

# 公司债券信用评级报告

广西国控资本运营集团有限责任公司



# 安融信用评级有限公司

## 信用等级公告

安融债评字[2025]0060号

广西国控资本运营集团有限责任公司：

受贵公司委托，安融信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行的广西国控资本运营集团有限责任公司2025年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，确定：

广西国控资本运营集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

特此公告

安融信用评级有限公司

信用评级委员会主任：李伟丽

二〇二五年九月二十四日



## 评级报告声明

为便于报告使用者正确理解和使用安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

一、本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使安融评级与评级对象构成委托关系外，安融评级与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供、已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象或其发行人、信息发布方负责。安融评级按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，安融评级及项目组成员人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照安融评级的评级流程及标准，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、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是安融评级依据合理的内部信用评级方法和标准，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、安融评级不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的安融评级的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

六、本报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着安融评级实质性建议任何使用人据本报告采取投资、借

贷和交易等行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

七、本报告债项信用等级自本报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具之日起一年内有效。在评级有效期内，安融评级将根据《跟踪评级安排》定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，并根据跟踪评级结论决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级，并及时对外公布。

八、本报告所涉及的有关内容及分析均属敏感性商业资料，版权属于安融评级所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、修改、转载、出售和发布。如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

九、未经安融评级事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。



## 免责声明

本次评级依据评级对象提供、已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性和准确性由评级对象或其发行人、信息发布方负责。安融评级按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对评级对象所提供信息的合法性、真实性、完整性和准确性不作任何保证，评级结果亦未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料。

本报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着安融评级实质性建议任何使用人据本报告采取投资、借贷和交易等行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。安融评级不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的安融评级的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对被评对象或其发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担任何责任。

# 广西国控资本运营集团有限责任公司 2025 年面向专业 投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

安融债评字[2025]0060 号

本期债券信用等级：AAA

主体长期信用等级：AAA

发行金额：不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）

债券期限：3 年

发行利率：固定利率

发行主体：广西国控资本运营集团有限责任公司

评级展望：稳定

募集资金用途：募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务

偿还方式：单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金

增信措施：无

## 主要指标和数据

指标名称	2025 年 3 月（末）	2024 年（末）	2023 年（末）	2022 年（末）
总资产（亿元）	1,043.81	1,012.17	1,011.18	895.88
负债总额（亿元）	469.40	438.32	441.35	396.92
净资产（亿元）	574.41	573.85	569.83	498.96
营业总收入（亿元）	66.67	298.40	297.00	282.52
净利润（亿元）	0.42	7.48	7.35	7.50
总资产净利率（%）	-	0.74	0.77	0.84
净资产收益率（%）	-	1.31	1.37	1.46
营业总收入增长率（%）	-	0.47	5.12	39.60
资产负债率（%）	44.97	43.31	43.65	44.30
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.75	2.39	2.65
速动比率（倍）	0.46	0.44	0.51	0.43
有息债务/EBITDA（倍）	-	9.72	10.29	8.64
经营活动产生的现金流量净额/ 短期有息债务（%）	-13.91	10.66	7.67	5.38
全部债务资本化比（%）	37.89	35.25	34.82	34.85
总资产（亿元）	792.21	788.57	788.87	693.55
负债总额（亿元）	257.50	252.74	254.79	240.63
净资产（亿元）	534.71	535.83	534.07	452.92
营业总收入（亿元）	0.12	0.22	1.30	0.78
净利润（亿元）	-1.12	3.22	4.39	0.00
资产负债率（%）	32.50	32.05	32.30	34.70

广西壮族自治区		2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
区域 实力	GDP (亿元)	6,833.92	28,649.40	27,202.39	26,300.87
	GDP 增长率 (%)	5.8	4.2	4.1	2.9
指标名称		2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
行业 指标	全国农林牧渔业总产值增长率 (%)	-	2.70	1.56	6.16
	全国粮食产量增长率 (%)	-	1.6	1.3	0.5
	全国农产品批发价格 200 指数增长率 (%)	-	0.12	-2.17	3.39

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表、广西壮族自治区统计局、国家统计局、中华人民共和国农业农村部，安融整理



## 评级观点

经安融信用评级有限公司评定，广西国控资本运营集团有限责任公司（以下简称“广西国控”或“公司”）主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。

评级结果肯定了公司作为广西壮族自治区（以下简称“广西自治区”）最大的农业类综合产业集团，在政府补助等方面获得大力支持；公司糖业、猪产业在其细分领域具备很强的品牌优势和市场竞争能力；土地资源丰富和融资渠道畅通等优势。同时，安融评级也关注到公司畜牧板块毛利率持续下降，对公司盈利水平造成一定压力；受采购成本上升及销售价格波动影响，2024 年公司糖业收入及毛利率均有所下降；公司经营效率指标总体表现一般；公司债务结构有待优化；期间费用对公司利润形成一定侵蚀等风险因素。

### 优势：

- 公司作为广西自治区最大的农业类综合产业集团，在政府补助等方面获得大力支持；
- 公司糖业、猪产业在其细分领域具备很强的品牌优势和市场竞争能力；
- 公司土地资源丰富；
- 公司备用流动性充足，融资渠道畅通。

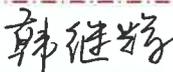
### 关注：

- 公司畜牧板块毛利率持续下降，对公司盈利水平造成一定压力；
- 受采购成本上升及销售价格波动影响，2024 年公司糖业收入及毛利率均有所下降；
- 公司经营效率指标总体表现一般；
- 公司面临一定的集中偿付压力，债务结构有待优化；
- 期间费用对公司利润形成一定侵蚀。

### 评级展望：

预计公司将持续作为广西自治区最大的农业类综合产业集团，部分业务具备很强的产业基础、规模优势以及区域竞争能力，且将继续得到实际控制人及相关方的大力支持。综合考虑，安融评级给予公司的信用评级展望为稳定。

评级项目组组长：韩继辉



Email: hanjihui@arrating.cn

评级项目组成员：吴昊



电话：010-53655619

网址：<https://www.arrating.cn>

地址：北京市西城区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 9 层（邮编：100052）

发行主体本次评级适用评级方法和模型：

评级方法模型名称	模型版本号
农林牧渔行业信用评级方法和模型	PJFM-NLMY-NLMY-2025-V1.1

注：上述评级方法和模型已披露于安融评级官方网站。

发行主体本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	评价内容	评价结果
区域实力和行业风险	6/7	宏观和区域实力	7/7
		行业风险	5/7
经营和财务风险	6/7	企业实力和经营风险	7/7
		偿债能力	6/7
		企业财务风险	5/7
		企业盈利能力	5/7
<b>评级基准</b>		<b>AAA</b>	
自身调整因素		下调 0 个子级	
<b>BCA 等级</b>		<b>aa</b>	
外部支持		上调 2 个子级	
<b>模型结果等级</b>		<b>AAA</b>	

**外部支持：**广西国控作为广西自治区最大的农业类综合产业集团，是广西自治区国资委直接控股的一级公司，且为区域内主要一级子公司，收到了一定的政府补助，且获得了控股股东较大规模的资本注入，外部支持能力和意愿较大，因此将外部支持上调 2 个子级。

注：（1）“区域实力和风险”由低至高划分为 1、2、3、4、5、6、7 共 7 档，对应的各级因子评价亦划分为 7 档，7 档最好，1 档最差；“经营和财务风险”由低至高划分为 1、2、3、4、5、6、7 共 7 档，对应的各级因子评价亦划分为 7 档，7 档最好，1 档最差。

（2）评估与调整说明：安融评级通过矩阵映射得到“评级基准”，再考量自身调整因素得到“BCA 等级”，最后通过外部支持调整矩阵映射得到最终信用等级，其中，BCA 线性调整主要考虑受评主体自身特殊因素，外部支持调整矩阵映射主要考虑政府支持和股东支持，对应的各级因子评价分为 1、2、3 共 3 档，3 档最好，1 档最差。

（3）最终评级结果由信用评级委员会投票决定，可能与评级模型对应的模型结果等级存在差异。

同行业公司比较：

公司名称	广西国控	江苏省农垦集团有限公司	广东省农垦集团公司
总资产（亿元）	1,012.17	502.80	466.26
所有者权益（亿元）	573.85	293.58	181.81
资产负债率（%）	43.31	41.61	61.01
营业总收入（亿元）	298.40	174.39	288.88
净利润（亿元）	7.48	28.66	6.04
经营活动净现金流（亿元）	16.15	15.57	-1.74

注：以上为 2024 年数据。  
资料来源：公司提供及公开数据，安融整理。

### 关注点深入分析：

- **关注点：**公司畜牧板块毛利率持续下降，对公司盈利水平造成一定压力

**分析：**公司畜牧板块以生猪销售和生猪加工为主。2022-2024年，畜牧板块收入分别为68.76亿元、91.36亿元和109.19亿元，主要得益于产能扩张而持续增长；毛利率分别为15.83%、9.46%和9.16%，不断下降，主要系受猪肉价格波动及毛利率较低的生猪加工等业务收入占比提升影响所致。同期，以生猪养殖为主的子公司广西农垦永新畜牧集团有限公司（以下简称“永新畜牧”）分别实现收入49.52亿元、70.12亿元和77.94亿元，持续增长；永新畜牧生猪销售毛利率分别为21.33%、10.90%和11.29%，整体下降，主要系生猪市场存在“猪周期”，生猪销售均价受市场供给增长影响整体回落，叠加饲料价格上涨等因素影响所致。2024年，由于生猪销售均价上涨，永新畜牧生猪销售毛利率有所回升。2022-2024年，考虑到畜牧板块收入占营业总收入的比重分别为24.34%、30.76%和36.59%，占比不断上升且较高，毛利率下降对公司盈利水平造成一定压力。
- **关注点：**受采购成本上升及销售价格下降影响，2024年公司糖业收入及毛利率均有所下降

**分析：**2024年，公司糖业板块收入为114.03亿元，同比下降6.79%，毛利率为5.46%，同比下降1.98个百分点，主要系受采购成本上升及销售价格下降影响所致。具体来看，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，2024年销售均价由6,886.22元/吨下降至6,352.24元/吨。公司糖业成本原材料占比超过80%，2024年甘蔗采购均价由527.86元/吨提高至540.60元/吨。2024年公司糖业收入及毛利率均有所下降，主要受采购成本上升及销售价格下降影响所致。
- **关注点：**公司经营效率指标总体表现一般

**分析：**2022-2024年，公司经营效率指标总体表现一般，其中应收账款周转率分别为21.25次、20.86次和23.72次，整体有所上升，存货周转率分别为3.10次、3.02次和2.94次，总资产周转率分别为0.31次、0.31次和0.29次，整体小幅下降，资产流动性减弱。
- **关注点：**公司面临一定的集中偿付压力，债务结构有待优化

**分析：**2022-2024年末及2025年3月末，公司有息债务规模分别为266.95亿元、304.48亿元、312.45亿元和350.47亿元，其中短期有息债务占比分别为52.61%、40.56%、48.47%和52.55%。近年来，公司有息债务规模较大且持续增长，短期有息债务占比较高，面临一定的集中偿付压力，债务结构有待优化。
- **关注点：**期间费用对公司利润形成一定侵蚀

**分析：**2022-2024年，公司期间费用率分别为11.71%、10.83%和10.63%，资产减值损失分别为0.05亿元、1.97亿元和0.94亿元，信用减值损失分别1.06亿元、0.80亿元和0.60亿元，公司折旧、摊销及财务费用等固定支出成本较高，叠加各项减值损失，对利润形成一定侵蚀。

## 一、主体概况

广西国控资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”或“广西国控”）前身为始建于 1951 年的广西壮族自治区农垦局（以下简称“广西自治区农垦局”），广西自治区农垦局是广西壮族自治区人民政府（以下简称“广西自治区政府”）特设的行政管理机构。根据广西自治区政府（桂政发[1996]107 号）文件批复，于 1997 年 10 月 15 日设立广西农垦，由原广西自治区农垦局及其所属的农垦系统企、事业单位组成，是直属广西自治区政府的国有独资企业，初始注册资本 5.42 亿元，均以货币出资，广西自治区农垦局代表广西自治区政府履行出资人职责，持股 100.00%。

后经多次货币增资，2020 年 9 月，公司注册资本、实收资本均增至 14.90 亿元。2021 年 1 月，根据《广西壮族自治区人民政府关于授权自治区国资委对广西农垦集团有限责任公司和广西农垦经济技术开发有限公司履行出资人职责等有关事项的批复》（桂政函[2021]8 号），广西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“广西自治区国资委”）依法对广西农垦履行出资人职责，并持有公司 100.00% 股份，广西自治区农垦局不再履行相关职责。后经资本公积转增实收资本，截至 2024 年末，公司注册资本、实收资本均增至 100.00 亿元。2025 年 6 月，经广西壮族自治区党委、自治区人民政府同意，公司名称由“广西农垦集团有限责任公司”变更为现名，注册资本由 100.00 亿元增加至 110.00 亿元。截至 2025 年 7 月末，公司注册资本及实收资本均增至 110.00 亿元。广西自治区国资委为公司唯一股东，广西自治区政府为实际控制人。

广西国控作为广西自治区最大的农业类综合产业集团，已形成糖业、畜牧业、淀粉、剑麻制品以及特色果蔬茶等食品农业为核心的特色产业，业务区域覆盖广西自治区 14 个地级市 45 个县，资源及产业链条优势显著，具有很强的区域竞争能力。

根据《广西壮族自治区人民政府办公厅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），赋予广西农垦打造国内领先、具有国际影响力和竞争力的国内现代一流食品企业的战略定位，聚力消费升级推动食品产业发展。根据《中共广西壮族自治区委员会、广西壮族自治区人民政府关于加快构建广西现代化产业体系的意见》（桂发[2024]4 号），将制糖产业积极培育和推广甘蔗良种，提高糖料蔗生产全程机械化作业水平和中高端食糖占比作为改造升级传统产业的重点任务，广西农垦将在推进广西自治区工业振兴发展方面继续发挥重要作用。

截至 2024 年末，广西国控合并范围内子公司共计 33 家（详见附录 3）。公司于 2025 年 7 月 29 日发布了《广西国控资本运营集团有限责任公司关于重大资产重组的公告》，称广西自治区国资委作为履行出资人职责机构将其持有的广西柳工集团有限公司、广西汽车集团有限公司 2 家企业各 80% 股权、广西投资集团有限公司、广西机场管理集团有限责任公司、广西北部湾投资集团有限公司、广西北部湾国际港务集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、广西林业集团有限公司、广西旅游发展集团有限公司、广西农村投资集团有限公司、广西玉柴机器集团有限公司 9 家企业各 33% 股权无偿划转至广西国控。本次无偿划转事项已经广西自治区国资委批复，截至 2025 年 8 月末，工商变更尚未完成。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**广西国控资本运营集团有限责任公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）。

**发行总额：**本次债券注册规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），分期发行，本期债券发行金额为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。

**发行期限：**本期债券期限为 3 年。

**发行利率：**本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。

**还本付息方式：**本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息，到期一次性偿还本金。

**募集资金用途：**本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务。因本期债券的发行时间及实际发行规模尚有一定不确定性，公司将综合考虑本期债券发行时间及实际发行规模、募集资金的到账情况、相关债务本息偿付要求、公司债务结构调整计划等因素，本着有利于优化公司债务结构和节省财务费用的原则，未来可能调整偿还有息债务的具体金额。在有息债务偿付日前，公司可在不影响偿债计划的前提下，根据公司财务管理制度，将闲置的债券募集资金用于临时补充流动资金（单次补充流动资金最长不超过 12 个月）。

**增信措施：**本期债券不设定增信措施。

## 三、宏观经济和政策环境

2024 年我国经济总量跃上新台阶，工业和服务业发展良好，面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，通过加大逆周期调节力度，出台一揽子提振消费的增量政策和支持性货币政策，经济增长预期目标顺利实现。展望 2025 年，积极的财政政策和适度宽松的货币政策是主基调。

2024 年，国民经济运行总体平稳、稳中有进，工业、服务业和农业发展良好，消费、投资和出口均保持增长，人民币汇率基本稳定，就业形势总体稳定，但还需要关注到居民持续增收面临压力，消费支出增速有所放缓，房地产投资持续下降等情况。

2024 年，我国加大逆周期调节力度，积极的财政政策不断提出，大规模化债政策陆续落地，在一揽子增量政策的带动下，国内消费潜力不断释放，提振消费的“两重”“两新”政策已成为扩大内需的重要方式；货币政策坚持支持性的立场，通过实施降准、降息和结构性货币政策，释放流动性、降低融资成本，有效推动经济增长。

2024 年，面对内外部的复杂严峻形势，我国加大宏观调控力度，顺利实现经济增长预期目标，但市场需求仍偏弱，房地产行业仍处于调整期，消费不足仍是制约经济增长的主要因素。展望 2025 年，积极的财政政策和适度宽松的货币政策是主基调，全方位扩大内需是主要任务，贸易环境或将更加严峻，房地产行业的调整尚未结束。

详见《宏观经济与政策环境研究》，报告链接：

<https://www.rrating.cn/《宏观经济与政策环境研究》>



#### 四、行业环境与政策分析

农林牧渔是我国经济的重要组成部分，近年来我国继续积极发布相关政策推动农林牧渔行业发展，产业总值持续增长。

农林牧渔是我国经济的重要组成部分，也是构成我国国民经济的重要基础。近年，我国持续推进现代农林牧渔业建设，大力调整农林牧渔业结构，农林牧渔业生产的集约化、规模化和产业化有了较快发展，行业产值规模也随之不断提升。2024年，全国实现农林牧渔总产值162,787.48亿元，同比增长2.70%；其中，农业总产值89,614.50亿元，林业总产值7,645.16亿元，牧业总产值38,726.49亿元，渔业总产值16,672.45亿元。

全国农林牧渔行业情况（单位：亿元、万吨、%）

项目	2024年		2023年		2022年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
全国农林牧渔总产值	162,787.48	2.70	158,507.17	1.56	156,065.94	6.16
全国粮食产量	70,650	1.6	69,541	1.3	68,653	0.5
全国农产品批发价格200指数	124.10	0.12	123.95	-2.17	126.70	3.39

数据来源：公开数据，安融整理

2024年，随着深入推进粮油等主要作物大面积单产提升行动，粮食总产量达到70,650万吨，同比增长1.6%，再创历史新高。粮食播种面积11,932万公顷，增长0.3%，全国粮食单产394.7公斤/亩，增长1.3%。其中，小麦产量2,802.0亿斤，增幅最大，增长2.6%；玉米产量5,898.3亿斤，增长2.8%；稻谷产量4,150.7亿斤，增长0.5%；豆类产量472.6亿斤，下降0.9%。生猪出栏有所下降，牛羊禽生产总体稳定。全年猪牛羊禽肉产量9,663万吨，增长0.2%。2024年，全国生猪出栏70,256万头，同比下降3.3%；猪肉产量5,706万吨，同比下降1.5%；生猪价格回升，生猪生产者价格同比上涨9.0%。2024年末，全国生猪存栏42,743万头，同比下降1.6%，其中能繁母猪存栏4,078万头，同比下降1.6%；全国肉牛出栏5,099万头，增长1.5%，全国羊出栏32,359万只，下降4.4%。2024年，全国农产品批发价格200指数为124.10，同比增长0.21%。2025年1季度，畜牧生产稳定发展，生猪出栏有所增加，全国猪牛羊禽肉产量2,540万吨，同比增长2.0%，全国生猪出栏19,476万头，同比增长0.1%。

农产品供给充裕，生产者价格同比略降。2024年，全国农产品生产者价格总水平比上年下降0.9%，林业产品和饲养动物及其产品生产者价格同比分别上涨3.6%和0.2%，农业产品和渔业产品生产者价格同比分别下降1.3%和1.6%。同期，食品价格下降0.6%，是拉低CPI涨幅的主要因素，其中，鲜果生产稳定，供应充足，价格同比下降3.5%，牛肉价格整体偏低，全年平均下降11.6%，猪肉价格同比上涨7.7%。2024/25年制糖期，全国共生产食糖1,116.21万吨，同比增长12.03%，累计销售食糖811.38万吨，同比增长23.07%，累计销糖率72.69%，同比提升6.52个百分点；价格方面，全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格6,011元/吨，同比回落567元/吨<sup>1</sup>。2024年，全国进口食糖435万吨，同比增长9.4%，金额170.01亿元，同比增长3.7%；2025年1-6月，全国进口食糖

<sup>1</sup> 数据来源于中国糖业协会。

104 万吨，同比下降 19.7%，金额 36.54 亿元，同比下降 34.6%<sup>2</sup>。

农业农村经济保持总体平稳、稳中向好的发展态势。2024 年，农林牧渔业固定资产投资增长 6.4%，农副食品加工业和食品制造业固定资产投资分别增长 18.0%和 22.9%，农业农村经济结构进一步优化升级。乡村社会消费品零售总额同比增长 4.3%，在全社会消费品零售总额中的占比上升到 13.7%。农产品贸易逆差缩小，进口农产品结构发生明显变化。玉米进口大幅下降，降幅达 49.7%，涉农工业增速全面恢复。农产品贸易逆差 1121.5 亿美元，同比下降 16.7%。

近年，我国积极发布相关政策推动农林牧渔行业发展。2023 年 2 月，中共中央、国务院发布《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，其中提出实施设施农业现代化提升行动，加快发展水稻集中育秧中心和蔬菜集约化育苗中心。加快粮食烘干、农产品产地冷藏、冷链物流设施建设；集中连片推进老旧蔬菜设施改造提升；推进畜禽规模化养殖场和水产养殖池塘改造升级。在保护生态和不增加用水总量前提下，探索科学利用戈壁、沙漠等发展设施农业。鼓励地方对设施农业建设给予信贷贴息。2024 年 2 月发布的《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》中，提出强化农业科技支撑，优化农业科技创新战略布局，支持重大创新平台建设，加快推进种业振兴行动，完善联合研发和应用协作机制，加大种源关键核心技术攻关，加快选育推广生产急需的自主优良品种。2025 年 1 月发布的《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》提出，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力，推动棉花、糖料、天然橡胶等稳产提质，扶持畜牧业稳定发展。

展望 2025 年，国家坚持农业农村优先发展，以加快建设农业强国、推进乡村全面振兴为主线，聚焦“两确保、三提升、两强化”方向重点，农业农村经济发展面临的有利条件仍然较为充足。农林牧渔业发展总体保持良好态势，第一产业投资有望继续增长，乡村消费扩容升级，农产品和食品价格保持基本稳定，涉农产业延续恢复性增长态势，对国民经济稳健运行和高质量发展继续发挥支撑作用。

## 五、区域经济环境

广西壮族自治区是连接粤港澳地区与西部地区的重要通道、连接东盟的枢纽，也是我国建设西部陆海新通道及“一带一路”政策中重要区域，区位优势独特；近年来，广西经济体量持续提升，大力推进乡村振兴，农业增效效果显著；聚焦制造业转型升级，园区能级明显提升；广西外贸持续发力，推动服务业稳定增长。

广西壮族自治区位于中国西南部，是连接粤港澳地区与西部地区的重要通道，也是连接东盟的枢纽，是中国-东盟自由贸易区的门户，也是我国建设西部陆海新通道及“一带一路”政策中重要区域，区位优势独特。广西壮族自治区矿产资源种类多、储量大，尤以铝、锡等有色金属为最，是全国 10 个重点有色金属产区之一。广西壮族自治区是我国少数民族人口最多的自治区，截至 2024 年末，全区常住人口为 5,013 万人。

<sup>2</sup> 数据来源于中华人民共和国海关总署。

广西壮族自治区持续推进乡村振兴，农业增效效果显著。近年来广西壮族自治区新增国家级优势特色产业集群 2 个及农业产业化重点龙头企业达 1,499 家；蔗糖产量占全国近六成，自主选育品种成为种植主力军，为保障国家食糖安全作出重大贡献。粮油种植面积完成国家下达任务且粮食产量达到 1,395.4 万吨，连续四年面积和产量双增长。肉类、蔬菜、水产品、茶叶、蚕茧、中药材产量较快增长，水果产量保持全国第一。百色芒果、梧州六堡茶列入全国农业品牌精品培育名单，14 个地理标志品牌入选中国品牌百强，数量居全国第二。

广西壮族自治区聚焦制造业转型升级，园区能级明显提升。2021-2023 年，广西壮族自治区工业对经济的贡献率持续提升，规模以上工业增加值年均增长 6.5%，规模以上工业企业突破万家，龙头企业、链主企业分别新增 212 家和 30 家，新增高新技术企业 1,255 家，国家级专精特新“小巨人”企业累计达 101 家，2023 年工业税收占全区税收比重达 39.8%，对税收增长贡献率提高到 50.6%。广西产业体系进一步健全，新能源汽车形成较为完整的产业链，本地配套率超 60%，风力发电机组、叶片等新能源装备实现本地化生产；广西壮族自治区成为全国最大的锰基新能源材料基地；园区能级明显提升，产业聚集度逐年提升，入选国家中小企业特色产业集群 9 个，排西部第二。2024 年，广西壮族自治区全区规模以上工业增加值增长 7.9%，其中农副食品加工业增加值同比增长 17.4%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长 16.0%，电气机械及器材制造业同比增长 41.8%。

广西壮族自治区外贸持续发力，推动服务业稳定增长。2024 年，广西壮族自治区一般贸易进出口额实现 3,443.9 亿元，增长 16.9%，与东盟进出口总额 3,978.19 亿元，同比增长 17.2%，东盟已连续 25 年保持广西第一大贸易伙伴。近年来广西壮族自治区面向东盟的金融开放门户试点任务已全面落实，设立全国首家个人数字人民币外币兑换窗口；东盟国家标准化合作交流中心揭牌运营，推动外贸扩量提质，对 RCEP 其他成员国贸易增长 23.7%、边境贸易增长 27.6%、保税物流增长 24.3%，“新三样”产品出口增长 185.6%。

广西壮族自治区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年（末）		2023 年（末）		2022 年（末）	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
GDP	28,649.40	4.2	27,202.39	4.1	26,300.87	2.9
其中：第一产业增加值	4,751.54	4.3	4,468.18	4.7	4,269.81	5.0
第二产业增加值	9,300.99	5.5	8,924.13	3.2	8,938.57	3.2
第三产业增加值	14,596.87	3.3	13,810.08	4.4	13,092.49	2.0
人口规模（万人）	5,013	-	5,027	-	5,047	-
工业增加值	7,780.22	7.2	6,918.32	5.7	6,775.89	3.1
全社会固定资产投资	-	-3.2	-	-15.5	-	0.1
社会消费品零售总额	8,151.65	1.6	8,651.57	1.3	8,539.09	0.0
进出口总额	7,563.89	9.4	6,936.49	7.3	6,603.53	11.3
房地产投资	1,163.02	-13.0	1,337.02	-31.2	2,307.38	-38.2
金融机构各项存款余额	46,613.66	5.8	44,067.20	9.6	40,212.38	9.0
金融机构各项贷款余额	54,012.98	8.5	49,773.05	11.4	44,689.79	12.1
三次产业结构	16.59:32.46:50.95		16.43:32.81:50.77		16.23:33.99:49.78	

数据来源：广西壮族自治区人民政府官网，安融整理。

## 六、经营与竞争

公司作为广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团，具备很强的产业基础和规模优势，业务多元化程度较高，有助于分散单一行业波动带来的风险。近年来，公司营业收入持续增长，但主营业务易受周期性及自然环境等因素影响，综合毛利率呈下降趋势。

公司作为广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团，已形成以糖业、畜牧业、淀粉、剑麻制品以及特色果蔬茶等食品农业为核心的特色产业体系，在糖业、猪产业、食品农业等领域的技术、种植养殖、加工及销售等部分环节具备很强的产业基础和规模优势。公司建设了一批现代化的国有农场，截至 2025 年 3 月末，公司拥有土地 202.12 万亩，均为国有划拨土地，覆盖广西自治区 14 个地级市 45 个县；公司拥有 3 家农业产业化国家重点龙头企业、13 家广西自治区农业产业化重点龙头企业、2 家国家级农业标准化示范农场、2 个广西千亿元产业研发中心、1 个国家重点实验室、1 个国家核心种猪场和 35 个现代特色农业核心示范区。

公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025 年 1-3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
糖业	25.52	38.27	114.03	38.21	122.34	41.19	104.77	37.08
畜牧业	28.87	43.30	109.19	36.59	91.36	30.76	68.76	24.34
猪产业	28.32	42.48	107.19	35.92	90.21	30.37	68.04	24.08
乳业	0.55	0.82	2.00	0.67	1.15	0.39	0.72	0.25
食品农业	7.64	11.45	46.58	15.61	45.37	15.28	68.30	24.18
淀粉	2.90	4.35	13.18	4.42	12.72	4.28	14.63	5.18
农业及农产品供应	3.51	5.27	27.89	9.35	27.36	9.21	46.48	16.45
农资农肥	0.65	0.97	2.83	0.95	2.65	0.89	3.01	1.06
其他	0.58	0.87	2.69	0.90	2.63	0.89	4.19	1.48
其他业务	4.65	6.97	28.60	9.59	37.93	12.77	40.69	14.40
合计	66.67	100.00	298.40	100.00	297.00	100.00	282.52	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
糖业	1.90	7.46	6.22	5.46	9.10	7.44	4.90	4.67
畜牧业	1.72	5.97	10.00	9.16	8.65	9.46	10.89	15.83
猪产业	1.61	5.69	9.57	8.93	8.30	9.20	10.90	16.01
乳业	0.11	20.49	0.43	21.43	0.34	29.90	-0.01	-1.25
食品农业	1.54	20.14	4.41	9.47	5.78	12.74	4.91	7.18
淀粉	-0.03	-1.04	-0.01	-0.04	0.76	5.98	0.23	1.58
农业及农产品供应	1.11	31.61	2.87	10.28	3.57	13.04	3.05	6.56
农资农肥	0.24	36.92	1.03	36.57	0.81	30.59	0.70	23.30
其他	0.22	37.87	0.51	19.11	0.64	24.45	0.92	22.03
其他业务	1.06	22.76	6.59	23.05	8.41	22.16	11.87	29.18
合计	6.22	9.33	27.22	9.12	31.93	10.75	32.56	11.52

资料来源：公司提供，安融整理。

公司主营业务涵盖以糖业为主的战略资源业务、畜牧业和以淀粉及农业及农产品供应等为主的食品农业业务，另外包含土地整理开发、建筑业务及租赁业务等，业务多元化程度较高，有助于分

散单一行业波动带来的风险。

2022-2024年，公司分别实现营业收入282.52亿元、297.00亿元和298.40亿元，营业收入持续增长，主要来源于糖业和猪产业板块，其中2023年由于糖品购销业务增加糖业收入有所增加，2024年受机制糖销售价格下降影响糖业收入有所下降；受益于生猪养殖规模扩张，公司生猪饲养量和出栏量均保持增长，猪产业收入持续增长；近年来淀粉业务收入有所波动，2024年受原材料采购价格上升影响，毛利率为负，出现亏损；公司农业及农产品供应业务涵盖农林作物种植、畜禽水产养殖及农产品供应等，主要系作为集团内产业板块的原料基地，近年来受自然环境及市场需求影响，收入有所波动。公司乳业、农资农肥、土地开发整理、建筑业等对公司收入形成有益补充。

2022-2024年，公司综合毛利率分别为11.52%、10.75%和9.12%，呈下降趋势，主要系受糖业和猪产业波动影响较大。具体来看，2022年由于气候干旱，蔗区甘蔗单产及出糖率明显下降，叠加单位种植成本上升等，糖业毛利率大幅下降，2023年糖业毛利率有所上升，2024年由于糖料蔗采购成本上升，叠加机制糖销售价格下降，糖业毛利率有所下降；受猪周期及原料成本上升等因素影响，2022-2024年公司猪产业毛利率大幅下降；淀粉业务毛利率波动较大，2024年由于采购价格上升，毛利率出现负值；农业产业链业务中原料种植品种受自然环境及市场供需影响，毛利率波动上升；土地开发整理、农资农肥等其他业务得益于区域优势，毛利率均处于较高水平。

2025年1-3月，公司实现营业收入66.67亿元，仍以糖业和猪产业板块为主；毛利润和毛利率分别为6.22亿元和9.33%。



资料来源：公司提供，安融整理。

### (一) 糖业

公司作为农业产业化国家重点龙头企业，在制糖技术方面具备一定的优势；同时在执行政府战略、促进区域经济、普惠蔗农及提高蔗区内配套设施建设等方面发挥了重要作用；近年来，公司糖业收入整体增长，毛利率有所波动，仍面临较大的成本压力。

根据广西壮族自治区政府2019年2月14日印发的《广西壮族自治区人民政府关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》(桂政发[2019]8号)，明确完善现代糖业发展体系，提高全要素生产力，深化糖料蔗购销体制改革，在全区范围内全面推行规范化订单农业。公司糖业的运营主体广西糖业集团有限公司(以下简称“广糖集团”)是农业产业化国家重点龙头企业及国有控股制糖企业，

在执行政府战略、促进区域经济、普惠蔗农及提高蔗区内配套设施建设等方面发挥了重要作用。

截至 2025 年 3 月末，广糖集团拥有 14 家制糖公司，糖业已形成甘蔗、白砂糖、酒、蔗渣浆、纸、生物化工、蔗牛养殖为一体的糖业循环经济链，白砂糖产能超过 100 万吨，精制糖产能超过 30 万吨。24/25 榨季，广糖集团榨蔗 705.81 万吨，位居广西前列。公司拥有“涌泉”“柳兴”“荷花”“防港”等多个白砂糖精品品牌，其中“防港”牌精制糖处于国内行业领先水平，公司糖业在细分领域仍具备很强的品牌优势和市场竞争力。

### 1、糖料蔗种植

糖料蔗种植方面，公司生产机制糖的原材料甘蔗为亚热带经济作物，在我国仅适合于广东、广西及云南等少数南方省份生长，其中以广西的种植面积最大，近年来广西甘蔗种植面积占全国比重均保持在 60%左右。糖料蔗一般春季生长，10 月开始收获，制糖企业每年从 10/11 月起收购甘蔗，开榨直到第二年 3/4 月停榨为一个榨季。截至 2024 年末，广糖集团甘蔗种植面积约 183.20 万亩，其中蔗区约 32.40 万亩为自有产权种植基地，其他主要为当地蔗农生产供应，公司与蔗农通过订单合同的方式保证执行，同时公司负责蔗区内道路维修、对蔗农提供种苗、化肥和农药等方面的扶持，原料供应具有较强的稳定性。

公司蔗区甘蔗种植经济指标情况

项目	2024 年（末）	2023 年（末）	2022 年（末）
甘蔗种植面积（万亩）	183.20	160.00	155.00
蔗区甘蔗单产（吨/亩）	4.30	4.84	4.60
蔗区外甘蔗单产（吨/亩）	4.29	4.60	4.40
蔗区甘蔗出糖率（%）	12.43	12.62	12.44
蔗区甘蔗种植综合成本（元/吨）	450.00	440.00	445.00

资料来源：公司提供，安融整理。

种植成本方面，制糖行业产品同质性极强，企业间竞争优势主要体现在对原材料的控制上。广糖集团通过向其指定蔗区提供技术支撑和优质品种、向农村蔗区推广良种及深耕深松、宽行密植及喷滴灌等良法，大幅度提高了甘蔗单产，垦区蔗田甘蔗单产均高于垦区以外单产。同时下属制糖企业均有自建的供电设备，所用原料主要为制糖过程中产生的蔗渣，实现了循环利用。公司通过整合资源，采用“公司+基地+农户”的农业产业化经营模式，有效的控制蔗源、增强蔗质，降低原材料种植成本。

### 2、机制糖生产

公司机制糖主要产品为白砂糖和精制糖。工艺流程方面，制糖主要经过提汁、清汁、煮糖、助晶、分蜜及原糖精炼等程序，公司在农务生产车间生产、包装、销售等各个主要生产环节全面实施质量管理体系，下属 14 家制糖公司全部通过质量管理体系、食品安全管理体系、环境管理体系等认证，9 家制糖公司生产的白砂糖产品通过“绿色食品”认证。

制糖成本主要来源于甘蔗原料，占总成本 80%以上。公司自有产权种植基地约为 32.40 万亩，具有一定的原料成本优势，其余全部从蔗农采购，甘蔗款结算主要采取货到付款的方式。甘蔗原料生产和采购呈现季节性和阶段性，采购活动集中在生产周期，销售活动全年进行。在榨季生产期间，

制糖企业需支付全年大部分甘蔗收购费用，随着停榨期白砂糖对外销售以及副产品进一步加工成为朗姆酒、蔗渣浆、生活用纸并实现销售后，回笼资金比例逐步提高。

公司糖业成本构成比例情况（单位：%）

成本项目	2024年（末）	2023年（末）	2022年（末）
原材料	84.93	82.44	85.45
燃料及动力	1.66	1.64	1.70
直接工资	6.09	7.90	6.06
制造费用	7.32	8.02	6.79
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，安融整理。

采购方面，食糖的生产活动极易受市场价格波动及原料供应等因素影响，呈现出一定的周期性。制糖行业为完全竞争行业，糖价完全由市场决定，制糖企业一般无法向下游转移成本，使得机制糖总成本居高不下。近年来，因采购高糖蔗比例上升，公司糖料蔗采购均价持续增长，公司制糖业务仍面临较大的成本压力。

公司甘蔗采购情况

项目	2024年	2023年	2022年
采购量（万吨）	788.27	580.71	721.93
采购均价（元/吨）	540.60	527.86	518.23

资料来源：公司提供，安融整理。

产能方面，截至2024年末，广糖集团产能130.00万吨/年，近年来产能利用率有所波动，主要系公司根据市场需求变化调整生产所致。

公司机制糖产销情况

项目	2024年	2023年	2022年
产能（万吨/年）	130.00	130.00	130.00
产量（万吨）	116.57	87.62	102.69
产能利用率（%）	89.67	67.40	78.99
销量（万吨）	114.26	93.57	100.66
销售均价（元/吨）	6,352.24	6,886.22	5,765.51
产销率（%）	98.02	106.79	98.02

资料来源：公司提供，安融整理。

### 3、机制糖销售

白糖主要是作为食品、饮料等厂商的生产原料使用，直接用于终端消费的比例很小，客户主要为食品饮料企业等渠道销售客户及购销中间商。渠道销售方面，公司主要采取集团统一销售，部分产品由代理商销售的营销模式，主要销售区域为自治区内、广东、山东，近年来合计销售占比均在65%以上。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，2024年销售均价有所下降。公司重点客户包括广西泛糖科技有限公司、中粮糖业（天津）有限公司等，2024年前五大客户销售占比为59.20%。购销模式方面，主要通过线上线下结合及“以销定采”方式赚取价差盈利。

2022-2024年，公司糖业收入分别为104.77亿元、122.34亿元和114.03亿元，整体有所增加。

2023年，由于购销业务增加，糖业收入同比增长；2024年，由于糖料蔗采购成本上升，叠加机制糖销售价格下降，公司糖业收入及毛利率均有所下降。公司采取加强内部管理，降低生产经营成本，参与糖料蔗完全成本保险获得价格下跌的赔付资金等方式应对糖价下降的情况。

公司糖业市场分布情况（单位：%）

项目	2024年	2023年	2022年
广西自治区	55.48	55.46	56.00
广东省	6.57	6.58	6.40
山东省	4.53	4.52	4.45
东北三省	1.20	1.21	1.00
河南省	0.02	0.02	0.02
其他	32.20	32.21	32.13
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，安融整理。

## （二）畜牧业

近年来，由于产能扩张公司畜牧业收入持续增长，2024年由于销售均价上涨，生猪销售毛利率有所上升，但受猪周期、原料成本上升以及毛利率较低的生猪加工业务增加等因素影响，畜牧业毛利率持续下降。

公司畜牧业务主要为猪产业和乳业，分别主要由广西农垦永新畜牧集团有限公司（以下简称“永新畜牧”）和广西农垦西江乳业有限公司（以下简称“西江乳业”）负责运营。近年来，公司畜牧业收入持续增长，毛利率受猪周期、原料成本上升以及毛利率较低的生猪加工业务增加等因素影响而持续下降。

### 1、猪产业

公司猪产业板块主要由永新畜牧和广西邕之泰实业有限公司（以下简称“邕之泰”）运营，其中永新畜牧是以瘦肉型生猪繁育、饲养为主的专业集团，是猪产业板块主要收入来源；邕之泰主营畜禽屠宰、食品加工、冷链物流配送、终端渠道拓展业务，是公司推动完善猪产业一体化的关键一环。

永新畜牧是目前华南地区规模较大的原种猪繁育基地，生猪养殖各项经济技术指标居广西前列，获得农业产业化国家重点龙头企业、国家级现代农业优秀示范区、国家级生猪标准示范场等荣誉。截至2024年末，永新畜牧拥有14家养猪公司，拥有种猪场27个，育肥场/区19个，育肥合同户210多个，主要销往国内和港澳地区，是广西重要的供港、供澳活猪企业。2022-2024年，永新畜牧出栏生猪分别为305.00万头、409.14万头和430.12万头，分别占广西自治区生猪出栏量的9.11%、11.63%和11.78%，占比逐年提升。

业务模式方面，永新畜牧采用以种猪为核心，生猪养殖为依托，饲料生产全面经营的全产业链经营模式，主要通过销售种猪、仔猪、肥猪等商品盈利。

2022-2024 年广西及永新畜牧生猪存栏量及出栏量情况（单位：万头、%）

年份	广西生猪出栏量	永新畜牧生猪饲养量	永新畜牧生猪出栏量	永新畜牧出栏量市场份额
2022 年	3,347.44	352.34	305.00	9.11
2023 年	3,516.60	579.21	409.14	11.63
2024 年	3,651.35	621.81	430.12	11.78

资料来源：公司提供，安融整理。

生猪养殖模式方面，主要有“繁殖场”“自繁自养”和“公司+农户”模式，出栏生猪产品涵盖种猪、仔猪和育肥猪，养殖模式和产品多元化，可一定程度上分散市场风险。具体来看，“繁殖场”模式中，公司需自建猪场、引种、配种至母猪分娩仔猪，主要上市产品为种猪、保育仔猪和断奶仔猪。“自繁自养”模式即在繁殖场模式的基础上，对出生的仔猪进行哺乳、保育、生长和育肥至肥猪出栏的全阶段饲养管理模式，上市产品为育肥猪。“公司+农户”模式是公司与合作养殖户合作养殖、分工协作的新型业务模式，合作养殖场投资资金由养殖户提供，公司负责按照统一标准建设养殖场，每个合作养殖场由公司配备相应技术管理人员，统一提供猪苗、饲料、兽药、技术服务以及回收销售，生猪出栏按照约定给予代养费。“公司+农户”经营模式的推行，一方面可以减少公司养殖规模扩张对固定资产的大规模投资，降低自身资本投入，另一方面带动了周边农民向农业工人的就地转化，提高农户的养殖规模和养殖水平。

养殖技术方面，公司在多点式、全进全出分阶段隔离饲养、全程数字化管理、超早期隔离断奶、疾病清除与净化、系统选种选育、测背膘确定母猪喂量、精准营养、污水净化处理达标排放等核心技术居于行业领先水平。截至2024年末，永新畜牧拥有自治区级活体储备场、地市级活体储备场共计21个，备案规模10.82万头，对于农产品供给保障能力发挥关键作用。

公司生猪成本构成比例情况（单位：%）

成本项目	2024 年（末）	2023 年（末）	2022 年（末）
直接材料	73.69	79.96	75.19
其中：饲料	67.56	73.63	67.78
兽药	4.80	5.03	6.18
燃料及动力	1.34	1.30	1.23
直接工资	5.46	4.59	5.34
制造费用	20.85	15.45	19.47
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，安融整理。

生猪养殖成本主要为饲料，公司饲料均为自行生产，原材料为外购，外购原料采取统一招标及规模化采购模式，近年来受行情影响，采购价格持续上升。销售方面，公司生猪销售主要以广西自治区内为主，部分销往广东等周边省市，主要采取“随行就市，顺价销售”的模式，在持续扩张产能的带动下，公司生猪出栏量大幅增加，由于永新畜牧的猪群在健康状态、肉质质量等方面具备一定的优势，肉猪价格比当地猪场高出 0.5 元/公斤以上，种猪价格高出 500 多元/头，具有一定的市场竞争能力。2022-2024 年永新畜牧分别实现收入 49.52 亿元、70.12 亿元和 77.94 亿元，收入持续增长，主要系产能扩张所致；永新畜牧生猪销售毛利率分别为 21.33%、10.90%和 11.29%，整体下降，主要系生猪市场存在“猪周期”，生猪销售均价受市场供给增长影响整体回落，叠加饲料价格上涨等因素

影响所致。2024年，由于生猪销售均价上涨，永新畜牧生猪销售毛利率有所回升，但受毛利率较低的生猪加工等业务收入占比上升影响，公司猪产业毛利率继续下降。

公司猪产业市场分布情况（单位：亿元、%）

项目	2024年	2023年	2022年
<b>市场分布情况</b>			
广西壮族自治区	88.62	77.39	59.53
广东省	8.29	16.38	29.44
其他	3.09	6.23	11.03
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>2024年前五大销售客户情况</b>			
客户	销售品种	销售额	占比
客户1	生猪	4.84	6.21
客户2	生猪	3.67	4.71
客户3	生猪	2.24	2.88
客户4	生猪	2.09	2.68
客户5	生猪	1.94	2.49
<b>合计</b>	-	<b>14.78</b>	<b>18.96</b>

资料来源：公司提供，安融整理；因行业特性，客户名单不对外披露。

邕之泰是公司于2021年10月收购企业，主营畜禽屠宰、食品加工、冷链物流配送、终端渠道拓展业务，盈利主要来源于屠宰生猪收益和城市猪肉供应及采购生猪间差价。自收购以来，邕之泰新增年屠宰生猪96万头、分割猪白条30万头、冷藏库容2.13万立方米的产能。邕之泰目前铺设拓展南宁市各大商超、农贸市场、学校食堂和餐饮门店终端渠道，已经向外开拓横州市、凭祥市等22个地级市（县）猪肉专供渠道，南宁市内与沃尔玛及南宁本土品牌超市利克隆等均有合作，拥有线下品牌加盟店50家，近年来邕之泰收入持续增长。截至2024年末，邕之泰公司获得了自治区本级以及南宁、河池、贺州、玉林市级冻储备肉资质，占全区猪肉储备量25%左右。

## 2、乳业

公司乳业板块经营主体主要为西江乳业，是全国优良奶牛品种基地及广西奶牛标准化生产技术示范基地。西江乳业主业聚焦于乳业及相关产业，打造集良种培育、乳品生产、规模养殖、市场营销于一体的完整乳业产业链。

业务模式方面，通过拓展线上零售端，为知名品牌奶茶店提供新鲜奶源、创建“水牛奶+”奶吧等线下销售渠道实现经营收益。西江乳业拥有西江牧场、金光牧场两个奶源基地，年产鲜奶7,000多吨，拥有七条加工生产线，产品主要以低温冷链为主常温为辅，涵盖低温奶、常温奶、风味发酵乳等八大类40多个品种。近年来随着渠道铺设及品牌影响力提升，乳业收入呈现增长态势，2022-2024年乳业板块分别实现收入0.72亿元、1.15亿元和2.00亿元，毛利率分别为-1.25%、29.90%和21.43%。

### （三）食品农业

公司食品农业板块涵盖淀粉业务、农业及农产品供应、农资农肥业务及剑麻、果蔬茶等其他业务，近年来受自然环境及市场供需等因素影响，食品农业板块收入波动较大，毛利率整体呈上升趋势。

## 1、淀粉

公司淀粉业务运营主体广西农垦明阳淀粉发展有限公司（以下简称“明阳淀粉”）目前可生产木薯原淀粉、变性淀粉和酒精三大类共 50 多个系列产品，其中以变性淀粉为主。明阳淀粉是目前国内规模较大的集研制、生产、销售、应用技术服务于一体的木薯变性淀粉生产企业，在中高档变性淀粉市场具有一定的竞争力，所属“潭峰”牌系列木薯淀粉、变性淀粉产销量在行业中居全国前列。明阳淀粉产品广泛应用于造纸、纺织、食品、饲料、石油、化工、医药、建材等行业，产品销售区域覆盖全国 27 个省市自治区，另外出口日本、马来西亚及香港等地区。

业务模式方面，公司主要采取直销模式和代理商模式，销量分别占总销量的 2/3 和 1/3，定价模式主要根据市场价格同时参考客户规模，对于长期合作且用量较大的客户，有 2%-5% 的折扣。近年来公司淀粉业务收入整体下降，主要系公司不断扩大固定资产投资，固定支出费用增加，同时由于下游产业如造纸业不景气，导致淀粉市场价格一直处于低位。目前公司已经逐步向高附加值的食用淀粉生产转型以提高淀粉业务的盈利能力。

公司淀粉业务主要产品销量及价格情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
<b>原淀粉</b>			
米购量	26.87	23.13	20.41
销量	6.95	5.18	11.75
采购均价	3,767.14	3,742.51	3,520.61
销售均价	3,948.86	3,787.67	3,601.69
<b>变性淀粉</b>			
产能	45.00	45.00	45.00
产量	22.37	20.84	19.35
产能利用率	49.71	46.31	43.00
销量	20.00	20.19	18.85
含税成本均价	5,241.22	5,054.71	4,936.73
含税销售均价	5,414.67	5,442.93	4,987.99

资料来源：公司提供，安融整理。

## 2、农业及农产品供应

农业及农产品供应业务运营主体主要系公司下属 13 家农场公司以及广西农垦绿色食品集团（以下简称“农垦食品”），主要业务包含农林作物种植、畜禽水产养殖及农产品供应等，作为集团内主要产业板块的原料基地，具备规模性和稳定性等优势。

2018 年公司已对下属 13 家国有农场进行公司制改革，按照现代企业管理制度，独立开展经营，建设糖料蔗、生猪、水果、蔬菜、茶叶、奶牛、肉牛肉羊、禽类、水产、特色种植的“十大基地”现代农业产业集群。原料基地建设以轻资产为主，保障集团内产业原材料供应，带动地方就业。经营模式方面主要系 13 家农场公司对应各自所在区域，以自身原料种植基地为供应基础，开拓当地食品市场。农场一方面自主经营开展基地建设、种植养殖，另一方面也提供优质的成片土地与当地农民、合作社合作进行种植养殖。采购成本主要涵盖化肥、农药、种子等农用物资。

农垦食品主要系以市场化方式开展食用油、粮食、果蔬、肉品、香料等国内外大宗农副产品贸

易业务。农垦食品购销区域主要集中在国内，销售方式主要系先锁定买方，后针对买方需求进行采购后供应从而赚取价差，现款结算为主，经营风险较低。目前销售客户主要包括国内大宗农产品贸易商、主要城市农产品批发市场、农产品集散中心等渠道以及高校、企事业等终端。

### 3、农资农肥

公司农资农肥运营主体为广西化工研究院有限公司（以下简称“化工研究院”），是集产学研于一体的综合性科研机构及高新技术企业，主要从事农用化学品、环保型功能性材料、精细化工、兽药和饲料添加剂等领域的科研开发、生产经营及技术服务。业务模式方面，主要系统协调集团内外部农业生产主体的农业运输机械、生产及加工机械、农药、种子、化肥、农膜等农业生产资料采购需求，推广销售农资农具，以获得规模化集采集销的价差收益。

### 4、其他业务

食品农业中其他业务主要包括剑麻制品、成品茶等。

公司剑麻制品业务主要由广西剑麻集团有限公司（以下简称“剑麻集团”）运营，剑麻集团是广西农业产业化重点龙头企业及国内最大的剑麻纤维和剑麻制品生产企业之一，占广西剑麻制品行业约 85% 的市场份额，在国内具备较强的竞争优势。剑麻集团主要产品包括剑麻绳芯、剑麻布、剑麻纱条、剑麻捻线及剑麻绳等。原材料方面，剑麻集团拥有 2 个农场基地，剑麻种植面积约 2 万亩，年产麻片十万吨，公司采取“公司+基地+农户”的产业化经营模式，积极推广两种，提高剑麻产量，剑麻纤维单产居国内领先水平。公司剑麻制品年生产能力达 3 万吨，近年来剑麻产品产销量较为稳定，但由于剑麻制品需求弹性小，产量不高。公司在现有剑麻产品品种基础上，引进了剑麻地毯的生产线，以拓宽产品应用范围。剑麻集团业务主要采取直销和代销两种形式，主要产品的国内市场占有率约为 35%，同时出口中东、东南亚及美国等地。

公司成品茶业务运营主体主要为广西农垦茶业集团有限公司（以下简称“茶业集团”），茶业集团是广西重点龙头企业，管理土地面积 26,309 亩，其中茶园基地面积近 16,000 亩，分别分布在“世界长寿之乡”南宁市上林县等地；拥有近 6 万平方米生产加工车间，年成品茶生产加工能力达 2 万吨。茶业集团旗下注册有“大明山”“京桂古道”“三源六堡”“茂圣”四个产品品牌，主要生产广西六堡茶、西林白茶、高端绿茶及红茶等共 60 多个系列产品。另外茶业集团探索茶与康养、茶与旅游融合发展模式，打造了以茶产业为载体的国家 AAA 级旅游景区即大明山茶园景区以及以生态康养为主体的农场公司，拓展了茶产业链发展。

#### （四）其他业务

**公司其他业务主要包括土地开发整理、建筑业及服务业等，主要系延伸公司主业上下游链条，实现多元化发展，对公司收入和利润形成有益补充。**

公司主要负责园区开发整理和基础设施建设及园区运营，整理开发土地全部来自下属各农场自有土地，主要系自公司改制建立以来由国家分次划拨而来，土地性质均为国有划拨。截至 2024 年 9 月末，公司拥有 202.12 万亩土地，分布在广西 14 个地级市 45 个县，土地相对连片集中，权属明确，因土地主要为建国初期开垦荒地建成的农场用地，综合开发成本较低，具备一定的土地资源优势。

业务模式主要系公司根据政府收储计划制定供地方案，申请农转用指标，由土地使用权所属部门（农场）按照相关规划，对其持有的土地进行整理开发，开发完成后由属地政府通过“招拍挂”方式出让土地，出让农垦国有土地产生的土地出让金收支纳入政府性基金预算，按规定计提各项资（基）金并分别缴入各级国库后，其他上解至自治区本级财政，由公司根据项目编制支出预算，按规定用于农垦农业土地开发、农田水利建设和公益性基础设施建设，弥补公司前期土地开发整理成本，公司盈利模式主要为获得土地补偿金、税收分享以及耕地提质改造项目等。

建筑业主要是公司承接建筑工程设计、施工和道路绿化工程等项目，其中建筑施工主要由广西农垦建设工程有限公司及下属农场负责，因下属农场承接道路建设项目绿化工程施工所需的树木、花卉均为农场自身种植，农场充分利用其土地资源，集中化、规模化种植树木、各类花卉等绿化植物，能有效地控制成本，具备一定的市场竞争力。公司服务业主要由文旅类房地产业务、物业运营及金融服务等构成，其中文旅类房地产业务主要由广西悦桂田园文化旅游投资有限责任公司负责，项目以采用合作开发模式为主，分布在广西壮族自治区境内，开发业态均为商住；物业运营主要包括租金及管理费收入，金融服务主要包括委贷、担保及金融咨询等业务产生的委贷利息收入和顾问费收入。

## 七、公司治理与管理

### （一）公司治理

公司不设股东会，由广西壮族自治区国资委代表广西壮族自治区政府履行出资人职责。

公司设董事会，由6名董事组成，其中董事长1人，副董事长1人，职工董事1人；职工董事由职工代表大会民主选举产生，其余董事由出资人委派；董事每届任期3年，任期届满考核合格的，经委派或者选举可以连任。外部董事在同一企业连续任职一般不超过6年。

公司不设监事会、监事，由董事组成的审计委员会（风险委员会）行使相关职权。

公司设总经理1人，对董事会负责。

### （二）战略与管理

战略方面，2021年12月，广西壮族自治区政府专门出台《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），赋予农垦集团以发展“绿色、健康、养生”中高端食品为方向，大力发展粮油及糖酒、畜禽及水产、果蔬及茶叶、休闲及速食食品、调味及添加食品等5大产业，带动农业旅游、工业旅游、医疗康养等产业，构建“从田间到餐桌”的食品全产业链和供应体系，建成具有一流产业链供应链整合能力和一流产业生态主导能力的食品产业链“链主”企业，助力广西全区乡村振兴新使命的定位，并给予农垦集团产业政策、财税支持、金融支持、项目支持、用地支持、资源整合、人才支持、开放合作等八个方面的全方位发展政策。

管理方面，根据公司目前日常管理和业务需要，公司制定了完备的管理制度，主要包括《财务报告管理办法》《全面预算管理办法》《会计核算管理办法》《对外投资管理办法》《融资担保管理办法》等。根据公司经营需要，公司建立了完善的经营组织机构（详见附录2）。

## 八、财务分析

公司提供了 2022-2024 年及 2025 年 1-3 月财务报表。中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2023-2024 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年 1-3 月财务报表未经审计。

截至 2022 年末，公司合并范围内共 36 家子公司；2023 年，公司合并范围内新增子公司 3 家，减少子公司 3 家；2024 年，公司合并范围内新增子公司 4 家，其中包括广西泛糖商贸有限公司、广西陆川桂垦新能源有限公司、广西农垦新兴灵豹精酿啤酒有限公司和广西农垦陆富食品有限公司，减少子公司 7 家，合并范围总体减少 3 家子公司。

### （一）资产质量

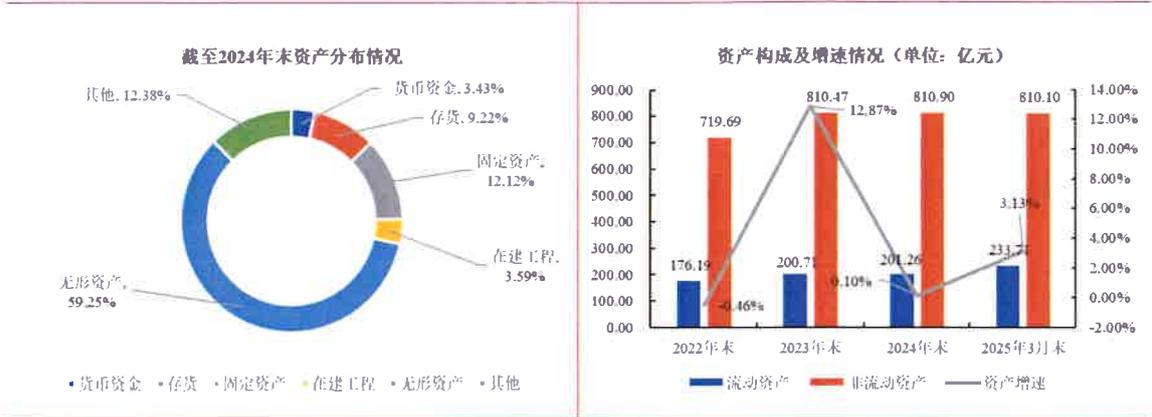
近年来，公司资产规模不断增长，结构以非流动资产为主，考虑到公司已获得政府无偿划拨的多家企业股权，总资产将有较大幅度增加；资产中土地使用权和经营性自建自营项目占比较高，且存在较大规模的待入账土地使用权；应收类款项存在一定的回收风险；整体来看，公司资产质量较好。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司资产规模分别为 895.88 亿元、1,011.18 亿元、1,012.17 亿元和 1,043.81 亿元，保持增长，主要由无形资产、固定资产构成，以非流动资产为主。

公司资产主要构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
<b>流动资产</b>	<b>233.71</b>	<b>22.39</b>	<b>201.26</b>	<b>19.88</b>	<b>200.71</b>	<b>19.85</b>	<b>176.19</b>	<b>19.67</b>
货币资金	38.90	3.73	34.73	3.43	39.59	3.92	39.83	4.45
应收账款	21.16	2.03	12.93	1.28	12.22	1.21	16.25	1.81
其他应收款	23.78	2.28	22.56	2.23	23.59	2.33	18.86	2.11
存货	107.75	10.32	93.35	9.22	91.21	9.02	84.04	9.38
合同资产	18.33	1.76	17.64	1.74	12.99	1.28	0.80	0.09
<b>非流动资产</b>	<b>810.10</b>	<b>77.61</b>	<b>810.90</b>	<b>80.12</b>	<b>810.47</b>	<b>80.15</b>	<b>719.69</b>	<b>80.33</b>
投资性房地产	23.57	2.26	23.36	2.31	22.82	2.26	18.36	2.05
固定资产	120.17	11.51	122.67	12.12	112.48	11.12	105.73	11.80
在建工程	37.99	3.64	36.32	3.59	47.42	4.69	49.68	5.55
无形资产	599.71	57.45	599.75	59.25	598.69	59.21	522.65	58.34
<b>资产总计</b>	<b>1,043.81</b>	<b>100.00</b>	<b>1,012.17</b>	<b>100.00</b>	<b>1,011.18</b>	<b>100.00</b>	<b>895.88</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，安融整理。



资料来源: 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表, 安融整理。

### 1、流动资产

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司流动资产分别为 176.19 亿元、200.71 亿元、201.26 亿元和 233.71 亿元。公司流动资产规模不断增长, 主要由货币资金、其他应收款、存货以及合同资产构成。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司货币资金分别为 39.83 亿元、39.59 亿元、34.73 亿元和 38.90 亿元, 有所下降, 以银行存款为主, 其中 2024 年受限货币资金占比为 3.28%; 近年来公司其他应收款有所增加, 主要系应收经营性往来款、园区移交补偿款及保证金等, 其中 2024 年末, 主要经营性应收对象包括广西丰浩糖业有限公司等, 部分存在失信被执行记录; 截至 2024 年末, 公司其他应收款已累计计提坏账准备 8.07 亿元, 需关注其回收风险。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司应收账款分别为 16.25 亿元、12.22 亿元、12.93 亿元和 21.16 亿元。2025 年 3 月末, 因部分货款暂未结算, 公司应收账款大幅增加。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司存货分别为 84.04 亿元、91.21 亿元、93.35 亿元和 107.75 亿元, 主要由房地产项目、库存白糖、牛肉及存栏生猪等构成。近年来存货不断增加, 2023 年末主要系甘蔗产成品和生猪存栏增加, 2024 年末主要系牛肉库存量增加, 2025 年 3 月末主要系生产白糖导致库存增加。白糖库存受季产年销经营特性的影响存在波动。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司合同资产分别为 0.80 亿元、12.99 亿元、17.64 亿元和 18.33 亿元, 主要为应收工程款, 2023 年末大幅增长, 主要系受建筑业务项目建设进度影响所致。

### 2、非流动资产

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司非流动资产分别为 719.69 亿元、810.47 亿元、810.90 亿元和 810.10 亿元, 规模有所增长, 主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司固定资产分别为 105.73 亿元、112.48 亿元、122.67 亿元和 120.17 亿元, 主要由房屋建筑物和机器设备构成, 随着在建工程完工结转及新购入资产而有所增长, 主要以自建猪场、育肥场房屋及北部湾大厦等购入的资产为主。截至 2024 年末, 房屋建筑物已累计折旧 37.16 亿元, 账面价值为 79.83 亿元, 折旧支出很高。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司在建工程分别为 49.68 亿元、47.42 亿元、36.32 亿元和

37.99 亿元，有所减少，均为自建项目，主要包括自营类项目和部分基础设施建设项目，其中自营类建设项目主要系围绕公司主营业务，包括伏虎猪场、北耀达育肥猪场、6 万吨变性淀粉扩产项目和广西农垦和牛产业项目（一期）等，主要通过运营实现收益；基础设施类项目主要包括中印合作区二期工业园（二期）、九五大道建设工程及广西农垦明阳工业区 B 区标准厂房项目等，后期主要通过土地出让金返还等实现收益。近年来，随着猪场和汽车文化产业等项目转入固定资产，在建工程有所减少。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司无形资产分别为 522.65 亿元、598.69 亿元、599.75 亿元和 599.71 亿元，主要为国有划拨农用土地使用权，根据广西壮族自治区人民政府文件《自治区人民政府关于组建广西农垦集团有限责任公司通知》（桂政发[1996]107 号）明确原农垦辖区内的国有土地作为特殊形态的国有资产，一并授权农垦集团经营管理。近年来受土地重新评估入账影响无形资产有所上升。根据《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）和广西壮族自治区农垦局下发的《自治区农垦局关于同意广西农垦集团有限责任公司增加无形资产及国有资本金的通知》（桂垦发[2020]118 号），同意公司将金光农场等 11 家农场公司共计 30.45 万亩国有划拨土地使用权按照评估基准日 2020 年 10 月 31 日的土地资产价值增加为无形资产，入账评估价值共计 278.85 亿元。截至 2024 年末，公司拥有国有土地面积 202.12 万亩，已确权及登记发证面积 192.87 万亩，证载用途为建设用地的 14.99 万亩，农用地和未利用地 178.25 万亩，尚有未发证土地 8.89 万亩。同期末，公司土地使用权已入账 70.20 万亩，账面价值 595.55 亿元，仍存在较大规模的可入账土地使用权。

2025 年 3 月末，公司受限资产规模 23.10 亿元，主要系存货、固定资产及使用权资产等，占总资产和净资产比例分别为 2.21%和 4.02%（详见附录 6）。

综上所述，近年来，公司资产规模不断增长，结构以非流动资产为主，考虑到公司已获得政府无偿划拨的多家企业股权，有助于资产规模进一步扩大；资产中土地使用权和经营性自建自营项目占比较高，且仍存在较大规模的可入账土地使用权；应收类款项存在一定的回收风险；整体来看，公司资产质量较好。

## （二）资本结构

### 1、负债

近年来公司负债规模有所增长，以银行借款为主，且存在一定比例的专项资金及各类财政拨款。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司负债规模分别为 396.92 亿元、441.35 亿元、438.32 亿元和 469.40 亿元，负债规模整体有所增长，流动负债占比有所上升。

公司负债主要构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
流动负债	273.03	58.17	244.94	55.88	215.68	48.87	212.76	53.60
短期借款	85.11	18.13	73.36	16.74	78.54	17.79	75.04	18.91

项目	2025年3月末		2024年末		2023年末		2022年末	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
应付账款	41.27	8.79	45.43	10.37	43.43	9.84	31.37	7.90
其他应付款	29.50	6.28	30.26	6.90	32.95	7.47	19.53	4.92
一年内到期的非流动负债	95.50	20.35	76.28	17.40	33.20	7.52	63.73	16.06
<b>非流动负债</b>	<b>196.37</b>	<b>41.83</b>	<b>193.39</b>	<b>44.12</b>	<b>225.67</b>	<b>51.13</b>	<b>184.16</b>	<b>46.40</b>
长期借款	107.43	22.89	106.42	24.28	130.24	29.51	81.00	20.41
应付债券	56.17	11.97	51.37	11.72	47.04	10.66	41.15	10.37
长期应付款	13.27	2.83	16.19	3.69	23.07	5.23	33.24	8.38
递延收益	15.41	3.28	15.47	3.53	21.98	4.98	24.49	6.17
<b>负债总计</b>	<b>469.40</b>	<b>100.00</b>	<b>438.32</b>	<b>100.00</b>	<b>441.35</b>	<b>100.00</b>	<b>396.92</b>	<b>100.00</b>

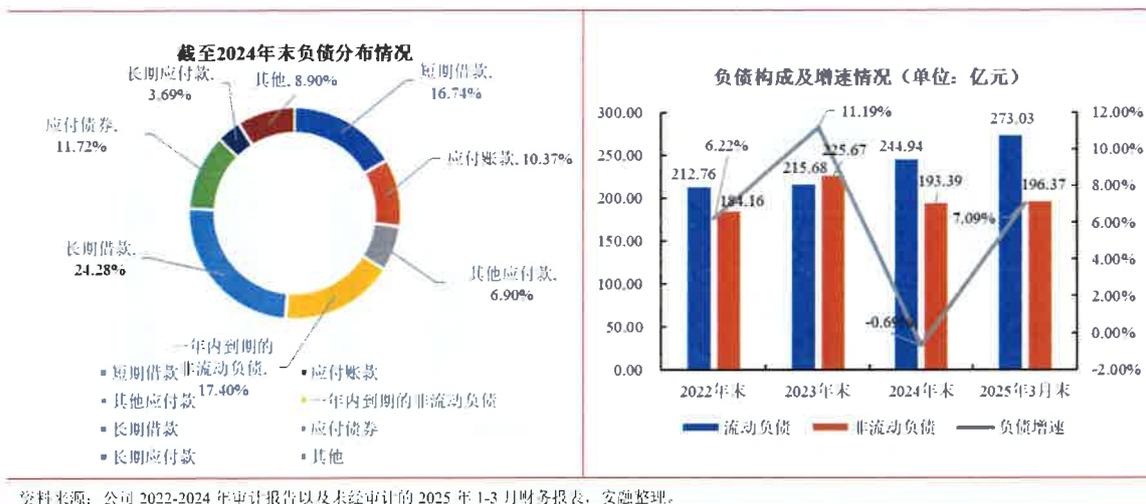
数据来源：公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，安融整理

### （1）流动负债

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司流动负债分别为 212.76 亿元、215.68 亿元、244.94 亿元和 273.03 亿元，规模持续增长，以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主；其中短期借款规模受流动资金需求影响而小幅波动，以保证借款和信用借款为主；受业务扩张影响，公司应付账款有所增长，主要系应付原料甘蔗、木薯、肥料等货款及工程款等经营性款项，其中 2024 年末主要应付对象包括中国建筑第四工程局有限公司、广西建工集团第二建筑工程有限责任公司等；近年来其他应付款波动增长，主要以往来款为主，其中 2024 年末应付对象主要为广西农垦糖业集团商贸有限公司、北海光都房地产开发有限公司。近年来公司一年内到期的非流动负债波动较大，主要包括一年内到期的长期借款和应付债券，2023 年末随着部分债务偿还大幅减少。

### （2）非流动负债

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司非流动负债分别为 184.16 亿元、225.67 亿元、193.39 亿元和 196.37 亿元，规模有所波动，以长期借款、应付债券、长期应付款及递延收益为主；其中长期借款规模整体有所增长，主要系长期项目贷款增加所致，类型以保证借款和信用借款为主；近年来公司发行的债券涵盖企业债、公司债、中期票据、资产支持计划等，受业务扩张及发行利率下降影响，应付债券不断增加；公司长期应付款不断减少，主要由专项应付款和应付融资租赁款构成，其中专项应付款主要系政府征收土地后支付给农场，农场尚未支付的款项，主要包括土地补偿费、安置补偿费、青苗及地上附着物拆迁补偿费等，近年来随着征地补偿款的结转不断减少；2024 年末应付融资租赁款合计 0.69 亿元，占总负债的 0.16%，占比较小。递延收益主要系税收增量分享资金、土地专项资金、“双高一优”项目资金及现代农业发展生产资金等财政拨款，近年来随着财政资金结转有所减少。



## 2、所有者权益

近年来, 公司所有者权益不断增加, 以国有划拨土地和实收资本为主。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司所有者权益规模分别为 498.96 亿元、569.83 亿元、573.85 亿元和 574.41 亿元, 受划拨土地评估入账及利润累积等因素影响, 公司所有者权益不断增加。其中公司盈余公积保持不变, 未分配利润受益于利润累积而持续增长, 少数股东权益有所下降, 合计占比较小。

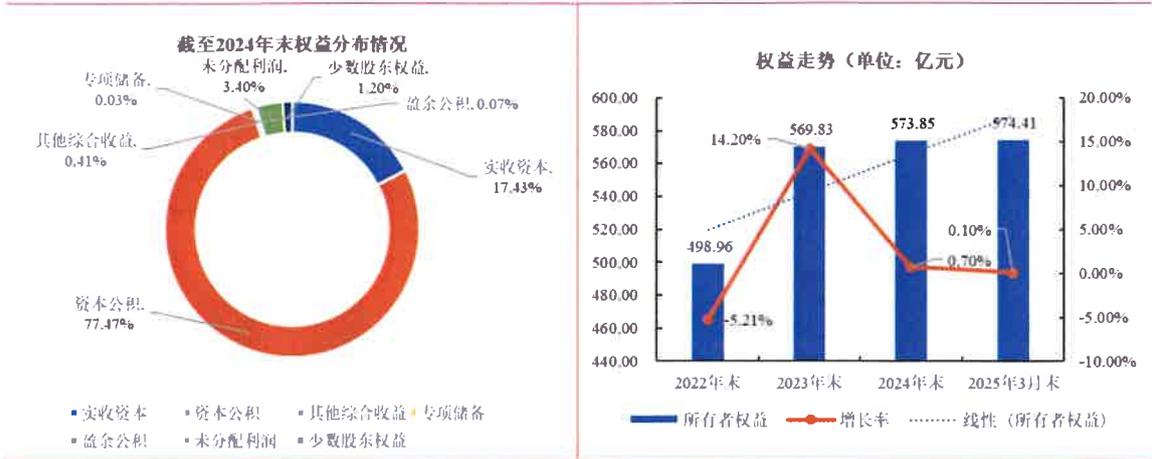
公司所有者权益情况 (单位: 亿元、%)

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
实收资本	100.00	-	100.00	-	100.00	529.05	15.90	-
资本公积	444.54	-	444.53	0.11	444.06	-3.59	460.61	-6.27
其他综合收益	2.34	0.17	2.33	-13.18	2.69	16.33	2.31	25.17
专项储备	0.18	-1.14	0.18	-4.51	0.19	-0.72	0.19	14.98
盈余公积	0.42	-	0.42	-	0.42	-	0.42	-
未分配利润	19.75	1.31	19.50	39.30	13.99	36.72	10.24	115.39
少数股东权益	7.19	4.37	6.89	-18.85	8.49	-8.78	9.31	-21.93
<b>所有者权益合计</b>	<b>574.41</b>	<b>0.10</b>	<b>573.85</b>	<b>0.70</b>	<b>569.83</b>	<b>14.20</b>	<b>498.96</b>	<b>-5.21</b>

数据来源: 公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表, 安融整理。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司实收资本大幅增加, 主要系资本公积转增实收资本所致; 2023 年 1 月, 根据广西壮族自治区国资委《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 84.10 亿元转增实收资本, 对应减少资本公积。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末, 公司资本公积分别为 460.61 亿元、444.06 亿元、444.53 亿元和 444.54 亿元, 主要由土地使用权构成, 近年来规模有所下降, 其中 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, 同时公司无偿划转广西农垦垦达商贸有限公司、广西农垦十万大山天然食品有限公司、广西农垦九曲湾资产经营有限公司股权至广西壮族自治区国资委其他监管企业及回收子公司广西农垦黔江农场有限公司和广西农垦明阳农场有限公司划拨土地, 共减少资本公积 1.73 亿元。



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，安融整理。

### （三）盈利能力

近年来公司营业总收入呈持续增长趋势，政府补助对公司利润形成较大支持，但期间费用及各项减值损失等对利润形成较大侵蚀。

2022-2024 年，公司营业总收入分别为 282.52 亿元、297.00 亿元和 298.40 亿元，由于糖业及猪产业等优势业务经营规模扩大，收入呈增长趋势；营业利润分别为 0.96 亿元、0.46 亿元和 0.34 亿元，由于主营业务易受周期性及自然环境等因素影响，营业利润及综合毛利率持续下降，其中 2023 年主要受猪肉价格下降影响，2024 年主要受糖料蔗采购成本上升，机制糖销售价格下降，以及毛利率较低的畜禽屠宰、生猪加工等业务增加影响所致。此外，公司折旧、摊销及财务费用等固定支出成本较高，叠加资产减值损失和信用减值损失，对利润形成较大侵蚀，公司盈利能力一般。2022-2024 年，补贴收入占利润总额的比重分别为 133.84%、170.19%和 218.46%，持续增长，政府补助对公司利润形成较大支持，2024 年由于土地征收补偿大幅增加，补贴收入占利润总额的比重大幅提升。

公司主要盈利指标情况表（单位：亿元、%）

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年	2022 年
营业总收入	66.67	298.40	297.00	282.52
营业总收入增长率	-	0.47	5.12	39.60
补贴收入	-	20.12	15.07	12.44
营业利润	-0.29	0.34	0.46	0.96
利润总额	0.56	9.21	8.86	9.29
净利润	0.42	7.48	7.35	7.50
综合毛利率	9.33	9.12	10.75	11.52
期间费用率	10.67	10.63	10.83	11.71
总资产报酬率	-	1.87	1.96	2.23
补贴收入/利润总额	-	218.46	170.19	133.84
总资产净利率	-	0.74	0.77	0.84
净资产收益率	-	1.31	1.37	1.46

数据来源：公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，安融整理。

2025 年 1-3 月，公司实现营业总收入 66.67 亿元，利润总额为 0.56 亿元，净利润为 0.42 亿元。



资料来源: 公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表, 安融整理。

#### (四) 现金流

随着经营规模的扩大, 公司经营性净现金流不断增加, 投资性现金流持续呈净流出状态, 筹资性现金流波动较大。

2022-2024 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.56 亿元、9.47 亿元和 16.15 亿元, 随着经营规模的扩大和产能利用率的提升, 经营性往来款规模持续增加, 经营性现金流呈现持续净流入的状态; 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.24 亿元、-25.18 亿元和-10.77 亿元, 主要受自建自营项目持续投入影响呈净流出状态; 公司融资方式主要为发行债券和银行贷款, 近年来公司融资规模不断增加, 受偿还债务影响, 筹资性净现金流波动较大。

公司现金流情况表 (单位: 亿元)

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年	2022 年
销售商品、提供劳务收到的现金	56.90	324.22	301.72	278.43
收到的其他与经营活动有关的现金	4.77	29.14	29.29	32.44
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>61.71</b>	<b>354.11</b>	<b>331.51</b>	<b>313.73</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	75.39	284.82	266.86	252.33
支付的其他与经营活动有关的现金	4.89	20.97	24.50	25.01
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>87.33</b>	<b>337.96</b>	<b>322.03</b>	<b>306.17</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-25.62</b>	<b>16.15</b>	<b>9.47</b>	<b>7.56</b>
投资活动现金流入小计	0.04	2.98	3.69	12.71
投资活动现金流出小计	3.87	13.75	28.87	25.95
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3.83</b>	<b>-10.77</b>	<b>-25.18</b>	<b>-13.24</b>
筹资活动现金流入小计	82.92	160.44	246.88	177.98
筹资活动现金流出小计	49.25	168.50	232.03	185.07
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>33.67</b>	<b>-8.06</b>	<b>14.86</b>	<b>-7.09</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>4.21</b>	<b>-2.38</b>	<b>-0.83</b>	<b>-12.87</b>

数据来源: 公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表, 安融整理。

2025 年 1-3 月, 公司经营性现金流转为净流出, 经营性净现金流为-25.62 亿元, 投资性净现金流为-3.83 亿元, 筹资性净现金流为 33.67 亿元。

#### (五) 经营效率

近年来, 公司经营效率指标总体表现一般, 现金回收能力有所提升。

2022-2024年，公司经营效率指标总体表现一般，其中应收账款周转率有所上升，存货周转率和总资产周转率小幅下降，资产流动性有所减弱。现金回收方面，整体来看现金回收能力有所提升。

公司主要经营效率指标情况表（单位：次、%）

项目	2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
应收账款周转率	-	23.72	20.86	21.25
存货周转率	-	2.94	3.02	3.10
总资产周转率	-	0.29	0.31	0.31
现金回笼率	85.35	110.98	103.00	98.55

数据来源：公司2022-2024年审计报告以及未经审计的2025年1-3月财务报表，安融整理。

## （六）偿债能力

公司长期偿债相关指标有所改善，融资渠道畅通，备用流动性充足，经营性现金流净额可对短期有息债务形成有效支撑，但有息债务规模较大且持续增长，短期有息债务占比较高，货币资金对短期债务的保障程度较弱。

从短期偿债能力指标来看，2022-2024年公司流动比率及速动比率相对波动较小；货币资金盈余率、非短债货币资金增加率等现金比率指标均表现一般，货币资金对短期债务的覆盖程度较弱；经营性现金流净额对短期有息债务形成有效支撑，且呈上升趋势。整体来看，公司短期偿债能力相关指标表现趋弱。

公司偿债能力指标情况表

项目	2025年1-3月（末）	2024年（末）	2023年（末）	2022年（末）
资产负债率（%）	44.97	43.31	43.65	44.30
流动比率（倍）	0.86	0.82	0.93	0.83
速动比率（倍）	0.46	0.44	0.51	0.43
EBITDA（亿元）	-	32.14	29.59	30.88
EBITDA利息保障倍数（倍）	-	2.75	2.39	2.65
有息负债/EBITDA（倍）	-	9.72	10.29	8.64
货币资金盈余率（%）	-13.92	-11.53	-8.30	-11.23
非短债货币资金增加率（%）	-2.74	-3.24	1.65	-
经营活动净现金流流动比率（倍）	-0.09	0.07	0.04	0.04
非受限货币资金/短期有息债务（倍）	0.21	0.22	0.29	0.26
经营活动产生的现金流量净额/短期有息债务（%）	-13.91	10.66	7.67	5.38
全部债务资本化比率（%）	37.89	35.25	34.82	34.85

注：与EBITDA相关的指标为期间数和时点数复合指标。

数据来源：公司2022-2024年审计报告以及未经审计的2025年1-3月财务报表，公司提供，安融整理。

从长期偿债能力指标来看，EBITDA利息保障倍数略有提升，对利息的保障程度较好；有息负债/EBITDA有所上升，资产负债率有所下降，长期偿债相关指标有所改善。



近年来, 公司有息债务规模较大且持续增长, 长短期有息债务占比相当。公司主要通过银行借款、发行各种债券、融资租赁等方式进行融资, 融资渠道畅通。2025 年 3 月末, 公司非标融资共计 0.30 亿元, 占全部有息债务的 0.09%, 占比较小。同期末, 公司短期有息债务占全部有息债务比重为 52.55%, 占比较高, 存在一定的集中偿付压力。

公司有息债务主要构成情况表 (单位: 亿元、%)

项目	2025 年 3 月末		2024 年末		2023 年末		2022 年末	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期有息债务	184.19	52.55	151.43	48.47	123.50	40.56	140.45	52.61
长期有息债务	166.28	47.45	161.01	51.53	180.98	59.44	126.50	47.39
有息债务规模	350.47	100.00	312.45	100.00	304.48	100.00	266.95	100.00

数据来源: 公司 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表、公司提供, 安融整理

银行授信方面, 截至 2025 年 3 月末, 公司获得银行授信额度合计 501.00 亿元, 尚未使用额度 329.44 亿元, 公司备用流动性充足。

综上所述, 公司有息债务规模较大且持续增长, EBITDA 利息保障倍数有所提升, 长期偿债能力指标有所改善, 且备用流动性充足, 但短期偿债能力相关指标总体表现趋弱, 货币资金对短期债务的保障程度较弱。

## 九、假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

- 未来 1-2 年, 宏观经济环境无重大变化。
- 未来 1-2 年, 行业政策无重大变化。
- 未来 1-2 年, 公司经营及公司治理等无重大变化。
- 未来 1-2 年, 公司仍主要作为广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团, 主营业务竞争优势无

<sup>3</sup> 安融评级对受评对象的预测性信息是安融评级对受评对象信用状况进行分析与评估的考量因素之一。在作出该预测性信息时, 安融评级考虑了与受评对象相关的重要假设, 由于可能存在安融评级无法预见的事项和假设因素, 且该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此上述预测性信息与受评对象的未来实际情况可能存在差异, 且差异可能较大。

明显变化。

### 预测

公司重点财务指标预测情况

项目	2027年(F)	2026年(F)	2025年(E)	2024年(A)	2023年(A)
总资产净利率(%)	0.55~0.92	0.63~0.85	0.73	0.74	0.77
资产负债率(%)	32.48~54.13	36.81~49.8	43.15	43.31	43.65
EBITDA 利息保障倍数(倍)	2.06~3.43	2.33~3.16	2.45	2.75	2.39
总资产报酬率(%)	1.40~2.34	1.59~2.15	1.80	1.87	1.96
净利润(亿元)	5.61~9.35	6.36~8.60	7.34	7.48	7.35

注：A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。  
资料来源：公司提供，安融整理。

## 十、特殊分析<sup>4</sup>

### (一) ESG

截至 2025 年 9 月 23 日，在环境保护、社会责任和公司治理方面，安融评级未发现公司存在重大负面事件。2024 年 4 月，公司公告兼职外部董事冯柳江涉嫌严重违纪违法，正接受自治区纪委监委纪律审查和监察调查，公司对重大事项均进行集体决策，其违法违纪问题对公司整体影响不大。

### (二) 业务风险

根据《广西壮族自治区人民政府办公厅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)，赋予广西农垦打造国内领先、具有国际影响力和竞争力的国内现代一流食品企业的战略定位，近年来公司糖业和畜牧业收入保持增长，截至 2025 年 9 月 23 日，安融评级未发现公司存在业务转型风险；公司主营业务糖业和畜牧业易受周期性及自然环境等因素影响，但考虑到公司在广西区域内具备很强的产业基础和规模优势，业务多元化程度较高，有助于分散单一行业波动带来的风险，未发现存在较大的业务周期性波动风险和集中度风险。

近年来公司糖业和畜牧业收入保持增长，不存在受自然灾害或病毒风险等严重影响企业经营状况的情况；近年来，公司糖业等主业成本较为稳定，销售均价变动不大，不存在很大的价格波动风险，严重影响企业经营状况的情况；公司下属 14 家制糖公司全部通过质量管理体系、食品安全管理体系、环境管理体系等认证，9 家制糖公司生产的白砂糖产品通过“绿色食品”认证，不存在很大的产品质量风险，严重影响企业经营状况的情况；公司业务以国内市场为主，不存在主营业务受外汇交易结算受汇率波动、关税壁垒或非关税壁垒影响很大的情况；公司主营业务糖业受政策支持力度大，近年来营业收入保持增长，未发现公司主要或全部业务陷入停顿，可能影响其偿债能力的情况。

### (三) 财务信息质量风险

截至 2024 年末，安融评级未发现公司存在财务报告审计结论为非“无保留意见”的情形，亦未发现公司存在重大财务风险及财务数据失真的情形。

### (四) 资产质量风险

截至 2024 年末，公司应收类款项共计 35.49 亿元，占总资产的比重为 3.51%，安融评级未发现

<sup>4</sup> 本部分系安融评级截至 2025 年 9 月 23 日依据公司所提供的材料以及市场公开信息做出的判断，但不排除存在安融评级未掌握或未发现的情况。

公司存在单一对象应收类款项占总资产比超过 40%，且账龄在 1 年以上的情形。截至 2025 年 3 月末，公司受限资产规模为 23.10 亿元，占总资产的比重为 2.21%，未发现公司存在受限资产超过总资产 50%，且其中 50%出现了法律纠纷的情形；亦未发现资产变动风险及免除他人债务风险。

### （五）短期流动性评估

截至 2025 年 3 月末，公司短期有息债务占全部有息债务比重为 52.55%，非标融资占全部有息债务比重为 0.09%，安融评级未发现存在足以影响公司中长期信用状况的短期流动性风险。

### （六）不良信用记录

截至 2025 年 9 月 23 日，安融评级未发现公司存在以下情形：

一般债务逾期，尚处于逾期状态，金额与净资产比超过 20%；银行贷款逾期，尚处于逾期状态，逾期金额与净资产比超过 10%；非标、商票逾期；债券实际违约，尚处于违约状态。

根据企业征信报告（自主查询版，NO.2025070111050367284271），截至 2025 年 7 月 1 日，公司本部未结清款项中无关注或不良类贷款。通过证券期货市场失信信息查询、税收违法案件信息查询、中国裁判文书网、法院失信被执行人信息查询、国家企业信用信息公示系统查询、信用中国查询，安融评级未发现公司存在严重的失信记录。

### （七）重大负面舆情

截至 2025 年 9 月 23 日，安融评级未发现公司存在重大负面舆情，且影响尚未消除的情形。

### （八）或有风险

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保情况。

截至 2024 年末，安融评级未发现公司存在未决诉讼金额与净资产比超过 40%的情形。

### （九）兼并收购

截至 2025 年 9 月 23 日，安融评级未发现公司存在正在进行的重大兼并收购，投资金额与净资产比超过 25%的情形。

### （十）其它不利因素

截至 2025 年 9 月 23 日，安融评级暂未发现公司存在可能影响公司中长期信用状况的重大不利因素。

## 十一、外部支持

### （一）政府支持

#### 1.政府支持意愿

序号	项目	截至 2024 年末
1	政府及其出资代表持有公司股份比例（%）	100.00
2	近五年内公司来源于政府或其相关单位，或来源于民族自治区、州（盟）、县（旗）主营业务收入（亿元）	6.81
3	近五年内公司营业总收入（亿元）	1,080.31
4	近五年内公司来源于政府或其相关单位，或来源于民族自治区、州（盟）、县（旗）主营业务收入/近五年内公司营业总收入（%）	0.63

(1) 政府及其出资代表直接持有公司股份比例

截至 2024 年末，广西壮族自治区国资委持有公司股权比例为 100.00%。

(2) 政府对公司的业务支持

2021-2024 年，公司来源于政府的业务收入为土地开发整理收入，共计 6.81 亿元，占公司同期营业总收入的比重为 0.63%。

(3) 政府对公司的控制力

公司为政府的一级公司，政府对公司的人事、资产、业务等拥有绝对控制权。

2.政府支持历史记录

序号	项目	截至 2024 年末
1	公司近五年内受到政府支持资产划拨（亿元）	-
2	公司最近一个会计年度期末净资产（亿元）	573.85
3	近五年内受到政府其他支持方式（资产划拨除外）金额（亿元）	60.22
4	公司近五年内营业总收入（亿元）	1,080.31
5	公司近五年内受到政府支持资产划拨/公司最近一个会计年度期末净资产(%)	-
6	近五年内受到政府其他支持方式(资产划拨除外)金额/公司近五年内营业总收入(%)	5.57

政府补助方面，2021-2024 年，公司分别获得政府补助 12.59 亿元、12.44 亿元、15.07 亿元和 20.12 亿元，共计 60.22 亿元，占同期营业总收入 5.57%。

(二) 股东支持

1. 股东支持意愿

序号	项目	截至 2024 年末
1	股东持有公司股份比例（%）	100.00
2	公司最近一个会计年度期末总资产（亿元）	1,012.17
3	公司股东最近一个会计年度期末合并报表总资产（亿元）	-
4	公司最近一个会计年度营业总收入（亿元）	298.40
5	公司股东最近一个会计年度合并报表营业总收入（亿元）	-
6	公司最近一个会计年度净利润（亿元）	7.48
7	公司股东最近一个会计年度合并报表净利润（亿元）	-
8	公司最近一个会计年度现金及现金等价物净增加额（亿元）	-2.38
9	公司股东最近一个会计年度合并报表现金及现金等价物净增加额（亿元）	-
10	根据法律规定、合同约定或具有法律效力的文件（如：担保合同、保证书、安慰函、书面声明等）明确股东对公司负有连带偿还责任或偿还责任的债务总额（亿元）	-
11	公司最近一个会计年度期末合并报表负债总额（亿元）	438.32
12	公司最近一个会计年度期末总资产/公司股东最近一个会计年度期末合并报表总资产（%）	-
13	公司最近一个会计年度营业总收入/公司股东最近一个会计年度合并报表营业总收入（%）	-
14	公司最近一个会计年度净利润/公司股东最近一个会计年度合并报表净利润（%）	-
15	公司最近一个会计年度现金及现金等价物净增加额/公司股东最近一个会计年度合并报表现金及现金等价物净增加额（%）	-
16	根据法律规定、合同约定或具有法律效力的文件（如：担保合同、保证书、安慰函、书面声明等）明确股东对公司负有连带偿还责任或偿还责任的债务总额/公司最近一个会计年度期末合并报表负债总额（%）	-

(1) 股东持有公司股份比例

截至 2024 年末，广西壮族自治区国资委持有公司 100.00%股份，为公司唯一股东。

(2) 公司在股东业务布局中的地位

公司承担股东的核心业务，在股东区域战略布局中扮演了非常重要的角色。

(3) 公司在资产、收入、利润和现金流方面对股东的贡献

公司是广西壮族自治区国资委直接控股的一级公司，且为区域内主要一级子公司。

(4) 连带担保法律关系

广西壮族自治区国资委对公司债务不具有偿还责任。

(5) 公司违约对股东的影响

公司违约对股东声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本等各方面的不利影响非常大。

**2. 股东支持实力**

序号	项目	截至 2024 年末
1	公司上一级行政区域（地级市）最近年度 GDP（亿元）	-
2	公司所属本级行政区域最近年度 GDP（亿元）	28,649.40
3	公司股东最近一个会计年度期末合并报表净资产（亿元）	-
4	公司近五年内受股东支持的业务收入（亿元）	6.81
5	公司近五年内营业总收入（亿元）	1,080.31
6	公司近五年内股东注资（实缴）总计（亿元）	84.10
7	公司最近一个会计年度期末净资产（亿元）	573.85
8	公司上一级行政区域（地级市）最近年度 GDP/公司所属本级行政区域最近年度 GDP(倍)	-
9	公司近五年内受股东支持的业务收入/公司近 5 年内营业总收入（%）	0.63
10	公司近五年内股东注资（实缴）总计/公司最近一个会计年度期末净资产（%）	14.66

(1) 股东目前支持实力

2024 年，广西壮族自治区 GDP 为 28,649.40 亿元。

(2) 股东支持历史记录

2023 年 1 月，根据广西壮族自治区国资委文件批复，公司将资本公积 84.10 亿元转增实收资本，占公司 2024 年末净资产的比重为 14.66%。

**十二、增信措施**

本期债券无增信措施。

**十三、评级结论**

公司作为广西壮族自治区最大的农业类综合产业集团，在政府补助等方面获得大力支持，糖业和猪产业在其细分领域具备很强的品牌优势和市场竞争力，且具有土地资源丰富和融资渠道畅通等优势。

但畜牧板块毛利率持续下降，对公司盈利水平造成一定压力；受采购成本上升及销售价格波动影响，2024 年公司糖业收入及毛利率均有所下降；公司经营效率指标总体表现一般；公司债务结构有待优化；期间费用对公司利润形成一定侵蚀等风险因素。

综上所述，安融评级评定广西国控资本运营集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。

## 跟踪评级安排

根据相关规定及安融信用评级有限公司的《跟踪评级制度》，安融信用评级有限公司在首次评级结束后，将在受评债券存续期间对评级对象进行定期跟踪评级及不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年开展一次。届时，评级对象需向安融信用评级有限公司提供最新的相关资料，安融信用评级有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整评级对象信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级结论的重大事项，以及评级对象的情况发生重大变化时，评级对象应及时告知安融信用评级有限公司并提供评级所需相关资料。安融信用评级有限公司亦将持续关注与评级对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。安融信用评级有限公司将依据该重大事项或重大变化对评级对象信用状况的影响程度决定是否调整评级对象信用等级。

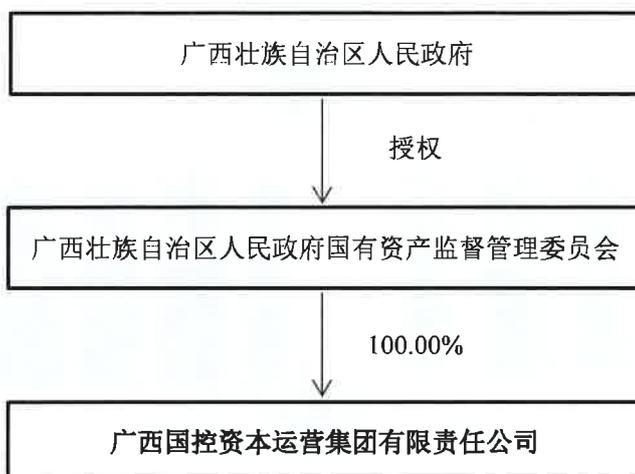
如评级对象不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料，安融信用评级有限公司有权根据公开信息进行分析并调整评级对象信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至评级对象提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，安融信用评级有限公司将按评级程序进行信用评级。在评级过程中，安融信用评级有限公司亦将维持评级标准的一致性。

安融信用评级有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送评级对象及相关部门。

## 附录 1:

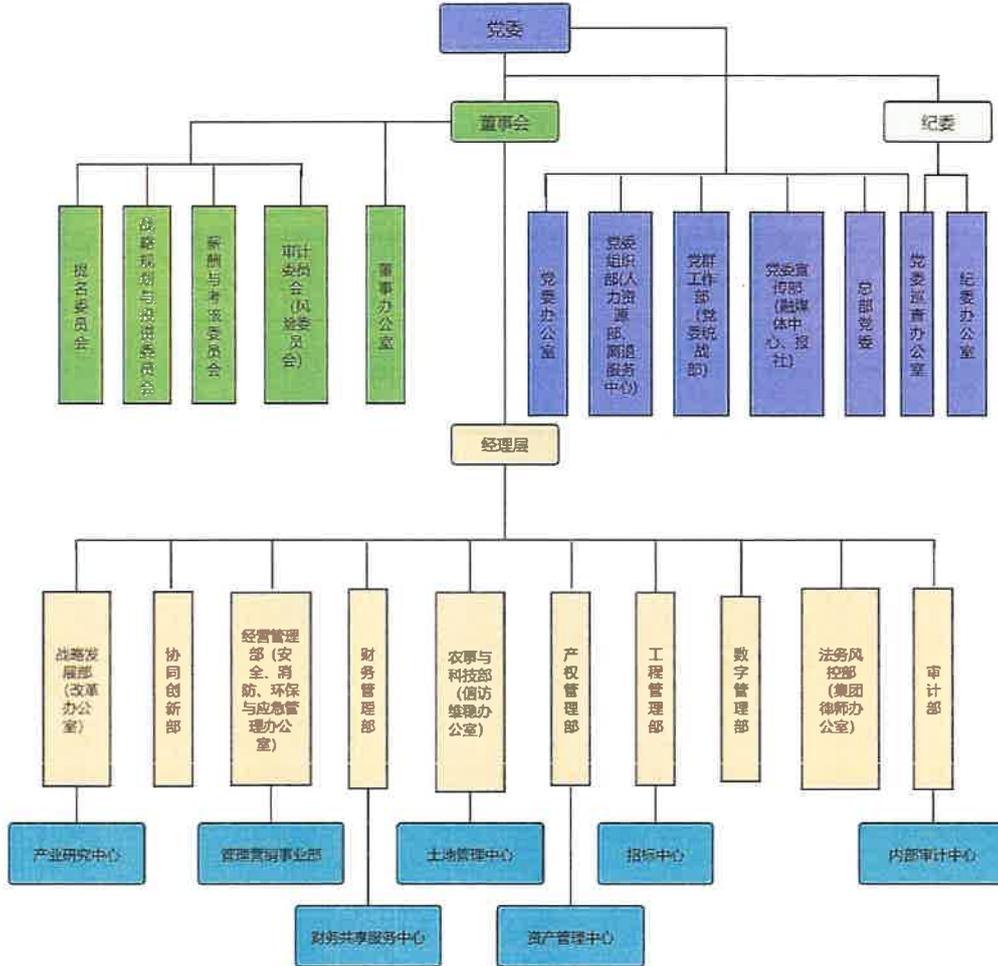
### 截至 2025 年 6 月末广西国控资本运营集团有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供，安融整理。

附录 2:

截至 2025 年 8 末广西国控资本运营集团有限责任公司组织结构图



资料来源：公司提供，安融整理。

附录 3:

截至 2024 年末公司纳入合并范围内直接控股子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)	取得方式	注册地/经营地	业务性质
1	广西糖业集团有限公司	76.35	投资设立	南宁市	农副食品加工
2	广西悦桂田园文化旅游投资有限责任公司	100.00	投资设立	南宁市	商务服务
3	广西农垦新兴农场有限公司	100.00	投资设立	柳州市	农业
4	广西农垦良丰农场有限公司	100.00	投资设立	桂林市	农业
5	广西农垦火光农场有限公司	100.00	投资设立	防城港市	农业
6	广西农垦西江乳业有限责任公司	100.00	投资设立	贵港市	食品制造
7	广西农垦绿色食品集团有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农林牧渔及辅助性活动
8	广西农垦通润发展有限公司	100.00	投资设立	钦州市	农业
9	广西化工研究院有限公司	100.00	同控下合并	南宁市	科技推广和应用服务业
10	广西轻工业科学技术研究院有限公司	100.00	同控下合并	南宁市	科技推广和应用服务业
11	广西农垦农资有限公司	100.00	投资设立	南宁市	化学原料和化学制品制造业
12	广西桂垦牧业有限公司	100.00	投资设立	南宁市	畜牧
13	广西农垦永新畜牧集团有限公司	100.00	投资设立	南宁市	畜牧
14	广西农垦明阳淀粉发展有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农副食品加工
15	广西农垦明阳生化有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农副食品加工
16	广西剑麻集团有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农业
17	广西农垦茶业集团有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农业
18	广西农垦资本管理集团有限公司	100.00	投资设立	南宁市	商务服务
19	桂垦国际(香港)有限公司	100.00	投资设立	中国香港	货物贸易
20	广西农垦乡村振兴产业基金合伙企业(有限合伙)	100.00	投资设立	南宁市	商务服务
21	广西农垦联合健康产业投资合伙企业(有限合伙)	71.00	投资设立	南宁市	商务服务
22	广西农垦现代农业产业股权基金合伙企业(有限合伙)	100.00	投资设立	南宁市	商务服务
23	广西农垦企业管理有限公司	100.00	投资设立	南宁市	商务服务
24	广西农垦明阳农场有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农业
25	广西农垦金光农场有限公司	100.00	投资设立	南宁市	农业
26	广西农垦北部湾农场有限公司	100.00	投资设立	北海市	农业
27	广西农垦西江农场有限公司	100.00	投资设立	贵港市	农业

序号	公司名称	持股比例 (%)	取得方式	注册地/经营地	业务性质
28	广西农垦旺茂农场有限公司	100.00	投资设立	玉林市	农业
29	广西农垦百润发展有限公司	100.00	投资设立	百色市	农业
30	广西农垦立新农场有限公司	100.00	投资设立	贺州市	农业
31	广西农垦黔江农场有限公司	100.00	投资设立	来宾市	农业
32	广西农垦龙北农场有限公司	100.00	投资设立	崇左市	农业
33	广西农垦后勤管理服务有限公司	100.00	投资设立	南宁市	物业服务

资料来源：公司提供，安融整理。

附录 4:

截至 2025 年 8 月末公司董事及高级管理人员基本情况

姓名	职位	工作经历
刘 鑫	党委书记、董事长	曾任美国康州 LC 公司行政总监、董事长助理、网络总监，广西天竞投资有限责任公司董事长、总经理，南宁鑫阳房地产策划咨询有限公司董事长、总经理，广西鱼峰集团有限公司董事、副总经理，广西物资集团有限责任公司董事、副总经理、党委副书记、副董事长、总经理，广西现代物流集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理，广西交通投资集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理，广西宏桂资本运营集团有限公司党委书记、董事长等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司党委书记、董事长。
何春梅	党委副书记、副董事长兼总经理	曾任广西投资集团有限公司融资部副经理、国际业务部副经理、证券部副经理、财务部副经理、财务部总经理、总裁助理兼办公室主任，广西壮族自治区金融工作办公室副主任、党组成员、机关党委书记，国海证券股份有限公司党委副书记、党委书记、董事长、总裁；广西融担担保集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理。
覃绍生	职工董事	曾任广西五洲交通股份有限公司财务总监，广西自治区交通厅办公室副主任，广西自治区交通运输厅内审处处长，广西自治区纪委、监察厅派驻自治区交通运输厅纪检组副组长、监察室主任，广西交通投资集团有限公司纪委书记，广西农垦集团有限责任公司纪委书记、党委委员，自治区监委驻农垦集团监察专员等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司党委副书记、纪委书记、职工董事、工会主席，自治区监委驻农垦集团监察专员。
黄文德	外部董事	曾任广西壮族自治区轻工业厅计财处科员、企业管理办公室科员、信息综合处主任科员，广西壮族自治区经贸委轻工行业办综合处主任科员，广西壮族自治区国资委统计评价处主任科员、副处长，财务监督与考核评价处副处长、调研员，广西壮族自治区国有企业第四监事会办事处副处长、调研员、处长，广西壮族自治区国资委监督处处长等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司外部董事。
蒋旭雄	外部董事	曾任广西农垦集团有限责任公司审计室主任，十万大山加工物流中心有限公司总经理、十万大山加工物流中心有限公司董事长，广西农垦对外经济技术合作有限公司董事、总经理，广西农垦茶业集团有限公司党委副书记、总经理，广西农垦茶业集团有限公司党委书记、董事长等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司总会计师、外部董事。
李丹云	外部董事	曾任人民银行柳州分行办公室主任，人民银行柳州分行副行长、党组成员兼国家外汇管理局柳州分局副局长，柳州城市合作银行董事长、党组书记，柳州市商业银行董事长、党组书记，广西农村信用社联社 副主任、党委委员等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司兼职外部董事。
刘 旭	外部董事	曾任江苏省响水县纺织工业局副局长，江苏省响水县计划与经济委员会副主任，浙江华孚色纺有限公司常务副总经理、深圳华孚纺织控股有限公司投资管理部副总经理，江苏盐城金龙马特种纺织品有限公司常务副总经理，江苏霞客环保色纺股份有限公司董事长助理、副总经理，宁波天汉控股集团股份有限公司总裁助理、柳州立宇集团公司董事，广西投资集团有限公司副总经理、党委委员等职务。现任广西国控资本运营集团有限责任公司外部董事。

资料来源：公司提供，安融整理。

## 附录 5:

### 截至 2025 年 3 月末公司授信情况

单位：亿元

授信银行	授信额度	已使用额度	未使用额度
中国农业发展银行	100.00	52.37	47.63
中国建设银行股份有限公司	70.00	19.55	50.45
国家开发银行	58.00	31.31	26.69
广西北部湾银行股份有限公司	51.52	7.70	43.82
桂林银行股份有限公司	46.85	0.66	46.19
兴业银行股份有限公司	42.00	8.44	33.56
中信银行股份有限公司	35.00	4.64	30.36
中国农业银行股份有限公司	34.92	18.40	16.52
上海浦东发展银行股份有限公司	32.39	0.15	32.24
广西农村商业联合银行股份有限公司	30.32	28.34	1.98
<b>合计</b>	<b>501.00</b>	<b>171.56</b>	<b>329.44</b>

资料来源：公司提供，安融整理。

## 附录 6:

### 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况

单位：亿元

项目	金额	受限原因
存货	16.54	银行贷款抵押/质押
固定资产	2.30	银行贷款抵押/质押
无形资产	0.36	银行贷款抵押/质押
投资性房地产	0.26	银行贷款抵押/质押
使用权资产	2.53	仅拥有使用权，无控制权
货币资金	1.10	存入流动性受限的银行存款
合计	23.10	-

数据来源：公司提供，安融整理。

附录 7:

公司主要财务数据表

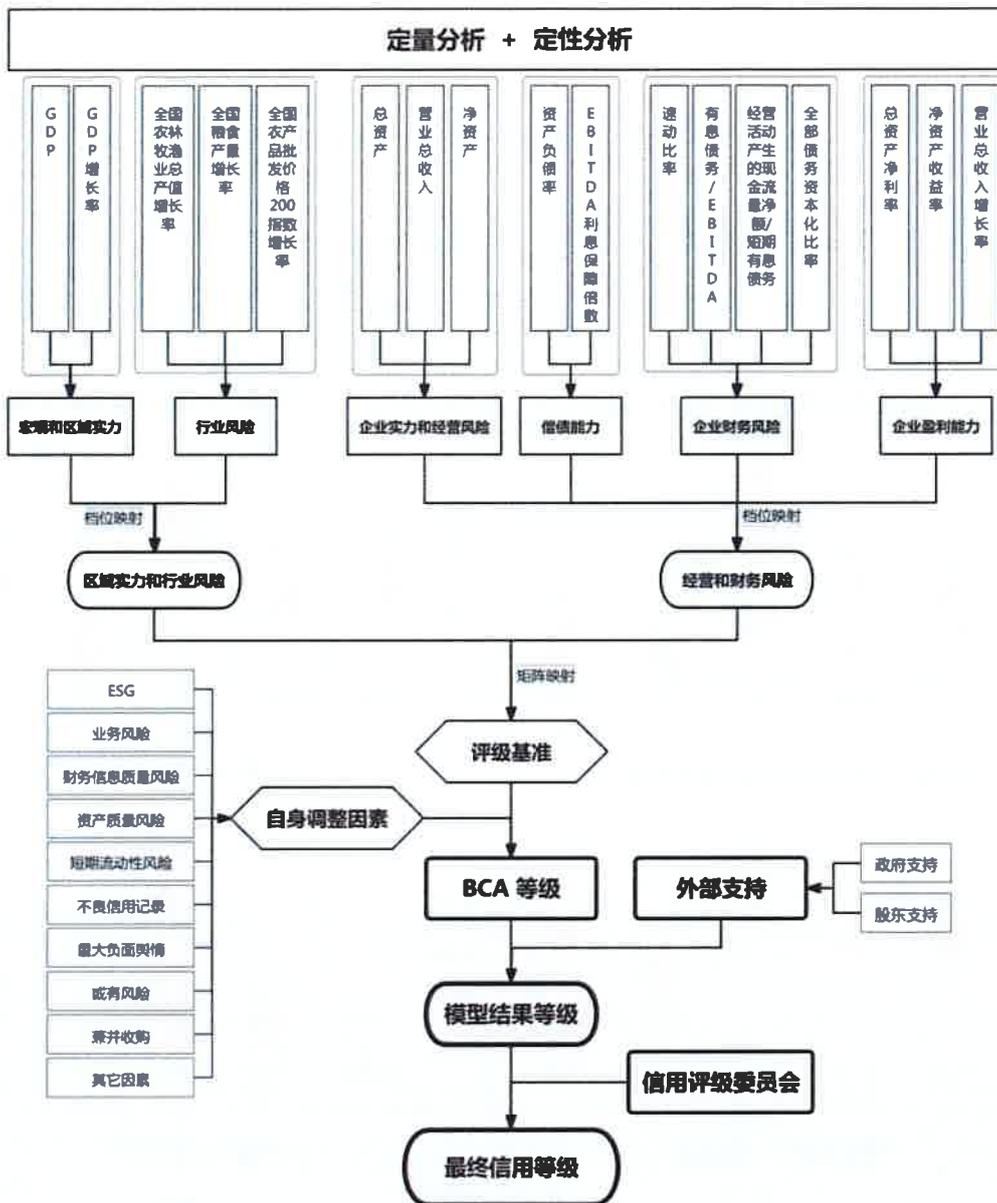
单位: 亿元

指标名称	2025年3月末	2024年末	2023年末	2022年末
资产总额	1,043.81	1,012.17	1,011.18	895.88
其中: 货币资金	38.90	34.73	39.59	39.83
存货	107.75	93.35	91.21	84.04
固定资产	120.17	122.67	112.48	105.73
无形资产	599.71	599.75	598.69	522.65
负债总额	469.40	438.32	441.35	396.92
其中: 一年内到期的非流动负债	95.50	76.28	33.20	63.73
长期借款	107.43	106.42	130.24	81.00
应付债券	56.17	51.37	47.04	41.15
有息债务	350.47	312.45	304.48	266.95
其中: 短期有息债务	184.19	151.43	123.50	140.45
所有者权益	574.41	573.85	569.83	498.96
资产负债率(%)	44.97	43.31	43.65	44.30
流动比率(倍)	0.86	0.82	0.93	0.83
速动比率(倍)	0.46	0.44	0.51	0.43
现金比率(倍)	0.15	0.15	0.20	0.20
指标名称	2025年1-3月	2024年	2023年	2022年
营业总收入	66.67	298.40	297.00	282.52
净利润	0.42	7.48	7.35	7.50
经营性活动净现金流	-25.62	16.15	9.47	7.56
投资性活动净现金流	-3.83	-10.77	-25.18	-13.24
筹资性活动净现金流	33.67	-8.06	14.86	-7.09
综合毛利率(%)	9.33	9.12	10.75	11.52
总资产报酬率(%)	-	1.87	1.96	2.23
现金回笼率(%)	85.35	110.98	103.00	98.55
经营活动净现金流流动比率(倍)	-0.09	0.07	0.04	0.04
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.75	2.39	2.65
有息债务/EBITDA(倍)	-	9.72	10.29	8.64
总资产净利率(%)	-	0.74	0.77	0.84
净资产收益率(%)	-	1.31	1.37	1.46
净资产增长率(%)	0.10	0.70	14.20	-5.21
营业总收入增长率(%)	-	0.47	5.12	39.60
货币资金盈余率(%)	-13.92	-11.53	-8.30	-11.23
非短债货币增加率(%)	-2.74	-3.24	1.65	-
存货周转率(%)	-	2.94	3.02	3.10
全部债务资本化比率(%)	37.89	35.25	34.82	34.85
经营活动产生的现金流量净额/ 短期有息债务(%)	-13.91	10.66	7.67	5.38

数据来源: 公司 2022-2024 年审计报告未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表, 安融整理

附录 8:

评级模型架构图



附录 9-1:

评级模型样本企业定量指标表现



附录 9-2:

评级模型样本企业定量指标表现



附录 9-3:



## 附录 10:

### 不同等级企业违约情况案例

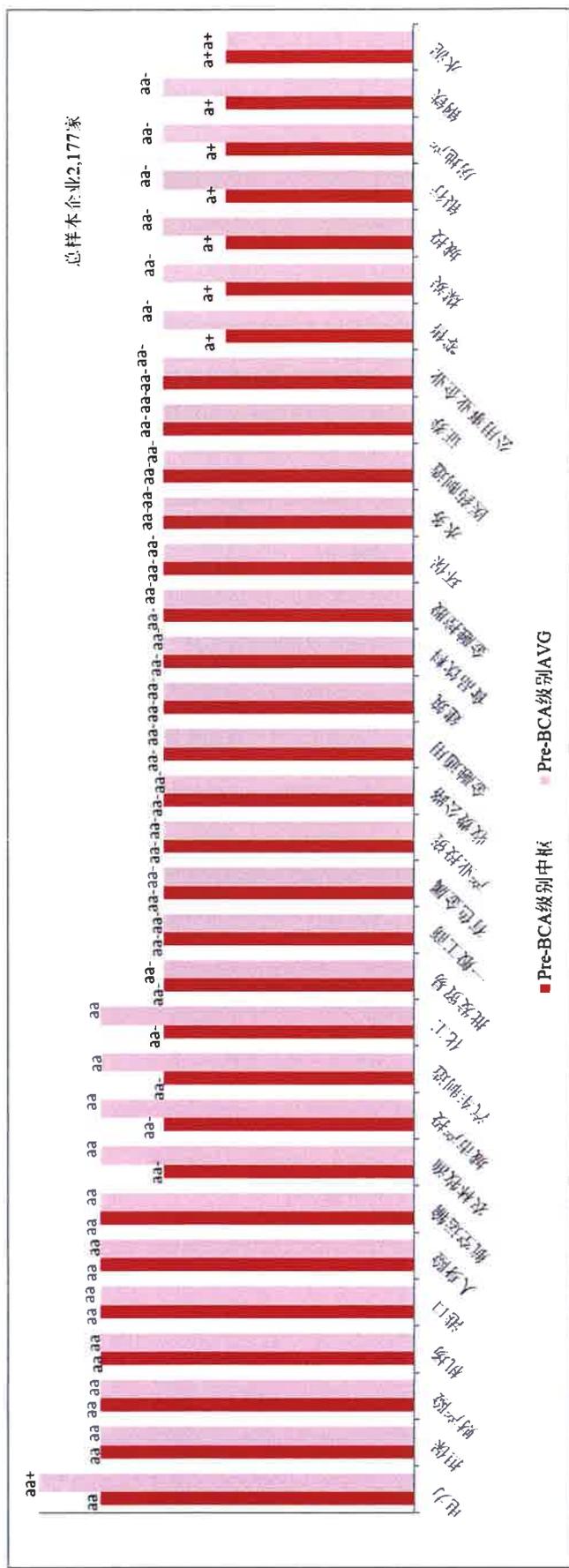
证券代码	证券名称	公司中文名称	发债主体 评级（发 行时）	最新发债主 体评级（违 约后）
101780003.IB	17 幸福基业 MTN001	华夏幸福基业股份有限公司	AAA	C
031770014.IB	17 紫光 PPN005	紫光集团有限公司	AAA	C
145860.SH	17 华汽 05	华晨汽车集团控股有限公司	AAA	C
136946.SH	18 海航 Y3	海南航空控股股份有限公司	AAA	C
011900493.IB	19 方正 SCP002	北大方正集团有限公司	AAA	C
101900912.IB	19 蓝光 MTN001	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	C
101800319.IB	18 皖经建 MTN002	安徽省华安外经建设(集团)有限公司	AA+	C
101800969.IB	18 泛海 MTN001	泛海控股股份有限公司	AA+	C
101651019.IB	16 天津航空 MTN001	天津航空有限责任公司	AA+	C
143899.SH	18 福晟 02	福建福晟集团有限公司	AA+	C
112424.SZ	16 文化 01	上海新文化传媒集团股份有限公司	AA	B
101674002.IB	16 隆鑫 MTN001	隆鑫控股有限公司	AA	C
101758019.IB	17 祥鹏 MTN001	云南祥鹏航空有限责任公司	AA	C
041554011.IB	15 雨润 CP001	南京雨润食品有限公司	AA	C
041556006.IB	15 东特钢 CP001	东北特殊钢集团股份有限公司	AA	C
122811.SH	11 蒙奈伦	内蒙古奈伦集团股份有限公司	AA-	C
1380227.IB	13 弘昌燃气债	信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司	AA-	C
117022.SZ	16 配投 01	安徽配天投资集团有限公司	AA-	C
145206.SH	16 千里 01	江苏保千里视像科技集团股份有限公司	AA-	C
1480069.IB	14 海航酒店债	海航酒店控股集团有限公司	AA-	BBB

注：由于不同评级机构的评级方法和评级模型存在差异，不同评级机构出具的评级结果没有可比性；本表仅为提醒本评级报告使用者任何信用等级  
的被评对象均存在违约的可能。

资料来源：公开数据，安融整理。

附录 11-1:

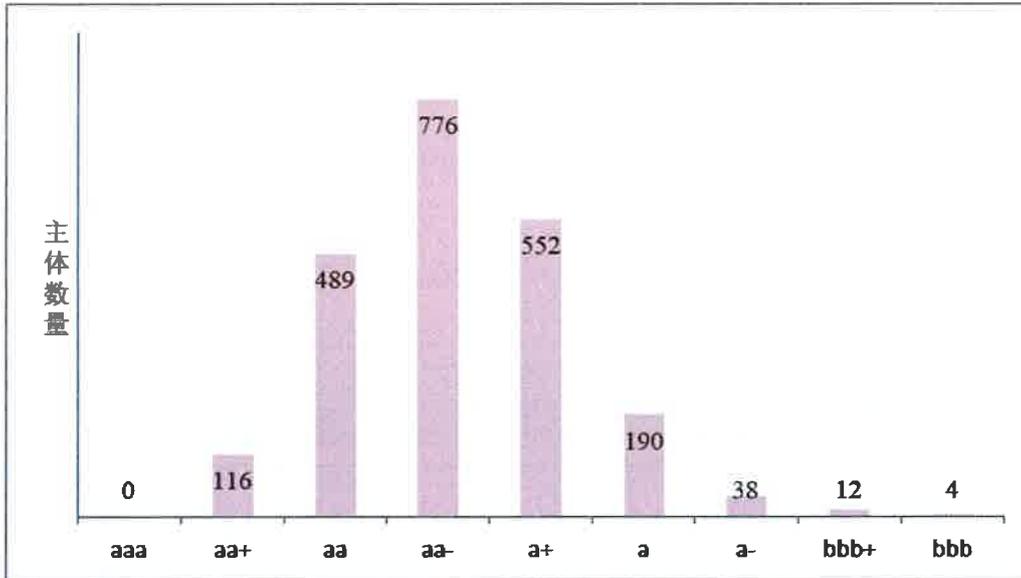
行业潜在主体信用质量面板



注：柱形图代表行业潜在信用质量分布，左侧深色柱形图是以该行业样本评级基础数据的平均数表现行业潜在信用质量，右侧浅色柱形图则是以行业样本评级基础数据的平均数表现行业潜在信用质量，图中所呈现的潜在信用质量分布是安融评级根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点，未与任何企业进行访谈或其他任何形式的主动沟通，也未通过信用评级流程即信用评审委员会加以审核后处理本图所呈现的潜在信用质量分布，本图中呈现的结果下可能不应被作为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

## 附录 11-2:

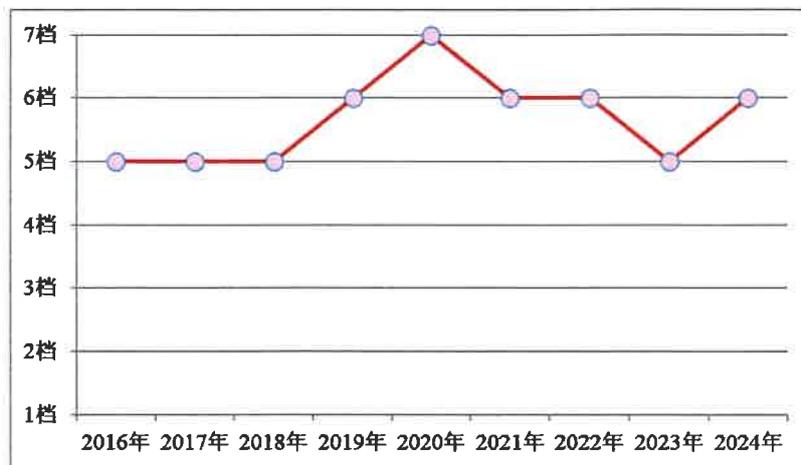
### 潜在主体信用质量分布



注：根据安融评级研究，包含 500 家城投企业的共 2,177 家样本企业的潜在主体信用质量分布于从 aaa 到 bbb 的区间，其潜在主体信用质量中位数为 aa-。经过统计检验，2,177 家样本企业的潜在主体信用质量大致服从正态分布。

### 附录 11-3:

#### 农林牧渔行业信用风险趋势



## 附录 12:

### 主要财务指标计算公式

- 1、综合毛利率 =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
- 2、总资产报酬率 =  $\text{EBIT} / \text{平均资产总额} \times 100\%$
- 3、净资产收益率 =  $\text{净利润} / \text{平均净资产} \times 100\%$
- 4、期间费用率 =  $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
- 5、总资产收益率 =  $\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
- 6、有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
- 7、短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债(付息项) + 一年以内到期的非流动负债 + 其他应付款(付息项) + 流动负债其他项(付息项)
- 8、长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款(付息项) + 租赁负债 + 其他非流动负债(付息项) + 非流动负债其他项(付息项)
- 9、现金回笼率 =  $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
- 10、EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
- 11、EBITDA = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
- 12、EBITDA 利息保障倍数(倍) =  $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
- 13、资产负债率 =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
- 14、流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
- 15、速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
- 16、现金比率 =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
- 17、非短债货币资金增加率 =  $((\text{期末货币资金} - \text{期初货币资金}) - (\text{期末短期有息债务} - \text{期初短期有息债务})) / \text{资产总额} \times 100\%$
- 18、货币资金盈余率 =  $(\text{期末货币资金} - \text{期末短期有息债务}) / \text{资产总额} \times 100\%$
- 19、营业总收入增长率 =  $(\text{最近一年营业总收入} - \text{上一年营业总收入}) / \text{上一年营业总收入} \times 100\%$
- 20、经营活动净现金流动比率(倍) =  $\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债}$
- 21、存货周转率 =  $\text{营业成本} \times 2 / (\text{当年末存货} + \text{上年末存货})$
- 22、应收账款周转率 =  $\text{营业收入} \times 2 / (\text{当年末应收账款} + \text{上年末应收账款})$
- 23、总资产周转率 =  $\text{营业收入} \times 2 / (\text{当年末总资产} + \text{上年末总资产})$
- 24、全部债务资本化比率 =  $\text{有息债务} / (\text{有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
- 25、总资产净利率 =  $\text{净利润} \times 2 / (\text{当年末总资产} + \text{上年末总资产}) \times 100\%$

## 附录 13:

### 企业主体长期信用等级符号和定义

等级符号	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。

除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级均可用“+”或“-”符号进行微调，分别表示信用等级略高或略低于本等级。

## 附录 14:

### 公司债券信用等级符号和定义

等级符号	等级含义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低，或者违约损失风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低，或者违约损失风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低，或者违约损失风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般，或者存在一定违约损失风险。
BB	债券安全性较弱，违约风险较高，违约损失风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高，违约损失风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每个信用等级均可用“+”或“-”符号进行微调，分别表示信用等级略高或略低于本等级。

## 附录 15:

### 展望符号及定义

等级符号	等级含义
正面	评级对象未来的信用等级可能有上升趋势。
稳定	评级对象未来的信用等级保持不变。
负面	评级对象未来的信用等级可能有下降趋势。
发展中	评级对象特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变。



地址：北京市西城区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 9 层

电话：010-53655619

网址：<https://www.rrating.cn>

邮编：100052