

信用等级公告

联合〔2020〕355号

联合资信评估有限公司通过对宁夏农垦集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用状况进行综合分析和评估，确定宁夏农垦集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，宁夏农垦集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月二十五日



宁夏农垦集团有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级观点：

宁夏农垦集团有限公司（以下简称“公司”）是宁夏地区规模最大的现代农业企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在政策支持、区域地位、土地资源、机械化作业、规模化生产等方面具有明显的竞争优势。公司业务涉足农业、旅游、房地产等，多元化程度较高，近年来收入规模稳定，总体发展稳健。同时，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面临去库存压力、沙湖景区客流量下滑等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。

2017 年，公司将 56 宗新办证国有划拨土地按评估价格作为国家资本金入账，增加公司资本公积 14.83 亿元，公司资本结构有所优化。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 农业是国民经济的基础产业，国家对农业高度重视。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。
2. 公司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，拥有 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，机械化作业程度高，形成了产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。
3. 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，近年收入稳定。公司拥有 14 座国营牧场；种植业良种覆盖率、优质化

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司有息债务及补充用于疫情防控所需的流动资金

评级时间：2020 年 2 月 25 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	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	2
		企业管理	1
		经营分析	2
财务风险	F2	资产质量	5
		资本结构	2
		盈利能力	3
		现金流量	3
		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

分析师：王 晴 闫 力

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

率和商品率均超 90%；鲜奶销售下游客户中伊利乳业占比超过 80%，且合作期长，业务发展稳健。

4. 2017 年，公司将 56 宗新办证国有划拨土地按评估价格作为国家资本金入账，合计 15719.04 万平方米，增加公司资本公积 14.83 亿元，公司资本结构有所优化。
5. 公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。

关注

1. 公司房地产项目和葡萄酒原酒面临去库存压力，存货面临一定跌价风险；周边景区的分流对沙湖景区客流量形成削减。
2. 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；部分在建资产收益性一般，回收期限长。
3. 公司主业盈利能力一般，利润总额对政府补助依赖程度很高。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	11.20	13.10	14.51	11.43
资产总额(亿元)	145.40	161.60	168.33	172.39
所有者权益(亿元)	78.61	95.03	95.33	96.75
短期债务(亿元)	5.28	23.83	17.53	16.86
长期债务(亿元)	28.63	11.71	23.64	25.51
全部债务(亿元)	33.92	35.54	41.18	42.37
营业收入(亿元)	26.75	26.80	26.84	18.37
利润总额(亿元)	1.04	1.17	0.97	0.64
EBITDA(亿元)	5.07	5.15	4.54	--
经营性净现金流(亿元)	2.90	3.45	2.62	-2.20
营业利润率(%)	23.27	24.28	22.96	24.97
净资产收益率(%)	1.17	1.06	0.80	--
资产负债率(%)	45.94	41.20	43.37	43.88
全部债务资本化比率(%)	30.14	27.22	30.17	30.46
流动比率(%)	191.27	112.22	128.95	124.19
经营现金流动负债比(%)	12.62	8.84	7.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.96	3.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.69	6.90	9.06	--

公司本部（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	109.90	126.53	122.49	119.93
所有者权益（亿元）	70.00	85.96	86.25	85.99
全部债务(亿元)	21.98	23.98	21.25	20.28
营业收入(亿元)	1.46	1.63	1.87	0.84
利润总额(亿元)	0.27	0.37	0.39	-0.16
资产负债率（%）	36.30	32.07	29.59	28.31
全部债务资本化比率(%)	23.90	21.81	19.77	19.09
流动比率（%）	497.17	156.60	187.71	185.93
经营现金流动负债比(%)	25.61	-7.03	26.87	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计；合并范围长期应付款中的有息部分已调整至长期债务

主体评级历史：首次评级

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。

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、本次信用评级结果的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

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

一、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月由宁夏回族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，宁夏回族自治区出台了《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系。2011年11月23日，宁夏回族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，由宁夏回族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，公司股权变更，由宁夏农垦事业局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2019年9月底，公司注册资本金为51.56亿元，全部为宁夏国资委出资（详见附件1-1）。

公司经营范围：农、林、牧、渔业及服务、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2019年9月底，公司合并范围内拥有一级子公司50家，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2018年底，公司（合并）资产总额168.33亿元，所有者权益95.33亿元（含少数股东权益1.80亿元）；2018年公司，实现营业收入26.84亿元，利润总额0.97亿元。

截至2019年9月底，公司（合并）资产总额172.39亿元，所有者权益96.75亿元（含少数股东权益1.40亿元）；2019年1—9月，实现营业收入18.37亿元，利润总额0.64亿元。

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：金生平。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册中期票据额度5亿元，本期计划发行2020年度第一期中期票据（疫情防控债）（以下简称“本期中期票据”），发行金额5亿元，期限为3年，偿付方式：按年付息，到期一次性还本。本期中期票据募集资金用于偿还有息债务及补充用于疫情防控所需的流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大

项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望

持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

四、行业分析

1. 宁夏地区农业发展情况

2018 年，宁夏凭借良好的资源优势，农业经济实现平稳发展。宁夏回族自治区农业的发展有着良好的资源优势，土地资源丰富；草场面积广阔。宁夏拥有天然草原面积 3665 万亩，是全国十大牧区之一；水资源灌溉条件便利，黄河流经宁夏 10 个县市 397 公里，年径流量 325 亿立方米，有效灌溉面积 610 万亩；全区光照资源充足，昼夜温差大，适合无公害、绿色、有机农产品生产。

2018 年，全区粮食种植面积 1103.51 万亩，比上年增加 19.74 万亩。其中，小麦种植面积

192.89 万亩，增加 8.19 万亩；水稻种植面积 117.02 万亩，减少 4.61 万亩；玉米种植面积 466.19 万亩，增加 6.69 万亩；薯类种植面积 164.89 万亩，减少 13.11 万亩。油料种植面积 50.59 万亩，增加 0.69 万亩。蔬菜种植面积 182.66 万亩，增长 4.81 万亩。瓜果种植面积 93.38 万亩，增加 4.72 万亩。园林水果种植面积 138.54 万亩，增加 19.15 万亩。全年全区粮食总产量 392.58 万吨，比上年增产 22.53 万吨，增长 6.1%，实现连续十五年丰收。其中，夏粮产量 43.35 万吨，增长 11.7%；秋粮产量 349.23 万吨，增长 5.4%。全年全区小麦产量 41.58 万吨，增长 9.9%；水稻产量 66.55 万吨，下降 3.3%；玉米产量 234.62 万吨，增长 9.2%；马铃薯产量（折粮）36.38 万吨，增长 3.4%。

2018 年，全年全区蔬菜产量 550.81 万吨，比上年增长 2.0%；红枣产量 5.74 万吨，增长 2.0%；枸杞产量 9.77 万吨，增长 6.3%；葡萄产量 19.91 万吨，增长 44.9%；油料产量 7.29 万吨，增长 5.0%。

2018 年，全年全区肉类总产量 34.14 万吨，比上年增长 2.0%。其中，猪肉产量 8.84 万吨，下降 0.8%；牛肉产量 11.52 万吨，增长 5.5%；羊肉产量 9.9 万吨，下降 0.01%；禽肉产量 3.57 万吨，增长 4.3%。禽蛋产量 14.38 万吨，下降 5.9%。牛奶产量 168.29 万吨，增长 5.1%。水产品产量 17.69 万吨，下降 2.2%。年末全区生猪存栏 73.75 万头，下降 9.0%；生猪出栏 112.45 万头，下降 1.1%；肉牛存栏 84.49 万头，增长 9.0%；牛出栏 74.80 万头，增长 5.4%；羊存栏 534.28 万只，增长 5.5%；羊出栏 558.83 万只，下降 0.2%；奶牛存栏 40.15 万头，下降 1.6%；活家禽存栏 1143.13 万只，下降 0.7%；活家禽出栏 1848.65 万只，增长 2.9%。

2. 粮食产业

（1）粮食产业概况

农业是中国国民经济的基础，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大

国，粮食问题关系到国计民生和社会稳定。

粮食产量在种植结构调整优化基础上继续保持高位水平

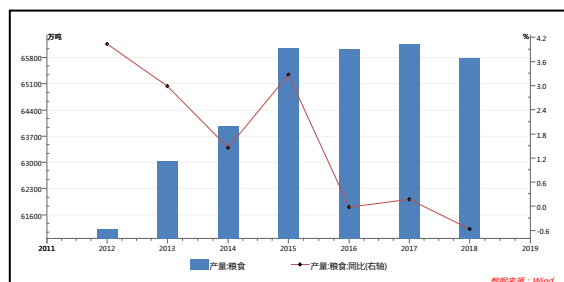
过去 15 年间，中国的粮食生产可以分为两个阶段。从 2003-2015 年，中国粮食产量持续增长。2015 年，全国粮食总产量达到年产 62143.5 万吨（12428.7 亿斤）。该阶段产量增长很大程度上依赖于玉米种植规模提升，尤其是 2008 年实行玉米临储收购政策以来，极大地刺激了农民种植玉米的动力，使得玉米种植面积和产量双双大增，并于 2012 年取代稻谷跃居第一大主粮作物地位。

2016 年，粮食总产量出现首次回落，中国粮食总产量为 61623.9 万吨（12324.8 亿斤），比 2015 年减少 520.1 万吨（104.0 亿斤），减少了 0.8%。但当年粮食产量仍为历史次高。此后在 2017 年粮食总产量又小幅爬升至 61791 万吨（12358 亿斤）。

2018 年，全国粮食总产量 65789 万吨（13158 亿斤），比 2017 年减少 371 万吨（74 亿斤），下降 0.6%，主要系农业种植结构调整优化，调减库存较多的稻谷和玉米种植，同时扩大大豆种植，因地制宜发展经济作物综合影响。从三大粮食品种看，2018 年稻谷产量 21213 万吨，减产 0.3%；小麦产量 13143 万吨，减产 2.2%；玉米产量 25733 万吨，减产 0.7%。全年棉花产量 610 万吨，比上年增产 7.8%。油料产量 3439 万吨，减产 1.0%。糖料产量 11976 万吨，增产 5.3%。茶叶产量 261 万吨，增产 5.9%。初步统计，2018 年全国谷物播种面积 14.95 亿亩，较上年减少 1619 万亩，下降 1.1%，连续两年下降。其中，稻谷 4.53 亿亩，同比减少 837 万亩，下降 1.8%；小麦 3.64 亿亩，减少 360 万亩，下降 1.0%；玉米 6.32 亿亩，减少 404 万亩，下降 0.6%。2018 年全国豆类播种面积 1.53 亿亩，同比增加 180 万亩，增长 1.2%，连续两年增加。其中，大豆播种面积 1.26 亿亩，同比增加 232 万亩，增长 1.9%。2018 年全国薯类播种面积 1.08 亿亩，同比增加 11 万亩，略

增 0.1%。

图 1 2012—2018 年中国粮食总产量及变动趋势
(单位: 万吨、%)



数据来源: 国家统计局

从粮食产销区域看, 中国粮食作物主要生长在北方, 产销两区市场割裂问题较为严重, 加之粮食具有季节生产性, 存在粮食周期性需求的矛盾, 因此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。

由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾, 加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响, 粮食价格波动频繁, 从事粮食单边贸易风险较大。因此, 从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

粮食进口量有所下降但仍保持高位

从粮食进口情况看, 大豆是目前中国进口量最大的粮油作物, 超过 80% 的比例从国际市场进口。除大豆外, 其他品种如小麦、玉米、稻谷等进口量不大, 对国内粮食构成的价格压力也较小。

根据海关公布的数据, 2018 年中国累计进口谷物及谷物粉 2046 万吨, 累计进口大豆 8803 万吨。两者累计进口量合计约为 1.08 亿吨, 粮食进口量仍保持高位, 但较 2017 年的 1.2 亿吨减少 1264 万吨。细分来看, 其中累计进口谷物及谷物粉同比下降 20%, 累计进口大豆同比下降 7.6%。

结合 2018 年国内粮油市场走势来看, 2018 年进口下降主要原因一是中美之间贸易关系的变动, 导致大豆、玉米 (及其替代品) 贸易量出现较大幅度下降; 二是疫情的影响, 使得国

内饲料需求出现较为明显的下降; 三是大量临储库存量的低价上市, 对市场供应构成了新的冲击; 四是在供给侧改革的推动下, 中国粮食价格与全球粮食价格之间的价差缩小, 进口受到一定抑制。

虽然 2018 年包括大豆、玉米及其替代品在内的饲料粮整体进口数量呈现大幅下降趋势, 但考虑到养殖疫情难以持久, 以及 2018 年累计拍卖 1 亿吨玉米库存等因素, 预计在 2019 年国内粮食进口或恢复增长的态势。

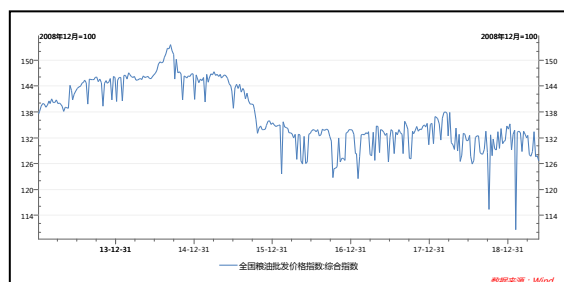
全球谷物价格上涨, 国内主要粮食品种价格走势分化

根据联合国粮农组织公布的粮食价格指数, 2017 年全球粮食价格指数平均值为 174.6 点, 同比上涨 8.2%, 为 2014 年以来的最高年度平均值。2018 年全年的平均值为 168.4 点, 比 2017 年下降约 3.5%, 比 2011 年的高位值下降近 27%。粮农组织表示, 虽然 2018 年所有主要谷物的国际价格均出现了上涨, 但食品价格指数所涵盖的其他商品价格均出现下降, 其中糖类跌幅最大, 抵消了谷物价格的涨幅。

从国内粮食价格来看, 2018 年粮食价格涨幅为 0.8%, 较上年下降 0.7 个百分点。2012-2018 年, 粮食价格涨幅均在 5% 以内, 其中 2016 年至 2018 年粮食价格涨幅均小于 2%, 2018 年涨幅首次跌破 1%。从 2018 年粮食价格指数月度走势来看, 涨幅基本上在 0.5%-1.2% 的窄幅区间震荡, 全年走势呈现前高后低趋势。在居民消费价格分类指数中, 粮价波动较小, 粮食价格在 CPI 中依然起着“稳定器”和“压舱石”的作用。2018 年全国主要粮油批发市场主要粮食品种的年度个体价格指数走势分化, 除玉米价格指数同比上涨外, 其他粮食品种价格指数均有不同程度下跌, 其中粳米和大豆价格跌幅居前, 籼米和小麦价格跌幅相对较小。国内玉米市场化购销和去库存进入第三年, 玉米去库存进度超预期, 市场交易主体对玉米价格相对看好, 国内玉米价格触底回升, 价格重心整体上移。受 2018 年临储大豆拍卖成交量同比大幅

增加的影响，国产大豆供应同比增幅明显，而需求并无明显增加，加之四季度中美贸易摩擦缓和以及国内非洲猪瘟疫情扩散，国内大豆价格指数承压下跌。2018 年小麦、晚籼米、早籼米和粳米价格指数均受到最低收购价和拍卖底价下调的影响而下跌。因国内小麦供需偏紧，最低收购价和拍卖底价下调幅度较小，小麦价格指数跌幅较小。

图 2 2013 年至 2019 年 5 月国内粮食指数走势



数据来源：Wind 资讯

（2）国内粮食政策

中国作为粮食生产和消费大国，粮食生产和粮食市场的稳定至关重要。国家粮食政策主要涉及粮食生产方面和粮食流通两个方面。

多年来，中国一直重视粮食安全工作，通过增加农资补贴、增加收储量及提高最低收购价格等措施，带动农民粮食生产的积极性，保障粮食供应稳定。然而，面对目前国内粮食品种阶段性供过于求和供给不足并存的局面，说明中国粮食领域的主要矛盾已经由总量矛盾转变为结构性矛盾，矛盾的主要方面在供给侧。

2016 年 7 月，国家粮食局发布《关于加快推进粮食行业供给侧结构性改革的指导意见》。2017 年 2 月，中央继续出台第 14 个涉农一号文件，《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》，以增加农民收入、保障有效供给为主要目标，以提高农业供给质量为主攻方向。

2018 年 2 月，根据全国粮食流通工作会议关于突出“六项重点”和强化“六个支撑”的部署要求，国家粮食局研究制定了《2018 年粮食流通工作要点》，以供给侧结构性改革为主线，“六项重点”为粮食收储制度改革、库存消

化、粮食流通监管、粮食宏观调控、粮食产业经济、优质粮食工程；“六个支撑”为粮食安全省长责任制考核、粮食安全保障立法、科技兴粮和人才兴粮、国家粮食电子交易平台体系建设、行业信息化建设、粮食流通设施现代化。

玉米收储制度改革是中国粮食供给侧结构性改革的“先手棋”。2016 年，中国取消玉米临储政策，实行“市场化收购加补贴”的新机制，鼓励多元主体入市收购。2017 年，玉米的总体价格回归到相对合理的水平，地区间、品种间、品质间的合理价差也开始形成，价格信号开始发挥作用，促使农民自发调整种植结构。东北玉米由“就地储”变成“全国销”，南北粮食流通市场活跃。随着玉米价格随行就市，深加工企业成本降低，产业上下游价格关系逐渐理顺，企业开工率持续回升。收储制度改革后，国内外玉米价差大幅缩小，东北玉米运抵南方港口与进口玉米完税价基本持平，进口玉米价格优势不再，玉米进口明显减少。2017 年政策性粮食库存消化 1690 亿斤，是 2016 年的 1.37 倍；政策性玉米库存比历史最高点下降 28%。中华粮网统计数据 displays，2018 年中国累计销售成交政策性粮油 11980.6 万吨，同比增加 50%，其中玉米成交 10013 万吨，同比增加 74.3%。

（3）行业关注

市场不健全

随着粮食价格、经营和市场的逐步开放，以批发市场为中心，以收购市场和零售市场为两翼的粮食流通市场体系不断完善。但由于设施落后，运行机制不配套的问题，难以发挥沟通产销、引导供求、搞活流通的作用，多数批发市场是有场无市，大部分粮食还是场外交易，期货市场尚未对生产者、经营者起到套期保值、规避风险和发现价格的作用，炒作性大；市场机制难以有效发挥导向作用，市场法规建设滞后，导致市场管理规范化水平不高，在实际管理中无法做到有法可依、执法必严，无序的粮食市场给粮食流通领域带来了混乱；分散的生产者与规范的交易市场之间的固有矛盾没有解

决；市场价格由于流通体系不健全，出现供求脱节现象。

粮食专业物流滞后

中国粮食主产区和主销区的矛盾决定了中国“北粮南运”、“东粮西运”的态势明显。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。目前，粮食从生产区运到销售区的流通费用占粮食销售价格的30%-35%。粮食专业物流作为粮食生产和粮食流通的不可缺少的重要内容，在中国粮食流通业能否在市场上进行有效的竞争上起着重要作用。而现在有诸多因素制约着粮食专业物流的科学运作和发展：①认识上的片面性；②技术问题；③硬件设施落后；④宏观调控缺乏力度；⑤人才缺乏。

骨干型、规模型、专业化的粮食现代物流企业是以运输合理化，仓储标准化，装卸机械化，加工配送一体化，信息管理网络化为标志的功能齐全的现代粮食物流管理系统。现代物流业主要通过为客户提供增值服务中获得利润，高效优质的服务理念应贯穿于物流全过程，粮食物流要以传统粮食仓储业务流程管理为导向，从功能管理、产品管理、存货管理中挣脱出来，转变为以服务为导向，重视物流过程管理、客户管理和信息管理，实现物流流程的重组，组织结构的改革。而这些正是中国粮食流通企业所缺乏的。

中美贸易摩擦对中国粮食进出口贸易影响重大

近年来，中美在贸易领域的摩擦日益频繁。2016年9月13日，美国向世界贸易组织提起诉讼，指责中国向本国大米、小麦和玉米种植者提供非法补贴。中国商务部在2016年9月23日发布声明表示，在经过反倾销调查后，中国初步裁定原产于美国的进口干玉米酒糟（简称DDGS）存在倾销，对中国国内行业造成损害，将对美国几家公司的DDGS征收33.8%的反倾销关税，并且立即生效。2017年8月，美国贸易代表办公室（USTR）称，小麦、大米、玉米的全球价格低于中国国内价格，但中国没

有完全使用关税配额；令美国及其他国家的出口谷物获得的中国市场准入有限。向世贸组织申请成立一个小组，调查中国针对大米、小麦、玉米关税配额的使用。2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，拟对中国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。同日，国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。受此影响，美国农产品期货全线大跌，其中大豆期货指数瞬间下跌3.3%、玉米下跌3%、小麦下跌1.7%、豆油下跌1.8%、豆粕下跌2.9%。

2018年5月19日，中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差，有意义地增加美国农产品和能源出口。2018年6月15日，美国白宫对中美贸易发表声明，对1102种产品总额500亿美元的商品征收25%关税，其中第一组340亿美元商品关税已于7月6日开始征收。同时，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税。2018年9月24日，美国正式对大约2000亿美元的中国商品征收额外10%的关税；中国同步对约600亿美元的美国商品额外加征5%-10%的关税。截至2019年5月12日，中美双方已进行了十一轮经贸磋商。美东时间5月13日，美国贸易代表办公室发布公告，将就约3000亿美元中国商品加征25%关税征求意见举行公开听证会。

美国是全球最大的谷物出口国。2016年，中国是美国农产品第二大出口市场，占美国农产品出口的15%。中国海关数据显示，2017年中国前三大的大豆进口国分别为巴西、美国 and 阿根廷，进口量分别为5093万吨、3285万吨、658万吨。美国的大豆对中国而言并非不可替代，且随着日益增长的大豆需求量，中国的粮食进出口企业也增强了与南美洲大豆出口国的合作。美国大豆的出口量占产量一半以上，其中六成出口到中国。每年4-7月，南美大豆将

批量上市并供应中国市场，因此，中美之间的贸易摩擦或短期推高大豆进口成本，但对长期大豆进口供应影响有限。据彭博基于海关数据的计算，2018 年中国从美国进口了 1664 万吨大豆，较 2017 年减少 49%，占中国大豆进口总量的 19%；从目前最大供应国巴西进口总量达到 6610 万吨，比 2017 年增长 30%，占中国 2018 年进口总量的 75%。

(4) 未来发展

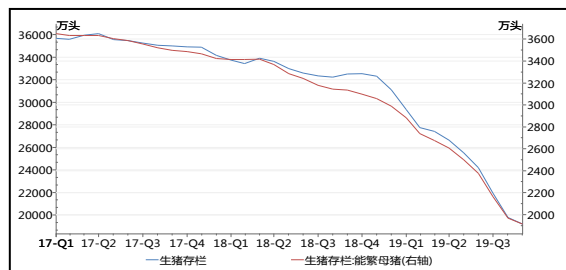
根据 2016 年 10 月国家发展改革委、国家粮食局印发的《粮食行业“十三五”发展规划纲要》，“十三五”时期，粮食行业的主要发展目标是：粮食宏观调控能力显著增强；粮情预警和应急保障能力明显提升；粮食产业经济活力全面释放；粮食仓储物流能力不断优化；粮食流通现代化水平稳步提高；粮食质量安全保障能力持续加强；粮食行业治理能力显著增强。

3. 生猪养殖业

2017 年以来中国能繁母猪及生猪存栏量均持续下滑，其中能繁母猪存栏量从 2017 年 1 月的 3651 万头下降至 2018 年 9 月的 3136 万头，降幅为 14.11%；此后，受非洲猪瘟影响，染病母猪捕杀、散户退出，能繁母猪数量加速下降，2019 年 9 月为 1913 万头，同比下降 39.00%，为近十年来的最低水平。生猪存栏方面，总体趋势与能繁母猪相似，2017 年以来持续下滑，且在非洲猪瘟爆发后，存栏生猪数量加速下降，至 2019 年 9 月，生猪存栏 19190 万头，较年初下降 34.59%。

图 3 2017 年以来中国生猪及能繁母猪存栏量

(单位：万头)



资料来源：Wind 资讯

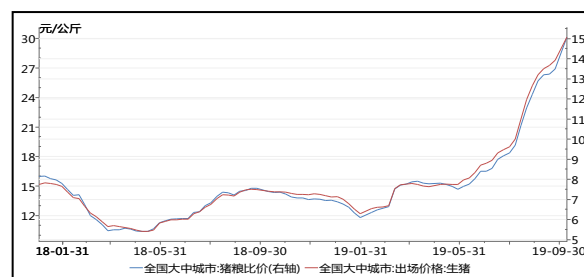
总体看，前期能繁母猪和存栏生猪数量的持续下降是导致市场供需改变，行业进入新一轮上升周期的根本因素。此外，非洲猪瘟导致能繁母猪和存栏生猪数量加速下滑亦对本轮行情起到了很大的助推作用。考虑到能繁母猪及生猪存栏量短时间内难有趋势性逆转，预计未来 8—10 月行业周期将维持高位。

生猪出场价格方面，生猪价格 2016 年达到了上一轮周期顶峰，2017 年全年生猪价格整体呈震荡下降趋势。2018 年一季度，生猪价格仍快速下跌，季度末的价格为 10.89 元/公斤；2018 年二季度起，生猪价格逐渐回升，至三季度末，达到 14.64 元/公斤；此后，非洲猪瘟疫情爆发，消费者恐慌情绪加之捕杀、禁运等防疫措施，生猪价格有所下降，至 2019 年 2 月底为 12.87 元/公斤；2019 年 3 月以来，生猪供需关系扭转，进入新一轮上涨周期，生猪价格快速上涨，至 2019 年 10 月，生猪价格已达 30.15 元/公斤的历史最高水平。

猪粮比方面，历史数据表明，猪粮比在 6.0 左右为生猪养殖盈亏平衡点。整体看，中国猪粮比和生猪出场价格相关性强。2018 年 1—5 月，猪粮比快速下降，由年初的 8.15 降至 5 月份的 5.41，在此阶段，多数生猪养殖企业处于亏损状态；2018 年 6 月开始，猪粮比逐渐回升，直至 9 月的 7.56，此后基本维持在 6.5 以上，行业内多数企业业绩有所回暖；2019 年 3 月开始，生猪养殖行业进入增长周期，猪粮比快速提高，至 2019 年 10 月已达到 15.08，为近十年来最高点，远超上轮周期顶点 10.78 的水平。

图 4 2018 年以来中国生猪出场价格及猪粮比情况

(单位：元/公斤)



资料来源：Wind 资讯

总体看,2018年生猪价格总体呈现“一季度快速下跌、二季度探底回升、三季度受非洲猪瘟影响有所下降”的特征。2019年3月以来,进入新一轮上涨周期,生猪出场价格及猪粮比快速上升,目前已回升至历史最高水平。

五、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,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,农业生产通过标准的应用,达到了节本、增产、提质、增效的效果。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。沙湖景区是全国5A级景区,是“中国十大魅力湿地”之一,荣获“2015年中国年度休闲养生度假胜地”。

3. 人员素质

公司董事长金生平,1961年3月出生,1984年4月加入中国共产党,宁夏党校研究生学历,政工师。曾任银川市郊区满春乡党委副书记,银川市郊区良田工业开发区指挥部办公室主任,银川市郊区市委常委、宣传部部长(期间:1997年8月至1999年12月,在中央党校函授学院经济管理专业学习),银川市郊区、金凤区党委副书记、银川高新技术产业开发区党工委委员和管委会副主任(正处级),银川市西夏区副区长、党委副书记、区长,中卫市城区、沙坡头区党工委书记,中卫工业园区管委会主任(副厅级),中卫市委常委、海原县委书记,中卫市沙坡头区党工委书记、管委会主任,中卫市人大常委会党组副书记、副主任,公司总经理,现任公司党委书记、董事长。

公司总经理徐军,1969年3月出生,中共党员,中央党校研究生学历。历任宁夏自治区发展计划委员会国民经济综合处助理调研员,自治区政府办公厅副处级秘书、正处级秘书,宁夏自治区党委办公厅正处级秘书,宁夏自治区纪委正处级秘书、办公厅副主任,红寺堡开发区党工委书记、管委会主任,吴忠市红寺

堡区党工委副书记，政府筹备工作领导小组组长，吴忠市红寺堡区委副书记、区长、书记，宁夏贺兰山东麓葡萄产业园区管委会办公室（自治区葡萄产业发展局）党组成员、副主任（副局长），现任公司总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司下属企业从业人员 11397 人；从专业构成来看，工勤技能人员占 77.11%，管理人员占 8.70%，专业技术人员占 8.12%，其他从业人员占 6.07%；从学学历程度看，硕士及以上占 0.84%，本科占 7.17%，大专占 14.72%，大专以下占 77.27%。

总体看，公司管理人员在相关行业从业经验丰富，管理水平高；公司员工构成符合农业生产的劳动密集型特点。

4. 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，明晰公司国有产权关系，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，宁夏自治区支持农垦发展资金扶持政策以及对公司所属企业所得税的地方留成部分的减免政策执行到 2018 年；2019 年财政对公司给予农垦发展基金补助 1.09 亿元。

表 2 近年有关公司发展改革政策文件汇总

文件名称	文件号	发文单位	主要内容
关于进一步深化农垦改革发展的实施意见	宁党发[2014]23号	宁夏回族自治区办公厅	深化农垦管理体制，推进集团公司内部改革，深化农垦土地制度改革和事业单位改革，继续给予财政支持和税收优惠，支持建设产业园区
关于进一步推进农垦改革发展的意见	中发[2015]33号	国务院	推进政企分开，保障农垦平等享受国家普惠性政策；加强农垦土地权益保护，用3年时间基本完成农垦国有土地确权登记发证任务；农垦现有划拨建设用地，经批准后可以转让、出租、抵押或改变用途，可以采取协议方式办理出让

中共宁夏回族自治区委员会专题会议纪要	[2016]29号	--	农垦土地确权颁证工作争取在2016年底前完成；对仍由农场承担的社区管理等公共职能进行梳理移交；化解农垦债务问题，厘清责任主体
关于解决农垦改革有关问题的实施意见	宁党办[2017]28号	宁夏回族自治区办公厅	健全法人治理，推进优势产业公司股份制改造；农垦集团对所属土地实行集中统一管理，加强农垦土地权益保护；全面落实支持农垦改革发展政策，加大财政金融支持力度

资料来源：公司提供

此外，为了最大限度发挥宁夏的资源优势，宁夏回族自治区党委、政府在科学分析区情、稳定粮食生产的基础上，编制并组织实施了《宁夏农业特色优势产业发展规划（2015-2020年）》。上述惠农政策为宁夏农业特色优势产业发展提供了良好的政策支持。

2016—2018 年，公司其他收益及营业外收入中获得的政府补助分别为 0.29 亿元、0.50 亿元和 0.72 亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G9964010400072720J），截至 2020 年 2 月 10 日，公司已结清信贷业务中，有 10 笔关注类贷款及 1 笔贴现，未结清信贷业务总，存在 1 笔关注类贷款。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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司董事会由 6 名董事组成，设董事长 1 人，董事 4 人，职工董事 1 人。除职工董事外，董事会成员由宁夏国资委委派或更换，董事中的职工董事由公司职工代表大会选举产生。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，职工监事 2 名。除职工监事外均由宁夏国资委委派或更换，监事会成员中的职工代表由职工代表大会选举更换，监事会主席由出资人在监事会成员中指定。

公司设总经理，由公司董事会决定聘任或者解聘。公司高级管理人员包括总经理 1 人、副总经理 2 人、财务总监 1 人。公司高级管理人员设置符合宁夏国资委的制度规定。

总体看，公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，董事会、监事会、高级管理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度进行管理，建立了较为规范的公司经营管理机制。

预算管理方面，公司制定了《宁夏农垦集团有限公司财务管理体制实施意见》，根据发展战略制定集团公司发展规划，结合垦区的实际情况，制定集团公司年度预算。集团公司各成员子公司编制的预算经集团公司审核、汇总、调整、平衡后正式下达，集团公司据此对各成员子公司的预算管理目标实现情况进行检查、考核。预算编制以业务预算、资本预算为基础，以经营利润为目标，以现金流为核心按年度进行编制。具体内容包括：业务预算、资本预算、筹资预算和财务预算。

对外担保制度方面，公司制定了《宁夏农垦集团有限公司投资管理暂行办法》，制度规定，公司及所属子公司不得为非国有企业、自然人或非法人单位提供担保，原则上不得为参股企业提供担保，如必须提供担保，担保额不应超过参股担保贷款总额与所占股权比例的乘数。未经董事会批准，公司及所属子公司不得为集团范围以外的国有企业提供担保。

投融资管理制度方面，公司制定了《宁夏农垦集团有限公司投资管理暂行办法》。投资活动遵循合法性原则、适应性原则、投资最优原则、风险控制原则、收益稳定原则。公司融资

活动需根据公司资金需求，资本结构及相关法律法规的要求，确定融资方式，提出融资计划，经董事会批准后实施。

安全生产管理制度方面，公司制定了包括《宁夏农垦集团有限公司安全生产管理制度》等制度；工程施工安全方面实行项目经理负责制，并成立以项目经理为组长的安全领导小组，成员包括分管生产安全的副经理、安全主管（安全员）、施工单位（分包）负责人及各施工班组负责人。公司要求项目安全领导小组每周召开一次安全工作内容的例会并对现场进行安全检查，并将检查记录整理成册备查；每月召开一次安全领导小组会议，通报安全情况。

综合看，公司建立健全了一系列管理规章制度，并根据发展需要不断改革，运作和执行较为规范，管理风险较低。

七、重大事项

国有划拨土地按照评估价格入账

根据《自治区人民政府关于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）和《自治区人民政府关于农垦土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】222 号），宁夏回族自治区人民政府同意将 229 宗、合计 80072.20 公顷国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司。2017 年公司将其中 56 宗新办证土地入账，合计 15719.04 万平方米，对应评估价值 14.83 亿元，上述土地的入账使得公司资本公积增加 14.83 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 76.45 亿元，其中宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权价值 76.08 亿元¹。

八、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务由农业、服务业、建筑及

¹详见附件 2

房地产开发、商品销售等板块构成。目前，公司已形成产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业体系。公司收入构成中，农业板块主要是农产品销售和土地承包费收入；服务业收入主要来自下辖的宁夏沙湖旅游景区的旅游服务；建筑及房地产开发收入主要为家林苑、金阳花园B区、金地花园A、D区和金地花园C区；商品销售主要产品包括葡萄酒、清真牛羊及农机具等；土地补偿主要是当地政府建设道路、绿化工程等征用公司土地所给予的土地补偿费；其他业务主要包括租赁业务、材料销售、劳务及工业产品等。

2016—2018年，公司营业收入分别为26.75亿元、26.80亿元及26.84亿元，呈逐年小幅增长趋势。从收入构成来看，农业收入为最主要来源，占比保持65%以上，收入波动中有所增长，其中2018年的增长主要源自畜牧业收入上升；服务业收入有所下降，分别为1.93亿元、1.93亿元、1.67亿元，2018年收入的下降主要系宁夏地区旅游业竞争加剧所致；建筑及房地产开发板块收入持续下降，收入占比由10.31%降至7.36%，主要是部分项目去化进度较慢以及金地花园销售单价降低所致。商品销售收入及占比持续下降，2018年分别为2.33亿元和8.69%。土地补偿标准根据土地的位置、地类、用途及面积的不同而各有不同，2016—2018年分别为

1.10亿元、1.27亿元和1.21亿元，未来收入规模具有不确定性。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率基本保持稳定；农业板块毛利率持续上升，主要系种植业毛利率上升带动，以及毛利率较高的畜牧业占比持续提升；服务业毛利率波动下降，其中2018年下降主要是沙湖景区收入下降的同时成本受人工成本、设备维护及固定资产折旧等上升影响所致；建筑及房地产板块毛利率波动较大，2017年毛利率大幅降至13.97%，主要是由于金地花园C区开工结转成本但同期结转收入较低，2018年毛利率的回升主要是由于6月起金地花园C区开售且均价较高，成本结转同比降低；商品销售板块受成本及部分商品价格波动影响，毛利率变动较大；土地补偿业务毛利率保持高水平。

2019年前三季度，公司实现营业收入18.37亿元，同比增长29.55%；综合毛利率为25.86%，较上年全年水平略有上升。公司农业板块2019年前三季度收入较上年全年收入占比较低，为55.93%，主要系农作物收入主要在第四季度确认，同时毛利率较高，主要是受种植业采购和人工等成本下降、销售价格上升影响所致；当期土地补偿收入为0.84亿元，计入其他业务板块。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2016年			2017年			2018年			2019年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农业	17.92	67.00	13.53	17.53	65.41	15.98	18.83	70.17	18.12	10.53	57.34	24.37
服务业	1.93	7.22	54.97	1.93	7.20	57.74	1.67	6.22	45.91	1.49	8.11	40.76
建筑及房地产开发	2.76	10.31	51.06	2.36	8.79	13.97	1.97	7.36	35.37	3.10	16.88	18.97
商品销售	2.72	10.17	17.85	2.60	9.71	32.40	2.33	8.69	14.87	1.16	6.32	12.95
土地补偿	1.10	4.12	85.37	1.27	4.74	90.44	1.21	4.52	85.61	--	--	--
其他业务	0.32	1.19	42.50	1.11	4.16	45.88	0.82	3.06	26.62	2.09	11.35	40.16
合计	26.75	100.00	24.13	26.80	100.00	25.18	26.84	100.00	24.14	18.37	100.00	25.86

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，2016—2018年占比分别

为66.11%、60.49%及56.54%，呈下降趋势。盈利方面，主流产品玉米、小麦受市场需求量增加影响导致市场价格呈小幅上升趋势，

同时公司逐年提升对周边下游粮食经销商的议价能力，致使农产品价格稳中有升，此外，蔬菜、瓜果、枸杞等优势特色经济作物逐年实现标准化生产基地的提质增效，大大降低产品原料、人工等生产成本，综合推动种植业毛利率持续上升；畜牧业利润贡献较大，2016—2018年毛利率分别为29.16%、26.07%和28.35%，其中2018年受鲜奶市场价格上升影响，毛利率有所回升。2019年1—9月，种植业收入较低主要由于公司农产品大多在每

年的9—10月收成，上半年主要为生产投入期；公司逐年提升对周边上游原料供应商及下游粮食经销商的议价能力，降低采购成本，同时主流农作物产品玉米、小麦受市场需求量增加影响导致市场价格呈小幅上升趋势，蔬菜、瓜果、枸杞等优势特色经济作物逐步实现标准化生产基地的提质增效，降低了产品原料、人工等生产成本，种植业综合毛利率较往年有所提升；同期，鲜奶产销量的上升推进了畜牧业收入的增长。

表 4 农业板块收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
种植业	11.85	66.11	5.65	10.60	60.49	9.39	10.65	56.54	10.23	3.11	29.57	25.88
畜牧业	6.07	33.89	29.16	6.93	39.51	26.07	8.19	43.46	28.35	7.42	70.43	23.72
合计	17.92	100.00	13.53	17.53	100.00	15.98	18.83	100.00	18.12	10.53	100.00	24.37

资料来源：公司提供

（1）种植业

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，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。公司下属的14个农场分布在宁夏自治区的北部引黄灌区、中部干旱带和南部山区，在确保粮食总产稳定的前提下，公司推行粮改饲和草畜一体化，增加饲草料和葡萄、枸杞等其它经济作物种植结构，优化作物布局，提高土地产出效益，良种覆盖率、优质化率和商品率均超90%。

经营模式

公司粮食作物农场经营模式主要包括两种：公司统一经营和职工家庭农场承包经营，以统一经营维护为主，收入占比在90%左右。

公司统一经营模式下，各子公司与农场职工签订生产承包合同（合同对产量作出要求），全部生产费用由公司承担，所有生产由公司统一安排，职工统一执行，职工的薪酬根据合同

约定按承包人最终收获的产品数量、品质等指标进行考核兑现。公司实行“统一布局、统一供种、统一质量标准、统一购销和统一包装标示上市”的经营方式，建立作物质量追溯系统，保证作物质量和生产效率。

农场职工自营模式主要适用于土地种植面积分散，不便于机械化耕作种植的农户（职工）。公司通常按照“全费自理、自主经营、自负盈亏”的方针，与农场职工签订土地承包合同，收取土地承包费。从生产费用垫支情况看，承包户需要先交足承包费，其它费用及生产资料由承包户自行解决。从产品的最终对外销售来看，承包户可自主选择种植品种，自主选择销售对象。土地承包费一年一议，每年收取的具体标准主要依据影响利润形成的农作物产值、生产成本等各项因素和土地生产设施（包括农作物产量、耕地质量差异、农田水利设施、生产资料价格、粮食市场价格及走势）进行综合分析测算，在上年承包费的基数上作适当调整。

近年来，公司加快经营模式的转型，逐步向现代农业“统一经营”模式转变。公司陆续收回农场职工自营用地，逐步缩小农场职工自

营规模，扩大公司统一经营面积。

粮食作物以外，公司蔬菜产品重点以返租倒包、租赁经营、订单生产为手段，采取公司+协会+农户带基地的方式，定位南方大中城市、香港、东南亚国家的高端市场，利用南北季节差异，错季生产蔬菜、瓜果等品种，其中，连湖的供港菜和西红柿、贺兰山农牧场的黄瓜、渠口和巴浪湖的茄子等产品在区内外享有较高的声誉，产品远销周边省区及香港等东南沿海市场。枸杞产品按照“分片种植、多点烘干、统一加工、统一品牌销售”的产业经营思路，以提升“碧宝”、“沙湖”枸杞品牌为核心，执行GAP（良好农业规范）认证标准。瓜果产品以苹果、桃、红枣、葡萄及设施栽培水果为主，将新增梨、核桃、钙果等树种，以渠口、平吉堡、暖泉农场为重点发展生产基地3万亩，进行标准化种植，打造“花果山”、“渠口”牌有机果品，同时大力发展葡萄产业，在贺兰山东麓10个农场建设13.2万亩葡萄种植基地，种植规模占到宁夏的三分之一以上。牧草产业拥有优质牧草基地3.5万亩，并开辟技术输出新路径，2018年实现省外有偿服务建植苜蓿5000亩。

采购情况

公司种植业成本主要为原材料（种子、农药、化肥等），实行自行采购的方式，采购区域主要在宁夏，供应商集中度较低。为了有效控制原材料采购价格，保证原材料的稳定供应，公司采取比价采购和淡季储备的方式，保证原材料采购价格和质量，规避价格上涨的风险和季节性风险；采购的结算方式主要是转账和现金结算，账期一般为30-60天。自行采购主要适用于农场职工自营模式，由各承包户自行决定原材料的采购，但作为公司职工，所采购原材料必须符合技术部门制定的使用标准。

生产情况

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。近年来，受政府征用部分土地以及黄河限水等因素影响，公司作物总种植面积不断

下降，2018年同比下降7.29%。2018年，公司主要作物种植面积为40267公顷，其中，粮食作物种植面积占作物总种植面积的76.66%；粮食作物中以玉米的种植为主。2018年公司主要作物总产量50.38万吨，其中，粮食作物产量为33.15万吨，占作物总产量的65.79%。

表5 农业板块主要作物种植面积及生产情况

（单位：公顷、万吨）

项目	产量			种植面积
	2016年	2017年	2018年	2018年
粮食作物	35.40	35.52	33.15	30867
蔬菜	6.76	6.79	7.18	1367
瓜果	2.11	2.16	1.69	389
牧草	5.55	5.64	4.80	2833
葡萄	3.03	3.18	3.32	3951
枸杞	0.24	0.23	0.24	860
合计	53.09	53.52	50.38	40267

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2018年底，公司农用机械总动力达32.45万千瓦，农业机械化作业率达到97%以上。

销售情况

2016—2018年，公司种植业主要作物销量分别为50.84万吨、51.07万吨和47.29万吨，呈波动下降趋势；其中粮食作物销量占比分别为66.37%、66.51%和65.89%。公司每年有部分种植业产品在集团下属子公司之间交易，例如苜蓿、玉米青贮等部分牧草产品会销售给宁夏农垦贺兰山奶业有限公司用于其奶牛养殖的饲料；部分葡萄会销售给宁夏西夏王葡萄酒业有限公司用于其生产葡萄酒。

表6 公司种植业主要作物销量情况

（单位：万吨）

产品名称	2016年	2017年	2018年
粮食作物	33.16	33.97	31.16
蔬菜	6.76	6.45	6.61
瓜果	2.11	2.05	1.54

牧草	5.55	5.36	4.61
葡萄	3.03	3.02	3.15
枸杞	0.24	0.22	0.22
合计	50.84	51.07	47.29

资料来源：公司提供

注：表中销量未经关联交易抵消

公司统一经营模式下收获的农产品和部分费用自理的承包户上交的农产品由公司统一对外销售。农场职工自营模式下，职工既可以将产品销售给公司，也可以自主对外销售。公司粮食作物产品主要下游客户为宁夏区内及少数区外的粮食经销商，数量多、规模较小；粮食经销商定期从公司收购粮食作物，结算方式为现款现货。

总体看，公司种植业近年发展稳健，政府征用部分土地以及黄河限水等因素导致农作物播种面积及板块收入波动下降，但公司重点农产品价格有所上涨，对农业板块的收入和利润起到一定支撑与维稳作用，盈利能力有所提升。

(2) 畜牧业

公司畜牧业主要由奶业、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

公司奶业主要是鲜奶的生产销售。公司现有 14 座国有牧场、1 座万头奶牛场、2 个草业公司、1 个饲料公司和 1 个乳制品加工企业。成母牛平均年单产 10 吨以上，单产最高的奶牛场达到 12 吨以上，日产鲜奶 580 余吨，年生产鲜奶 20 余万吨，是自治区良种奶牛示范基地和优质奶源基地，拥有“宁乐宝”、“平乐宝”酸奶品牌。截至 2018 年底，贺兰山奶业资产总额 22.64 亿元，所有者权益 5.98 亿元；2018 年实现营业收入 8.32 亿元，净利润 0.66 亿元。

表 7 公司奶业经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
奶牛存栏（万头）	3.36	3.57	4.28	4.69
其中：泌乳牛存栏（万头）	1.71	1.95	2.17	2.58
鲜奶产量（万吨）	16.48	18.33	21.73	18.57
鲜奶销量（万吨）	15.60	17.63	20.92	17.91
鲜奶销售收入（亿元）	5.55	6.47	7.83	6.60

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司奶牛存栏数为 4.69 万头，其中泌乳牛存栏数占 55.01%。奶牛数量和鲜奶产销量均同比增长，受农业部禁止用奶粉替代生鲜乳新规的出台，2018 年鲜奶价格仍稳中有升。

受益于奶牛数量及鲜奶产销量的提升，2018 年公司鲜奶销售收入为 7.83 亿元，同比增长 21.02%；2019 年 1—9 月，鲜奶销售收入为 6.60 亿元，同比增长 16.61%。

截至 2019 年 9 月底，公司所经营奶牛场土地 14 处，面积合计 6001 亩，全部为政府划拨土地，用途均为养殖用地；奶牛场合计拥有奶牛棚舍 130 栋、大型转盘式挤奶机 4 台、青贮窖 49 座、干草棚 34 座、饲料搅拌机及装载机等设备 718 台/套、各类鱼骨式挤奶机 23 台以及污水处理系统 14 套。

进口奶牛方面，公司向农业部提前报备进口奶牛计划，市场调研后选择代理商签订合同并开具信用证，奶牛经海外及国内检疫后运至奶牛场。由于进口奶牛程序繁杂，一个周期约需要 6~7 个月。进口代理商和奶牛价格提前半年以上进行招标确定。2012 年以来，公司共进口奶牛 4 批 16000 头，其中从澳大利亚进口 12000 头，从乌拉圭进口 4000 头。进口奶牛到达牧场时年龄在 12~18 月龄。到达牧场后进行过渡饲养、多种疫苗免疫、使用性控技术进行人工授精，配种奶牛经过 9 个多月怀孕期后产犊并开始生产牛奶。

生产成本方面，以奶牛养殖的饲料成本为主，饲料分为精饲料和粗饲料，其中精饲料包括甜菜颗粒、燕麦草、玉米、混合料、啤酒糟等，主要从外部采购；粗饲料包括青贮、苜蓿、

稻草等，公司自身拥有较为丰富的优质粗饲料资源，可在一定程度上满足公司养殖需求，使其奶牛养殖具有一定的成本优势，粗饲料采购金额中自供比例约为 60%。2018 年，公司鲜奶生产平均成本为 2.64 元/公斤，同比下降 19.02%。

公司饲料采购主要采用集中批量采购方

式，采购饲料种类中占比最大的为青贮，2018 年采购量超过 20 万吨，采购金额 1.15 亿元。公司饲料采购属于市场调控、按质论价，不签订采购合同。同时，公司拥有饲料加工厂，部分混合料为自产自销，2018 年消耗混合料价值 1.17 亿元，其中宁夏伊利乳业有限公司提供混合料价值 9024 万元。

表 8 公司奶牛养殖饲料采购情况（单位：万吨、万元）

饲料种类	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
甜菜颗粒	0.49	1068.56	0.80	1730.98	0.75	1623.22	0.44	884.95
燕麦草	0.22	357.93	0.58	929.57	0.94	1572.27	0.08	141.36
玉米	0.10	163.50	0.40	657.70	0.23	442.96	0.09	190.68
压片玉米	0.92	2015.40	0.91	1996.63	1.45	3289.52	1.31	3006.50
混合料	3.35	10093.21	6.40	19288.53	6.86	22710.42	5.82	19265.18
啤酒糟	3.14	1632.30	2.01	1053.5	2.54	1331.36	2.76	1478.10
棉籽	0.59	1643.45	0.53	3779.71	0.48	991.25	0.44	879.84
棉籽粕	0.15	430.56	0.17	490.86	0.06	142.72	0.01	16.66
精饲料小计	8.96	17404.91	11.79	29927.48	13.30	32103.72	10.96	25863.27
青贮	1.61	7770.70	19.32	9352.56	22.18	11547.65	1.94	1210.46
苜蓿	1.81	3075.48	1.70	2870.00	1.94	3721.95	1.64	3794.11
稻草	1.10	507.93	0.57	263.39	0.58	257.48	0.29	138.45
苜蓿青贮	2.07	1990.38	1.00	1033.25	3.15	2887.46	2.07	1990.38
粗饲料小计	2.89	11354.11	22.59	13519.20	27.84	18414.54	5.93	7133.40
饲料总计	11.86	28759.02	34.39	43446.68	41.15	50518.26	16.89	32996.67

资料来源：公司提供

注：粗饲料的丰收季节主要在第四季度，前三季度粗饲料采购量较小

公司鲜奶销售模式为订单销售，销售主要面向伊利、蒙牛两大下游客户，2018 年前五大下游客户销售金额合计占总销售金额的 92.03%，其中，伊利乳业占比达 80.76%，蒙牛乳业占比 9.99%。结算方面，伊利与蒙牛的结算均为按月结算（每月 25 日），销售回款稳定，应收账款质量较好。2018 年初，公司与伊利签订了一份为期 5 年的鲜奶供应合同，预计总供应量 106.50 万吨，为未来业务开展和规模提升奠定良好基础。

生猪产业

公司生猪产业主要由灵农畜牧经营，拥有

20 万头生猪屠宰加工线 1 条，猪肉品牌“灵农”及猪蹄、猪血等深加工商品。截至 2018 年底，灵农畜牧总资产为 4638.96 万元，所有者权益 1518.24 万元；2018 年实现营业收入 3555.79 万元，净利润-575.55 万元。

截至 2018 年底，公司生猪存栏量为 3.12 万头，同比下降 13.63%，主要系猪肉价格低位波动所致。2018 年猪出栏量为 5.10 万头，同比增长 7.13%，猪肉总产量为 3452 吨，同比增加 5.53%，波动较小。

表 9 公司生猪产业经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
年末猪存栏（头）	41054	36110	31188
其中：能繁母猪（头）	4733	4075	3444
当年猪出栏（头）	49496	47567	50960
猪肉产量（吨）	3306	3271	3452

资料来源：公司提供

表 10 公司生猪产业销售收入及成本明细

（单位：万元）

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
鲜肉	4336.94	4157.28	3689.85	3412.20	3461.80	3299.40
饲料加工	606.38	510.69	696.40	606.96	9.60	8.90
肥猪	119.69	67.95	102.79	65.55	32.30	31.30
仔猪	148.29	97.20	55.86	47.27	52.10	89.60
合计	5211.30	4833.12	4544.90	4131.97	3555.80	3429.20

资料来源：公司提供

公司生猪养殖成本以猪饲料为主，主要来源于公司下属单位饲料厂采购玉米、豆粕等主要原料后加工生产的全价猪饲料，其中，大宗原料的采购采取招标的方式，个别原料的采购采取询价议价的方式。

公司猪肉产品主要通过经营连锁超市、商店进行销售，截至 2018 年底，公司已在全区范围开设了 76 家“灵农”鲜猪肉连锁店和超市专柜，年供应放心肉 2500 多吨，占银川市 30% 的市场份额。2018 年 8 月以来，非洲猪疫情对公司生猪产业存在一定影响，公司主动减少猪存栏量及饲料加工规模，当年生猪产业收入为 3555.80 万元，同比下降 21.76%，但在总体主营业务收入中占比较小，对公司整体经营影响小。

总体看，公司畜牧业收入贡献稳步提升，其中奶业与下游大客户伊利乳业合作稳定，收入利润得到良好保障；生猪产业在当地市场占有率较高。

3. 服务业

公司服务业主要由旅游服务、设计监理、灌溉供水、物业管理、供暖等板块构成，其中，旅游服务收入占比最大，2018 年为 88.46%。

公司旅游服务收入由宁夏沙湖旅游股份有限公司负责运营，主要经营“宁夏沙湖旅游景区”，该公司也是沙湖景区的唯一合法运营主体。截至 2018 年底，该公司资产总额 6.49 亿元，所有者权益 3.76 亿元；2018 年实现营业收入 1.48 亿元，净利润-2687.24 万元。

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。沙湖景区自上世纪 80 年代末开发建设以来，先后被评为“全国 35 个王牌景点”、“国家首批 5A 级景区”、“中国十大魅力湿地”。近年来，公司精心保护天湖国家湿地公园，大力推进玉泉葡萄小镇建设，积极创建平吉堡奶牛场、前进农场两个国家现代农业庄园，初步形成以沙湖为龙头，湿地生态旅游、葡萄酒文化旅游、农业观光旅游竞相发展的旅游产业发展格局。

沙湖旅游景区的旅游服务收入主要包括两方面，一是景区门票收入和船票收入全额归公司所有；二是景区内娱乐收费项目由公司与其他企业或个人联合经营，按照项目收费的 4: 6 的比例进行收入分成。景区营业时间段主要为每年 4—11 月，客流量主要集中在高考结束之后及中秋和十一黄金周等节假日。近年，在宁夏全域旅游推广下，旅游景点增加，对沙湖景区形成分流，2018 年沙湖景区接待游客人数同比下降 11.60%，旅游服务收入同比下降 11.07%。

表 11 沙湖旅游景区经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
景区客流量（万人次）	105.19	96.44	85.25

旅游服务收入（万元）	14031.77	13327.74	11754.70
餐饮住宿（万元）	2798.80	2748.28	2382.08
商贸（万元）	587.53	518.94	536.67
收入合计（万元）	17418.10	16594.96	14758.70

资料来源：公司提供

景区门票的定价主要是由沙湖景区管理方向宁夏回族自治区物价局提交申请，并经国家发改委批准，备案通过后执行具体收费标准，宁夏自治区物价局不定期对景区收费情况进行检查。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。

景区成本主要由人工成本（员工工资、管理费用）、景区设施维护及固定资产折旧等方面构成。2016—2018 年，景区成本分别为 1.34 亿元、1.30 亿元和 1.31 亿元。

总体看，公司近年服务业受其他景区替代分流影响，旅游业客流量及收入持续下滑，盈利能力有待提升。

4. 建筑及房地产开发

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 2018 年底，西夏苑房地产公司资产总额 17.99 亿元，所有者权益 4.81 亿元；2018 年实现营业收入 1.95 亿元，净利润 3372.47 万元。

2016—2018 年，公司房地产住宅签约销售收入有所波动。2017 年，为切实加大去库存力度，公司与银川市政府签订安置房协议，共出售金地花园安置房 150 套，总价款 5351.77 万元。同时，2018 年以来公司进一步扩大了与中介机构的合作范围，增加中介机构合作数量，2018 年公司签约销售面积 10.80 万平方米，签约销售额 4.35 亿元，同比大幅增长，主要源自金地花园 C 区的销售。此外，金地花园 A、D

区签约均价的下降主要由于当期销售给政府的部分单价较低。

表 12 2016—2018 年公司房地产住宅签约销售情况
(单位：万平方米、万元)

项目名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	金额	面积	金额	面积	金额
金地花园 A、D 区	4.10	18779	1.88	13768	1.53	6673.04
金阳花园 B 区	5.96	15311	0.16	466	0.24	699.42
家林苑	0.34	1340	1.83	5300	5.44	16175.50
金地花园 C 区	--	--	--	--	3.59	19932.00
合计	10.40	35430	3.87	19534	10.80	43479.96

资料来源：公司提供

表 13 截至 2019 年 9 月底公司房地产在售项目情况
(单位：万平方米、万元)

项目名称	可售总面积	待售面积	已回笼资金	累计销售额
金阳花园 A 区	12.17	0.00	2.38	2.38
金阳花园 B 区	16.38	7.60	2.47	2.59
家林苑	14.07	1.93	3.71	3.83
金地花园 A、D 区	14.98	0.62	7.10	7.11
金地花园大厦	9.83	9.55	0.15	0.22
金地花园 C 区	4.52	0.00	2.48	2.52
合计	71.95	19.71	18.28	18.67

资料来源：公司提供

注：表中项目可售及待售面积均已达到预售标准

表 14 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	工期	截至 2019 年 9 月底已投资	计划投资	
				2019 年 10-12 月	2020 年
金地花园 C 区	2.30	2017.10-2020.03	1.75	0.24	0.25
金地花园 B 区	6.53	2019.03-2021.10	1.87	0.70	1.80
合计	8.83	--	3.62	0.94	2.05

资料来源：公司提供

公司在建房地产项目 2 个，总投资 8.83 亿元，未来投资规模 5.21 亿元，存在一定支出压力。

金地花园 C 区位于银川市金凤区黄河中路以北、福州南街以西，商住房为主，目前工程正在建设，主要为金地花园 C 区项目 15#-16#商住楼、17#-18#住宅楼及 19#社区商业及地下车库，总地上建筑面积 48080.76 平方米，总地下建筑面积 30219.98 平方米。项目于 2018 年 6 月取得商品房预售许可证。

金地花园 B 区地处银川市金凤区黄河中路以北、福州南街以西，以商住房为主，目前工程正在建设，主要为金地花园 B 区项目高层住宅 6 栋，小高层住宅 2 栋，多层住宅 4 栋，沿街独立商业 4 栋，人防地下车库 1 座，总建筑面积 15.67 万平方米。

公司土地储备 440 亩农业用地，位于宁夏银川市西夏区文萃路以西、培华路以南、学院路以北、宁夏财经学院以东；该地块暂未挂牌，待实际改变土地性质时确定交易价格。未来计划用于商品房开发建设。

截至 2019 年 9 月底，公司房地产待售面积 19.71 万平方米，其中金阳花园 B 区为经适房，待售面积 7.60 万平方米，部分计划整体打包出售，与当地政府仍在协调中。金地花园大厦自 2018 年初正式启动对外销售工作，剩余待售面积 9.55 万平方米，目前已与包括宁夏哈纳斯能源有限公司等多家企业客户进行接洽、实地考察、组织商谈；由于银川市写字楼市场总体供大于求，整栋或整层销售难度较大，公司将根据实际情况积极调整优化金地大厦租售方案，采用租售结合的策略进行去化。

总体看，公司近年房地产板块收入、利润均有所下滑，目前已完工项目待售面积较大，对资金形成占用，面临一定库存去化压力。

5. 商品销售

公司商品销售包括葡萄酒、牛羊业、农机具销售等，2018 年牛羊业销售收入占比最大。

2016—2018 年，公司商品销售收入持续下降，其中葡萄酒销售收入波动下降，2018 年收入下降主要由于葡萄酒行业整体低迷，且公司市场开拓效果不佳，成品酒销量同比下降 33.60%；牛羊业收入快速增加，主要系销售产品结构变化所致。

表 15 公司商品销售收入情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
葡萄酒	7593.85	7854.00	5687.00	2292.04
牛羊业	920.84	5852.38	12260.34	7135.83
农机具	4077.00	2029.17	2002.79	880.04
有机肥	597.63	1088.56	796.32	867.06
其他	14022.80	9197.65	2570.93	431.13
合计	27212.12	26021.76	23317.38	11606.10

资料来源：公司提供

（1）葡萄酒

公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏农垦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“恒生酒业”）经营，恒生酒业负责生产，西夏王酒业负责销售及外宣。公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色食品。恒生酒业葡萄酒年产能 4.5 万吨，其中原酒年产能 3.5 万吨，成品酒年产能 1.0 万吨。近年来公司收缩原酒生产，且 2017 年以来通过蒸馏法拓展葡萄酒品类、扩大对外销售渠道等方法集中去库存，2019 年 9 月底原酒库存量由 2016 年底的 3.90 万吨降至 2.94 万吨，但去库存压力仍然较大。2018 年及 2019 年前三季度，公司分别生产葡萄酒原酒 1893.20 吨和 828.60 吨，成品酒 2210.20 吨和 429.00 吨。

2016—2018 年，公司成品酒销量分别为 2722 吨、2851 吨、1893 吨，其中 2018 年低档酒销量占比由 75.97%降至 59.06%，中档酒占比则由 21.53%升至 29.85%；成品酒收入波动下降。由于市场开拓效果不佳，2019 年前三季度，成品酒销量 429.00 吨，收入 2292.04 万元。

(2) 牛羊产业

公司牛羊产业主要包括清真牛羊的育肥及销售，由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”）负责运营。

2016—2018 年，公司牛出栏量持续上升，羊出栏量有所波动，主要系羊肉价格波动所致；截至 2018 年底，公司牛、羊存栏量分别为 6.19 万头、7.69 万只。2016—2018 年，牛羊肉出栏量总体保持上升趋势。

表 16 公司牛羊产业经营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
年末牛存栏（头）	52373	55617	61882
年末羊存栏（只）	84607	72154	76866
牛出栏（头）	19031	19608	25963
羊出栏（只）	55086	49160	57356
牛肉产量（吨）	3306	3271	4764
羊肉产量（吨）	887	792	919

资料来源：公司提供

2017 年以来，公司牛羊业收入大幅提升，主要系为进一步扩大市场份额，公司从澳洲引进“安格斯”肉牛，该品种牛品质较高、肉质较好，比普通育肥牛的市场价格高出 30-40 元/斤。

总体看，公司葡萄酒产业存在原酒去库存压力和存货减值风险；牛羊产业规模持续扩张，收入大幅提升。

6. 经营效率

2016—2018 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均持续下降，三年均值分别为 8.95 次、0.86 次、0.17 次，2018 年分别为 7.34 次、0.85 次、0.16 次。公司经营

效率一般。

7. 项目建设及未来发展

(1) 项目建设

公司项目建设主要为农田基本建设工程、道路工程、湿地项目、葡萄园及酒庄等基础设施建设、酒厂技改项目、生物性工程及设施、奶牛基地建设、农场基建、沙湖景区建设以及环境整治十大类，共包括大小项目 300 余项，项目较多且涉及子公司较多。截至 2019 年 9 月底，公司单个项目总投资 2000 万元以上的在建项目 5 个，总投资共计 10.34 亿元，其中需自筹/贷款 9.45 亿元；已投资额共计 8.95 亿元，其中国家拨款已到位 8982.81 万元，工程进度跟随拨款进度推进；未来还需投资 1.40 亿元。

巴浪湖农场回乐小镇职工安置区危房改造项目位于巴浪湖农场北侧，西北邻古青高速路，西临清水沟大道，东南面邻新庆路。项目规划建设巴浪湖农场职工安置房 1812 套，总建筑面积 184257 平方米；分为 B、C 两区，共布置 51 座单体建筑，均为 5 层或 6 层（局部 6 或 7 层）。项目概算总投资 33371.70 万元，其中：工程费 30240.68 万元、其他费用 1751.54 万元，预备费 1379.48 万元。该项目建成后，主要用于置换农场职工棚户区危房，不产生收益。

中宁县太阳梁乡万头奶牛场养殖项目规划养殖规模为 12500 头奶牛，项目建设内容：泌乳牛舍 1.49 万平方米、室外路面硬化面积 7.1 万平方米，建设挤奶大厅、后备牛舍、挤奶通道、青贮平台、生态型粪污沼气处理系统、综合办公楼及配套的饲草储存和加工等辅助生产设施，以及外网、宿舍等附属工程。项目占地总面积 84.15 万平方米。

表 17 截至 2019 年 9 月底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	自筹/贷款	国家拨款	截至 2019 年 9 月底累计完成投资额
农业综合开发土地治理项目	16928.78	16045.97	882.81	16928.78
暖泉农场高效节水灌溉工程	2706.00	356.00	2350.00	2152.44

平吉堡奶牛场高效节水灌溉工程	6441.00	691.00	5750.00	6441.00
巴浪湖农场回乐小镇安置区危房改造项目	33371.70	33371.70	--	32384.40
中宁县太阳梁乡万头奶牛场养殖项目	44000.00	44000.00	--	31574.08
合计	103447.48	94464.67	8982.81	89480.70

资料来源：公司提供

注：太阳梁乡奶牛场截至本报告出具日已投资并建设完毕

公司拟建项目总投资 1.35 亿元，单个项目投资均不高于 5000 万元；需自筹资金 881 万元，其余均为国家补助。

总体看，公司在建项目年均对外投资 3-6 亿元，拟建项目自筹资金较低，未来投资支出尚可，但仍存在对外融资需求；在建资产收益性一般，回收期限长。

（2）未来发展

“十三五”期间，公司主要任务是为实现总体目标奠定坚实基础，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. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2019 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围较 2015 年底新设 2 家子公司，分别是宁夏农垦金融控股有限公司和宁夏农垦助贷管理有限公司；2017 年公司合并范围新增子公司 1 家子公司，为宁夏农垦（香港）投资有限公司；2018 年公司合并范围新增宁夏农垦硒谷农产品有限公司 1 家子公司；2019 年 1—9 月，公司合并范围无变化。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内拥有一级子公司 50 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 168.33 亿元，所有者权益 95.33 亿元（含少数股东权益 1.80 亿元）；2018 年公司实现营业收入 26.84 亿元，利润总额 0.97 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 172.39 亿元，所有者权益 96.75 亿元（含少数股东权益 1.40 亿元）；2019 年 1—9 月，实现营业收入 18.37 亿元，利润总额 0.64 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长率 7.59%。截至 2018 年底，公司资产总额 168.33 亿元，较上年底增长 4.16%；从资产结构看，公司流动资产占 27.01%，非流动资产占 72.99%，公司资产以非流动资产为主。

表 18 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	44.00	30.26	43.76	27.08	45.46	27.01

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.17	25.40	13.06	29.84	14.47	31.83
应收账款	2.52	5.72	3.35	7.65	3.89	8.55
存货	22.97	52.21	23.82	54.43	23.99	52.77
非流动资产	101.41	69.74	117.84	72.92	122.86	72.99
固定资产	22.57	22.25	21.96	18.64	21.66	17.63
在建工程	7.90	7.79	9.28	7.88	13.41	10.91
无形资产	60.72	59.87	76.40	64.84	76.45	62.23
生产性生物资产	7.37	7.27	7.38	6.26	8.37	6.81
资产总额	145.40	100.00	161.60	100.00	168.33	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司流动资产规模较为平稳，年均复合增长 1.65%。截至 2018 年底，公司流动资产 45.46 亿元，较上年底增长 3.89%，主要由货币资金（占 31.83%）、应收账款（占 8.55%）和存货（占 52.77%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金稳定增长，年均复合增长 13.80%。截至 2018 年底，公司货币资金 14.47 亿元，较上年底增长 10.83%；其中其他货币资金（主要为旅游质量保证金）20.00 万元，其余全部为银行存款。货币资金中受限占比很小。

2016—2018 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 24.28%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 3.89 亿元，较上年底增长 16.16%，主要系公司业务规模扩大导致部分板块挂账结算增加，同时商品房、葡萄酒等产品销售回款较慢所致。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占比 53.72%，一年至两年的占比 18.06%，两年以上的占比 28.22%，账龄较长，累计计提坏账准备 0.55 亿元，计提比例 12.42%；截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户占应收账款余额的 30.22%，公司应收账款客户集中度较高。

2016—2018 年，公司存货规模较为平稳。截至 2018 年底，公司存货账面价值 23.99 亿元，较上年底变化不大。公司存货主要由原材料（6.13 亿元）、库存商品（1.44 亿元）和开发成

本（9.24 亿元）构成。公司分别对原材料、库存商品和开发成本计提跌价准备 159.97 万元、23.86 万元和 22.30 万元，计提比例为 0.08%。公司各类房屋在存货中占比最高，为 38.55%，主要系公司待销售的商业住房，销售进度较慢所致；商品类库存主要包括葡萄酒等。公司存货业务面临一定库存压力，若未来产品价格下降，公司面临一定存货跌价风险。

2016—2018 年，公司非流动资产不断增长，年均增长 10.07%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 122.86 亿元，较上年底增长 4.27%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 17.63%）、在建工程（占 10.91%）、无形资产（占 62.23%）和生产性生物资产（占 6.81%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产规模变化不大。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 21.66 亿元，较上年底基本持平；公司固定资产主要由房屋及建筑物（16.91 亿元）和机器设备（3.97 亿元）构成；累计计提折旧 10.80 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长 30.32%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 13.41 亿元，较上年底增长 44.45%，主要系农田基本建设工程项目加大投入所致。

2016—2018 年，公司生产性生物资产规模持续增长，年均复合增长 6.55%，截至 2018 年底，公司生产性生物资产 8.37 亿元，较上年底

增 13.40%，主要由奶牛（6.21 亿元）和葡萄树（2.14 亿元）组成。

2016—2018 年，公司无形资产不断增长，年均增长 12.21%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 76.40 亿元，较上年底增长 25.83%，主要系土地使用权增加 15.70 亿元所致（2017 年公司将 56 宗新办证土地入账，对应评估价值 14.83 亿元，详见重大事项）。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 76.45 亿元，同比变化不大；公司无形资产以土地使用权（76.45 亿元）为主，其中宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权价值 76.08 亿元（详见附件 2）。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 172.39 亿元，较 2018 年底变化不大，其中流动资产和非流动资产分别占比 26.07%和 73.93%，非流动资产占比略有提升。截至 2019 年 9 月底，公司货币资金 11.37 亿元，较 2018 年底下降 21.42%，主要系生产投入及项目建设投入增加所致；在建工程账面价值 18.19 亿元，较 2018 年底增长 35.65%，主要系对农田基建及相关配套工程投入增加所致；其他科目变动不大。

总体看，近年来公司资产规模稳步增长，以房地产及葡萄酒为主的存货去化慢，存在一定跌价风险；固定资产和无形资产占比大，公司资产流动性及资产质量较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均增长 10.12%，主要源于资本公积的增长。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 95.03 亿元，较上年底增长 20.88%，主要系公司在 2017 年将 56 宗国有划拨土地（合计 15719.04 万平方米）按照评估价格入账，对应评估价值 14.83 亿元，上述土地入账使得资本公积增加 14.83 亿元。从权益结构来看，截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 98.11%，以股本（51.56 亿元）、资本公积（30.96 亿元）

和未分配利润（10.15 亿元）为主。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 96.75 亿元（含少数股东权益 1.40 亿元），较 2018 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益规模稳步增长，所有者权益结构稳定。

负债

2016—2018 年，公司负债规模有所波动，年均复合增长 4.55%。截至 2018 年底，公司负债总额 73.00 亿元，较上年底增长 9.66%，主要系长期借款及应付债券增加所致。其中，流动负债占 48.29%，非流动负债占 51.71%。

2016—2018 年，公司流动负债规模波动增长，年均增长 23.80%。截至 2018 年底，公司流动负债 35.26 亿元，较上年底下降 9.59%，主要系“11 宁农垦债”18 亿元到期偿付及短期借款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 44.47%）、应付账款（占 22.36%）和其他应付款（占 14.08%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款规模快速上涨，年均复合增长 101.20%。截至 2018 年底，公司短期借款 15.68 亿元，较上年底增长 11.49 亿元，主要系新增短期借贷置换公司债券所致。公司短期借款由担保借款（3.45 亿元）、信用借款（11.19 亿元）和质押借款（1.04 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应付账款规模波动增长，年均复合增长 10.55%，主要为工程款、原材料采购款等。截至 2018 年底，公司应付账款 7.88 亿元，较上年底增长 52.23%，主要系项目建设投入增加所致。其中账龄在一年内占比 55.45%，一年至两年的占比 27.41%。

2016—2018 年，公司其他应付款规模逐年下降，年均复合下降 19.06%。截至 2018 年底，公司其他应付款 4.96 亿元，较上年底下降 22.43%，主要包括单位往来款（3.70 亿元）和存入保证金（1.04 亿元）等，往来款主要系工程款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 1.86 亿元，同比大幅下滑，主要系公司债

“11 宁农垦债”偿付所致。

2016—2018年，公司非流动负债有所波动，截至2018年底，公司非流动负债合计37.75亿元，较上年底增长36.87%，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44.09%）和专项应付款（占34.97%）和构成。

2016—2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长25.09%，截至2018年底，公司长期借款16.64亿元，较上年底增加42.11%，主要系新增流动资金及项目建设所致；公司长期借款主要由抵押借款（6.39亿元）、抵押+担保借款（1.86亿元）及项目借款（6.13亿元）组成。

截至2018年底，公司新增应付债券3.40亿元，主要系公司2018年发行“18 宁农债”所致。

截至2018年底，公司新增长期应付款3.60亿元，全部为固定资产融资租赁款。

2016—2018年，公司专项应付款有所波动。截至2018年底，公司专项应付款13.20亿元，较上年底下降13.87%，主要由水库移民及危房改造安置资金（1.77亿元）、农田基本建设资金（2.70亿元）、农业技术推广资金（1.30亿元）和节水灌溉等小农水项目资金（1.98亿元）等构成。

截至2019年9月底，公司负债总额75.64亿元，较2018年底增长3.62%，主要系长期借款增长所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为47.85%和52.15%，流动负债占比有所下降。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务规模持续增长，年均增长10.19%。截至2018年底，公司全部债务41.18亿元，同比增长15.86%，其中短期债务占42.58%。截至2019年9月底，公司全部债务合计42.37亿元，较2018年底增长2.90%；其中短期债务和长期债务分别占39.79%和60.21%，长期债务占比有所

提升。

从债务指标看，2016—2018年，受2017年所有者权益大幅增长影响，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均有所波动，上述指标三年均值分别为43.50%、29.18%和19.18%，2018年底分别为43.37%、30.17%和19.87%。截至2019年9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较2018年底有所上升，分别为43.88%、30.46%和20.87%。

总体看，2016—2018年，随着业务发展及项目持续投入，公司债务规模逐年提升，整体债务负担较公司经营规模偏重。2018年以来，随着对“11 宁农垦债”的到期偿付，公司有息债务结构有所优化。

4. 盈利能力

近年来，公司经营较为平稳。2016—2018年，公司营业收入年均复合增长0.17%，2018年为26.84亿元，同比变化不大。2016—2018年，公司营业成本年均增长0.16%，增速略低于营业收入；2018年公司营业成本20.36亿元，同比增长1.54%。受毛利率相对较低的农业板块收入占比同比提升，同时商品销售板块毛利率波动下降影响。2016—2018年，公司营业利润率波动下降，2018年为22.96%，同比下降1.32个百分点。

从期间费用看，2016—2018年，公司期间费用占营业收入比重分别为20.83%、21.78%和21.49%。2018年公司费用总额5.77亿元，较上年下降1.17%。其中，销售费用1.30亿元，同比增长15.72%；管理费用3.16亿元，同比增长5.33%；财务费用1.30亿元，同比下降23.98%，主要系高息借贷成本结清，利息支出减少所致。

2016—2018年，公司投资收益分别为0.49亿元、0.43亿元和0.37亿元，主要来源于权益法核算的长期股权投资收益及理财产品投资收益。2016—2018年，公司营业外收入及其他收

益合计分别为0.70亿元、0.88亿元和1.22亿元，主要来源于政府补助及补贴资金。2016—2018年，公司投资收益和营业外收入及其他收益占当期利润总额的比重分别为114.42%、119.97%和162.89%，公司利润总额对政府补助依赖很大。

2016—2018年，公司营业外支出分别为0.73亿元、0.74亿元和1.09亿元，主要为固定资产处置损失及社会性支出。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年平均值分别为23.50%、2.02%和1.01%，2018年分别为22.96%、1.51%和0.80%，上述三项指标同比均有所下滑。

2019年1—9月，公司实现营业收入18.37亿元，同比增长29.55%，主要来自于房地产收入增加；实现利润总额0.64亿元，同比增加1.55亿元，主要受益政府补助增加及利息支出减少；同期，公司营业利润率为24.97%，较上年底提升2.01个百分点。

总体看，近年来公司收入规模较为平稳，利润总额对政府补助依赖很大，考虑到政策支持持续性良好，整体盈利水平稳定。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长5.84%。2018年，公司经营活动现金流入量为28.52亿元，同比增长13.32%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；其中销售商品、提供劳务收到的现金为20.07亿元，收到与其他与经营活动有关的现金8.44亿元，主要系各类专项及补贴款、其他往来款、罚款及利息收入等；2016—2018年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长7.16%。2018年，公司经营活动现金流出规模25.90亿元，同比增长19.25%；其中购买商品、接受劳务支付的现金14.32亿元；支付其他与经营活动有关的现金6.89亿元，主要为支付的往来款、捐赠及其他、

办公费等管理费用及运输费等营业费用。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.90亿元、3.45亿元和2.62亿元。从收入实现质量来看，2016—2018年，公司现金收入比分别为67.52%、63.01%和74.78%，公司收入实现质量有待提高。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模有所波动，2017年公司投资活动现金流入32.51亿元，同比增长72.47%，主要系收回投资收到的现金（银行理财产品赎回）大幅增加所致；2016—2018年，公司投资活动现金流出量分别为20.40亿元、33.60亿元和19.65亿元，主要为投资支付的现金（银行理财产品购买）；2016—2018年，公司投资活动现金流净额分别为-1.56亿元、-1.09亿元和-5.30亿元。2018年，公司筹资活动前现金流净额为-2.68亿元，存在一定对外融资需求。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入规模快速增长，分别为7.70亿元、9.47亿元和30.45亿元，主要为取得借款收到的现金；2016—2018年，公司筹资活动现金流出持续增长，主要用于偿还债务；2016—2018年，公司筹资活动现金净流量分别为0.36亿元、-0.48亿元和4.10亿元。2018年公司取得借款和偿还债务的资金规模较大，主要系公司新增借款用于偿付到期债券所致。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流入及流出量分别为52.53亿元和54.73亿元，其中收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，主要系公司部分关联交易产生的现金流暂未做抵消所致，经营活动现金流净额为-2.20亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.65亿元；筹资活动产生的现金流量净额0.52亿元。同期，公司现金收入比为102.33%，收入实现质量大幅提升。

总体看，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入规模较为平稳，收入实现质量有待提高；随着在建工程的持续投入，公司存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率整体呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为 144.15%及 67.82%，截至 2018 年底，公司流动比率及速动比率分别为 128.95%及 60.90%，同比均有所提升；2018 年经营性现金流流动负债比为 7.43%，较去年同期下降 1.41 个百分点。截至 2019 年 9 月底，流动比率及速动比率分别为 124.19%及 56.07%，较 2018 年底均有所下滑。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.75 倍、2.96 倍和 3.51 倍；同期，全部债务/EBITDA 分别为 6.69 倍、6.90 倍和 9.06 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司从各商业银行获得授信额度合计 36.99 亿元，未使用额度 6.02 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 9 月底，公司资产受限情况如下表。

表 19 截至 2019 年 9 月底公司资产受限情况

(单位：万元)

抵押资产名称	贷款/融资余额	抵押物账面价值	用途	抵/质押时间
土地使用权	52300	83048.36	银行借款	2012 年 5 月-2033 年 3 月
土地使用权	18000	46891.69	银行借款	2015 年 9 月-2027 年 9 月
土地使用权	37900	41291.20	银行借款	2017 年 5 月-2020 年 5 月
景区收费权	7000	--	银行借款	--
货币资金	--	20.00	旅游质量保证金	--

资料来源：公司提供

7. 未决诉讼

截至本报告出具日，公司被贺兰县人民法院纳入被执行人名单。公司下属宁夏回族自治区国营暖泉农场（以下简称“暖泉农场”）依据

宁党发[2010]33 号《关于整顿和加强农垦土地管理的决定》解除了与宁夏金马产业发展有限公司（以下简称“宁夏金马”）土地承包合同，收回其承包土地，并按照宁府发[2010]37 号《宁夏回族自治区农垦系统清理收回对外承包土地补偿办法》制定的补偿标准进行补偿。宁夏金马对地上附着物进行评估，评估价值远高于根据宁府发[2010]37 号文计算所得补偿金额，因此宁夏金马提起诉讼，法院一审判决暖泉农场支付宁夏金马 3481.46 万元损失。

根据贺兰县人民法院执行裁定书【(2017)宁 0122 执异 13 号】，因暖泉农场财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，因此追加第三人为被执行人，在 3518.18 万元及加倍支付迟延履行期间的债务利息范围内承担责任。根据宁夏回族自治区银川市中级人民法院 23 号民事判决书【(2017)宁 01 民再 12 号】，二审认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。2018 年 4 月宁夏回族自治区高级人民法院作出了（2018）宁民抗 23 号《民事裁定书》，裁定：由宁夏回族自治区高级人民法院提审本案，并中止原判决的执行。目前该案正在审理中，尚未作出判决。

截至本报告出具日，包括上述未决诉讼，公司共存在 6 项标的 500 万元以上的重大未决诉讼，诉讼金额合计 3.71 亿元，占公司 2018 年底净资产的 3.89%，存在一定或有负债风险。

表 20 截至 2019 年 9 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	发回重审待判决
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	20210.10	已受理尚未开庭
金昌市佰亿置业有限公司	合同纠纷	1659.39	已开庭尚未判决
宁夏金马产业发展有限公司	土地承包补偿纠纷	5397.92	发回重审
北京市新元知识产权代理有限公司	第三人撤销之诉纠纷	700.00	发回重审
宁夏简泉碳化硅有限公司	追偿权纠纷	826.34	已判决并申请执行

			正在执行中
合计	—	37098.49	—

资料来源：公司提供

8. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2018 年底，公司本部资产总额 122.49 亿元；其中流动资产占 30.51%。流动资产主要由其他应收款构成，占比 77.28%。非流动资产以无形资产为主，占 89.32%。截至 2018 年底，公司本部负债总额 36.25 亿元，构成主要为短期借款、其他应付款、长期借款和专项应付款。

所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 86.25 亿元，主要由实收资本（51.56 亿元）和资本公积（27.68 亿元）构成。

盈利能力方面，2018 年公司本部实现营业收入 1.87 亿元；期间费用主要为财务费用 1.49 亿元；同期，本部实现利润总额 0.39 亿元（其中投资收益 0.55 亿元）。

现金流方面，2018 年，公司本部经营活动现金流入量为 13.66 亿元（主要是收到其他与经营活动有关的现金 12.22 亿元），经营活动现金流量净额为 5.35 亿元；投资活动现金流量净额为 0.16 亿元；同期，筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动现金流量净额为-4.47 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司本部有息债务为 21.25 亿元，主要为短期借款 11.15 亿元，长期借款 6.40 亿元和应付债券 3.40 亿元。

联合资信关注到，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，偿债压力大；本部收入规模小，经营获现能力弱，对债务保障能力弱。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2019 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比重分别为 11.80%和 19.60%，本期中期票据的发

行对公司现有债务总量有一定影响。

截至 2019 年 9 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 43.88%、30.46%和 20.87%。以 2019 年 9 月底为基础，本期中期票据发行后，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例将分别提升至 45.46%、32.87%和 23.97%。考虑到本期中期票据部分用于偿还公司有息债务，本期中期票据发行后，公司实际债务负担将小于上述值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 5.09 倍、5.03 倍和 5.70 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 0.58 倍、0.69 倍和 0.52 倍。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 1.01 倍、1.03 倍和 0.91 倍。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。

十一、结论

公司是宁夏地区规模最大的现代化农业企业，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，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。公司拥有 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，机械化作业程度高。公司业务涉足种植业、畜牧业、旅游服务、建筑及房地产开发、商品销售等，多元化程度较高，总体发展稳健，收入规模稳定。同时，公司房地产项目和葡萄酒原酒面临去库存压力，存货面临一定跌价风险；周边景区的分流导致沙湖景区客流量下滑；在建资产收益性一般，回收期限长。

公司资产以非流动资产为主，无形资产规模大，资产流动性较弱；财务控费能力待提升，主业盈利能力一般。

2017 年，公司将 56 宗新办证国有划拨土地按评估价格作为国家资本金入账，增加公司资本公积 14.83 亿元，公司资本结构有所优化。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。

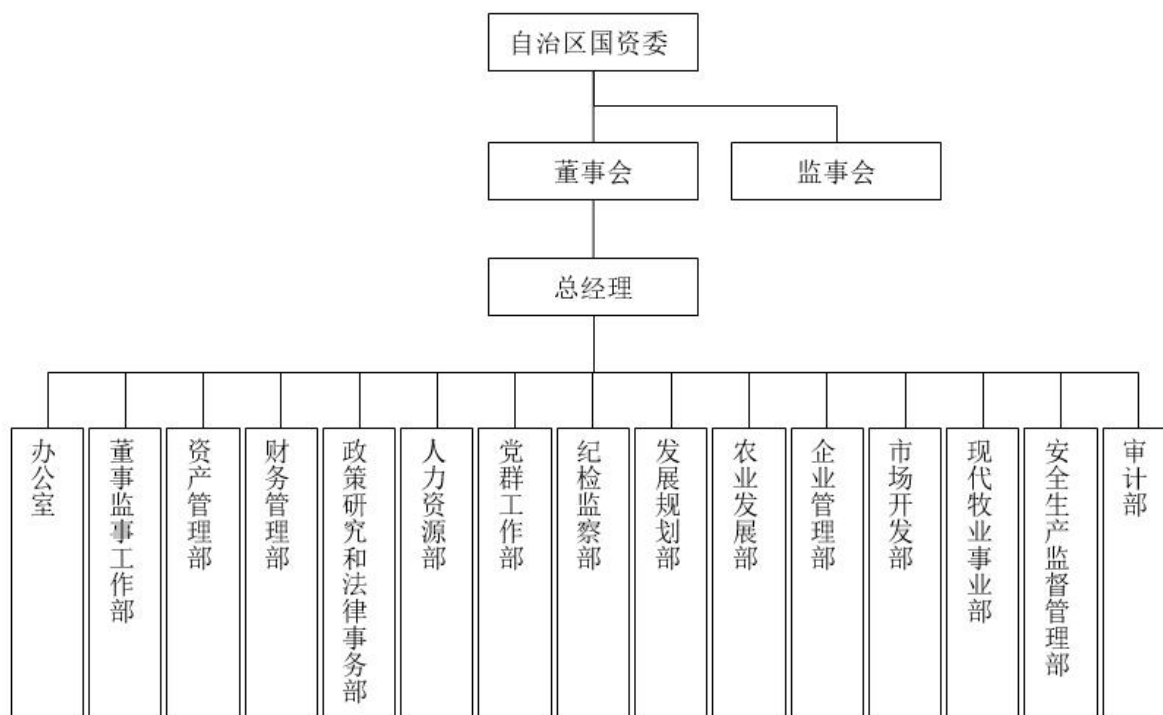
公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司产权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司无形资产中作价出资土地明细

(单位: 平方米、万元)

土地证号	面积m²	使用权类型	土地用途	入账价值
吴国用(2010)第 60023 号	6144969.00	作价出资	农用地	5171.52
吴国用(2010)第 60024 号	8964.20	作价出资	工业用地	90.54
吴国用(2010)第 60025 号	3739.90	作价出资	商务金融用地	53.11
吴国用(2010)第 60026 号	11955835.00	作价出资	农用地	9889.95
吴国用(2010)第 60027 号	159231.00	作价出资	农用地	
石国用(2010)第 60130 号	410079.00	作价出资	耕地	262.45
石国用(2010)第 60061 号	205007.30	作价出资	采矿用地	1906.57
石国用(2010)第 3340 号	37223.50	作价出资	工业	346.18
石国用(2010)第 3339 号	107133.30	作价出资	工业	932.06
银国用(2016)第 19693 号	6577856.18	作价出资(入股)	农用地	68675.85
银国用(2016)第 19694 号	20647396.32	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第 19695 号	25585074.35	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第 19659 号	10436128.27	作价出资(入股)	耕地	
银国用(2016)第 19660 号	904129.50	作价出资(入股)	耕地	
银国用(2016)第 19690 号	15830829.77	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第 19696 号	1875653.26	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第 19697 号	1553236.60	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第 07476 号	33860.21	作价出资(入股)	工业用地	853.28
银国用(2016)第 02137 号	13181.44	作价出资(入股)	工业用地	332.17
银国用(2016)第 04201 号	139723.51	作价出资(入股)	设施农用地	307.39
银国用(2016)第 04199 号	31056.27	作价出资(入股)	设施农用地	68.32
银国用(2016)第 02233 号	15880.91	作价出资(入股)	设施农用地	34.94
银国用(2016)第 02240 号	21477.33	作价出资(入股)	工业用地	541.23
银国用(2016)第 02545 号	17224.99	作价出资(入股)	设施农用地	37.89
银国用(2016)第 04059 号	42052.26	作价出资(入股)	设施农用地	92.51
银国用(2016)第 04181 号	86529.20	作价出资(入股)	设施农用地	190.36
银国用(2016)第 04183 号	26125.84	作价出资(入股)	设施农用地	57.48
银国用(2016)第 02546 号	45143.76	作价出资(入股)	工业用地	1137.62
银国用(2016)第 08149 号	4200.06	作价出资(入股)	工业用地	105.84
银国用(2016)第 08150 号	36522.70	作价出资(入股)	设施农用地	80.35
银国用(2016)第 08152 号	53202.05	作价出资(入股)	工业用地	1340.69
银国用(2016)第 08155 号	29963.94	作价出资(入股)	设施农用地	755.09

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
银国用（2016）第 08157 号	29070.52	作价出资（入股）	工业用地	732.58
银国用（2016）第 08160 号	111678.13	作价出资（入股）	设施农用地	245.69
银国用（2016）第 08164 号	9693.20	作价出资（入股）	设施农用地	21.33
银国用（2016）第 08168 号	122081.87	作价出资（入股）	工业用地	3076.46
银国用（2016）第 04184 号	84283.28	作价出资（入股）	工业用地	2123.94
银国用（2016）第 07473 号	5290.84	作价出资（入股）	工业用地	133.33
银国用（2016）第 02547 号	7147.52	作价出资（入股）	商务金融用地	213.00
银国用（2016）第 02548 号	11547.56	作价出资（入股）	工业用地	291.00
银国用（2016）第 07474 号	59012.52	作价出资（入股）	工业用地	1548.43
银国用（2016）第 07471 号	955.56	作价出资（入股）	工业用地	
银国用（2016）第 07467 号	1477.72	作价出资（入股）	工业用地	
银国用（2016）第 04089 号	3062.45	作价出资（入股）	工业用地	77.17
永国用（2010）第 1725 号	15366.20	作价出资	工业用地	170.56
永国用（2010）第 1726 号	36861.10	作价出资	工业用地	409.16
永国用（2010）第 1727 号	23565.50	作价出资	工业用地	261.58
永国用（2010）第 1728 号	6150.90	作价出资	工业用地	68.27
永国用（2010）第 1729 号	3886.50	作价出资	工业用地	43.14
永国用（2010）第 1730 号	2683.30	作价出资	办公用地	40.52
永国用（2010）第 1731 号	14659.00	作价出资	工业用地	148.06
永国用（2010）第 1732 号	16762.40	作价出资	工业用地	177.68
永国用（2010）第 1733 号	8893.70	作价出资	工业用地	94.27
永国用（2010）第 1734 号	915627.50	作价出资	农业用地	1002.61
永国用（2010）第 1735 号	538837.20	作价出资	农业用地	590.03
永国用（2010）第 1736 号	61505.90	作价出资	农业用地	67.35
永国用（2010）第 1737 号	267493.30	作价出资	农业用地	292.91
永国用（2010）第 1738 号	149183.80	作价出资	农业用地	163.36
永国用（2010）第 1739 号	385056.50	作价出资	农业用地	421.64
永国用（2010）第 1740 号	272819.70	作价出资	农业用地	298.74
永国用（2010）第 1741 号	479444.80	作价出资	农业用地	524.99
永国用（2010）第 1742 号	166208.10	作价出资	农业用地	182.00
永国用（2010）第 1743 号	605009.90	作价出资	农业用地	662.49
永国用（2010）第 1744 号	937247.70	作价出资	农业用地	1026.29
永国用（2010）第 1745 号	96765.20	作价出资	农业用地	105.96
永国用（2010）第 1746 号	620036.30	作价出资	农业用地	678.94
永国用（2010）第 1747 号	104417.10	作价出资	农业用地	114.34

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
永国用(2010)第1748号	444107.20	作价出资	农业用地	486.30
永国用(2010)第1749号	352155.30	作价出资	农业用地	385.61
永国用(2010)第1939号	49478978.98	作价出资		46226.92
惠国用(2010)第60027号	3336600.00	国家作价出资	农用地	2861.96
惠国用(2010)第60030号	962200.00	国家作价出资	农用地	778.55
惠国用(2010)第60031号	1855300.00	国家作价出资	农用地	1687.88
惠国用(2010)第60032号	140821.80	国家作价出资	农用地	191.66
惠国用(2010)第60033号	513661.40	国家作价出资	工业	3698.36
惠国用(2010)第60034号	569400.00	国家作价出资	农用地	697.46
惠国用(2010)第60035号	21749.10	国家作价出资	工业	156.59
惠国用(2010)第60036号	9510.10	国家作价出资	工业	68.47
惠国用(2010)第60037号	16702.80	国家作价出资	工业	120.26
惠国用(2010)第60038号	4572,700.00	国家作价出资	农用地	3596.41
惠国用(2010)第60039号	5791.40	国家作价出资	工业	38.80
惠国用(2010)第60040号	8677.50	国家作价出资	办公	146.65
惠国用(2010)第60041号	111025.30	国家作价出资	工业	732.77
惠国用(2010)第60042号	2375600.00	国家作价出资	农用地	2152.02
惠国用(2010)第60043号	5224.00	国家作价出资	工业	34.48
惠国用(2010)第60044号	6299.90	国家作价出资	工业	41.58
惠国用(2010)第60045号	93200.00	国家作价出资	养殖用地	132.34
惠国用(2010)第60046号	2396842.40	国家作价出资	坑塘水面用地	1639.44
惠国用(2010)第60047号	5434700.00	国家作价出资	农用地	4465.72
惠国用(2010)第60048号	6703900.00	国家作价出资	工业	5386.51
惠国用(2010)第60049号	7822300.00	国家作价出资	农用地	6155.87
惠国用(2010)第60050号	515200.00	国家作价出资	农用地	491.42
惠国用(2010)第60051号	19570.40	国家作价出资	农用地	26.64
惠国用(2010)第60052号	17110.60	国家作价出资	工业	123.20
惠国用(2010)第60053号	354587.10	国家作价出资	农用地	277.29
石国用(2010)第60131号	80530.53	国家作价出资	工业	652.30
平国用(2010)第418号	70915.77	国家作价出资	工业	638.24
平国用(2010)第419号	22716.81	国家作价出资	工业	204.45
青国用(2010)第0296号	49294.00	作价出资	工业用地	473.22
青国用(2010)第0297号	38162.40	作价出资	工业用地	366.36
青国用(2010)第0298号	21538.00	作价出资	工业用地	206.76
青国用(2010)第0299号	16645.20	作价出资	工业用地	159.79

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
青国用(2010)第0301号	2285.20	作价出资	商务金融	30.16
青国用(2010)第0304号	203037.60	作价出资	设施农用地	433.28
青国用(2010)第0307号	10097529.00	作价出资	耕地	11632.35
青国用(2010)第0308号	33635.20	作价出资	批发零售	430.53
青国用(2010)第0331号	2802900.00	作价出资	农业用地	2350.86
青国用(2010)第0391号	10770700.00	作价出资	农业用地	12407.85
灵国用(2010)第0311号	17080.60	国家作价出资	工业用地	204.97
灵国用(2010)第0315号	12055.60	国家作价出资	机关团体用地	303.80
灵国用(2010)第0316号	2174.20	国家作价出资	其他商服用地	50.01
灵国用(2010)第0326号	41253823.00	国家作价出资	农用地	35641.80
灵国用(2010)第0328号	17185000.00	作价出资	农用地	14584.63
银国用(2015)第04735号	30023422.00	划拨	农用地	14886.78
银国用(2015)第04736号	4945922.00	国家作价出资	农用地	22928.77
银国用(2015)第04737号	15815.00	国家作价出资	商务金融用地	423.84
银国用(2015)第04738号	10352.80	国家作价出资	工业用地	260.89
贺国用(2010)第1020号	74937145.40	作价出资	农用地	61646.22
贺国用(2010)第1021号	7107.80	作价出资	机关团体	129.36
贺国用(2010)第1024号	23072.40	作价出资	工业	260.72
贺国用(2010)第1025号	25173.50	作价出资	工业	284.46
贺国用(2010)第1026号	82145.70	作价出资	工业	928.25
贺国用(2010)第1027号	21812.80	作价出资	工业	246.48
贺国用(2010)第1032号	310184.00	作价出资	设施农用地(养殖)	522.35
贺国用(2010)第1033号	68361.00	作价出资	设施农用地(养殖)	115.12
贺国用(2010)第1034号	95209.20	作价出资	工业(屠宰场)	1018.74
贺国用(2010)第1035号	19492.00	作价出资	工业	208.56
贺国用(2010)第1036号	22743.70	作价出资	工业	250.18
贺国用(2010)第1037号	8349.00	作价出资	工业	91.84
贺国用(2010)第1053号	271758.50	作价出资	坑塘水面	268.50
贺国用(2010)第1056号	483704.00	作价出资	坑塘水面及盐碱地	477.90
贺国用(2010)第1060号	99336.10	作价出资	设施农业	167.28
银国用(2016)第04249号	158726.36	作价出资(入股)	设施农用地	428.56
银国用(2016)第04252号	142234.02	作价出资(入股)	设施农用地	384.03
银国用(2016)第04256号	6362.43	作价出资(入股)	工业用地	160.33

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
银国用(2016)第04259号	10888.50	作价出资(入股)	工业用地	274.39
银国用(2016)第04263号	9165.29	作价出资(入股)	工业用地	230.97
银国用(2016)第04265号	16629.42	作价出资(入股)	工业用地	419.06
银国用(2016)第04266号	26255.02	作价出资(入股)	工业用地	661.63
银国用(2016)第04267号	9674.08	作价出资(入股)	商务金融用地	283.46
银国用(2016)第07519号	382087.02	作价出资(入股)	农用地	1031.63
银国用(2016)第07521号	252679.57	作价出资(入股)	农用地	682.23
银国用(2016)第07523号	209541.50	作价出资(入股)	农用地	565.76
银国用(2016)第19682号	2107432.51	作价出资(入股)	农用地	50623.12
银国用(2016)第19683号	3489148.13	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19684号	1456625.74	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19685号	985996.19	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19680号	2026488.31	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19687号	19771018.10	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19688号	13640621.77	作价出资(入股)	农用地	
银国用(2016)第19689号	15981093.05	作价出资(入股)	农用地	
平国用(2010)第252号	1399303.59	国家作价出资	坑塘水面	803.20
平国用(2010)第265号	117390.80	国家作价出资	采矿用地	751.30
平国用(2010)第266号	33522.40	国家作价出资	商业服务业	278.24
平国用(2010)第267号	147845.90	国家作价出资	采矿用地	961.00
平国用(2010)第268号	197256.50	国家作价出资	采矿用地	1262.44
平国用(2010)第269号	212377.90	国家作价出资	采矿用地	1359.22
平国用(2010)第270号	118403.80	国家作价出资	采矿用地	769.62
平国用(2010)第271号	118209.00	国家作价出资	采矿用地	756.54
平国用(2010)第272号	226919.10	国家作价出资	采矿用地	1452.28
平国用(2010)第273号	316847.70	国家作价出资	坑塘水面	181.87
平国用(2010)第274号	27444931.64	国家作价出资	旅游业	83048.36
平国用(2010)第275号	651047.30	国家作价出资	坑塘水面	373.70
平国用(2010)第276号	819075.70	国家作价出资	农用地	642.97
平国用(2010)第277号	17746.30	国家作价出资	商业服务业	147.29
平国用(2010)第279号	7547794.00	国家作价出资	农用地	5927.85
平国用(2010)第280号	10413062.00	国家作价出资	农用地	8174.25
平国用(2010)第281号	5374536.00	国家作价出资	农用地	4219.01
平国用(2010)第282号	401361.00	国家作价出资	农用地	315.07
平国用(2010)第283号	4598835.00	国家作价出资	农用地	3744.38

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
平国用(2010)第284号	40922722.00	国家作价出资	农用地	32124.34
平国用(2010)第395号	11477084.00	国家作价出资	设施农用地	6587.85
平国用(2010)第396号	1229565.00	国家作价出资	设施农用地	705.77
平国用(2010)第397号	3767065.00	国家作价出资	设施农用地	2162.30
平国用(2010)第398号	14396594.00	国家作价出资	设施农用地	8263.64
石国用(2010)第60033号	25703.20	国家作价出资	工业	164.50
石国用(2010)第60080号	11585797.00	国家作价出资	农用地	8894.35
中宁国用(2012)第60040号	7503.00	国家作价出资	采矿用地	32.26
中宁国用(2012)第60041号	176609.80	国家作价出资	采矿用地	865.39
中宁国用(2012)第60042号	13978.30	国家作价出资	采矿用地	60.11
中宁国用(2012)第60043号	14237.70	国家作价出资	工业用地	69.76
中宁国用(2012)第60044号	5516.70	国家作价出资	采矿用地	23.72
中宁国用(2012)第60045号	5083.60	国家作价出资	采矿用地	21.86
中宁国用(2012)第60046号	280800.30	国家作价出资	采矿用地	1207.44
中宁国用(2012)第60047号	27756.50	国家作价出资	采矿用地	119.35
中宁国用(2012)第60048号	10108.10	国家作价出资	采矿用地	43.46
中宁国用(2012)第60049号	73558.20	国家作价出资	采矿用地	316.30
中宁国用(2012)第60050号	24163.20	国家作价出资	工业用地	202.97
中宁国用(2012)第60051号	7374.40	国家作价出资	采矿用地	31.71
中宁国用(2012)第60052号	49725.40	国家作价出资	采矿用地	243.65
中宁国用(2012)第60053号	39884.00	国家作价出资	采矿用地	171.50
中宁国用(2012)第60054号	22161.10	国家作价出资	采矿用地	95.29
中宁国用(2012)第60055号	12288.00	国家作价出资	采矿用地	52.84
中宁国用(2012)第60056号	7218.50	国家作价出资	采矿用地	31.04
中宁国用(2012)第60057号	5346.10	国家作价出资	工业用地	22.99
中宁国用(2012)第60058号	5763.80	国家作价出资	采矿用地	24.78
中宁国用(2012)第60059号	8967.70	国家作价出资	工业用地	75.33
中宁国用(2012)第60060号	8881.70	国家作价出资	工业用地	74.61
中宁国用(2012)第60061号	89126.80	国家作价出资	工业用地	748.67
中宁国用(2012)第60062号	4054.30	国家作价出资	商务金融用地	38.92
中宁国用(2012)第60063号	6305.20	国家作价出资	商务金融用地	61.79
中宁国用(2012)第60065号	74612.10	国家作价出资	采矿用地	320.83
中宁国用(2012)第60066号	42874.80	国家作价出资	采矿用地	184.36
中宁国用(2012)第60067号	363198.20	国家作价出资	坑塘水面用地	191.04
中宁国用(2012)第60068号	2351043.70	国家作价出资	农用地	1391.82

土地证号	面积m ²	使用权类型	土地用途	入账价值
中宁国用(2012)第 60064 号	70029030.00			46891.69
银国用(2016)第 19677 号	12051443.27	作价出资(入股)	农用地	9412.03
银国用(2016)第 19676 号	4534.82	作价出资(入股)	商务金融用地	114.28
永国用(2010)第 1827 号	17648.40	作价出资	办公用地	273.55
永国用(2010)第 1857 号	782010.70	作价出资	农业用地	873.51
永国用(2010)第 1858 号	169551.20	作价出资	风景名胜	2288.94
永国用(2010)第 1859 号	170077.20	作价出资	农业用地	189.98
永国用(2010)第 1860 号	364115.00	作价出资	农业用地	406.72
永国用(2010)第 1861 号	261673.40	作价出资	农业用地	292.29
永国用(2010)第 1940 号	28268000.00	作价出资	农业用地	36488.87
中宁国用(2010)第 53 号	19977.50	国家作价出资	机关团体用地	375.58
中宁国用(2010)第 54 号	46182.40	国家作价出资	工业用地	480.30
中宁国用(2010)第 55 号	101589.90	国家作价出资	工业用地	1056.54
中宁国用(2010)第 56 号	6494795.50	国家作价出资	水库水面用地	4117.70
中宁国用(2010)第 60002 号	52473449.71	国家作价出资	农用地	43006.25
合计				760768.46

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.20	13.10	14.51	11.43
资产总额(亿元)	145.40	161.60	168.33	172.39
所有者权益(亿元)	78.61	95.03	95.33	96.75
短期债务(亿元)	5.28	23.83	17.53	16.86
长期债务(亿元)	28.63	11.71	23.64	25.51
全部债务(亿元)	33.92	35.54	41.18	42.37
营业收入(亿元)	26.75	26.80	26.84	18.37
利润总额(亿元)	1.04	1.17	0.97	0.64
EBITDA(亿元)	5.07	5.15	4.54	--
经营性净现金流(亿元)	2.90	3.45	2.62	-2.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.82	9.04	7.34	--
存货周转次数(次)	0.89	0.86	0.85	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.17	0.16	--
现金收入比(%)	67.52	63.01	74.78	102.33
营业利润率(%)	23.27	24.28	22.96	24.97
总资本收益率(%)	2.45	2.11	1.51	--
净资产收益率(%)	1.17	1.06	0.80	--
长期债务资本化比率(%)	26.70	10.97	19.87	20.87
全部债务资本化比率(%)	30.14	27.22	30.17	30.46
资产负债率(%)	45.94	41.20	43.37	43.88
流动比率(%)	191.27	112.22	128.95	124.19
速动比率(%)	91.42	51.14	60.90	56.07
经营现金流动负债比(%)	12.62	8.84	7.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.96	3.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.69	6.90	9.06	--

注： 1.2019 年三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

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.52	7.61	8.66	3.04
资产总额(亿元)	109.90	126.53	122.49	119.93
所有者权益(亿元)	70.00	85.96	86.25	85.99
短期债务(亿元)	1.99	20.50	11.45	10.50
长期债务(亿元)	19.99	3.48	9.80	9.78
全部债务(亿元)	21.98	23.98	21.25	20.28
营业收入(亿元)	1.46	1.63	1.87	0.84
利润总额(亿元)	0.27	0.37	0.39	-0.16
EBITDA(亿元)	0.27	0.37	0.39	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	-1.87	5.35	-4.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	867.68	20.84	5.03	--
存货周转次数(次)	3.31	1.16	1.69	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.01	0.02	--
现金收入比(%)	54.27	100.23	76.99	0.00
营业利润率(%)	88.38	92.03	90.60	83.76
总资本收益率(%)	0.29	0.34	0.36	--
净资产收益率(%)	0.39	0.43	0.45	--
长期债务资本化比率(%)	22.22	3.89	10.21	10.22
全部债务资本化比率(%)	23.90	21.81	19.77	19.09
资产负债率(%)	36.30	32.07	29.59	28.31
流动比率(%)	497.17	156.60	187.71	185.93
速动比率(%)	495.96	156.22	187.20	185.39
经营现金流动负债比(%)	25.61	-7.03	26.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	81.38	64.95	54.90	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计

附件 5 主要财务指标的计算公式（新准则）

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)
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%

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 6-1 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成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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：

级别设置	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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 宁夏农垦集团有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宁夏农垦集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

宁夏农垦集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对宁夏农垦集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，宁夏农垦集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁夏农垦集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现宁夏农垦集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对宁夏农垦集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如宁夏农垦集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对宁夏农垦集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与宁夏农垦集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。