--
FFO/总债务(X)	0.12	0.13	0.19	--

注：1、2024 年一季报未经审计，且无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。

#### 附四：广东省农垦集团公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	44,559.37	159,524.49	62,777.53	106,471.13
应收账款	-	8.88	1,820.20	1,594.21
其他应收款	522,033.42	597,129.49	478,958.70	490,440.08
存货	-	-	-	-
长期投资	581,174.66	595,534.85	695,291.59	686,259.23
固定资产	817.43	948.87	850.41	815.56
在建工程	2,531.56	475.59	333.45	439.41
无形资产	880.60	1,224.02	2,500.03	2,449.65
资产总计	1,235,024.86	1,412,017.11	1,306,652.58	1,342,858.82
其他应付款	501,173.66	298,423.37	214,190.47	239,887.04
短期债务	293,384.43	316,481.65	446,404.92	464,636.57
长期债务	99,780.00	299,391.58	199,714.13	205,757.32
总债务	393,164.43	615,873.23	646,119.05	670,393.89
净债务	348,605.06	456,348.74	583,341.52	563,922.76
负债合计	783,471.35	918,330.30	865,482.22	914,372.60
所有者权益合计	451,553.51	493,686.81	441,170.36	428,486.22
利息支出	19,619.38	22,410.66	20,155.07	--
营业总收入	5,602.41	5,669.67	6,847.09	891.05
经营性业务利润	-9,363.68	-27,074.65	-24,458.47	-4,180.71
投资收益	5,725.39	-9,963.56	4,162.67	-9,126.68
净利润	-2,027.70	47,567.72	-46,792.78	-12,684.14
EBIT	13,697.42	-24,179.03	-29,631.46	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	-186,184.54	-150,221.09	-8,081.71	38,355.56
投资活动产生的现金流量净额	-62,188.95	-60,926.70	-96,715.11	9,205.60
筹资活动产生的现金流量净额	171,126.13	326,085.01	8,072.62	-3,862.42
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	75.93	76.11	80.80	63.15
期间费用率(%)	235.84	548.53	431.46	521.48
EBIT 利润率(%)	244.49	-426.46	-432.76	--
总资产收益率(%)	--	-1.83	-2.18	--
流动比率(X)	0.83	1.23	0.82	0.85
速动比率(X)	0.83	1.23	0.82	0.85
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	1,277.67	7.49	2.09*
资产负债率(%)	63.44	65.04	66.24	68.09
总资本化比率(%)	46.54	55.51	59.42	61.01
短期债务/总债务(%)	74.62	51.39	69.09	69.31
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.50	-0.31	-0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.67	-0.60	-0.07	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-9.49	-6.70	-0.40	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	0.70	-1.08	-1.47	--
FFO/总债务(X)	--	--	--	--

注：1、2024 年一季报未经审计，母公司口径各期均无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。

## 附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
总资产化比率	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
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 (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
现金周转天数	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)
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
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)
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。

## 附六：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