

信用评级公告

联合〔2022〕7259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⁺，维持“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

二〇二二年七月二十八日

宁夏农垦集团有限公司 2022 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

跟踪评级债项概况：

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：2022 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	F3	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		3
调整因素和理由				调整子级
实控人为宁夏国资委，享有政府补助；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				+2

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，公司收入规模有所增长。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、存货规模较大、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企业发展改革给予的政策支持力度较大，并辅以资金补贴。2021 年财政对公司政府补助 1.62 亿元，较上年有所增长。
- 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。2021 年，公司营业总收入有所增长，综合毛利率较为稳定。

关注

- 1.公司存货规模较大，面临一定跌价风险。截至 2021 年末，公司存货在流动资产中的占比为 53.17%，占比较大。公司存货以葡萄酒、房地产为主，存在去库存压力。
- 2.公司主业盈利能力一般，费用侵蚀较大，利润总额对政府补助等依赖度高。2021 年，公司期间费用在营业总收入中的占比为 19.56%，公司费用对整体利润存在一定侵蚀。2021 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 142.63%，公司利润总额对政府补助等依赖程度高。
- 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，截至 2021 年末，公司非流动资产占比为 74.68%，资产流动性较弱。截至 2022 年 3 月末，公司短期债务为 35.40 亿元，现金类资产对短期债务保障倍数为 0.59 倍。

分析师：李敬云 杨恒

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
主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	14.19	12.23	15.46	20.93
资产总额（亿元）	178.74	188.92	211.86	218.22
所有者权益（亿元）	97.39	98.86	98.71	100.03
短期债务（亿元）	27.09	23.95	32.02	35.40
长期债务（亿元）	19.54	27.98	35.00	38.95
全部债务（亿元）	46.63	51.93	67.03	74.35
营业总收入（亿元）	27.98	30.12	32.25	7.37
利润总额（亿元）	1.38	1.57	2.02	0.06
EBITDA（亿元）	5.98	6.52	7.79	--
经营性净现金流（亿元）	1.86	4.29	1.91	0.93
营业利润率（%）	25.38	22.19	22.14	19.48
净资产收益率（%）	1.07	1.28	1.58	--
资产负债率（%）	45.51	47.67	53.41	54.16
全部债务资本化比率（%）	32.38	34.44	40.44	42.64
流动比率（%）	99.23	100.31	81.99	90.87
经营现金流负债比（%）	3.83	8.70	2.92	--
现金短期债务比（倍）	0.52	0.51	0.48	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	2.97	3.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.79	7.97	8.61	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	122.54	124.92	124.82	129.85
所有者权益（亿元）	86.74	86.95	86.58	90.79
全部债务（亿元）	23.56	24.15	22.90	29.00
营业总收入（亿元）	1.73	0.78	0.80	0.25
利润总额（亿元）	0.66	0.12	0.00	3.15
资产负债率（%）	29.22	30.40	30.63	30.08
全部债务资本化比率（%）	21.36	21.74	20.92	24.21
流动比率（%）	149.96	140.36	108.19	130.81
经营现金流负债比（%）	-15.93	11.17	9.31	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径长期应付款中的计息项已计入长期债务

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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	2021/07/28	罗峤、 范瑞	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）	阅读原文
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）	阅读原文

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均无版本号

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受宁夏农垦集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

宁夏农垦集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

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（以下简称“宁夏农垦”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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15600.00万元。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50.00亿元，其中，由宁夏自治区农垦事业管理局拨付货币资金投资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投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

2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为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进出口业务；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2022年3月末，公司设农业发展部、市场开发部、资产管理部、现代牧业事业部等职能部门（详见附件1-2）。

截至2021年末，公司合并资产总额211.86亿元，所有者权益98.71亿元（含少数股东权益2.05亿元）；2021年，公司实现营业总收入32.25亿元，利润总额2.02亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额218.22亿元，所有者权益100.03亿元（含少数股东权益2.47亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入7.37亿元，利润总额0.06亿元。

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、债券概况及募集资金使用情况

截至2022年3月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

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分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦

点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

1.为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，

财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需

求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 粮食行业

2021 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。受生猪行业产能处于高位影响，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。国家政策的不断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。2021 年，中国粮食总产量 13657 亿斤，同比增长 2.0%，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，谷物产量 12655 亿斤，同比增长 2.6%；夏粮和早稻产量分别为 2919 亿斤和 590 亿斤，同比增加 62 亿斤和 14 亿斤；秋粮产量 10178 亿斤，同比增加 191 亿斤，整体平稳增长。总体看来，在中国养殖业存栏规模大以及新冠肺炎疫情和国际经济政治形式变化背景下，中国粮食需求明显增加，宏观调控和有关部门政策性安排保障了中国粮食供给的安全。

2021 年，中国农产品贸易逆差 1354.7 亿美元，同比增长 42.9%。2021 年，根据农业农村部统计数据显示，中国谷物进口量为 6537.6 万吨，较上年增加 2958.5 万吨，同比增长 82.7%；谷物进口额为 200.7 亿美元，较上年增加 105.5 亿美元，同比增长 110.82%；谷物净进口 6275.6

万吨，同比增长 89.0%。

行业政策方面，近年来，随着中国粮食安全问题的凸显，中国不断增加粮食战略储备，并完善配套的粮食输送系统，围绕粮食生产、储备、流通、质量以及应急管理等方面出台了制度政策。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。2021 年 1 月末，国家粮食和物资储备局为进一步规范和加强政府储备粮食仓储管理，印发了《政府储备粮食仓储管理办法》，确保政府储备在仓储环节数量真实、质量良好、储存安全、管理规范。国家粮食和物资储备局印发粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费等“六大提升行动”方案，加快构建可持续的国家粮食安全保障体系。

从粮食产销区域看，中国粮食产销区存在市场割裂问题，加之粮食具有季节生产性，国内粮食生产以秋粮为主，存在粮食周期性需求的矛盾，中国粮食省际间流通量约占中国粮食总产量的 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。

中国粮食加工行业发展较快，品种结构有所优化，但中国粮食加工企业规模仍偏小，生产经营方式粗放，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。

未来发展方面，由于中国粮食产区区域市场割裂、生产经营区域发展不平衡、生产技术粗放、质量标准体系不健全，未来粮食贸易及加工企业有很大提升空间。未来，能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食加工贸易企业在竞争中占有较大优势，行业集中度有望提升。

2. 生猪养殖行业

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但2020年末CR10仅12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。2018-2020年，中国猪肉价格持续增长，2021年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的50%以上，总产值已接近2万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至2021年末，中国生猪养殖行业CR10仅为约12.34%。因此目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018-2021年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为6.94亿头、5.44亿头、5.27亿头和6.71亿头。其中2019年同比下降21.57%，主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020年同比下降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。2021年生猪

出栏量同比大幅增加，一方面受2020年末行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着2021年以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。

自2018年非洲猪瘟疫情爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020年11月，能繁母猪存栏量突破4100万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020年末-2021年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入2021年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国22省市生猪平均价格自2021年1月8日36.34元/公斤的高点震荡下跌，6月已跌破行业平均成本线（约16~19元/公斤），于10月8日下探至10.78元/公斤的年内低点。2021年四季度-2022上半年，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及新冠肺炎疫情影响运输等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2021年12月31日，22个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为28.74元/千克、16.30元/千克、25.18元/千克。2022年5月13日，22个省市自出、生猪和猪肉平均价格分别为32.79元/千克、15.20元/千克和21.58元/千克，较2022年3月的底部出现反弹迹象。

3. 乳制品

（1）行业概况

经过多年的发展，中国乳制品加工行业已形成较大规模，市场集中度提高、竞争方式逐步升级。

乳制品加工行业是中国食品产业的重要组成部分，其供给依靠奶牛养殖，中间是液体乳、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。

近年来，随着消费者健康意识的提升，城乡居民的乳品消费需求不断增加。凯度调研数据显示：2021年，地、县级市场的液体乳消费额较上年同期增长了17.4%，下线市场的乳品消费增速明显加快；同期，购买液体乳的家庭户数较上年同期增长了3.5%，且平均单次购买的数量和购买频次在同步上升，饮奶习惯的养成和市场渗透率的提升，进一步促进了液体乳市场规模的发展。在此基础上，奶酪和乳脂品类产品的市场规模也保持了较好的增长势头，为乳品行业发展注入了新动能。

（2）行业竞争

中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中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。

中国乳制品行业竞争激烈，受奶源分布、产品物流配送和储存条件的限制，当前乳制品行业呈现少数全国性大企业与众多地方企业并存的竞争格局。中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中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；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；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。国外参与中国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉为主要竞品。

（3）行业政策

乳制品加工行业面临的政策环境良好。

乳制品加工行业的主要监管政策有国务院于2008年发布的《乳品质量监督管理条例》（国务院令 第536号）、工信部与发改委于2009年发布的《乳制品工业产业政策（2009年修订）》（工联产业〔2009〕第48号）、《中华人民共和

国食品安全法》及后期修订本。国务院发布的《国民营养计划（2017—2030年）》以及国家卫健委发布《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》中均提出“乳制品是平衡膳食、增强体质不可或缺的营养食品”，鼓励国人多食用各类乳及乳制品。鉴于中国乳制品加工行业对外依存度较高，与主要奶制品进口来源国（新西兰、澳大利亚）的自由贸易协定也对行业发展造成实质影响。未来，随着国民健康意识不断提升，乳品将继续成为城乡居民基础营养的重要食品来源，乳品消费需求将得到进一步释放，乳类产品更加丰富和专业化，国内乳制品市场消费规模将持续扩大。

（4）行业关注

原料奶价格波动风险。受养殖成本高企和缺乏关税保护影响，国际原料奶价格长期低于国内原料奶价格，部分前向一体化的乳制品加工企业面临进口大包粉的冲击。此外，中国原料奶价格易受国际奶价、国内供需平衡等影响，有一定波动，对乳制品加工行业内企业的生产经营形成成本控制压力。

奶牛疫情风险。畜牧业疫情是影响乳制品加工行业的重大风险，疫病防治涉及养殖的各个阶段。如口蹄疫、布氏病等高危、高传染性疫病发生，将对行业内企业的生产经营带来不利影响。一旦发生疫病，除企业直接蒙受经济损失外，在一定时期内也会对下游需求产生不利影响，导致消费市场的萎缩。

环保风险。民众对环保的关注及国家环保标准的提高给乳制品加工行业带来较大的环保压力。“土十条”以及《环境保护法》等环保政策密集出台，乳制品加工行业环保支出和环保压力持续加大，将加速中小企业的产能出清，使行业集中度有所提升。

食品安全风险。食品安全是乳制品加工行业稳定发展的关键因素，能够较大程度地影响行业的发展进程与发展格局。食品安全事件的

爆发一方面对涉事企业的品牌形象和生产经营形成压力，另一方面将导致对国产乳制品的消费信心和消费需求骤降。

（5）行业发展

中国乳制品需求有望保持稳定增长。具有奶源基地、品牌优势和产品创新能力的企业将面临较好的发展机遇。

乳制品为全球消费者提供了健康、优质的营养来源，乳企通过持续的产品与技术创新，与健康生活方式相融合，不断丰富、拓展乳制品品类，在吸引更多消费者的同时，也将面向每位消费者提供具有不同健康营养功能的专业乳品，乳品行业在当下以及未来有着更为长远的发展前景。在国家奶业振兴战略指导下，中国乳类产品的总体规模和生产技术已达到世界先进水平，但由于中国人口基数大，人均乳制品年消费量不足25kg，远低于世界平均水平113kg，仅占欧美国家人均年消费量220kg的1/10，对比日、韩人均年消费量100kg以上水平，或对比同为发展中国家的印度人均年消费量144kg，中国乳品行业有着广阔的发展空间。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，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. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至2022年6月9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 2022 年 7 月 10 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，公司管理体制、管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。2021 年，公司董事长、法定代表人以及董事的变更情况如下表所示。

表3 2021年公司董事长、法定代表人以及董事的变更情况

姓名	担任职务	变动情况
金生平	董事长、法定代表人	离任
尉安宁	董事	离任
宁晓波	董事	离任
张戈	董事长、法定代表人	聘任
徐军	董事	聘任
段志强	董事	聘任

资料来源：公司财务报告

表4 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2020 年			2021 年			2021 年营业总收入同比变化率（%）
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
农业	19.85	65.90	18.88	20.45	63.42	19.11	3.06
服务业	1.09	3.62	35.12	1.28	3.97	35.05	17.35
建筑及房地产开发	6.81	22.61	32.19	3.98	12.33	31.53	-41.62
商品销售	0.43	1.43	22.51	4.91	15.24	22.22	1041.80
其他业务	1.94	6.43	24.93	1.63	5.04	41.25	-16.04
合计	30.12	100.00	22.92	32.25	100.00	22.86	7.09

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司主营业务未发生重大变化，农业、房地产开发以及商品销售为主要收入来源，收入规模同比略有增长，毛利率保持稳定。

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。

2021 年，公司营业总收入同比有所增长。其中农业仍为公司第一大收入来源，收入规模同比变化不大；同期，随着银川市房地产市场热度回落，公司建筑及房地产业收入有所下降；公司商品销售收入较上年大幅增长，主要系公司将农业板块中部分畜牧业收入调整至商品销售板块所致。其他业务板块占收入比重较小。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率为 22.86%，较上年变化不大。同期，公司各主要业务板块毛利率基本保持稳定。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.37 亿元，同比增长 27.19%；营业成本 5.91 亿元，同比增长 23.85%；营业利润率为 19.48%，同比变化不大。

2. 农业板块

(1) 种植业

2021年，公司粮食作物种植面积和产量均有所增长，种植业整体经营较为稳定，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。

从种植结构和产量来看，公司在确保粮食总产稳定的前提下，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2021年末，公司粮食作物种植面积48.90万亩，同比增长1.76%；2021年粮食作物总产量同比增长2.95%。截至2021年末，公司蔬菜和瓜类、枸杞、青饲料和牧草的种植面积和产量均较上年有所增长。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5 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	
	2020年	2021年	2020年	2021年
粮食作物	38.16	38.83	47.50	48.90
其中：玉米	27.92	28.40	31.00	31.90
水稻	9.58	10.22	15.10	16.60
小麦	0.61	0.17	1.30	0.30
蔬菜、瓜类	6.90	8.01	2.64	3.71
水果	3.12	5.51	7.90	7.60
枸杞	0.16	0.15	0.73	0.77
青饲料、牧草	29.47	37.49	13.28	16.61
合计	77.81	89.99	72.05	77.59

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，截至2021年末，公司农用机械总

动力达321883千瓦。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，农业机械化作业率保持在较高水平。

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，与下游客户合作较为稳定；生猪存栏量、出栏数及猪肉产量均较上年有所增长。

公司畜牧业主要由奶业和生猪产业构成。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），宁夏农垦灵武农场有限公司（以下简称“灵武农场”）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6 奶业经营情况

项目	2020年	2021年
奶牛存栏（万头）	7.00	9.84
其中：泌乳牛存栏（万头）	3.08	3.59
鲜奶产量（万吨）	30.36	36.96
鲜奶销量（万吨）	29.26	35.46
鲜奶销售收入（亿元）	11.96	15.93

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司奶牛存栏数同比有所增长，其中泌乳牛存栏数占比达到36%以上。

受益于奶牛数量的增长，2021 年鲜奶产量较上年有所增长，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。

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，2021 年高达 78.65%。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。2021 年公司鲜奶平均售价为 4.31 元/公斤，较上年有所增长。

猪产业

截至 2021 年末，公司生猪存栏量较上年有所增长；2021 年，公司生猪出栏数量及猪肉产量均较上年有所增长。公司的猪产品主要通过经营连锁超市、专卖店进行销售，2021 年前五大客户占比为 42.68%，较上年下降 26.91 个百分点。

2021 年，灵农畜牧利润总额由负转正，经营现金流由净流入转为净流出。

表 7 公司猪产业经营情况

项目	2020 年	2021 年
生猪存栏（头）	19925	25691
其中：能繁母猪（头）	2165	4022
当年猪出栏（头）	23550	28967
猪肉产量（吨）	1535	1905

资料来源：公司提供

表 8 灵农畜牧盈利及现金流指标

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（万元）	6652.98	5117.55
营业总成本（万元）	7301.13	5271.91
利润总额（万元）	-437.50	24.37
经营性净现金流（万元）	580.66	-2479.01

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 服务业

随着疫情影响减弱，2021 年，公司沙湖旅游景区客流量和收入规模同比有所回升。

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 60 元/人，淡季 40 元/人；船票价格为：大船直线 70 元/人，快艇直线 150 元/人，快艇鸟岛线 200 元/人，摇橹船鸟岛线 150 元/人。同时根据旅游线路、游玩项目不同又分为多种线路和套票价格，从 140 元到 295 元每位不等。随着疫情影响减弱，2021 年沙湖景区全年接待游客人数有所回升。

表 9 沙湖旅游景区经营情况

项目	2020 年	2021 年
景区客流量（万人次）	52.08	54.89
收入合计（亿元）	1.01	1.11

资料来源：公司提供

4. 建筑及房地产开发

2021 年，由于银川市房地产市场降温，公司建筑及房地产开发业务销售收入有所下降，但个别项目租售进展缓慢，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。2021年，随着银川市房地产市场降温，公司建筑及房地产开发业务销售收入有所回落，毛利率略有下降。

截至2022年3月末，金阳花园A区、家林苑、金地花园A、D区、金地花园C区和金地花园B区已销售完毕，金地花园B区和金阳花园B区剩余待售面积较少；金地花园大厦为写字楼，银川市写字楼市场总体供大于求，销售进度较为缓慢，面临一定的去库存压力，2021年以来，公司已通过由子公司购买用于办公、租赁等方式对金地花园大厦进行消化。

表 10 截至 2022 年 3 月末公司房地产在售项目情况
(单位：万平方米、元/平方、亿元)

项目名称	可售总面积	已售面积	销售均价	已售金额	累计回款资金
金阳花园 A 区	12.06	12.06	1976.00	2.38	2.38
金阳花园 B 区	16.38	14.78	3545.47	5.30	5.09
家林苑	14.07	14.07	3184.47	4.64	4.64
金地花园 A、D 区	14.98	14.98	4714.00	7.67	7.56
金地花园 C 区	4.52	4.52	5600.00	2.50	2.50
金地花园 B 区	12.88	10.32	7596.89	8.26	8.11
金地花园大厦	9.83	0.56	8000.00	0.45	0.45
合计	84.72	71.29	--	31.20	3.07

资料来源：公司提供

表 11 截至 2022 年 3 月末公司房地产在建项目情况
(单位：万平方米、亿元)

项目名称	总投资	尚需投资	预计完工时间
金樾府	5.35	2.70	2023/08
合计	5.35	2.70	--

资料来源：公司提供

公司主要在建房地产项目为金樾府项目，截至 2022 年 3 月末，公司在建房地产项目后续尚需一定资金投入。

5. 商品销售

2021 年，公司葡萄酒销售收入有所增长，

但葡萄酒原酒库存仍高；公司牛羊肉总产量下降，业务收入下滑。

公司商品销售主要包括葡萄酒销售业务、牛羊业务以及农机具销售等。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”）和宁夏恒生西夏王葡萄酒业有限公司（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。截至 2021 年末，公司原酒库存量仍保持在较高水平，较上年末有所增长，存在一定的去库存压力。

销售方面，2021 年，公司销售模式未发生重大变化。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，以经销商代理为主；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，以传统渠道为主，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。2021 年西夏王酒业葡萄酒销售收入为 3773.19 万元，同比增长 17.75%。公司生产的葡萄酒以中低档酒为主，主要针对大众消费群体，2021 年中低档酒销量在葡萄酒总销量中的占比为 80.61%。

表 12 恒生西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况
(单位：吨)

项目	2020 年	2021 年
年生产量	2452.10	4126.00
其中：原酒	1694.00	3539.00
成品酒	758.10	587.00
年末库存量	31947.50	34027.50
其中：原酒	31352.50	33042.00
成品酒	595.00	985.50

资料来源：公司提供

公司牛羊业务主要由子公司宁夏农垦贺兰山牛羊产业（集团）有限公司（以下简称“贺兰山牛羊公司”）负责运营，公司的牛羊业务主要

为活体牛羊育肥及肉产品加工销售。2021年，公司牛羊出栏数及牛羊肉类总产量均较上年有所增长。

表 13 公司畜牧业经营情况

项目	2020 年	2021 年
年末牛存栏（头）	94583	116526
年末羊存栏（头）	85625	117862
当年牲畜出栏	--	--
其中：肉牛出栏（头）	32430	30041
羊只出栏（只）	60276	53899
肉禽出栏（百只）	13939	14100
肉类总产量（吨）	10231	9780.8
其中：牛肉产量（吨）	5549	4991
羊肉产量（吨）	1154	872.5
禽肉产量（吨）	1991	2012.4

注：年末牛存栏数包含奶牛存栏数

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2021年，公司经营效率指标有所增长。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为13.41次、0.86次和0.16次，销售债权周转次数和存货周转次数较上年有所增长，总资产周转次数同比变化不大。

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2021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2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内减少子公司2家，均由其他子公司吸收合并，新增子公司2家，均为投资设立，合并范围内子公司77家，财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司合并资产总额211.86亿元，所有者权益98.71亿元（含少数股东权益2.05亿元）；2021年，公司实现营业总收入32.25亿元，利润总额2.02亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额218.22亿元，所有者权益100.03亿元（含少数股东权益2.47亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入7.37亿元，利润总额0.06亿元。

2. 资产质量

截至2021年末，随着奶牛饲养规模扩大，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，资产流动性较弱；公司资产受限规模很低。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 14 公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	49.43	26.16	53.64	25.32	58.97	27.02
货币资金	12.22	24.73	15.40	28.72	20.88	35.40
预付款项	1.85	3.75	4.30	8.01	4.44	7.53
存货	29.66	60.01	28.52	53.17	27.44	46.53
非流动资产	139.49	73.84	158.22	74.68	159.24	72.98

固定资产（合计）	32.07	22.99	39.24	24.80	37.21	23.37
生产性生物资产	13.41	9.61	19.06	12.05	19.84	12.46
在建工程	12.71	9.11	11.82	7.47	13.49	8.47
无形资产	76.47	54.82	76.49	48.34	77.88	48.90
资产总额	188.92	100.00	211.86	100.00	218.22	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，公司流动资产较上年末有所增长。公司流动资产主要由货币资金、预付款项以及存货构成。

截至2021年末，公司货币资金较上年末增长26.02%，主要系公司收入规模增长所致。

截至2021年末，公司预付款项较上年末增长132.04%，主要系公司与内蒙古爱养牛科技有限公司（以下简称“爱养牛公司”）的预付款大幅增长所致。爱养牛主要从事运营畜牧业电商平台、畜牧业服务云平台、畜牧业服务业、销售饲料、添加剂及兽药以及农畜产品的贸易咨询。

截至2021年末，公司存货较上年末略有下降。公司存货主要由原材料（占39.60%）、库存商品（占6.40%）、开发产品（占15.89%）、开发成本（占33.90%）、周转材料（占1.36%）、合同履约成本（占0.01%）以及消耗性生物资产（占2.84%）构成，累计计提跌价准备0.42亿元，计提比例为1.44%。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末有所增长，公司非流动资产主要由固定资产（合计）、生产性生物资产、在建工程以及无形资产构成。

截至2021年末，公司固定资产（合计）较上年末增长22.38%，主要系奶牛基地建设工程、农田建设工程等转入固定资产以及新购入机器设备所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占79.81%）、机器设备（占16.62%）、运输工具（占0.69%）以及其他设备（占2.88%）构成，累计计提折旧14.66亿元；固定资产成新率72.13%。

截至2021年末，公司生产性生物资产较上年末有所增长，主要系奶牛增加所致。

截至2021年末，公司在建工程较上年末有所下降，主要系部分项目转入固定资产所致。

截至2021年末，公司无形资产较上年末变化不大。公司无形资产主要由土地使用权、软件、商标权、著作权、专利权以及非专利技术构成，其中土地使用权占比为99.90%，其余占比很小，无形资产累计摊销0.20亿元，未计提减值准备。

截至2021年末，公司所有权受到限制的资产如下表所示，公司资产受限比例很低。

表 15 截至 2021 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	0.33	0.16	商品预售房保证金、旅游质量保证金、按揭贷款保证金
合计	0.33	0.16	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末变化不大。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年末，公司所有者权益较上年末变化不大，所有者权益稳定性尚可。

截至2021年末，公司所有者权益98.71亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.92%，少数股东权益占比为2.08%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占52.23%、32.68%和12.24%，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2022年3月末，公司所有者权益100.03亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.53%，少数股东权益占比为2.47%。在所有者权益中，实收资本、资本公

积和未分配利润分别占所有者权益的比例为51.54%、32.25%和12.99%。所有者权益结构稳定性尚可。

(2) 负债

截至2021年末，随着子公司贺兰山奶业的长短期借款增加，公司负债规模有所增长，负债结构相对均衡；公司债务规模有所增长，债务负担尚可。

截至2021年末，公司负债总额较上年末有所增长，公司负债结构相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

截至2021年末，公司流动负债较上年末有所增长，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款以及合同负债构成。

截至2021年末，公司短期借款较上年末增长35.97%，主要系公司及以贺兰山奶业为主的下属子公司增加保证借款，公司及下属子公司增加信用借款所致，短期借款中质押借款占比有所下降。

截至2021年末，随着经营规模扩大，公司应付账款较上年末增长48.93%，应付账款账龄以1

年以内为主。

截至2021年末，公司其他应付款较上年末增长15.29%，主要系存入保证金增加所致。

截至2021年末，公司新增合同负债8.39亿元，主要系公司自2021年1月1日起执行新收入准则所致。

截至2021年末，公司长期借款较上年末增长56.78%，主要系公司下属子公司贺兰山奶业增加保证借款所致，子公司保证借款主要由公司提供担保；长期借款主要由质押借款、抵押借款、保证借款以及项目借款构成。

截至2021年末，公司应付债券5.00亿元，较上年末下降40.48%，主要系“18宁农债”到期偿付所致。

截至2021年末，公司递延收益11.11亿元，较上年末增长64.40%，主要系政府补助增加所致。

截至2022年3月末，公司负债总额较上年末增长4.45%，公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

表 16 公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	49.27	54.71	65.43	57.82	64.90	54.91
短期借款	21.67	43.99	29.47	45.04	34.59	53.30
应付账款	8.48	17.22	12.63	19.31	13.16	20.27
其他应付款	9.30	18.87	10.72	16.39	7.56	11.65
合同负债	0.00	0.00	8.39	12.82	0.00	0.00
非流动负债	40.78	45.29	47.73	42.18	53.29	45.09
长期借款	18.93	46.41	29.68	62.18	28.95	54.33
应付债券	8.40	20.60	5.00	10.48	10.00	18.77
递延收益	6.76	16.58	11.11	23.29	11.03	20.70
负债总额	90.06	100.00	113.15	100.00	118.18	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年末，公司全部债务67.03亿元，较上年末增长29.08%。债务结构方面，短期债务占47.78%，长期债务占52.22%，结构相对均衡，其中，短期债务32.02亿元，较上年末增长33.72%，主要系公司增加短期借款所致；长期债务35.00亿元，较上年末增长25.11%，主要系

公司增加长期借款所致。从债务指标来看，截至2021年末，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53.41%、40.44%和26.18%，较上年末分别提高5.74个百分点、6.01个百分点和4.12个百分点。

截至报告出具日公司存续债券 16.00 亿元，

如下表所示。

表 17 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 宁夏农垦 (疫情防控债) MTN001	2023/03/04	5.00
22 宁夏农垦 SCP001	2022/09/20	5.00
22 宁夏农垦 SCP002	2022/11/04	3.00
22 宁夏农垦 SCP003	2023/04/11	3.00
合计	--	16.00

资料来源: Wind

4. 盈利能力

2021 年, 公司收入规模和利润总额均有所增长, 非经常性损益对公司利润影响较大, 期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

2021 年, 随着主营业务规模稳步提升, 公司实现营业总收入同比增长 7.09%; 营业成本同比增长 7.16%; 利润总额同比增长 28.42%; 营业利润率同比变化不大。

2021 年, 公司费用总额为 6.31 亿元, 同比变化不大。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 13.00%、52.38%、2.56% 和 32.06%, 以管理费用为主。其中, 销售费用为 0.82 亿元, 同比下降 42.77%; 管理费用为 3.31 亿元, 同比增长 11.38%, 主要系管理人员薪酬有所增加; 研发费用为 0.16 亿元, 同比增长 1102.44%; 财务费用为 2.02 亿元, 同比变化不大。2021 年, 公司期间费用率为 19.56%, 同比下降 1.77 个百分点, 公司费用对整体利润存在一定侵蚀。

2021 年, 公司实现投资收益 0.44 亿元, 同比变化不大, 投资收益占营业利润比重为 19.90%, 对营业利润影响不大; 其他收益 1.70 亿元, 同比增长 21.97%, 主要系政府补助增加所致, 其他收益占营业利润比重为 77.18%, 对营业利润影响较大; 营业外收入 0.74 亿元, 同比下降 16.89%, 主要系社会性收入、物业管理收入及农业项目奖励奖金减少所致, 营业外收入占利润总额比重为 36.82%, 对利润影响较大; 营业外支出 0.92 亿元, 同比增长 17.75%, 主要系非流动资产报废损失增加所致, 营业外支出占利润总额比重为 45.81%, 对利润影响较大。

表 18 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入 (亿元)	30.12	32.25
利润总额 (亿元)	1.57	2.02
营业利润率 (%)	22.19	22.14
总资本收益率 (%)	2.22	2.19
净资产收益率 (%)	1.28	1.58

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资本收益率为 2.19%, 同比下降 0.03 个百分点, 净资产收益率为 1.58%, 同比提高 0.30 个百分点。

2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 7.37 亿元, 同比增长 27.19%; 营业成本 5.91 亿元, 同比增长 23.85%; 利润总额 0.06 亿元, 上年同期为负; 营业利润率为 19.48%, 同比变化不大。

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动现金仍为净流入状态, 但净流入规模有所下降; 公司投资活动现金保持净流出; 由于借款规模增加, 公司筹资活动现金净流入规模大幅增长。

从经营活动来看, 2021 年, 随着公司产销规模增加, 公司经营活动现金流入 39.77 亿元, 同比增长 19.08%; 经营活动现金流出 37.86 亿元, 同比增长 30.06%。2021 年, 公司经营活动现金净流入 1.91 亿元, 同比下降 55.44%, 主要系购买商品接受劳务支付的现金规模较大所致。2021 年, 公司现金收入比为 102.22%, 同比提高 10.43 个百分点, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入 1.55 亿元, 同比下降 77.14%, 主要系本年度收回投资收到的现金下降所致; 投资活动现金流出 12.71 亿元, 同比下降 11.40%, 主要系投资支付的现金大幅下降所致。2021 年, 公司投资活动现金净流出 11.16 亿元, 同比增长 47.49%。

2021 年, 公司筹资活动前现金流量净额为 -9.25 亿元, 存在一定融资需求。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入 44.40 亿元, 同比增长 12.22%, 主要系增加借款所致; 筹资活动现金流出 32.05 亿元, 同比下降 13.19%, 主要系偿还债务减少所致。2021

年，公司筹资活动现金净流入12.34亿元，同比增长368.36%。

2022年1-3月，公司实现经营活动现金净流入0.93亿元；公司实现投资活动现金净流出1.92亿元；公司实现筹资活动现金净流入6.67亿元。

6. 偿债指标

2021年，公司偿债能力指标表现一般，间接融资渠道尚可。整体看，公司偿债能力尚可。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	100.31	81.99
	速动比率（%）	40.12	38.40
	经营现金/流动负债（%）	8.70	2.92
	经营现金/短期债务（倍）	0.18	0.06
	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.48
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	6.52	7.79
	全部债务/EBITDA（倍）	7.97	8.61
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	2.97	3.53
	经营现金/利息支出（倍）	1.95	0.87

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

截至2021年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的100.31%和40.12%分别下降至81.99%和38.40%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至2021年末，公司经营现金流动负债比率为2.92%，同比下降5.78个百分点；公司经营现金/短期债务为0.06倍，同比下降0.12倍；公司现金短期债务比由上年末的0.51倍下降至0.48倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

2021年，公司EBITDA同比增长19.50%；从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占44.70%）、计入财务费用的利息支出（占26.65%）以及利润总额（占25.88%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数有所提高，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的7.97倍提高至8.61倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般；经营现金/全部债务由上年的0.08倍下降至

0.03倍，经营现金对全部债务的保障程度有待提升；经营现金/利息支出较上年有所下降，经营现金对利息支出的保障程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

对外担保方面，截至2021年末，公司无对外担保。

截至报告出具日，公司涉诉金额较大的案件均已结案，公司无1000万元以上的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年末，公司共计获得银行授信额度132.71亿元，尚未使用授信额度64.98亿元，公司间接融资渠道尚可。公司旗下无上市公司，直接融资渠道欠缺。

7. 公司本部（母公司）财务分析

跟踪期内，母公司资产以其他应收款及无形资产为主，资产流动性弱；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2021年末，母公司资产总额124.82亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产30.32亿元（占比24.29%），非流动资产94.50亿元（占比75.71%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占24.47%）和其他应收款（占74.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占17.49%）、和无形资产（占80.37%）构成。截至2021年末，母公司货币资金为7.42亿元。

截至2021年末，母公司负债总额38.24亿元，较上年末增长0.70%。其中，流动负债28.02亿元（占比73.29%），非流动负债10.21亿元（占比26.71%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占46.74%）和其他应付款（合计）（占52.18%）构成；非流动负债主要由长期借款（占44.49%）、应付债券（占48.96%）和长期应付款（合计）（占6.55%）构成。母公司2021年资产负债率为30.63%，较2020年提高0.24个百分点。截至2021年末，母公司全部债务22.90亿元。其中，短期债务占58.33%、长期债务占41.67%。截至2021年末，母公司全部债务资本化比率20.92%，母公司债务负担较轻。

截至2021年末，母公司所有者权益为86.58亿元，较上年末变化不大。在所有者权益中，实收资本为51.56亿元（占59.55%）、资本公积合计27.97亿元（占32.30%）、未分配利润合计6.25亿元（占7.22%）、盈余公积合计0.79亿元（占0.92%），所有者权益稳定性较高。

2021年，母公司营业总收入为0.80亿元，利润总额为35.67万元。同期，母公司投资收益为1.28亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为2.61亿元，投资活动现金流净额1.24亿元，筹资活动现金流净额-2.47亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的58.91%；母公司负债占合并口径的33.79%；母公司所有者权益占合并口径的87.71%；母公司全部债务占合并口径的34.17%。2021年，母公司营业总收入占合并口径的2.50%；母公司营业收入占合并口径的2.50%；母公司利润总额占合并口径的0.18%。

十、外部支持

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。2021年财政对公司政府补助1.62亿元，较上年有所增长。

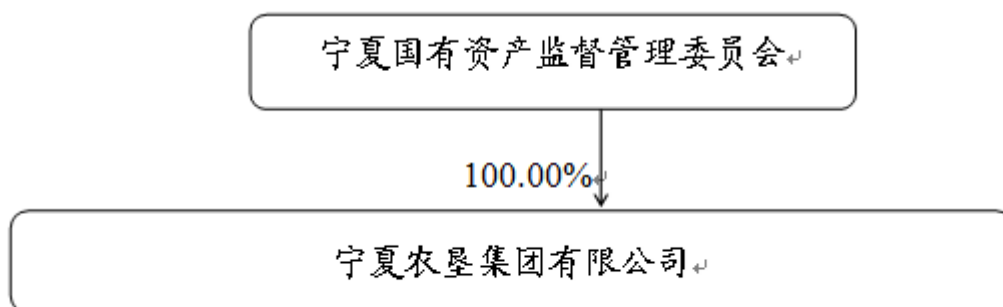
2021年，公司仍享受国家各类涉农税收优惠。此外，公司还受到地方政府支持和控股股东支持。

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。健全的公司法人治理结构，保障经理层自主经营权。明晰的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。当地政府对公司的财政金融支持力度较大，2019—2021年公司获得计入损益的政府补助分别为0.78亿元、1.38亿元和1.62亿元。

十一、结论

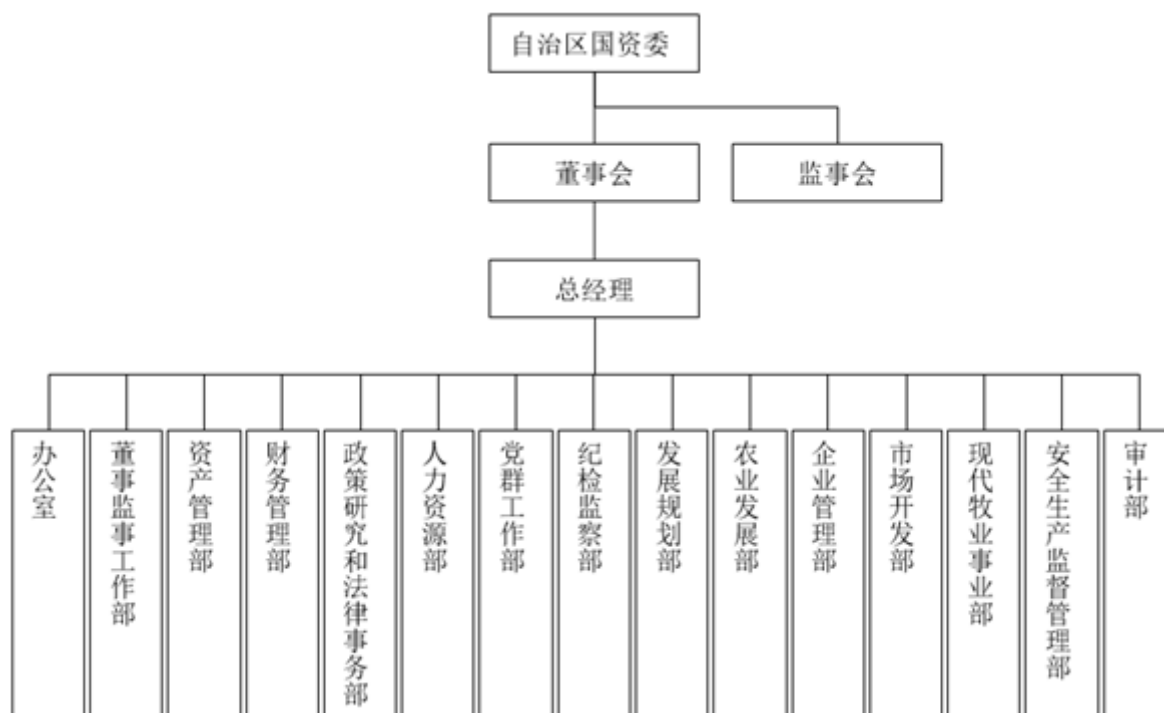
基于对公司经营风险、财务风险以及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20宁夏农垦(疫情防控债)MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末宁夏农垦集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末宁夏农垦集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月末宁夏农垦集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	经营范围	注册资本 (万元)	持股比例
1	宁夏农垦贺兰山奶业有限公司	动物饲养、动物饲养技术服务；液体奶、乳制品生产销售	86975.50	100.00%
2	宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）	粮食作物、果类种植	3350.00	100.00%
3	宁夏农垦贺兰山种业有限责任公司	种子种植和销售	3000.00	100.00%
4	宁夏农垦贺兰山牛羊产业（集团）有限公司	牛羊良种繁育、屠宰、加工和销售	4000.00	100.00%
5	宁夏西夏苑房地产开发有限公司	房地产开发、房屋销售	2550.00	100.00%
6	宁夏农垦连湖农场有限公司	粮油、蔬菜、水果等销售	2011.80	100.00%
7	宁夏农垦前进农场有限公司	粮食、饲草料、枸杞、瓜果蔬菜等特色农产品种植销售、淡水鱼销售	1303.00	100.00%
8	宁夏农垦灵武农场有限公司	猪、牲畜的饲养和销售	935.00	100.00%
9	宁夏农垦灵武农场有限公司	农作物产品种植和销售	866.00	100.00%
10	宁夏农垦黄羊滩农场有限公司	葡萄等其他特色农产品种植、销售	700.00	100.00%
11	宁夏农垦平吉堡农场有限公司	粮食作物的种植和销售	700.00	100.00%
12	宁夏农垦玉泉营农场有限公司	农作物种植和销售	500.00	100.00%
13	宁夏农垦渠口农场有限公司	粮食、枸杞、葡萄及其他特色农产品种植	500.00	100.00%
14	宁夏农垦暖泉农场有限公司	粮食作物、饲草料、枸杞等农产品种植和销售等	500.00	100.00%
15	宁夏农垦简泉农场有限公司	主要农作物种子生产；水产养殖等	500.00	100.00%
16	宁夏农垦巴浪湖农场有限公司	农业基础项目建设管理	353.00	100.00%
17	宁夏农垦长山头农场有限公司	农作物、瓜果蔬菜及特色农产品种植和销售等	350.00	100.00%
18	宁夏农垦勘测设计院（有限公司）	工程勘察设计	300.00	66.67%
19	宁夏农垦农庄有限公司	生态观光旅游服务	1101.00	100.00%
20	宁夏农垦贺兰山生物肥料有限责任公司	有机肥等的生产和销售	100.00	100.00%
21	宁夏农垦培训中心有限公司	会务服务、餐饮	50.00	100.00%
22	宁夏回族自治区国营银川林场	稻谷种植、林木种子生产和种植等	163.80	100.00%
23	宁夏农垦金融控股有限公司	股权投资管理等	50000.00	100.00%
24	宁夏沙湖旅游股份有限公司	旅游开发、住宿、餐饮、娱乐	10000.00	52.56%
25	宁夏利垦牧业有限责任公司	动物饲养、饲料生产等	20000.00	80.50%
26	宁夏农垦资产运营有限公司	资产管理，投资管理，受托资产管理	10000.00	100.00%
27	宁夏农垦田野农资有限公司	农用车、农机具销售	200.00	41.00%
28	宁夏农垦南梁农场有限公司	枸杞种植和销售	937.90	100.00%
29	宁夏恒生西夏王酒业有限公司	葡萄酒系列产品销售	3000.00	100.00%
30	宁夏农垦建设有限公司	建筑工程、水利水电工程、市政公用工程等	10000.00	100.00%

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.19	12.23	15.46	20.93
资产总额（亿元）	178.74	188.92	211.86	218.22
所有者权益（亿元）	97.39	98.86	98.71	100.03
短期债务（亿元）	27.09	23.95	32.02	35.40
长期债务（亿元）	19.54	27.98	35.00	38.95
全部债务（亿元）	46.63	51.93	67.03	74.35
营业总收入（亿元）	27.98	30.12	32.25	7.37
利润总额（亿元）	1.38	1.57	2.02	0.06
EBITDA（亿元）	5.98	6.52	7.79	--
经营性净现金流（亿元）	1.86	4.29	1.91	0.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.18	8.71	13.41	--
存货周转次数（次）	0.81	0.82	0.86	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	0.16	--
现金收入比（%）	90.79	91.79	102.22	118.96
营业利润率（%）	25.38	22.19	22.14	19.48
总资本收益率（%）	1.82	2.22	2.19	--
净资产收益率（%）	1.07	1.28	1.58	--
长期债务资本化比率（%）	16.71	22.06	26.18	28.03
全部债务资本化比率（%）	32.38	34.44	40.44	42.64
资产负债率（%）	45.51	47.67	53.41	54.16
流动比率（%）	99.23	100.31	81.99	90.87
速动比率（%）	43.32	40.12	38.40	48.58
经营现金流动负债比（%）	3.83	8.70	2.92	--
现金短期债务比（倍）	0.52	0.51	0.48	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	2.97	3.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.79	7.97	8.61	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径长期应付款中的计息项已计入长期债务

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	6.38	6.03	7.42	8.93
资产总额 (亿元)	122.54	124.92	124.82	129.85
所有者权益 (亿元)	86.74	86.95	86.58	90.79
短期债务 (亿元)	16.05	10.95	13.36	13.50
长期债务 (亿元)	7.51	13.20	9.54	15.50
全部债务 (亿元)	23.56	24.15	22.90	29.00
营业总收入 (亿元)	1.73	0.78	0.80	0.25
利润总额 (亿元)	0.66	0.12	0.00	3.15
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.97	2.52	2.61	-1.32
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.85	1.90	1.98	--
存货周转次数 (次)	1.33	1.79	1.05	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	117.06	40.99	111.49	--
营业利润率 (%)	92.01	76.23	86.41	89.14
总资本收益率 (%)	0.54	0.11	0.00	--
净资产收益率 (%)	0.68	0.13	0.00	--
长期债务资本化比率 (%)	7.97	13.18	9.93	14.58
全部债务资本化比率 (%)	21.36	21.74	20.92	24.21
资产负债率 (%)	29.22	30.40	30.63	30.08
流动比率 (%)	149.96	140.36	108.19	130.81
速动比率 (%)	149.55	139.91	107.82	130.35
经营现金流动负债比 (%)	-15.93	11.17	9.31	--
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.55	0.56	0.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

资料来源：公司财务报告

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

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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