

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〔2025〕7363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

二〇二五年七月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

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 2025 年 7 月 25 日至 2026 年 7 月 24 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、理解并同意本声明条款。



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

2025/7/25

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，于 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 2025 年 3 月底，公司注册资本 35.20 亿元，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；按照联合资信评估股份有限公司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。

评级观点

公司作为中央直属垦区，其天然橡胶和糖业业务在细分市场具备很强的竞争力，乳业业务经营主体广东燕塘乳业股份有限公司（以下简称“燕塘乳业”）为区域性龙头乳企；公司拥有丰富的土地资源系开展农业种植及相关业务的重要资源，持有的物业能够贡献租金收益。管理方面，公司建立了较为完善的治理结构，内部控制制度健全，管理风险较低。经营方面，公司营业总收入主要来自天然橡胶板块，2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，受细分产业景气度波动影响，综合毛利率波动下降。财务方面，公司资产总额波动增长，存货及生产性生物资产存在跌价损失风险或减值损失风险，资产流动性一般，资产质量较高；全部债务波动增长，债务期限结构有待优化，整体债务负担尚可；以各类补助补贴为主的其他收益和营业外收入对公司利润总额贡献程度较高，持续性良好，盈利指标整体表现较强；公司收入实现质量维持在较高水平，短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现较好，融资渠道畅通，同时考虑到公司战略地位显著、外部支持持续性强等因素，公司偿债能力很强，财务风险非常低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司是中央直属垦区，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：公司净资产、收入或利润规模持续大幅下滑，导致偿债能力出现显著弱化等。

优势

- **公司是中央直属垦区，战略地位显著，政府支持力度大，持续性良好。**公司是中央直属垦区，实行农业农村部、广东省“部省共管、以省为主”的管理体制，近年来持续收到多项政府补贴。2022—2024 年，中央财政拨款分别为 8.62 亿元、11.30 亿元和 8.13 亿元，地方财政拨款分别为 1.86 亿元、1.76 亿元和 2.92 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。
- **公司土地资源丰富。**截至 2025 年 3 月底，公司拥有 334.41 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；公司在广州、深圳和湛江等地持有的用于租赁的物业约 120 万平方米，其中位于广州的物业包括住宅、办公、场地等物业，深圳地区以工业厂房为主。公司拥有的土地资源系开展农业种植及相关业务的重要资源，持有的物业能够贡献租金收益。
- **公司天然橡胶、糖业业务和乳业业务在其细分领域或区域内具备显著的竞争实力。**公司是中国三大天然橡胶生产基地之一，截至 2025 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 2025 年 3 月底，公司拥有 12 个甘蔗种植基地，蔗区面积为 56 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，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。

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，2022—2024 年，公司天然橡胶业务毛利率波动下降；糖业业务作为资源加工型企业，易发生周期性的供求失衡，2022—2024 年，公司糖业业务毛利率分别为 5.93%、9.34%和 9.95%。公司经营性利润对利润总额贡献低。
- **公司资产减值损失和信用减值损失对利润侵蚀影响大。**2022—2024 年，公司资产减值损失分别为-6.88 亿元、-0.84 亿元和-1.81 亿元，主要来自生产性生物资产减值损失、商誉减值损失和固定资产减值损失；公司信用减值损失分别为-5.81 亿元、-0.36 亿元和-2.69 亿元，主要来自应收账款和其他应收款坏账损失；公司资产减值损失和信用减值损失对公司利润总额侵蚀影响大。
- **公司存在短期周转压力，债务期限结构有待优化。**2022—2024 年，公司债务结构持续短期化；截至 2024 年底，公司全部债务 136.25 亿元，其中短期债务占 89.06%，现金短期债务比为 0.30 倍，短期偿债指标表现较弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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](#)

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	2
			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

个体信用状况变动说明：个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

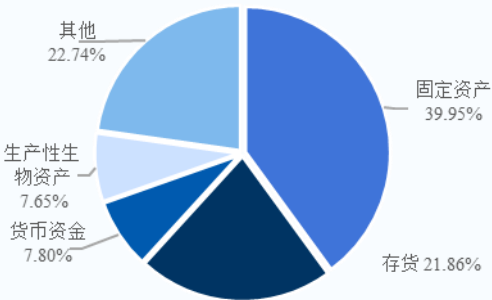
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	48.18	31.42	36.87	41.70
资产总额（亿元）	437.68	424.38	466.26	479.76
所有者权益（亿元）	170.50	170.39	181.81	182.18
短期债务（亿元）	83.11	81.15	121.35	124.75
长期债务（亿元）	44.01	33.95	14.90	14.91
全部债务（亿元）	127.11	115.09	136.25	139.66
营业总收入（亿元）	261.64	269.57	288.88	70.76
利润总额（亿元）	10.30	6.23	8.17	0.55
EBITDA（亿元）	24.71	25.79	21.22	--
经营性净现金流（亿元）	25.06	17.61	-1.74	5.93
营业利润率（%）	12.28	10.20	11.21	8.35
净资产收益率（%）	4.30	2.39	3.32	--
资产负债率（%）	61.04	59.85	61.01	62.03
全部债务资本化比率（%）	42.71	40.32	42.84	43.39
流动比率（%）	105.64	97.42	92.61	94.21
经营现金流动负债比（%）	16.04	11.60	-0.89	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.39	0.30	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	7.84	5.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.14	4.46	6.42	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	141.20	130.67	151.63	157.95
所有者权益（亿元）	49.37	44.12	65.74	65.43
全部债务（亿元）	61.63	64.68	66.60	--
营业总收入（亿元）	0.57	0.68	0.70	0.04
利润总额（亿元）	4.78	-4.63	-1.71	-0.31
资产负债率（%）	65.04	66.24	56.65	58.57
全部债务资本化比率（%）	55.52	59.45	50.32	--
流动比率（%）	123.04	82.37	62.05	64.15
经营现金流动负债比（%）	-24.34	-1.22	-10.27	--

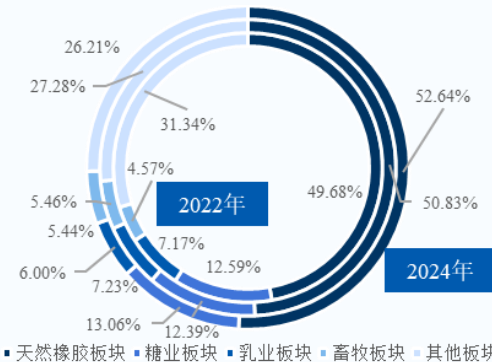
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

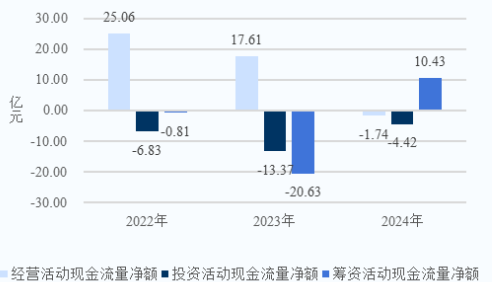
2024 年底公司资产构成



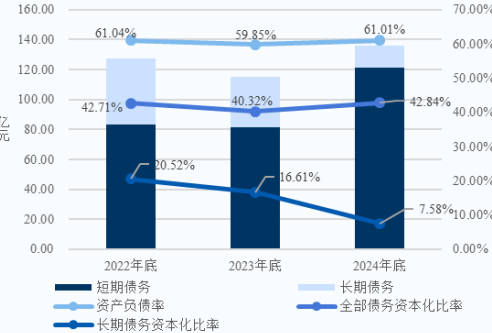
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	实控人	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务 资本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	农业农村部 北京市国资委	466.26	181.81	288.88	8.17	11.21	61.01	42.84	6.42	5.99
首农集团	AAA		1872.27	570.50	1508.46	36.08	6.38	69.53	61.69	10.43	3.09

注：北京首农食品集团有限公司简称为首农集团
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

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
AAA/稳定	2024/07/26	蒲雅修 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李成帅 lics@lhratings.com

项目组成员：李敬云 lijingyun@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

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）

网址：www.lhratings.com

传真：010-85679228



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 月成立广东农垦，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，中华人民共和国农业农村部（以下简称“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 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 35.20 亿元，农业农村部持有公司 100.00% 股权，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。按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“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 2025 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 2024 年底，公司合并范围子公司 353 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 466.26 亿元，所有者权益 181.81 亿元（含少数股东权益 12.21 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 288.88 亿元，利润总额 8.17 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 479.76 亿元，所有者权益 182.18 亿元（含少数股东权益 12.54 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 70.76 亿元，利润总额 0.55 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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）天然橡胶行业

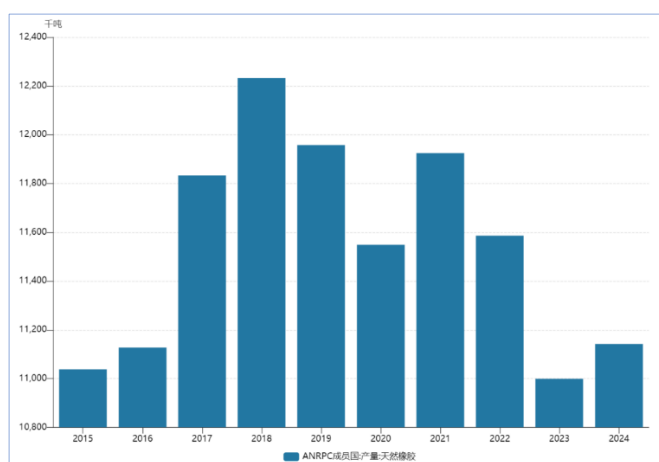
中国天然橡胶自给率较低，主要依赖进口。2024 年，中国天然橡胶现货价格呈现先抑后扬、震荡上行的格局，全年价格中枢创近五年新高。未来，政策将聚焦“品种突破、绿色制造、数字转型、碳汇增值”四大方向，提升天然橡胶产业国际竞争力。

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。

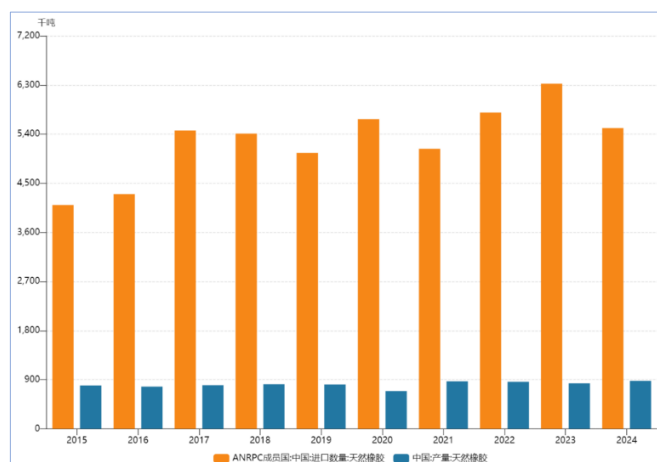
天然橡胶兼具农产品属性和工业品属性。从产量来看，2017 年以来随着全球的橡胶可开割面积上升，ANRPC（天然橡胶生产国协会）成员国的天然橡胶产量整体有所增长。2019 年东南亚部分产胶区遭受旱灾、真菌病害以及由于橡胶价格低迷执行削减出口计划，ANRPC 成员国天然橡胶总产量有所下降；2020 年，公共卫生事件及高温干旱、白粉病等不可预见因素的影响，全球天然橡胶主产区开割均有不同程度延期，ANRPC 成员国天然橡胶总产量同比下降 7.12%；2021 年，公共卫生事件冲击转为阶段性，天然橡胶产量同比有所恢复。2022 年，受劳动力短缺、橡胶树病害、物候异常等不利因素影响，中国、印度、马来西亚等地区产量下降，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。2024 年，ANRPC 成员国天然橡胶总产量预计同比增长 2.8%至 1429.1 万吨，结束了此前连续两年的下降趋势，这一恢复主要得益于气候条件改善、部分主产国政策支持及割胶积极性提升。

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

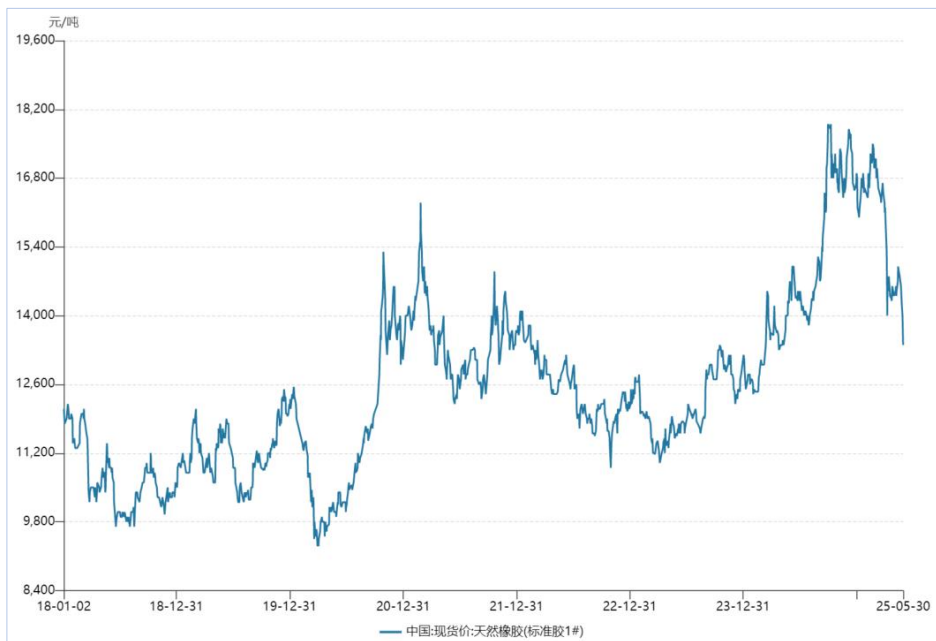


资料来源：Wind

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三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。2024 年中国天然橡胶总产量达 92.2 万吨，同比增长 2.8%，首次突破 90 万吨大关，主要得益于云南、海南主产区降水充足，新品种“热研 73397”推广提升单产，“以旧换新”政策拉动全钢胎开工率全年维持高位以及抗灾能力增强带动下游需求提升。尽管国内天然橡胶总产量有所增长，但受限於橡胶种植规模，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%。2024 年中国天然橡胶进口量结束连续多年增长态势，全年进口总量 565.99 万吨，同比减少 12.76%，主要受到进口结构调整、需求端分化（国内汽车消费增速放缓）以及国际关税政策影响，中国天然橡胶对外依存度从 2023 年的 87%降至 80%，仍处于较高水平。

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 年中国天然橡胶现货价格呈现先抑后扬、震荡上行的格局，全年价格中枢较 2023 年上移 29.3%，创近五年新高。

图表 3 • 近年来天然橡胶现货价格变动情况



资料来源: Wind

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。2024 年天然橡胶下游需求格局呈现结构性分化与动态调整;轮胎行业需求结构调整,合成橡胶占比提升,半钢胎需求显著增长;出口结构趋向多元化,非洲、中东等地区出口量显著增长,中国轮胎企业通过“东南亚+北美”双基地模式规避关税壁垒。2024 年中国天然橡胶需求量达 725 万吨,同比增长 3.1%,占全球总需求的 47.1%,仍是最大消费国。

政策及未来发展方面,中国天然橡胶行业受到国家政策的大力支持。2024 年中国天然橡胶行业政策呈现“保险托底、储备调节、科技赋能、开放协同”四大特征,综合保险参保率、储备吞吐规模、科技贡献率等核心指标均创历史新高。政策未来将聚焦“品种突破、绿色制造、数字转型、碳汇增值”四大方向,通过构建“国内高产胶园+海外战略基地+金融风险对冲”三位一体保障体系,全面提升产业国际竞争力,为国家战略资源安全提供坚实支撑。

(2) 乳制品行业

2024 年,受消费信心不足等因素影响,食品饮料行业需求较为疲弱,但在扩内需、促消费等政策措施助力下,行业总体保持了平稳发展。乳制品行业景气度有所下行,高端巴氏奶销售增速较高,但常温奶仍是最大的品类,行业竞争格局仍呈“两超多强”的局面;目前中国人均乳品消费量较低,随着经济发展的韧性、居民健康意识的提高,有望对乳制品行业长期的发展提供保障。

展望 2025 年,货币政策的适度宽松以及一系列扩内需措施的执行有望提振食品饮料消费需求,粮食等主要原料价格的基本稳定有利于降低经营者的成本压力,食品饮料行业的景气度有望提升。在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下,食品饮料行业有望呈现市场规模扩容与竞争格局重构的特征,头部企业加速整合,通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势;部分中小企业通过专业化、个性化经营,亦有望在局部领域取得竞争优势,获得一定发展空间。完整版行业分析详见《食品饮料行业观察及 2025 年信用风险展望》。

2 区域环境分析

广东省经济运行呈现稳中有进的发展态势,公司外部发展环境良好。

2024 年,广东省区域经济持续增长,财政税收运行稳健。根据《2024 年广东省国民经济和社会发展统计公报》,2024 年广东实现地区生产总值(初步核算数)141633.81 亿元,比上年增长 3.5%。其中,第一产业增加值 5837.03 亿元,增长 3.4%,对地区生

产总值增长的贡献率为 4.1%；第二产业增加值 54365.47 亿元，增长 4.4%，对地区生产总值增长的贡献率为 48.0%；第三产业增加值 81431.31 亿元，增长 2.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 47.9%。三次产业结构比重为 4.1:38.4:57.5。

图表 4 • 广东省主要经济指标

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	129118.58	135673.16	141633.81
GDP 增速（%）	1.9	4.8	3.5
固定资产投资增速（%）	-2.6	2.5	-4.5
三产结构	4.1:40.9:55.0	4.1:40.1:55.8	4.1:38.4:57.5
人均 GDP（万元）	10.19	10.70	11.11

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司是中央直属垦区，战略地位突出，已形成组织化程度高、规模化特征突出、产业体系健全的竞争优势。公司土地资源丰富，天然橡胶、糖业和乳业在其细分领域或区域内具备显著的竞争实力。

公司是中央直属垦区，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 2025 年 3 月底，公司拥有 334.41 万亩的土地面积，其中所属国有农场确权土地面积 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 2 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，以下简称“燕塘乳业”；华联国际（控股）有限公司，股票简称：华联国际，股票代码：00969）、3 家农业产业化国家重点龙头企业、18 家省重点农业龙头企业、4 个国家级产业集群项目、3 个国家现代农业产业园、3 个国家农业现代化示范区、1 个国家农业绿色发展先行区、3 个中国特色农产品优势区、10 个农业产业强镇、2 个省级现代农业产业园、1 个省级优势主导产区产业园、1 个省级种业创新园。公司拥有的土地资源系开展农业种植及相关业务的重要资源，持有的物业能够贡献租金收益。

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，规模优势显著，天然橡胶种植面积处于全球领先水平。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。2024 年中国天然橡胶产量 92.2 万吨，其中广垦橡胶国内产量合计 13.8 万吨，国内市场占有率约 15.3%。截至 2024 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，国外种植面积 38 万亩；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，拥有“蜂泉牌”“丰牌”“三环牌”等广东省名牌产品，其中“蜂泉牌”白砂糖为中国名牌产品。截至 2025 年 3 月底，广垦糖业拥有 12 个甘蔗种植基地，联结 1023 个家庭农场和 1.09 万户农户，蔗区面积为 56 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 年底，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；拥有 23 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。

截至 2025 年 3 月底，公司董事会由 3 名成员组成，其中董事长 1 名、董事 2 名；另外设副总经理 3 名（其中 1 名董事兼任副总经理）；广东省委、广东省人民政府尚未委任新的总经理。

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。

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 2025 年 6 月 20 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~2025 年 6 月 20 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 2025 年 7 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现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存在重大不利记录。

五、管理分析

1 法人治理

公司建立了较为完善的治理结构，总经理暂时缺位。

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，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 and 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，公司总经理人员暂时缺位，目前未对公司治理及生产经营产生重大不利影响。

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《广东省农垦集团公司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》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《广东省农垦集团公司投资项目审核审批试行办法》，对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《广东省农垦集团公司运营资金内控制度》，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，2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，受细分产业景气度波动不一影响，综合毛利率波动下降。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比显著增长，毛利率同比下滑。

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，以乳业、畜牧、粮油等为主的绿色食品业务，以及农产品配送服务、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。

2022—2024 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长，年均复合增长 5.08%。具体收入构成来看，天然橡胶板块是公司营业总收入的主要来源，2022—2024 年，公司天然橡胶板块收入持续增长，其中 2023 年收入增加主要系天然橡胶贸易业务收入增加所致，2024 年收入增加主要系天然橡胶价格上涨所致；公司糖业板块收入持续增长，其中 2023 年收入增加主要系自产糖产销量增加及白糖价格上升所致，2024 年收入增加主要系机制糖贸易规模增加及中成国际糖业股份有限公司（以下简称“中成糖业”）并表所致；公司乳业板块收入波动下降，其中 2024 年收入下降主要系乳制品消费需求阶段性回调，在原奶持续供大于求的影响下，行业竞争加剧，公司乳制品产销量及销售价格均同比下滑所致；公司畜牧板块收入持续增长，其中 2023 年收入增加主要系生猪出栏量增加所致，2024 年收入增加主要系猪价回升所致；公司其他业务板块包括土地地租、房地产、物业出租及管理、家庭农场以及团餐和厨房等业务收入，2022—2024 年，公司其他业务板块收入波动下降，其中 2024 年收入增加主要系新增团餐和厨房业务收入所致。

从毛利率来看，2022—2024 年，公司天然橡胶板块毛利率波动下降，主要系天然橡胶市场价格波动影响所致；糖业板块毛利率持续升高，其中 2023 年毛利率提升主要系国内白糖减产和国际糖价上升所致，2024 年毛利率变动不大；乳业板块毛利率波动升高，其中 2023 年毛利率升高主要系外采奶成本下降及产品结构变化所致，2024 年毛利率下降主要系乳制品销售价格同比下滑所致；畜牧板块毛利率波动升高，2023 年毛利率为负，主要系生猪养殖行业持续低迷所致，2024 年毛利率由负转正，主要系生猪行业产能去化推动猪价回暖，公司生猪销售均价同比大幅上升所致；其他业务板块毛利率相对变动不大。综上影响下，2022—2024 年，公司综合毛利率波动下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 70.76 亿元，同比增长 27.41%，主要系天然橡胶板块和糖业板块收入增加所致；公司综合毛利率同比下降 0.89 个百分点，主要系天然橡胶板块毛利率下滑所致。

图表 5 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然橡胶板块	129.99	49.68%	9.73%	137.03	50.83%	5.39%	152.06	52.64%	6.24%	43.96	62.13%	4.05%
糖业板块	32.93	12.59%	5.93%	33.41	12.39%	9.34%	37.73	13.06%	9.95%	9.73	13.75%	11.36%
乳业板块	18.75	7.17%	23.54%	19.50	7.23%	26.04%	17.32	6.00%	25.31%	3.34	4.72%	24.19%
畜牧板块	11.97	4.57%	15.77%	14.71	5.46%	-4.27%	15.71	5.44%	16.22%	3.46	4.89%	8.39%
其他板块	82.00	31.34%	23.05%	73.55	27.28%	24.52%	75.72	26.21%	22.93%	15.22	21.51%	20.21%
合并抵消	-14.01	-5.35%	--	-8.64	-3.21%	--	-9.66	-3.34%	--	-4.94	-6.98%	--
合计	261.64	100.00%	13.75%	269.57	100.00%	11.85%	288.88	100.00%	12.66%	70.76	100.00%	9.88%

注：1.尾差系四舍五入所致 2：合并抵消主要为农场销售甘蔗给广垦糖业以及农场销售胶水给广垦橡胶形成的抵消
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司资产和所有者权益主要集中于公司本部、广东省湛江农垦集团有限公司（以下简称“湛江农垦”）、广垦橡胶以及广垦糖业，营业收入主要来自广垦橡胶、湛江农垦及广垦糖业，主要经营主体利润贡献相对均衡。其中2024年广垦糖业净利润亏损主要受信用减值损失和资产损失规模扩大所致；公司本部为控股平台，经营性活动较少，收入规模小，净利润持续亏损。

图表 6 • 公司下属主要经营主体财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例 (%)	资产总额		所有者权益		营业总收入		净利润	
			2023 年底	2024 年底	2023 年底	2024 年底	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
广东省茂名农垦集团有限公司	天然橡胶	100%	41.06	46.10	5.06	13.40	6.95	7.15	2.06	0.64
广东省湛江农垦集团有限公司	天然橡胶	100%	89.87	91.15	36.57	36.59	31.75	27.20	1.93	2.83
广东省广垦橡胶集团有限公司	天然橡胶	100%	95.97	115.10	42.29	35.31	137.07	152.06	1.91	2.05
广东广垦糖业集团有限公司	糖业	100%	80.48	82.70	56.89	57.37	33.41	33.29	1.16	-0.20
广东燕塘乳业股份有限公司	乳业	57.69%	19.40	19.44	14.17	14.95	19.50	17.32	1.79	1.03
广东广垦畜牧集团股份有限公司	畜牧业	100%	35.72	35.56	7.49	8.77	14.71	15.71	-2.90	1.37
公司本部	--	--	130.67	151.63	44.12	65.74	0.68	0.70	-4.68	-2.17
合并口径	--	--	424.38	466.26	170.39	181.81	269.57	288.88	4.08	6.04

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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 7 • 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乳胶两类。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
标准胶	固态生胶	制造各种轮胎、输送带、工业胶管、胶鞋等难于用乳胶直接成型的制品

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司天然橡胶板块收入主要来自国外天然橡胶产销业务，2022—2024 年，国外天然橡胶产销业务收入波动增加，其中 2023 年随着天然橡胶行情的回落收入同比下降，2024 年因天然橡胶市场出现阶段性供应紧缺，天然橡胶价格上涨带动收入同比增长，但因原材料价格涨幅更大，导致毛利率同比下降；国内天然橡胶收割面积和收割量较为稳定，国内天然橡胶产销业务收入持续增加。

天然橡胶贸易业务方面，广垦橡胶贸易板块整合，对贸易规模统一调配管理，2022—2024 年，天然橡胶贸易业务收入波动增加。

图表 8 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司天然橡胶业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国内天然橡胶产销	9.60	6.00%	12.71	4.75%	17.96	2.59%	3.00	2.89%
国外天然橡胶产销	100.31	12.05%	88.21	8.75%	107.95	7.43%	35.56	4.83%
天然橡胶贸易业务	53.37	0.58%	61.63	-0.04%	55.20	2.10%	11.68	-0.29%
合并抵消	-33.29	--	-25.52	--	-29.05	-	-0.63	-
合计	129.99	9.73%	137.03	5.39%	152.05	6.24%	43.96	4.05%

注：尾差系四舍五入所致

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

公司天然橡胶种植区域分布于广东省及东南亚地区；受自然条件影响，海外橡胶种植产量较为稳定，生产成本低于国内橡胶种植基地。

截至 2024 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 110.20 千克，亩产成品胶为 29.13 千克；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、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，橡胶种植成本整体低于国内种植成本。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 135-150 元/株之间。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 9 • 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）
2022 年	72.00	66.98%	107.55	28.90
2023 年	72.00	66.98%	106.47	28.77
2024 年	72.00	66.98%	110.20	29.13

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，合计产量持续增长，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有待提升。

橡胶生产方面，公司初加工产品主要为浓缩乳胶、胶清胶和标准胶。国内橡胶加工业务由阳江分公司、茂名分公司、湛江分公司等 13 家主体负责运营，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。

从采购模式来看，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；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。

产能方面，截至 2024 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，2022—2024 年，橡胶产品（折成干胶）的产量持续增加，分别为 93.82 万吨、98.76 万吨和 100.62 万吨。产能利用率方面，2024 年底，公司产能利用率为 77.42%，处于较高水平。

图表 10 • 公司主要橡胶产品生产情况

产品	项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
标准胶	产能（万吨/年）	81.57	81.57	90.10	22.53
	产量（万吨）	73.25	81.79	84.39	21.32
	产能利用率	89.80%	100.00%	93.66%	94.63%
浓缩乳胶	产能（万吨/年）	30.50	30.50	30.50	7.63
	产量（万吨）	13.86	12.70	11.70	3.15
	产能利用率	45.44%	41.64%	39.36%	41.28%
胶清胶	产能（万吨/年）	2.55	2.55	2.55	0.64
	产量（万吨）	0.83	0.77	0.71	0.18
	产能利用率	32.55%	30.02%	27.67%	28.13%

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；2025 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。2022—2024 年，得益于新能源汽车行业快速发展和中国轮胎市场份额扩大，橡胶产品销量呈增长趋势，产销率很高。

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”）、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”）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，新加坡广垦和泰华树胶主要负责海外市场的销售工作。另外，云南广垦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由橡胶销售公司组织实施网上竞价交易。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对齐市场价格。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产品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，2022—2024 年，公司橡胶产品（折成干胶）的销量波动增长，分别为 93.11 万吨、97.90 万吨和 97.77 万吨，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。产销率方面，2022—2024 年，公司橡胶产品（折成干胶）的产销率分别为 99.24%、99.30%和 97.14%，处于很高水平；销售价格随行就市，2023 年市场价格回落，2024 年及 2025 年一季度，市场价格持续上涨。

图表 11 • 公司主要橡胶产品销售情况

产品	项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
标准胶	销量（万吨）	73.91	81.33	83.09	21.71
	销售均价（元/吨）	11445	10044	12448	14643

浓缩乳胶	销量（万吨）	13.51	12.90	10.66	3.04
	销售均价（元/吨）	14470	12996	16295	18897
胶清胶	销量（万吨）	0.56	0.45	0.39	0.12
	销售均价（元/吨）	8019	7897	8938	11506

注：该表为公司部分橡胶产品销售情况
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。2022—2024 年，公司橡胶贸易采购量分别为 17.70 万吨、35.25 万吨和 23.81 万吨，采购价格分别为 1.11 万元/吨、1.07 万元/吨和 1.32 万元/吨。

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，2024 年，公司橡胶业务前五大客户销售金额为 23.60 亿元，占橡胶业务销售总额的 15.52%，集中度较低；公司不存在对单一客户依赖的情况。

（2）糖业业务

公司糖业业务形成了甘蔗种植、机制糖生产及贸易相对完整的产业链，甘蔗原料主要来自种植基地。自 2022/2023 榨季以来，受益于甘蔗增产，公司榨蔗量持续增长，叠加贸易收入增加及合并范围变化，糖业业务收入持续增长。

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”）是区域性龙头企业。广垦糖业的主要产品包括自制机制糖及桔水、蔗渣及复合肥等副产品。2024 年，中成糖业纳入公司合并范围，公司新增境外糖业业务收入。

图表 12 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司糖业业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
境内糖业	32.93	5.93	33.41	9.34	33.29	6.69	8.54	8.49
自产机制糖	12.83	1.52	15.58	9.34	15.42	3.88	4.02	9.70
机制糖贸易	30.93	2.69	32.20	3.19	36.50	1.94	10.90	1.98
桔水、蔗渣等副产品	1.93	0.17	1.94	0.14	2.05	0.00	0.86	0.00
其他	5.64	55.86	6.05	47.65	2.21	54.37	0.44	59.30
合并抵消	-18.4	--	-22.36	--	-22.89	-	-7.68	-
境外糖业	--	--	--	--	4.44	34.44	1.19	32.77
合计	32.93	5.93	33.41	9.34	37.73	9.95	9.73	11.36

注：1.尾差系四舍五入所致；2.其他业务收入主要为农业用地土地出租收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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 2025 年 3 月底，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 56 万亩，其中 35 万亩为自有产权土地。公司制糖生产所需的其他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 2025 年 3 月底，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。食糖是季产年销的产品，每年的 11 月至次年的 4 月为公司制糖业务的榨季。自 2022/2023 榨季以来，受益于甘蔗增产，公司榨蔗量持续增长，产能利用率持续升高至 65.56%。

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，包括福建南洋糖业有限公司、南宁供应链集团有限责任公司、中粮糖业（天津）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，客户先支付定金订货，到期后付清货款再提货；少量采取定金贸易和到岸结算贸易模式。销量方面，受益于消费复苏、机制糖下游需求状况良好，公司机制糖销量持续增长，产销率维持在 100%。

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动态联动。2022/2023、2023/2024、2024/2025 榨季销售量分别为 26.70 万吨、27.80 万吨和 21.90 万吨，销售价格分别为 6200 元/吨、5800 元/吨和 5996 元/吨（含税）。

此外，公司外购机制糖数量约占机制糖销量的 40%左右，外购的供应商主要包括上糖网电子商务（厦门）有限公司、广州华糖食品有限公司等非关联公司。外购按不含税售价全额确认收入，按不含税采购价格确认成本，与供应商的结算方式为先付全款再收货。2022—2024 年，公司机制糖贸易量（合并抵消后）分别为 30.37 万吨、21.9 万吨和 23.94 万吨，收入分别为 15.63 亿元、12.64 亿元和 13.32 亿元。

图表 13 • 公司糖业业务榨季生产情况

榨季	产能（万吨/年）	产量（万吨）	产能利用率
2022/2023	45.00	26.70	59.33%
2023/2024	45.00	27.80	61.78%
2024/2025	45.00	29.50	65.56%

注：2024/2025 榨季产销率较低，主要系榨季周期尚未结束，销售还未完全结算，预估产销率维持
资料来源：公司提供

（2）乳业产业

公司乳业业务已形成从自有牧场经营到乳制品加工和销售等较为完整的产业链，通过“直销+买断型分销”的模式进行乳制品销售。2022—2024 年，燕塘乳业营业收入波动下降，经营业绩主要受到消费环境及行业竞争因素影响。

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 2024 年底，公司拥有 3 座自有牧场，分布在阳江、湛江和陆丰，自有奶源和外采奶的比例分别为 42%和 58%左右；拥有 23 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，燕塘乳业通过“直销+买断型分销”的模式进行乳制品销售，主要采用经销、商超、集团、专营店、送奶服务部五个渠道。其中经销商、送奶服务部、专营店为订单销售模式，先预付全部货款再发货，截至 2025 年 3 月末拥有一级经销商 420 家；集团、商超渠道采用“堆头销售”模式，即先发货，每月进行结算。

2023 年，燕塘乳业加大渠道拓展力度，乳制品销量增加带动该板块收入小幅增长；受益于外采奶成本下降（受供求关系变化影响）及产品结构的变化，毛利率有所上升；2024 年，乳制品消费需求减弱，行业竞争加剧，燕塘乳业乳制品产销量及销售价格均同比下滑，该板块收入及毛利率均同比下降。

图表 14 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月燕塘乳业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
乳酸菌乳饮料类	7.37	34.28%	7.93	35.13%	7.37	33.68%	1.23	31.00%
液体乳类	7.24	12.4%	7.50	15.52%	6.46	14.98%	1.40	14.77%
花式奶	3.85	23.36%	3.87	26.52%	3.32	26.10%	0.68	25.54%
其他	0.29	31.06%	0.20	50.70%	0.17	39.21%	0.04	38.10%
合计	18.75	23.54%	19.50	26.04%	17.32	25.31%	3.34	23.91%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 15 • 燕塘乳业乳制品产销情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
产能（万吨/年）	28.88	29.71	29.71	7.43
产量（万吨）	20.74	22.06	20.25	4.21
销量（万吨）	20.66	21.86	20.30	3.91

注：2025 年 1—3 月产能已年化
资料来源：公司提供

（3）畜牧业务

公司生猪养殖业务主要采用自繁自养模式，产能较为稳定；该业务板块业绩主要受到猪价变动影响。

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 2024 年底，公司生猪养殖产能 200 万头/年。

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。2024 年 2 月广东广垦生物科技有限公司的饲料生产基地投产，饲料产能增加 24 万吨/年至 39 万吨/年，能全部满足粤西养殖基地生猪饲料。生猪销售方面，公司生猪主要销售给区域内贸易商，少量供港销售和对广东广垦绿色农产品有限公司出售。2023 年，生猪高位存栏使得国内猪价低位震荡，广垦畜牧销售均价同比大幅下降致使经营亏损。2024 年，生猪行业产能去化推动猪价回暖，广垦畜牧生猪销售均价同比升高，盈利能力有所改善。

图表 16 • 公司生猪养殖业务情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
产能（万头/年）	200.00	200.00	200.00	200.00
出栏量（万头）	79.00	120.00	125.69	29.38
存栏量（万头）	51.28	50.50	57.47	57.00
产能利用率（%）	54.00	85.00	91.58	87.26
销售均价（元/公斤）	21.18	15.31	17.35	15.76

注：产能利用率=（出栏量+存栏量）*100/规划年产能
 资料来源：公司提供

（4）其他业务

公司在主业之外开展家庭农场、房地产、金融等拓展及配套业务，对主业发展形成一定支撑。

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

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。2022—2024 年，公司家庭农场板块收入分别为 27.63 亿元、24.84 亿元和 16.90 亿元。其中 2024 年收入下降主要系家庭农场贸易板块，收购农场职工的产品减少所致。

房地产业务主要由广东省广垦置业有限公司（以下简称“广垦置业”）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。2024 年广垦置业实现营业收入 2.41 亿元，净利润为-0.15 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司在建房地产项目总投资为 49.93 亿元，尚需投资 11.93 亿元；在售项目共 4 个，累计已售面积 23.05 万平方米，累计回笼资金 19.44 亿元，剩余可售面积 5.28 万平方米。

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 2025 年 3 月底，公司在广州和深圳等地持有的用于租赁的物业约 120 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。2024 年，公司实现租金收入 4.74 亿元，整体出租率 95%左右。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 2024 年底账面价值为 11.07 亿元。

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 2024 年底，粤垦小贷公司总资产 3.36 亿元，所有者权益合计 3.33 亿元；2024 年营业总收入 0.35 亿元，净利润 0.14 亿元。截至 2025 年 3 月底，粤垦小贷发放贷款余额为 2.44 亿元，其中借款人中农户自然人占比为 36.93%；抵押和保证贷款占比分别为 54.14%和 23.80%，正常类贷款占比为 83.62%，不良贷款余额 1297.73 万元，计提贷款减值准备 1023.29 万元。

3 经营效率

公司经营效率指标表现较好。

从经营效率指标看，2022—2024 年，与所选同行业公司对比，公司应收账款周转效率处于平均水平，存货周转效率和总资产周转效率处于较高水平。

图表 17 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	首农集团	江苏农垦	海南农垦
存货周转次数（次）	2.89	2.40	0.97	3.07
应收账款周转次数（次）	15.92	14.23	22.98	21.55
总资产周转次数（次）	0.65	0.85	0.37	0.27

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

4 未来发展

未来，公司将推进“1399”工作部署，实现高质量发展；公司在建项目围绕主业展开，未来资本支出压力尚可，项目建成后有助于增强自身竞争力。

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，围绕打造有竞争力的跨国现代农业企业集团目标，立足战略资源的保障者、现代农业的引领者、乡村振兴的践行者的定位，聚焦战略资源、绿色食品、城乡服务三大主业，实施党建引领、产业提升、改革攻坚、精细管理、创新驱动、资源增值、品牌培育、美丽垦区、人才强垦九大工程，促进产业高质高效、垦区宜居宜业、职工富裕富足。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目情况见下表，主要在建项目未来投资支出计划相对均衡，资本支出压力尚可。

图表 18 • 公司主要在建项目（单位：亿元）

项目	计划总投资	截至 2025 年 3 月底已投资	投资计划			预计完工时间	资金来源
			2025 年	2026 年	2027 年		
广东广垦畜牧集团股份有限公司广垦五一二二期项目	1.35	0.22	0.80	0.20	--	2025 年	自筹
广东农垦糖蔗优势特色产业集群建设项目	6.03	2.95	2.30	1.20	--	2026 年	自筹+财政拨款
揭阳燕塘粤东日产 600 吨现代化乳制品加工厂建设项目	6.05	0.88	0.91	1.93	2.45	2027 年	自筹+财政拨款
黄陂广垦合安府	2.06	0.29	1.16	0.82	0.03	2026 年	自筹
合计	15.49	4.34	5.17	4.15	2.48	--	--

注：黄陂广垦合安府项目属于保障性住房，建成后用于出租，与地产业务项目不重叠
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

七、财务分析

公司提供了 2022—2024 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了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，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；截至 2024 年底，公司合并范围子公司 353 家，较上年底增加 37 家，减少 9 家。整体看，变动子公司规模不大，对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2022—2024 年底，公司资产总额波动增长，以存货、固定资产、生产性生物资产为主，存货及生产性生物资产存在跌价损失风险或减值损失风险，公司资产受限比例低，整体资产流动性一般，资产质量较高。

2022—2024 年底，公司资产总额波动增长，年均复合增长 3.21%，资产构成以非流动资产为主。

截至 2024 年底，公司货币资金较上年底增长 17.14%，主要系营运资金需求增长推动银行借款增加所致，主要构成为银行存款（12.04 亿元）和存放同业款项（17.91 亿元），其中受限货币资金 3.36 亿元，主要为保证金、用于担保的定期存款或通知存款以及法定存款准备金等，受限比例低；公司应收账款较上年底增长 6.16%，主要系收入规模扩大所致，累计计提坏账准备 3.81 亿元，计提比例为 16.98%，前五名应收账款余额合计 6.70 亿元（占 29.88%），集中度较低；公司其他应收款较上年底下降 18.21%，主要系茂名市广垦长晟粮油食品有限公司偿还部分应收款以及对茂名市中晟实业有限公司（以下简称“中晟实业”）的部分应收款转为股

权出资所致，其他应收款以关联方拆借款为主，累计计提坏账准备 11.49 亿元，计提比例为 41.81%，按信用风险特征组合计提坏账准备的同时对个别存在回收困难款项，采取单项全额计提，前五名应收账款余额合计 7.14 亿元（占 25.98%），集中度较低；公司存货较上年底增长 39.71%，主要系橡胶原材料价格上涨及公司库存增加所致，累计计提跌价准备 1.06 亿元，计提比例为 1.03%，主要构成为原材料（占 41.13%）、库存商品（产成品）（占 24.81%）和房地产开发成本（占 23.41%），其中原材料主要为乳胶、甘蔗、蔗糖、化肥等，库存商品主要为干胶、白砂糖、乳制品、剑麻、商品房等，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，受相关产品市场价格波动，公司存货存在跌价损失风险。

截至 2024 年底，公司长期股权投资较上年底增长 66.30%，主要系公司对中晟实业部分应收款转为股权出资以及权益法下确认投资收益 1.00 亿元所致，主要包括对广东广垦牧原农牧有限公司等合营企业投资以及对中晟实业（各股东债权转股本后，公司负债率下降，利息支出大幅减少，经营有望好转）、广东广垦太证农业供给侧股权投资基金合伙企业（有限合伙）等联营企业投资；公司投资性房地产较上年底变动不大，主要为广州和深圳等地持有用于租赁的物业，累计计提减值准备 0.12 亿元，计提比例为 1.07%；公司固定资产较上年底增长 1.45%，变化不大，主要由土地资产（占 46.81%）、房屋及建筑物（占 31.81%）和通用设备（占 8.51%）构成，其中土地资产以划拨用地为主；公司生产性生物资产较上年底增长 0.68%，变化不大，累计折旧 4.93 亿元，计提减值准备 2.52 亿元，计提比例为 6.60%，主要由种植业生产性生物资产（占 88.33%）和畜牧养殖业生产性生物资产（占 11.64%）构成，分别为天然橡胶树和奶牛，按照成本进行初始计量，实际价值受自然灾害、病虫害、动物疫病侵袭或市场需求变化等因素影响。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 19 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	165.06	37.71%	147.80	34.83%	180.02	38.61%	195.30	40.71%
货币资金	47.45	28.75%	31.04	21.00%	36.37	20.20%	41.34	21.17%
应收账款	13.45	8.15%	17.55	11.87%	18.63	10.35%	22.70	11.62%
其他应收款	22.18	13.43%	19.55	13.23%	15.99	8.88%	17.78	9.10%
存货	75.50	45.74%	72.95	49.36%	101.92	56.62%	102.23	52.35%
非流动资产	272.62	62.29%	276.58	65.17%	286.23	61.39%	284.46	59.29%
长期股权投资	11.91	4.37%	11.34	4.10%	18.86	6.59%	18.99	6.68%
投资性房地产	9.74	3.57%	11.34	4.10%	11.07	3.87%	11.13	3.91%
固定资产	178.53	65.49%	183.61	66.39%	186.27	65.08%	185.11	65.07%
生产性生物资产	34.94	12.82%	35.42	12.81%	35.66	12.46%	35.53	12.49%
资产总额	437.68	100.00%	424.38	100.00%	466.26	100.00%	479.76	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产 35.97 亿元，受限资产占总资产的 7.71%，受限比例很低。

图表 20 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	3.36	0.72%	冻结、信用证保证金及担保存款
应收账款	1.27	0.27%	银行授信抵押
其他应收款	0.18	0.04%	期货保证金
存货	24.10	5.17%	银行授信抵押
固定资产	7.06	1.51%	银行授信抵押
合计	35.97	7.71%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益波动增长，所有者权益结构稳定性强。

2022—2024 年底，公司所有者权益波动增长。截至 2024 年底，公司所有者权益 181.81 亿元，较上年底增长 6.70%，主要系合并范围扩大及未分配利润积累所致；公司资本公积为 108.69 亿元，较上年底增长 9.94%，主要系公司取得中成糖业和华联国际控制权，增加资本公积 10.03 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.28%，少数股东权益占比为 6.72%。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 19.36%、59.78%、0.64%和 10.80%，所有者权益结构稳定性强。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

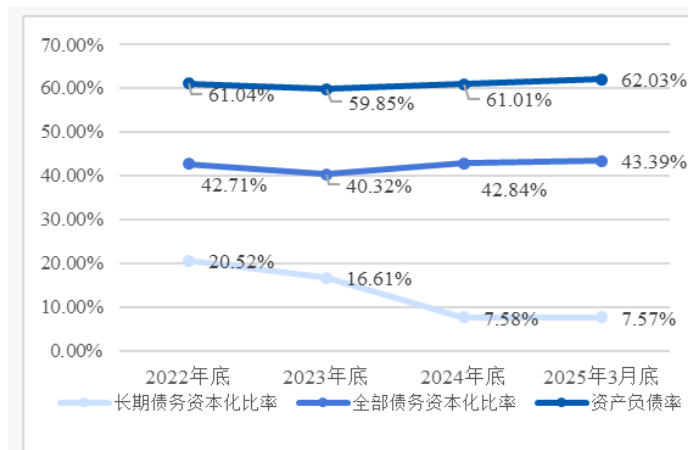
2022—2024 年底，公司负债总额和全部债务均波动增长；2024 年底，因备货使得营运资金需求增加以及债务接续，公司全部债务较上年底显著增长，以短期债务为主，债务期限结构有待优化，公司整体债务负担尚可。

2022—2024 年底，公司负债总额波动增长，主要由总债务、其他应付款、长期应付款和递延收益构成。截至 2024 年底，公司负债总额 284.45 亿元，较上年底增长 11.99%，主要系总债务增加所致；公司其他应付款 39.27 亿元，较上年底变化不大，主要由应付往来款（占 63.64%）、押金保证金和应付费用（占 36.36%）构成；长期应付款 16.87 亿元，较上年底增长 11.02%，主要系专项应付款增加所致，由长期应付款项（占 34.56%）和专项应付款项（占 65.50%）构成，专项应付款主要包括土地征收收益、农垦公用基础设施建设项目、天然橡胶生产能力建设项目、垦区公益项目建设资金以及优势特色产业集群建设款等；公司递延收益 55.59 亿元，较上年底增长 9.94%，主要以政府专项资金及补贴等为主。

2022—2024 年底，公司全部债务规模波动增长。截至 2024 年底，公司全部债务 136.25 亿元，较上年底增长 18.38%，主要系天然橡胶板块原材料价格处于高位以及为停割期储备原料需要，使得营运资金需求增加，叠加债务接续所致；公司一年内到期的非流动负债和其他流动负债较上年底分别增长 57.65%和 113.69%，分别系一年内到期的应付债券以及短期应付债券增加所致。其中短期债务占 89.06%，债务期限结构有待优化。债务指标方面，2022—2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.01%和 42.84%，较上年底分别升高 1.16 个百分点和 2.52 个百分点，长期债务资本化比率为 7.58%，较上年底下降 9.04 个百分点，公司债务负担尚可。

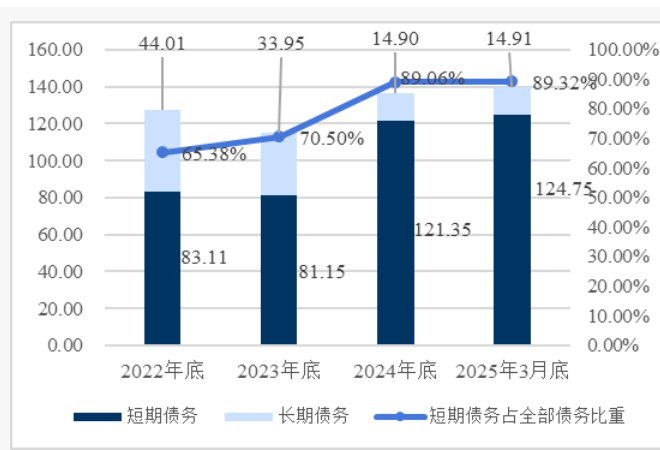
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额和全部债务较上年底分别增长 4.62%和 2.51%，主要系发行超短融所致。其中，短期债务占比升高至 89.32%，债务负担有所加重。

图表 21 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 22 · 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，主业盈利能力有待提升，资产减值损失和信用减值损失对利润侵蚀影响大，其他收益和营业外收入对公司利润总额贡献程度较高，盈利指标整体表现良好。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 5.08%，毛利润波动增长，受资产减值损失、信用减值损失，其他收益和营业外收入变动综合影响，利润总额波动下降。从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 1.79%，以管理费用为主；公司期间费用率分别为 11.39%、9.24%和 9.95%，期间费用对利润总额影响有限。

非经常性损益方面，2022—2024 年，公司发生资产减值损失分别为-6.88 亿元、-0.84 亿元和-1.81 亿元，主要来自生产性生物资产减值损失、商誉减值损失和固定资产减值损失，其中 2022 年资产减值损失规模较大，主要来自生产性生物资产减值损失、固定资产减值损失以及长期股权投资减值损失、存货跌价损失；公司发生信用减值损失分别为-5.81 亿元、-0.36 亿元和-2.69 亿元，主要来自应收账款和其他应收款坏账损失；公司资产减值损失和信用减值损失对公司利润总额侵蚀影响大。2022—2024 年，公司其他收益波动增长，主要为天然橡胶良种良法补助、生猪保险保费补贴以及其他农业保险财政补贴等各类补助补贴，营业外收入波动下降，主要为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；其他收益和营业外收入对公司利润总额的贡献程度高，持续性良好。

盈利能力指标方面，2022—2024 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均波动下降。与所选公司比较，公司盈利能力指标表现一般。

2025 年 1—3 月，天然橡胶和糖业板块收入升高带动公司实现营业总收入同比增长 27.41%至 70.76 亿元，实现利润总额 0.55 亿元，较上年同期扭亏为盈。

图表 23 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	261.64	269.57	288.88	70.76
毛利润	35.99	31.98	36.59	6.99
期间费用	29.81	24.90	28.75	6.49
资产减值损失	-6.88	-0.84	-1.81	-0.00
信用减值损失	-5.81	-0.36	-2.69	0.01
其他收益	4.23	3.59	4.63	0.92
营业外收入	21.92	8.42	9.85	1.35
利润总额	10.30	6.23	8.17	0.55
营业利润率（%）	12.28	10.20	11.21	8.35
总资产收益率（%）	3.86	2.58	3.01	--
净资产收益率（%）	4.30	2.39	3.32	--

注：2025年1—3月，公司资产减值损失为-43.98万元
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 24 • 2024 年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
海南农垦	8.46%	1.48%	0.48%
江苏农垦	22.03%	7.26%	10.55%
首农集团	6.80%	2.81%	4.48%
广东农垦	12.43%	1.36%	2.93%

注：为保持数据可比性，数据均取自 Wind，数据差异系计算口径不同所致
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

4 现金流

2022—2024 年，公司收入实现质量维持在较高水平，2024 年受天然橡胶板块原材料价格处于高位以及为停割期储备原料影响，经营活动现金由净流入转为净流出；投资活动现金持续净流出，2024 年因支撑经营及投资需求，筹资活动现金由净流出转为净流入。考虑到公司经营支出及债务接续，公司存在对外融资需求。

经营活动现金流方面，2022—2024 年，公司经营活动现金流量净额持续下降，2024 年由净流入转为净流出，主要系当期受天然橡胶板块原材料价格处于高位以及为停割期储备原料影响，采购资金同比增长所致；公司现金收入比波动升高，收入实现质量维持在较高水平。投资活动现金流方面，2022—2024 年，公司投资活动现金持续净流出，其中 2023 年因未收到较大土地补偿款（2022 年收到燕塘工业园土地补偿款）影响，投资活动现金净流出规模同比扩大；2024 年因合并中成糖业和华联国际，其现金及现金等价物余额视作投资活动收到的现金，投资活动现金流缺口有所收窄。筹资活动现金流方面，2022—2024 年，公司筹资活动现金流净额波动较大，其中 2024 年筹资活动现金由净流出转为净流入主要系当期债务规模有所增加所致。

2025 年 1—3 月，公司加快天然橡胶销售，经营活动现金由上年同期净流出转为净流入；投资活动持续净流出，随着债券融资增加，公司筹资活动延续净流入状态。

图表 25 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	320.06	398.31	338.35	86.18
经营活动现金流出小计	294.99	380.71	340.09	80.25
经营活动现金流量净额	25.06	17.61	-1.74	5.93
投资活动现金流入小计	41.40	9.21	13.68	1.30
投资活动现金流出小计	48.23	22.57	18.11	3.39
投资活动现金流量净额	-6.83	-13.37	-4.42	-2.09
筹资活动前现金流量净额	18.23	4.24	-6.16	3.84
筹资活动现金流入小计	174.03	142.56	181.89	58.61
筹资活动现金流出小计	174.84	163.19	171.46	57.33
筹资活动现金流量净额	-0.81	-20.63	10.43	1.28
现金收入比（%）	97.92	103.01	102.86	109.12
现金及现金等价物净增加额	17.52	-16.28	4.30	5.16

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现有所减弱，长期偿债指标表现较好，存在短期周转压力；考虑到公司股东背景以及显著的战略地位等因素，公司实际偿债能力很强。

图表 26 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	105.64%	97.42%	92.61%
	速动比率	57.32%	49.33%	40.18%
	经营现金流动负债比	16.04%	11.60%	-0.89%
	经营现金/短期债务（倍）	0.30	0.22	-0.01
	现金短期债务比（倍）	0.58	0.39	0.30
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	24.71	25.79	21.22
	全部债务/EBITDA（倍）	5.14	4.46	6.42
	经营现金/全部债务（倍）	0.20	0.15	-0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	7.84	5.99
	经营现金/利息支出（倍）	6.05	5.35	-0.49

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标来看，2022—2024 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度以及现金类资产对短期债务的保障程度均有所减弱，短期周转存在一定压力。截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 508.78 亿元，其中未使用额度为 431.52 亿元，公司间接融资渠道畅通，同时考虑公司股东背景及自身显著的战略地位，公司实际短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度较高，公司长期偿债能力很强。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保 1.20 亿元，主要为对关联方提供的担保；除上述担保事项外，子公司陆丰广垦置业有限公司（以下简称“陆丰置业”）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 2025 年 3 月底，陆丰置业承担阶段性担保额为人民币 0.04 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司不存在影响正常经营的重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 508.78 亿元，其中未使用额度为 431.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

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，资产主要由其他应收款和长期股权投资构成，债务以债券融资为主。公司本部收入规模小，2024 年利润总额亏损收窄，偿债能力指标表现一般，但考虑到公司本部再融资能力很强，实际偿债能力很强。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 151.63 亿元，较上年底增长 16.05%，主要系因合并中成糖业和华联国际，长期股权投资增加所致。其中，流动资产 52.80 亿元(占比 34.82%)，非流动资产 98.83 亿元(占比 65.18%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.83%）和其他应收款（占 85.48%）构成，其中其他应收款主要为内部往来款，前五大其他应收款金额为 36.30 亿元，占比为 79.65%；非流动资产主要由长期应收款（占 9.87%）和长期股权投资（占 84.96%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 7.30 亿元。

截至 2024 年底，公司所有者权益为 65.74 亿元，较上年底增长 49.01%，主要系中成糖业和华联国际股权划转所致；公司本部全部债务 66.60 亿元，较上年底增长 2.97%，主要系短期应付债券发行所致。其中，短期债务占 99.10%、长期债务占 0.90%。截至 2024 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.65%和 50.32%。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.70 亿元；营业外收入为 0.61 亿元，同比增长 56.55%；得益于营业外收入的补充，公司本部利润总额为-1.71 亿元，亏损收窄。

2024 年，公司本部经营活动现金流仍呈现净流出状态，对外投资减少使得投资活动现金净流出收窄，筹资活动现金净流入规模有所增长。债指标方面，2024 年底，公司本部现金类资产 7.42 亿元，对短期债务覆盖程度较低；取得投资收益收到的现金 0.96 亿元，无法覆盖财务费用支出，公司本部整体偿债能力指标表现一般，但考虑到公司本部的战略地位及资源禀赋，再融资能力很强，实际偿债能力很强。

图表 27 • 公司本部与合并口径数据比较（单位：亿元）

项目	营业总收入	利润总额	资产总额	所有者权益	负债总额	全部债务	资产负债率
公司本部	0.70	-1.71	151.63	65.74	85.90	66.60	56.65%
合并口径	288.88	8.17	466.26	181.81	284.44	136.25	61.01%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

八、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为中央企业的社会责任，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，作为农林牧渔企业，公司加强环境管理、践行绿色生产，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。2024 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。2024 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，公司建立了完善的法人治理结构，战略规划清晰，对下属子公司管控能力强。

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，作为中央直属垦区之一，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。2024 年 5 月底，中国成套设备进出口集团有限公司（实际控制人为国务院国资委，以下简称“中成集团”）根据国有企业改革调整 and 专业化经营需要，经过农业农村部、财政部和国资委批准同意，将中成集团糖业海外板块无偿划转给公司，广垦糖业和华联国际作为海外板块经营主体无偿划入公司。

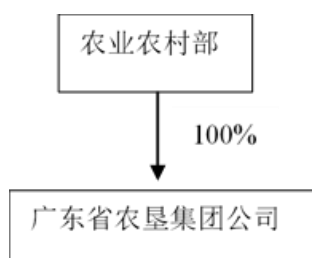
公司主营板块天然橡胶和剑麻为国家战略资源，获得多项政策扶持、税收优惠及补贴。税收优惠方面，国家对自产橡胶产品销售免征增值税；种植橡胶树和从事天然橡胶产品初加工所得免征企业所得税。同时，国家为橡胶产业走向海外创造条件，对公司海外项目开展的前期费用、人员保险、橡胶资源的运输和保险费给予一定补贴。广东省也针对公司海外橡胶产业项目给予“走出去”

专项资金支持。公司近年来持续收到多项政府补贴，2022—2024 年，中央财政拨款分别为 8.62 亿元、11.30 亿元和 8.13 亿元，地方财政拨款分别为 1.86 亿元、1.76 亿元和 2.92 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

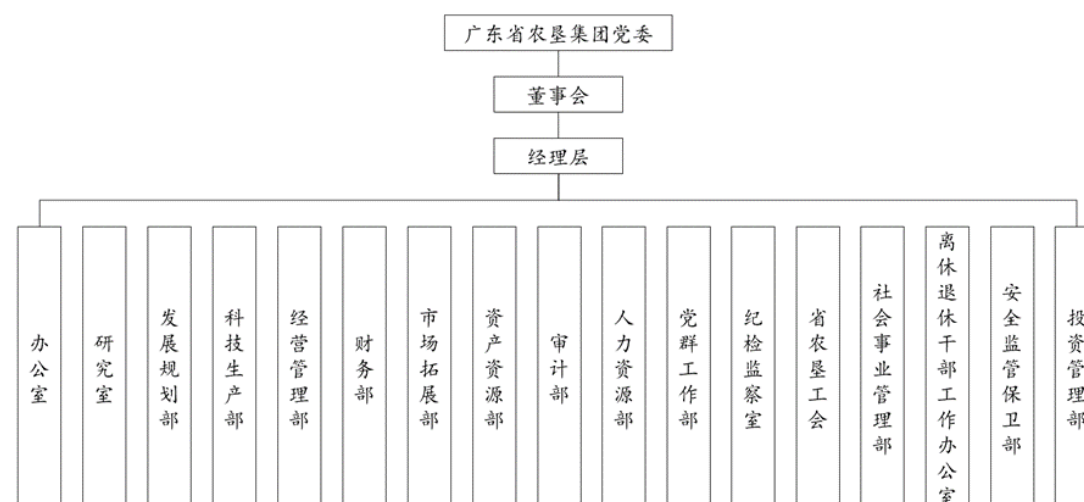
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
广东省湛江农垦集团有限公司	50000.00	农业种植	100.00%	--	投资设立
广东省茂名农垦集团有限公司	15800.00	农业种植	100.00%	--	投资设立
广东广垦糖业集团有限公司	65356.10	甘蔗种植及制糖业务	100.00%	--	投资设立
广东省广垦橡胶集团有限公司	231524.70	橡胶种植、生产及销售	100.00%	--	投资设立
广东广垦畜牧集团股份有限公司	168407.00	畜牧养殖	76.75%	23.25%	投资设立
广东燕塘乳业股份有限公司	15735.00	乳制品生产、销售	--	57.69%	投资设立

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	48.18	31.42	36.87	41.70
应收账款（亿元）	13.45	17.55	18.63	22.70
其他应收款（亿元）	22.18	19.55	15.99	0.00
存货（亿元）	75.50	72.95	101.92	102.23
长期股权投资（亿元）	11.91	11.34	18.86	18.99
固定资产（亿元）	178.53	183.60	186.27	0.00
在建工程（亿元）	18.75	15.22	13.62	0.00
资产总额（亿元）	437.68	424.38	466.26	479.76
实收资本（亿元）	35.20	35.20	35.20	35.20
少数股东权益（亿元）	17.95	17.00	12.21	12.54
所有者权益（亿元）	170.50	170.39	181.81	182.18
短期债务（亿元）	83.11	81.15	121.35	124.75
长期债务（亿元）	44.01	33.95	14.90	14.91
全部债务（亿元）	127.11	115.09	136.25	139.66
营业总收入（亿元）	261.64	269.57	288.88	70.76
营业成本（亿元）	225.65	237.59	252.28	63.77
其他收益（亿元）	4.23	3.59	4.63	0.92
利润总额（亿元）	10.30	6.23	8.17	0.55
EBITDA（亿元）	24.71	25.79	21.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	256.20	277.70	297.13	77.21
经营活动现金流入小计（亿元）	320.06	398.31	338.35	86.18
经营活动现金流量净额（亿元）	25.06	17.61	-1.74	5.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.83	-13.37	-4.42	-2.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.81	-20.63	10.43	1.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.65	16.96	15.77	--
存货周转次数（次）	2.98	3.20	2.89	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.63	0.65	--
现金收入比（%）	97.92	103.01	102.86	109.12
营业利润率（%）	12.28	10.20	11.21	8.35
总资本收益率（%）	3.86	2.58	3.01	--
净资产收益率（%）	4.30	2.39	3.32	--
长期债务资本化比率（%）	20.52	16.61	7.58	7.57
全部债务资本化比率（%）	42.71	40.32	42.84	43.39
资产负债率（%）	61.04	59.85	61.01	62.03
流动比率（%）	105.64	97.42	92.61	94.21
速动比率（%）	57.32	49.33	40.18	44.89
经营现金流动负债比（%）	16.04	11.60	-0.89	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.39	0.30	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	7.84	5.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.14	4.46	6.42	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.06	6.38	7.42	9.07
应收账款（亿元）	0.00	0.18	0.19	0.20
其他应收款（亿元）	59.71	47.90	45.14	49.47
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	59.55	69.53	83.97	84.02
固定资产（亿元）	0.09	0.08	0.08	0.07
在建工程（亿元）	0.05	0.03	0.10	0.38
资产总额（亿元）	141.20	130.67	151.63	157.95
实收资本（亿元）	35.20	35.20	35.20	35.20
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	49.37	44.12	65.74	65.43
短期债务（亿元）	31.69	44.71	66.00	--
长期债务（亿元）	29.94	19.97	0.60	--
全部债务（亿元）	61.63	64.68	66.60	--
营业总收入（亿元）	0.57	0.68	0.70	0.04
营业成本（亿元）	0.14	0.13	0.13	0.03
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	4.78	-4.63	-1.71	-0.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.60	0.55	0.74	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	99.34	195.18	20.24	3.48
经营活动现金流量净额（亿元）	-15.02	-0.81	-8.74	-4.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.09	-9.67	-0.42	-0.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	32.61	0.81	10.15	6.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1277.67	7.49	3.77	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	106.01	80.22	105.52	0.00
营业利润率（%）	69.04	73.90	73.90	3.64
总资本收益率（%）	6.30	-2.45	-0.32	--
净资产收益率（%）	9.64	-10.61	-3.30	--
长期债务资本化比率（%）	37.75	31.16	0.90	0.91
全部债务资本化比率（%）	55.52	59.45	50.32	--
资产负债率（%）	65.04	66.24	56.65	58.57
流动比率（%）	123.04	82.37	62.05	64.15
速动比率（%）	123.04	82.37	62.05	64.15
经营现金流动负债比（%）	-24.34	-1.22	-10.27	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.14	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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%
经营现金流动负债比	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、发展中等四种。

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。