

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0451 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“21 海垦 V1”、“23 海南农垦 MTN001”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“21 海垦 V1”、“23 海南农垦 MTN001”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

二〇二四年六月二十六日

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2024年6月26日至2025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

2024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2024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	2024/6/26	AAA/稳定	宋馨	郑慧

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
21 海垦 V1	AAA	AAA
23 海南农垦 MTN001	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	20.00
	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	4.36
盈利能力	毛利率	7.00	2.59
	全部债务资本化比率	12.00	9.59
债务负担和保障程度	EBITDA 利息倍数	12.00	6.16
	经营现金流流动负债比	12.00	5.30

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

跟踪期内海南省经济发展平稳，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，东方金诚关注到，2023 年公司经营性现金流净流出规模加大，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，海南省综合实力很强，十四五期间，海南省将做强做优热带特色高效农业，推动农业规模化、产业化、品牌化，提高农业质量效益和竞争力；作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在实施国家天然橡胶资源安全战略和海南省“菜篮子”、“果盘子”等方面发挥重要作用，公司在土地资源资产化、财政补贴等方面可持续得到股东及各方较强支持，预计未来实际控制人海南省国资委对公司支持意愿很强。

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“21 海垦 V1”、“23 海南农垦 MTN001”信用等级为 AAA。

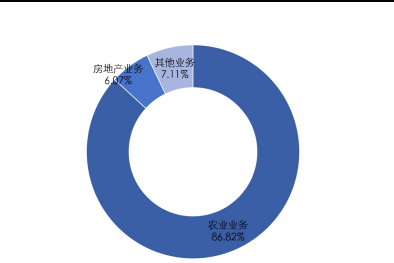
同业比较

项目	海垦控股	江苏省农垦集团有限公司 (AAA)	广东省农垦集团公司 (AAA)	宁夏农垦集团有限公司 (AA+)
资产总额 (亿元)	2044.86	436.82	424.38	265.19
所有者权益 (亿元)	1488.89	272.45	170.39	111.27
营业总收入 (亿元)	520.39	175.25	269.57	44.01
利润总额 (亿元)	10.30	30.05	6.23	1.43
资产负债率 (%)	27.19	37.63	59.85	58.04
经营现金流流动负债比 (%)	-3.06	-3.38	11.60	0.42

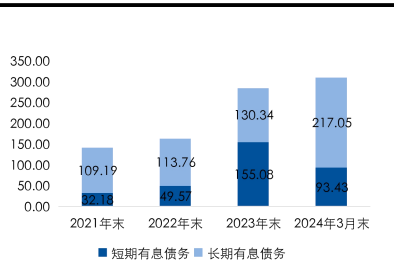
注：资料来源于各企业公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2023 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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额(亿元)	901.92	1112.70	2044.86	2092.25
所有者权益(亿元)	557.68	746.23	1488.89	1492.12
全部债务(亿元)	141.36	163.33	285.42	310.48
营业收入(亿元)	248.30	303.50	519.19	119.79
利润总额(亿元)	9.12	14.25	10.30	4.52
经营性净现金流（亿元）	-11.42	-5.56	-10.80	2.53
营业利润率（%）	8.64	6.86	6.00	8.86
资产负债率（%）	38.17	32.94	27.19	28.68
流动比率（%）	167.09	158.23	115.08	143.16
全部债务/EBITDA（倍）	5.11	5.13	5.29	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.96	4.60	4.31	-

注：表中数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月合并报表，根据《海南省农垦投资控股集团有限公司关于前期差错更正的公告》对 2021 年、2022 年部分财务数据进行调整。

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，2023 年公司收购合盛农业，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；
- 2023 年末，公司拥有 963.79 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；
- 海南省综合实力很强，作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在实施国家天然橡胶资源安全战略等方面发挥重要作用，预计在土地资源资产化、财政补贴等方面可持续得到控股股东及相关各方较强支持。

关注

- 2023 年，公司经营性现金流净流出规模加大，利润总额对资产处置收益、其他收益等非经常性损益仍存在很大依赖；
- 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》（RTFC022202403）

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	2023/8/21	熊璵、宋馨	《农林牧渔企业信用评级方法及模型》（RTFC022202208）	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）以来，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
21 海垦 V1	2023/6/26	8.00	2021/08/03~ 2026/08/03	无	无
23 海南农垦 MTN001	2023/8/21	5.00	2023/09/01~ 2033/09/01	无	无

注：“21 海垦 V1”附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权、投资者回售选择权和交叉违约条款。“23 海南农垦 MTN001”附第 5 年末发行人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2024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。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。2023年，海南橡胶完成对Halcyon Agri Corporation Limited（合盛农业集团有限公司，以下简称“合盛农业”）的收购，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2024年3月末，公司合并口径资产总额为2092.25亿元，所有者权益1492.12亿元，资产负债率28.68%。2023年和2024年1~3月，公司分别实现营业收入519.19亿元和119.79亿元，实现利润总额10.30亿元和4.52亿元。

截至2024年3月末，公司本部资产总额为799.34亿元，所有者权益672.71亿元，资产负债率15.84%。2023年和2024年1~3月，公司本部分别实现营业收入0.61亿元和0.08亿元，分别实现利润总额-1.63亿元和3.86亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2023年末，“21海垦V1”已按时付息，募集资金总额8.00亿元，已使用7.90亿元，用于项目建设5.68亿元，用于补充公司流动资金1.46亿元，用于偿还借款0.76亿元。同期末，“23海南农垦MTN001”尚未到付息日，募集资金总额5.00亿元，已使用4.91亿元，用于补充公司及子公司日常性经营支出、偿还银行借款利息。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

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、热带高效农业等业务，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。

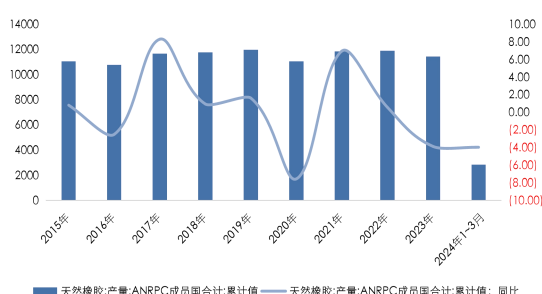
天然橡胶行业

近年全球天然橡胶总种植面积趋于稳定，2023 年 ANRPC 成员国天然橡胶产量微增，新兴天然橡胶生产国产量增长较多，预计 2024 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。

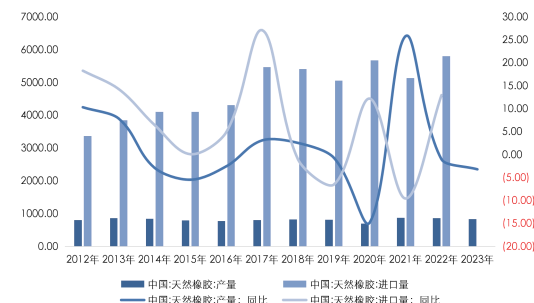
天然橡胶供应兼具农产品属性和工业品属性¹。从重新种植面积的角度看，2012 年 ANRPC 成员国新种植面积达到高峰，2016 年之后明显下降。2014 年以来，ANRPC 成员国的总种植面积总体稳定在 1.2 亿公顷附近。2023 年全球天然橡胶产量为 1429 万吨，同比上年增加 0.3%。受新增种植面积较少、橡胶树老龄化等因素影响，泰国、印度尼西亚等传统产胶大国已有减产趋势，据 ANRPC 统计数据显示，2023 年橡胶产量泰国同比下降 1.6%、印度尼西亚同比下降 2.4%。作为新兴天然橡胶生产国之一的科特迪瓦，2023 年产量同比上年增加 21 万吨，超过越南跻身三大天然橡胶生产国之列。预计 2024 年，全球天然橡胶产量仍将保持微增态势。

图表 1：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

图表 2：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

中国天然橡胶种植主要位于海南省和云南省，自给率较低，2023 年受气候等影响，国内天然橡胶产量同比下降

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

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

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。2023 年，中国天然橡胶总种植面积 113 万公顷，同比持平；开割面积 75 万公顷。2023 年，云南产区受到白粉病和高温干旱天气的影响，导致开割时间推迟，产量受损，海南产区在提产期因降雨天气对新胶释放存在压制，也影响了产量，我国天胶累计产量 834.80 千吨，同比下降 3.20%。

2023 年全球天然橡胶消费量保持增长，2024 年全球轮胎需求预计将保持增长，但由于全球经济的不确定性以及一些国家和地区对轮胎的贸易限制等因素，增速或将放缓，同时新兴经济体经济增长，有望拉动基建投资、汽车等下游产业领域对天然橡胶的需求

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。据 ANRPC 统计数据显示，2023 年全球天然橡胶消费量为 1521 万吨。其中，中国天然橡胶消费量同比增长 3.8%，约 672.7 万吨；泰国天然橡胶消费量达到 157.6 万吨，其增速为 16.2%；欧美及日本需求趋于疲软，主要是受非 ANRPC 成员国经济前景放缓，及长期地缘政治紧张局势等不利影响所致。

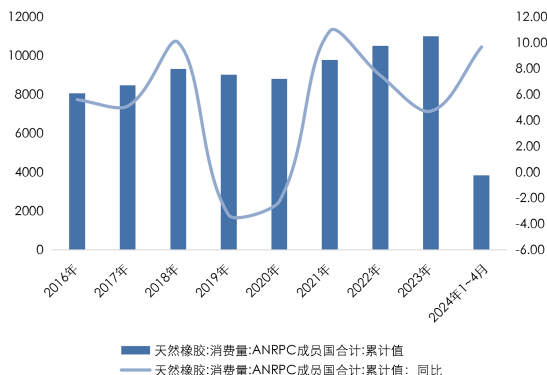
2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，汽车以旧换新政策落地，叠加我国汽车市场的不断扩大以及汽车保有量持续增长，2024 年中国轮胎市场的需求预计将继续保持增长；同时，中国内需有望于筑底后逐步复苏，在物流、基建等带动下的跨省市运输改善，替换需求有望转好。从全球范围来看，轮胎需求预计将保持增长，但受累于全球经济的不确定性以及一些国家和地区对轮胎的贸易限制等因素，其增长速度可能会放缓；另外，根据国际货币基金组织等国际机构预测，印度、东盟等新兴经济体经济在 2024 年仍将维持较高的增长速度，有望拉动基建投资、汽车等下游产业领域对橡胶的需求。ANRPC 发布的预测数据显示，2024 年全球天然橡胶消费量预计为 1582.6 万吨。

2023 年受供需变化影响，天然橡胶价格先降后升，价格中枢有所上行，2024 年预计全球增产、需求恢复的背景下，全年价格仍将震荡运行

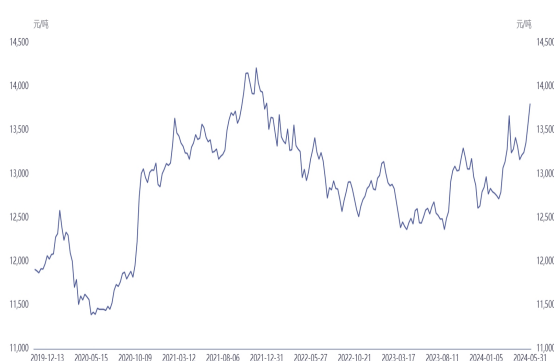
价格方面，长周期来看，2011 年以来，天然橡胶价格呈现震荡下行趋势。短期来看，2023 年天然橡胶价格走势前低后高。一季度，国内胶林停割未能完全冲抵下游疲软需求，供需结构阶段性宽松带动价格震荡下行；二季度，云南干旱导致市场预期出现转向，国内原料供应缩减使得胶价走势逐步企稳；三季度，汽车市场渐渐发力，出口成为重要边际增量，宏观政策推动需求预期回暖，促使沪胶价格出现较大涨幅；四季度，结构性需求亮点尚未彻底扭转行业格局，橡胶价格承压回落，但价格中枢有所抬升。

整体来看，2024 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 3: 天然橡胶消费量情况 (单位: 千吨、%)



图表 4: 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, 2023 年海南省地区生产总值 7551.18 亿元, 按不变价格计算, 比上年增长 9.2%。其中, 第一产业增加值 1507.40 亿元, 增长 4.6%; 第二产业增加值 1448.45 亿元, 增长 10.6%; 第三产业增加值 4595.33 亿元, 增长 10.3%。三次产业结构调整为 20.0: 19.2: 60.8。全年人均地区生产总值 72958 元, 同比增长 8.0%。

图表 5: 近年海南省主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
地区生产总值 (亿元)	6475.20	6818.22	7551.18
GDP 增速 (%)	11.2	0.2	9.2
三次产业结构	19.4:19.1:61.5	20.8:19.2:60.0	20.0: 19.2: 60.8
人均 GDP (元)	63707	66602	72958

资料来源: 《2021 年~2023 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。2023 年, 海南省农林牧渔业总产值 2410.33 亿元, 比上年增长 4.9%。从内部行业看, 种植业产值 1354.34 亿元, 比上年增长 3.4%。蔬菜 (含菜用瓜) 播种面积 413.55 万亩, 产量 632.90 万吨, 分别较上年增长 2.9%和 4.5%。水果收获面积 337.61 万亩, 比上年增长 3.4%; 产量 592.69 万吨, 比上年增长 5.2%。林业产值 107.29 亿元, 比上年增长 1.2%。橡胶产量 34.79 万吨, 比上年增长 10.5%。牧业产值 324.00 亿元, 比上年增长 7.4%。猪肉量 42.12 万吨, 比

上年增长 24.4%。禽类肉量 30.29 万吨，比上年下降 3.8%。渔业产值 517.59 亿元，比上年增长 7.6%。水产品总产量 177.24 万吨，比上年增长 4.1%。农林牧渔专业及辅助性活动产值 107.11 亿元，比上年增长 11%。

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

跟踪期内，公司仍保持以天然橡胶等农业业务为主，辅以房地产、商贸物流和金融保险等业务的多元化经营格局，2023 年，营业收入及毛利润有所增长，毛利率同比有所下降

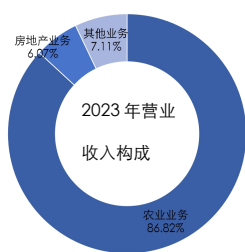
公司作为海南省最大的农业类综合产业集团，跟踪期内仍主营天然橡胶、热带高效农业业务，辅以房地产、商贸物流及金融保险等业务，保持多元化经营格局，仍具有很强的综合实力。

2023 年，公司农业业务收入占比 86.82%，仍是公司收入主要来源，收购合盛农业完成后，公司农业业务收入大幅增长，带动营业收入增长。毛利润方面，2023 年农业业务、房地产业务及其他业务毛利润同比均有所增长，房地产业务仍是毛利润主要来源。毛利率方面，农业业务毛利率下降导致公司整体毛利率下降。

图表 6：公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
农业业务	212.69	85.23	226.06	74.48	450.77	86.82
房地产业务	23.08	9.25	43.93	14.47	31.52	6.07
其他业务	13.78	5.52	33.51	11.04	36.90	7.11
合计	249.56	100.00	303.50	100.00	519.19	100.00
	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
农业业务	10.16	4.78	5.78	2.56	9.40	2.09
房地产业务	7.59	32.89	16.47	37.49	19.75	62.64
其他业务	6.36	46.16	3.32	9.91	8.32	22.55
合计	24.12	9.66	25.57	8.42	37.47	7.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理



2024年1~3月，公司实现营业收入119.79亿元，毛利润11.41亿元，均同比增幅较大；同期，实现毛利率9.52%，同比有所下降。

农业业务

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，2023年末，拥有963.79万亩土地，丰富的土地资源为天然橡胶、热带农产品种植、草畜养殖等业务的开展提供有力支撑

公司仍是海南省最大的农业类综合产业集团，截至2023年末，拥有963.79万亩土地，其中农用地932.43万亩，建设用地25.59万亩，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。2023年农业业务收入450.77亿元，同比增长99.40%；毛利润9.40亿元，同比增长62.72%，毛利率2.09%，同比下降0.47个百分点。

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，2023年海南橡胶营业收入、利润总额同比大幅增加

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”）²、新加坡ART³橡胶贸易公司（以下简称“ART公司”）及R1公司⁴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。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，合盛农业成为公司子公司。

截至2023年末，海南橡胶在全球拥有胶园392万亩，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333万亩，约占全国天然橡胶种植面积的20%，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；天然橡胶加工量140万吨（含受托管的KM公司和ART公司），约占全球产量的10%；全球贸易量超过380万吨（含受托管的KM公司和ART公司），约占全球天然橡胶消费量的25%，在天然橡胶行业拥有较强的行业影响力和市场竞争力⁵。

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

² 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。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 资料来源：《海南天然橡胶产业集团股份有限公司2023年年度报告》。

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。2023年，海南橡胶围绕天然橡胶全产业链进行科技创新，全年授权专利34件，其中发明专利11件，实用新型专利23件；申请专利37件，其中发明专利11件，实用新型专利26件。

整体来看，海南橡胶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，海南橡胶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。

截至2023年末，海南橡胶总资产339.50亿元，净资产116.34亿元。2023年，海南橡胶实现营业收入376.87亿元，同比增长145.18%，毛利率2.12%，同比有所下降；实现利润总额3.21亿元，同比大幅增长。2024年1~3月，海南橡胶实现营业收入81.42亿元，同比增长39.05%；毛利率4.03%，同比下降0.02个百分点；实现利润总额-1.91亿元，同比减少1.29亿元。

截至2023年末，合盛农业资产总额19.67亿美元，净资产5.66亿美元，2023年，合盛农业实现营业收入29.01亿美元，毛利润1.46亿美元，毛利率5.04%。

（1）天然橡胶种植

海南橡胶胶园种植面积居国内首位，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，2023年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年末，在境内外拥有天然橡胶种植基地共29个，天然橡胶种植园392万亩。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，2023年自产胶产量同比有所增长。国外种植基地方面，2023年及

2024年1~3月，国外KM公司种植面积、可开割面积变动不大，产量同比有所减少。此外，合盛农业在非洲西部科特迪瓦（1处）、非洲中西部喀麦隆（2处）以及马来西亚（1处）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。

（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，初加工产能仍较为充裕

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年末，公司在全球拥有橡胶加工厂72家，年加工产能约260万吨（含受托管理的KM公司和ART公司）。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（以下简称“龙橡公司”）、合盛农业下属的HRC、NCE、HASL和CMC公司，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，但部分业务呈现亏损状态

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3900万平方米，枕头产能360万只，拥有乳胶寝具品牌“爱德福”“宝珀”、“好舒福”。截至2023年末，江苏爱德福资产总额2.54亿元，净资产1.30亿元，同比均有所下降；2023年，实现营业收入2.15亿元，同比下降0.66亿元，实现净利润-0.40亿元，同比有所减亏。

下属子公司海南经纬乳胶丝有限责任公司（以下简称“海南经纬乳胶丝”）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。截至 2023 年末，海南经纬乳胶丝资产总额 3.43 亿元，净资产 3.05 亿元；2023 年，实现营业收入 3.53 亿元，实现净利润 0.09 亿元。

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 2023 年末，林产集团资产总额 1.20 亿元，所有者权益 0.17 亿元；2023 年，林产集团营业收入 0.32 亿元，同比有所增长，利润总额-0.51 亿元，同比有所减亏。截至 2023 年末，林产集团合并报表层面未分配利润累计金额为-1.42 亿元，股本总额为 0.60 亿元，未弥补亏损超过股本总额，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对林产集团出具了带与持续经营相关的重大不确定性段落的无保留意见的审计报告⁶。

（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，贸易公司包括龙橡公司、R1 公司、ART 公司、海胶新加坡公司、合盛农业下属企业等，年贸易量超过 380 万吨（含受托管理的 KM 公司和 ART 公司），约占全球天然橡胶消费量的 25%⁷。

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，公司主要客户涵盖全球前十大轮胎品牌，产品销往亚洲、欧洲、北美等数十个国家上百个地区，2023 年，公司国内、外贸易量均有所增长。2023 年，海南橡胶的前五大客户销售收入 33.12 亿元，占海南橡胶年度销售总额比重为 8.79%，客户集中度有所下降。

⁶ 资料来源：林产集团 2023 年年报。

⁷ 资料来源：《海南天然橡胶产业集团股份有限公司 2023 年年度报告》。

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。2023年，海南橡胶天然橡胶收入保险补贴4.87亿元⁸。

2、热带高效农业

公司依托丰富的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，但畜牧业在建项目未来需要投资规模仍比较大，或因行业周期波动而导致未来回报不及预期

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2023年末，公司拥有963.79万亩土地，其中农用地932.43万亩，建设用地25.59万亩，土地资源丰富。公司依托自身丰富土地资源优势，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。

热带水果方面，截至2023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。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。

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2023年，公司禽畜规模化养殖基地分布于文昌、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、600头优质牛只、1.6万吨鸡蛋的生产能力。

图表 7：公司生猪养殖情况（单位：万头、万吨、元/公斤）

项目		2021 年	2022 年	2023 年
生猪	存栏量	21.89	26.27	35.02
	猪肉产量	1.87	3.63	5.13
	出栏量	18.73	32.10	51.69
	出栏生猪销售单价	20.87	21.89	14.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在建项目方面，截至2023年末，公司畜牧业共有在建项目5个，计划总投资金额16.85亿元，资金来源主要为自有资金、财政资金和债券融资等，已投资10.17亿元，剩余仍需投资6.68亿元，2024年计划投资0.45亿元，预计项目投产后可新增生猪养殖产能70万头/年。2023年生猪价格低位震荡，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

⁸ 资料来源：2023年“其他收益”科目中“天然橡胶收入保险补贴”项。

殖项目或因行业周期波动而导致未来回报不及预期。

图表 8：截至 2023 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
儋州 30 万头生猪全产业链项目	30 万头/年	8.48	自有资金、财政资金、绿色债	6.15	0.15
东兴 10 万头现代高效生猪养殖项目	10 万头/年	2.80	自有资金、财政资金、绿色债	1.10	0.09
屯昌 5 万头黑猪项目一期	5 万头/年	0.87	自有资金、绿色债	0.32	0.06
红华 25 队 10 万头育肥场项目	10 万头/年	1.40	自有资金、财政资金、绿色债	0.82	0.14
海垦新希望 15 万头生猪养殖项目	15 万头/年	3.30	自有资金	1.78	0.01
合计	-	16.85	-	10.17	0.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务收入有所下降，受益于自有土地资源优势，毛利润同比增长，毛利率仍处于较高水平，对公司利润形成重要补充，但在建、拟建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力

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。

2023 年，公司房地产开发业务合同销售面积 13.20 万平方米，同比增加 115.33%，合同销售金额 28.83 亿元，同比增长 127.19%，当期销售回款 29.17 亿元。销售结转方面，2023 年，房地产业务收入 31.52 亿元，同比下降 12.41 亿元，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。

截至 2023 年末，公司合并范围内计入“合同负债”的房地产预售款 5.23 亿元，能够为未来收入及利润结转提供一定的保障。截至 2023 年末，公司合并范围已完工及在建项目剩余可售面积 49.81 万平方米，剩余可售货值 34.14 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 2023 年末，公司在建项目有海垦·安悦兰亭、海垦·安悦阳光、海垦·桃花源 CD 区和中国南繁中心等 4 个项目，预计总投资 73.24 亿元，已投资 35.52 亿元，未来仍需较大规模投入；同期末，公司拟建自建房地产项目为海垦·椰城壹号，预计总投资 31.94 亿元，已投资 5.90 亿元，为缴纳的土地出让金。整体来看，公司房地产业务在建、拟建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

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。

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、毛利率及毛利润均同比增长，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 2023 年末，公司拥有 2 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 19 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，2023 年，财务公司实现营业收入 3.44 亿元，净利润 1.46 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 2023 年末，剔除资产减值准备后，小额贷款公司资产总额 1.51 亿元，贷款余额 1.46 亿元，不良资产 0.74 亿元。同期，基金公司管理的基金有两支，规模共计约 12.50 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 2.50 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 2023 年末，公司土地整治项目累计完成投资额 3.78 亿元，公司获取 1672.19 亩新增水田指标、348.74 亩新增旱地指标、584.78 亩旱改水指标，实现指标收入 5.63 亿元⁹。

2023 年，公司其他业务收入 36.90 亿元，同比增长 10.11%，毛利润 8.32 亿元，同比增长 150.55%，毛利率 22.55%，同比增长 12.64 个百分点，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，公司部分高管发生变更，公司未来仍将坚持发展天然橡胶主业，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

2023 年以来，杨志成不再担任公司党委委员、副总经理，王明魁担任公司党委委员、副总经理，周俊担任公司党委委员、副总经理，公司总会计师由彭富庆变更为梁翠。2024 年 6 月 5 日，海南橡胶收到海南证监局出具的《关于对海南天然橡胶产业集团股份有限公司及相关责任人员采取出具警示函措施的决定》（【2024】26 号），由于海南橡胶的橡胶产品盘亏，并对其相关年度合并财务报表进行追溯调整并进行会计差错更正，导致海南橡胶相关年

⁹ 其中昌江项目不算指标分成，只按照收益分成计算收入，此数据不含南繁项目。

报信息披露不准确，对海南橡胶及其时任董事长王任飞、艾轶伦，总经理李奇胜、李超、姜宏涛、王天明，时任财务总监王劲、孙卫良出具警示函。

未来，公司将紧紧围绕海南自贸港建设“3+1”¹⁰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”¹¹，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。

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、社会和治理（以下简称“ESG”）方面，根据《海南橡胶2023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，强化风险管理，恪守商业道德，并通过数智赋能发展。

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，海南橡胶积极保障员工权益，助力员工职业发展。同时，积极承担社会责任。公司基于自身天然橡胶产业实际，持续以产业帮扶、销售帮扶等方式助力所在地区“三农”发展，助力实现乡村振兴。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年合并财务报告及2024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2023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，公司2024年一季度财务报表未经审计。根据公司发布的《海南省农垦投资控股集团有限公司关于前期差错更正的公告》，在公司2022年度财务报告编制和审计过程中，发现海南橡胶部分存货存在账实不符的情况。海南橡胶于2023年6月对下属单位存放于青岛、上海、云南和海南的60余家内外部仓库的橡胶存货进行了现场盘点和核查，确认截至2023年5月31日，公司橡胶产品实际库存9.66万吨，盘亏1.76万吨。公司以截至2023年5月31日的存货盘点结果为线索，经逐年核对，将存货损失时间追溯到2015年12月31日。为客观、准确地反映公司资产状况，公司按照相关规定采用追溯重述法对2021~2022年度合并财务报表进行会计差错更正。本报告2021年及2022年相关财务数据相应调整。

截至2023年末，公司纳入合并范围的二级子公司37家。

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

资产构成与质量

2023 年末，由于土地评估增值及收购合盛农业，公司资产总额同比增幅较大，资产结构仍以非流动资产为主，同时其他应收款规模增长，对公司资金存在占用

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 2024 年 3 月末，公司资产总额 2092.25 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 2024 年 3 月末为 425.95 亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款、交易性金融资产和应收账款等构成。

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，2023 年末及 2024 年 3 月末，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收购合盛农业公司完成，存货规模较上年末大幅增长。跟踪期内，公司货币资金规模有所减少，截至 2023 年末为 54.43 亿元，其中存放境外款项 11.73 亿元，受限货币资金 5.28 亿元。同时，跟踪期内，公司交易性金融资产大幅增长，主要是债务工具投资大幅增长所致。其他应收款主要是与三亚城投众辉新型建材有限公司等的往来款，跟踪期内规模大幅增长，对公司资金的占用增加。

图表 9：2023 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（单位：亿元、%）

项目	款项性质	账面余额	账龄	占比	坏账准备
三亚城投众辉新型建材有限公司	借款	13.91	0~4 年	26.98	0.71
海口市自然资源和规划局	保证金	5.91	1 年以内	11.46	-
Loan Receivables-FIMAVE	暂借款	4.70	5 年以上	9.11	1.60
三亚南新实业集团有限公司	往来款	2.82	1 年以内	5.47	0.06
昌江黎族自治县土地储备整理交易中心	投资款	1.69	1~5 年	3.27	0.54
合计		29.03		56.29	2.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司应收账款规模大幅增长，主要系收购合盛农业完成所致，同时周转效率有所提升；2023 年末应收账款中，账龄在 1 年以内的占比 82.12%；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 4.70 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 12.10%，应收账款集中度不高。

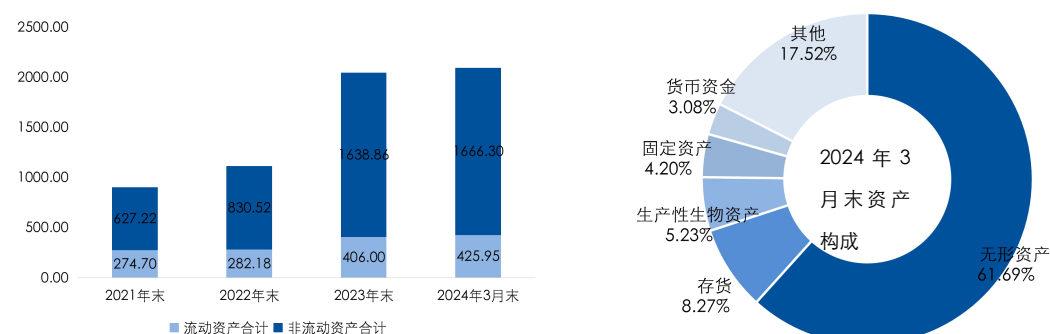
图表 10：2023 年末按欠款方归集的期末余额前五名应收账款情况（单位：亿元、%）

项目	账面余额	占比	坏账准备
中庆建设有限责任公司	1.90	4.73	0.04
BRIDGE STONE	0.84	2.17	0.02
双钱轮胎集团有限公司	0.73	1.88	0.01
河北登海华诚农业科技有限公司	0.71	1.83	0.01
浙江南垦优选供应链管理有限公司	0.52	1.34	0.01
合计	4.70	12.10	0.09

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，2023年末及2024年3月末，公司非流动资产较2022年末显著增长，主要由无形资产、生产性生物资产、固定资产和长期股权投资构成。公司无形资产主要是土地使用权，2023年末无形资产同比增加130.01%，主要系公司开展土地资产化，将853宗共计182.81万亩土地按划拨地评估价入账所致。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，2023年末由于合并合盛农业，规模大幅增长，其中，橡胶树账面价值92.68亿元；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。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，跟踪期内，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。长期股权投资主要为对海垦润丰（屯昌）新型环保建材有限公司、海口农村商业银行股份有限公司、海南银行股份有限公司等的投资，公司对外股权投资企业较多，跟踪期内，由于对部分企业追加投资，长期股权投资规模保持增长。

图表 11：公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
存货	99.10	106.75	171.65	172.95
货币资金	70.58	82.37	54.43	64.53
其他应收款	21.30	23.84	52.05	60.62
交易性金融资产	20.15	1.64	47.29	38.88
应收账款	20.21	20.76	33.83	36.66
流动资产合计	274.70	282.18	406.00	425.95
无形资产	388.94	561.19	1290.79	1290.79
生产性生物资产	74.79	76.44	109.22	109.41
固定资产	68.95	72.09	91.00	87.92
长期股权投资	25.62	30.98	40.17	57.62
非流动资产合计	627.22	830.52	1638.86	1666.30
资产总额	901.92	1112.70	2044.86	2092.25

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，2023年末及2024年3月末分别为797.10亿元和799.34亿元，资产构成仍以非流动资产为主。截至2023年末，母公司流

动资产为 84.55 亿元，同比增加 8.68%；同期末，母公司非流动资产为 712.55 亿元，同比增加 5.63%。

从资产受限情况来看，截至 2023 年末，公司受限资产账面价值为 47.53 亿元，占同期末总资产比重为 2.32%，占净资产比例为 3.19%，受限原因主要为保证金占用、银行借款抵押质押等。截至 2024 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 12：截至 2023 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	5.28	应收款项融资	0.10
存货	26.93	其他流动资产	2.24
应收账款	2.84	海南天然茶叶有限公司 51%的股权	0.10
固定资产	8.11	海南海胶哲林果业有限公司 45%的股权	0.32
无形资产	1.61		
合计	47.53		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

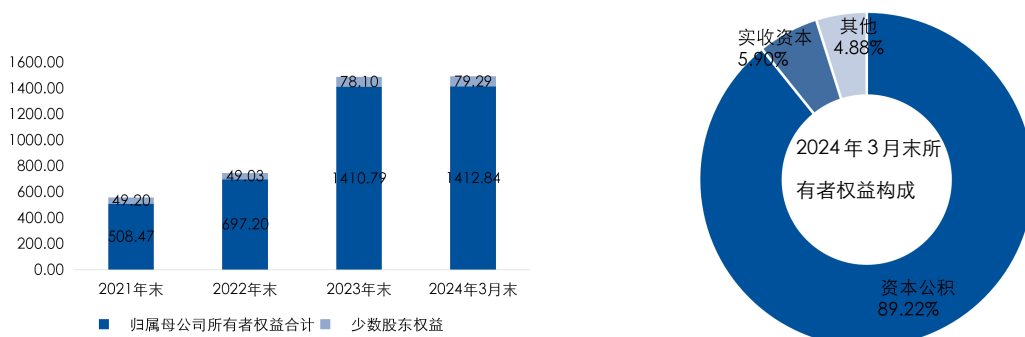
资本结构

受土地资产化影响，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，2024 年 3 月末，公司所有者权益 1492.12 亿元，主要由资本公积和实收资本等构成。2023 年末，公司资本公积 1331.31 亿元，同比增加 112.76%，主要系土地资产化所致；2024 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，2024 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 2024 年 3 月末，母公司所有者权益为 672.71 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 576.75 亿元，跟踪期内保持增长。

图表 13：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，公司仍保持较大规模的债券融资，合盛农业并表后公司债务规模进一步增长

跟踪期内，公司负债总额保持增长，截至 2024 年 3 月末，公司负债总额为 600.12 亿元，其中非流动负债占比 50.42%。

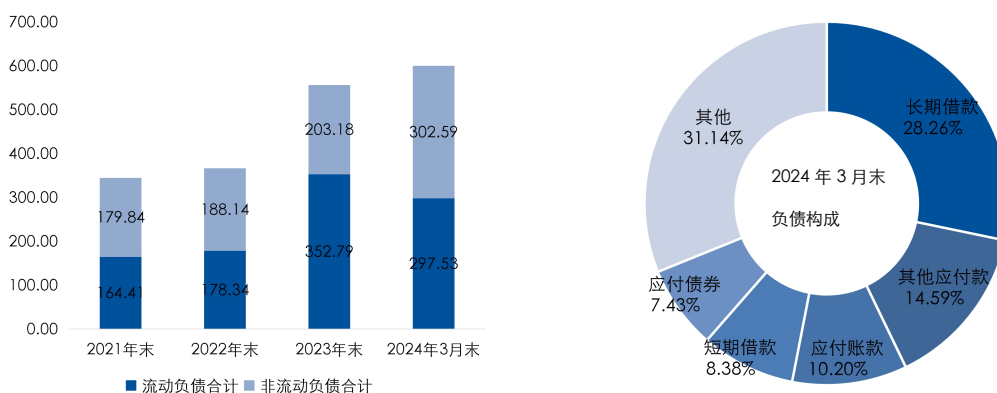
2023 年末及 2024 年 3 月末，公司流动负债分别为 352.79 亿元和 297.53 亿元，跟踪期内有所增长，以其他应付款、应付账款、短期借款和一年内到期的非流动负债等为主。公司其他应付款主要为借款、保证金押金、往来款、历史遗留款、代扣代缴/代收代付款等，2023 年末和 2024 年 3 月末，由于合盛农业公司并表，其他应付款规模较 2022 年末增幅较大。应付账款主要为尚未结算工程款、原材料采购款等，由于合盛农业并表，2023 年末同比增长 161.32%；其中账龄在 1 年以内的占比 77.48%。短期借款主要是子公司海南橡胶的贷款，跟踪期内，由于合盛农业公司并表，短期借款规模增幅较大。2023 年末，一年内到期的非流动负债增加 90.65%，主要系境外债即将到期，调入一年内到期的非流动负债所致；2024 年 3 月末，随着债务的偿还，一年内到期的非流动负债规模有所减少。

由于新增借款融资、合盛农业并表，跟踪期内非流动负债规模增幅较大，2024 年 3 月末为 302.59 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。

公司长期借款以质押借款和信用借款为主，2023 年末由于合盛农业并表，长期借款规模大幅增长；2024 年 3 月末，长期借款规模进一步增长。2023 年末，由于海垦国际（香港）有限公司 3 亿美元境外债项目转入一年内到期的非流动负债，应付债券规模有所减少，2024 年 3 月末，由于公司新增发行 3.00 亿美元境外债，应付债券规模增长较快。公司长期应付款主要为迈湾水库专项资金、山海高速公路（保亭段）项目专项应付款，跟踪期内有所减少。

母公司负债总额方面，截至 2024 年 3 月末，母公司负债总额 126.64 亿元，跟踪期内有所增长，其中，流动负债余额 34.79 亿元，非流动负债 91.84 亿元，跟踪期内均有所增长，主要系长期借款增加所致。

图表 14：公司负债情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
其他应付款	60.81	57.35	79.89	87.58
应付账款	16.64	25.08	65.55	61.19

短期借款	8.55	12.27	86.43	50.29
一年内到期的非流动负债	23.63	36.01	68.65	42.73
流动负债合计	164.41	178.34	352.79	297.53
长期借款	65.69	58.13	97.54	169.60
应付债券	41.87	52.39	31.00	44.61
长期应付款	49.35	41.59	27.73	39.20
非流动负债合计	179.84	188.14	203.18	302.59
负债合计	344.25	366.47	555.97	600.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，由于合盛农业并表及新增银行借款等，公司有息债务增幅较大，截至 2024 年 3 月末为 310.48 亿元，长期有息债务占比 69.91%，债务结构仍以长期有息债务为主。

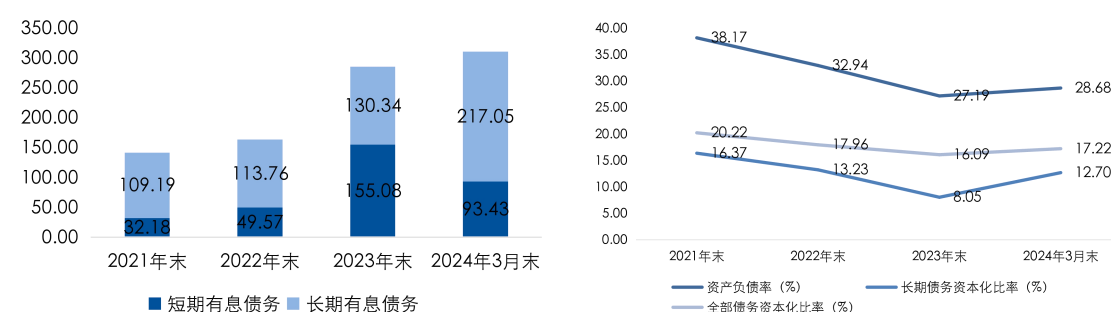
从融资类别来看，2024 年 3 月末有息债务中，短期借款 50.29 亿元、一年内到期的非流动负债 42.73 亿元、长期借款 169.60 亿元、应付债券 44.61 亿元。跟踪期内，由于权益规模增长，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均有所下降。

从债务期限结构来看，以 2024 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 93.43 亿元和 217.05 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 2024 年 3 月末，母公司全部债务为 96.34 亿元，占公司合并全部债务比例为 31.03%，以长期债务为主。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月末，公司本部无对合并范围外企业担保情况，二级子公司海南省农垦建工集团有限公司对三亚智城装配式建筑有限公司担保余额 0.75 亿元。

图表 15：公司有息债务及债务负担情况（单位：亿元）



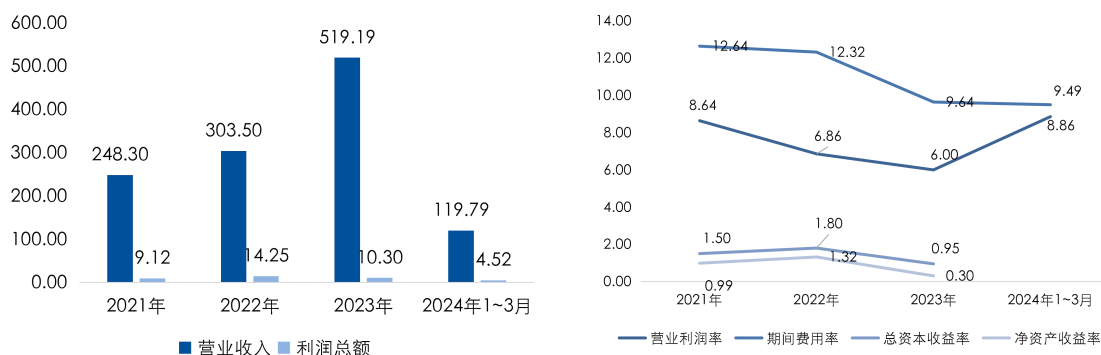
资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比增长，但利润总额有所下降，利润对资产处置收益、其他收益及营业外收入等非经常性损益依赖仍很大

2023 年，合盛农业并表带动公司营业收入同比增长 71.07%。同期，公司营业利润率有所下降，期间费用仍以管理费用、财务费用为主，2023 年由于工资性费用、摊销费用、保险费以及利息费用增长，期间费用规模有所增长，期间费用率有所下降。

图表 16： 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

非经营性损益方面，2023 年交易性金融资产、衍生金融资产公允价值变动收益为负值；投资收益主要是对南繁科技城有限公司、海南银行股份有限公司的长期股权投资产生的收益，2023 年同比有所增长。资产处置收益主要是处置非流动资产产生的利得。其他收益主要是天然橡胶收入保险补贴、政府补助，2023 年同比增长。2023 年，赔偿款收入 14.15 亿元，带动营业外收入规模同比大幅增长。

同期，公司利润总额同比下降 27.75%，主要系公允价值变动收益为负值所致。整体来看，2023 年公司经营性收益为亏损状态，利润总额对资产处置收益、其他收益及营业外收入等非经常性损益依赖仍很大，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

图表 17： 近年公司非经营性损益情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
公允价值变动收益	-0.52	6.86	-3.74	-0.25
信用减值损失	-0.75	-0.50	-1.38	0.38
资产减值损失	-2.45	-1.33	-1.82	0.06
投资收益	5.15	3.18	3.73	-0.17
资产处置收益	3.80	6.12	9.68	0.22
其他收益	5.22	5.44	8.05	0.59
营业利润	1.99	4.86	-3.27	0.06
营业外收入	10.22	12.29	17.36	4.71
营业外支出	3.09	2.90	3.80	0.26
利润总额	9.12	14.25	10.30	4.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024 年 1~3 月，公司实现营业收入 119.79 亿元，实现利润总额 4.52 亿元，同比增幅均较大。

母公司方面，2023 年母公司营业收入为 0.61 亿元，同比有所下降；利润总额-1.63 亿元，主要系营业外收入减少所致。

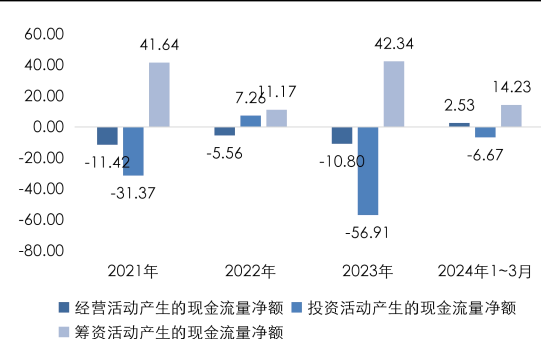
现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模加大，投资性净现金流转为净流出，对外部融资的依赖性很大

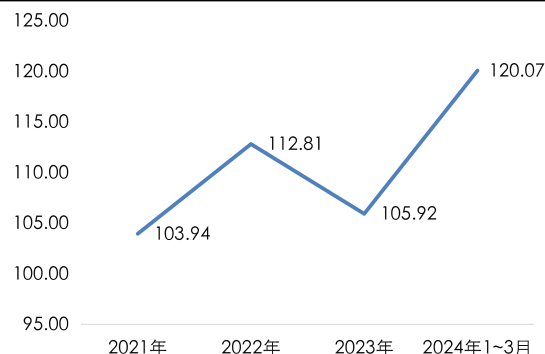
2023年，受存货对资金的占用大幅增加等因素影响，经营活动现金流净流出规模同比增加。同期，公司现金收入比同比有所下降。投资活动现金流方面，投资性净现金流大幅净流出，主要是购买理财、购建固定资产以及支付合盛农业收购款所致。筹资活动现金流方面，2023年，公司吸收投资收到现金19.10亿元，取得借款所收到的现金238.30亿元，发行债券收到现金15.00亿元；偿还债务所支付的现金213.03亿元，筹资性净现金流呈现大幅净流入状态，对外部融资依赖性很大。

母公司现金流方面，2023年，母公司经营活动现金流净额-29.44亿元，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、取得子公司及其他营业单位所支付的现金较多，投资活动净现金流为-26.60亿元；筹资活动净现金流为32.59亿元，外部融资依赖性加大。

图表 18：公司现金流情况（单位：亿元）



图表 19：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2024年3月末，公司未使用银行授信额度304.28亿元，截至2024年6月12日，公司所持上市子公司海南橡胶未质押股份市值约为135亿元，财务弹性强

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率为、速动比率有所下降。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2023年末，公司未受限货币资金期末余额49.15亿元，同期末短期有息债务155.08亿元，账面资金无法覆盖短期有息债务。

从长期偿债指标来看，2023年公司EBITDA对利息、全部债务的覆盖程度有所减弱。

截至2024年3月末，公司（合并）短期有息债务为93.43亿元，公司未来一年到期的债券（含回售）本金约为16.11亿元，2023年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金

金额为 15.17 亿元。2023 年公司经营性净现金流为-10.80 亿元，投资性净现金流为-56.91 亿元，筹资活动前净现金流为-67.71 亿元。预计 2024 年，公司在建项目仍将保持一定规模的资本支出，公司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 2024 年 3 月末，公司本部短期有息债务为 96.34 亿元，未来一年到期的债券（含回售）本金约为 16.11 亿元，2023 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 3.49 亿元。2023 年公司本部经营性净现金流为-29.44 亿元，投资性净现金流为-26.60 亿元，筹资活动前净现金流为-56.04 亿元。预计 2024 年，公司本部盈利仍对政府补助等依赖较大，同时保持一定规模资本支出。预计公司本部 2024 年筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障能力较弱。

截至 2024 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 135 亿元¹²，变现能力较强。截至 2024 年 3 月末，公司获得银行总授信 531.29 亿元，未使用银行授信额度 304.28 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 20：偿债能力指标（%、倍）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
流动比率	167.09	158.23	115.08	143.16
速动比率	106.81	98.37	66.43	85.03
经营现金流动负债比	-6.95	-3.12	-3.06	-
EBITDA 利息倍数	4.96	4.60	4.31	-
全部债务/EBITDA	5.11	5.13	5.29	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

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 2024 年 5 月 20 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

海南省综合实力很强，作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在实施国家天然橡胶资源安全战略和海南省“菜篮子”、“果盘子”等方面发挥重要作用，预计公司在税收政策、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股东及相关各方大力支持

海南省经济实力和财政实力均很强，2021 年~2023 年，海南省经济持续增长，地区生产总值增速分别为 11.2%、0.2%和 9.2%；同期，全省生产总值分别为 6475.20 亿元、6818.22 亿元和 7551.18 亿元。2021 年~2023 年，海南省一般公共预算收入分别为 921.16 亿元、

¹² 按截至 2024 年 6 月 12 日海南橡胶收盘市值计算。

832.43 亿元和 900.69 亿元。

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》，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。2021~2023 年，公司分别土地资产化¹³20.91 万亩、55.43 万亩和 182.81 万亩。

财政补贴方面，2021 年~2023 年公司其他收益分别为 5.22 亿元、5.44 亿元和 8.05 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，2023 年公司收购合盛农业，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；2023 年末，公司拥有 963.79 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。

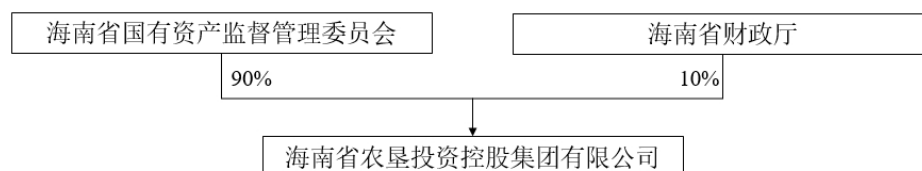
但同时，2023 年，公司经营性现金流净流出规模加大，利润总额对资产处置收益、其他收益等非经常性损益仍存在很大依赖；跟踪期内，合盛农业并表后公司债务规模增长较快，地产业务在建项目未来投资金额较大，未来面临一定资本支出压力。

外部支持方面，海南省综合实力很强，作为海南省最大的农业类综合产业集团，公司在实施国家天然橡胶资源安全战略等方面发挥重要作用，预计在土地资源资产化、财政补贴等方面可持续得到控股股东及相关各方较强支持。

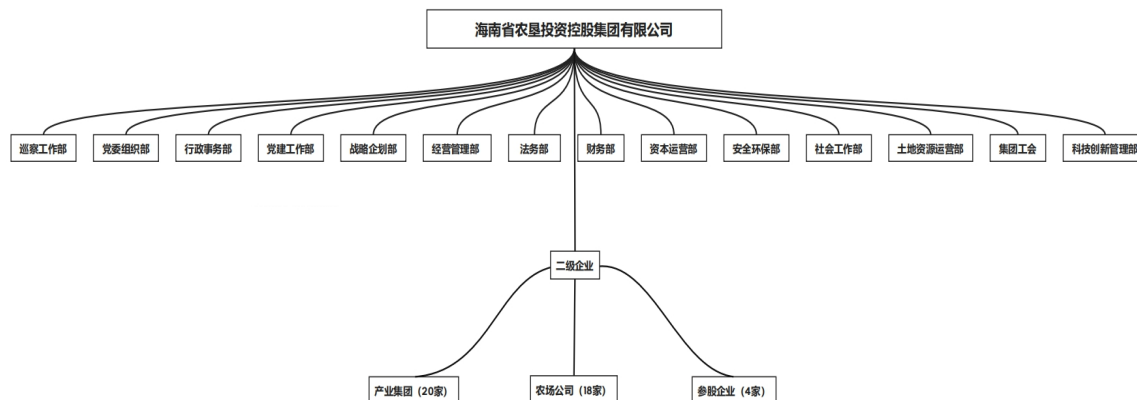
综上所述，东方金诚维持海垦控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。同时维持“21 海垦 V1”、“23 海南农垦 MTN001”信用等级为 AAA。

¹³ 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 2024 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：海垦控股主要财务数据及指标

项目名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	901.92	1112.70	2044.86	2092.25
所有者权益（亿元）	557.68	746.23	1488.89	1492.12
负债总额（亿元）	344.25	366.47	555.97	600.12
短期债务（亿元）	32.18	49.57	155.08	93.43
长期债务（亿元）	109.19	113.76	130.34	217.05
全部债务（亿元）	141.36	163.33	285.42	310.48
营业收入（亿元）	248.30	303.50	519.19	119.79
利润总额（亿元）	9.12	14.25	10.30	4.52
净利润（亿元）	5.50	9.85	4.53	3.23
EBITDA（亿元）	27.68	31.85	53.95	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-11.42	-5.56	-10.80	2.53
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-31.37	7.26	-56.91	-6.67
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	41.64	11.17	42.34	14.23
毛利率（%）	9.71	8.42	7.22	9.52
营业利润率（%）	8.64	6.86	6.00	8.86
销售净利率（%）	2.22	3.25	0.87	2.70
总资本收益率（%）	1.50	1.80	0.95	-
净资产收益率（%）	0.99	1.32	0.30	-
总资产收益率（%）	0.61	0.89	0.22	-
资产负债率（%）	38.17	32.94	27.19	28.68
长期债务资本化比率（%）	16.37	13.23	8.05	12.70
全部债务资本化比率（%）	20.22	17.96	16.09	17.22
货币资金/短期债务（%）	219.34	166.17	35.10	69.06
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-30.27	1.04	-23.72	-
流动比率（%）	167.09	158.23	115.08	143.16
速动比率（%）	106.81	98.37	66.43	85.03
经营现金流动负债比（%）	-6.95	-3.12	-3.06	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.96	4.60	4.31	-
全部债务/EBITDA（倍）	5.11	5.13	5.29	-
应收账款周转率（次）	-	14.82	19.02	-
销售债权周转率（次）	-	14.50	18.54	-
存货周转率（次）	-	2.70	3.46	-
总资产周转率（次）	-	0.30	0.33	-
现金收入比（%）	103.94	112.81	105.92	120.07

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：企业主体及中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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。