信用评级公告

联合〔2021〕7290 号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏农垦集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁夏农垦集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

宁夏农垦集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
宁夏农垦集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/03/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点：

跟踪期内，宁夏农垦集团有限公司（以下简称“公司”）作为宁夏地区规模最大的现代农业企业，持续获得政府支持；支柱产业农业板块经营稳健，房地产业务结转提升，带动公司收入规模稳步增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力一般、房地产和葡萄酒原酒仍面临去库存压力、资产流动性较弱等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

未来随着国家产业政策支持的不断深化、现有经营业态的整合提升、房地产项目及葡萄酒产品去库存的加速，公司整体经营状况有望好转。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度大。**公司是宁夏地区规模最大的现代化农业企业，宁夏回族自治区政府对公司发展改革给予的政策支持力度较大，并辅以资金补贴。2020 年财政对公司政府补助 1.38 亿元。
2. **公司主业发展稳健。**公司主营业务多元化，涉足种植业、畜牧业、旅游服务、建筑及房地产开发、商品销售等，跟踪期内各业务板块经营稳健。其中，重要盈利来源奶业板块与内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自 2020 年 1 月 1 日起，公司现有合作牧场生产的符合伊利认可质量标准要求的生鲜乳将全部销售给伊利，奶业销售保障程度高。

分析师：罗　峤　范　瑞
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司个别房地产项目和葡萄酒原酒存在去库存压力，存货面临一定跌价风险**。截至 2020 年底，公司房地产待售面积为 24.50 万平方米，其中金阳花园 B 区等项目销售较为缓慢；葡萄酒原酒库存 3.14 万吨，依然处于高位，面临一定的去库存压力。2020 年末，公司存货账面价值 29.66 亿元，以房地产、葡萄酒等为主，存在一定跌价风险。
2. **公司主业盈利能力一般，利润总额对政府补助依赖度高。**2020 年，公司投资收益、营业外收入及其他收益占当期利润总额的比重为 173.11%，公司利润总额对政府补助依赖程度高。
3. **公司资产流动性较弱，存在一定短期债务压力。**公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，资产流动性较弱。截至 2021 年 3 月底，公司短期债务占比为 41.29%，现金类资产对短期债务保障倍数为 0.66 倍。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.51	14.19	12.23	14.16
资产总额(亿元)	168.33	178.74	188.92	193.50
所有者权益(亿元)	95.33	97.39	98.86	98.37
短期债务(亿元)	17.53	27.09	23.95	21.54
长期债务(亿元)	23.64	19.54	27.98	30.62
全部债务(亿元)	41.18	46.63	51.93	52.16
营业收入(亿元)	26.84	27.98	30.12	5.79
利润总额(亿元)	0.97	1.38	1.57	-0.43
EBITDA(亿元)	4.55	5.98	6.52	--
经营性净现金流(亿元)	2.62	1.86	4.29	-0.17
营业利润率(%)	22.96	25.38	22.19	17.15
净资产收益率(%)	0.80	1.07	1.28	--
资产负债率(%)	43.37	45.51	47.67	49.16
全部债务资本化比率(%)	30.17	32.38	34.44	34.65
流动比率(%)	128.95	99.23	100.31	105.60
经营现金流动负债比(%)	7.43	3.83	8.70	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.52	0.51	0.66
EBITDA 利息倍数(倍)	3.50	3.78	3.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.06	7.79	7.97	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	122.49	122.54	124.92	122.37
所有者权益（亿元）	86.25	86.74	86.95	86.74
全部债务(亿元)	21.25	23.56	24.15	25.70
营业收入(亿元)	1.87	1.73	0.78	0.08
利润总额(亿元)	0.39	0.66	0.12	-0.21
资产负债率（%）	29.59	29.22	30.40	29.11
全部债务资本化比率(%)	19.77	21.36	21.74	22.86
流动比率（%）	187.71	149.96	140.36	148.87
经营现金流动负债比(%)	26.87	-15.93	11.17	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.40	0.55	0.34

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；合并口径长期应付款中的有息部分已调整至长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/07/29	王晴、闫力	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读报告
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/02/25	王晴、闫力	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读报告

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由宁夏农垦集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宁夏农垦集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏农垦集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”或“公司”）前身为宁夏农垦企业（集团）有限责任公司，系经宁夏回族自治区人民政府“宁政发〔1996〕14 号”文件批准，于 1996 年 7 月由宁夏自治区农垦事业局所属企业组建的国有独资集团公司，成立时初始注册资本为 15600 万元。2009 年，宁夏自治区出台了《关于进一步加快农垦改革发展的意见》，逐步对宁夏农垦局和公司实行政权分开、政事脱钩的管理体制，组建西夏王葡萄酒、沙湖旅游、贺兰山牧业三大实业公司及其 36 个子分公司，基本形成以资产为纽带、产业为核心的经营管理体制。2011 年 11 月 23 日，宁夏自治区农垦事业管理局作出《关于增加宁夏农垦集团有限公司注册资本的通知》，决定增加公司注册资本 50 亿元，其中，由宁夏自治区农垦事业管理局拨付货币资金注资 15.47 亿元，其余由公司按照《自治区人民政府关于宁夏农垦集团有限公司土地资产处置方案的批复》（宁政函〔2009〕218 号、222 号），从 2009－2010 年划拨国有土地按评估价格作为国家资本注资形成此次增加注册资本 34.53 亿元，本次增资后公司的注册资本为 51.56 亿元。

2016 年 4 月 6 日，公司股权发生变更，由宁夏农垦事业管理局 100%控股变更为宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）100%控股。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本金为 51.56 亿元，唯一股东为宁夏国资委（详见附件 1-1）。

公司经营范围：农、林、牧、渔业及服务业、制造业、建筑业、地质勘察业、水利管理业、仓储业、国内贸易、房地产业、社会服务业、卫生社会服务业、科学研究和综合技术服务业、旅游开发（国家明令禁止或实行许可证的项目除外）。本企业自产的硅铁、金属硅、硅锰合金、金属镁、焦炭、碳化硅、石英砂、硅石、化工产品、粮油、果蔬、饲料、畜产品、啤酒花及相关技术的出口业务；经营本企业及其成员企业生产、科研所需原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务（国家实行核定公司经营的 14 种进口商品除外）；经营本企业及其成员企业的进料加工和“三来一补”业务。

截至 2021 年 3 月底，公司设农业发展部、市场开发部、资产管理部、现代牧业事业部等 15 个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 188.92 亿元，所有者权益 98.86 亿元（含少数股东权益 2.36 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 30.12 亿元，利润总额 1.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 193.50 亿元，所有者权益 98.37 亿元（含少数股东权益 2.24 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 5.79 亿元，利润总额-0.43 亿元。

根据宁夏回族自治区人民政府文件宁政干发〔2021〕2 号，提名张戈为公司董事长并免去金生平董事长职务。根据公司第三届董事会第三十次会议决议，选举张戈同志为董事长。截至 2021 年 3 月底，公司法定代表人由金生平变更为张戈，并完成工商变更登记。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区福州南

街 198 号；法定代表人：张戈。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“20宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”募集资金已按计划用途使用完毕，正常还本付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	5.00	5.00	2020/03/04	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）平均值）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1.粮食行业

2020 年，中国粮食产量在品种结构持续优化的基础上继续保持高位水平。受生猪行业景气度上行影响，作为饲料原料的豆粕和玉米需求量大幅上升，中国粮食进口量大幅增长。随着国家政策推进，将加快粮食产业结构调整，提高粮食加工水平和运输服务，不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态，品种间差异较大。2020 年，全国粮食总产量 13390 亿斤，同比增长 0.9%，主要系各地加大对粮食生产的支持力度，层层压实粮食生产责任，积极落实各项补贴政策，提高农民种粮积极性所致。其中，稻谷、小麦、豆类、薯类产量增加，玉米略减。粮食播种面积增加 1056 万亩，同比增长 0.6%。其中稻谷、豆类、薯类面积增加，玉米种植面积维持，小麦种植面积下降。总体看来，中国稻谷和小麦为供大于求、玉米产不足需、大豆依赖进口状态。

2020 年，我国农产品贸易逆差 947.7 亿美元，同比增长 32.9%。2020 年，根据海关总署统计数据显示，中国进口粮食 14262 万吨，同比增长 28%。其中，大豆进口 10033 万吨，同比增长 13.3%，进口单价 1.4 元/斤，比国内市场价格低 1.1 元/斤；玉米进口 1130 万吨，同比增长 135.7%，进口单价 0.8 元/斤，比国内市场价格低 0.5 元/斤；小麦进口 838 万吨，同比增长 140.2%，进口单价 1 元/斤，比国内市场价格低 0.25 元/斤；大麦进口 808 万吨，同比增长 36.3%；高粱进口 481 万吨，同比增长 478.6%；稻谷及大米进口 294 万吨，同比增长 15.6%。

从粮食进口种类看，2020 年，中国大豆和玉米进口量有所增长，合计约占中国粮食进口总量的 78%，主要系生猪行业景气度上行，作为饲料原料的豆粕和玉米需求大幅上升所致。其他进口品种如小麦、大麦和高粱也主要作为畜禽饲料，大米和稻谷作为食用粮，进口量不

大，对国内粮食构成的价格压力较小。

行业政策方面，农业农村部印发《2020 年种植业工作要点》提出守底线、优结构和提质量三点要求。其中“守底线”就是守住国家粮食安全底线，坚持稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量，确保三大谷物面积稳定在 14 亿亩以上、口粮面积稳定在 8 亿亩以上，确保 2020 年粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上；“优结构”就是继续优化种植结构，巩固区域结构调整成果，调优品种结构，提高产品品质，增加绿色优质农产品供给；“提质量”就是推动种植业绿色高质量发展。

未来发展方面，我国粮食加工行业发展较快，品种结构得到了一定程度的优化，但从我国粮食加工企业的具体特征来看，企业规模仍偏小，生产经营方式粗放，市场竞争能力不强；布局较为分散，区域发展不平衡；初加工产能相对过剩，稻谷、小麦加工行业产能利用率只有 43%和 60%左右；粮食加工产品质量标准体系不健全，技术要求偏低，部分产品缺乏统一标准，食品质量安全水平仍有待提高。

从粮食产销区域看，中国粮食产销区存在市场割裂问题，加之粮食生产具有季节性，国内粮食生产以秋粮为主，存在粮食周期性需求的矛盾，全国粮食省际间流通量约占全国粮食总产量的 1/3，粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。对于粮食贸易企业而言，粮食运输是粮食贸易中的重要环节。在粮食运输方式上，粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主，粮食外贸主要以航运为主。能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业在竞争中占有较大优势。

2．肉类行业

2020年，随着生猪行业景气度有所回升以及新冠肺炎疫情影响，猪肉价格维持高位，鸡肉价格被动下行。

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占 6 成以上。从生猪存栏量来看，受非洲猪瘟影响，我国生猪存栏量于 2019 年见底。为应对上述情况，各地区不断加大财政投入，抓紧恢复生猪产能，保障猪肉供应。截至 2020 年底，我国生猪存栏量 4.07 亿头，较年初增长 52.10%。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2020 年，我国生猪出栏 5.27 亿头，同比下降 3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。价格方面，截至 2020 年底，受生猪供给紧张影响，我国 22 个省市猪肉平均价 47.46 元/千克，同比上年仍维持在高位。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

我国猪肉主要替代肉类消费品之一是禽肉。中国肉鸡养殖行业景气度受行业本身供给关系、禽流感疫情和肉鸡较短的生长周期共同影响，呈现出行业周期短，景气度波动较大的特征。2020 年，白羽肉鸡出栏量由上年的 44.20 亿元增加至 49.20 亿只，鸡肉产量（屠宰率 75%）增长 17.61%至 977.2 万吨。

需求方面，2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，我国鸡肉消费动力不足，对猪肉的替代作用下降，行业景气度下行，供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现出产能过剩的状态。2020年，白条鸡平均批发价格有所回落，截至2020年底已由上年底的18.79元/公斤下降至

16.43元/公斤。

同时，国际原粮价格持续高位运行，畜禽行业面临饲料成本上升压力。由于我国鸡肉处于猪肉消费替代品地位，随着生猪供给恢复价格下行，肉鸡行业可能面临下游销量下降、价格下行导致盈利下行的风险。

3．乳制品

乳品行业经过多年发展已进入全产业链竞争阶段。中国乳品行业对外部奶源及乳粉等原材料的需求持续存在，其价格的波动对乳品企业成本影响较大。国内乳品行业集中度较高，龙头企业具有明显的竞争优势和市场份额。

乳业方面，经过近二十年的发展，中国乳品行业度过最初的快速成长期（2008年之前），在经历2008年食品安全“三聚氰胺”事件导致的行业盘整后逐步进入稳步发展期（2009－2014年），国产乳品占有率回落，养殖散户难以为继、产业向规模化养殖普及，中游企业加速向上游奶源布局；2015年以来，行业增速放缓、始终处于低位波动，行业步入产业升级期，冷链物流等技术和规模化牧场生产普及，低温酸奶、鲜奶快速发展，国产婴幼儿配方奶粉有所回暖，国产乳品占有率呈现回升态势，乳品企业布局上游奶源的同时，注重产品创新和品类拓展以优化产品结构，行业进入全产业链竞争阶段。

中国乳品需求结构也在过去十年发生了较大变化，饮用奶（常温奶和低温巴氏奶）仍占主要地位，但占比从2009年超过80%下降近20个百分点至大约62%；酸奶占比上升幅度较大，从最初的约16.8%上升至2019年的约35.6%。现阶段看，中国乳品人均消费量相比美国、韩国、日本仍有差距，随着消费者购买力的持续提升，以及关注健康食品的理念不断普及，以乳品为代表的健康食品产业发展前景良好。

2020 年，我国乳制品行业产值近 6500 亿元，主要由饮用奶（约占 39%）、婴幼儿配方奶粉（约占 27%）、酸奶（约占 24%）和冰激凌（约占 7.5%）构成，其余为黄油、奶酪等乳制品。行业的市场规模方面，近年来我国乳制品行业销售总额总体保持增长，2020 年达 4195.58 亿元，同比增长 6.30%，增速较上年下降 9.83 个百分点。

图 1　2007－2020 年我国乳品业销售情况

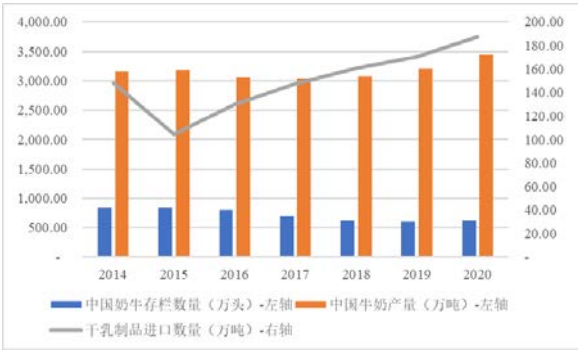
（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

我国乳制品行业加工所需原料奶主要来源系国内奶牛产出的原料奶和来自海外的牛奶（主要为大包粉），海外牛奶的价格对我国原料奶价格有拉低的作用。

图 2　2014－2020 年我国奶牛、牛奶和乳制品进口



注：我国奶牛存栏数量来自 Wind 抓取的 USDA 数据，仅做变动趋势参考

资料来源：Wind

国内奶牛养殖方面，2008年以来，我国奶牛养殖规模化程度不断提高，但与美国、加拿大、澳大利亚等奶业发达国家相比，我国奶牛存栏量100头以下的牧场比重仍偏高。养殖技术方面，2020年，我国荷斯坦奶牛平均单产能力已超7.80吨/年，规模牧场100%实现机械化挤奶，90%以上配备全混合日粮（TMR）搅拌车。

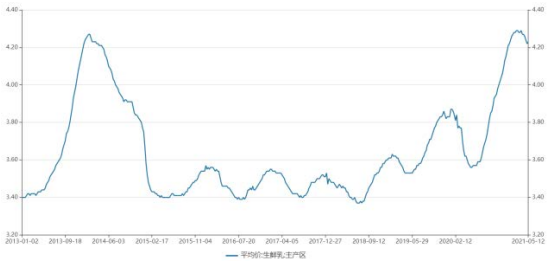
奶牛存栏方面，2020年，我国奶牛存栏量同比增长0.82%至615万头。随着牛奶单产能力增加，我国牛奶产量同步增长。

目前，国内商品原料奶供应总量存在一定的供给缺口，需要通过进口原料奶粉予以补充。2018－2020年，我国进口干乳制品（含全脂奶粉、各类脱脂程度奶粉、乳清粉和奶酪等）数量逐年增长，分别为160.78万吨、170.33万吨和187.40万吨。

我国乳制品进口的主要来源国为新西兰。近年来，我国从新西兰进口奶粉、鲜奶、黄油和奶酪数量分别占各类别进口总量的7成、8成、8成和5成左右。上述进口产品的进口量受到新西兰原奶价格的影响较大；新西兰原奶价格以恒天然原奶价格为风向标。恒天然原奶价格持续低迷至2016年开始震荡上涨，同期在进口低价大包粉的替代作用下国内原料奶价格持续走低。2020年，受国内原料奶供给不足和新冠疫情催化乳制品需求的双重影响，我国主产区生鲜乳平均价由上年底的3.83元/公斤上涨至4.21元/公斤，涨幅达9.92%。原奶价格上涨对乳制品企业成本控制形成一定压力。

图 3　我国生鲜乳（主产区）均价走势

（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场消费需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。根据商务部统计数据，牛奶零售价自2019年初进入快速上行阶段，受新冠肺炎疫情影响和消费者对于生活质量的更高需求影响，目前仍位于近年来的价格高位。

竞争格局方面。2020 年，我国乳制品行业规模以上乳企 572 家；龙头企业伊利股份和蒙牛乳业市场占有率合计约达 48%，第 3 到第 10 名市占率差距较小。我国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来我国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

从参与企业来看，国内参与乳业竞争的企业可分为三大梯队，第一梯队包括伊利、蒙牛两大全国性品牌，市占率均在 20%以上；第二梯队包括光明、三元等区域性品牌，与第一梯队在全国范围内形成互补，市占率在 5%以下；第三梯队包括完达山、贝因美、科迪、燕塘等品牌，有特色主导产品或较高的区域认知度，市占率在 1%以下。国外参与我国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。预计未来一段时间内，如无食品安全等重大事件发生，伊利等一线品牌的全国市场份额仍将稳中有增，区域强势品牌的区域市场份额有望保持稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

宁夏国资委持有公司 100%的股权，为公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是宁夏地区最大的现代农业企业，在旅游景区开发，农业规模化生产等领域具有很强的区域竞争力。

公司是宁夏地区最大的现代农业企业，肩负着自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等重要职能，并逐步形成产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。

公司近年来培育了 1 个国家 5A 级沙湖旅游景区和 2 个国家级、7 个自治区级农业产业化龙头企业，建设了沙湖水镇、贺兰山农牧场等 14 个农场场镇，形成了酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群。

公司建立了农业机械标准化粮食生产示范基地 40 万亩、葡萄示范基地 10 万亩、牧草示范基地 5 万亩（带动 20 万亩），农机跨区作业每年达到 50 万亩以上，助推了产业结构调整、促进了产业优化升级。通过标准的应用，达到了节本、增产、提质、增效的效果。

公司在规模经营和技术使用方面优势明显，农业机械化率达到 95%以上。公司拥有专业研究所 5 个，科技人才队伍储备充足。公司在葡萄种植、葡萄酒酿造方面拥有丰富的行业经验；在奶牛养殖方面，公司示范推广 DHI 技术、TMR 技术、胚胎移植、性控繁殖、信息化等多项国内外先进技术，在提高生产效率的同时，保证了原奶的食品安全。公司在农产品及粮食加工过程中全部采用国内先进技术和关键设备，通过招标统一进行建设、设备安装等。

公司粮食、葡萄、草畜、旅游、水产等优势产业发展一直位居全区前列，粮食产量占全区 1/10，葡萄基地规模占全区 1/3，葡萄酒加工能力占全区 1/6，鲜奶总产量占全区 1/6。经过多年发展，形成了酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群，打造了“沙湖”“西夏王”“贺兰山”等 10 多个自治区品牌，其中西夏王品牌入围“亚洲品牌 500 强”“中国品牌 100 强”，西夏王葡萄酒业公司被认定为“外交使节酒生产基地”，是国家外事机构专用葡萄酒品牌；沙湖大米、南梁富硒枸杞、双丰供港蔬菜等一批名优产品，多次获得国际国内大奖。

3. 政策支持及政府补助

公司作为宁夏国资委下属的国有独资公司，在日常生产经营和项目建设中得到了自治区政府的大力扶持，享受诸多优惠政策。首先是健全公司法人治理结构，保障经理层自主经营权。其次，明晰公司国有资产权属关系，对公司所属土地实行集中统一管理，农垦现有划拨建设用地经批准办理有偿使用手续后，可以转让、出租、抵押或改变用途。再次，加大财政金融支持力度，2018－2020 年公司获得计入损益的政府补助分别为 0.31 亿元、0.78 亿元和 1.38 亿元。

4. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至 2021 年 7 月 21 日，公司未结清信贷业务中，不存在关注类贷款；已结清信贷业务中，有 11 笔关注类贷款及 1 笔关注类贴现，根据银行出具的说明，系中国农业发展银行对公司农业综合开发土地治理项目专项贷款还款计划调整导致风险分类为关注类。公司过往信贷记录较好。

截至 2021 年 7 月 28 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司主营业务结构未发生重大变化，农业和房地产开发仍为主要收入来源，收入规模同比略有增长，但毛利率较上年有所下降。

公司主营业务由农业、服务业、建筑及房地产开发、商品销售等板块构成。

2020年，公司实现营业收入30.12亿元，同比增长7.63%。其中农业仍为公司第一大收入来源，实现收入19.85亿元，同比增长3.44%，变化不大；同期，受益于房地产项目结转增加，建筑及房地产业实现收入6.81亿元，同比大幅增长87.60%。其他业务板块占收入比重较小。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为22.92%，同比下降3.29个百分点，主要系毛利率较高的建筑及房地产开发收入占比提升所致。同期，公司农业毛利率为18.88%，同比下降0.64个百分点，主要系除商品销售板块外，各版块业务均出现毛利率下降情形所致。

2021 年一季度，公司实现营业收入 5.79 亿元，同比增长 32.19%，主要系上年同期受疫情影响，收入基数较小所致。同期，公司综合毛利率为 17.63%，同比略有增长。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	18.83	70.17	18.12	19.19	68.58	19.52	19.85	65.90	18.88
服务业	1.67	6.22	45.91	1.72	6.15	41.74	1.09	3.62	35.12
建筑及房地产开发	1.97	7.36	35.37	3.63	12.97	33.19	6.81	22.61	32.19
商品销售	2.33	8.69	14.87	1.08	3.86	16.97	0.43	1.43	22.51
土地补偿	1.21	4.52	85.61	1.39	4.97	84.69	0.58	1.93	48.91
其他业务	0.82	3.06	26.62	0.97	3.47	31.16	1.36	4.52	14.66
合计	**26.84**	**100.00**	**24.14**	**27.98**	**100.00**	**26.21**	**30.12**	**100.00**	**22.92**

资料来源：公司提供

2. 农业板块

公司农业板块由种植业、畜牧业构成，收入以种植业为主。

（1）种植业

2020年，公司粮食作物种植面积略有下降，产量有所提升；蔬菜种植面积大幅提升。种植业整体经营稳定，为公司重要支柱产业。

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁夏农垦前进农场有限公司等14家企业，下属产业主要包括优质粮食、高效种业、枸杞、有机果蔬等，拥有“沙湖”大米、“碧宝”枸杞、“双丰”供港菜等多个名牌产品。

公司作物种植种类包括：粮食作物（玉米青贮、水稻、小麦为主）、葡萄、蔬果、枸杞、牧草等。截至2020年底，公司粮食作物种植面积47.50万亩，同比小幅下降0.84%；2020年粮食作物总产量38.16万吨，同比增加2.39%，主要系玉米产量增加所致。

从种植结构和产量来看，公司粮食作物依然以玉米、水稻为主，2020年两者种植面积占比分别为65.26%和31.79%，产量占比分别为73.17%和25.12%，水稻种植面积和产量有所下滑，主要系作物轮作所致。在确保粮食总产稳定的前提下，公司尽可能增加饲草料和其它经济作物种植结构，推进种植结构和产品结构的调整。截至2020年底，公司拥有蔬菜标准化种植基地2.65万亩，枸杞种植基地面积略有下滑，水果种植面积7.90万亩，较上年大幅增加，所产黄瓜、茄子、大米、枸杞等远销周边省区及东南沿海市场。整体来看，公司种植业经营较为稳定，为公司的重要支柱产业。

表 4　农业板块主要作物种植面积及生产情况

（单位：万亩、万吨）

项目	产量		种植面积	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
粮食作物	**37.27**	**38.16**	**47.90**	**47.50**
其中：玉米	26.36	27.92	29.90	31.00
水稻	10.18	9.58	16.40	15.10
小麦	0.67	0.61	1.50	1.30
油料	0.16	0.03	0.80	0.13
蔬菜	7.01	6.90	1.99	2.65
水果	**5.68**	**3.12**	**--**	**7.90**
其中：葡萄	3.40	2.19	--	5.30
枸杞	0.16	0.15	0.96	0.80
牧草	3.92	5.88	3.69	4.90
合计	**54.04**	**54.09**	**54.38**	**63.08**

注：“--”表示数据公司未提供

资料来源：公司提供

农业生产方面，公司采用大规模的机械化农业生产方式，2020年新增高效节水灌溉1.43万亩；截至2020年底，公司农用机械总动力达321637千瓦。包括耕整地及种植机械、农用排灌机械、植保机械、收获机械、脱离烘干机械

等，农业机械化作业率达到97%以上。

农产品销售方面，根据生产经营模式一般分为统一销售和承包户自主销售两种方式，以统一销售为主。销售客户主要为宁夏区内以及少数区外的粮食经销商、大米加工类企业、农业合作社等，下游客户数量较多，包括中粮米业（宁夏）有限公司、宁夏储备粮银川储备库（有限公司）、宁夏伊品生物科技股份有限公司等，下游客户定期向公司收购农作物，结算方式为现款现货。

（2）畜牧业

跟踪期内，公司奶业经营规模不断扩大，鲜奶产销量均有所增长，与下游客户合作稳定；畜牧业受疫情影响，整体产量有所下降，但受价格上涨的影响，整体收入同比有所增长。

公司畜牧业主要由奶业、牛羊、生猪产业构成。其中宁夏农垦贺兰山奶业有限公司（以下简称“贺兰山奶业”）负责公司奶牛养殖业务（另包括部分饲草、农作物、经济作物种植业务），宁夏农垦贺兰山牛羊产业（集团）有限公司（以下简称“牛羊产业公司”）主要经营牛羊育肥及其产品销售，宁夏农垦灵农畜牧有限公司（以下简称“灵农畜牧”）主要经营生猪产业链。

奶业

公司下属子公司贺兰山奶业以良种奶牛养殖、优质牧草生产、优质鲜奶生产为主业，是宁夏农业产业化重点龙头企业。贺兰山奶业奶牛场分布在平吉堡农场、灵武农场、连湖农场、简泉农场、暖泉农场、渠口农场以及贺兰山农牧场等七个国有农场。

表 5　公司奶业经营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
奶牛存栏（万头）	4.28	5.23	7.00
其中：泌乳牛存栏（万头）	2.17	2.63	3.08
鲜奶产量（万吨）	21.73	25.52	30.36
鲜奶销量（万吨）	20.92	24.63	29.26
鲜奶销售收入（亿元）	7.83	9.58	11.96

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司奶牛存栏数为7万头，同比增长33.84%，主要系农场改扩建所致。其中泌乳牛存栏数为3.08万头，泌乳牛占比达到44.00%。受益奶牛数量的增长，2020年鲜奶产量30.36万吨，同比增长18.97%，奶业经营规模不断扩大。

公司奶牛养殖的成本以饲料成本为主，饲料分为精饲料和粗饲料，其中精饲料以玉米为主，主要从外部采购；粗饲料包括青储、苜蓿等。公司自身拥有较为丰富的粗饲料资源，可在一定程度上满足公司养殖需求，奶牛养殖具有一定的成本优势。值得注意的是，受国际奶源价格较低的影响，公司奶牛养殖的利润空间较小，同时公司奶牛养殖还面临着废弃物污染、饲料价格波动、疾病防治等固有风险。截至2020年末，灵武市白土岗乡奶牛养殖基地项目已建设完工，该项目总投资3.8亿元，随着项目投产后，公司奶牛养殖规模将进一步增长。

鲜奶销售方面，公司鲜奶主要销售给内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利”）、中国蒙牛乳业有限公司等国内乳制品生产企业，其中对伊利的销售收入占比最高，2020年高达84.84%。2019年贺兰山奶业与伊利液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自2020年1月1日起，贺兰山奶业与伊利现有合作牧场所生产的符合伊利认可的生鲜乳全部销售给伊利，战略合作期为10年，奶业销售较有保障。款项结算方面，公司鲜奶销售款一般按月结算，每月末结算上月奶款。2020年公司鲜奶销售29.26万吨，实现鲜奶销售收入11.96亿元，鲜奶平均售价为4.09元/公斤，较上年有所增长。

畜牧业

2020年公司畜牧业经营较为稳定。截至2020年底，公司牛、羊、猪存栏量分别为9.46万头、8.56万只和1.99万头，其中牛、羊存栏量同比上升29.53%和8.03%；2020年公司肉类总产量为10231吨，同比下滑12.10%。猪存栏量、出栏量及猪肉产量均有下滑，主要系灵农

畜牧投资建设的仔猪繁育场尚未投产，当期以存量销售为主，但疫情影响下出栏量同比下滑较大。2020 年公司家禽出栏量为 139.39 万只，同比下滑 33.72%，主要系疫情影响所致。2020 年公司牛、羊类销售收入 1.90 亿元、猪肉类销售收入 0.66 亿元，同比均有提升。

表 6　公司畜牧业经营情况

项目	2019 年	2020 年
年末牛存栏（头）	73019	94583
年末羊存栏（头）	79260	85625
年末猪存栏（头）	23754	19925
其中：能繁母猪（头）	2652	2165
当年牲畜出栏		
其中：牛出栏（头）	21582	32430
羊只出栏（只）	52677	60276
生猪出栏（头）	44345	23550
家禽出栏（百只）	21032	13939
肉类总产量（吨）	11639	10231
其中：猪肉产量（吨）	2853	1535
牛肉产量（吨）	4494	5549
羊肉产量（吨）	828	1154
禽肉产量（吨）	3452	1991

注：年末牛存栏数包含奶牛存栏数
资料来源：公司提供

3. 服务业

受疫情影响，2020年，公司沙湖旅游景区客流量和旅游收入同比下滑较大。

公司服务业主要来自沙湖旅游景区的旅游收入。沙湖旅游景区总面积为80.10平方公里，其中水域面积45平方公里，沙漠面积22.52平方公里，为国家“5A”级景区，主要景点有国际沙雕园、沙湖鸟岛、毛主席像章馆等。沙湖旅游景区距石嘴山市区26公里，距银川56公里，交通较为便利。

公司沙湖旅游景区的收入主要包括两方面：景区门票收入和船票收入全额归公司所有；景区内旅游收费项目由其他企业或个人经营，公司可取得一定分成收入。目前，沙湖景区门票为旺季 50 元/人次，淡季 40 元/人次，船票价格为：大船直线 70 元/人次，快艇直线 150 元/人次，快艇鸟岛线 200 元/人次，摇橹船鸟岛线 130 元/人次。受疫情影响，2020 年沙湖景区全年接待游客人数大幅下滑 42.91%至 52.08 万人次，实现收入为 1.01 亿元，同比下滑 36.89%。

表 7 沙湖旅游景区经营情况

项目	2019 年	2020 年
景区客流量（万人次）	91.22	52.08
旅游服务收入（万元）	13454.68	7834.96
餐饮住宿（万元）	2571.00	2278.61
收入合计（万元）	**16025.68**	**10113.57**

资料来源：公司提供

4. 建筑及房地产开发

2020 年，公司房地产销售收入保持增长，但个别项目去化进展缓慢，面临一定去库存压力。

公司建筑及房地产开发收入主要来源于公司下属子公司宁夏西夏苑房地产开发有限公司（以下简称“西夏苑房地产公司”）的房地产开发业务。截至2020年末，公司在售房地产住宅项目有金阳花园B区、金地花园A、D区和金地花园B区，均位于银川市。2020年公司房地产住宅项目销售面积合计7.59万平方米，销售金额合计4.67亿元，随着各项目售价上浮，销售金额同比有所增加。毛利率方面，2020年公司建筑及房地产开发业务毛利率略有下滑主要系当期结转项目售价较低所致。

家林苑、金阳花园B区、金地花园A、D区、金地花园C区和金地花园B区分别于2014年7月、2013年12月、2014年9月、2018年6月和2019年取得销售许可证，截至2020年末，家林苑、金地花园C区住宅部分已基本销售完毕，金地花园A、D区待售面积占比仅为2.46%；但金阳花园B区、金地花园大厦销售进度仍较为缓慢，面临一定的去库存压力，其中金阳花园B区去化较慢主要系项目地理位置较为一般，金地花园大厦为写字楼项目，去化难度较大，公司计划部分自持。

表 8　公司房地产住宅项目销售情况

（单位：万平方米、万元）

项目名称	2019 年		2020 年	
	面积	金额	面积	金额
金地花园 A、D 区	0.35	2162.00	0.25	1799
金阳花园 B 区	0.06	185.00	1.98	8054
家林苑	3.52	11253.00	1.11	3820
金地花园 C 区	0.93	5390.00	0.00	0.00
金地花园 B 区	3.45	25540.00	4.25	33032
合计	**8.31**	**44530.00**	**7.59**	**46704**

资料来源：公司提供

表 9　截至 2020 年末公司房地产在售项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售总面积	已售面积	待售面积	已售金额
金地花园 A、D 区	14.98	14.61	0.37	7.31
金阳花园 B 区	16.37	9.07	7.30	3.08
家林苑	16.03	14.07	1.96	4.13
金地花园 C 区	4.52	4.52	0.00	2.54
金地花园 B 区	12.88	7.70	5.18	5.86
金地花园大厦	9.83	0.14	9.69	0.11
合计	**74.61**	**50.11**	**24.50**	**23.03**

注：金地花园 A、D 区及金地花园 C 区可售面积包括地下车位、地下储藏间及营业房面积；家林苑可售面积包括 1.96 万平方米未售公寓

资料来源：公司提供

表 10　截至 2020 年末公司房地产在建、拟建项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
金地花园 C 区	2.30	1.86	0.44
金地花园 B 区	6.53	3.98	2.55
铁发新村	2.75	0.00	2.75
巴浪湖	0.22	0.02	0.2
金樾府	4.90	1.89	3.01
兴夏苑	1.16	0.67	0.49
合计	**17.86**	**8.42**	**9.44**

资料来源：公司提供

公司主要在建房地产项目包括金地花园 C 区和金地花园 B 区、拟建项目铁发新村及 2020 年新增的巴浪湖、金樾府和兴夏苑项目，新增项目前期投资以土地资金为主。截至 2020 年末，公司在建、拟建房地产项目计划总投资 17.86 亿元，已投资 8.42 亿元，尚需投资 9.44 亿元，后续存在一定的建设资金支出压力。

5. 商品销售

2020年，公司葡萄酒销售量和销售收入有所增长，但葡萄酒原酒库存仍高。

公司商品销售主要包括葡萄酒销售业务。公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏西夏王葡萄酒业有限公司（以下简称“西夏王酒业”）和宁夏恒生西夏王酒业有限公司（以下简称“恒生西夏王酒业”）经营，恒生西夏王酒业负责葡萄酒日常生产，西夏王酒业承担葡萄酒销售、对外品牌宣传维护等。公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色产品。

目前恒生西夏王酒业葡萄酒加工储存能力为4.5万吨，成品酒年产能1.0万吨。2020年恒生西夏王酒业生产葡萄酒成品酒758.1吨，产量有所增长但产能利用率不高。期末原酒库存量为3.14万吨，依然处于高位，面临一定去库存压力。

表 11　恒生西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况

（单位：吨）

项目	2019 年	2020 年
年生产量	**1663.60**	**2452.10**
其中：原酒	834.10	1694.00
成品酒	829.50	758.10
年末库存量	**34089.60**	**31947.50**
其中：原酒	33334.60	31352.50
成品酒	755.00	595.00

资料来源：公司提供

销售方面，西夏王酒业葡萄酒销售主要包括经销商代理和公司直销两种模式，其中经销商代理销售占比在90%以上；销售渠道主要有传统渠道（酒店、餐厅、名酒店等）、现代渠道（大型连锁超市等）以及线上渠道等，其中传统渠道销售占比在80%以上，销售市场辐射宁夏、福建、浙江、江苏、河南、湖南、山东、重庆、陕西等地。2020年西夏王酒业成品葡萄酒销量和销售收入分别为2039.8吨和6411.5万元，同比有所增长，新产品销售情况较好，去

库存有一定成效。公司生产的葡萄酒以低档酒为主，主要针对大众消费群体，2020年低档酒销量占比为71.07%。

6. 经营效率

2020 年，公司经营效率较上年变化不大。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 8.71 次、0.82 次和 0.16 次，较上年变化不大。

7. 未来发展

未来公司将做大做强粮食产业、葡萄产业、草畜产业、旅游业、房地产业等主业，积极推进特色产业发展，实现多元化发展；加快“去库存”，大力推进“清零行动”计划落实，推动葡萄产业提质增效，提升良种繁育、设施农业、生态渔业、富硒枸杞、优质大米等发展质量和效率，推动草畜产业转型发展；坚持草畜一体化发展路径，推动整合提升奶产业，打造集生态观光、农耕体验等为一体的农业旅游业态，争创国家现代农业庄园。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司新增纳入合并范围内的主体7家，不再纳入合并范围的原子公司3家，上述子公司资产规模和收入规模较小，对财务数据可比性不构成重大影响。截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共75家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 188.92 亿元，所有者权益 98.86 亿元（含少数股东权益 2.36 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 30.12 亿元，利润总额 1.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 193.50 亿元，所有者权益 98.37 亿元（含少数股东权益 2.24 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.79 亿元，利润总额-0.43 亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模稳步增长，资产结构仍以非流动资产为主，流动资产中现金类资产规模小，存货占比大；非流动资产中固定资产和无形资产占比较大，公司资产流动性弱，资产受限比例低，资产质量一般。

截至2020年底，公司合并资产总额188.92亿元，较上年底增长5.70%；其中，流动资产占26.16%，非流动资产占73.84%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动资产 49.43 亿元，较上年底增长 2.59%，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 24.73%）、应收账款（占 6.16%）和存货（占 60.01%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 12.22 亿元，较上年底下降 13.85%，主要系进口奶牛支出增加所致；其中受限资金 0.24 亿元，主要为各类保证金，受限货币资金占比小。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 3.04 亿元，较上年底下降 21.38%；累计计提坏账 0.71 亿元，计提比例 18.97%；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.61 亿元，占比为 42.81%，集中度高。

截至 2020 年底，公司存货 29.66 亿元，较上年底增长 9.26%，主要系原材料和开发成本增长所致。存货主要由原材料（占 29.66%）、库存商品（占 5.63%）、开发产品（占 22.66%）和开发成本（33.68%）构成，累计计提跌价准备 0.03 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动资产 139.49 亿元，较上年底增长 6.84%，公司非流动资产主要由固定资产（占 22.99%）、生产性生物资产（占 9.61%）、在建工程（占 9.11%）和无形资产（占 54.82%）构成。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 32.07 亿元，较上年底增长 42.79%，主要系在建工程转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 80.67%）和机器设备（占 15.62%）构成，累计计提折旧 12.72 亿元，固定资产成新率 71.60%。

截至2020年底，公司生产性生物资产13.41亿元，较上年底增长41.44%，主要系公司购置奶牛及葡萄树所致。

截至 2020 年底，公司在建工程 12.71 亿元，较上年底下降 33.00%，主要系在建工程转入固定资产以及核销专项应付款所致。

截至 2020 年底，公司无形资产 76.47 亿元，较上年底下降 0.03%，变化不大。截至 2020 年底，公司无形资产以土地使用权（76.43 亿元）为主，与上年底持平；其中宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权 76.08 亿元，根据宁夏回族自治区农垦事业管理局“宁垦政发〔2010〕118 号”文件规定，宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权可长期使用，到期前不进行价值摊销。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 193.50 亿元，较上年底增长 2.42%，较上年底变化不大；其中流动资产占 26.94%，非流动资产占 73.06%，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司使用权受到限制的资产如下表所示，占资产的比重为 7.00%，受限比重低。

表 12　截至 2021 年 3 月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.24	保证金
无形资产	12.99	借款抵押
合计	**13.23**	--

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益较年初略有增长，权益稳定性高。

截至 2020 年底，公司所有者权益 98.86 亿元，较上年底增长 1.51%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.62%，少数股东权益占比为 2.38%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和盈余公积和未分配利润分别占 53.43%、33.44%、-0.06%、0.84%和 12.36%。所有者权益结构稳定性高。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 98.37 亿元，较上年底下降 0.50%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.72%，少数股东权益占比为 2.28%。归属于母公司所有者权益结构较年初变化不大。

（2）负债

截至2020年底，公司负债规模有所上升，负债结构相对均衡，债务负担处于合理水平。

截至2020年底，公司负债总额90.06亿元，较上年底增长10.71%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债占54.71%，非流动负债占45.29%，公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债49.27亿元，较上年底增长1.48%，变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占43.99%）、应付账款（占17.22%）、预收款项（占11.20%）和其他应付款（占19.39%）构成。

截至2020年底，公司短期借款21.67亿元，较上年底增长2.96%，变化不大。

截至2020年底，公司应付账款8.48亿元，较上年底增长34.06%，主要系应付工程款、货款增加所致。应付账款账龄以一年以内为主（占75.35%）。

截至2020年底，公司预收款项5.52亿元，较上年底增长21.04%，主要系地产销售预收款增加所致。

截至2020年底，公司其他应付款9.30亿元，较上年底增长5.75%，主要系往来款增加所致。

截至2020年底，公司非流动负债40.78亿

元，较上年底增长24.38%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占46.41%）、应付债券（占20.60%）、长期应付款（占16.41%）和递延收益（占16.58%）构成。

截至2020年底，公司长期借款18.93亿元，较上年底增长20.83%，主要系公司在中国农业发展银行和国家开发银行的保证借款增加所致。

截至2020年底，公司应付债券8.40亿元，较上年底增长147.06%，主要系2020年3月发行5亿元中期票据所致。公司存续债务融资工具情况如下表所示。

表 13　截至报告出具日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
18 宁农债	2023/12/13	3.40
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	2023/03/03	5.00
合计	--	**8.40**

资料来源：Wind，联合资信整理

截至2020年底，公司专项应付款6.05亿元，较上年底下降44.83%，主要系项目完工核销专项资金所致。

截至2020年底，公司递延收益6.76亿元，较上年底增长194.82%，主要系专项建设项目增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 95.13 亿元，较上年底增长 5.63%。其中，流动负债占 51.89%，非流动负债占 48.11%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.67%、34.44%和 22.06%，较上年底分别提高 2.16 个百分点、提高 2.06 个百分点和提高 5.35 个百分点。公司债务负担略有加重。

从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.16%、34.65%和 23.74%，较上年底分别提高 1.49 个百分点、提高 0.21 个百分点和提高 1.68 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入规模略有增长，营业利润率有所下降，期间费用率变动不大，非经常性损益对利润贡献大。2021 年一季度与上年同期相比，新冠肺炎疫情得到有效控制，公司收入和利润规模均有所上升。

2020年，公司实现营业收入30.12亿元，同比增长7.63%；营业成本23.21亿元，同比增长12.42%；营业利润率为22.19%，同比下降3.20个百分点。

2020年，公司费用总额为6.43亿元，同比增长6.78%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为22.31%、46.19%、0.21%和31.30%。其中，销售费用为1.43亿元，同比增长8.50%；管理费用为2.97亿元，同比下降5.79%；研发费用为0.01亿元，同比增长459.22%；财务费用为2.01亿元，同比增长30.26%。2020年，公司期间费用率为21.33%，同比下降0.17个百分点，公司费用控制情况保持稳定。

2020年，公司实现投资收益0.43亿元，同比增长1.49%，变化不大。公司投资收益占营业利润比重为29.71%，对营业利润影响较大。2020年，公司实现其他收益1.39亿元，同比增长64.17%，主要来源于政府补助（1.38亿元）。公司其他收益占营业利润比重为95.16%，对营业利润影响很大。2020年，公司营业外收入0.89亿元，同比增长175.42%；公司营业外支出0.78亿元，同比下降18.36%。2020年，公司营业利润率为22.19%，同比下降3.20个百分点。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.22 %、1.28%，同比分别提高 0.39 个百分点、提高 0.21 个百分点。公司盈利能力仍然较差。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.79 亿元，同比增长 32.19%，主要系与上年同期相

比疫情得到有效控制所致；营业成本 4.77 亿元，同比增长 24.30%。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金仍为净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量一般；投资活动现金净流出规模略有扩大。考虑到公司固定资产投资规模和存续债务规模情况，公司仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入33.40亿元，同比增长8.93%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增至27.64亿所致；经营活动现金流出29.11亿元，同比增长1.07%，变化不大。综上，2020年，公司经营活动现金净流入4.29亿元，同比增长130.86%。2020年，公司现金收入比为91.79%，同比提高1.00个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入6.78亿元，同比增长14.88%，主要系处置固定资产和滚动投资理财所致；投资活动现金流出14.35亿元，同比增长11.65%，主要系公司固定资产投入增加所致。综上，2020年，公司投资活动现金净流出7.57亿元，同比增长8.91%。

综上，2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-3.28亿元，净流出规模同比下降35.57%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入39.56亿元，同比增长55.75%，主要系子公司吸收少数股东投资收到的现金增加以及取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出36.93亿元，同比增长66.68%，主要系偿还债务支付的现金增至34.35亿元所致。综上，2020年，公司筹资活动现金净流入2.64亿元，同比下降18.84%。

2021年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.17亿元；投资活动产生的现金流量净额1.54亿元；筹资活动产生的现金流量净额0.42亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现一般，考虑到公司区域地位、获得的政府支持可持续性强、经营获现稳定，剩余授信额度可提供一定流动性支持，公司综合偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的99.23%和43.32%提高至100.31%和下降至40.12%；公司经营现金流动负债比率为8.70%，同比提高4.88个百分点；公司现金短期债务比由上年底的0.52倍下降至0.51倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般，短期债务偿付压力较大。

2020年，公司 EBITDA 为6.52亿元，同比增长8.90%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占42.18 %）、利润总额（占24.09 %）和计入财务费用的利息支出（占31.95%）构成。2020年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的3.78倍下降至3.13倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的7.79倍提高至7.97倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2021 年 5 月底，公司及其子公司共有 3 项金额在 1000 万元以上的重大未决诉讼，诉讼金额合计 3.03 亿元，占 2021 年 3 月底净资产比重为 3.08%，存在一定的或有负债风险

表 14 截至 2021 年 5 月底公司重大未决诉讼

（单位：万元）

纠纷方	事项	诉讼金额	最新进展
宁夏张盟农牧开发有限公司	枣树补偿纠纷	8304.74	上诉尚未开庭审理
宁夏铁路多元发展集团地产置业有限公司	土地转入合同纠纷	20356.48	一审尚未判决
金昌市佰亿置业有限公司	合同纠纷	1659.39	上诉尚未开庭审理
合计	—	**31829.49**	—

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度合计 80.59 亿元，尚未使用的额度为 40.94 亿元，间接融资渠道尚可。公司旗下无上市公司，直

接融资渠道欠缺。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，公司本部资产以其他应收款及无形资产为主，资产流动性弱；有息债务规模大，本部收入规模小，经营获现能力弱，对债务保障能力弱。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 66.13%；母公司负债占合并口径的 42.16%；母公司所有者权益占合并口径的 87.95%；母公司营业总收入占合并口径的 2.59%；母公司营业收入占合并口径的 2.59%；母公司利润总额占合并口径的 7.44%；母公司全部债务占合并口径的 46.51%。

截至2020年底，母公司资产总额124.92亿元，较上年底增长1.94%，变化不大。其中，流动资产31.65亿元（占25.34%），非流动资产93.27亿元（占74.66%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占19.06%）和其他应收款（占78.60%）成；非流动资产主要由长期股权投资（占17.30%）和无形资产（占81.52%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为6.03亿元。

截至2020年底，母公司负债总额37.18亿元，较上年底增长3.82%。其中，流动负债21.76亿元（占58.52%），非流动负债15.42亿元（占41.48%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占45.51%）和其他应付款（占49.37%）构成；非流动负债主要由长期借款（占31.15%）、应付债券（占54.47%）和长期应付款（占14.37%）构成。母公司2020年底资产负债率为29.76%，较2019年底提高0.54个百分点。截至2020年底，母公司全部债务24.15亿元。其中，短期债务占45.34%、长期债务占54.66%。截至2020年底，母公司短期债务为10.95亿元。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率21.74%，母公司债务负担较轻。

截至2020年底，母公司所有者权益为86.95亿元，较上年底增长0.25%，所有者权益稳定性较高。在所有者权益中，实收资本为51.56亿元（占59.30%）、资本公积28.02亿元（占32.22%）、未分配利润6.56亿元（占7.54%）和盈余公积0.81亿元（占0.93%）。

2020年，母公司营业收入为0.78亿元，利润总额为0.12亿元。同期，母公司投资收益为1.20亿元。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 2.52 亿元，投资活动现金流净额-2.40 亿元，筹资活动现金流净额-0.47 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额共8.40亿元，不存在一年内到期的应付债券。截至2020年底，公司现金类资产12.23亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为33.40亿元、4.29亿元和6.52亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的3.98倍、0.51倍和0.78倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表15 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	8.40
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.98
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.51
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.78

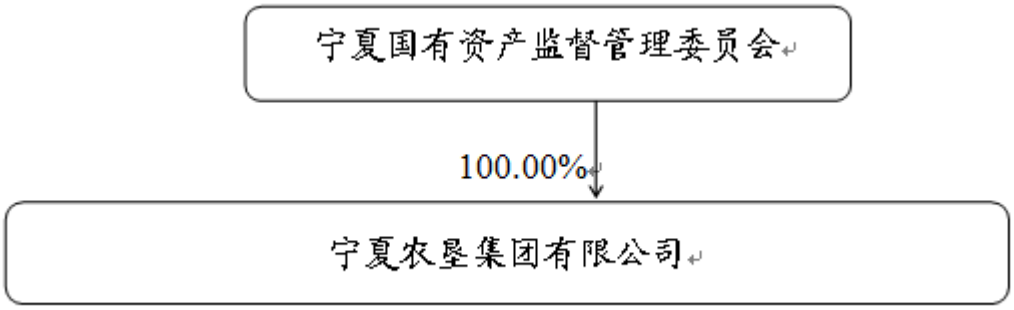
资料来源：联合资信整理

总体看，经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较弱，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱，仍面临一定集中兑付压力。

十一、结论

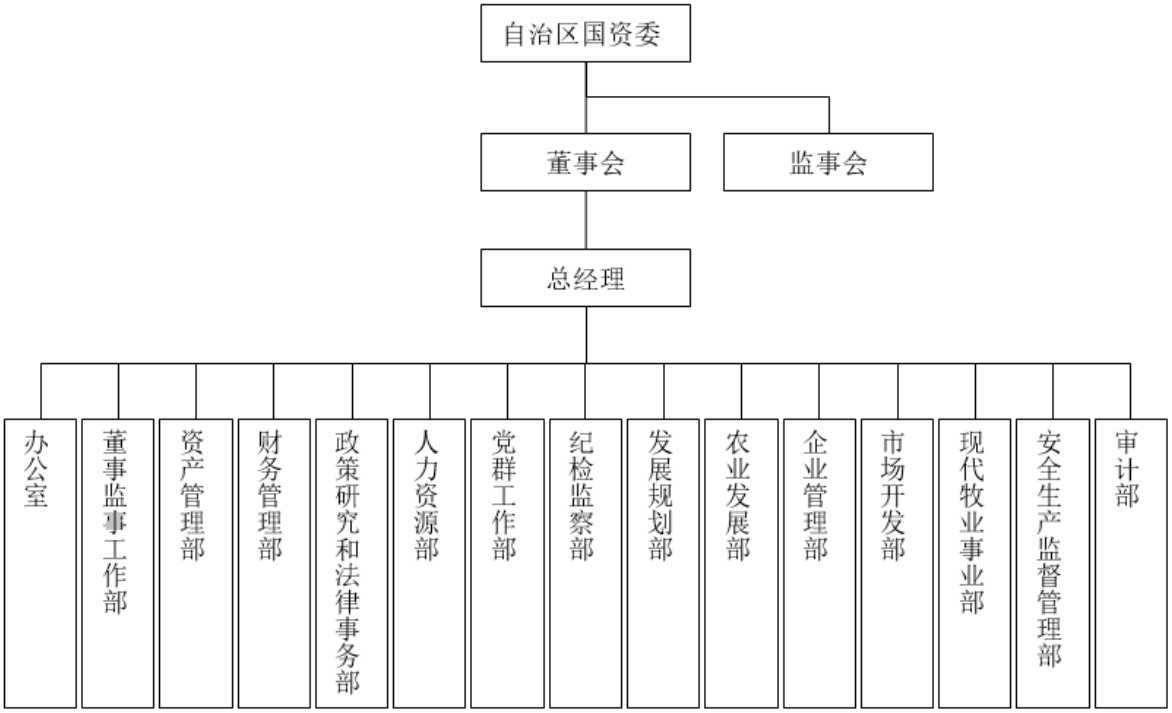
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA$^+$，“20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”的信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司产权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.51	14.19	12.23	14.16
资产总额（亿元）	168.33	178.74	188.92	193.50
所有者权益（亿元）	95.33	97.39	98.86	98.37
短期债务（亿元）	17.53	27.09	23.95	21.54
长期债务（亿元）	23.64	19.54	27.98	30.62
全部债务（亿元）	41.18	46.63	51.93	52.16
营业收入（亿元）	26.84	27.98	30.12	5.79
利润总额（亿元）	0.97	1.38	1.57	-0.43
EBITDA（亿元）	4.55	5.98	6.52	--
经营性净现金流（亿元）	2.62	1.86	4.29	-0.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.34	7.18	8.71	--
存货周转次数（次）	0.85	0.81	0.82	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	0.16	--
现金收入比（%）	74.78	90.79	91.79	95.76
营业利润率（%）	22.96	25.38	22.19	17.15
总资本收益率（%）	1.51	1.82	2.22	--
净资产收益率（%）	0.80	1.07	1.28	--
长期债务资本化比率（%）	19.87	16.71	22.06	23.74
全部债务资本化比率（%）	30.17	32.38	34.44	34.65
资产负债率（%）	43.37	45.51	47.67	49.16
流动比率（%）	128.95	99.23	100.31	105.60
速动比率（%）	60.90	43.32	40.12	46.86
经营现金流动负债比（%）	7.43	3.83	8.70	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.52	0.51	0.66
EBITDA 利息倍数（倍）	3.50	3.78	3.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.06	7.79	7.97	--

注： 1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已调整至长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.66	6.38	6.03	3.92
资产总额（亿元）	122.49	122.54	124.92	122.37
所有者权益（亿元）	86.25	86.74	86.95	86.74
短期债务（亿元）	11.45	16.05	10.95	11.50
长期债务（亿元）	9.80	7.51	13.20	14.20
全部债务（亿元）	21.25	23.56	24.15	25.70
营业收入（亿元）	1.87	1.73	0.78	0.08
利润总额（亿元）	0.39	0.66	0.12	-0.21
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	5.35	-3.97	2.52	-3.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.03	3.85	1.90	--
存货周转次数（次）	1.69	1.33	1.79	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	76.99	117.06	40.99	--
营业利润率（%）	90.60	92.01	76.23	--
总资本收益率（%）	0.36	0.54	0.11	--
净资产收益率（%）	0.45	0.68	0.13	--
长期债务资本化比率（%）	10.21	7.97	13.18	14.07
全部债务资本化比率（%）	19.77	21.36	21.74	22.86
资产负债率（%）	29.59	29.22	30.40	29.11
流动比率（%）	187.71	149.96	140.36	148.87
速动比率（%）	187.20	149.55	139.91	148.36
经营现金流动负债比（%）	26.87	-15.93	11.17	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.40	0.55	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注： 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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
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
长期债务=长期借款+应付债券
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+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险较高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。