

广东省农垦集团公司 主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5941号

联合资信评估股份有限公司通过对广东省农垦集团公司的信用状况进行综合分析和评估，确定广东省农垦集团公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受广东省农垦集团公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 7 月 26 日至 2025 年 7 月 25 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

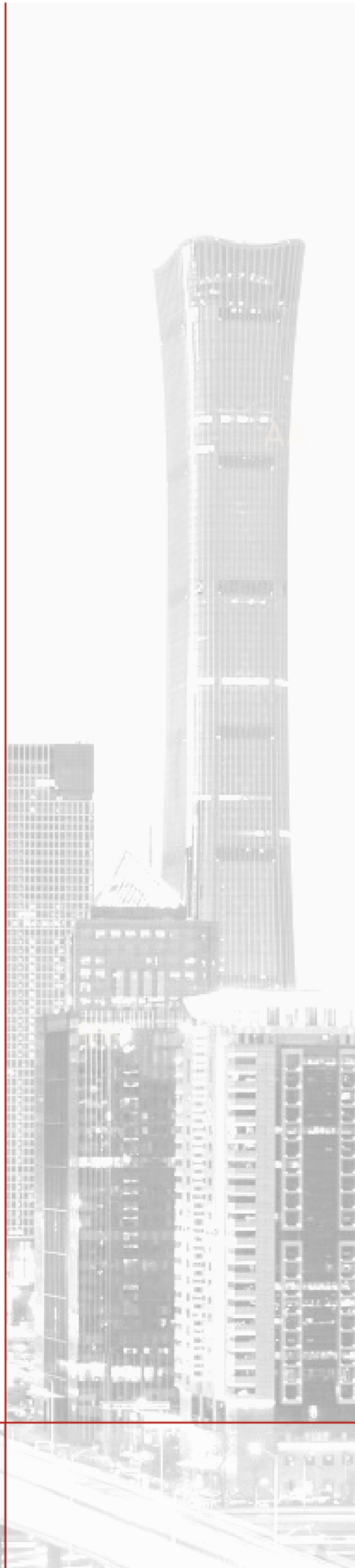
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本



广东省农垦集团公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果

评级时间

AAA/稳定

2024/07/26

主体概况

广东省农垦集团公司（以下简称“公司”）前身系成立于 1951 年的华南垦殖局，经过多次更名和改制后，1995 年 5 月正式成立，同时保留广东省农垦总局牌子，实行“一个机构、两块牌子”的管理体制。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 352017.10 万元，控股股东及实际控制人为中华人民共和国农业农村部（以下简称“农业农村部”），主营业务为农业；按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业，适用一般工商企业评级方法。

评级观点

公司是两大中央直属垦区之一，天然橡胶和糖业业务在其细分市场具有竞争力，乳业业务在其所在区域知名度高；公司拥有土地资源丰富，获得政府支持力度大。公司治理方面，建立了完整的治理结构，内部控制制度健全，管理风险较低。财务方面，公司资产规模大，资产以非流动资产为主，现金类资产较为充裕，所有者权益稳定性强，债务负担一般，经营活动现金持续净流入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到主要产品价格波动较大对公司盈利水平造成一定压力，债务以短期债务为主，非经常性损益对利润总额贡献较高，期间费用对利润总额有一定影响等可能对公司信用水平产生不利影响的因素。

个体调整：无。

外部支持调整：公司是两大中央直属垦区之一，获得政府支持力度大。

评级展望

未来，随着公司各项主营业务的稳定发展，公司在其主要业务领域的行业地位和竞争优势有望保持。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：发生公司主业剥离、或主要资产划出等重大不利资产重组；公司净资产、收入或利润规模持续大幅下滑，导致公司偿债能力出现持续弱化；其他可能对公司造成重大不利影响的因素。

优势

- **公司是两大中央直属垦区之一，政府支持力度大。**公司是两大中央直属垦区之一，实行农业农村部、广东省“部省共管、以省为主”的管理体制，公司近年来持续收到多项政府补贴，其中 2023 年中央财政拨款 11.30 亿元、地方财政拨款 1.76 亿元。
- **土地资源丰富。**截至 2024 年 3 月底，公司拥有 334.34 万亩的土地面积，其中所属国有农场确权土地面积达 318.11 万亩，均为国家划拨用地。截至 2024 年 3 月底，公司在广州和深圳持有的用于租赁的物业约 60 万平方米，其中位于广州的物业包括住宅、办公、场地等物业，深圳地区主要以工业厂房为主。
- **公司天然橡胶、糖业业务和乳业业务在其细分领域竞争实力强。**公司是中国三大天然橡胶生产基地之一，是国家重要的天然橡胶生产基地；截至 2024 年 3 月底，公司在国内外拥有 30 个种植基地，天然橡胶种植面积达 110 万亩。糖业业务方面，截至 2024 年 3 月末，公司拥有 12 个甘蔗种植基地，蔗区面积为 59 万亩，其中 35 万亩为自有产权土地，具备一定的资源优势；同期末，公司具备年产 45 万吨机制糖的生产能力，机制糖产量占广东省产量的 50% 左右。乳业业务方面，“燕塘”品牌在广东省内拥有较高的知名度和市场影响力。

关注

- **主要产品价格波动较大对公司盈利水平造成一定压力。**天然橡胶业务近年来市场价格波动较大，2021—2023 年，公司天然橡胶业务毛利率持续下降。糖业业务作为资源加工型企业，易发生周期性的供求失衡，2021—2023 年，糖业业务毛利率分别为 9.94%、5.93% 和 9.34%。
- **非经常性损益对利润总额贡献程度较高，期间费用对利润形成一定侵蚀。**2021—2023 年，公司营业外收入分别为 8.05 亿元、21.92 亿元、8.42 亿元，利润总额分别为 3.87 亿元、10.30 亿元和 6.23 亿元；期间费用率分别为 12.36%、11.39% 和 9.24%。
- **债务以短期债务为主。**2021—2023 年，公司短期债务占全部债务的比重分别为 70.74%、65.38% 和 70.50%。
- **公司本部债务负担较重，且存在短期偿付压力。**截至 2023 年底，母公司全部债务资本化比率 59.45%；母公司全部债务 64.68 亿元，其中短期债务占 69.12%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

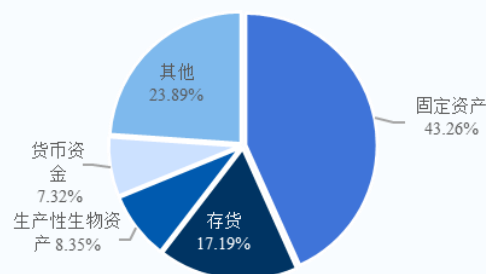
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	31.29	48.19	31.42	38.40
资产总额（亿元）	425.80	437.85	424.38	444.69
所有者权益（亿元）	169.28	170.47	170.39	167.36
短期债务（亿元）	90.04	83.11	81.15	--
长期债务（亿元）	37.23	44.01	33.95	--
全部债务（亿元）	127.27	127.11	115.09	--
营业总收入（亿元）	240.34	261.64	269.57	55.54
利润总额（亿元）	3.87	10.30	6.23	-1.84
EBITDA（亿元）	15.61	24.71	25.79	--
经营性净现金流（亿元）	18.71	25.06	17.61	-2.97
营业利润率（%）	13.88	12.28	10.20	9.00
净资产收益率（%）	1.33	4.31	2.39	--
资产负债率（%）	60.24	61.07	59.85	62.36
全部债务资本化比率（%）	42.92	42.71	40.32	--
流动比率（%）	100.75	105.64	97.42	99.38
经营现金流流动负债比（%）	11.98	16.04	11.60	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.58	0.39	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	5.23	5.97	7.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.16	5.14	4.46	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	123.50	141.20	130.67	134.29
所有者权益（亿元）	45.16	49.37	44.12	42.85
全部债务（亿元）	34.18	61.63	64.68	--
营业总收入（亿元）	0.56	0.57	0.68	0.09
利润总额（亿元）	-0.26	4.78	-4.63	-1.27
资产负债率（%）	63.44	65.04	66.24	68.09
全部债务资本化比率（%）	43.08	55.52	59.45	--
流动比率（%）	83.26	123.04	82.37	84.91
经营现金流流动负债比（%）	-27.25	-24.34	-1.22	--

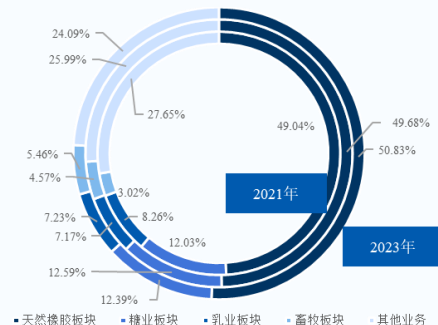
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中数据，除特别说明外，均指人民币；3. 2024 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标；5. 2021 年和 2022 年财务数据均采用期初金额/上期金额

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

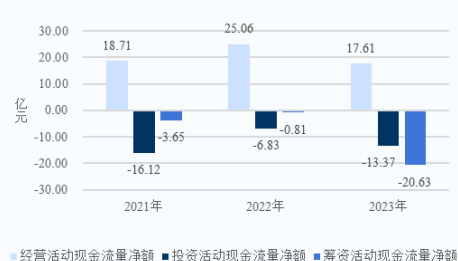
2023 年底公司资产构成



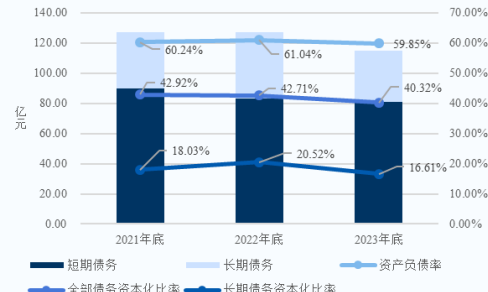
2021—2023 年公司总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--

评级项目组

项目负责人：蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员：崔濛骁 cuimx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、主体概况

广东省农垦集团公司（以下简称“公司”或“广东农垦”）前身为华南垦殖局，系 1951 年根据党中央、国务院关于发展新中国天然橡胶事业的决策部署而成立的机构；经过多次更名和改制后，1995 年 5 月成立广东省农垦集团公司，同时保留广东省农垦总局牌子，实行“一个机构、两块牌子”的管理体制，农业农村部、财政部等中央部门和广东省委、省政府根据职责分工，对广东农垦进行管理。后经历多次增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 352017.10 万元。中华人民共和国农业农村部（以下简称“农业农村部”）持有公司 100.00% 产权，是公司的控股股东及实际控制人。

公司主营业务包括战略资源、绿色食品、城乡服务三大主业。战略资源板块包括天然橡胶、糖业、南药、剑麻等产业；绿色食品板块包括乳业、畜牧、粮油、果蔬、水产等产业；城乡服务板块包括农产品配送服务、农业科技、金融服务、房产物业、旅游、医疗康养等产业。按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设立投资管理部、经营管理部、科技生产部、发展规划部等部门（详见附件 1-2）。截至 2023 年底，公司合并范围子公司 325 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 424.38 亿元，所有者权益 170.39 亿元（含少数股东权益 17.00 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 269.57 亿元，利润总额 6.23 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 444.69 亿元，所有者权益 167.36 亿元（含少数股东权益 16.71 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.54 亿元，利润总额 -1.84 亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区沙河东莞庄路；法定代表人：冯彤。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

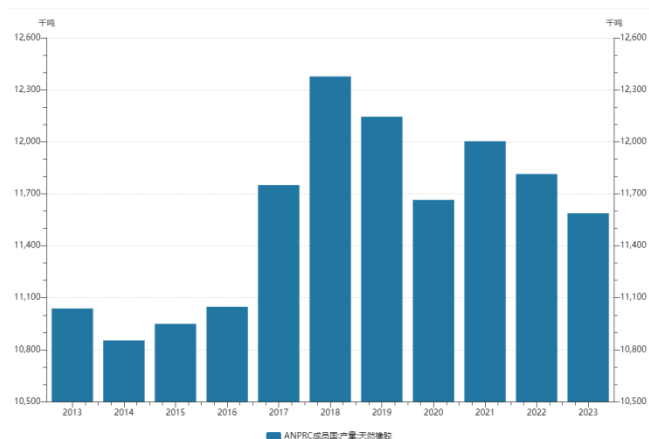
中国天然橡胶自给率较低主要依赖进口，随着下游轮胎行业需求增长，2023 年天然橡胶价格有所回升。天然橡胶行业受到国家政策支持，未来将追求高质量和可持续发展。

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。天然橡胶供应季节性特点明显，每年 2~4 月为全球天然橡胶低产季，而三季度开始进入丰产期。

天然橡胶兼具农产品属性和工业品属性。从产量来看，2017 年以来随着全球的橡胶可开割面积上升，ANRPC（天然橡胶生产国协会）成员国的天然橡胶产量整体有所增长。2019 年东南亚部分产胶区遭受旱灾、真菌病害以及由于橡胶价格低迷执行削减出口计划，ANRPC

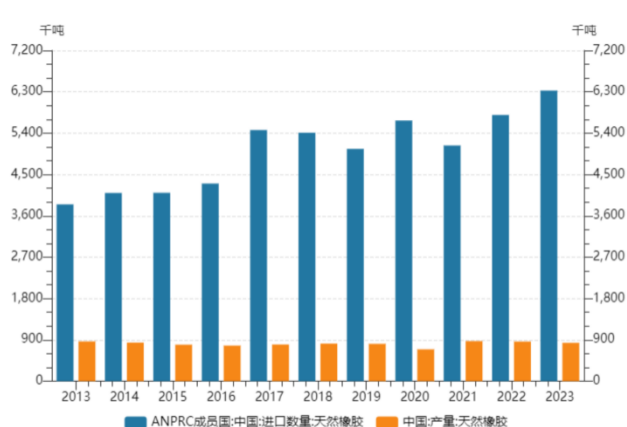
成员国天然橡胶总产量有所下降；2020 年，公共卫生事件及高温干旱、白粉病等不可预见因素的影响，全球天然橡胶主产区开割均有不同程度延期，ANRPC 成员国天然橡胶总产量同比下降 7.12%；2021 年，公共卫生事件冲击转为阶段性，天然橡胶产量同比有所恢复。2022 年，受劳动力短缺、橡胶树病害、物候异常等不利因素影响，中国、印度、马来西亚等地区产量下降，ANRPC 成员国天然橡胶产量增速放缓。2023 年 ANRPC 成员国天然橡胶总产量 1158.73 万吨，同比下降 1.92%，主要原因系受橡胶树病害、气候异常等不利因素的叠加影响，中国、马来西亚等地区产量下降。

图表 1 • ANRPC 成员国天然橡胶产量情况



资料来源：Wind

图表 2 • 中国天然橡胶产量及进口量情况



资料来源：Wind

受气候以及种植条件影响，中国不属于天然橡胶主产国，但作为一种重要战略资源，中国已在海南和云南地区形成了两大橡胶种植基地，同时形成了海南天然橡胶产业集团股份有限公司、云南农垦集团有限责任公司和广东农垦等几大主要的天然橡胶种植、生产和供应企业。尽管中国天然橡胶种植面积近几年快速增长，但由于橡胶树培育周期较长，同时橡胶生产地自然灾害频发，天然橡胶产量有所波动。2023 年中国天然橡胶产量整体呈现下降趋势，全年产量 83.5 万吨，同比下降 2.1%。受限于橡胶种植规模，中国天然橡胶对外依存度高，约 80% 的天然橡胶需对外进口。2018—2022 年中国天然橡胶进口量保持在 500 万吨~600 万吨；2023 年由于国内轮胎企业刚性需求增加，中国天然橡胶进口量突破 600 万吨至 632.74 万吨，同比上涨 9.17%。

天然橡胶价格方面，2018 年以来，国内天然橡胶市场价格呈现低位震荡态势，截至 2018 年底，中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格为 10600 元/吨，较 2018 年初下降 12.39%。2019 年，受益于产胶国联合干预胶价，实施削减出口和减产稳价等政策，天然橡胶价格整体有所上行，截至 2019 年底中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格回升至 12100 元/吨，但整体仍处于相对低点。2020 年初，受企业阶段性停产等因素的影响，天然橡胶价格大幅回落，至 2020 年 3 月末中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格跌至 9450 元/吨；但 2020 年二季度以来，随着经济活动的逐步恢复以及橡胶产量的下降，价格波动上行，2021 年 2 月 25 日中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格升至 16300 元/吨，处于近年来的相对最高位。2022 年以来，天然橡胶现货价格呈现波动下降趋势，截至 2022 年底中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格跌至 12100.00 元/吨。2023 年天然橡胶现货价格整体呈低位震荡趋势。2024 年虽然割胶周期开启，但受天气因素扰动，如高温炎热和干旱，导致割胶工作推进缓慢，胶水产出量少，使得供应端持续偏紧。2024 年以来，中国天然橡胶市场呈现偏弱震荡后上行走势，2024 年 6 月 7 日，中国天然橡胶（标准胶 1#）现货价格升至 15000 元/吨。

下游需求方面，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，天然橡胶主要应用在汽车行业中的汽车轮胎生产。目前中国轮胎产品中，原材料成本约占总成本的 80%，而天然橡胶与合成橡胶分别占原材料成本的 40% 和 20%，因此轮胎行业的需求波动直接影响天然橡胶行业景气度变化。中国轮胎行业对出口依赖度较大，主要出口国家和地区为美国和欧盟等，但近年来面临的贸易摩擦不断增加，给国内轮胎出口业务带来一定负面影响，轮胎企业销售渠道受阻，间接影响天然橡胶需求量。据 ANRPC 统计数据显示，2023 年全球天然橡胶需求量为 1521 万吨，同比增长 1.6%。中国作为全球天然橡胶消费大国，2023 年国内天然橡胶需求量为 700.1 万吨，同比增长 17.97%，主要是受国内新能源车企造车热潮驱动及中国轮胎企业自身的发展壮大提升市场份额促使国内天然橡胶需求增长。

政策方面，中国天然橡胶行业受到国家政策的大力支持。中国已建立天然橡胶储备制度，通过收储等政策措施保障天然橡胶供应安全，稳定橡胶产业发展，保护农民利益。财政补贴方面，2023 年，财政部、农业农村部、金融监管总局印发《关于实施天然橡胶综合保险政策的通知》提出，通过在海南省、云南省（统称两省）开展天然橡胶综合保险，稳定胶农合理收益，稳定天然橡胶种植面积和产能产量，助力提升天然橡胶自给率；政策涵盖了橡胶树物化成本保险、橡胶树完全成本保险和天然橡胶收入保险三项子险种，为天然橡胶生产提供覆盖全生命周期、多灾因的保险保障。

未来，中国天然橡胶行业未来的发展将得益于政府的政策扶持和科技创新的双重驱动，通过优化产业结构、提升自给率、加强绿色环保制胶技术、拓展国际合作、应对气候变化挑战、满足下游市场增长的需求，以及实现进口来源多元化和提升碳汇价值，从而推动整个产业向高质量、可持续发展的方向，增强国际竞争力，并保障国家战略资源的安全供给。

2 区域环境分析

广东省经济发达，在全国省市中经济发展处于领先地位，经济增速平稳。

2023 年，广东省区域经济持续增长，财政税收运行稳健。《2023 年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，2023 年广东地区生产总值为 135673.16 亿元，同比增长 4.8%。其中，第一产业增加值 5540.70 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值 54437.26 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 75695.21 亿元，增长 4.7%。2023 年，广东固定资产投资同比增长 2.5%。工业投资增长 22.2%，占全部投资比重 33.3%，同比提高 5.4 个百分点，其中，制造业投资增长 20.7%。新动能投资力度加大，高技术制造业、先进制造业投资分别增长 22.2%、18.2%。基础设施投资增长 4.2%，其中，电力、热力生产和供应业投资增长 24.3%，燃气生产和供应业增长 32.3%，铁路运输业增长 4.8%。房地产开发投资下降 10.0%，商品房销售面积下降 9.2%。2023 年全省一般公共预算收入 13851.3 亿元，较上年执行数增长 4.3%，总量连续 33 年居全国首位，全省一般公共预算支出 1.85 万亿元，保持适当支出强度，其中民生类支出 1.3 万亿元，占比超过七成。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司是两大中央直属垦区之一，土地资源丰富，行业地位领先，具备较强的竞争优势。

公司是两大中央直属垦区之一，实行农业农村部、广东省“部省共管、以省为主”的管理体制，公司建设了一批现代化的国有农场和天然橡胶、蔗糖、南药、剑麻、畜牧、乳业、粮油、果蔬等重要农产品生产基地，具有组织化程度高、规模化特征突出、产业体系健全的优势。公司海外业务分布于新加坡、泰国、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨、老挝、贝宁、加纳、牙买加、马达加斯加等国家。截至 2024 年 3 月底，公司拥有 334.34 万亩的土地面积，其中所属国有农场确权土地面积达 318.11 万亩，均为国家划拨用地；下辖湛江、茂名、阳江、揭阳、汕尾 5 个二级农垦集团、45 家国有农场公司、15 家产业集团（直属企业），拥有 1 家上市公司（广东燕塘乳业股份有限公司，股票简称：燕塘乳业，股票代码：002732.SZ）、3 家农业产业化国家重点龙头企业、17 家省重点农业龙头企业、3 个国家级产业集群项目、3 个国家现代农业产业园、1 个国家现代农业示范区、2 个国家农业现代化示范区、1 个国家农业绿色发展先行区、1 个国家级双创示范基地、1 个省级现代农业产业园、1 个省级跨县集群产业园、1 个省级优势主导产区产业园、1 个省级种业创新园、2 个省级林业特色产业示范基地、3 个中国特色农产品优势区、9 个全国农业产业强镇、6 个粤港澳大湾区“菜篮子”生产基地。

天然橡胶产业方面，公司是中国三大天然橡胶生产基地之一，是国家重要的天然橡胶生产基地。子公司广东省广垦橡胶集团有限公司（以下简称“广垦橡胶”）是一家集天然橡胶种植、初加工、深加工、贸易、物流、研发及橡胶木加工与销售等为一体的大型综合企业。2023 年中国天然橡胶产量 83.5 万吨，其中广垦橡胶国内产量合计 12.2 万吨，国内市场占用率约 15%。截至 2024 年 3 月底，广垦橡胶在国内外拥有 30 个种植基地，天然橡胶种植面积达 110 万亩，其中国内 24 个基地、72 万亩，国外 6 个基地、38 万亩；目前橡胶加工产能合计 130 万吨，其中国内年加工产能 20 万吨，海外加工产能 110 万吨。

糖业业务方面，子公司广东广垦糖业集团有限公司（以下简称“广垦糖业”）为区域性龙头企业，截至 2024 年 3 月末，广垦糖业拥有 12 个甘蔗种植基地，连结 1023 个家庭农场和 1.09 万户农户，蔗区面积为 59 万亩，其中 35 万亩为自有产权土地，具备一定的资源优势；同期末，广垦糖业已具备年产 45 万吨机制糖的生产能力，机制糖产量占广东省产量的 50%左右，规模优势显著；除白砂糖外，主要产品还包括桔水、复合肥及蔗渣等，产品结构丰富。

乳业业务经营主体燕塘乳业为区域性龙头乳企，“燕塘”品牌在广东省内拥有较高的知名度和市场影响力，业务主要包括自有牧场经营、原料奶采购、乳制品加工和产品销售等环节，具有较完整的产业链。截至 2024 年 3 月末，燕塘乳业拥有三座自有牧场，分布在阳江、湛江和陆丰，奶源较为稳定，并与多家大中型牧场保持稳定的战略合作关系。截至 2024 年 3 月末，燕塘乳业拥有 22 条巴氏奶（低温奶）生产线，12 条无菌奶（常温奶）生产线。燕塘乳业是“广东省食品药品放心工程示范基地”“农业产业化国家重点龙头企业”，获得“广东老字号”“广州老字号”和“广东省著名商标”等称号。

2 人员素质

公司高级管理人员专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，符合生产企业特点。

截至 2024 年 3 月底，公司董事及高管共 5 人（其中 1 名董事兼任高管）。

冯彤先生，1970 年生，农学硕士，副教授。冯彤先生历任仲恺农业技术学院（现名：仲恺农业工程学院）教师、农产品贮藏加工教研室主任、食品科学系副主任、申硕办公室副主任（正处级），广东省郁南县委副书记（正处级），广东省云浮市政府副秘书长（正处级）、市政府办公室党组成员、市外事侨务局局长、党组书记，云浮市云城区委副书记、区长、市城乡规划局局长、党委书记、市规划编制委员会主任、党组书记，云浮市委秘书长、副市长、市政府党组成员，云浮市委常委、市委政法委书记、市委秘书长、市委办主任、市委改革办主任，广东省农业农村厅党组成员、副厅长，广东农垦（省农垦总局）党委副书记、董事、总经理（副局长）；现任广东农垦（省农垦总局）党委书记、董事长（局长）、法定代表人。

截至 2024 年 3 月底，公司人员构成以生产人员为主，具体情况如下表所示。

图表 3 • 公司人员构成情况

岗位			学历		
类别	人数	占比	类别	人数	占比
管理人员	6426	26.39%	博士	15	0.06%
后勤辅助人员	3358	13.79%	硕士	350	1.44%
生产人员	14306	58.76%	本科	3360	13.80%
其他	258	1.06%	大专	2912	11.96%
-	-	-	其他	17711	72.74%
合计	24348	100.00%	合计	24348	100.00%

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用报告（统一社会信用代码：914400001903802690），截至 2024 年 5 月 9 日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息；已结清信贷信息中，2021 年~2024 年 5 月 9 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 23 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

五、管理分析

1 法人治理

公司建立了完整的治理结构。

公司依据《中华人民共和国公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等其他相关法律法规的规定，公司设立中国共产党广东省农垦集团公司委员会（以下简称“党委”）、中国共产党广东省农垦集团公司纪律检查委员会（以下简称“纪委”）和董事会，不设股东会和监事会，实行董事会领导下的总经理负责制。

根据《中国共产党章程》《中国共产党国有企业基层组织工作条例（试行）》规定，公司党委按照管理权限由上级党组织批准设立。同时，根据有关规定，设立纪委。公司党委由党员大会或者党员代表大会选举产生，每届任期一般为 5 年。任期届满应当按期进行换届选举。公司纪委每届任期和党委相同。公司党委设党委书记 1 名、副书记 1 至 2 名和其他党委委员若干名。公司纪委设纪委书记 1 名、副书记和其他纪委委员若干名。纪委书记列席董事会会议、经营班子会，纪委副书记列席党委会、董事会会议、经营班子会。公司党委发挥领导作用，把方向、管大局、保落实，依照规定讨论和决定企业重大事项。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。董事会设董事长 1 人、董事 3 至 13 人，董事长、董事由省人民政府任命。公司实行董事会领导下的总经理负责制。设总经理 1 人、副总经理若干人，正副总经理由省人民政府任命。公司总经理对董事会负责，负责公司的全面经营管理工作，副总经理协助总经理工作。2022 年 7 月，公司原总经理冯彤先生升任公司董事长、党委书记之后，公司总经理暂时人员缺位，但在公司的组织管理体系下，总经理暂时缺位对公司治理及生产经营不会产生重大不利影响。

2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

公司根据有关法律、法规、政策规定以及自身情况，建立了内部控制体系，涵盖经营管理的各个环节。

为进一步推进管理的制度化、规范化和科学化进程，加快形成有章可循、按程序办事、规范高效的管理体制，公司根据《企业内部控制基本规范》及相关指引，结合自身实际情况制定了《广东省农垦集团公司财务管理办法》，对公司的内部环境，以及对子公司的控制、关联交易、财务管理、资金管理、对外担保、重大投资、会计核算等活动的业务流程和风险防范措施进行了明确的规范。公司还制订了《广东省农垦投资项目审核审批试行办法》《广东省农垦集团公司资金管理办法》《广东省农垦集团公司短期资金调度应急预案》《广东农垦应急管理暂行办法》等一系列管理制度。

财务管理方面，公司依照国家有关法律、法规及财务制度等，制定了《广东省农垦集团公司财务管理办法》（以下简称“财务管理办法”），对财务管理体制、资金筹集、资产营运、成本管理、销售及收益分配的管理、重组清算、税务管理、财务人员管理、财务监督等进行了明确的规范。财务管理办法规定企业应当建立财务预警机制，自行确定财务危机警戒标准，重点监测经营性净现金流量与到期债务、企业资产与负债的适配性，及时沟通企业有关财务危机预警的信息，提出解决财务危机的措施和方案。

对外投资方面，公司制定了《广东省农垦投资项目审核审批试行办法》，对对外投资项目的审批权限、审批程序和管理责任进行明确约定，健全完善科学的投资项目管理制度和风险约束机制。将垦区投资项目审核审批按照投资资金来源不同分为申请财政资金项目、自筹资金项目；根据投资方向的不同，分为主业类投资项目和非主业类投资项目，对项目进行分类管理、分业授权、分级审批、分工负责的管理制度。

融资管理方面，公司制定了《广东省农垦集团公司资金管理办法》，对垦区单位的融资行为，包括与银行等金融机构、非银行金融机构之间的授信、贷款、票据、担保等金融相关业务进行规范，对于垦区企业的融资的计划与管理、贷款、担保等作出了详细的规定。融资业务实行公司本部（总局）统一审批管理制度，审批内容包括融资额度、品种、期限、利率、保证方式等。

对外担保管理方面，根据《广东省农垦集团公司财务管理办法》，公司不准对垦区系统外的单位提供担保和拆借个人资金。如特殊情况需对垦区外部单位提供担保，必须经公司审批。垦区企业相互担保，由其上一级主管单位审批。

资金管理方面，为进一步优化资本结构，保证资金安全，提高资金使用效率，合理配置资源，降低综合资金成本，公司制定了《广东省农垦集团运营资金内控制度》，实施资金集中管理制度，由财务部负责实施全面资金管理。包括相关制度和流程的制定、管理银行账户、对营运资金的日常管理、保障稳健的资本结构、组织资金业务培训、资金业务档案资料的整理与保管等。

六、经营分析

1 经营概况

公司营业总收入主要来自天然橡胶板块，2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，受会计政策变更以及天然橡胶行情下行综合影响，公司综合毛利率持续下降。2024 年 1—3 月，公司营业总收入小幅下降，利润总额受汇兑损失的影响小幅亏损。

公司主营业务涵盖以天然橡胶、糖业等为主的战略资源业务和以乳业、畜牧、粮油等为主的绿色食品业务，同时经营以农产品配送服务、金融服务、房产物业等为主的城乡服务业务，业务多元化程度较高。2021—2023 年，随着天然橡胶板块收入的持续增加，公司营业总收入持续增加，年均复合增长 5.91%；利润总额波动增加，年均复合增长 26.80%，主要系受营业外收入规模波动的影响。

从收入构成来看，天然橡胶板块是公司营业总收入的主要来源，2021—2023 年，公司天然橡胶板块收入持续增加，主要系广垦橡胶海外工厂在良好行情的背景下，加大采购力度，加快产销节奏所致；糖业板块收入持续增加，主要系机制糖贸易量增加、自产糖产量、销量增加及白糖价格持续上升综合所致；乳业板块收入有所波动，但变化不大；畜牧板块收入持续增加，主要系生猪出栏量持续增加所致。其他业务板块包括剑麻、酒店旅游、房地产及物业租赁、农产品物流与营销、金融服务和农业土地出租等业务收入，2021—2023 年，公司其他业务板块收入波动增加，主要系家庭农场板块收入波动所致。

从毛利率来看，2021—2023 年，天然橡胶板块毛利率持续下降，主要系一方面 2022 年起按照新收入准则将产品销售过程中发生的运输费用由销售费用转入营业成本核算导致毛利率下降明显，另一方面天然橡胶行情下行导致毛利空间被挤压综合所致；糖业板块毛利率有所波动，2022 年同比下降主要系 21/22 榨季产糖率整体下降 0.13%，同时湛江地区垦区内部甘蔗收购价上升至 54 元/吨综合所致，2023 年随着国内白糖减产和国际糖价上升毛利率同比回升；乳业板块毛利率波动下降，其中 2022 年受终端市场需求下行的影响毛利率有所下降；畜牧板块毛利率波动下降，2023 年毛利率为负，主要系生猪养殖行业持续低迷所致。其他业务中，农场土地租赁业务毛利率保持较高水平，分别为 78.24%、82.07%和 79.78%，主要系主要农场土地为国家划拨的国有农业用地，承包给农场职工及农户取得承包收入，除发生一定的人员管理费用外，无折旧等摊销；物业租赁及管理毛利率分别为 58.81%、47.61%和 54.27%。综上，2021—2023 年，公司综合毛利率持续下降。

图表 4 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年			2022年			2023年			2023年收入增速及毛利率变动	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入增速	毛利率变动
天然橡胶板块	117.85	49.04%	12.15%	129.99	49.68%	9.73%	137.03	50.83%	5.39%	5.42%	-4.34 个百分点
糖业板块	28.90	12.03%	9.94%	32.93	12.59%	5.93%	33.41	12.39%	9.34%	1.46%	3.41 个百分点
乳业板块	19.85	8.26%	27.84%	18.75	7.17%	23.54%	19.50	7.23%	26.04%	4.01%	2.50 个百分点
畜牧板块	7.25	3.02%	6.22%	11.97	4.57%	15.77%	14.71	5.46%	-4.27%	22.93%	-20.04 个百分点
粮油板块	17.78	7.40%	0.11%	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	65.37	27.20%	22.60%	82.00	31.34%	23.05%	73.55	27.28%	24.52%	-10.31%	1.47 个百分点
内部交易抵消	-16.67	-6.93%	--	-14.01	-5.35%	--	-8.64	-3.21%	--	-38.31%	--
合计	240.34	100.00%	15.43%	261.64	100.00%	13.75%	269.57	100.00%	11.85%	3.03%	-1.90 个百分点

注：2022 年公司对粮油板块进行了业务重组¹，此后粮油板块收入纳入其他业务统计
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.54 亿元，同比下降 7.06%，主要系糖业收入减少所致；2024 年 1—3 月，实现利润总额-1.84 亿元，由盈利转为亏损，主要系天然橡胶板块产生汇兑损失所致。

2 业务经营分析

（1）天然橡胶

公司天然橡胶业务由下属子公司广垦橡胶经营，广垦橡胶的所有橡胶产品统一使用“广垦橡胶牌”。公司天然橡胶业务主要包括橡胶树的种植、橡胶原料采购、橡胶的初加工和产品销售等环节，具有较为完整的产业链。

图表 5 • 橡胶产品用途

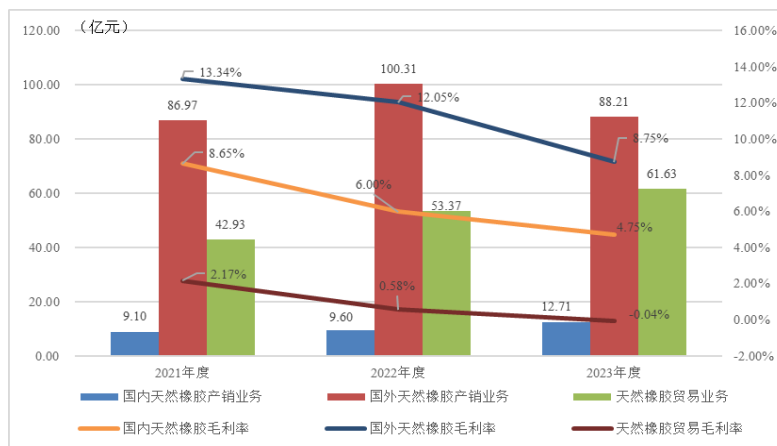
种类	性质	用途
浓缩乳胶	通用乳胶	适用于各种乳胶制品。根据其氨含量的高低而分为高氨和低氨胶乳两类。高氨离心浓缩乳胶可制手套、气球、医用胶管和安全套等，低氨离心乳胶主要适用于海绵制品等
胶清胶	乳胶生产过滤留下的残渣经处理后所得	适用于各种内外轮胎、输送带、胶板、胶管、密封件、胶鞋等各种工业橡胶制品和生活橡胶制品的生产
标准橡胶	固态生胶	制造各种轮胎、输送带、工业胶管、胶鞋等难于用胶乳直接成型的制品
复合胶	塑解剂经混炼复合而成的橡胶	制作轮胎、胶鞋、胶管、胶带、电线电缆的绝缘层和护套以及其他通用制品

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司收入主要来自国外天然橡胶产销业务，2021—2023 年，国外天然橡胶业务收入波动增加，其中 2022 年同比增加，主要系广垦橡胶海外工厂在良好行情的背景下，加大采购力度并加快产销节奏，2023 年随着天然橡胶行情的回落收入同比下降；国内天然橡胶收割面积和收割量较为稳定，国内天然橡胶产销收入持续增加；天然橡胶贸易业务方面，广垦橡胶贸易板块整合，统一调配管理下贸易规模提升，天然橡胶贸易业务收入持续增加。

¹ 2022 年，公司根据业务整合及剥离安排，将广东省广垦粮油有限公司（以下简称“广垦粮油”）食用油相关业务主体东莞市广垦嘉益粮油有限公司及广东广垦华粮米业有限公司 100%股权划转由子公司广东广垦农业发展有限公司持有，将油茶业务主体广东广垦油茶有限公司及茂名市广垦油脂科技有限公司 100%股权划转由广东省茂名农垦集团有限公司持有，上述子公司剥离后，广垦粮油剩余业务主要为租赁业务，公司将广垦粮油 100%股权划转由广东省燕塘投资有限公司持有，广垦粮油变为公司的四级子公司。未来，公司计划继续对粮油业务进行整合和收缩。

图表 6 • 2021—2023 年公司天然橡胶分板块收入及毛利率情况



注：上表不含合并抵消的金额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

①天然橡胶种植

公司的天然橡胶种植面积较大，处于全球领先水平；种植区域包括国内和海外，受自然条件影响，海外种植橡胶产量较为稳定，生产成本较国内具有一定优势。

截至 2023 年底，公司拥有种植基地 30 个，种植面积 110 万亩。其中，公司国内种植面积为 72 万亩，开割比例 66.98%，亩产天然橡胶水为 106.47 千克，亩产成品胶为 28.77 千克；海外方面，公司在马来西亚、柬埔寨共拥有 6 家橡胶种植公司，计划种植规模 120 万亩，已完成种植 38 万亩，其中可开割面积 18.1 万亩，占总种植面积的 47.51%。预计产量将逐步释放，释放周期大概是 7~8 年。

种植区域方面，公司国内天然橡胶种植基地位于广东，所产原料（鲜胶水）全部供应给公司茂名、阳江以及湛江 3 个加工厂。由于地理位置原因，国内胶园易受台风、寒害等自然灾害影响，每年 12 月至次年 4 月为国内胶园的停割期。近年来，公司持续在农业保险方面得到政府补贴资金的支持，基本覆盖了台风等恶劣天气对橡胶种植带来的经济损失。公司海外天然橡胶基地分布于马来西亚、柬埔寨、泰国、印度、印度尼西亚等“一带一路”沿线的七个国家，所产原料（鲜胶水）全部供应给橡胶基地所在国的公司加工厂。国外胶园开割期相对较长、较少遭受台风影响，故而当地天然橡胶产量较为稳定。

种植成本方面，由于国外橡胶种植基地气候条件好、产量高、抚管简单、劳动力成本低等因素，国内橡胶种植成本整体高于国外种植成本。公司国内自有生产基地橡胶树种植至开割树阶段的成本为 130 元/株左右。胶林达到开割标准后，抚管成本主要由生产（含割胶）人员工资福利、肥料、农药、资产折旧、运输费、工用具等费用构成，所占比例大约为：生产人员工资福利占 65%，肥料支出占 25%；农药、生物资产折旧、运输费支出各约 3%。

图表 7 • 国内橡胶生产基地农场情况

年份	种植面积（万亩）	开割比例	亩产天然橡胶水（千克）	亩产成品胶（千克）
2021 年	72.00	66.60%	110.52	29.80
2022 年	72.00	66.98%	107.55	28.90
2023 年	72.00	66.98%	106.47	28.77

资料来源：公司提供

②橡胶生产

公司橡胶生产基地主要围绕天然橡胶种植地分布，产能充裕，公司标准胶产量持续增加，产能利用率处于较高水平，但浓缩乳胶和胶清胶产能利用率较低。

橡胶生产方面，公司初加工产品主要为浓缩乳胶、胶清胶、标准胶和复合胶。国内橡胶加工业务由阳江分公司、茂名分公司、湛江分公司、海南临高广垦橡胶有限公司、海南琼海广垦橡胶有限公司、云南广垦橡胶有限公司等 13 家运营，分布于广东的茂名、阳江、湛江，以及海南和云南等地；海外橡胶加工业务由 24 家加工厂运营，分布在泰国、马来西亚和印度尼西亚。

成本构成方面，天然橡胶生产成本主要包括橡胶原料成本和橡胶加工成本，其中原料成本占比 90%以上，天然橡胶的种植成本及价格变动对产品毛利率影响很大。

采购模式来看，国内采购方面，茂名、湛江、阳江地区的生产基地天然橡胶主要为自有种植产品（约占国内原材料采购量的 20%），这部分天然橡胶来源稳定，产品的产量由天然橡胶的产量决定；海南和云南的生产基地的原材料为外购原材料，结算一般采用货到付款的方式。国外采购方面，采购政策为以销定产的购销策略，即根据销售情况确定采购量和采购时机。具体来看，公司马来西亚和柬埔寨胶园的橡胶树处于开割期的比例尚不到 40%，因此生产所需原材料小部分为自产橡胶，主要为对外采购；泰国受当地政策影响，非泰国投资者不能从事橡胶种植，原材料全部为对外采购。海外原材料供应商主要为工厂所在国的大型原料供应商，以及直接从农业生产者手中采购。结算方式一般为货到付款，或预付部分货款，货到后一周内付款。采购价格方面，一般参考当地期货市场和新加坡期货市场价格，以及附近大型生产企业报价综合确定。公司海外工厂处于天然橡胶产区，原材料供应较为稳定和充足。

公司的天然橡胶加工主要经过离心、脱水、除杂和烘干等程序。浓缩胶乳、标准橡胶的生产通过 ISO9001: 2000 管理体系认证。为保证产品质量，公司橡胶加工厂在生产前期对生产基地保鲜剂的使用进行指导，并加强鲜胶水的进厂检验，同时根据鲜胶水的存放时间进行生产调节；在生产中，严格检测挥发脂肪酸值的检测、及时调节浓缩乳胶中的干胶含量和氨仿量，以保证在离心环节前符合加工技术要求；最后对成品进行严格检测，保证每批次产品检验三次以上。上述措施保证了公司产品质量符合国家标准。

产能方面，截至 2023 年底，公司拥有橡胶加工年产能 130 万吨，其中国内年加工产能 20 万吨、海外加工产能 110 万吨。产量方面，2021—2023 年，橡胶产品（折干）的产量持续增加，分别为 85.4 万吨、93.8 万吨、94.4 万吨。

图表 8 • 公司主要橡胶产品生产情况

产品	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
标准胶	产能（万吨/年）	81.57	81.57	81.57	81.57
	产量（万吨）	65.13	73.25	81.79	20.13
	产能利用率	79.85%	89.80%	100.00%	98.71%
浓缩乳胶	产能（万吨/年）	30.50	30.50	30.50	30.50
	产量（万吨）	14.18	13.86	12.70	3.01
	产能利用率	46.49%	45.44%	41.64%	39.51%
胶清胶	产能（万吨/年）	2.55	2.55	2.55	2.55
	产量（万吨）	0.87	0.83	0.77	0.19
	产能利用率	33.92%	32.55%	30.02%	29.85%

注：该表为公司部分橡胶产品生产情况，产能合计数小于公司整体橡胶产能；2024 年 1—3 月产能利用率已年化
 资料来源：公司提供

③橡胶销售

公司橡胶产品销售客户资源优质，销售回款风险较小。2021—2023 年，得益于新能源汽车行业和中国轮胎市场份额扩大橡胶产品销量持续增加。

公司橡胶产品销售主要由广垦橡胶下属子公司青岛广垦橡胶国际贸易有限公司（简称“青岛广垦”）、广州市广橡国际贸易有限公司（简称“广州广垦”）、云南广垦橡胶有限公司（简称“云南广垦”）以及位于新加坡的广垦橡胶（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡广垦”）和泰华树胶（大众）有限公司（以下简称“泰华树胶”）负责。其中青岛广垦、广州广垦、云南广垦负责中国市场的销售工作，新加坡和泰华树胶主要负责国外市场的销售工作。另外，云南广垦橡胶有限公司与海南临高广垦橡胶有限公司是生产与销售为一体的子公司，主要负责云南与海南两大产区的产品加工与本地销售业务。

国内橡胶销售方面，公司实行电子交易平台销售和线下平台销售两种方式。国内茂名、阳江、湛江的三家加工厂的自产胶全部在下属的广东省广垦橡胶集团销售有限公司（以下简称“橡胶销售公司”）实行网上竞价交易，目前电子交易平台拥有各地网上交易客户 45 家，基本可满足公司自产橡胶的销售需要。公司电子交易平台与海南橡胶交易中心联网，竞价交易规则有利于发现市场价格。竞价达成一致后，客户与橡胶销售公司签订成交合同，各加工厂根据橡胶销售公司的指令将相关定时定量地输送到指定交收地点，由橡胶销售公司与客户办理交收；待销售货款进入橡胶销售公司后，再进行内部核算。公司国内其他橡胶加工厂的自产胶和橡胶贸易则由橡胶销售公司统一组织，在线下平台下销售。在销售结算方式和回款周期上，公司的国内产品销售一般采用货到付款的形式，没有赊销。

公司海外工厂天然橡胶产品主要满足国内需求，其中约三分之二销往国内，三分之一销往东南亚、新加坡、欧美等全球各地。结算方式主要为电汇转账、信用证和银行托收，由发货工厂将单据寄至客户指定银行，客户付款赎单后才能到码头或保税区提货，有银行信用做保证，收款较为安全。回款时间一般在货物发出后 1 个半月内。对于信用等级较高、采购量较大的重点客户，可能采用赊销方式，一般赊销期限为 30 天~90 天。

销量方面，2021—2023 年，公司标准胶、复合胶产品销量持续增加，主要系一方面下游新能源汽车行业快速发展，另一方面中国轮胎企业市场份额扩大使得需求增加综合所致；销售价格随行就市。

图表 9 • 公司主要橡胶产品销售情况（单位：万吨、亿元）

类别	2021年		2022年		2023年		2024年1-3月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
标准胶、复合胶	46.37	50.88	73.91	84.59	81.33	81.68	19.27	19.70
其中：国内销量	4.32	5.18	7.15	8.04	10.32	11.04	1.89	2.03
国外销量	42.05	45.70	66.76	76.54	71.00	70.64	17.38	17.67
浓缩乳胶	10.08	9.26	13.51	11.76	12.90	10.08	3.72	3.14
其中：国内销量	1.11	1.02	1.65	1.44	1.81	1.54	0.07	0.06
国外销量	8.97	8.23	11.87	10.32	11.09	8.55	3.66	3.08
胶清胶	0.33	0.25	0.56	0.45	0.45	0.35	0.15	0.13
其中：国内销量	0.12	0.11	0.12	0.11	0.13	0.12	0.02	0.02
国外销量	0.20	0.14	0.44	0.34	0.32	0.23	0.13	0.11
合计	56.77	60.39	87.98	96.80	94.67	92.12	23.15	22.97

资料来源：公司提供

广垦橡胶除自产产品外，还从事橡胶贸易。广垦橡胶是国内橡胶贸易领先企业，拥有货物进出口权，在上海、天津、青岛、温州、广饶、威海、厦门、广州南沙设有八大办事处，并在广州南沙、天津、上海、青岛等地建立了配送中心，销售渠道及服务网络基本覆盖国内主要消费区域。海外销售主要由新加坡广垦和泰华树胶负责。

客户方面，公司拥有 500 余家客户，其中终端客户占比约 20%，中间贸易商占比约 80%。终端客户涉及的行业主要为橡胶轮胎，国内客户主要客户包括风神轮胎股份有限公司、四川中策轮胎有限公司、三角轮胎股份有限公司等，海外客户主要包括米其林、固特异、韩泰等大型轮胎企业。

销售集中度方面，2023 年，公司橡胶业务前五大客户销售金额为 19.90 亿元，占橡胶业务销售总额的 14.51%，集中度较低；公司不存在对单一客户依赖的情况。

（2）其他业务

公司依托资源优势及产业链条优势开展多元化经营，有助于分散单一行业波动带来的风险。

①制糖业务

公司糖业的运营主体广东广垦糖业集团有限公司（以下简称“广垦糖业”）是广东省重点农业龙头企业。广垦糖业的主要产品包括自制机制糖及酒精等副产品。广垦糖业的“蜂泉牌”白砂糖、“丰牌”白砂糖、“三环牌”白砂糖为广东省名牌产品，其中“蜂泉牌”白砂糖为中国名牌产品。食糖是季产年销的产品，能够储藏的时间相对较长。每年的 11 月至次年的 4 月为公司制糖业务的榨季。广垦糖业利用制糖生产产生的蔗渣、废糖蜜、滤泥等废弃物生产酒精、沼气、有机生物肥等综合利用产品。

原材料采购方面，公司制糖所需的甘蔗原料约 60%来自种植基地，40%左右向农场周边农户采购。广垦糖业的甘蔗种植基地主要位于广东湛江，截至 2023 年底，广垦糖业拥有土地面积 171 万亩，其中农用地面积 149 万亩，其中甘蔗种植面积 59 万亩，年产量 300 万吨，蔗区甘蔗出糖率 9.87%。公司制糖生产所需的其他主要辅助材料主要通过垦区的广东广垦糖业集团贸易有限公司统一招标采购，结算期为 3 至 6 个月。

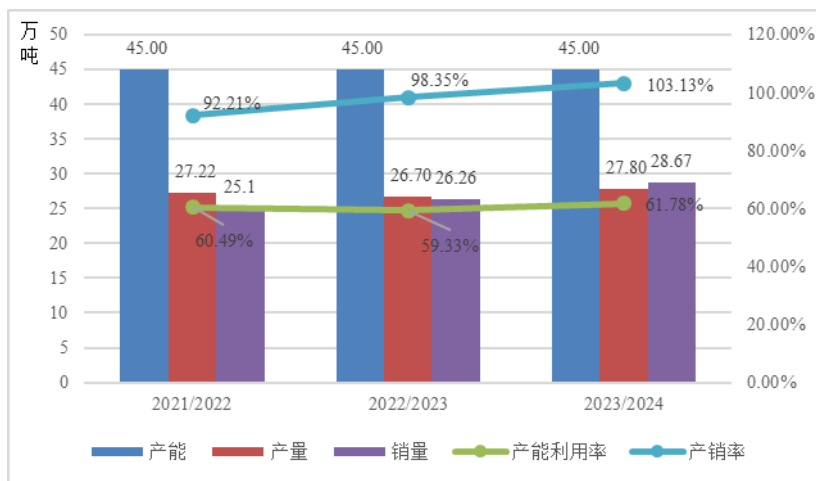
生产方面，广垦糖业下设 6 家糖厂，截至 2023 年底，广垦糖业机制糖产能 45 万吨/年，桔水 20 万吨、复合肥 5 万吨、蔗渣 28 万吨。产量方面，自 2020/2021 榨季开始，受天气、其他经济作物挤压、广西地区高价抢蔗等多重因素影响，公司榨蔗出现较大幅度下降，2021/2022 榨季以来榨蔗量有所提升，但提升幅度不大，整体产能利用率偏低。销量方面，受益于机制糖下游需求状况良好，公司机制糖产销率维持在 90%以上。

销售方面，公司机制糖由广垦糖业统一对外销售，产品主要销往广东省珠三角、东北三省、上海、山东、河北、江苏、浙江、福建等地，其中福建、山东和广东合计销售占比在 50%以上。下游客户以大型食糖贸易平台、国内知名食品饮料企业为主，包括中粮糖业（天津）有限公司、上海安盟国际贸易有限公司、天津新蓉供应链服务有限公司、广西康宸世糖贸易有限公司等。结算方式主要以现金结算，并采用款到发货的结算方式，少量采取定金贸易和到岸结算贸易模式，该模式客户先支付定金订货，到期后付清货款再提货。

销售定价方面，公司基础糖价由公司内部销售人员及单位领导组成白糖定价小组，每星期一收集最新的市场变化情况，确定公司的销售价格，每年 8 月根据白糖价格情况对甘蔗收购价进行联动。地方蔗区根据市场价格确定甘蔗价格，一次结算，不实行糖价与甘蔗价联动。

此外，公司外购部分机制糖为对外采购，外购机制糖数量约占机制糖销量的 40% 左右，外购的供应商主要为非关联公司。外购白糖按不含税售价全额确认收入，按不含税采购价格确认成本。外购白糖与供应商的结算方式为先付全款再收货。2021—2023 年，公司机制糖贸易量分别为 53.34 万吨、61.53 万吨和 54.65 万吨，收入分别为 26.50 亿元、30.93 亿元和 32.20 亿元。

图表 10 • 公司糖业生产销售情况

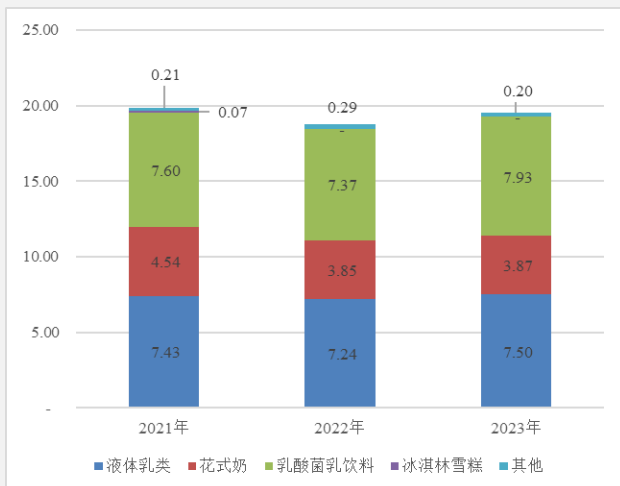


资料来源：公司提供

② 乳业产业

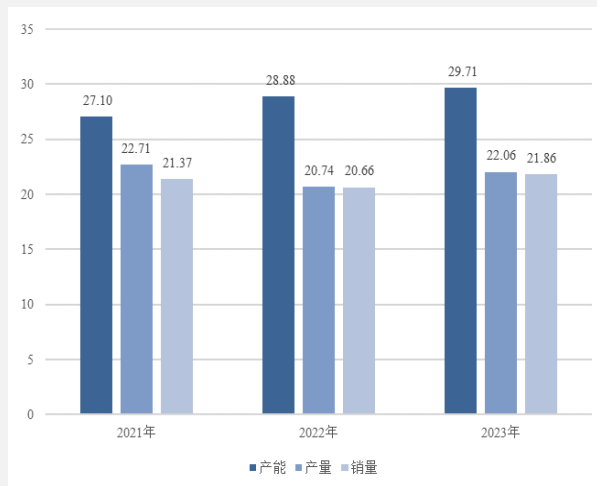
乳业业务主要由燕塘乳业经营，包括自有牧场经营、原料奶采购、乳制品加工和产品销售等环节，具有较完整的产业链。截至 2023 年底，公司拥有 3 座自有牧场，分布在阳江、湛江和陆丰。公司自有牧场拥有奶牛 8402 头，其中成母牛 4291 头，奶牛年单产量可达 9 吨以上；除自有牧场供应外，公司与十余家大中型牧场保持稳定的战略合作关系。公司阳江牧场二期、参股合作的燕塘传祁奶牛养殖基地项目已于 2022 年底顺利建成投产，进一步提高了公司原奶品质和产量规模。截至 2023 年底，公司拥有 22 条巴氏奶（低温奶）生产线，12 条无菌奶（常温奶）生产线，产能为 29.71 万吨/年。从销售端来看，燕塘乳业产品结构较为丰富，在广东省内具备较强的品牌和规模优势，销量变化不大。

图表 11 • 公司乳业收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 12 • 公司乳业产销情况（单位：万吨/年、万吨）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

③ 畜牧业务

公司畜牧养殖业务由子公司广东广垦畜牧集团股份有限公司（以下简称“广垦畜牧”）运营。公司生猪养殖业务主要采用自繁自养模式。广垦畜牧下辖 1 个中美合资的沃而多原种猪场和 1 个广垦新丹系原种猪场，2 个祖代原种猪场，3 个父母代种猪扩繁场，以及 1 个有机肥厂，2 家生猪贸易公司，2 个生猪出口注册场和 20 个标准化商品猪养殖生产基地，截至 2023 年底，公司生猪养殖产能 200 万头/年。饲料方面，由于 2021 年以来公司生猪养殖规模持续提升，饲料产量逐年增加。公司饲料原料主要为玉米和豆粕，均为对外采购，采购价格随行就市。截至 2023 年底，公司饲料产能 15 万吨/年。

生猪销售方面，公司在茂名、湛江设立专业销售公司，在阳江、惠来、陆丰分设销售点，配备销售团队统筹生猪销售业务。公司生猪主要销售给区域内贸易商，少量供港销售和广东广垦绿色农产品有限公司出售。2021 年，生猪养殖行业景气度进入下行通道，2022 年猪价虽有所回升但整体处于较低水平，2023 年以来猪价有所回落，受此影响，销售均价波动下降。

图表 13 • 公司生猪养殖业务情况

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
产能（万头/年）	95.00	200.00	200.00	200.00
出栏量（万头）	37.75	79.00	120.00	30.00
产能利用率（%）	67.11	53.50	84.56	84.09
销售均价（元/公斤）	20.41	21.18	15.31	14.50

资料来源：公司提供

④其他业务

公司其他业务包括房地产、家庭农场业务、物业租赁及管理、农场土地出租、酒店、农产品物流与营销和金融服务等产业。

家庭农场业务主要由湛江、茂名等五个二级子公司下属的广东农垦南华农场有限公司等 45 家农场经营，45 家农场均位于广东省内，其中：湛江地区 18 家、茂名地区 12 家、阳江地区 6 家、揭阳地区 6 家、汕尾地区 3 家，家庭农场的主要产品分为甘蔗、剑麻叶片、红江橙、菠萝、橡胶、火龙果等。农业种植方面主要采取“公司+基地+家庭农场”的种植模式。截至 2023 年底，公司在雷州半岛拥有 136 万亩土地，土地集中连片、规模化优势明显，适宜机械化生产和集约化经营。其中，雷州半岛有原料蔗面积约 19 万亩，橡胶面积约 10 万亩，剑麻面积约 5 万亩，菠萝、红江橙、香蕉、火龙果等特色水果种植面积约 23 万亩，是原料蔗、果蔬等农产品的重要保障基地。2021—2023 年，公司家庭农场板块收入分别为 22.18 亿元、27.63 亿元和 24.84 亿元。

房地产业务主要由广东省广垦置业有限公司运营，其主要对广东农垦持有的自有土地和纳入“三旧改造”计划的物业进行开发。截至 2024 年 3 月末，公司在建房地产项目总投资为 49.94 亿元，尚需投资 12.28 亿元；截至 2023 年底，在售项目共 4 个，累计已实现销售额 18.27 亿元，2023 年实现销售额 3.12 亿元。

物业租赁及管理业务主要由下属各子公司承担物业租赁及管理职能。截至 2024 年 3 月底，公司在广州和深圳持有的用于租赁的物业约 60 万平方米，其中位于广州的物业包括住宅、办公、场地等物业，深圳地区主要以工业厂房为主。2023 年，公司实现租金收入 4.41 亿元。会计计量方面，公司持有的租赁物业均按照成本法计入投资性房地产，截至 2023 年底账面价值为 11.34 亿元。土地租赁方面，截至 2024 年 3 月，广东农垦所属国有农场确权土地面积 318.11 万亩，均为国家划拨用地，其中约 117.32 万亩对外出租或承包经营，承租人和承包人主要系农场的职工、农场周边的农户，主要用于农业生产，种植甘蔗等农业作物。

金融业务主要为小额贷款业务，小额贷款业务由广东粤垦农业小额贷款股份有限公司（以下简称“粤垦小贷”）运营。粤垦小贷是一家具有在广东全省范围内开展业务的资格，以服务“三农”和小微企业发展的具有鲜明农业特色的小额贷款公司。公司持有粤垦小贷 65% 的股权。截至 2023 年底，粤垦小贷公司总资产 33311.99 万元，总负债 317.07 万元，所有者权益合计 32994.92 万元，2023 年营业收入 3502.81 万元，净利润 1374.48 万元。截至 2024 年 3 月底，粤垦小贷发放贷款余额为 2.75 亿元，其中借款人中农户自然人占比为 43.95%；抵押和保证贷款占比分别为 55.00% 和 32.78%，正常类贷款占比为 86.28%。

3 经营效率

公司经营效率指标较好。

从经营效率指标看，2021—2023 年，与所选同行业公司对比，公司应收账款周转率处于平均水平，存货周转率和总资产周转率处于较高水平。

图表 14 • 公司经营效率（单位：次）

指标	2021年	2022年	2023年
销售债权周转次数	21.33	19.65	16.96
存货周转次数	2.85	2.98	3.20
总资产周转次数	0.58	0.61	0.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 15 • 同行业公司经营效率对比（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
宁夏农垦	1.06	10.06	0.18
海南农垦	3.33	19.02	0.33
江苏农垦	1.01	20.82	0.41
首农集团	2.76	29.96	0.98
广东农垦	3.20	17.34	0.63

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；宁夏农垦集团有限公司简称“宁夏农垦”，海南省农垦投资控股集团有限公司简称“海南农垦”，江苏省农垦集团有限公司简称“江苏农垦”，北京首农食品集团有限公司简称“首农集团”

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

4 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势。公司在建项目围绕主业展开，有助于增强企业竞争力。

未来，公司将以高质量发展为牵引，深入实施广东农垦再造战略，推进“1339”工作部署，促进产业高质高效、垦区宜居宜业、职工富裕富足。发展目标方面，2025 年，实现垦区社会总产值达 650.00 亿元，年均增长约 6%；国内生产总值达 270.00 亿元，年均增长约 6%；营业收入 360.00 亿元，年均增长约 10.80%；利润总额 12.00 亿元，年均增长 5%。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建项目情况见下表，主要在建项目剩余投资规模较小，资本支出压力尚可。

图表 16 • 公司主要在建工程（单位：亿元）

项目	计划总投资	截至 2024 年 3 月底剩余投资	投资计划			预计完工时间	资金来源
			2024 年	2025 年	2026 年		
金星生猪养殖基地配套育肥场建设项目	3.03	0.10	0.10	--	--	2026 年底	自筹+借款
火炬生猪养殖基地配套育肥场建设项目	3.03	0.20	0.20	--	--	2024 年 10 月（一期）	自筹+借款
糖蔗优势特色产业集群建设项目	5.62	4.49	3.36	1.13	--	2025 年底	自筹
合计	11.68	4.79	3.66	1.13	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供整理

七、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求进行编制。本报告 2021 年和 2022 年财务数据均采用期初金额/上期金额。

合并范围方面，截至 2022 年底，公司合并范围子公司 318 家，较上年底减少 7 家，截至 2023 年底，公司合并范围子公司 325 家，较上年底增加 7 家，变动子公司规模不大，对公司财务数据影响较小。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2021—2023 年底，公司资产总额波动下降，以非流动资产为主。公司现金类资产充裕，资产受限比例低。

2021—2023 年底，公司资产总额波动下降，资产构成以非流动资产为主。公司主要资产主要构成情况详见下表。

图表 17 • 2021—2023 年底及 2024 年 3 月底公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 3 月		2023 年同比增长率	变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	157.42	36.97%	165.06	37.70%	147.80	34.83%	169.55	38.13%	-10.46%	--
货币资金	31.05	7.29%	47.45	10.84%	31.04	7.32%	38.14	8.58%	-34.58%	2022 年收到燕塘工业园土地补偿款 14.03 亿元，2023 年偿还部分银行借款
应收账款	12.52	2.94%	13.45	3.07%	17.55	4.14%	22.77	5.12%	30.46%	经营规模扩大所致
其他应收款（合计）	29.74	6.98%	22.18	5.06%	19.55	4.61%	20.41	4.59%	-11.83%	计提坏账准备
存货	75.73	17.79%	75.50	17.24%	72.95	17.19%	80.86	18.18%	-3.38%	--
非流动资产	268.38	63.03%	272.79	62.30%	276.58	65.17%	275.14	61.87%	1.39%	
固定资产（合计）	168.94	39.68%	178.53	40.78%	183.61	43.26%	183.06	41.17%	2.84%	
资产总额	425.80	100.00%	437.85	40.78%	424.38	100.00%	444.69	100.00%	-3.08%	

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

流动资产方面，截至 2023 年底，公司货币资金主要为银行存款（10.09 亿元）和存放同业款项（18.87 亿元），其中受限货币资金 2.34 亿元，主要为保证金、预售房款和法定存款准备金等，受限比例低；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额中，1 年以内（含 1 年）占 79.09%，账龄较短，前五名应收账款余额合计 5.15 亿元（占 24.67%），集中度较低。截至 2023 年底，公司其他应收款中采用账龄分析法计提坏账准备的余额 8.53 亿元，其中 1 年以内占比 49.81%，账龄较长；存货主要为原材料（占 30.78%）、库存商品（产成品）（占

24.30%)和房地产开发成本(占33.92%)，其中房地产开发成本主要为广垦置业观云大厦等四个在建项目。固定资产主要由土地资产(占47.23%)、房屋及建筑物(占31.03%)和其他设备(占12.64%)构成，公司土地资产以划拨用地为主²。

图表 18 • 截至 2023 年底公司其他应款前 5 名明细 (单位: 亿元)

单位名称	账面余额	占其他应收款合计的比例	账龄 (年)
茂名市广垦长晟粮油食品有限公司	5.69	19.84%	1.72
茂名市中晟实业有限公司	3.92	13.66%	-
广西万德药业有限公司	1.09	3.80%	1.09
湖南豫景置业有限公司	0.94	3.29%	-
江西赣亮医药原料有限公司	0.86	3.01%	0.86
合计	12.51	43.60%	3.67

资料来源: 公司财务报告

截至 2024 年 3 月底, 公司合并资产总额 444.69 亿元, 较上年底增长 4.79%, 仍以非流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。

截至 2024 年 3 月底, 公司受限资产情况见下表, 受限比例很低。

图表 19 • 截至 2024 年 3 月底公司资产受限情况

资产类型	资产账面价值 (亿元)	占资产总额比重	受限原因
货币资金	2.42	0.54%	法定存款准备金、银行授信抵押担保
其他应收款	0.44	0.10%	保证金
存货	15.68	3.53%	银行授信抵押担保
固定资产	6.12	1.38%	银行授信抵押
应收账款	1.04	0.23%	银行授信抵押担保
在建工程	4.19	0.94%	银行授信抵押
合计	29.89	6.72%	--

资料来源: 公司提供

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年底, 公司所有者权益变化不大, 所有者权益结构稳定性强。

2021—2023 年底, 公司所有者权益变化不大。截至 2023 年底, 公司所有者权益 170.39 亿元, 较上年底变化不大。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 90.02%, 少数股东权益占比为 9.98%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 22.95%、64.45%、-0.04%和 9.44%。所有者权益结构稳定性强。

截至 2024 年 3 月底, 公司所有者权益 167.36 亿元, 较上年底变化不大, 所有者权益结构变化不大。

(2) 负债

2021—2023 年底, 公司负债总额波动下降, 以流动负债为主; 公司整体债务负担一般, 但以短期债务为主。

2021—2023 年底, 公司负债总额波动下降, 负债以流动负债为主。公司负债主要构成见下表。

图表 20 • 公司主要负债情况 (单位: 亿元)

科目	2021年		2022年		2023年		2024年3月		2023年底变化	变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动负债	156.24	60.91%	156.25	58.44%	151.72	59.74%	170.60	61.51%	-2.90%	--
短期借款	69.14	26.96%	63.93	23.91%	50.65	19.94%	56.49	20.37%	-20.77%	--
其他应付款 (合计)	38.51	15.01%	38.12	14.26%	39.58	15.58%	42.96	15.49%	3.82%	--

² 根据财政部《关于国有企业清产核资中土地估价有关财务处理问题的通知》(财工字〔1995〕108号)规定: “对于通过行政划拨方式依法无偿取得的土地, 企业应按确认、批复后的价值, 经清产核资机构会同同级财政部门批准后, 作增加固定资产处理, 同时增加国家资本公积金”。

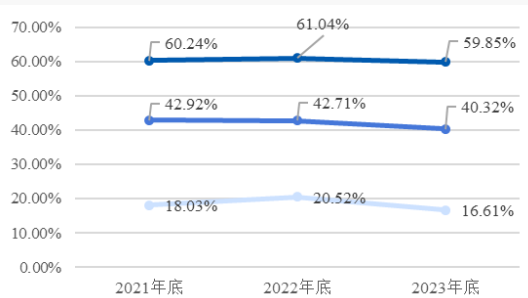
一年内到期的非流动负债	9.30	3.63%	2.67	1.00%	13.95	5.49%	3.45	1.24%	422.40%	--
其他流动负债	6.42	2.50%	11.15	4.17%	16.16	6.36%	31.76	11.45%	44.88%	发行超短融产品
非流动负债	100.27	39.09%	111.12	41.56%	102.26	40.26%	106.73	38.49%	-7.97%	--
长期借款	10.73	4.18%	11.27	4.22%	13.08	5.15%	15.05	5.43%	16.05%	--
应付债券	24.96	9.73%	32.04	11.98%	19.97	7.86%	20.58	7.42%	-37.67%	--
长期应付款（合计）	15.87	6.19%	16.24	6.07%	15.20	5.98%	17.33	6.25%	-6.38%	--
递延收益	45.20	17.62%	48.48	18.13%	50.57	19.91%	50.82	18.32%	4.30%	--
负债总额	256.51	100.00%	267.38	100.00%	253.99	100.00%	277.33	100.00%	-5.01%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

流动负债方面，截至 2023 年底，公司短期借款主要为抵押借款（占 51.01%）和信用借款（占 45.41%）；其他应付款主要为应付往来款（27.68 亿元）；其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及其相关计算指标。非流动负债方面，截至 2023 年底，公司长期借款中以保证借款为主（含一年内到期的长期借款）。

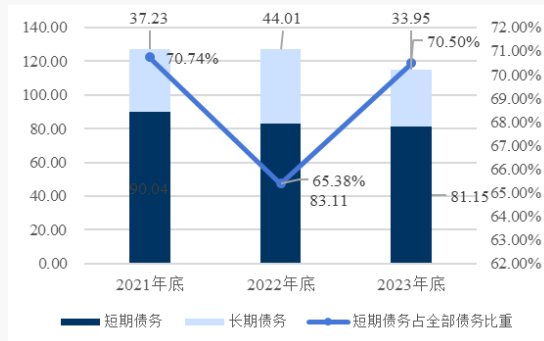
从全部债务来看，2021—2023 年底，公司全部债务规模持续减少，债务以短期债务为主。债务指标方面，2021—2023 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率波动下降、全部债务资本化比率持续上升，债务负担一般。

图表 21 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

图表 22 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 277.33 亿元，较上年底增长 9.19%，主要系发行超短融所致。其中，流动负债占 61.51%，非流动负债占 38.49%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，期间费用对利润总额有一定影响，营业外收入对公司利润总额贡献程度较高。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 5.91%，利润总额波动增长。分析详见本报告“六、经营分析”。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 8.44%。2021—2023 年，公司期间费用率³分别为 12.36%、11.39%和 9.24%，期间费用对利润总额有一定影响。

非经常性损益方面，2021—2023 年，公司营业外收入分别为 8.05 亿元、21.92 亿元、8.42 亿元，波动增长，年均复合增长 2.27%；营业外支出分别为 5.79 亿元、5.68 亿元、5.44 亿元，持续下降，年均复合下降 3.14%。公司营业外收入主要为取得的政府为发展农业给予的补助以及因公司承担社区管理等社会职能取得的财政补助性质的社会性收入等。2023 年，公司投资收益为-1.67 亿元，主要系参股投资茂名市中晟实业有限公司确认投资亏损 1.49 亿元所致。

盈利能力指标方面，2021—2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动上升，营业利润率持续下降；与所选同行业公司相比，公司盈利能力尚可。

³ 期间费用率=费用总额/营业总收入*100%

图表 23• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	240.34	261.64	269.57	55.54
营业成本	203.26	225.65	237.59	49.55
费用总额	29.70	29.81	24.90	7.77
其中：销售费用	7.88	4.97	4.43	1.14
管理费用	17.29	19.80	16.97	3.61
研发费用	0.47	0.58	0.68	0.11
财务费用	4.06	4.46	2.82	2.90
投资收益	0.30	0.14	-1.67	-0.20
利润总额	3.87	10.30	6.23	-1.84
营业利润率	13.88%	12.28%	10.20%	9.00%
总资本收益率	1.76%	3.86%	2.58%	--
净资产收益率	1.33%	4.31%	2.39%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

图表 24 • 同行业公司盈利指标对比

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
宁夏农垦	25.18%	1.69%	0.78%
海南农垦	7.22%	1.11%	0.30%
江苏农垦	19.72%	7.35%	10.19%
首农集团	6.21%	2.87%	2.77%
广东农垦	11.62%	2.24%	2.39%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.54 亿元，同比下降 7.06%，主要系糖业收入减少所致；2024 年 1—3 月，实现利润总额-1.84 亿元，由盈利转为亏损，主要系天然橡胶板板块产生汇兑损失所致。

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动产生的现金净流量持续流入，经营获现能力一般，投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额持续净流出。考虑到公司在建项目剩余投资规模较小，公司融资压力不大。

图表 25 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	332.63	320.06	398.31	73.55
经营活动现金流出小计	313.92	294.99	380.71	76.52
经营活动现金流量净额	18.71	25.06	17.61	-2.97
投资活动现金流入小计	26.23	41.40	9.21	1.85
投资活动现金流出小计	42.35	48.23	22.57	4.03
投资活动现金流量净额	-16.12	-6.83	-13.37	-2.18
筹资活动前现金流量净额	2.59	18.23	4.24	-5.14
筹资活动现金流入小计	152.79	174.03	142.56	56.95
筹资活动现金流出小计	156.45	174.84	163.19	44.84
筹资活动现金流量净额	-3.65	-0.81	-20.63	12.12
现金收入比	99.55%	97.92%	103.01%	109.78%

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

经营活动现金流方面，2021—2023 年，随着公司业务规模的变化，以及票据结算规模的变化，经营活动现金流入及流出规模有所波动，经营活动现金流量净额持续净流入，净流入规模波动下降，从收入质量来看，公司经营获现能力一般。

投资活动现金流方面，2022 年公司收到燕塘工业园土地补偿款，投资活动现金流入大幅增加。公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、投资和并购子公司支付的现金。2021—2023 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额持续净流入。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2021—2023 年，公司筹资活动现金流量净额有所波动。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额-2.97 亿元，投资活动现金流量净额-2.18 亿元，筹资活动现金流量净额 12.12 亿元。

5 偿债指标

公司偿债指标表现尚可，但考虑到公司的战略地位、外部支持等因素，公司偿债能力很强。

图表 26 • 公司偿债指标

项目	指标	2021年	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率（%）	100.75	105.64	97.42
	速动比率（%）	52.28	57.32	49.33
	经营现金/流动负债（%）	11.98	16.04	11.60
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	0.30	0.22
	现金类资产/短期债务（倍）	0.35	0.58	0.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	15.61	24.71	25.79
	全部债务/EBITDA（倍）	8.16	5.14	4.46
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.20	0.15
	EBITDA/利息支出（倍）	5.23	5.97	7.84
	经营现金/利息支出（倍）	6.27	6.05	5.35

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标来看，流动资产对流动负债的保障程度尚可；公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 为 25.79 亿元，同比增长 4.40%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 60.73%）、计入财务费用的利息支出（占 12.76%）、利润总额（占 24.15%）构成。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度高，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保 1.47 亿元，主要为对联营企业和学校提供的担保。除下表担保事项外，公司的子公司陆丰广垦置业有限公司（以下简称“陆丰广垦置业”）按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止；截至 2024 年一季度末，陆丰广垦置业承担阶段性担保额为 452.74 万元。

图表 27 • 截至 2024 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保币种	担保余额	担保主债权起始日	担保主债权到期日
广东省湛江农垦集团有限公司	湛江农垦实验中学	人民币	1424.00	2023/04/23	2025/04/23
广东省湛江农垦集团有限公司	广东省农工商职业技术学校	人民币	4950.00	2023/08/28	2024/11/21
广东省湛江农垦集团有限公司	广东省农垦湛江技工学校	人民币	1450.00	2023/11/23	2024/11/21
广州燕塘房地产开发有限公司	湖南豫景置业有限公司	人民币	2772.00	2022/01/29	2042/01/26
广东广垦畜牧集团股份有限公司	广垦牧原农牧有限公司	人民币	1444.00	2024/03/18	2025/03/18
广东广垦畜牧集团股份有限公司	广垦牧原农牧有限公司	人民币	2660.00	2023/11/28	2024/12/11
合计	-	-	14700.00	--	--

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 447.57 亿元，其中未使用额度为 374.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2024 年 3 月底，公司及其重要子公司不存在影响正常经营的重大未决诉讼。

6 公司本部财务分析

公司本部为控股平台，经营性活动较少，其资产主要为长期股权投资、货币资金和其他应收款等。公司本部负债以应付债券为主。公司本部收入规模小，利润主要来自投资收益，现金流主要来自于筹资活动。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 130.67 亿元，较上年底下降 7.46%。其中，流动资产 54.53 亿元(占 41.73%)，非流动资产 76.13 亿元(占 58.27%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.51%）、其他应收款（合计）（占 87.83%）；非流动资产主要由长期股权投资（占 91.33%）、投资性房地产（占 6.09%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 6.28 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 86.55 亿元，较上年底下降 5.75%。其中，流动负债 66.20 亿元（占 76.49%），非流动负债 20.35 亿元（占 23.51%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 28.72%）、其他应付款（合计）（占 32.35%）、一年内到期的非流动负债（占 16.05%）、其他流动负债（占 22.78%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 98.16%）构成。公司本部 2023 年资产负债率为 66.24%，较 2022 年提高 1.20 个百分点。

截至 2023 年底，公司本部全部债务 64.68 亿元。其中，短期债务占 69.12%、长期债务占 30.88%。截至 2023 年底，公司本部短期债务为 44.71 亿元，存在短期偿付压力。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 59.45%，公司本部债务负担较重。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 44.12 亿元，较上年底下降 10.64%。在所有者权益中，实收资本为 35.20 亿元（占 79.79%）、资本公积合计 5.17 亿元（占 11.72%）、未分配利润合计 2.73 亿元（占 6.20%）、盈余公积合计 1.01 亿元（占 2.29%）。

2023 年，公司本部营业总收入为 0.68 亿元，利润总额为-4.63 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.42 亿元，营业外收入为 0.39 亿元。

现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.81 亿元，投资活动现金流净额-9.67 亿元，筹资活动现金流净额 0.81 亿元。

八、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司作为农林牧渔企业，公司加强环境管理、践行绿色生产，2023 年以来在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。2023 年，公司及子公司未发生重大环境污染事故，无环境行政处罚事件，无重大安全生产事故。

社会方面，公司坚持政治责任、经济责任、社会责任一体承担，为利益相关方创造包括经济价值、社会价值和环境价值在内的综合价值。公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高。2023 年公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司积极响应政府政策。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力强，建立了完善的法人治理结构。详见本报告“五、管理分析”。

九、外部支持

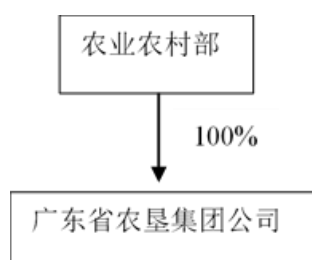
公司战略地位显著，政府支持力度大。

公司隶属于国家农业农村部，是中央两大直属垦区之一，自成立以来多次获国有资本金增资，用于投资天然橡胶、粮油、畜牧等产业项目。公司主营板块天然橡胶和剑麻为国家战略资源，获得多项政策扶持、税收优惠及补贴。税收优惠方面，国家对自产橡胶产品销售免征增值税；种植橡胶树和从事天然橡胶产品初加工所得免征企业所得税。同时，国家为橡胶产业走向海外创造条件，对公司海外项目开展的前期费用、人员保险、橡胶资源的运输和保险费给予一定补贴。广东省也针对公司海外橡胶产业项目给予“走出去”专项资金支持。公司近年来持续收到多项政府补贴，2021—2023 年，中央财政拨款分别为 8.06 亿元、8.62 亿元和 11.30 亿元，地方财政拨款分别为 1.81 亿元、1.86 亿元和 1.76 亿元，包含农业保险保费补贴、农业生产发展基金、水库移民等多项补贴。

十、评级结论

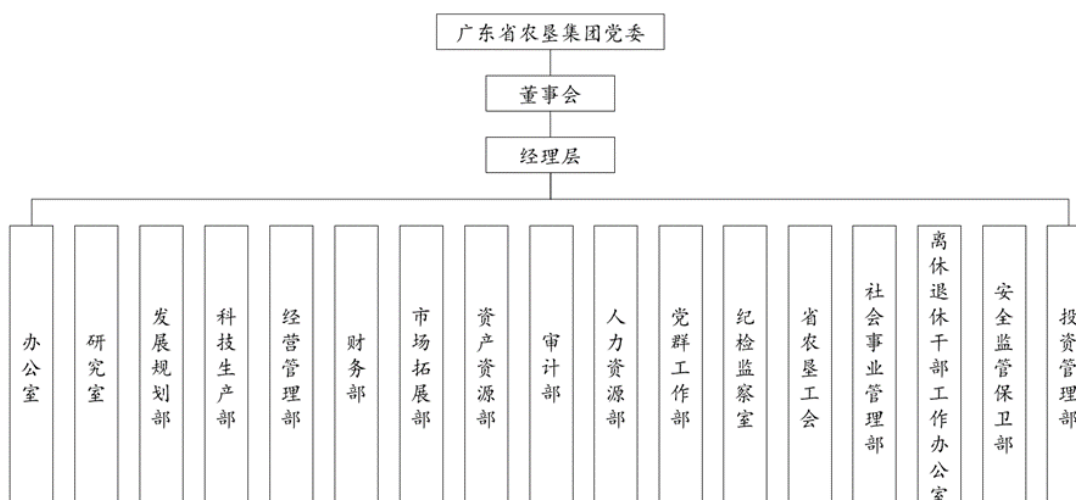
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	实收资本 (亿元)	直接持 股比例 (%)	间接持 股比例 (%)	2024年3月底			2023年		
				总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	所有者 权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广东省湛江农垦集团有限公司	5.00	100.00	-	92.87	55.73	37.15	31.75	1.93	4.03
广东省茂名农垦集团有限公司	1.58	100.00	-	41.72	36.93	4.79	7.17	2.11	3.39
广东广垦糖业集团有限公司	6.54	22.65	77.35	88.61	31.72	56.89	33.41	1.16	8.76
广东省广垦橡胶集团有限公司	23.15	34.33	65.62	97.11	57.25	39.86	137.03	2.01	4.46
广东广垦畜牧集团股份有限公司	16.84	42.76	57.24	37.51	30.65	6.86	14.71	-2.90	-1.52
广东燕塘乳业股份有限公司	1.57	-	57.70	18.70	4.37	14.34	19.50	1.79	3.17
广东省粤垦投资有限公司	14.98	100.00	-	237.98	118.83	119.15	194.17	3.42	14.58

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	31.29	48.19	31.42	38.40
应收账款（亿元）	12.52	13.45	17.55	22.77
其他应收款（合计）（亿元）	29.74	22.18	19.55	20.41
存货（亿元）	75.73	75.50	72.95	80.86
长期股权投资（亿元）	12.10	11.91	11.34	11.92
固定资产（合计）（亿元）	168.94	178.53	183.60	183.06
在建工程（合计）（亿元）	19.81	18.75	15.22	15.30
资产总额（亿元）	425.80	437.85	424.38	444.69
实收资本（亿元）	35.20	35.20	35.20	35.20
少数股东权益（亿元）	22.29	17.95	17.00	16.71
所有者权益（亿元）	169.28	170.47	170.39	167.36
短期债务（亿元）	90.04	83.11	81.15	--
长期债务（亿元）	37.23	44.01	33.95	--
全部债务（亿元）	127.27	127.11	115.09	--
营业总收入（亿元）	240.34	261.64	269.57	55.54
营业成本（亿元）	203.26	225.65	237.59	49.55
其他收益（亿元）	3.49	4.23	3.59	0.92
利润总额（亿元）	3.87	10.30	6.23	-1.84
EBITDA（亿元）	15.61	24.71	25.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	239.26	256.20	277.70	60.97
经营活动现金流入小计（亿元）	332.63	320.06	398.31	73.55
经营活动现金流量净额（亿元）	18.71	25.06	17.61	-2.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.12	-6.83	-13.37	-2.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.65	-0.81	-20.63	12.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.33	19.65	16.96	--
存货周转次数（次）	2.85	2.98	3.20	--
总资产周转次数（次）	0.58	0.61	0.63	--
现金收入比（%）	99.55	97.92	103.01	109.78
营业利润率（%）	13.88	12.28	10.20	9.00
总资本收益率（%）	1.76	3.86	2.58	--
净资产收益率（%）	1.33	4.30	2.39	--
长期债务资本化比率（%）	18.03	20.52	16.61	--
全部债务资本化比率（%）	42.92	42.71	40.32	--
资产负债率（%）	60.24	61.04	59.85	62.36
流动比率（%）	100.75	105.64	97.42	99.38
速动比率（%）	52.28	57.32	49.33	51.99
经营现金流动负债比（%）	11.98	16.04	11.60	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.58	0.39	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	5.23	5.97	7.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.16	5.14	4.46	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中数据，除特别说明外，均指人民币；3. 2024 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.57	16.06	6.38	10.75
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.18	0.16
其他应收款（合计）（亿元）	52.20	59.71	47.90	49.04
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	58.12	59.55	69.53	68.63
固定资产（合计）（亿元）	0.08	0.09	0.09	0.08
在建工程（合计）（亿元）	0.25	0.05	0.03	0.04
资产总额（亿元）	123.50	141.20	130.67	134.29
实收资本（亿元）	35.20	35.20	35.20	35.20
所有者权益（亿元）	45.16	49.37	44.12	42.85
短期债务（亿元）	24.20	31.69	44.71	--
长期债务（亿元）	9.98	29.94	19.97	--
全部债务（亿元）	34.18	61.63	64.68	--
营业总收入（亿元）	0.56	0.57	0.68	0.09
营业成本（亿元）	0.13	0.14	0.13	0.03
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.26	4.78	-4.63	-1.27
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.59	0.60	0.55	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	71.91	99.34	195.18	9.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-18.62	-15.02	-0.81	3.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.22	-6.09	-9.67	0.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.11	32.61	0.81	-0.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--	--
总资本收益率（%）	2.22	6.30	-2.45	--
净资产收益率（%）	-0.45	9.64	-10.61	--
长期债务资本化比率（%）	18.10	37.75	31.16	--
全部债务资本化比率（%）	43.08	55.52	59.45	--
资产负债率（%）	63.44	65.04	66.24	68.09
流动比率（%）	83.26	123.04	82.37	84.91
速动比率（%）	83.26	123.04	82.37	84.91
经营现金流动负债比（%）	-27.25	-24.34	-1.22	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.51	0.14	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在广东省农垦集团公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。