

固定收益专题

农业战线“国家队”，农垦集团了解一下？

农垦集团是一类特殊的发债主体，本报告第一部分主要介绍农垦历史、管理体制及改革脉络，第二部分构建农垦集团分析框架，并对 10 家农垦发债主体进行详尽梳理。

农垦概述

新中国的农垦是在政府主导下，大规模垦荒造田、建设国有农场和农业企业集团而逐步发展起来的特殊组织。农垦是我国农业战线的“国家队”，肩负着保障国家粮食安全、推动现代农业发展的使命。农垦管理体制历经多次变革，目前，股权多元化、社会职能剥离以及土地确权登记成为农垦改革的重要方向，这种改革有利于农垦集团提升效率，推进农垦产业化发展。

农垦发债主体梳理

农垦集团主营的粮食产业和食品工业是国民经济的基础和重要支柱产业，关系国计民生和社会稳定。某种程度上，农垦集团的战略意义大于经济意义。我们从战略定位、政府支持、主营业务、负债水平及偿债能力四个方面，对 10 家农垦发债主体进行梳理，进而归纳农垦集团特点，并将农垦发债主体划分为三个梯队。

农垦集团特点：

- (1) 农垦集团大多以农业和食品工业为主业，并拓展房地产、物流、旅游、土地开发等业务。
- (2) 农业板块毛利率整体较低，多数农垦集团主营业务盈利能力较弱。
- (3) 政府对农垦集团的扶持主要包括税收优惠和农业项目补贴，一方面弥补农垦集团社会性支出，另一方面形成对公司利润的重要补充。
- (4) 农垦集团的土地资源以耕地、牧草地、林地、园地等农用地为主，评估价值较低，资产变现能力较弱。
- (5) 农垦集团杠杆水平明显分化。

农垦发债主体**第一梯队**包括光明食品、首农食品和江苏农垦，其中，光明食品和首农食品是重要的城郊型农垦集团，在食品加工细分领域具有核心竞争力。**第二梯队**为北大荒农垦、安徽农垦、宁夏农垦、粤垦投资和广西农垦，其主营业务盈利能力弱于第一梯队农垦集团，其中，北大荒农垦是中央直属垦区和我国重要商品粮基地，其战略意义大于经济意义。**第三梯队**为甘肃农垦和云南农垦。

风险提示：指标选取不合理，数据口径有偏差。

作者

分析师 刘郁

执业证书编号：S0680518080002

邮箱：liuyu@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180919》
2018-09-19
- 2、《固定收益专题：通胀连续 5 年不到 3%？中长期因素的悄然变化》2018-09-19
- 3、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180918》
2018-09-19
- 4、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180917》
2018-09-17
- 5、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180914》
2018-09-16



內容目錄

一、农垦概述	3
农垦管理体制与功能布局	3
农垦改革脉络	4
农垦数据透视	5
二、农垦发债主体梳理	7
北大荒农垦集团	8
江苏农垦集团	10
广西农垦集团	10
安徽农垦集团	11
广东粤垦投资	12
宁夏农垦集团	12
甘肃农垦集团	13
云南农垦集团	14
光明食品集团	15
首农食品集团	16
总结	17
风险提示	19

图表目录

图表 1: 农垦功能定位	4
图表 2: 农垦改革阶段及具体措施	5
图表 3: 全国各垦区 2015 年基本情况 (亿, 万, 元/年, 公顷, 万吨)	7
图表 4: 农垦集团分析框架	8
图表 5: 北大荒农垦集团业务结构 (亿, %)	9
图表 6: 北大荒农垦集团营业外支出以社会性支出为主, 侵蚀公司利润 (亿)	9
图表 7: 江苏农垦集团业务结构 (亿, %)	10
图表 8: 广西农垦集团业务结构 (亿, %)	11
图表 9: 安徽农垦集团业务结构 (亿, %)	12
图表 10: 广东粤垦投资业务结构 (亿, %)	12
图表 11: 宁夏农垦集团业务结构 (亿, %)	13
图表 12: 甘肃农垦集团业务结构 (亿, %)	14
图表 13: 云南农垦集团业务结构 (亿, %)	15
图表 14: 光明食品集团业务结构 (亿, %)	16
图表 15: 首农食品集团业务结构 (亿, %)	17
图表 16: 10 家农垦发债主体基本情况 (亿, %)	18

一、农垦概述

农垦管理体制与功能布局

新中国的农垦是在政府主导下，大规模垦荒造田、建设国有农场和农业企业集团而逐步发展起来的特殊组织。目前，中国农垦分布在全国 31 个省市区共 35 个垦区。2015 年末，全国农垦系统拥有 5175 个国企、1785 个农场、6325.42 千公顷耕地、1446 万人口（287.64 万职工）。2016 年，农垦经济实现生产总值 7365.49 亿，一、二、三产业结构为 24.5: 45.3: 30.2，人均生产总值为 52608 元，农作物播种面积为 6930.12 千公顷，粮食总产量为 3483.15 万吨，占全国粮食总产量 5.65%。

从管理体制看，农垦现行管理体制分为三类：一是新疆生产建设兵团，实行党政军企合一的体制，由中央直接管理。二是中央直属垦区，包括黑龙江和广东两个垦区，实行“部省双重领导、以省为主”的管理体制，即财政预算、部分基建投资和国资监管等由中央部门负责，干部管理、党的关系和其他各项工作由地方党委政府负责。三是地方管理垦区，又分为农场直属的省级集团化管理和农场归属市县管理两种体制。

按照集团化程度分类，农垦分为集团化和非集团化两类垦区。**集团化垦区**是指整建制或以部分资源资产建立企业集团的垦区，所属农场及企业改制为集团子公司或分公司。目前，北京、天津、黑龙江、上海、江苏、安徽、广东、广西、海南、重庆、云南、陕西、甘肃、宁夏、新疆兵团、广州、南京 17 个垦区改制为农垦集团公司。2012 年，海拉尔和大兴安岭两个垦区整合为呼伦贝尔农垦集团有限公司。**非集团化垦区**是指没有建立企业集团的垦区，由于领导体制分散到市县，农场主要归属所在市县管理。

从功能布局看，农垦根据自然资源和地理区位的不同，分为三类功能区域：一是保障国家粮食和重要农产品安全垦区，包括粮食、橡胶、棉花、糖料、牛奶、肉类和种子生产垦区，以黑龙江和新疆兵团垦区为代表；二是保障重要城市食品供应和市场稳定垦区，以北京、天津、上海城郊型垦区为代表；三是保障国家边境稳定和生态可持续发展垦区，包括以新疆兵团为代表的边境垦区和以湖北、湖南为代表的生态垦区。

图表 1: 农垦功能定位

功能定位	具体类型	垦区	具体功能
保障国家粮食和重要农产品安全垦区	粮食生产垦区	黑龙江、新疆兵团、内蒙古、辽宁、湖北、江苏、吉林、新疆畜牧、江西、湖南、河北	保障国家粮食安全和重要农产品有效供给，建设现代农业的大基地、大企业、大产业，构建农垦现代农业产业体系、生产体系和经营体系。
	橡胶生产垦区	海南、云南、广东	
	棉花生产垦区	新疆兵团、新疆畜牧、新疆农业、湖北、河北	
	糖料生产垦区	广西、广东、新疆兵团、云南、黑龙江、海南	
	牛奶生产垦区	黑龙江、新疆兵团、河北、内蒙古、上海、北京、辽宁、新疆畜牧、宁夏、天津、广东、广州	
	肉类生产垦区	黑龙江、新疆兵团、辽宁、北京、湖北、湖南、广西、海南、广东	
	种子生产垦区	黑龙江、新疆兵团、江苏、安徽、河南、甘肃、湖北、上海、重庆	
保障重要城市食品供应和市场稳定垦区	城郊型垦区	北京、天津、上海、重庆、广州	城市粮食、蔬菜、乳制品、肉产品、水产品的重要生产供应平台，增强大中城市的农产品供应和调控能力，保障市场稳定。
保障国家边境稳定和生态可持续发展垦区	边境垦区	新疆兵团、新疆畜牧、新疆农业、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、广西、云南	垦区位于边境地带，且大多处于民族地区，承担着反恐维稳、对外合作、阻击境外动物疫病等功能，保障国家边疆安全。
	生态垦区	湖北、湖南、江西、福建、四川、贵州	垦区位于沿江沿湖、草原湿地和山区林区，建设重点是健全生态屏障体系，强化生态涵养和水源保护功能，保障可持续发展。

资料来源：农垦局，国盛证券研究所

农垦改革脉络

新中国成立之初，为了恢复和发展生产，妥善安置大批军人，中央人民政府人民革命军事委员会决定组织军队参加农业生产，农垦事业开始大规模发展。“文化大革命”期间，农垦部及省级农垦管理机构被撤销，大批国营农场被下放，原有的管理制度被破坏，农垦系统连年亏损。改革开放以来，为了扭转农垦经济长期亏损的局面，农垦系统进行一系列重大改革，农垦改革大体可以分为四个阶段：

图表 2: 农垦改革阶段及具体措施

改革阶段	具体措施
探索农工商一体化改革阶段 (1978-1991)	<p>1) 实行财务包干制度。1979 年 1 月, 国务院批转了《财政部、国家农垦总局关于农垦企业实行财务包干的暂行规定》, 确立“独立核算, 自负盈亏, 盈利留用, 亏损不补”的一般原则, 突破农垦企业统收统支的财务管理体制。</p> <p>2) 兴办职工家庭农场。1983 年 11 月农牧渔业部批转了《关于在国营农场兴办职工家庭农场的意见》。</p> <p>3) 推行场(厂)长、经理负责制和承包经营责任制。</p>
探索市场经济改革阶段 (1991-2001)	<p>1) 1992 年, 全国农垦实施干部聘任制、全员劳动合同制和劳动报酬与工效挂钩的“三项制度”。</p> <p>2) 推进垦区管理体制改革, 从行政管理向集团化、公司化过渡。自 1995 年起, 天津、上海两垦区完成集团组建工作, 到 2001 年, 共有 17 个省、自治区、直辖市按照企业集团的方向进行改革。</p>
梯次推进垦区集团化发展 改革阶段 (2002-2012)	<p>1) 集团垦区按照“产业化、集团化、股份化”的要求, 形成一批具有较强竞争力的龙头企业。</p> <p>2) 分离农垦企业承担的社会职能。农垦企业把能够移交的社会职能(公检司法、学校、医院等)移交给当地政府, 不能移交的在农场实行内部分开运行和管理。</p> <p>3) 税费改革。2006 年, 依照国务院的政策, 取消了国有农场的农业税, 免除农工承担的类似农村“乡镇五项统筹”的收费, 中央和地方对国有农场税费改革予以补助。</p> <p>4) 完善职工社会保障制度。将农垦职工的养老、医疗等社会保障及最低生活保障、危房改造等民生工程逐渐纳入社会统筹, 实现社会化管理。</p>
深化改革阶段 (2013 至今)	<p>1) 农业部农垦局于 2014 年启动“国际大粮商”培育计划, 先后成立中国农垦种业联盟、中国农垦天然橡胶产业联盟、中国农垦乳业联盟等。</p> <p>2) 2015 年 11 月, 中共中央、国务院下发《关于进一步推进农垦改革发展的意见》, 要求农垦全面推进垦区集团化、农场企业化和社会管理属地化。</p> <p>3) 2016 年 6 月, 农业部印发《深化农垦改革专项试点工作方案》提出包括加快推进集团公司直属企业整合重组、推进国有农场企业化改革和公司化改造、加快组建若干家区域性现代农业企业集团等 20 项试点任务。</p> <p>4) 2016 年 10 月, 农业部、财政部等六部委共同起草《农垦国有农场办社会职能改革实施方案》要求从 2016 年起, 用 3 年左右时间, 将国有农场承担的社会管理和公共服务职能纳入地方政府统一管理。</p> <p>5) 2016 年 12 月, 国土资源部、财政部和农业部联合发布《加快推进农垦国有土地使用权确权登记发证工作方案》, 强调 2018 年底前完成权属清晰、无争议农垦国有土地确权登记发证任务。</p>

资料来源: 农垦局, 国盛证券研究所

目前, 股权多元化、社会职能剥离以及土地确权登记成为农垦改革的重要方向。农垦改革有利于农垦集团提升效率, 具体来看: (1) 垦区集团化、农场企业化以及股份制改革有利于确立健全的现代企业管理制度, 提高经营管理效率; (2) 社会职能剥离有利于减轻农垦社会负担, 改善盈利能力; (3) 推进农垦产业化发展, 有利于依托农垦生产优势向上下游延伸, 打造农业全产业链, 推动一二三产业融合发展。

农垦数据透视

农垦数据来源于《2015 中国农垦统计年鉴》, 涵盖全国 34 个垦区(不包括西藏垦区)。从农垦生产总值、国有企业数量、总人口、耕地面积来看, 新疆(兵团)和黑龙江垦区是当之无愧的农垦“巨无霸”。

从耕地面积看，黑龙江垦区以 290.2 万公顷居首位，排名次之的新疆（兵团）耕地面积为 125.5 万公顷，内蒙古、新疆（畜牧）、辽宁、湖北、吉林和新疆（农业）耕地面积超过 10 万公顷。

从粮食总产量看，黑龙江垦区总产量 2206.66 万吨居首位，新疆（兵团）、内蒙古、辽宁、江苏和湖北垦区总产量超过 100 万吨，吉林、新疆（畜牧）、江西、湖南和河北垦区总产量超过 50 万吨。

从国有企业数量看，黑龙江垦区拥有国有企业 753 个，紧随其后的新疆（兵团）和上海垦区国企数量超过 500 个，湖南、江西、广东和辽宁垦区国企数量也较多。从年末总人口看，新疆兵团、黑龙江、湖北、江西、辽宁和海南垦区排名靠前。

图表 3: 全国各垦区 2015 年基本情况

垦区	农垦生产总值 (亿元)	国有企业数量	农场数量	年末总人口 (万)	人均纯收入 (元/年)	耕地面积 (公顷)	粮食总产量 (万吨)	固定资产投资总额 (亿元)
全国农垦	6902.76	5175	1785	1445.95	14629	6325422	3667.47	4711.23
新疆(兵团)	1934.91	554	176	276.56	15053	1254983	265.37	1781.35
黑龙江	1172.68	753	113	167.18	22385	2902038	2206.66	186.28
湖北	985.00	186	53	145.38	15650	135040	109.96	881.01
河北	455.61	82	33	45.92	13495	97763	53.69	480.67
广西	449.59	184	41	39.61	23446	33875	1.79	300.60
辽宁	333.24	245	109	94.26	15337	161232	141.36	325.83
江西	210.62	278	156	129.94	11373	83153	72.98	253.41
上海	163.62	511	19	14.61	52512	35763	31.91	29.05
广东	151.30	271	48	37.80	21649	37911	6.05	27.43
湖南	148.27	310	69	71.29	10228	67141	63.79	106.62
海南	141.34	152	40	90.10	14485	36694	14.87	63.02
江苏	138.54	50	18	20.20	22369	70821	116.61	34.69
内蒙古	128.94	160	104	49.65	12564	663362	211.89	42.44
福建	62.51	156	113	23.65	11041	10708	6.10	67.77
北京	56.16	63	9	5.95	57060	1439	0.27	22.53
新疆(畜牧)	52.78	143	123	47.69	9478	245807	82.77	16.01
云南	51.99	109	43	35.15	16833	12801	5.94	13.99
吉林	44.43	133	88	29.50	9370	125332	85.16	3.41
新疆(农业)	25.57	160	40	35.68	9395	103230	29.57	2.63
天津	25.55	77	15	3.43	56416	2574	1.16	0.32
安徽	24.73	55	20	12.70	19773	29563	34.19	5.91
宁夏	22.26	37	14	14.79	18316	43039	36.42	7.14
山东	21.72	30	14	2.27	14350	14493	8.40	26.96
河南	19.99	122	97	18.29	12000	29789	32.10	8.04
重庆	18.41	28	17	2.12	11000	306	0.35	2.51
浙江	16.19	64	56	5.26	21125	4054	0.88	2.46
甘肃	16.07	90	25	10.44	8711	65494	30.61	10.83
山西	5.72	31	26	3.29	8421	6735	3.38	0.51
贵州	4.31	42	37	2.41	7013	1763	0.67	0.52
陕西	4.23	67	12	2.81	8505	9205	9.38	1.41
青海	4.06	26	20	4.89	9200	37828	2.60	0.73
广州	2.70	3		0.18	64603			1.23
四川	1.76	40	35	1.43	6034	873	0.42	0.39
南京	1.32	3	1	0.31	23324			0.00

资料来源: 2015 中国农垦统计年鉴, 国盛证券研究所

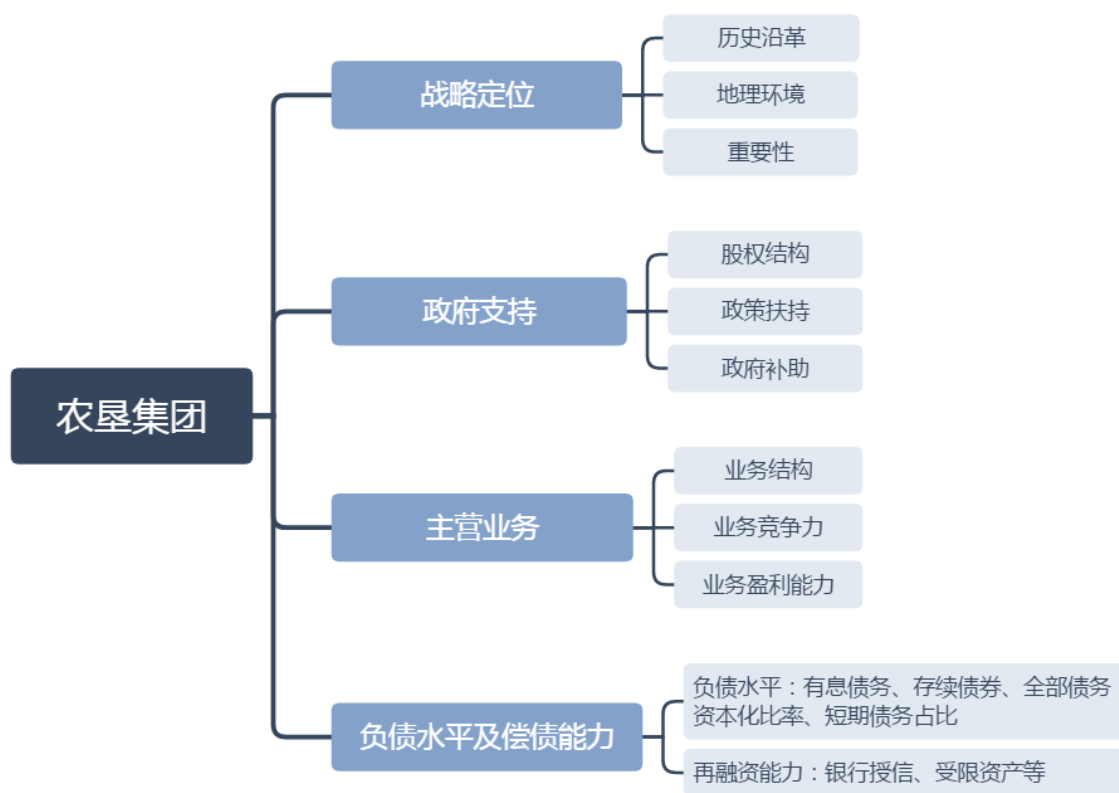
二、农垦发债主体梳理

农垦集团主营的粮食产业和食品工业是国民经济的基础和重要支柱产业，关系国计民生和社会稳定。**某种程度上，农垦集团的战略意义大于经济意义。**部分农垦集团自身盈利能力和造血能力不强，但享有国家的政策倾斜和政府财政补贴，融资能力较强。因此，我们采用自上而下的分析框架，**从战略定位、政府支持、主营业务、负债水平及偿债能力四方面分析农垦集团。**

战略定位主要关注垦区的重要性。政府支持则从股权结构出发，考察政府对农垦集团的税收优惠等政策倾斜和资金补贴。公司主营业务关注业务结构、业务竞争力和业务盈利能力三方面。公司负债水平包括有息债务、存续债券、全部债务资本化比率、短期债务占比等，偿债能力主要考察再融资能力和备用流动性。

根据分析框架，我们对北大荒农垦、江苏农垦、广西农垦、安徽农垦、粤垦投资、宁夏农垦、甘肃农垦、云南农垦、光明食品和首农食品 10 家农垦发债主体进行梳理。

图表 4：农垦集团分析框架



资料来源：国盛证券研究所

北大荒农垦集团

公司前身是 1947 年创立的黑龙垦区。1994 年成立“黑龙江北大荒农垦总公司”，注册资本 19 亿。1998 年由黑龙江省农垦总局组建北大荒农垦集团，以集团总公司为核心企业，以垦区国有农场、国有及国有控股企业为主体，吸收部分参股企业和协作企业，构建大型农业企业集团公司。

黑龙江垦区是中央直属垦区和我国重要商品粮基地。黑龙江垦区地处我国东北部小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区，是世界三大黑土带之一。黑龙江垦区是中央直属垦区，发展成为我国耕地规模最大、现代化水平最高的商品粮基地和粮食战略后备基地。

垦区总人口 167.7 万人，土地总面积 5.54 万平方公里，其中耕地 4363 万亩，下辖 9 个管理局、113 个农牧场。2016 年，垦区实现地区生产总值 1197.3 亿元，同比增长 6.1%；一、二、三产业比重分别为 43.5: 20.7: 35.8。

土地承包业务是主要利润来源。公司主营粮食作物、农资产品和农副产品的种植、加工和贸易，形成农、工、商一体化产业链，培育了“北大荒”“完达山”“九三”等一批中国驰名商标。**从收入结构看**，农业板块包括农产品销售和土地承包费收入，占比 12%-15% 左右；工业板块主要是农副产品加工和食品工业，占比超过 40%；商业板块主要是粮食贸易和农资产品销售，占比 40% 左右。**从利润贡献看**，工业和商业板块虽然收入规模较大，但毛利率仅在 5%-6% 水平；土地承包业务收入稳定，毛利率为 100%，是公司主要利润来源。

图表 5: 北大荒农垦集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农产品销售收入	58.08	4.61%	7.50%	50.15	4.34%	7.27%	7.70	0.75%	7.28%
土地承包费收入	109.42	8.68%	100.00%	116.19	10.05%	100.00%	119.12	11.56%	100.00%
工业	517.61	41.08%	5.71%	483.36	41.82%	5.36%	484.10	46.99%	6.36%
商业	521.23	41.36%	5.20%	461.88	39.96%	5.60%	373.19	36.22%	5.49%
建筑业	44.76	3.55%	10.13%	37.11	3.21%	7.14%	39.84	3.87%	5.27%
服务业	9.03	0.72%	49.08%	7.02	0.61%	30.87%	6.37	0.62%	25.93%
合计	1260.14	100%	14.24%	1155.71	100.00	15.27%	1030.31	100%	16.96%

资料来源: 公司财务报告, 国盛证券研究所

社会性支出负担侵蚀公司利润。由于历史遗留问题，公司承担着义务教育、卫生防疫、社保统筹、公检法、土地管理、安置复员转业官兵、道路修建、小城镇建设等方面社会职能，2017 年社会性支出达 115.83 亿，严重侵蚀公司的利润。

图表 6: 北大荒农垦集团营业外支出以社会性支出为主，侵蚀公司利润 (亿)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	1279.90	1334.88	1288.59	1188.50	1056.67
营业利润	30.63	32.54	37.01	37.75	44.61
营业外收入	78.51	82.06	98.38	87.31	81.10
营业外支出	101.83	108.49	128.92	124.92	120.55
净利润	3.07	1.01	0.47	-4.54	0.73

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司获得大规模债务减免。在农业部协调下，2014 年 6 月，农业银行黑龙江分行与黑龙江省农垦总局签署了债务减免协议，公司于 2015 年 9 月 12 日偿还 9.6 亿元债务，同时，农业银行将 92.47 亿元债务一次性免除。

公司债务负担较重，短期偿债压力较大。2017 年末，公司有息债务为 832.41 亿，全部债务资本化比率为 67%，短期债务占比 72.55%。公司共有 8 只存量债，余额合计 113 亿，到期时间分布在 2018-2020 年。2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度 509.84 亿，未使用额度为 99.17 亿。

江苏农垦集团

公司前身是1952年由人民解放军原步兵第102师整建制转的农建四师。1979年11月，成立江苏省农垦农工商联合总公司，与江苏省农垦局一套班子两块牌子。1996年11月，改制为江苏省农垦集团有限公司，同时挂“江苏省农垦事业管理办公室”牌子。江苏省国资委持有公司100%股份。

公司土地资源丰富，盈利能力和产品竞争力领先。2017年末，公司拥有国有土地180.81万亩，其中耕地97.2万亩。农场土地集中连片，利用效率较高，部分农场临港靠海，区位优势突出。公司2017年实现利润总额18.96亿元，列江苏省属国有企业集团第4位，全国农垦17个集团化垦区第3位。公司以农业为主业，辅以商业、房地产、工业、服务业及其他业务。种子、大米、养殖业以及高效农业的产销量在江苏省处于领先地位，部分农产品在全国市场也具有一定竞争优势。

图表7：江苏农垦集团业务结构（亿，%）

业务分类	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	51.63	46.75%	24.65%	50.61	47.38%	25.38%	53.36	54.67%	25.77%
工业	8.08	7.32%	21.58%	3.92	3.67%	14.73%	3.72	3.81%	14.56%
商业	30.30	27.44%	5.63%	29.96	28.05%	4.52%	27.10	27.76%	4.83%
房地产开发	15.77	14.28%	43.87%	18.41	17.23%	45.91%	9.56	9.79%	44.02%
服务业	3.65	3.30%	54.36%	2.59	2.43%	58.74%	2.86	2.93%	47.81%
其他	1.00	0.91%	34.27%	1.32	1.24%	39.34%	1.02	1.04%	46.64%
合计	110.44	100%	22.56%	106.80	100%	23.66%	97.61	100%	22.18%

资料来源：公司财务报告，国盛证券研究所

公司享有税收优惠，获财政补贴支持。2016-2018年公司获得的耕地力保护补贴分别为1.11亿、1.19亿和1.19亿。税收优惠方面，子公司从事农产品种植业务的利润免征企业所得税；公司销售自产的水稻、小麦以及大麦等农产品免征增值税。

公司债务规模较小，但短期债务占比较高。2017年末，公司有息债务为27.36亿，全部债务资本化比率15.38%较低，短期债务占比71%。公司仅有1只存量债，余额为5亿，将于2019年5月到期。2018年6月末，公司共获银行授信额度69.8亿，未使用授信额度38.14亿。2017年5月，控股子公司苏垦农发在A股上市，拓宽股权融资渠道。

广西农垦集团

公司前身是1951年创建的广西壮族自治区农垦局。1997年10月，广西农垦集团有限责任公司由原自治区农垦局及其所属的农垦系统企、事业单位组建设立。广西壮族自治区政府持有公司100%股权，授权自治区农垦局履行出资人职责。

公司是广西壮族自治区政府下属唯一的农垦集团公司，也是广西最大的农业类综合产业集团。2017年末，公司拥有国有土地252万亩、蔗区100万亩、良种木薯种植基地60万亩、热带水果园14.05万亩等。公司拥有2个国家级、10个自治区级农业产业化龙头企业和2个国家级示范农场。

公司机制糖和木薯加工变性淀粉业务规模居国内前列。公司主营机制糖、木薯加工、畜牧业、种植业和土地开发整理业务。从收入结构看，2017年公司机制糖、木薯加工和畜牧业收入累计占比达66%。2017年，公司产糖量59.03万吨，“柳兴牌”和“三冠牌”

白砂糖具有一定知名度。从利润贡献看，公司主营业务的毛利率小幅稳步提升。其中，木薯加工和机制糖毛利率相对较低；土地开发整理业务毛利率最高，公司承担部分产业园区的开发建设工作，在土地出让金和财政税收返还等方面得到政府支持。

图表 8: 广西农垦集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机制糖	35.22	34.71%	12.63%	38.79	41.80%	14.05%	31.86	31.70%	18.46%
木薯加工	23.86	23.51%	9.72%	19.42	20.93%	12.26%	22.85	22.73%	13.48%
畜牧业务	12.91	12.72%	6.97%	15.35	16.54%	18.50%	11.81	11.75%	21.08%
种植业务	9.90	9.76%	13.43%	7.04	7.59%	15.48%	6.40	6.37%	20.78%
土地整理开发	10.87	10.71%	50.41%	3.56	3.84%	53.37%	2.87	2.86%	54.36%
其他	8.72	8.59%	18.46%	8.63	9.30%	14.95%	24.73	24.60%	4.85%
合计	101.48	100%	15.86%	92.79	100%	16.11%	100.51	100%	15.46%

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

营业外收入以政府补助为主，是公司利润的重要补充。2015-2017 年，公司营业外收入分别为 4.33 亿、8.60 亿和 2.78 亿。其中，2016 年政府补助 2.76 亿、债务重组利得 4.22 亿；2017 年政府补助 2.20 亿。

公司有息债务规模较大，短期债务占比较高。2017 年末，公司有息债务为 187.44 亿，全部债务资本化比率为 63.7%，短期债务占比 62%，有一定短期偿债压力。公司有 14 只存量债，余额合计为 116.9 亿，到期时间集中于 2019、2020 年。2018 年 3 月末，公司共获得银行授信 137.98 亿，未使用额度为 76.37 亿。

安徽农垦集团

公司前身是 1952 年成立的国营农场管理局。1981 年，成立安徽省农垦农工商联合企业总公司，与安徽省农垦厅一个机构、两块牌子。1998 年，农垦总公司改制成安徽省农垦集团有限公司，农垦事业管理局承担原农垦总公司的行政管理职能，农垦集团对下属全资（控股）子公司具有绝对控制权。2014 年纳入省国资委管理，安徽省国资委持有公司 100% 股份。

公司土地资源丰富。2018 年 3 月末，公司拥有土地 96.64 万亩，其中耕地 52.32 万亩。2017 年至 2018 年 3 月，公司被政府征收土地共 0.34 万亩，签订土地征收补偿协议 17 份，涉及补偿金额 2.43 亿。

公司主营现代农业、房地产和服务业三大板块，培育了“皖垦”、“雁湖”、“保保”、“敬亭绿雪”、“黄山大厦”等一系列知名品牌。现代农业是公司的主导产业，主要包括种植业和农副产品初加工。种植业分为种业和农场农业，种业由子公司皖垦种业经营，农场农业包括土地承包和商品粮销售，土地承包收入小幅增长。农副产品初加工主要产品包括大米、面粉、面条、茶叶、黄酒等。公司现代农业收入和毛利率较为稳定，房地产业务尚有较大规模在建项目，且项目分布在安徽省内三、四线城市，面临库存去化压力，毛利较低。

图表 9: 安徽农垦集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农业	11.88	45.10%	31.33%	11.31	56.81%	26.64%	11.67	53.51%	29.54%
房地产业	9.22	35.00%	22.22%	3.31	16.62%	25.70%	6.16	28.24%	18.52%
服务业	5.24	19.89%	33.08%	5.29	26.57%	21.33%	3.98	18.25%	26.20%

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司债务压力较小。2017 年末, 公司有息债务为 10.97 亿, 全部债务资本化比率为 4.04%, 短期债务占比 33%, 债务压力较小。公司仅有 1 只存量债, 余额为 5 亿, 将于 2019 年 1 月到期。2018 年 3 月末, 公司本部获银行授信 28 亿, 未使用授信额度为 24.39 亿。

广东粤垦投资

广东省粤垦投资有限公司是广东省农垦集团公司全资子公司和农业板块经营主体。广垦集团是中央直属垦区, 前身是 1951 年成立的华南垦殖局, 历经华南农垦总局、广东省农垦厅、广州军区生产建设兵团、广东省农垦总局等管理体制。1994 年, 改制为广东省农垦集团公司, 同时保留广东省农垦总局牌子, 实行“一个机构、两块牌子”管理模式。

公司主要从事天然橡胶、机制糖及乳制品的生产、加工和销售业务。公司天然橡胶业务的经营主体广垦橡胶是国家重点企业, 在国内拥有 32 个橡胶生产基地农场, 种植面积 60 万余亩, 橡胶生产基地在国内橡胶企业中排名第二。2017 年收购泰国泰华树胶, 天然橡胶销售收入显著增长。糖业板块的经营主体是广垦糖业, 糖业收入主要来自机制糖生产和贸易。乳业板块主要由燕塘乳业负责运营, 燕塘乳业是区域性乳制品加工龙头企业, 以低温巴氏奶为优势产品, 销售范围辐射华南地区。拥有 3 个自有牧场, 2017 年产能利用率为 98.22%, 产销率为 100.24%。从利润贡献看, 橡胶产品及机制糖产品多为原料或初级加工品, 毛利率低, 乳业毛利率较高但收入占比较低。

公司获得政府和控股股东的大力支持。控股股东广垦集团背景强, 海外扩张获得农业部支持。2015-2017 年, 公司获政府补助分别为 1.49 亿、1.37 亿和 1.05 亿, 2017 年获广垦集团补助 2.75 亿, 营业外收入是公司利润的重要补充。

图表 10: 广东粤垦投资业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
橡胶产品	66.96	48.35%	1.15%	70.11	50.72%	3.48%	101.23	62.29%	1.72%
糖类产品	61.22	44.20%	1.89%	57.11	41.32%	3.85%	48.89	30.09%	5.42%
乳业	10.32	7.45%	36.92%	11.01	7.96%	37.07%	12.39	7.63%	35.53%

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司具有一定短期偿债压力。2017 年末, 公司有息债务为 89.83 亿, 全部债务资本化比率为 43.98%, 短期债务占比 67.31%。公司有 2 只存量债, 余额分别为 8 亿和 12.95 亿, 分别于 2019 年 8 月和 2019 年 11 月到期。2018 年 3 月末, 公司共获得银行授信 98.64 亿, 未使用额度为 40.15 亿。

宁夏农垦集团

公司始建于 1950 年, 经历了军垦、国营农牧场、集团化改造发展阶段。2009 年组建宁

夏农垦集团有限公司，与宁夏农垦事业管理局实行“两块牌子、一套班子”管理体制。2014年6月，农垦事业管理局整体改制转企。

公司是宁夏地区最大的现代农业企业，获政府资产注入和政策支持。公司拥有14个国有农场、30个全资（控股）子公司、1个国家5A级沙湖旅游景区和2个国家级、9个自治区级农业产业化龙头企业。2009年，宁夏政府将229宗、合计80072.2公顷土地作为资本金注入公司。2017年，公司将56宗新办证土地入账，增加资本公积14.83亿。

公司形成种植业、现代牧业、旅游及服务业和葡萄产业四大优势特色产业板块，拥有“沙湖”、“西夏王”、“贺兰山”等10多个知名品牌。种植业是公司重要支柱产业，主要种植粮食作物、蔬果、牧草、葡萄、枸杞等，其中粮食作物以玉米和水稻为主。2017年，公司粮食作物种植面积为51.20万亩，同比下降1.73%；粮食作物总产量35.52万吨，同比增长0.33%。现代牧业板块包括畜牧业和奶业，公司拥有14座奶牛场，2017年鲜奶产量18.33万吨，同比增长11.23%，但由于鲜奶价格维持低位，利润空间较小。服务业主要来自沙湖旅游景区的收入。葡萄酒板块，公司生产的“西夏王”干红、干白葡萄酒是宁夏知名品牌，由于竞争激烈、销售不畅，葡萄酒原酒面临去库存压力。建筑及房地产业务，15-17年收入持续下滑，待售面积较大，面临去库存压力。

图表 11: 宁夏农垦集团业务结构（亿，%）

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	18.45	70.32%	14.03%	17.92	70.63%	13.53%	17.53	71.70%	15.98%
工业	0.06	0.24%	10.12%	0.04	0.18%	-2.13%	0.03	0.12%	-4.75%
服务业	2.41	9.20%	67.98%	1.93	7.61%	54.97%	1.93	7.90%	57.74%
建筑及房地 产开发	3.01	11.47%	40.08%	2.76	10.87%	51.06%	1.23	5.02%	26.79%
商品销售	2.30	8.77%	23.20%	2.72	10.72%	17.85%	3.73	15.25%	22.61%
合计	26.24	100%	22.77%	25.38	100%	21.20%	24.45	100%	20.81%

资料来源：公司财务报告，国盛证券研究所

公司债务压力整体可控，但短期债务占比较高。2017年末，公司有息债务为35.54亿，全部债务资本化比率为27.22%，短期债务占比67%。公司仅有1只存量债，余额为18亿，将于2018年11月到期。2017年末，公司用于抵押的土地账面价值50.35亿，占无形资产65.9%；公司共获得银行授信43.36亿，尚未使用额度为33.7亿。

甘肃农垦集团

公司前身是1954年创立的甘肃省国营机械化农场管理局，1959年成立甘肃省农垦局，1983年农垦局改名甘肃省农垦总公司。2002年，农垦总公司整体改制组建甘肃省农垦集团有限责任公司，加挂“甘肃省农垦事业管理办公室”的牌子。2009年，甘肃省国资委无偿划转公司股权至甘肃省国有资产投资集团有限公司，甘肃国投持有集团公司100%股权。2010年，撤销甘肃省农垦事业管理办公室，原承担的社会保险、教育、国土资源管理等社会管理职责移交省政府有关部门。

公司营业收入小幅增长，主营业务毛利率稳定。公司主营农产品种植、水泥和葡萄酒制造等业务，上市子公司亚盛集团是农产品板块经营主体，上市子公司莫高股份经营葡萄酒制造业务，西部水泥集团经营水泥业务。农业板块，公司自有土地资源丰富，18年3月末下属耕地98万亩，其中统一经营农场70万亩、家庭农场承包经营28万亩，还拥有牧草地387万亩、非农用地222万亩等。工业板块，“莫高”葡萄酒品牌价值提升，

但由于葡萄酒行业竞争激烈，产能利用率较低；水泥行业竞争加剧，水泥销量同比下降，工业板块收入小幅下滑。

公司从事惠农扶农产业，得到政府和控股股东甘肃国投的支持。公司享受减免企业所得税的优惠政策，获多项政府专项资金支持，15-17年获政府补助分别为0.4亿、0.38亿和0.45亿，16年债务豁免利得为3.24亿。甘肃国投为12甘农垦债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

图表 12: 甘肃农垦集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	29.05	70.04%	21.34%	29.91	70.71%	17.47%	31.49	69.52%	18.97%
工业	9.06	21.86%	39.96%	8.37	19.80%	39.08%	7.99	17.63%	38.47%
其他	3.36	8.10%	18.15%	4.02	9.50%	26.36%	5.82	12.85%	15.60%
合计	41.47	100%	25.15%	42.30	100.00%	22.59%	45.30	100%	21.98%

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

公司具有一定短期偿债压力。2017年末，公司有息债务为53.47亿，全部债务资本化比率为38.35%，短期债务占比50.83%。公司有2只存量债，余额分别为7亿和10亿，分别于2019年1月和2021年8月到期。2018年3月末，公司共获得银行授信82.95亿，尚未使用额度为52.02亿。

云南农垦集团

公司前身是1951年成立的云南省农垦总局，1996年改制成云南农垦集团有限责任公司，云南省农垦总局与集团公司实行“两块牌子、一套班子”管理体制。2014年，集团公司与云南农垦总局正式全面实行政企分开，云南省国资委持有集团公司100%股份。

海南、云南和广东是我国三大天然橡胶生产垦区。云南农垦是国内天然橡胶主要生产企业之一，拥有天然橡胶林50万亩、橡胶子公司8家、橡胶初加工工厂38座(年产能58.73万吨)。我国80%以上的天然橡胶依赖进口，而天然橡胶作为国家重要战略物资，政府对产业发展具有政策支持。

公司以天然橡胶为主业，形成多元化经营格局。公司以天然橡胶种植、加工、销售为主业，并发展水力发电、高原特色农业、机械加工和现代农业服务业务板块。从收入结构看，2017年天然橡胶、高原特色农业和现代农业服务业累计收入占比超过98%。天然橡胶产能扩充，产量和销售收入明显增长。高原特色农业主要生产咖啡、茶叶和土豆片，开展粮油和白糖贸易，由于白糖贸易规模增长，板块收入占比明显提升。现代农业服务业主要涉及物流、贸易、旅游及酒店、房地产等。从利润贡献看，天然橡胶、高原特色农业和现代农业服务业虽然收入规模较大，但毛利率水平较低；水力发电和机械加工毛利率较高，但收入占比较小。集团公司主营业务整体盈利能力较弱。

图表 13: 云南农垦集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	40.07	78.19%	3.81%	106.72	69.16%	2.67%	131.78	59.47%	3.77%
水力发电	2.26	4.40%	32.63%	2.45	1.59%	31.64%	2.58	1.16%	32.04%
高原特色农业	5.33	10.41%	5.46%	23.15	15.01%	3.17%	61.02	27.54%	0.87%
机械加工	0.48	0.94%	12.68%	0.51	0.33%	13.70%	1.26	0.57%	13.00%
现代农业服务业	3.10	6.06%	21.70%	21.47	13.91%	3.40%	24.94	11.26%	2.13%
合计	51.25	100%	6.42%	154.30	100%	3.34%	221.58	100%	3.27%

资料来源: 募集说明书, 评级报告, 国盛证券研究所

随着业务规模扩大, 公司有息债务规模增长较快。2017 年末有息债务为 59.55 亿, 全部债务资本化比率达 65.3%, 短期债务占比为 78%, 具有短期偿债压力。公司存量债 2 只, 余额分别为 7.5 亿和 5 亿, 分别于 2019 年 3 月和 2020 年 11 月到期。公司盈利变现能力较弱, 2014-2017 年经营活动净现金流持续为负, 对债务保障能力较弱。截至 2018 年 3 月末, 公司获得授信 67.63 亿, 未使用额度 17.05 亿。

光明食品集团

公司前身是 1995 年成立的上海市农工商 (集团) 总公司。2006 年, 上海市国资委将上海市糖业烟酒 (集团) 有限公司、上海益民食品一厂 (集团) 有限公司增资投入农工商 (集团) 总公司, 组建了光明食品 (集团) 有限公司。经过几次股权结构调整, 目前上海国盛和上海城投分别持有公司股份 44.48%、40.85%, 上海久事持股 7.79%, 上海市国资委持股 6.88%, 实际控制人是上海市国资委。

公司以食品为核心业务, 具有农业生产、食品加工和商贸流通完整产业链, 同时房地产和金融业务使业务趋于多元化, 形成“一体两翼”产业结构。公司拥有大白兔、光明、冠生园、梅林等众多驰名商标, 品牌优势凸显。食品板块主要包括乳业、糖业、肉业、粮油、品牌食品、现代农业、水产和分销零售, 非食品板块包括地产物流和金融。从收入结构看, 乳业收入占比 20% 左右比重最大, 2017 年分销零售、地产物流、肉业和粮油收入占比超过 10%。从利润贡献看, 乳业毛利率超过 30%, 毛利贡献最大; 分销零售和地产物流毛利率在 20% 左右, 毛利贡献较大; 糖业、肉业和粮油收入规模较大, 但毛利率相对较低。总体来看, 公司营业收入持续增长, 综合毛利率稳定, 盈利能力稳健。

公司是上海市农副食品主要生产供应企业之一, 也是上海市最大的食品产业集团, 受政策支持力度较大。2015-2017 年, 公司获农业部、上海财政局、上海农委等政府机构各项补贴分别为 23.75 亿、26.25 亿和 28.06 亿。

图表 14: 光明食品集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乳业	288.90	19.34%	31.20%	313.31	20.17%	34.66%	339.75	21.11%	30.44%
糖业	171.20	11.46%	8.23%	143.83	9.26%	9.71%	137.53	8.55%	14.01%
肉业	131.22	8.79%	13.76%	138.34	8.91%	16.39%	222.21	13.81%	13.45%
粮油	216.90	14.52%	0.79%	168.99	10.88%	3.22%	175.92	10.93%	5.53%
蔬菜	45.71	3.06%	14.53%	51.23	3.30%	16.26%	53.49	3.32%	17.55%
品牌食品	97.28	6.51%	33.06%	93.86	6.04%	32.79%	74.74	4.64%	27.79%
现代农业	126.74	8.48%	10.57%	87.39	5.63%	12.45%	74.94	4.66%	14.25%
水产	-	-	-	-	-	-	28.31	1.76%	34.22%
分销零售	271.16	18.15%	21.47%	307.41	19.79%	20.09%	249.96	15.53%	21.89%
地产物流	143.67	9.62%	23.40%	245.79	15.83%	20.29%	246.79	15.33%	19.67%
金融	0.87	0.06%	71.38%	2.96	0.19%	54.15%	5.84	0.36%	62.24%
合计	1493.65	100%	18.03%	1553.09	100%	20.05%	1609.49	100%	19.98%

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司再融资能力较强。2017 年末, 公司有息债务为 855.84 亿, 全部债务资本化比率为 49.17%, 短期债务占比为 54%, 具有一定的短期偿债压力。公司存量债 12 只, 余额合计为 280 亿, 到期时间集中在 2019 年和 2021 年。2018 年 3 月末, 公司合并口径获得银行授信总额为 1804.69 亿, 未使用额度 1358.86 亿。公司拥有 5 家 A 股上市公司, 有利于拓宽股权融资渠道。

首农食品集团

公司前身是北京市农工商联合总公司。2009 年, 由原三元集团、华都集团、大发畜产公司重组北京首都农业集团有限公司。2017 年 12 月, 首农集团、京粮集团和二商集团实施联合重组, 首农集团更名为首农食品集团。北京国有资本经营管理中心持有公司 100% 股份, 实际控制人是北京国资委。

公司以食品加工与贸易、现代农牧业、物产物流业为主业。其中, 现代农牧业主要以三元种业和首农股份为经营主体, 其中三元种业主营原料奶、商品猪和牛冻精, 首农股份主营商品鸭、肉鸡、蛋鸡禽类产品。不同农牧产品销量和价格涨跌不一, 整体销售收入稳步增长。食品加工业主要经营主体是上市子公司三元股份, 主要产品包括液体乳、发酵乳、乳饮料、奶粉、奶酪、冰淇淋等, 拥有“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”、“八喜”等著名商标。物产物流业主要由石油销售和房地产业构成。公司房地产业务主要从事保障性住房的开发建设, 面临一定的资本支出压力。商贸板块主要以燃料油、农产品等贸易为主, 销售额较大, 但毛利率很低。

公司是北京市国资委下属唯一的农业集团, 在畜禽良种繁殖、养殖、食品加工和物流等方面具有明显优势, 受政府支持力度较大。2015-2017 年, 公司获政府补贴分别为 2.89 亿、4.43 亿和 3.83 亿。

图表 15: 首农食品集团业务结构 (亿, %)

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农牧业	46.39	12.46%	11.02%	50.35	12.23%	23.68%	60.88	13.93%	16.60%
食品加工工业	64.60	17.35%	24.92%	66.86	16.24%	31.47%	76.55	17.52%	23.65%
物产物流业	110.28	29.62%	16.65%	110.89	26.94%	13.18%	107.37	24.57%	18.45%
商贸	151.06	40.57%	0.78%	183.51	44.58%	0.47%	192.23	43.99%	1.26%
合计	372.33	100%	10.95%	411.60	100%	11.77%	437.04	100%	11.54%

资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

公司有息债务规模增长较快。2017 年末, 公司有息债务为 215.49 亿, 全部债务资本化比率为 50.72%, 短期债务占比为 59.49%。2018 年 5 月末, 公司新增借款 133.44 亿, 占 2017 年末净资产比例为 63.74%, 新增借款主要用于满足流动性、对外投资、棚改等项目所需资金。公司存量债 5 只, 余额合计为 40 亿, 到期时间分布在 2019-2022 年。2018 年 3 月末, 公司获得银行授信总额 799.57 亿, 未使用额度 531.66 亿。上市子公司三元股份具有直接融资渠道, 且公司持有三元股份 35.79% 股份未抵押。

总结

1、农垦集团特点

(1) 从主营业务结构看, 农垦集团大多以农业和食品工业为主业, 并拓展房地产、物流、旅游、土地开发等业务, 形成多元化的产业格局。

(2) 农业板块毛利率整体较低, 其中, 橡胶、机制糖等原料或初级加工品以及粮油、白糖等农产品贸易毛利率最低, 乳业等食品加工业毛利率较高。同时, 比重较高的期间费用进一步侵蚀利润。2017 年, 除江苏农垦、安徽农垦营业利润率超过 10%、宁夏农垦营业利润率为 5%, 其余农垦集团营业利润率均低于 5%, 其中, 甘肃农垦和粤垦投资营业利润率为负。

(3) 政府对农垦集团的扶持主要包括税收优惠和农业项目补贴。税收方面, 公司从事农产品种植业务的利润免征企业所得税; 公司销售自产的水稻、小麦以及大麦等农产品免征增值税。资金补贴方面, 与日常经营相关的政府补助放在“其他收益”科目, 与日常经营无关的政府补助放在“营业外收入”科目, 政府补助一方面弥补了农垦集团的社会性支出 (放在“营业外支出”科目), 另一方面形成对公司利润的重要补充。此外, 北大荒农垦、广西农垦和甘肃农垦还获得债务豁免支持。

(4) 农垦集团大多拥有丰富的土地资源。其中, 拥有大量优质农场的农垦集团将土地承包给下属农场职工, 产生稳定且高毛利的土地承包费收入, 如北大荒农垦集团。农垦集团的土地资源以耕地、牧草地、林地、园地等农用地为主, 评估价值较低, 资产变现能力较弱。

(5) 农垦集团杠杆水平明显分化。北大荒农垦、云南农垦和广西农垦 2017 年全部债务资本化比率超过 60%, 而江苏农垦、安徽农垦该比率分别为 15.38% 和 4.04%。

2、农垦集团对比

我们从战略定位、政府支持、主营业务、负债水平及偿债能力四维度综合考量, 将 10 家农垦发债主体划分为三个梯队:

第一梯队是光明食品、首农食品和江苏农垦。其中，光明食品和首农食品在食品工业细分领域具有核心竞争力，拥有一系列著名商标，分别是上海和北京重要的农副产品供应企业；近年来营业收入持续增长，持续获得政府补贴支持；二者有息债务规模较大，备用流动性和再融资能力较强。江苏农垦盈利能力稳健，营收变现能力较强，核心子公司苏垦农发于2017年上市，集团债务规模和债务压力较小。

第二梯队是北大荒农垦、安徽农垦、宁夏农垦、粤垦投资和广西农垦。其中，北大荒农垦是中央直属垦区和我国重要商品粮基地，其战略意义大于经济意义。安徽农垦在种业、农副产品加工业具有一定优势，培育“皖垦”等知名品牌，宁夏农垦是宁夏地区最大的现代农业企业，获政府土地资产注入支持，且二者负债水平相对较低。粤垦投资主营的橡胶产品和糖类产品盈利能力偏弱，乳业具有一定区域优势但收入占比较小，控股股东广垦集团是中央直属垦区，支持意愿和能力较强。广西农垦是广西壮族自治区政府下属唯一的农垦集团公司，土地资源丰富，资产规模较大，主营的机制糖、木薯加工和畜牧业盈利能力较弱，持续获得政府补助。

第三梯队是甘肃农垦和云南农垦。其中，甘肃农垦主营的葡萄酒和水泥业务竞争加剧，比重较高的期间费用侵蚀利润，15-17年营业利润持续为负，盈利和现金流依赖政府补贴支持。云南农垦主营的天然橡胶业务盈利能力偏弱，14-17年经营活动净现金流持续为负，有息债务规模增长较快，具有一定偿债压力。

图表 16: 10 家农垦发债主体基本情况 (亿, %)

发行人	总资产	营业收入	营业利润率	经营活动净现金流	有息债务	存量债券	全部债务资本化比率	短期债务占比	主营业务	主体评级
光明食品(集团)有限公司	2,460	1,607.3	3.45%	87.79	855.8	280	49.17%	54.27%	乳业: 21.11%; 糖业: 8.55%; 肉业: 13.81%; 粮油: 10.93%; 分销零售: 15.53%; 地产物流: 15.33%; 金融: 0.36%	AAA
北京首农食品集团有限公司	694	437.0	2.62%	1.19	215.5	40	50.72%	59.49%	现代农牧业: 13.93%; 食品加工业 17.52%; 物产物流业 24.57%; 商贸: 43.99%	AAA
江苏省农垦集团有限公司	256	100.6	20.89%	17.46	27.4	5	15.38%	71.07%	农业: 54.67%; 工业: 3.81%; 商业: 27.76%; 房地产开发: 9.79%, 服务业: 2.93%	AAA
黑龙江北大荒农垦集团总公司	1,916	1,056.7	4.22%	34.77	832.4	113	67.05%	72.55%	农产品销售收入: 0.75%; 土地承包费收入: 11.56%; 工业: 46.99%; 商业: 36.22%; 建筑业: 3.87%; 服务业:	AAA

安徽省 农垦集团 有限公司	336	21.7	11.62%	6.87	11.0	5	4.04%	32.86%	现代农业: 53.51%; 房地产业: 28.24%; 服务业: 18.25%	AA
宁夏农 垦集团 有限公 司	162	26.8	5.01%	3.45	35.5	18	27.22%	67.05%	农业: 71.7%; 工业: 0.12%; 服务业: 7.9%; 建筑及房地 产开发: 5.02%; 商 品销售: 15.25%	AA+
广东省 粤垦投 资有限 公司	233	166.0	-0.63%	-2.76	89.8	20.95	43.98%	67.31%	橡胶产品: 62.29%; 糖类产品: 30.09%; 乳业: 7.63%	AA
广西农 垦集团 有限责 任公司	366	106.4	2.06%	-6.55	187.4	116.9	63.70%	62.16%	机制糖: 31.7%; 木 薯加工: 22.73%; 畜牧业务: 11.75%; 种植业务: 6.37%, 土地开发整理: 2.87%	AA+
甘肃省 农垦集 团有限 责任公 司	178	45.3	-6.06%	1.59	53.5	17	38.35%	50.83%	农业: 69.52%; 工 业: 17.63%	AA
云南农 垦集团 有限责 任公司	113	227.1	0.33%	-5.33	59.6	12.5	65.30%	77.99%	天然橡胶: 59.47%; 水力发电: 1.16%; 高原特色农业: 27.54%; 机械加工: 0.57%; 现代农业服 务业: 11.26%	AA

资料来源: Wind, 财务报告, 评级报告, 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 计算口径

①有息债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债有息部分;

②短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他应付款、其他流动负债有息部分;

③全部债务资本化比率=有息债务/(有息债务+所有者权益);

④财务数据日期为 2017 年 12 月 31 日, 存量债券数据日期为 2018 年 9 月 10 日。

风险提示

指标选取不合理, 数据口径有偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com