

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0412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

二〇二五年六月二十一日

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2025年6月21日至2026年6月20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

2025年6月21日

广西农垦集团有限责任公司主体及相关债项

2025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	2025/6/21	AA+/稳定	任志娟	于易含

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 广西农垦债/20 桂农 02	AA+	AA+	企业规模	营业总收入	20.00	18.59
23 桂垦 V1	AA+	AA+	市场竞争力	多元化	15.00	15.00
23 桂垦 V2	AA+	AA+		市场地位	15.00	12.00
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”。			盈利能力	EBITDA 利润率	7.00	4.37
				毛利率	7.00	3.04
主体概况			债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	12.00	6.51
				EBITDA 利息倍数	12.00	5.56
				经营现金流动负债比	12.00	6.30
			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，公司机制糖产糖量及产能利用率有所提升；公司畜牧业务收入及毛利润均有所提升。同时，东方金诚关注到跟踪期内，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；公司全部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，在政府补贴等方面仍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+。

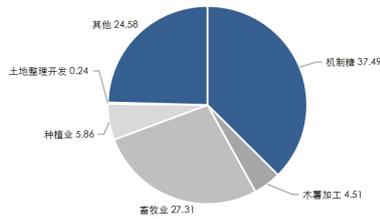
同业比较

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)	1012.17	502.80	252.94	229.83
所有者权益 (亿元)	573.85	293.58	101.50	83.31
营业总收入 (亿元)	298.40	174.39	40.05	96.32
利润总额 (亿元)	9.21	31.85	-9.51	1.77
资产负债率 (%)	43.31	41.61	59.87	63.75

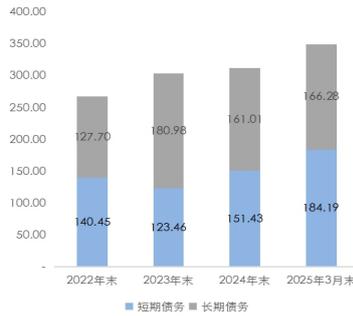
注：资料来源于各企业公开披露的 2024 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2024年主营业务收入构成(单位: %)



近年公司债务情况(单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额(亿元)	895.88	1011.18	1012.17	1043.81
所有者权益(亿元)	498.96	569.83	573.85	574.41
全部债务(亿元)	268.15	304.44	312.45	350.47
营业总收入(亿元)	282.52	297.00	298.40	66.67
利润总额(亿元)	9.29	8.86	9.21	0.56
经营性净现金流(亿元)	7.56	9.47	16.15	-25.62
营业利润率(%)	11.22	10.44	8.70	9.09
资产负债率(%)	44.30	43.65	43.31	44.97
流动比率(%)	82.81	93.06	82.17	85.60
全部债务/EBITDA(倍)	8.68	10.29	9.72	-
EBITDA利息倍数(倍)	2.65	2.39	2.75	-

注:表中数据来源于公司2022年~2024年的审计报告及2025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,2024年,公司机制糖产糖量及产能利用率有所提升;
- 2024年,公司猪场产能仍处于扩张期,生猪饲养量621.81万头,出栏量430.12万头,均保持增长,叠加猪价回升,公司畜牧业务收入及毛利润均有所提升;
- 作为自治区政府下属唯一农垦集团,跟踪期内,在政府补贴等方面仍持续获得自治区政府的大力支持。

关注

- 跟踪期内,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;
- 公司全部债务持续增长且仍规模较大,公司在建及拟建项目总投资保持一定规模,未来面临一定的资本支出压力。

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(RTFC022202504)》

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+	2024/6/28	范新悦、任志娟	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型(RTFC022202403)》	阅读原文
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）至今，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	2024/6/28	8.40	2020/11/18~2027/11/18	无	-
23 桂垦 V1	2024/6/28	5.10	2023/04/27~2026/04/27	无	-
23 桂垦 V2	2024/6/28	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人民政府国有资产监督管理委员会（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2025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2025年3月末，广西农垦资产总额1043.81亿元，所有者权益574.41亿元，资产负债率44.97%。2024年及2025年1~3月，公司实现营业收入分别为298.40亿元和66.67亿元，利润总额分别为9.21亿元和0.56亿元。

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%。截至本报告出具日，“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”、“20 广西农垦债/20 桂农 02”、“23 桂垦 V1”已按时付息。

宏观经济与政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长，二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。往后看，外部经贸环境变数加大，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

外部经贸环境变数加大，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了 3000 亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

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。

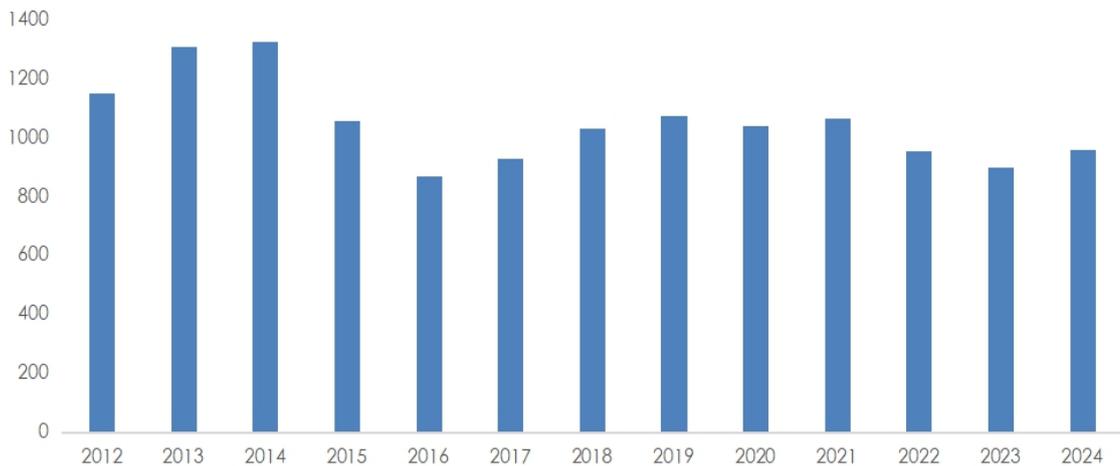
制糖行业

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，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。2023/2024 榨季广西累计入榨甘蔗 5118 万吨，同比增加 996 万吨；累计产混合糖 618.14 万吨，同比上榨季增产 91.11 万吨，同比增长 17.29%；产糖率 12.08%，同比下降 0.71 个百分点。

图表 1：我国糖产量情况（单位：万吨）



资料来源：中国糖业协会，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，2023/2024 榨季全国食糖产量为 996.32 万吨，同比增加 99 万吨，增幅为 11.03%；2023/2024 榨季全国累计销售食糖 960.6 万吨，同比增加 107.45 万吨，增幅为 12.6%；累计销糖率为 96.41%，同比加快 1.34 个百分点。2024/2025 榨季全国共生产食糖 1116.21 万吨，同比增加 119.89 万吨，增幅 12.03%。全国累计销售食糖 811.38 万吨，同比增加 152.1 万吨，增幅 23.07%；累计销糖率 72.69%，同比加快 6.52 个百分点。

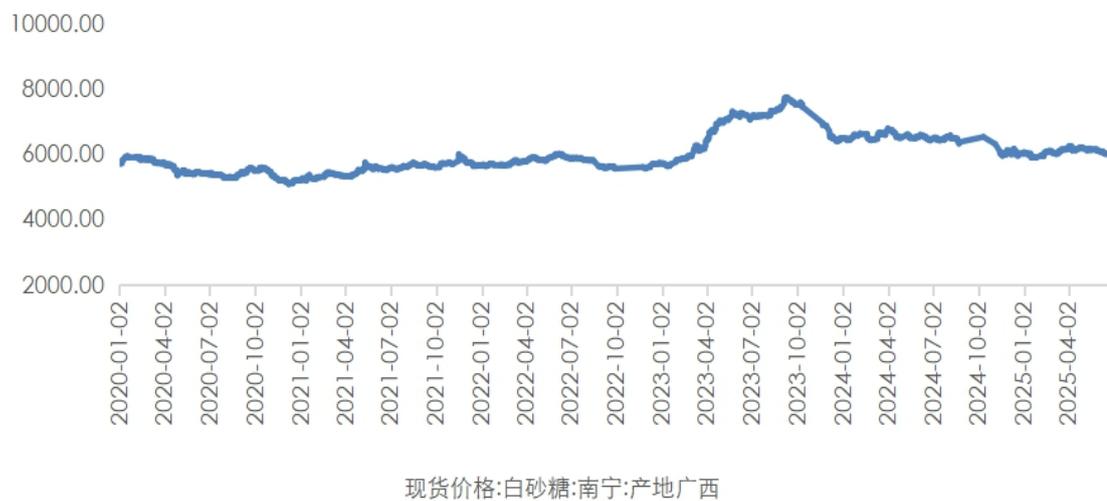
我国食糖供需存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口及库存进行补充。2024 年我国累计进口糖 435 万吨，同比上年同期增长 9.4%，我国食糖供给对国外食糖进口存在一定依赖。我国食糖进口采取配额制，配额内税率为 15%。保障性税到期后，配额外进口税率恢复到 50%。自 2020 年 7 月 1 日起，将配额外食糖进口纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，实行大宗农产品进口报告管理。预计未来我国食糖进口量预计保持 500 万吨以上的高位水平，同

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，2024年国内糖价有所下行

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。受国内食糖增产影响，2024年国内糖价有所下降，南宁白砂糖现货价格由年初6490元/吨降至年末6020元/吨。24/25榨季国内食糖连续第二年增产，预计供需维持宽松，食糖价格震荡下行。

图表 2：白糖价格情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

生猪养殖行业

2024年末，全国能繁母猪存栏量回升至4078万头，随着养殖效率的提升，预计2025年生猪供给充裕，猪价震荡下行

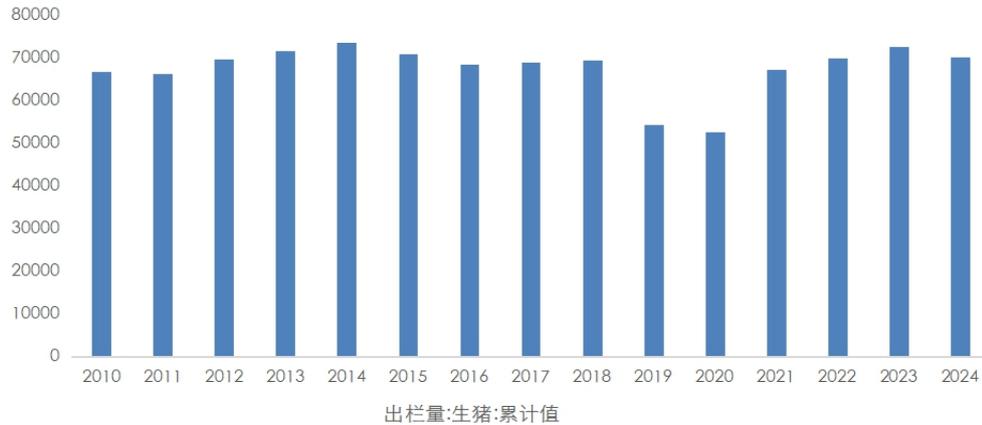
猪肉产量看，我国现是全球最大的猪肉生产、消费市场。根据国家统计局数据，2023年我国猪肉产量为5794万吨，占全球比例约为50%，是全球最大的猪肉生产国。2023年我国猪肉消费量为5743万吨，占全球比例超过50%，是全球最大的猪肉消费国。猪肉是我国居民肉食的主要来源，在我国居民的膳食结构中扮演着重要角色，国内市场对猪肉存在巨大的市场需求，供应也较为充足。

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

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。

数已超过 7 亿头。截至 2024 年末，全国能繁母猪存栏量为 4078 万头，预计随着养殖效率的提升，2025 年生猪出栏量将高于上年，生猪供应充裕，猪价预计震荡下行。

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，浙江省生猪出栏量占比非常低。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 2.86 万亿元，GDP 增速为 4.2%，人均 GDP 为 5.71 万元/人，人均 GDP 增速为 4.5%，其中第一产业占 16.50%，第二产业占 32.50%，第三产业占 51.00%。

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、畜牧业务和种植业务，2024 年主营业务收入变化不大，受机制糖业务盈利下滑、木薯加工经营亏损等影响，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主要来自机制糖、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。2024 年，公司主营业务收入变化不大，受机制糖业务盈利下滑、木薯加工经营亏损等影响，公司综合毛利率有所下降。

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	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	96.38	34.79	115.73	39.51	109.54	37.49	24.05	36.61
木薯加工	14.63	5.28	12.72	4.34	13.18	4.51	2.90	4.41
畜牧业	50.23	18.13	71.27	24.33	79.79	27.31	20.91	31.84
种植业	12.44	4.49	16.67	5.69	17.11	5.86	2.97	4.53
土地整理开发	0.88	0.36	2.26	0.77	0.70	0.24	0.01	0.02
其他	102.47	36.99	74.28	25.36	71.82	24.58	14.84	22.59
合计	277.03	100.00	292.94	100.00	292.15	100.00	65.69	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	7.05	7.32	10.24	8.85	7.94	7.25	2.00	8.30
木薯加工	0.23	1.58	0.76	5.98	-0.01	-0.04	-0.03	-1.04
畜牧业	10.55	21.00	7.99	11.21	9.22	11.55	1.39	6.66
种植业	2.53	20.35	3.46	20.77	2.70	15.77	1.09	36.76
土地整理开发	0.54	60.82	1.19	52.75	0.50	70.95	0.01	94.40
其他	7.83	7.64	5.39	7.25	4.26	5.93	1.03	6.97
合计	28.73	10.37	29.03	9.91	24.61	8.42	5.50	8.37

数据来源：公司提供，东方金诚整理

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 2025 年 3 月末，公司拥有 201.76 万亩国有土地，分布在广西壮族自治区

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。

14 个地级市、45 个县（区），管区总人口 38 万人。

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。2024 年，公司产糖量为 116.57 万吨，业务规模位居国内前列，约占全国机制糖产量的 10%，2024/2025 年榨季榨蔗量位居自治区第 2、产糖率排在自治区第 5，为自治区内大型国有制糖企业。2024 年，公司木薯淀粉产量为 22.37 万吨，变性淀粉销量 20 万吨，产销量位居全国第一。

机制糖业务

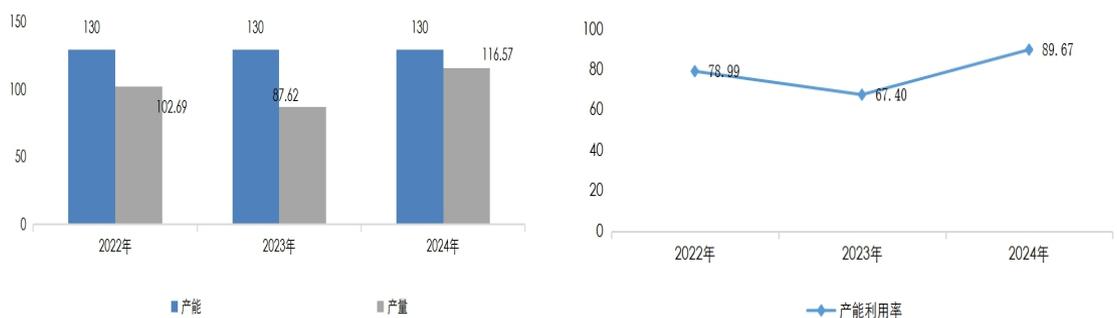
公司机制糖生产规模位居国内前列，2024 年，公司机制糖产糖量及产能利用率有所提升

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”）。截至 2024 年末，广糖集团总资产 98.72 亿元，总负债 79.02 亿元，所有者权益 19.70 亿元；2024 年度广糖集团营业收入 119.82 亿元，利润总额为 2.11 亿元，净利润 1.61 亿元。截至 2024 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。

24/25 榨季，广糖集团榨蔗 705.81 万吨，占全区榨蔗量 14.52%，排名第 2；甘蔗含糖分达到 15.17%，同比上榨季提升 1.8 个百分点，产糖率为 13.44%，同比上榨季提高 1.6 个百分点，较全区平均产糖率 13.30 高 0.14 个百分点，在全区八大制糖集团排名第 5；混合糖产量 94.88 万吨，占广西市场份额的 14.68%。

跟踪期内，公司机制糖产能保持稳定，产量有所提升。截至 2024 年末，公司机制糖产能为 130.00 万吨/年，较上年末持平。2024 年，公司机制糖产糖量及产能利用率均有所提升。

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

受机制糖销售价格下行影响，2024 年公司机制糖业务收入有所下降，毛利率及毛利润亦有所下降，机制糖盈利能力下滑

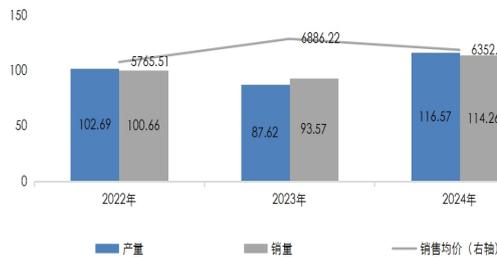
机制糖销量方面，2024 年公司自产机制糖销量随产量有所提升。销售价格方面，制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，公司机制糖产品价格主要参照白砂糖期货价格及柳州食糖批发市场报价决定，波动浮动较大。2024 年，机制糖价格有所下降。客户方面，公司机制

糖业务的客户主要是成品糖制造企业以及大型商贸企业，2024年公司机制糖业务前五大客户合计销售金额占比为59.2%，客户集中度高。

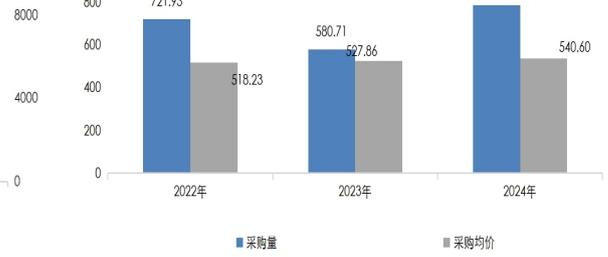
原材料方面，机制糖业务主要原材料为甘蔗，成本占比80%以上。2024年，原材料甘蔗的采购均价及采购量均有所提高。

收入及利润方面，2024年，公司机制糖业务的收入有所下降，主要系机制糖销售价格下降影响；因糖价下行及原料蔗采购价格上升，机制糖业务毛利率及毛利润有所下降。

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，2024年木薯加工业务经营亏损

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2024年末，子公司明阳淀粉公司的木薯淀粉年产能45万吨，酒精的年产能为10万吨，2024年公司木薯加工业务产能利用率为49.71%，同比提高3.40个百分点。

原材料方面，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，2024年原粉的采购均价有所增加。

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	2022年	2023年	2024年	2025年1~3月
原粉	采购量	20.41	23.13	26.87	6.16
	采购均价	3520.61	3742.51	3767.14	2924.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024年，公司木薯加工业务收入为13.18亿元，较上年12.72亿元有所增长，但当年木薯加工业务毛利率为负，经营亏损。

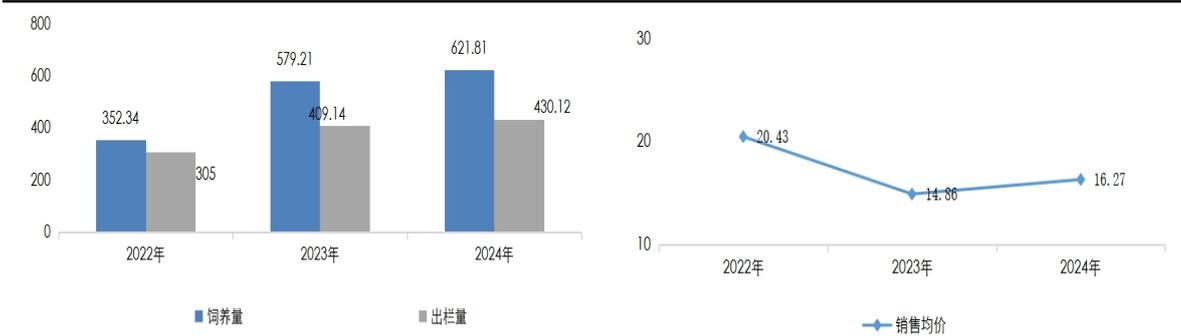
畜牧业务

2024年，公司猪场产能仍处于扩张期，生猪饲养量621.81万头，出栏量430.12万头，均保持增长，受益于猪价回升，畜牧业务收入及毛利润均有所提升

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2024年末，永新畜牧拥有14家下属生猪畜牧公司，其中母猪存栏3万以上规模1家，2至3万规模2家，1至2万规模4家，1万以下规模7家。永新畜牧拥有种猪场27个，育肥场/区19个，育肥合同户210多个。畜牧业务生猪主要销往国内和港澳地区，公司生猪销售的结算方式主要为款到发货。

2024年，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长，畜牧业务实现营业收入79.79亿元，同比增长11.96%；受销售均价上涨影响，畜牧业务的毛利率为11.55%，较上年11.21%有所提高。

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

2024年，公司种植业收入保持增长，毛利润有所下降，仍对公司盈利形成补充

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。近年来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等统计口径改变因素，经济作物及林木种植面积有所波动，2024年公司经济作物及林木种植面积有所增长。

2024年，公司种植业收入17.11亿元，较上年16.67亿元有所增长；毛利润为2.70亿元，较上年3.46亿元有所下降；毛利率为15.77%，较上年20.77%有所下降。

图表10：公司经济作物及林木种植面积（单位：万亩）

项目	2022年末	2023年末	2024年末
甘蔗	30.67	30.68	34.63
剑麻	2.87	3.39	3.36
水果	16.15	15.66	16.33
茶青	0.95	0.84	0.56
橡胶	-	-	-
林木	37.70	35.98	35.79
合计	88.34	86.55	90.67

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等。2024年，公司土地整理业务收入0.70亿元，毛利润为0.50亿元，均有所下降。

截至2024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43.55亿元，土地出让金收入为39.58亿元。

未来发展

公司在建及拟建项目总投资保持一定规模，未来面临一定的资本支出压力

截至2024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㎡，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2024年末已投资0.68亿元，尚需投资8.88亿元。未来，永新畜牧下属子公司的金光创业猪场项目、西江千秋猪场新建工程及饲料厂工程等拟建项目预计投资4.34亿元。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 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）³

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	0.13	5.87
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	0.45	1.81
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	0.10	1.20
合计	-	9.56	-	0.68	8.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

³ 公司提供部分在建项目明细。

公司治理与发展战略

跟踪期内，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6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；公司不设监事会。根据《自治区国资委关于广西农垦集团有限责任公司章程修订的批复》（桂国资复〔2025〕23号），批复同意发行人修订《广西农垦集团有限责任公司章程》，同时批复同意发行人不设监事会、监事，由董事组成的审计委员会（风险委员会）行使相关职权。

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

跟踪期内，公司在环境、社会与治理方面方面责任履行良好，发展战略无重大变化

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。社会责任方面，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。治理方面，公司无重大违法违规案件。

发展战略方面，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，发展战略无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2024年的合并财务报表和2025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2024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。2025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

2024年末，公司资产总额变化不大，公司资产结构仍以非流动资产为主。2025年3月末，公司资产总额为1043.81亿元。

2024年末，公司流动资产同比变化不大，2025年3月末，公司流动资产为233.71亿元，较上年末增长32.44亿元，主要系存货及应收账款增加所致。2024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。

跟踪期内，公司存货账面价值持续增加，其中2024年末公司存货账面价值93.35亿元，同

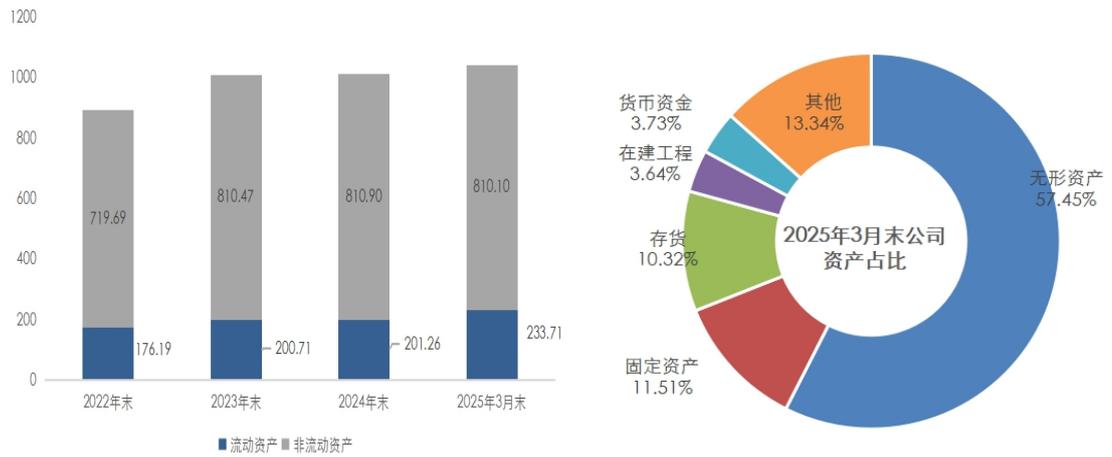
比增长 2.34%，公司共计提存货跌价准备 0.84 亿元，同期末存货周转率 2.94 次，同比略有下降；2025 年 3 月末公司存货账面价值为 107.75 亿元，较上年末增长主要系白糖库存增加所致。

跟踪期内，货币资金有所波动，2024 年末，公司货币资金 34.73 亿元，其中未受限货币资金 33.59 亿元；2025 年 3 月末货币资金 38.90 亿元，未受限货币资金 37.80 亿元。

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，2024 年末账面价值为 22.56 亿元，共计提 8.07 亿元坏账准备。2025 年 3 月末其他应收款为 23.78 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。

2024 年末，公司非流动资产总额变化不大，公司非流动资产仍主要由无形资产、固定资产和在建工程等构成。公司无形资产仍主要为土地使用权。2024 年末，公司固定资产同比增长 9.06%，公司在建工程同比减少 23.40%，均主要系猪场建设、汽车文化产业等项目转固所致。2025 年 3 月末，公司非流动资产较上年末变化不大。

图表 12：公司资产构成及质量情况（单位：亿元，%）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
存货	84.04	91.21	93.35	107.75
货币资金	39.83	39.59	34.73	38.90
其他应收款	18.86	23.59	22.56	23.78
流动资产合计	176.19	200.71	201.26	233.71
无形资产	522.65	598.69	599.75	599.71
固定资产	105.73	112.48	122.67	120.17
在建工程	49.68	47.42	36.32	37.99
非流动资产合计	719.69	810.47	810.90	810.10
资产总额	895.88	1011.18	1012.17	1043.81

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 末，公司受限资产账面价值为 23.19 亿元，主要为用于抵押的存货、固定资产、土地使用权及流动性受限的存款等，受限资产占净资产的比例为 4.04%。

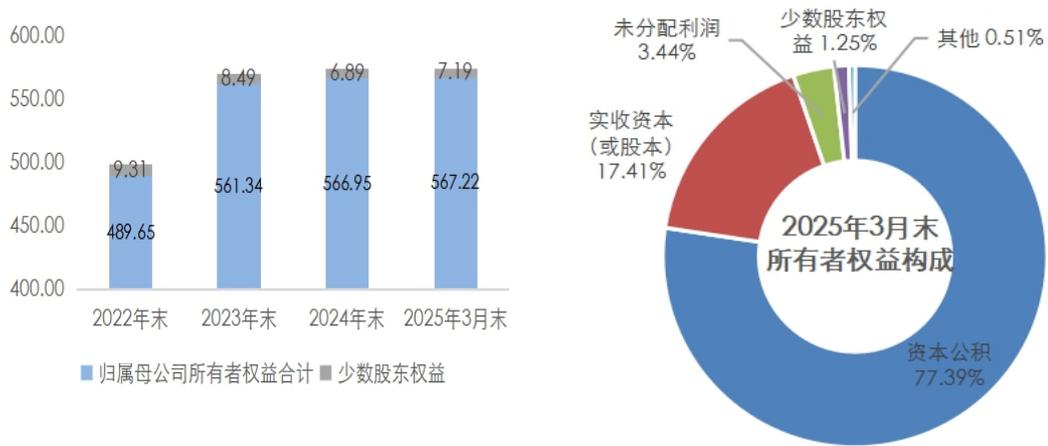
资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益有所增长

2024年末，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；公司实收资本无变化。受益于经营积累，2024年末公司未分配利润增长至19.50亿元，公司所有者权益增至573.85亿元。

2025年3月末，公司所有者权益574.41亿元，较上年末变化不大。

图表 13：公司所有者权益结构及 2025 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，公司全部债务持续增加，短期债务规模及占比有所提升

2024年末，公司负债总额同比有所下降，流动负债占比提升至55.88%。2025年3月末，公司负债总额增至469.40亿元，流动负债占比提升至58.17%。

跟踪期内，公司流动负债增长显著。2024年末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款和其他应付款等构成。

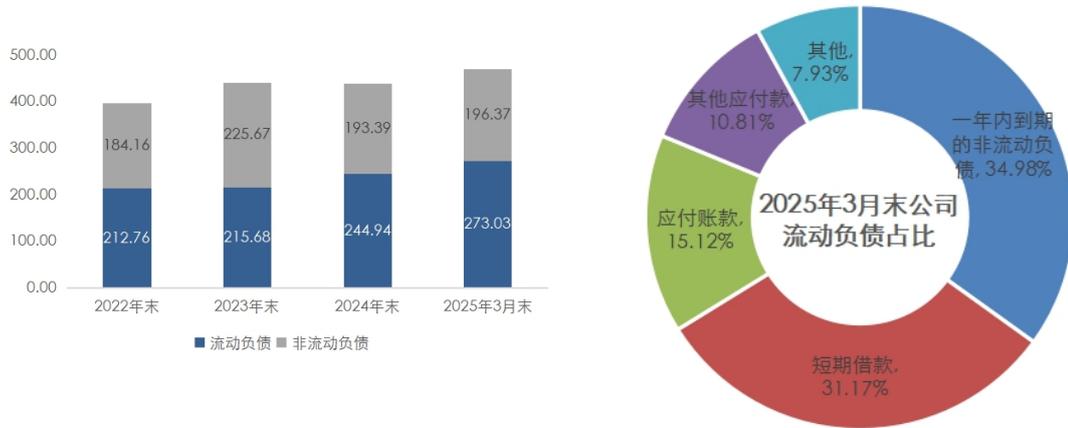
2024年末，公司短期借款金额同比有所减少，主要为保证借款及信用借款。2025年3月末，短期借款较年初增加11.76亿元，主要系部分子公司新增流动资金贷款所致。2024年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增加43.08亿元，主要是一年内到期长期借款及应付债券增长所致。公司应付账款变化不大。公司其他应付款仍主要为往来款、基地猪场计酬、保证金等。

跟踪期内，公司非流动负债仍主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2024年末，公司长期借款减少，主要系部分借款转入一年内到期长期借款所致；公司应付债券同比有所增长，主要系公司当年发行“24农垦MTN001”、“24农垦MTN002A”、“24农垦MTN002B”、“24农垦MTN003”及“24桂垦01”等所致；公司长期应付款仍主要为应付融资租赁款和专项应付款，同比有所下降。

2025年3月末，公司非流动负债较年初略有增长，主要系公司发行“25农垦MTN001”及“25农垦MTN002”导致应付债券增加所致。

图表 14：公司负债情况及 2025 年 3 月末流动负债构成情况（单位：亿元，%）

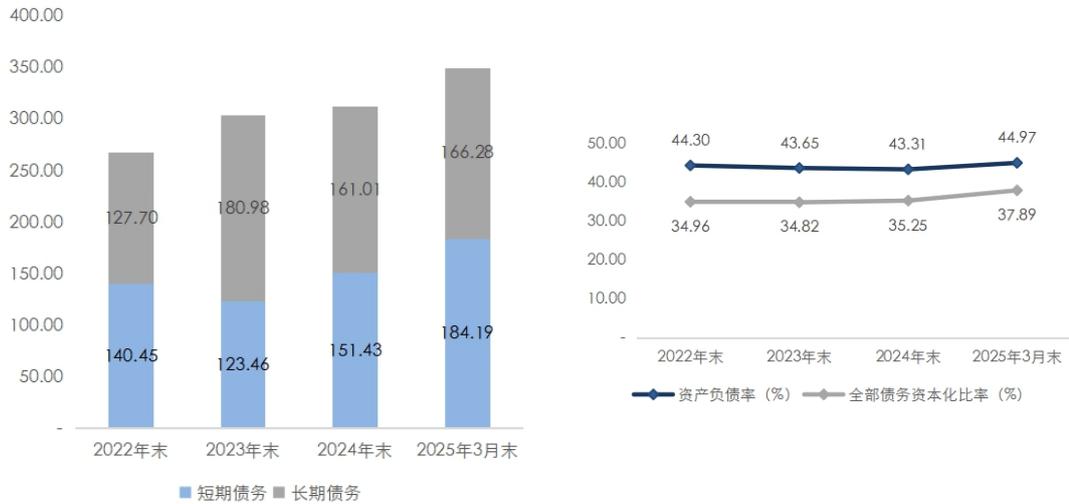


项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
短期借款	75.04	78.54	73.36	85.11
应付账款	31.37	43.43	45.43	41.27
一年内到期的非流动负债	63.73	33.20	76.28	95.50
其他应付款	19.53	32.95	30.26	29.50
流动负债合计	212.76	215.68	244.94	273.03
长期借款	81.00	130.24	106.42	107.43
应付债券	41.15	47.04	51.37	56.17
长期应付款	33.24	23.07	16.19	13.27
非流动负债合计	184.16	225.67	193.39	196.37
负债总额	396.92	441.35	438.32	469.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务规模增长，短期债务占比有所提升。2024 年末和 2025 年 3 月末，公司全部债务分别为 312.45 亿元和 350.47 亿元，其中短期债务占比分别为 48.47%和 52.55%。公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率有所增加。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：公司全部债务情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

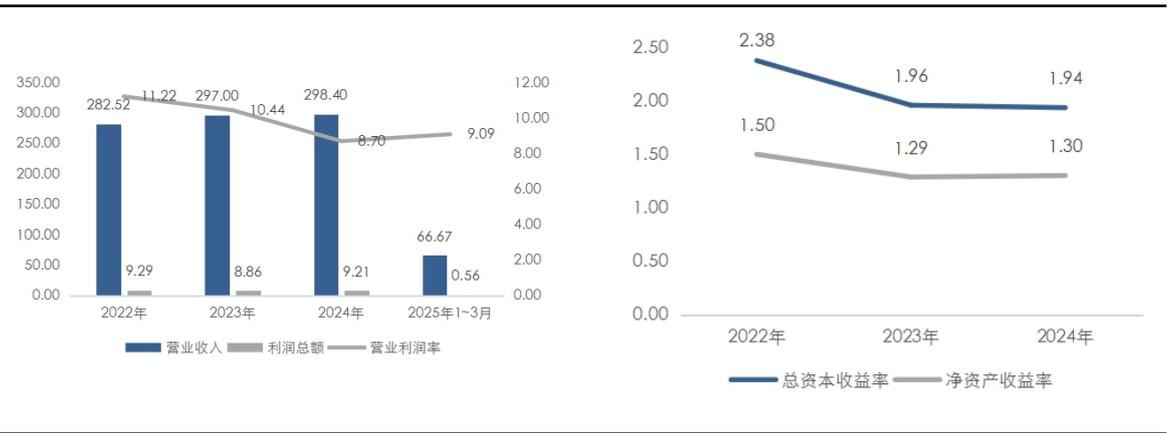
2024 年公司营业收入变化不大，主营获利能力有所下降、整体仍偏弱，利润总额对土地征收补偿等营业外收入和其他收益的依赖性仍较大

2024 年公司实现营业收入 298.40 亿元，同比变化不大。2024 年营业利润率 8.70%，较上年 10.44% 有所下降，主营业务获利能力整体仍偏弱。2024 年公司期间费用 31.71 亿元，较上年 32.17 亿元略有下降，仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 10.63%，较上年 10.83% 变化不大。

公司利润总额对营业外收入和其他收益的依赖仍较大，2024 年公司利润总额为 9.21 亿元。其中，公司其他收益为 5.20 亿元，主要为税收增量分享资金、农垦产业和事业发展资金、补助经费等，营业外收入为 15.33 亿元，以土地征收补偿及政府补助等为主。2024 年，公司总资本收益率及净资产收益率仍较低。

2025 年 1~3 月，公司实现营业收入 66.67 亿元，较上年同期 75.81 亿元有所下降；营业利润率为 9.09%，较上年同期 7.91% 有所提升；利润总额为 0.56 亿元，营业外收入为 1.96 亿元，其他收益为 0.71 亿元。

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

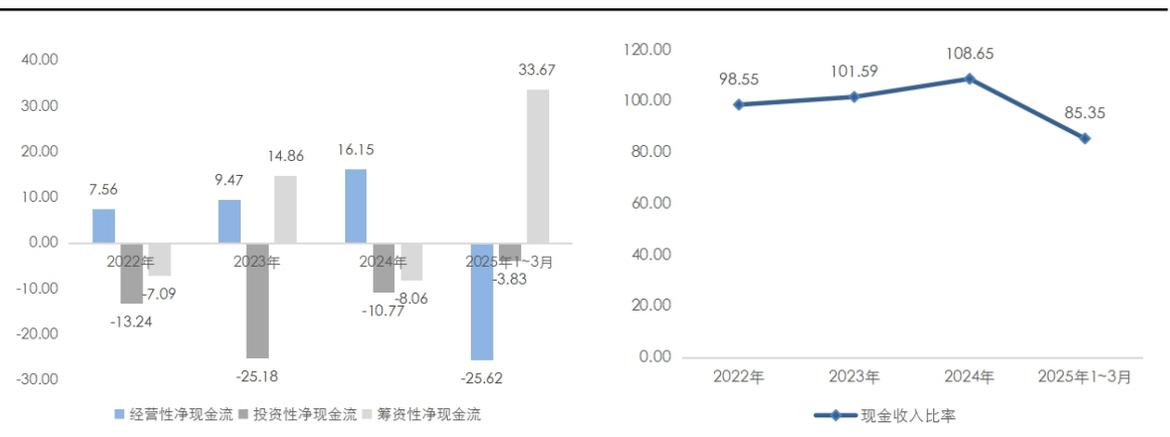
现金流

2024 年公司经营性净现金流规模扩大，经营获现能力有所提升，投资性现金流仍为净流出，筹资性净现金流转为净流出

2024 年公司经营活动净现金流规模扩大至 16.15 亿元，主要系销售回款增加所致，经营获现能力有所提升；同期，公司投资性现金流仍为净流出，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。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，2024 年，因取得借款缩减，公司筹资性净现金流转为净流出。

2025 年 1~3 月，公司经营性净现金流-25.62 亿元，投资性活动净现金流和筹资性活动净现金流分别为-3.83 亿元和 33.67 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，因流动负债增加，2024 年公司流动比率、速动比率均有所弱化。因经营性净现金流规模扩大，2024 年公司经营现金流动负债比有所提升。2024 年公司 EBITDA

利息倍数有所提高，全部债务/EBITDA 有所下降。

截至 2025 年 3 月末，公司未受限货币资金 37.80 亿元，短期债务为 184.19 亿元，货币资金对短期债务覆盖程度较低。2024 年，公司筹资活动前净现金流为 5.38 亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 13.24 亿元，筹资前现金流不能覆盖一年的利息和股利支出。截至 2025 年 3 月末，公司获得的银行总授信额度 501.00 亿元，尚未使用额度 288.91 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月末
流动比率	82.81	93.06	82.17	85.60
速动比率	43.31	50.77	44.06	46.13
经营现金流动负债比	3.55	4.39	6.59	-
EBITDA 利息倍数	2.65	2.39	2.75	-
全部债务/EBITDA	8.68	10.29	9.72	-

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 2025 年 6 月 3 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技术开发有限公司。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。2023 年，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至 100.00 亿元。

持续补贴方面，2024 年公司营业外收入与其他收益合计值为 20.52 亿元，其中，公司其他收益为 5.20 亿元，主要为税收增量分享资金、农垦产业和事业发展资金、补助经费等，营业外收入为 15.33 亿元，以土地征收补偿及政府补助等为主。

抗风险能力及结论

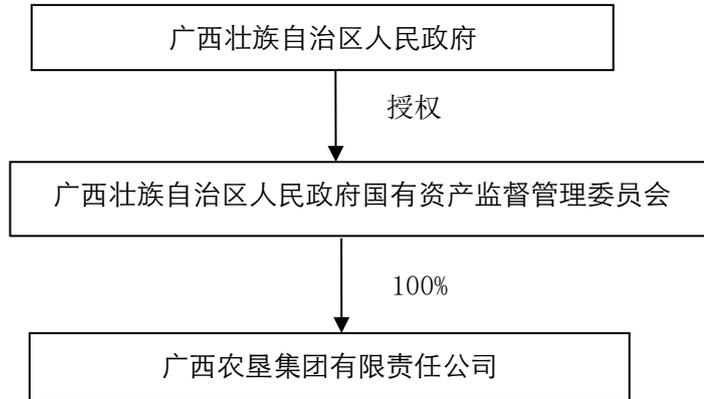
公司是广西最大的农业类综合产业集团，跟踪期内，机制糖和木薯加工业务规模仍位居国内前列，仍具有很强的综合竞争力；公司制糖技术水平领先，产品有一定品牌知名度，2024 年，公司机制糖产糖量及产能利用率有所提升；2024 年，公司猪场产能仍处于扩张期，生猪饲养量 621.81 万头，出栏量 430.12 万头，均保持增长，叠加猪价回升，公司畜牧业务收入及毛利润均有所提升。

同时，跟踪期内，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；公司全部债务持续增长且仍规模较大，公司在建及拟建项目总投资保持一定规模，未来面临一定的资本支出压力。

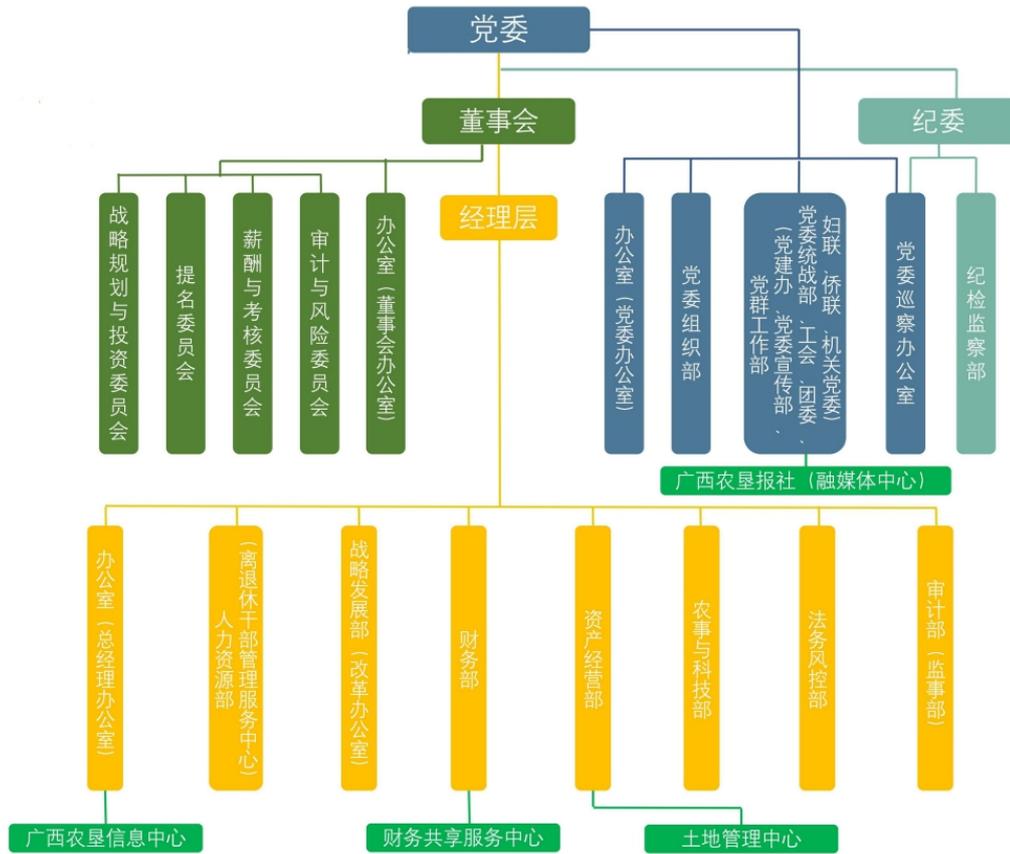
外部支持方面，作为自治区政府下属唯一农垦集团，跟踪期内，在政府补贴等方面仍持续获得自治区政府的大力支持。

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 2025 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2025 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	2022年	2023年	2024年	2025年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	895.88	1011.18	1012.17	1043.81
所有者权益 (亿元)	498.96	569.83	573.85	574.41
负债总额 (亿元)	396.92	441.35	438.32	469.40
短期债务 (亿元)	140.45	123.46	151.43	184.19
长期债务 (亿元)	127.70	180.98	161.01	166.28
全部债务 (亿元)	268.15	304.44	312.45	350.47
营业收入 (亿元)	282.52	297.00	298.40	66.67
利润总额 (亿元)	9.29	8.86	9.21	0.56
净利润 (亿元)	7.50	7.35	7.48	0.42
EBITDA (亿元)	30.88	29.59	32.14	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	7.56	9.47	16.15	-25.62
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-13.24	-25.18	-10.77	-3.83
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-7.09	14.86	-8.06	33.67
毛利率 (%)	11.52	10.75	9.12	9.33
营业利润率 (%)	11.22	10.44	8.70	9.09
销售净利率 (%)	2.65	2.47	2.51	0.63
总资本收益率 (%)	2.37	1.96	1.94	-
净资产收益率 (%)	1.50	1.29	1.30	-
总资产收益率 (%)	0.84	0.73	0.74	-
资产负债率 (%)	44.30	43.65	43.31	44.97
长期债务资本化比率 (%)	20.38	24.10	21.91	22.45
全部债务资本化比率 (%)	34.96	34.82	35.25	37.89
货币资金/短期债务 (%)	28.36	32.07	22.94	21.12
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-2.12	-5.16	1.72	-8.40
流动比率 (%)	82.81	93.06	82.17	85.60
速动比率 (%)	43.31	50.77	44.06	46.13
经营现金流动负债比 (%)	3.55	4.39	6.59	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.65	2.39	2.75	-
全部债务/EBITDA (倍)	8.68	10.29	9.72	-
应收账款周转率 (次)	-	20.86	23.72	-
销售债权周转率 (次)	-	20.07	22.74	-
存货周转率 (次)	-	3.02	2.94	-
总资产周转率 (次)	-	0.31	0.29	-
现金收入比 (%)	98.55	101.59	108.65	85.35

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+折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+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。