

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0635 号

广西农垦集团有限责任公司：

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 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”及“23 桂垦 V2”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 AA+，评级展望为稳定，同时维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”及“23 桂垦 V2”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月二十八日

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”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级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28日至2025年6月27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28日

广西农垦集团有限责任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
AA+/稳定	2024/6/28	AA+/稳定	范新悦	任志娟

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 广西农垦债/20 桂农 02	AA+	AA+
23 桂垦 V1	AA+	AA+
23 桂垦 V2	AA+	AA+
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		
广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”）主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务。广西壮族自治区国资委代表自治区政府履行出资人职责，持有公司 100%股权，实际控制人为广西壮族自治区国资委。		

评级模型			
一级指标	二级指标	权重（%）	得分
企业规模	营业收入	20.00	18.56
	多元化	15.00	15.00
市场竞争力	市场地位	15.00	12.00
	EBITDA 利润率	7.00	3.80
盈利能力	毛利率	7.00	3.34
	全部债务资本化比率	12.00	6.58
债务负担和保障程度	EBITDA 利息倍数	12.00	4.69
	经营现金流流动负债比	12.00	6.09
调整因素		无	
个体信用状况		aa	
外部支持		+1	
评级模型结果		AA+	
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

公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；公司制糖技术水平领先，产品有一定品牌知名度，公司机制糖业务收入有所提升；跟踪期内，公司猪场产能处于扩张期，生猪饲养量和出栏量增长迅速。同时，东方金诚关注到跟踪期内，受猪周期影响，公司畜牧业务毛利率、毛利润下降明显；2023 年公司制糖业务产能利用率及产糖量有所下降；公司部分主营业务获利能力仍较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大；公司有息债务持续增长且仍规模较大。

外部支持方面，作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作以及参与国家收储，在资源整合、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持。

综合考虑，此次跟踪评级维持广西农垦的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”、“23 桂垦 V2”的信用等级为 AA+。

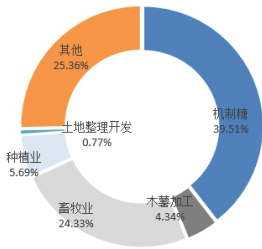
同业比较

项目	广西农垦集团有限责任公司	江苏省农垦集团有限公司 (AAA)	宁夏农垦集团有限公司 (AA+)	甘肃省农垦集团有限责任公司 (AA)
资产总额 (亿元)	1011.18	436.82	265.19	230.88
所有者权益 (亿元)	569.83	272.45	111.27	84.44
营业总收入 (亿元)	297.00	175.25	44.01	90.53
利润总额 (亿元)	8.86	30.05	1.43	1.62
资产负债率 (%)	43.65	37.63	58.04	63.43

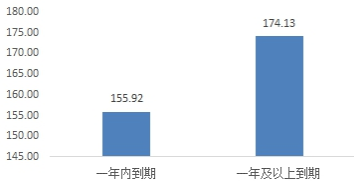
注：资料来源于各企业公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2023 年主营业务收入构成



2024 年 3 月末债务期限结构 (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)	900.06	895.88	1011.18	1045.15
所有者权益(亿元)	526.40	498.96	569.83	569.93
全部债务(亿元)	242.41	265.41	302.51	330.05
营业总收入(亿元)	202.38	282.52	297.00	75.81
利润总额(亿元)	7.64	9.29	8.86	0.53
经营性净现金流（亿元）	18.39	7.56	9.47	-25.72
营业利润率（%）	15.54	11.22	10.44	7.91
资产负债率（%）	41.52	44.30	43.65	45.47
流动比率（%）	94.49	82.81	93.06	91.51
全部债务/EBITDA（倍）	8.67	8.59	10.22	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	2.65	2.39	-

注：表中数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；
- 公司制糖技术水平领先，产品有一定品牌知名度，跟踪期内受益于糖价上行，公司机制糖业务收入有所提升；
- 跟踪期内，公司猪场产能处于扩张期，生猪饲养量和出栏量增长迅速，根据公司内部规划，未来猪场产能将持续扩张，公司生猪养殖出栏量有望保持增长；
- 作为自治区政府下属唯一农垦集团，跟踪期内，公司承担了部分产业园区的开发建设工作，同时参与国家收储，在资源整合、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持。

关注

- 跟踪期内，受猪周期影响，公司畜牧业务毛利率、毛利润下降明显；
- 受气候干旱及甘蔗产糖率下降影响，2023 年公司制糖业务产能利用率及产糖量有所下降；
- 公司部分主营业务获利能力仍较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大；
- 公司有息债务持续增长且仍规模较大，短期面临一定债务集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司作为自治区政府下属唯一农垦集团，未来机制糖业务仍将保持很强竞争力，公司正在进行畜牧产业的扩张布局，将有助于未来公司市场地位的稳定。

评级方法及模型

《东方金诚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
AA+/稳定	AA+	2023/9/5	莫琛、范新悦	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型（RTFC022202208）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2023/3/29	莫琛、范新悦	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型（RTFC022202208）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2022/6/23	高君子、莫琛	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型（RTFC022201907）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2021/6/11	高君子、莫琛	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型（RTFC022201907）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2015/11/9	刘涛、张铭钊	《农林牧渔企业信用评级方法》（2015年5月）	阅读原文

注：自2015年11月9日（首次评级）至2023年9月5日（最新评级），广西农垦主体信用等级未发生变化，均为AA+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 广西农垦债/20 桂农 02	2023/6/21	8.40	2020/11/18~2027/11/18	无	-
23 桂垦 V1	2023/6/21	5.10	2023/04/27~2026/04/27	无	-
23 桂垦 V2	2023/9/5	10.00	2023/09/19~2025/09/19	无	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及广西农垦集团有限责任公司（以下简称“广西农垦”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚进行本次定期跟踪评级。

主体概况

广西农垦仍主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务，是广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团，实际控制人仍为自治区政府

广西农垦主要从事机制糖、木薯加工、畜牧和种植等业务。2021年2月，广西壮族自治区人民政府（以下简称“自治区政府”）授权广西壮族自治区国资委（以下简称“自治区国资委”）对广西农垦履行出资人职责，广西壮族自治区农垦局（以下简称“广西农垦局”）不再履行相关职责。截至2024年3月末，公司实收资本100.00亿元。自治区政府授权自治区国资委代表自治区政府履行出资人职责，持有公司100%股权，实际控制人为自治区政府。

跟踪期内，公司仍是广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）最大的农业类综合产业集团，业务涉及机制糖、木薯加工及生猪养殖等，其中机制糖和木薯加工业务规模位居国内前列。作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在财政税收返还、土地出让金返还、财政补贴等方面得到了政府的较多支持，综合实力很强。

截至2024年3月末，广西农垦资产总额1045.15亿元，所有者权益569.93亿元，资产负债率45.47%。2023年及2024年1~3月，公司实现营业收入分别为297.00亿元和75.81亿元，利润总额分别为8.86亿元和0.53亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经发改企业债券【2020】97号核准，公司于2020年11月发行“20广西农垦债/20桂农02”，发行金额8.40亿元，票面利率5.5%，起息日为2020年11月18日，到期日为2027年11月18日，每年付息一次，分期偿还本金，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%。截至2023年末，“20广西农垦债/20桂农02”募集资金已使用完毕。

经证监许可【2022】2803号注册，公司于2023年4月发行“23桂垦V1”，实际发行金额5.10亿元，票面利率4.5%，起息日为2023年4月27日，到期日为2026年4月27日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。截至本报告出具日，“23桂垦V1”募集资金已全部用于与乡村振兴有关的原材料、饲料等的采购和偿还有息借款及补充流动资金等用途。

经证监许可【2022】2803号注册，公司于2023年9月发行“23桂垦V2”，实际发行金额10亿元，票面利率4.5%，起息日为2023年9月19日，到期日为2025年9月19日，每年付息一次，到期一次性还本及兑付最后一期利息。截至本报告出具日，“23桂垦V1”募集资金已全部用于偿还有息负债及补充流动资金等合法、合规的用途。

截至本报告出具日，“23 桂垦 V2”尚未到还本付息日；“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”已按时付息。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

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“供需需弱”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

跟踪期内，公司作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，仍是广西最大的农业类综合产业集团，仍主要从事机制糖、生猪养殖、木薯加工和种植等业务，机制糖和生猪养殖业务是其收入和毛利润的主要来源，所属行业分别为制糖行业和生猪养殖行业。

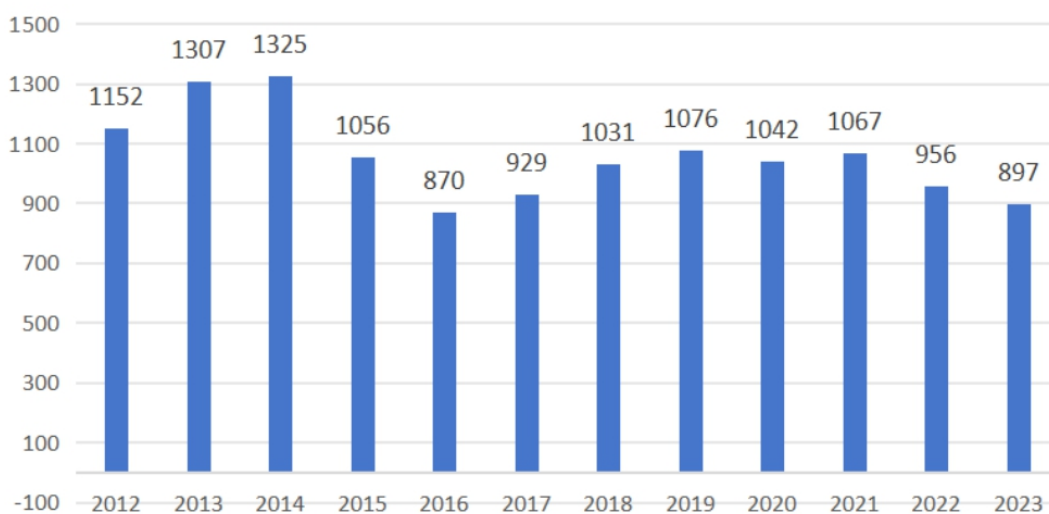
制糖行业

随着我国居民消费结构升级，国内食糖需求保持增长，国内食糖产量以广西为主，近年规模有所波动，部分依赖进口，预计未来我国食糖进口量保持 500 万吨以上水平

我国糖消费结构中居民消费和工业消费占比分别约为 30%和 70%。随着我国居民消费结构升级，国内食糖消费水平保持增长。同时，受人们健康意识不断提高及宏观经济下行压力加大等因素影响，国内工业食糖需求增速呈放缓态势。

受甘蔗种植周期影响，我国食糖产量具有明显的周期性，即前 2~3 年增产、后 2~3 年减产。从区域分布来看，我国甘蔗糖生产区域集中在广西和云南等地，根据中国糖业协会统计数据，2022/2023 榨季广西累计入榨甘蔗 4122.13 万吨，较上榨季减少 897.28 万吨，产糖量 527.03 万吨，较上榨季减少 84.91 万吨；产糖率 12.79%，较上榨季提高 0.6 个百分点，广西糖料蔗种植面积和食糖产量占到我国自产糖的 60%左右，位居全国第一。

图表 1：我国糖产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

国内食糖供给主要来自国内自产糖和进口食糖，占比分别约为 70%和 30%。近年国内食糖产量销量有所波动，根据中国糖业协会披露，2022/2023 榨季全国食糖产量 896 万吨，同比减少 39 万吨。2022/2023 榨季全国累计销售食糖 515 万吨，同比增加 71 万吨；累计销糖率 57.4%，同比加快 10%。

我国食糖供需存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口及库存进行补充，近年缺口有所收窄。2022 年我国累计进口食糖 527 万吨，同比减少 40 万吨，减幅 6.99%，累计进口金额

172.6 亿元,同比增长 17%,我国食糖供给对国外食糖进口存在一定依赖。我国食糖进口采取配额制,配额内税率为 15%。保障性税到期后,配额外进口税率恢复到 50%。自 2020 年 7 月 1 日起,将配额外食糖进口纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》,实行大宗农产品进口报告管理。预计未来我国食糖进口量预计保持 500 万吨以上的高位水平,同时国产糖生产期间进口减量、纯销期进口增量的错峰进口节奏将延续。

国内食糖价格与国际糖价具有联动性,跟踪期内国内糖价位居较高区间

由于甘蔗单产水平低¹,种植成本较高,导致国内糖价始终高于国际糖价;但国际原糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2021 年以来,国内食糖价格震荡上行。2022 年国内食糖价格小幅震荡。2023 年国内糖价位居较高区间。

图表 2: 白糖期现价情况



资料来源:同花顺,东方金诚整理

生猪养殖行业

跟踪期内我国生猪产能持续增加,截至 2024 年 3 月末,我国生猪存栏量已达 4.09 亿头,已恢复至受非洲猪瘟影响前的产能,国内猪肉供应较为充足

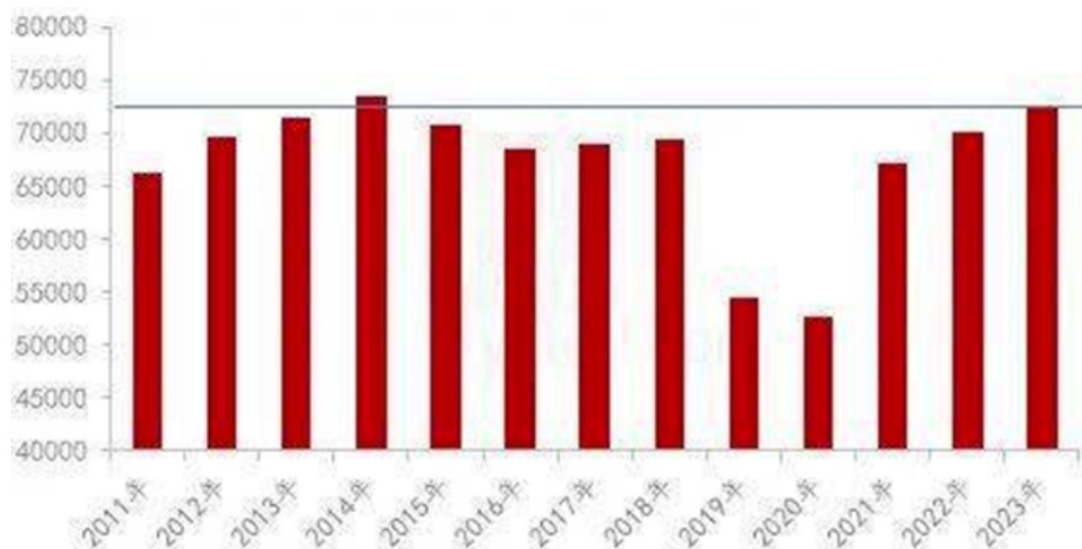
2010 年至 2018 年,我国生猪出栏量总体保持稳定,年生猪出栏量稳定在 6.5 至 7 亿头之间。受 2018 年 8 月爆发的非洲猪瘟疫病的影响,我国生猪产能严重受损,2019 年生猪出栏数仅为 5.44 亿头,较 2018 年大幅下降。2020 年之后,生猪出栏数逐渐回升,2023 年生猪出栏数已超过 7 亿头。2019 年年底,受非洲猪瘟影响,我国生猪存栏量跌至约 3 亿头。近年来我国生猪产能不断恢复,截至 2024 年 3 月末,我国生猪存栏量已达 4.09 亿头,已恢复至受非洲猪瘟影响前的产能。

猪肉产量看,我国现是全球最大的猪肉生产、消费市场。根据国家统计局数据,2023 年我国猪肉产量为 5794 万吨,占全球比例约为 50%,是全球最大的猪肉生产国。2023 年我国猪肉消费量为 5743 万吨,占全球比例超过 50%,是全球最大的猪肉消费国。猪肉是我国居民肉食

¹ 巴西、印度和中国的单产水平分别为 10 吨/亩、6 吨/亩和 5 吨/亩。

的主要来源，在我国居民的膳食结构中扮演着重要角色，国内市场对猪肉存在巨大的市场需求，供应也较为充足。

图表 3：我国生猪出栏情况（单位：万头、%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

我国生猪养殖呈现明显的区域不平衡性，生猪的主产区与消费区存在不匹配的情况

我国生猪养殖呈现明显的区域不平衡性，我国主要生猪养殖省份集中西南地区（四川、云南等）、中部地区（河南、湖南、湖北等）、华南地区（广西、广东等）。而受资源环境承载能力等限制，2023年，浙江省生猪出栏量仅为953.23万头，占我国生猪出栏量的1.31%，占比非常低。因我国各省经济发展、环境承载能力、资源禀赋等存在差异，我国生猪的主产区与消费区存在不匹配的情况，四川、重庆、河南、湖南、山东等传统生猪主产区，在满足本区域需求的同时，还要供应上海、江苏、浙江和广东等沿海省份；同时由于部分省份消费者偏好生鲜，我国生猪跨省调运数量大、环节多、频度高、范围广。

受极端天气、原粮供应等因素影响，跟踪期内饲料价格高企，生猪养殖成本承压

生猪养殖成本主要包括饲料成本和仔猪采购成本等，饲料和仔猪具体成本占比情况会受到各自价格波动的影响，通常来说饲料成本一般占到生猪养殖总成本的50%~60%，仔猪采购成本占总成本的20%~30%。饲料原材料以玉米、豆粕等为主，受极端天气、原粮供应等因素影响，跟踪期内玉米、豆粕价格创新高，导致生猪养殖成本端承压。

区域经济环境

广西区域经济发展较快，凭借独特的地域优势及自然条件，广西糖蔗料和木薯等特色产业优势突出，为我国最重要的产糖地区

广西地处亚热带季风气候区，适合亚热带植物生长，糖蔗料、木薯和桑蚕等特色农产品产量均居国内首位。

2023年广西全年全区生产总值（GDP）为2.72万亿元，GDP增速为4.10%，人均GDP

为 5.40 万元/人，人均 GDP 增速为 4.20%，其中第一产业占 16.40%，第二产业占 32.80%，第三产业占 50.80%。

作为我国最重要的产糖地区，广西糖产量占全国糖产量的比重超过 60%，全区甘蔗种植面积超过 800 千公顷，拥有蔗农约 2000 万人。广西的旱地和坡地非常适于发展木薯生产，木薯种植面积和产量均位居全国首位。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，2023 年主营业务收入有所增加，受畜牧等业务毛利率下降影响，综合毛利率水平有所下降

公司业务涉及领域较多，跟踪期内公司主营业务收入仍主要来自机制糖、木薯加工、畜牧业务和种植业务，其他业务包括剑麻制品、成品茶、桔水、蔗渣等生产和销售、商业、服务业和食糖贸易等。2023 年公司主营业务收入有所增加，受猪周期等因素影响，公司畜牧业务毛利率下降显著，带动业务综合毛利率水平下降。

图表 4：公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）²

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	66.52	40.97	88.11	44.68	96.38	34.79	115.73	39.51
木薯加工	15.48	9.53	15.92	8.07	14.63	5.28	12.72	4.34
畜牧业	32.23	19.85	24.35	12.35	50.23	18.13	71.27	24.33
种植业	14.85	9.15	12.11	6.14	12.44	4.49	16.67	5.69
土地整理开发	3.58	2.20	2.96	1.50	0.88	0.36	2.26	0.77
其他	29.71	18.30	53.75	27.26	102.47	36.99	74.28	25.36
合计	162.36	100.00	197.20	100.00	277.03	100.00	292.94	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
机制糖	4.61	6.93	7.64	8.67	7.05	7.32	10.24	8.85
木薯加工	-0.15	-0.97	0.82	5.14	0.23	1.58	0.76	5.98
畜牧业	13.17	40.86	11.11	45.63	10.55	21.00	7.99	11.21
种植业	1.88	12.66	1.98	16.35	2.53	20.35	3.46	20.77
土地整理开发	1.55	43.30	1.60	54.04	0.54	60.82	1.19	52.75
其他	3.85	12.96	5.61	10.44	7.83	7.64	5.39	7.25
合计	24.90	15.34	28.76	14.58	28.73	10.37	29.03	9.91

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年公司实现营业总收入 297.00 亿元，同比增长 5.13%，业务综合毛利率为 10.75%，同比减少 0.77 个百分点，毛利润合计为 31.93 亿元，同比有所减少。

跟踪期内，公司仍是广西最大的农业类综合产业集团，机制糖和木薯加工业务规模位居国

² 因业务统计口径差别及四舍五入情况，本表数据与财务报表合并数据存在小额差异；此外，木薯加工业务收入中含淀粉贸易业务。

内前列，具有很强的综合竞争力

广西农垦始建于1951年，作为自治区政府下属唯一农垦集团公司，是广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团。截至2024年3月末，公司拥有202.12万亩国有土地，分布在广西壮族自治区14个地级市、45个县（区），管区³总人口38万人。

跟踪期内，公司机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，具有很强的综合竞争力。2023年，公司产糖量为87.62万吨，业务规模位居国内前列，约占全国机制糖产量的10%，2023/2024年榨季榨蔗量位居自治区第二、产糖率排在自治区第五，为自治区内大型国有制糖企业。2023年，公司木薯淀粉产量为20.84万吨，变性淀粉销量20.19万吨，产销量位居全国第四。

机制糖业务

公司机制糖生产规模位居国内前列，受气候干旱及甘蔗产糖率下降影响，2023年产能利用率及产糖量下降明显

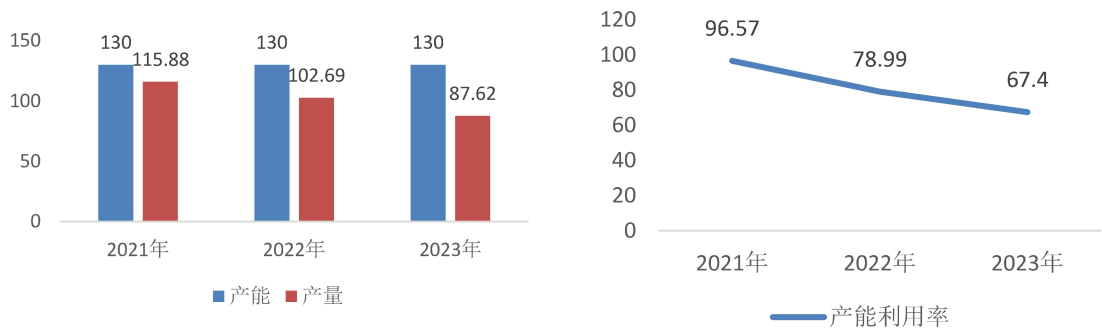
公司机制糖业务的运营主体为广西糖业集团有限公司（以下简称“广糖集团”），公司持有广糖集团66.12%的股权，截至2023年末，广糖集团总资产96.69亿元，总负债78.86亿元，所有者权益17.82亿元；2023年度广糖集团营业收入122.20亿元，利润总额为2.02亿元，净利润1.61亿元。截至2023年末，广糖集团可实现机制糖年产能130万吨，是国家农业产业化重点龙头企业和全国大型农产品加工流通企业。广糖集团主要下属公司广西农垦糖业集团柳兴制糖有限公司（以下简称“柳兴制糖”）和广西农垦糖业集团金光制糖有限公司（以下简称“金光制糖”）生产的“柳兴牌”白砂糖和“三冠牌”白砂糖拥有一定品牌知名度。

21/22榨季，广糖集团榨蔗722.01万吨，占全区榨蔗量的14.54%，排名第二；甘蔗含糖分达到13.54%，产糖率为12.02%，全区平均产糖率12.19%，公司产糖率在全区八大制糖集团排名第六；混合糖产量86.76万吨，占广西市场份额的14.33%。22/23榨季，广糖集团榨蔗575万吨，占全区榨蔗量的13.95%，排名第2；甘蔗含糖分达到14.04%，产糖率为12.40%，全区平均产糖率12.79%，公司产糖率在全区八大制糖集团排名第6；混合糖产量71.31万吨，占广西市场份额的13.53%。23/24榨季，广糖集团榨蔗748万吨，占全区榨蔗量14.62%，排名第二；甘蔗含糖分达到13.37%，同比上榨季降低0.67个百分点，产糖率为11.84%，同比上榨季降低了0.56个百分点，较全区平均产糖率12.08低0.24个百分点，在全区八大制糖集团排名第五；混合糖产量88.56万吨，占广西市场份额的14.33%。

跟踪期内，公司机制糖产能保持稳定，产量有所下降。截至2023年末，公司机制糖产能为130.00万吨/年。机制糖产量方面，受2023年气候干旱及甘蔗产糖率下降影响，产能利用率下降明显，2023年产能利用率为67.40%，同比下降11.59个百分点，当期机制糖产量为87.62万吨，同比下降较多。

3 泛指所辖区域。

图表 5：公司机制糖生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

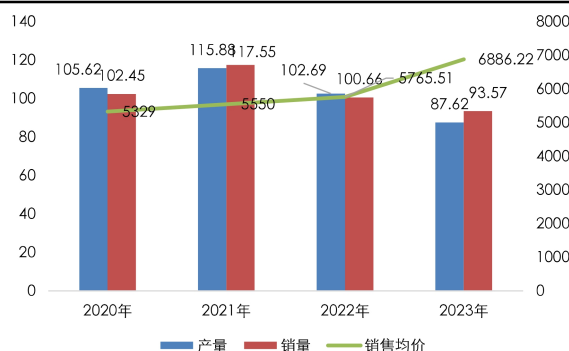
受糖价上行影响，2023 年公司机制糖业务收入有所提升，制糖业务毛利率、毛利润同比提升，业务获利能力有所增加

机制糖销量方面，2023 年公司自产机制糖销量随产量有所下降，2023 年公司自产机制糖销量 93.57 万吨，同比小幅下降。销售价格方面，制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，公司机制糖产品价格主要参照白砂糖期货价格及柳州食糖批发市场报价决定，波动浮动较大。跟踪期内，机制糖价格维持较高水平，2023 年销售均价为 6886.22 元/吨，同比大幅增长。客户方面，公司机制糖业务的客户主要是成品糖制造企业以及大型商贸企业，2023 年公司机制糖业务前五大客户合计销售金额占比为 81.52%，客户集中度高。

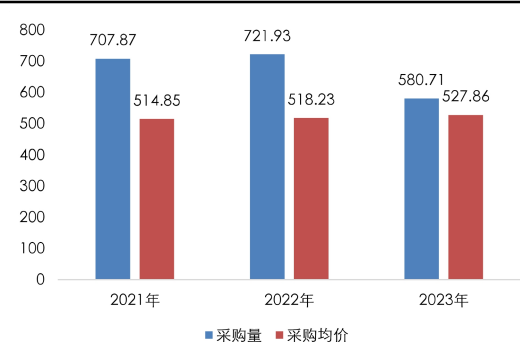
原材料方面，机制糖业务主要原材料为甘蔗，成本占比 80%以上。跟踪期内，原材料甘蔗的采购均价整体有所提升，2023 年公司甘蔗采购价格为 527.86 元/吨，较上年有所提升。采购量方面，2023 年公司甘蔗采购量为 580.71 万吨，同比有所下降。

收入及利润方面，跟踪期内受糖价上行、糖价维持较高水平影响，公司机制糖业务的收入同比有所上升，2023 年机制糖业务收入为 115.74 亿元，同比增长 20.09%；毛利润及毛利率水平均有所提升，同期机制糖业务毛利润为 10.24 亿元，同比增长 45.25%，毛利率为 8.85%，同比增长 1.53 个百分点。

图表 6：公司自产机制糖销售情况（单位：万吨、%、元/吨）



图表 7：公司甘蔗采购情况（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

木薯加工业务

跟踪期内，公司木薯加工业务产能利用率有所提升，但仍处于较低水平，2023 年木薯业务毛利率水平有所提升

公司木薯加工业务主要运营主体为子公司明阳生化，主要产品为木薯淀粉（包含变性淀粉、原粉）和酒精。公司是目前国内最大的木薯加工生产企业，也是自治区产业化重点龙头企业。截至 2023 年末，子公司明阳生化的木薯淀粉年产能为 45 万吨，酒精的年产能为 10 万吨，2023 年公司木薯加工业务产能利用率为 46.31%，同比提升 3.31 个百分点。

原材料方面，2021 年起公司不再采购鲜木薯，当年原粉的采购均价为 3305.36 元/吨，2022 年原粉的采购均价为 3520.61 元/吨，2023 年原粉的采购均价为 3742.51 元/吨，同比增长。公司主要通过中间商采购原料，公司木薯淀粉原料采购主要采取承兑汇票和现汇等结算，到货后 3 个月内付款结算。

图表 8：公司木薯加工业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
鲜木薯	采购量	1.23	-	-	-
	采购均价	705.97	-	-	-
原粉	采购量	48.72	17.47	20.41	23.13
	采购均价	3099.26	3314.63	3520.61	3742.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

收入及利润方面，2023 年公司木薯加工业务收入为 12.72 亿元，同比下降 13.06%，毛利率及毛利润方面，2023 年公司木薯加工业务毛利率为 5.98%，同比提升 4.40 个百分点。2023 年公司木薯加工业务毛利润为 0.76 亿元。

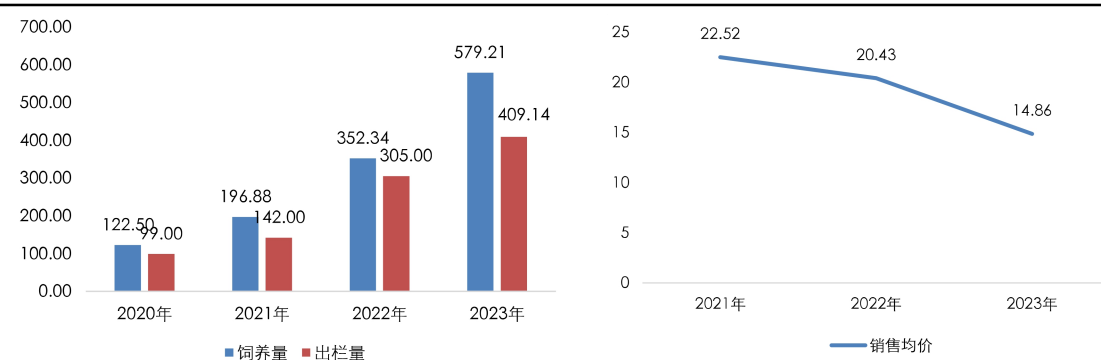
畜牧业务

跟踪期内，公司猪场产能仍处于扩张期，生猪饲养量和出栏量增长迅速，但受猪周期影响，该业务板块毛利率、毛利润下降明显

公司畜牧业务的运营主体为广西农垦永新畜牧集团有限公司（简称“永新畜牧”）。畜牧集团主营业务以瘦肉型生猪繁育饲养为主、饲料生产为辅。截至 2023 年末，公司拥有 6 个年出栏 6 万头以上瘦肉型规模化猪场及 1 个年产 20 万吨饲料和 2 个年产 10 万吨饲料的生产加工基地。畜牧业务生猪销售区域以广西壮族自治区内为主、部分销往周边省市，公司生猪销售的结算方式主要为款到发货。

跟踪期内，公司猪场产能仍处于扩张期，公司生猪饲养量和出栏量保持增加，2023 年公司生猪饲养量和出栏量分别为 579.21 万头和 409.14 万头，同比分别大幅增长 64.39%和 34.14%。根据公司内部规划，未来随着猪场产能持续扩张，2023 年畜牧业务实现营业收入 71.27 亿元，同比大幅增长 41.89%。跟踪期内，受猪周期影响，公司畜牧业务的毛利率为 11.21%，较去年同期大幅下降 9.79 个百分点。

图表 9：公司畜牧业务生猪养殖及销售情况（单位：万头、元/公斤）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

种植业务

2023 年公司种植业收入利润同比增长，可为公司盈利提供一定补充

公司种植业务主要包括经济作物（甘蔗、剑麻、水果、茶青、橡胶）、林业和土地出租等业务。近年种植面积逐年略有下降，主要系政府不鼓励种植速生桉，公司砍伐后未重新种植，及橡胶未统计，导致种植面积减少，截至 2023 年末，公司经济作物种植面积为 86.55 万亩，有所下降。⁴

2023 年公司种植业收入利润同比增长，2023 年公司种植业收入 16.67 亿元，同比增长 34.00%；毛利润为 3.46 亿元，同比增长 36.76%，毛利率为 20.77%，同比变动不大。

图表 10：公司经济作物及林木种植面积（单位：万亩）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
甘蔗	32.59	30.69	30.67	30.68
剑麻	4.20	3.34	2.87	3.39
水果	17.70	16.13	16.15	15.66
茶青	0.92	0.98	0.95	0.84
橡胶	-	-	-	-
林木	45.00	43.03	37.70	35.98
合计	100.41	94.17	88.34	86.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地整理开发业务

公司承担了部分产业园区的开发建设工作，并在土地出让金返还、财政税收返还等方面得到了政府的持续支持，跟踪期内公司土地整理开发业务收入有所下降

公司土地资源较为丰富且相对成片，毗邻大中城市及乡镇的土地具有较大的开发价值。公司主要负责园区土地开发整理和基础设施建设及园区建成后的运营，主要盈利方式为对土地进行开发整理，获得土地出让金返还；通过招商引资，获得税收返还；园区管理和标准厂房出租

⁴ 种植面积下降主要原因如下：开展土地管理调查工作后，土地确权发证，对土林木种植面积数据进行更准确核实，其余主要因为统计口径改变，从 2021 年开始，农垦职工在农垦土地范围外种植的面积已不算进统计范围内。

等。2023 年公司土地整理业务收入 2.26 亿元，毛利润为 1.19 亿元，同比均有所增加，毛利率为 52.75%，同比下降 8.07 个百分点。

截至 2023 年末，公司后补土地出让金未到账的重点园区项目为明阳工业区，位于南宁吴圩国际机场广西国有明阳农场，规划面积约 40 平方公里，一期启动面积 20.16 平方公里，已完成投资 43.03 亿元，土地出让金收入为 37.70 亿元。

未来发展

公司在建及拟建项目总投资规模较大，未来或面临资本支出压力

截至 2023 年末，公司主要在建项目有陆川古城垦玉农光互补项目、广西农垦西江乳业乳制品创新产业提升项目（二期）及北海市合浦县新建生猪屠宰项目。其中陆川古城垦玉农光互补项目以“农业+光伏”的复合光伏项目模式进行开发建设，建设内容主要包括光伏场区、升压站、送出线路和储能部分，项目装机容量为直流侧 175MWp(交流侧 150MWac)，容配比 1.13。广西农垦西江乳业乳制品创新产业提升项目（二期）拟建总建筑面积 22402.05 m²，项目达产后，可实现日产 200 吨乳制品；北海市合浦县新建生猪屠宰项目拟设计年屠宰量 50 万头，分两期建设，项目一期预计投资 7000 万元，主要建设生猪屠宰厂房、生产线及配套冷库等附属设施建设；二期预计投资 6000 万元，主要用于产能提升设施扩建、设备升级扩容、储备肉冷库建设等。

上述项目的计划总投资额为 9.56 亿元，截止 2023 年末已投资 0 亿元，尚需投资 9.56 亿元。总体来看，公司在建及拟建项目总投资规模较大，未来面临一定资金支出压力。

图表 11：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）⁵

项目	新增产能	总投资额	资金来源	已投资金额	尚需投资额
陆川古城垦玉农光互补项目	-	6	企业自筹	0	6
广西农垦西江乳业乳制品创新产业提升项目（二期）	项目达产后，可实现日产 200 吨乳制品	2.26	企业自筹	0	2.26
北海市合浦县新建生猪屠宰项目	拟设计年屠宰量 50 万头	1.3	企业自筹	0	1.3
合计	-	9.56	-	-	9.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与发展战略

公司仍实行董事会领导下的总经理负责制，有较为健全的内部管理制度

2021 年 2 月，自治区政府授权自治区国资委对广西农垦履行出资人职责，广西农垦局不再履行相关职责。广西农垦设董事会和总经理，不设监事会，公司实行董事会领导下的总经理负责制，董事会是公司决策机构。

公司董事会由 7 人组成，其中 1 人为公司职工董事，由公司职工代表大会或职工大会选举产生，其余董事会成员由自治区人民政府委派，任职期限为每届 3 年；截至 2023 年末公司董

⁵ 公司提供部分在建项目明细。

事会成员有6名；公司不设监事会，2022年4月，为完善公司治理体系，经广西农垦集团有限责任公司第一届第三次职工代表大会选举决定，选举陈锡彤、陈坚坚（女）担任广西农垦集团有限责任公司职工监事，截至2023年末，公司监事会成员已有2名职工监事；公司设总经理1人，总经理负责生产、经营和管理工作，组织实施董事会决议。

2023年4月27日，公司发布了《广西农垦集团有限责任公司关于下属企业层级调整的公告》，本次下属企业层级调整主要是调整广西农垦畜牧板块下属企业内部股权关系，在梳理公司二级子公司广西桂垦牧业有限公司（以下简称“桂垦牧业”）与三级子公司广西农垦永新畜牧集团有限公司（以下简称“永新畜牧”）控制企业情况后，将桂垦牧业持有的子公司股权划转给永新畜牧，使桂垦牧业子公司全部成为永新畜牧的子公司，对股权梳理后永新畜牧全部子公司进行内部重组优化，统一命名，形成最终的永新畜牧，以永新畜牧作为公司畜牧板块运营主体。待相关划转和内部工作交接完成后，桂垦牧业层级将被注销。

跟踪期内，公司在经营管理、财务管理、资金运营、子公司管理、后勤管理等方面有较为健全的内部管理制度。

公司在环境、社会与治理方面（ESG）方面责任履行良好

环境方面，公司先后收到了南宁市环境保护局关于广西农垦糖业集团金光制糖有限公司、明阳生化集团股份有限公司等重点企业通过清洁生产审核验收的函，公司开展的清洁生产审核工作及其成果符合验收规范要求。社会方面，公司深耕农业领域，最重要的是联农带农，让农民拥有更多就业机会，同时可以分享更多收益。明阳农场围绕打造城乡服务、食品加工龙头企业的新定位，推动向阳红田园综合体、食品产业园、九曲湾大厦等重点投资项目建设，加快优质水稻、玉米大豆制种基地、省级罗非鱼良繁基地等合作项目进程，筑牢产业基石，积蓄发展后劲，不仅激活了发展新动能，也提供了更多的就业机会，让农民可以在家门口就业，实现增收。治理方面，公司战略规划、内部治理结构清晰，财务信息质量较高。

公司未来将以建设大基地、培育大企业、形成大产业为发展方向，全面提高管区农业现代化水平

公司将以建设大基地、培育大企业、形成大产业为发展方向，优化农业和农场经济结构，全面提高管区农业现代化水平，充分发挥龙头带动作用。机制糖业务方面，公司计划未来通过资产重组、技术创新等提高机制糖产量；木薯加工业务方面，公司正逐步向高附加值的食用淀粉生产转型，不断增加木薯加工业务的盈利能力；畜牧业务方面，未来公司将由目前的大型养猪场逐步推向管区的其它农场，由发展瘦肉型猪生产向“猪、牛并举”和“种草与养畜并举”方向发展。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年的合并财务报表和2024年1~3月的合并财务报表。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2024年1~3月的合并财务报表未经审计。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产结构仍以无形资产及固定资产等非流动资产为主，其他应收款规模仍较大，对资金形成占用，且部分款项面临一定回收风险

跟踪期内，公司资产总额同比有所增长。2023年末，公司资产总额为1011.18亿元，同比增长12.87%，其中非流动资产占比为80.15%，公司资产结构仍以非流动资产为主。截至2024年3月末，公司资产总额为1045.15亿元。

2023年末公司流动资产为200.71亿元，同比增长13.92%，2024年3月末，公司流动资产为233.53亿元，较上年末增长32.82亿元，主要系存货规模增加所致。2023年末，公司流动资产仍主要由存货、货币资金和其他应收款等构成，占比分别为45.44%、19.72%和11.75%，合计占流动资产的比例为76.91%。

跟踪期内，公司存货账面价值持续增加，其中2023年末公司存货账面价值91.21亿元，同比增长8.53%，公司共计提存货跌价准备2.10亿元，同期末存货周转率为3.02次，同比略有下降；2024年3月末公司存货账面价值为110.15亿元，较2023年末增长18.94亿元。

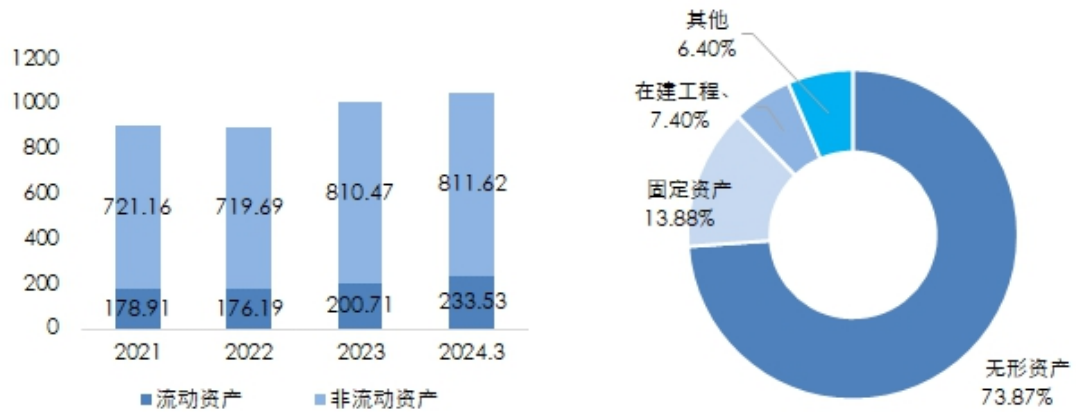
2023年末，公司货币资金39.59亿元，同比变动较小，其中银行存款36.47亿元，流动性受限货币资金3.62亿元；2024年3月末货币资金34.32亿元，金额较2023年末有所下降。

公司其他应收款仍主要为应收农场危旧房项目工程款、参股公司的往来款和园区移交补偿款等，跟踪期内有所增加，2023年末账面价值为23.59亿元，共计提8.26亿元坏账准备；从账面余额的账龄来看，账龄在1年以内的占比73.53%，1~2年的占比3.56%，2~3年的占比8.09%，3~4年的占比1.20%，4~5年的占比0.90%；5年以上的占比12.72%。2024年3月末其他应收款为24.65亿元，公司其他应收款规模仍较大，对资金形成占用且部分款项面临一定回收风险。

2023年末，公司非流动资产为810.47亿元，同比有所增加，主要来自无形资产的增加，2024年3月末，公司非流动资产为811.62亿元，较上年末有所增加。2023年末，公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和在建工程等构成，占比分别为73.87%、13.88%和5.85%，合计占非流动资产的比例为93.60%。

跟踪期内，公司无形资产仍主要为土地使用权，受国有划拨土地评估入账影响，截至2023年末，公司无形资产中土地使用权账面价值为596.94亿元，较上年末同比增长；2024年3月末，无形资产为598.66亿元，较2023年末变动不大。跟踪期内，公司固定资产有所增长，2023年末公司固定资产账面价值为112.48亿元，同比增长6.38%，2024年3月末，固定资产为112.09亿元。2023年末，公司在建工程47.42亿元，主要是对中印合作区二期工业园、猪场建设、厂房改造、办公楼等的投入，2024年3月末在建工程金额为49.11亿元。

图表 12：公司资产构成及质量情况（单位：亿元，%）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
存货	77.32	84.04	91.21	110.15
货币资金	55.28	39.83	39.59	34.32
其他应收款	18.21	18.86	23.59	24.65
流动资产合计	178.91	176.19	200.71	233.53
无形资产	524.15	522.65	598.69	598.66
固定资产	93.43	105.73	112.48	112.09
在建工程	47.09	49.68	47.42	49.11
非流动资产合计	721.16	719.69	810.47	811.62
资产总额	900.06	895.88	1011.18	1045.15

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从资产受限情况来看，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 20.38 亿元，主要用于抵押的固定资产、土地使用权及流动性受限的存款等，受限资产占总资产 1.95%，占净资产的比例为 3.58%。

资本结构

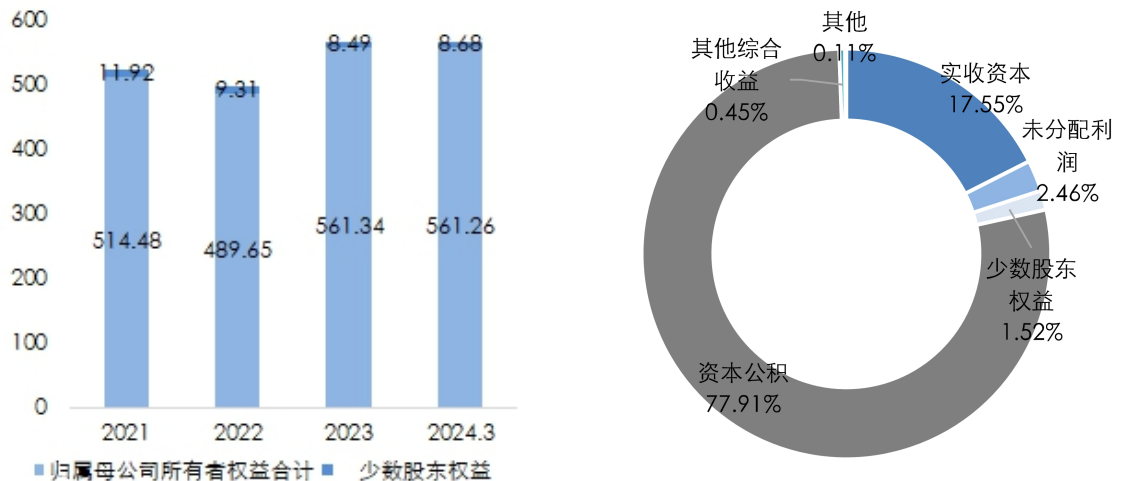
跟踪期内，公司所有者权益仍主要为 2020 年国有划拨土地评估入账确认的资本公积，2023 年土地划拨评估入账，资本公积转增为实收资本，所有者权益同比增长

跟踪期内，公司实收资本同比大幅增长，2023 年末公司实收资本金额为 100.00 亿元，较上年末增长 84.10 亿元，主要是根据广西壮族自治区人民政府办公厅《关于印发广西农垦国有土地资源产业资本化实施方案的通知》，公司划拨土地使用权评估入账，增加资本公积 81.17 亿元，同时根据广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会《自治区国资委关于广西农垦集团有限责任公司增加注册资本有关问题的批复》，公司将资本公积转增为实收资本，减少资本公积 84.10 亿元，2023 年末实收资本金额大幅增长。跟踪期内，公司所有者权益仍主要为 2020 年国有划拨土地评估入账确认的资本公积，2023 年末公司资本公积金额为 444.06 亿元，同比有所减少，主要是转增实收资本影响所致。2023 年末，公司所有者权益中资本公积占比为

77.93%，资本公积占比仍很高。受益于经营积累，公司未分配利润持续增加，2023 年末公司未分配利润增长至 13.99 亿元，同比增加 36.62%。

2024 年 3 月末，公司所有者权益为 569.93 亿元，其中资本公积 444.06 亿元，实收资本 100.00 亿元，未分配利润 14.02 亿元。

图 13：公司所有者权益结构及 2024 年 3 月末权益科目构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务持续增长且仍规模较大，短期面临一定债务集中偿付压力

跟踪期内，公司负债总额保持增长，截至 2023 年末，公司负债总额为 441.35 亿元，同比增长 11.19%，其中流动负债占比为 48.87%。

跟踪期内，公司流动负债保持增长，2023 年末公司流动负债为 215.68 亿元，同比增加 1.37%。2023 年末，公司流动负债仍主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款等构成。

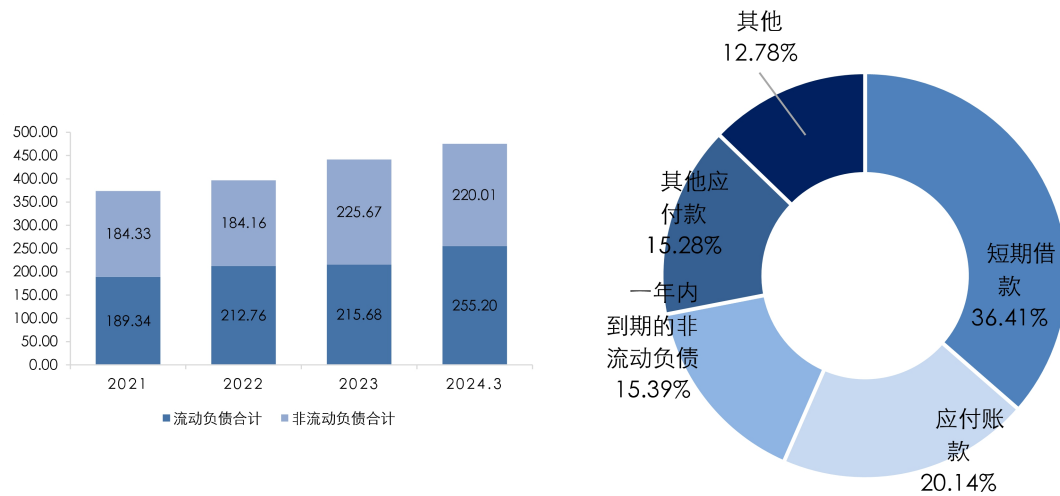
2023 年末，公司短期借款金额有所增长，短期借款为 78.54 亿元，同比增长 4.66%，2024 年 3 月末，短期借款为 101.57 亿元，较年初增加。2023 年末，公司一年内到期的非流动负债为 33.20 亿元，同比减少 47.91%，主要是债务偿还所致。2023 年末公司应付账款金额为 43.43 亿元，同比增加 38.44%。跟踪期内，公司其他应付款仍主要为往来款、基地猪场计酬、保证金等，2023 年末为 32.95 亿元，同比增长 68.71%，2024 年 3 月末为 33.98 亿元。

2023 年末和 2024 年 3 月末，公司非流动负债分别为 225.67 亿元和 220.01 亿元，非流动负债仍主要系长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2023 年末公司应付债券为 47.04 亿元，同比有所增长，2024 年 3 月末，公司应付债券增长至 54.54 亿元。跟踪期内，公司长期借款持续增长，2023 年末，公司长期借款为 130.24 亿元，同比大幅增长 62.80%，为项目建设新增长期贷款所致，其中借款构成仍以保证借款、信用借款为主。公司长期应付款仍主要为应付融资租赁款和专项应付款，跟踪期内同比有所下降，2023 年末公司长期应付款为 23.07 亿元，其中专项应付款 21.31 亿元，2024 年 3 月末长期应

付款为 22.80 亿元。

图表 14：公司负债情况及 2023 年末流动负债构成情况（单位：亿元，%）



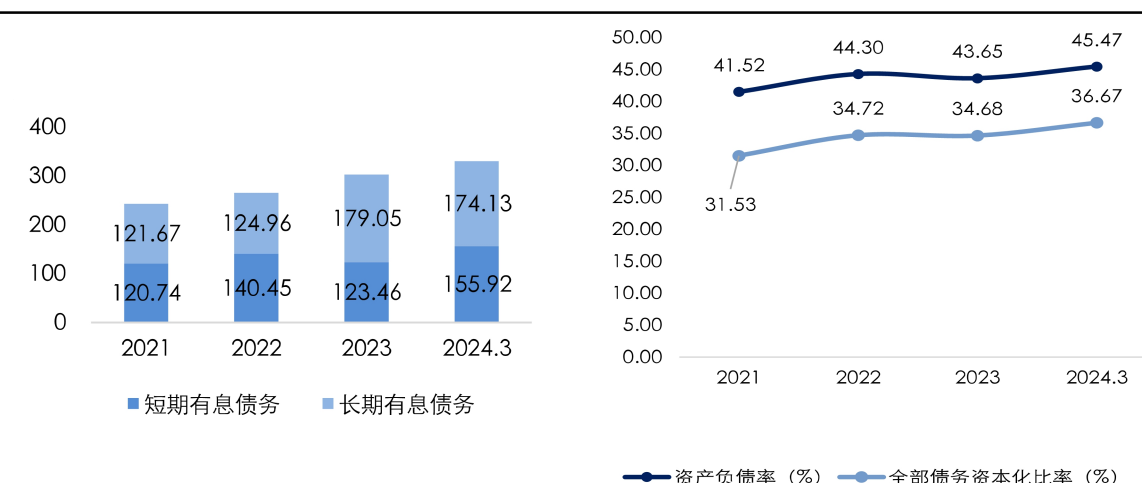
项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期借款	80.72	75.04	78.54	101.57
应付账款	22.39	31.37	43.43	45.11
一年内到期的非流动负债	30.85	63.73	33.20	43.03
其他应付款	22.05	19.53	32.95	33.98
流动负债合计	189.34	212.76	215.68	255.20
长期借款	47.02	81.00	130.24	118.12
应付债券	72.89	41.15	47.04	54.54
长期应付款	32.50	33.24	23.07	22.80
非流动负债合计	184.33	184.16	225.67	220.01
负债总额	373.66	396.92	441.35	475.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模保持增长且规模仍较大，2023 年末和 2024 年 3 月末，公司全部债务分别为 302.51 亿元和 330.05 亿元，其中短期有息债务占比分别为 40.81%和 47.24%，2023 年末有息债务规模同比增长 13.98%。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司资产负债率分别为 43.65%和 45.47%，全部债务资本化比率分别为 34.68%和 36.67%。

从债务期限结构来看，以 2024 年 3 月末公司全部债务为基础，一年内到期的债务为 155.92 亿元，短期内面临一定的债务集中偿还压力。从债务用途来看，跟踪期内公司新增债务仍主要用于债务到期偿还、猪场及农场项目扩建等。

图表 15：公司有息债务及期限结构⁶（单位：亿元，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

2023 年公司收入保持增长，但主营获利能力有所下降、整体仍偏弱，且利润总额对政府补助等营业外收入和其他收益的依赖性仍较大

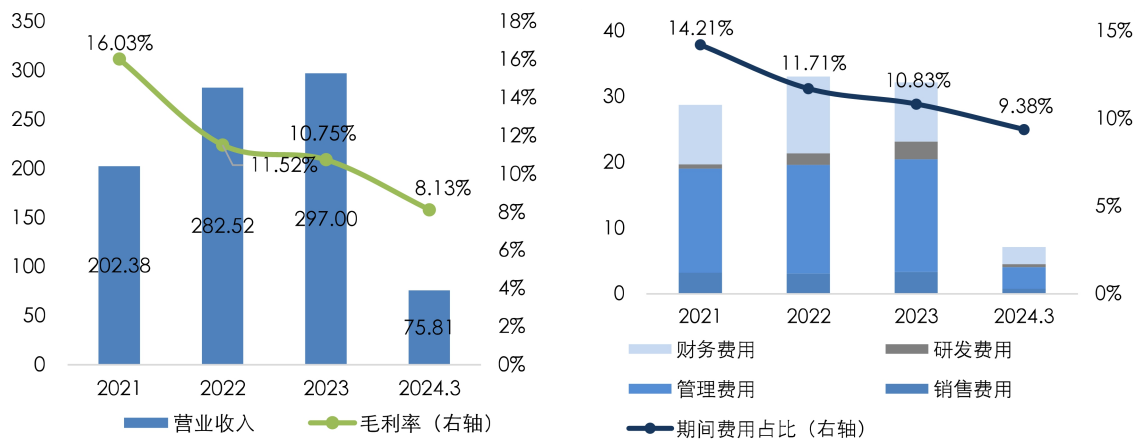
2023 年公司营业收入保持增加，2023 年公司实现营业收入 297.00 亿元，同比增长 5.13%。2023 年营业利润率同比有所下降，2023 年公司营业利润率为 10.44%，同比下降 0.78 个百分点，2024 年 1~3 月营业利润率下降至 7.91%，跟踪期内公司主营获利能力整体仍偏弱。2023 年公司期间费用有所下降，2023 年公司期间费用合计 32.17 亿元，其中以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 10.83%，同比下降 0.88 个百分点，2024 年 1~3 月期间费用率下降至 9.38%。

跟踪期内，因公司主营获利能力下降，公司利润总额同比减少，但利润总额对营业外收入和其他收益的依赖仍较大，2023 年公司利润总额为 8.86 亿元，同比下降 4.63%，2023 年营业外收入与其他收益合计值为 16.29 亿元，其中公司其他收益为 4.47 亿元，仍主要为农场社会职能改革补助、补助经费和灾害救助资金等补助；营业外收入为 11.82 亿元，以政府补助，土地收回补偿等为主。2023 年，公司总资本收益率 1.97%，同比下降 0.41 个百分点，净资产收益率 1.29%，同比下降 0.21 百分点。

2024 年 1~3 月，公司实现营业收入 75.81 亿元，营业利润率为 7.91%，较上年持续下降，利润总额为 0.53 亿元，营业外收入为 1.57 亿元，其他收益为 0.31 亿元。

⁶ 因统计口径不同，公司提供数据与财务报表存在差异。

图表 16：公司收入和盈利能力情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

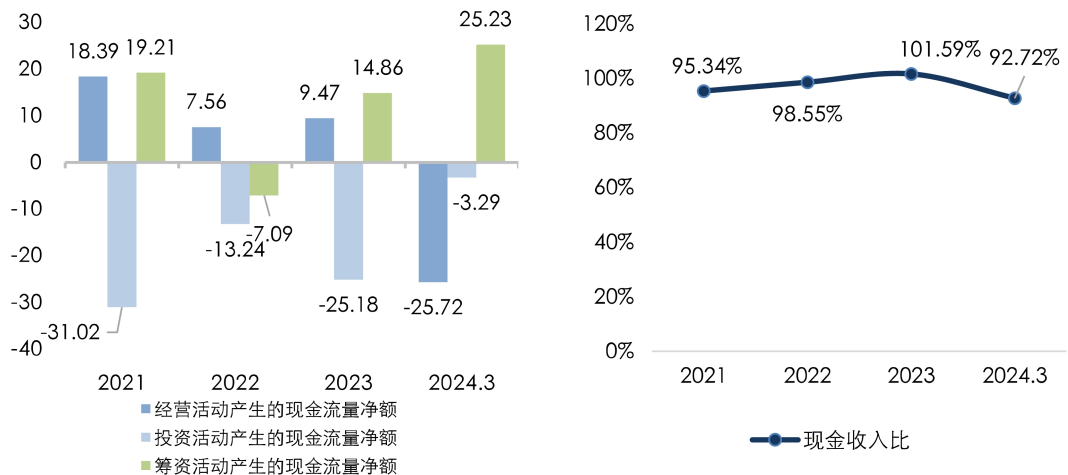
现金流

2023 年公司经营性净现金流保持正流入，经营获现能力有所提升，投资性净现金流仍为净流出，筹资性净现金流为净流入，对外部融资的依赖性仍较大

2023 年公司经营活动净现金流保持正流入，2023 年为 9.47 亿元，经营获现能力有所提升，2023 年现金收入比为 101.59%，同比提升 3.04 个百分点；同期，公司投资性净现金流持续净流出，净流出规模有所增加，流出构成仍主要为当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，以及投资所支付的现金。2023 年公司筹资活动现金流入仍主要来自取得借款、发行债券和融资租赁等，筹资活动现金流出仍主要用于归还借款和利息，2023 年，公司筹资性净现金流为净流入，对外部融资的依赖性仍较大。

2024 年 1~3 月，受当期原材料采购支出增加影响，公司经营性净现金流由正转负为-25.72 亿元，投资性活动净现金流和筹资性活动净现金流分别为-3.29 亿元和 25.23 亿元。

图表 17：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2023 年公司流动比率、速动比率均有所提升。2023 年公司经营现金流动负债比为 4.39%，同比提升 0.84 个百分点。从长期偿债指标来看，随着公司债务增长，2023 年公司 EBITDA 利息倍数有所减少；全部债务/EBITDA 有所增长。

2023 年公司经营性净现金流为 9.47 亿元，筹资性净现金流为-25.18 亿元，2023 年筹资活动前的净现金流为-15.71 亿元。预计 2023 年公司经营性现金流将保持平稳，由于公司近年处于畜牧业务扩张期，投资净支出金额较高，预计未来一年投资性净现金流依然保持净流出，筹资活动前的净现金流无法为债务偿还助力。此外，截至 2024 年 3 月末，公司货币资金期末余额为 34.22 亿元，短期有息债务为 155.92 亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较低。截至 2022 年末，公司获得的银行总授信额度 501.00 亿元，尚未使用额度 329.44 亿元，备用流动性充裕。

图表 18：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月末
流动比率	94.49	82.81	93.06	91.51
速动比率	53.66	43.31	50.77	48.35
经营现金流动负债比	9.71	3.55	4.39	-
EBITDA 利息倍数	2.78	2.65	2.39	-
全部债务/EBITDA	8.67	8.59	10.22	-

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、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 6 月 5 日，公司本部未结清信贷不存在不良记录；公开市场发行债券均已按时兑付本息。

外部支持

跟踪期内，公司仍作为自治区政府下属唯一农垦集团，在资本投入、政府补贴等方面仍持续获得自治区政府的大力支持

跟踪期内，公司仍作为自治区政府下属唯一农垦集团，在补贴等方面仍持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

定位方面，2021 年 12 月，自治区政府办公厅出台《关于支持广西农垦集团打造现代一流食品企业的实施意见》（桂政办发【2021】133 号），明确为农垦集团转型打造现代一流食品企业提供全方位支持。农垦集团按照“产业关联、优势互补、资源整合、协调创新”总体思路进行资源整合，此次整合将广西化工研究院有限公司、广西轻工业科学技术研究院有限公司 100%股权无偿划入农垦集团，同时，农垦集团将持有的南宁市明阳机械制造有限公司 100%股权无偿划转至广西农垦经济开发有限公司。此次资源整合进一步增强农垦集团财务实力。

资本投入方面，2017 年根据《国务院办公厅转发国务院国有资产监督管理委员会关于规范

国有企业改制工作意见的通知》（国办发〔2003〕96号）、《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》（国办发〔2005〕60号）、《企业公司制改建有关国有资本管理与财务处理的暂行规定》（财企〔2002〕313号）等文件的规定，公司完成良圻农场等14家国营农场公司化改制，对原评估入账的土地资产进行重新评估，改制后划拨土地面积为：农用地面积210188807.90平方米，评估总价212.80亿元，建设用地4219007.17平方米，评估总价13.62亿元，合计土地评估总价为226.42亿元。2020年，公司根据桂垦发〔2020〕114号文关于审定《广西农垦30.45万亩土地评估入账项目评估结果的请示》的批复，将11家农场公司共计30.45万亩国有划拨土地评估入账，评估结果总价共计278.85亿元。跟踪期内无新增资本投入。

根据广西壮族自治区人民政府办公厅下发的《关于印发广西农垦国有土地资源资产化资本化实施方案的通知（桂政办函〔2019〕24号）》规定，为贯彻落实中央和自治区关于农垦改革发展的决策部署，创新农垦国有土地资源配置方式，将有序推进农垦国有土地资源资产化资本化。2020年末，公司已完成土地确权200.30万亩，其中2018年公司已完成32万亩土地评估入账工作，2020年评估入账价值为278.85亿元，公司根据土地评估结果入账，增加无形资产278.85亿元，同时增加资本公积278.85亿元。跟踪期内，根据广西壮族自治区人民政府办公厅《关于印发广西农垦国有土地资源产业资本化实施方案的通知》，公司划拨土地使用权评估入账，增加资本公积81.17亿元，同时根据广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会《自治区国资委关于广西农垦集团有限责任公司增加注册资本有关问题的批复》，公司将资本公积转增为实收资本，2023年末实收资本金额大幅增长100.00亿元。

持续补贴方面，2023年营业外收入与其他收益合计值为16.29亿元，其中公司其他收益为4.47亿元，仍主要为农场社会职能改革补助、补助经费和灾害救助资金等补助；营业外收入为11.82亿元，以政府补助，土地收回补偿等为主。截至2023年末，广西自治区政府已完成对公司13000亩土地的收储工作，随着土地的招牌挂的推进，公司将会陆续收到土地出让金，预计未来会进一步获得政府补助。

抗风险能力及结论

公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；公司制糖技术水平领先，产品有一定品牌知名度，跟踪期内受益于糖价上行，公司机制糖业务收入有所提升；跟踪期内，公司猪场产能处于扩张期，生猪饲养量和出栏量增长迅速，根据公司内部规划，未来猪场产能将持续扩张，公司生猪养殖出栏量有望保持增长；

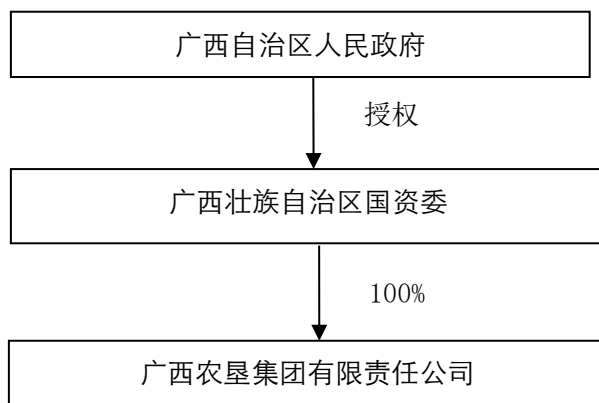
同时，东方金诚关注到跟踪期内，受猪周期影响，公司畜牧业务毛利率、毛利润下降明显；受气候干旱及甘蔗产糖率下降影响，2023年公司制糖业务产能利用率及产糖量有所下降；公司部分主营业务获利能力仍较弱，利润总额对营业外收入和其他收益的依赖较大；公司有息债务持续增长且仍规模较大，短期面临一定债务集中偿付压力。

外部支持方面，作为自治区政府下属唯一农垦集团，公司承担了部分产业园区的开发建设

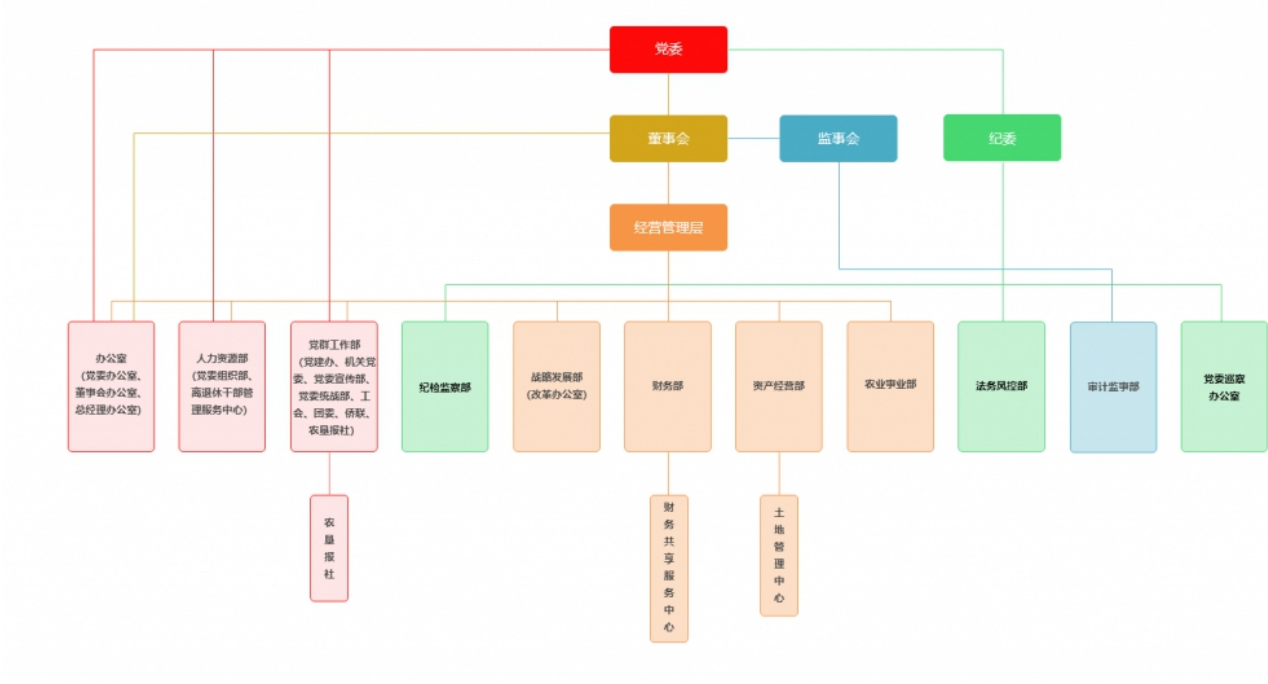
工作以及参与国家收储，在资源整合、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持。

综合考虑，此次跟踪评级维持广西农垦的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”及“23 桂垦 V2”的信用等级为 AA+。

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：广西农垦主要财务数据和财务指标

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	900.06	895.88	1011.18	1045.15
所有者权益（亿元）	526.40	498.96	569.83	569.93
负债总额（亿元）	373.66	396.92	441.35	475.22
短期债务（亿元）	120.74	140.45	123.46	155.92
长期债务（亿元）	121.67	124.96	179.05	174.13
全部债务（亿元）	242.41	265.41	302.51	330.05
营业收入（亿元）	202.38	282.52	297.00	75.81
利润总额（亿元）	7.64	9.29	8.86	0.53
净利润（亿元）	6.16	7.50	7.35	0.22
EBITDA（亿元）	27.96	30.88	29.59	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	18.39	7.56	9.47	-25.72
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-31.02	-13.24	-25.18	-3.29
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	19.21	-7.09	14.86	25.23
毛利率（%）	16.03	11.52	10.75	8.13
营业利润率（%）	15.54	11.22	10.44	7.91
销售净利率（%）	3.04	2.65	2.47	0.29
总资产收益率（%）	1.99	2.38	1.97	-
净资产收益率（%）	1.17	1.50	1.29	-
总资产收益率（%）	0.68	0.84	0.73	-
资产负债率（%）	41.52	44.30	43.65	45.47
长期债务资本化比率（%）	18.77	20.03	23.91	23.40
全部债务资本化比率（%）	31.53	34.72	34.68	36.67
货币资金/短期债务（%）	45.79	28.36	32.07	22.01
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-5.21	-2.14	-5.19	-
流动比率（%）	94.49	82.81	93.06	91.51
速动比率（%）	53.66	43.31	50.77	48.35
经营现金流流动负债比（%）	9.71	3.55	4.39	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	2.65	2.39	-
全部债务/EBITDA（倍）	8.67	8.59	10.22	-
应收账款周转率（次）	-	21.25	20.86	-
销售债权周转率（次）	-	20.17	20.07	-
存货周转率（次）	-	3.10	3.02	-
总资产周转率（次）	-	0.31	0.31	-
现金收入比（%）	95.34	98.55	101.59	92.72

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（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
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+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。