信用等级公告

联合〔2020〕2829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的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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

宁夏农垦集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债券概况：

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

评级时间：2020 年 7 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

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

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，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。

优势

1. **政府支持力度大。**公司是宁夏地区规模最大的现代化农业企业，宁夏回族自治区政府对公司发展改革给予的政策支持力度较大，并辅以资金补贴。2019 年财政对公司给予农垦发展基金补助 1.09 亿元。
2. **主业发展稳健。**公司主营业务多元化，涉足种植业、畜牧业、旅游服务、建筑及房地产开发、商品销售等，跟踪期内各业务板块经营稳健。其中，重要盈利来源奶业板块与内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自 2020 年 1 月 1 日起，公司现有合作牧场生产的符合伊利认可质量标准要求的生鲜乳将全部销售给伊利，奶业销售保障程度高。

分析师：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

关注

1. **房地产项目和葡萄酒原酒存在去库存压力，存货面临一定跌价风险。**截至2019年底，公司存货账面价值为27.15亿元，其中房地产待售面积 30.13 万平方米，葡萄酒原酒库存 3.33 万吨，存在去库存压力及跌价风险。
2. **主业盈利能力一般，利润总额对政府补助依赖度高。**2019 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 115.94%，公司利润总额对政府补助依赖程度高。
3. **资产流动性较弱，存在一定短期债务压力。**公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，资产流动性较弱；截至 2020 年 3 月底，公司短期债务占比为 43.61%，现金类资产对短期债务保障倍数为 0.86 倍。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.10	14.51	14.19	18.43
资产总额(亿元)	161.60	168.33	178.74	181.36
所有者权益(亿元)	95.03	95.33	97.39	97.23
短期债务(亿元)	23.83	17.53	27.09	21.33
长期债务(亿元)	11.71	23.64	19.07	27.58
全部债务(亿元)	35.54	41.18	46.16	48.91
营业收入(亿元)	26.80	26.84	27.98	4.38
利润总额(亿元)	1.17	0.97	1.38	-0.57
EBITDA(亿元)	5.15	4.54	5.98	--
经营性净现金流(亿元)	3.45	2.62	1.86	-0.32
营业利润率(%)	24.28	22.96	25.38	12.01
净资产收益率(%)	1.06	0.80	1.07	--
资产负债率(%)	41.20	43.37	45.51	46.38
全部债务资本化比率(%)	27.22	30.17	32.15	33.47
流动比率(%)	112.22	128.95	99.23	123.67
经营现金流动负债比(%)	8.84	7.43	3.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	3.51	3.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	9.06	7.71	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	126.53	122.49	122.54	122.96
所有者权益(亿元)	85.96	86.25	86.74	86.62
全部债务(亿元)	23.98	21.25	23.56	25.01
营业收入(亿元)	1.63	1.87	1.73	0.03
利润总额(亿元)	0.37	0.39	0.66	-0.13
资产负债率(%)	32.07	29.59	29.22	29.56
全部债务资本化比率(%)	21.81	19.77	21.36	22.41
流动比率(%)	156.60	187.71	149.96	208.81
经营现金流动负债比(%)	-7.03	26.87	-15.93	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径长期应付款中的有息部分已调整至长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2020/02/25	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）	阅读全文

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无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由宁夏农垦集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏农垦集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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

2016 年 4 月 6 日，公司股权变更，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 2020 年 3 月底，公司注册资本为 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、渔业及服务业、制造业、建筑业、地质勘察业、水利管理业、仓储业、国内贸易、房地产业、社会服务业、卫生社会服务业,、科学研究和综合技术服务业、旅游开发（国家明令禁止或实行许可证的项目除外）。本企业自产的硅铁、金属硅、硅锰合金、金属镁、焦炭、碳化硅、石英砂、硅石、化工产品、粮油、果蔬、饲料、畜产品、啤酒花及相关技术的出口业务；经营本企业及其成员企业生产、科研所需原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务（国家实行核定公司经营的 14 种进口商品除外）；经营本企业及其成员企业的进料加工和“三来一补”业务。

截至 2020 年 3 月底，公司设农业发展部、市场开发部、资产管理部、现代牧业事业部等 15 个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 178.74 亿元，所有者权益 97.39 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 27.98 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 181.36 亿元，所有者权益 97.23 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2020 年 1－3 月，实现营业收入 4.38 亿元，利润总额-0.57 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“20宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”募集资金已按计划用途使用完毕，跟踪期内尚未到付息日。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001	5.00	5.00	2020/03/04	2023/03/04

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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，GDP为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入

同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4

月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 中国粮食产销状况

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。

粮食再度增产，农业种植结构调整优化

2004—2015 年，中国粮食产量实现连续十

一年增产；2008—2019 年，粮食产量连续 10 年稳定在 5 亿吨以上，主要是受粮食播种面积不断扩大和单产量持续提高等因素影响。近年来中国粮食产量逐年提高，有利于巩固农业农村良好的发展形势，有利于充分发挥“三农”压舱石作用，稳定市场，稳定经济，为有效应对各种风险挑战赢得了主动权，为确保经济持续健康发展奠定了良好基础。2019 年，中国粮食总产量 66384 万吨（13277 亿斤），较 2018 年增加 594 万吨（119 亿斤），增长 0.9%，创历史新高。其中谷物产量 61368 万吨（12274 亿斤），较 2018 年增加 365 万吨（73 亿斤），增长 0.6%。

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。

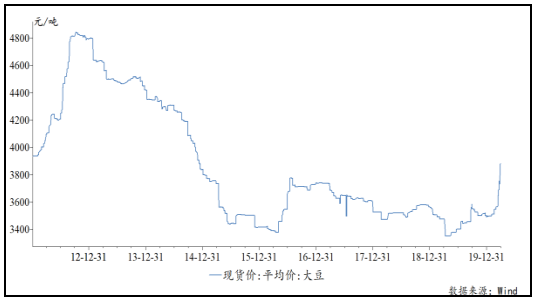
由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

2. 中国主要粮食品种价格表现

中国大豆主要依赖进口，近年来受中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，大豆市场价格波动较大。

近年来，全球主要粮食水稻、玉米、小麦、大豆总体供应充足，为了保证粮食安全及保障国内农民种植收益，中国对水稻、小麦、玉米的进口采取配额制，且对水稻、玉米执行最低收购价政策，导致国际粮很难进入中国，因此中国三大口粮水稻、小麦、玉米市场相对独立于国际市场。国内大豆供给主要依赖进口，大豆进口量占国内消费总量长期以来超过 80%，因此国内大豆价格与国际豆价联动性较强，国际粮价波动及主要出口国出口政策变化会对国内豆价产生较大影响。

图 1　2012 年以来中国大豆市场价格走势



数据来源：Wind 资讯

2001 年中国取消大豆进口配额制度，并将大豆进口关税税率降至 3%。国际种植大豆主要为转基因大豆，转基因大豆与普通大豆相比具有单产明显提高、含油率高、成本低的特点，因此国际大豆与国产大豆相比具有较大竞争优势，大豆进口放开后中国大豆进口量快速上升，主要进口国为巴西、美国、阿根廷。2019 年中国从巴西、美国和阿根廷进口的大豆量分别为 5767 万吨、1695 万吨和 880 万吨，占中国大豆进口总量的 65%、10%和 19%。2018－2019 年，受中美贸易摩擦影响，中国对美国进口大豆加征 25%的进口关税，导致中国从美国进口大豆量明显下降。美国大豆进口量减少后，中国转而增加巴西和阿根廷的大豆进口，中国大豆进口总量总体平稳。

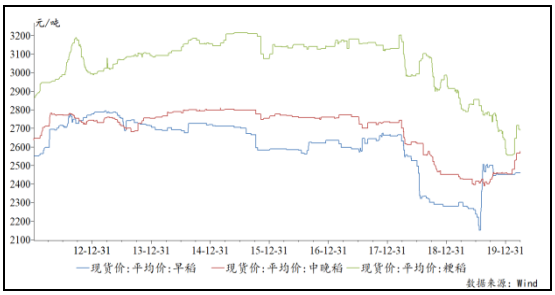
受全球新冠肺炎疫情加重影响，市场对国际大豆到港量下降预期增强，推动国内大豆、豆粕的期货及现货价格上涨。国内大豆现货平均价从 2019 年底的每吨 3499 元快速上涨至 2020 年 3 月底的每吨 3878 元。

近年来，中国水稻供需逐步平衡，价格止跌回升。

为了保证粮食安全及提高农民种粮积极性，2004 年起中国对水稻实行最低收购价政策。2008－2014 年，政府连续 7 年上调水稻最低收购价，导致国内水稻产量和价格持续上升，水稻库存高企。而后出于调整国内水稻库存考虑，2016 年中国首次下调水稻最低收购价，将

早籼稻最低收购价下调 0.02 元/斤，并在 2017、2018 年连续两年全面下调早籼稻、中晚稻、粳稻的最低收购价。在政府价格政策的引导下，中国水稻产量有所下降，但仍然大于消费量，水稻库存持续积累，因此 2017 年后水稻现货价格开始回落。2019 年国家停止继续下调水稻最低收购价，并于 2020 年将早籼稻和中晚稻最低收购价上调 0.01 元/斤，同时通过南方双季稻改单季稻及减少东北井灌稻种植面积等方式降低水稻产量，实现供需平衡，2019 年后水稻现货价格开始止跌回升。

图 2　2012 年以来中国稻谷市场价格走势



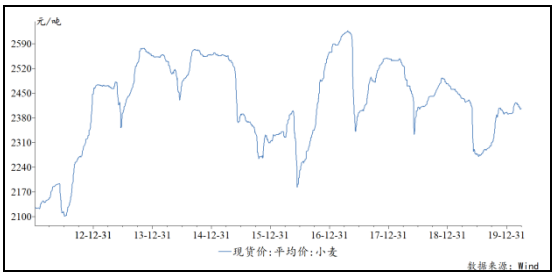
数据来源：Wind

近年来，中国小麦市场供应充足，价格相对稳定。

中国对小麦实行最低收购价政策。由于国家连续上调小麦最低收购价，2010－2015 年间中国小麦产量持续上升，小麦库存逐渐积累，2015 年后小麦现货价格下降。为了控制小麦产量及库存，中国 2014－2017 年停止继续上调小麦最低收购价，并在 2018、2019 年两年连续下调小麦最低收购价。在价格控制下，中国小麦播种面积明显下降，2019 年后，价格有所回升，但库存水平依然较高，2019 年，国内小麦库消比处于历史高位，达到 116%，小麦去库存任务严峻。

价格方面，小麦继续实施最低收购价政策，价格整体稳中上涨，“麦强面弱”问题延续。2019 年 12 月底全国主要粮油批发市场三等白麦交易均价为 2350 元/吨，比年初上涨约 10%。

图 3　2012 年以来中国小麦市场价格走势

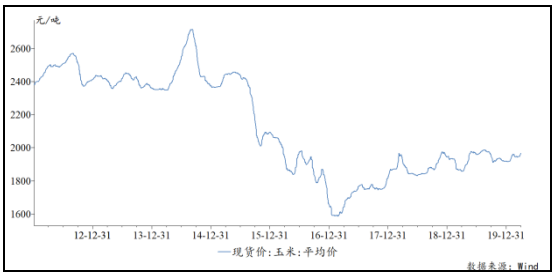


数据来源：Wind

近年来，中国玉米市场库存逐渐消化，价格缓慢回升。

2007 年，为了保护农民利益和种粮积极性、保持市场稳定、保障国家粮食安全，中国对东北三省和内蒙古自治区实行玉米临时收储政策。在临时收储政策的支撑下，中国玉米价格及产量逐渐上涨，玉米产量持续大于消费量，导致国内玉米库存高企，2014 年玉米现货价格开始下跌。2016 年，为了去库存，国家将东北地区的玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，玉米临储制度取消后，玉米价格快速下跌，产量逐年下降。2017 年后，中国玉米产需开始出现缺口，国内玉米库存逐渐消化，价格开始缓慢回升。

图 4　2012 年以来中国玉米市场价格走势



数据来源：Wind

3. 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。自 2004 年开始，中央一号文件连续 17 年将重点锁定在“三农”问题。中国在从传统农业向现代农业的转型过程中，惠农政策必将长期持续，十三五规划也再度加大了对农业的政策支持力度。

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。

2020 年中央一号文件《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》要求保障重要农产品有效供给，重点提出：

①稳定粮食生产。确保粮食安全始终是治国理政的头等大事。粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量。强化粮食安全省长责任制考核，各省（自治区、直辖市）2020 年粮食播种面积和产量要保持基本稳定。进一步完善农业补贴政策。调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，稳定农民基本收益。推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点。加大对大豆高产品种和玉米、大豆间作新农艺推广的支持力度。抓好草地贪夜蛾等重大病虫害防控，推广统防统治、代耕代种、土地托管等服务模式。加大对产粮大县的奖励力度，优先安排农产品加工用地指标。支持产粮大县开展高标准农田建设新增耕地指标跨省域调剂使用，调剂收益按规定用于建设高标准农田。深入实施优质粮食工程。以北方农牧交错带为重点扩大粮改饲规模，推广种养结合模式。完善新疆棉花目标价格政策。拓展多元化进口渠道，增加适应国内需求的农产品进口。扩大优势农产品出口。深入开展农产品反走私综合治理专项行动。

②加强现代农业设施建设。提早谋划实施一批现代农业投资重大项目，支持项目及早落地，有效扩大农业投资。以粮食生产功能区和重要农产品生产保护区为重点加快推进高标准农田建设，修编建设规划，合理确定投资标准，完善工程建设、验收、监督检查机制，确保建一块成一块。如期完成大中型灌区续建配套与节水改造，提高防汛抗旱能力，加大农业节水力度。抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设。启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局和标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。国家支持家庭农场、农民合作社、供销合作社、邮政快递企业、产业化龙头企业建设产地分拣包装、冷藏保鲜、仓储运输、初加工等设施，对其在农村建设的保鲜仓储设施用电实行农业生产用电价格。依托现有资源建设农业农村大数据中心，加快物联网、大数据、区块链、人工智能、第五代移动通信网络、智慧气象等现代信息技术在农业领域的应用。开展国家数字乡村试点。

③发展富民乡村产业。支持各地立足资源优势打造各具特色的农业全产业链，建立健全农民分享产业链增值收益机制，形成有竞争力的产业集群，推动农村一二三产业融合发展。加快建设国家、省、市、县现代农业产业园，支持农村产业融合发展示范园建设，办好农村“双创”基地。重点培育家庭农场、农民合作社等新型农业经营主体，培育农业产业化联合

体，通过订单农业、入股分红、托管服务等方式，将小农户融入农业产业链。继续调整优化农业结构，加强绿色食品、有机农产品、地理标志农产品认证和管理，打造地方知名农产品品牌，增加优质绿色农产品供给。有效开发农村市场，扩大电子商务进农村覆盖面，支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络，加强村级电商服务站点建设，推动农产品进城、工业品下乡双向流通。强化全过程农产品质量安全和食品安全监管，建立健全追溯体系，确保人民群众“舌尖上的安全”。引导和鼓励工商资本下乡，切实保护好企业家合法权益。制定农业及相关产业统计分类并加强统计核算，全面准确反映农业生产、加工、物流、营销、服务等全产业链价值。

4. 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在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。美国是全球最大的谷物出口国，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、美国和阿根廷，进口量分别为 5093 万吨、3285 万吨、658 万吨，这意味着，美国的大豆，对中国而言并非不可替代。而且随着日益增长的大豆需求量，中国的粮食进出口企业等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，出口中六成到了中国。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将推高大豆进口成本，并不会造成后期进口大豆供给紧张。

5. 未来发展

农业将加快转型步伐，现代化水平稳步提升；主要农产品价格趋于稳定。

尽管受全球新冠疫情影响，2020 年一季

度，国内经济出现下滑，但中国经济稳定向好，高质量发展的趋势不会发生改变，城乡居民收入预期未来将持续增长，居民消费总量持续扩大，消费升级将进一步加快，消费需求的优质化、绿色化、个性化、营养化趋势更加明显。未来，农业转型升级将明显加快，农业高质量发展将取得显著成效，农业现代化水平稳步提升。农业由增产导向转向提质导向，绿色、生态、优质、安全的农产品生产和供给明显增加，粮食等主要农产品增产保供能力大幅提升。

稻谷市场方面，2019 年国家停止继续下调水稻最低收购价，并于 2020 年将早籼稻和中晚稻最低收购价上调 0.01 元/斤，同时通过南方双季稻改单季稻及减少东北井灌稻种植面积等方式降低水稻产量，实现供需平衡，产量的下降后库存压力将逐渐缓解，预计未来水稻价格将保持回升态势。

小麦市场方面，2019 年国内小麦库销比达到历史高位，尽管中国 2018、2019 连续两年降低小麦最低收购价，小麦播种面积趋于下降，但根据中国汇易测算，2019 年中国共生产小麦 1.3 亿吨，消费 1.1 亿吨，依然产大于销。在小麦库存高企、供大于求的背景下，预计小麦价格短期内无持续上涨的动力。

玉米市场方面，自 2016 年，国家将东北地区的玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，玉米临储制度取消后，玉米价格快速下跌，产量逐年下降，产需开始出现缺口，国内玉米库存逐渐消化，随着畜牧业养殖规模不断扩大、玉米深加工产品升级，国内玉米消费需求持续增长，预计玉米价格将继续保持回升态势。

大豆市场方面，由于中国对植物油及肉类需求长期上升，豆油、豆粕需求预计将继续稳定增长，进口为主格局不变。在新一轮大豆振兴计划实施和市场需求拉动下，大豆播种面积有望继续扩大。价格方面，国内大豆价格仍主要受国际市场影响，由于全球新冠肺炎疫情的影响，市场对国际大豆到港量下降预期增强，大豆价格短期上升，从中长期看，美国作为全球第二大大豆生产国和第二大大豆出口国若因疫情原因延缓了播种进度或缩小了种植面积将对大豆的全球市场价格造成长期影响。

6. 宁夏地区农业发展概况

宁夏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，年可利用黄河水40亿立方米，引黄灌溉790万亩；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，是全国12个商品粮生产基地之一。

2019年宁夏全区粮食种植面积1016.05万亩，比上年减少87.46万亩，其中小麦、水稻、玉米等种植面积均有所下降，油料、蔬菜、瓜果等种植面积均有所增加。2019年粮食总产量为373.15万吨，同比下降4.9%，其中小麦、水稻、玉米等产量均有所下降。

在稳定粮食作物种植面积的同时，近年宁夏回族自治区充分发挥资源优势，聚焦优质粮食、草畜、蔬菜、枸杞、葡萄“1+4”特色产业，加快引黄灌区现代农业、中部干旱带节水农业、南部山区生态农业“三大示范区”建设。2019年宁夏回族自治区枸杞、蔬菜产量分别为10.20万吨和565.58万吨，分别同比增长4.4%和2.7%。

宁夏是全国重要的良种奶牛繁育、优质奶源、清真牛羊肉生产加工基地，近年牛奶产量保持增长。2019年宁夏回族自治区牛奶产量183.36万吨，同比增长9.0%；肉类总产量33.53万吨，同比减少1.8%，其中猪肉、牛肉、羊肉产量分别为7.82万吨、11.46万吨、10.41万吨。截至2019年底，宁夏全区生猪存栏73.37万头，下降0.5%；生猪出栏96.56万头，下降14.1%；肉牛存栏97.12万头，增长15.0%；肉牛出栏71.90万头，下降3.9%；羊存栏568.46万只，增长6.4%；羊出栏576.66万只，增长3.7%；奶牛存栏43.73

万头，增长8.9%。

表 3　2019 年宁夏自治区主要农林牧渔产品产量及增长情况

项目	产量（万吨）	同比增长
粮食	373.15	-4.9%
小麦	34.61	-16.8%
水稻	55.09	-17.2%
玉米	230.47	-1.8%
油料	7.62	4.5%
蔬菜	565.58	2.7%
瓜果	165.37	10.7%
枸杞	10.20	4.4%
葡萄	24.54	23.3%
肉类总产量	33.53	-1.8%
禽蛋	13.86	-3.6%
牛奶	183.36	9.0%
水产品	15.77	-10.9%

资料来源：宁夏回族自治区 2019 年国民经济和社会发展统计公报

六、基础素质分析

1. 产权状况

宁夏国资委持有公司 100%的股权，为公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是宁夏地区最大的现代农业企业，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。

3. 政策支持及政府补助

公司作为宁夏国资委下属的国有独资公司，在日常生产经营和项目建设中得到了自治区政府的大力扶持，享受诸多优惠政策。首先是健全公司法人治理结构，保障经理层自主经营权；其次，明晰公司国有资产权属关系，对公司所属土地实行集中统一管理，农垦现有划拨建设用地经批准办理有偿使用手续后，可以转让、出租、抵押或改变用途；再次加大财政金融支持力度。2019 年财政对公司给予农垦发展基金补助 1.09 亿元。

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。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：6401010000125194），截至 2020 年 7 月 27 日，公司已结清信贷业务中，有 10 笔关注类贷款及 1 笔贴现，未结清信贷业务中，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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。

2019年，公司实现营业收入27.98亿元，同比增长4.25%。其中农业收入仍为公司第一大收入来源，实现收入19.19亿元，同比略有提升，收入占比为68.58%；同期，受益于房地产项目结转增加，建筑及房地产业实现收入3.63亿元，同比大幅增长84.26%；2019年，商品销售收入为1.08亿元，同比下降53.65%。其他业务板块收入变动不大。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为26.21%，同比提升2.07个百分点，主要系毛利率较高的建筑及房地产开发收入占比提升所致。同期，公司农业毛利率为19.52%，同比提升1.40个百分点；受结转项目进度影响，建筑及房地产开发毛利率同比下降2.18个百分点至33.19%。

2020 年一季度，公司实现营业收入 4.38 亿元，同比提升 12.02%，主要来自于农业收入的增长；同期，公司综合毛利率为 15.88%，同比变化不大。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 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	17.53	65.41	15.98	18.83	70.17	18.12	19.19	68.58	19.52	3.32	75.80	20.00
服务业	1.93	7.20	57.74	1.67	6.22	45.91	1.72	6.15	41.74	0.19	4.34	-195.00
建筑及房地产开发	2.36	8.79	13.97	1.97	7.36	35.37	3.63	12.97	33.19	0.05	1.14	20.00
商品销售	2.60	9.71	32.40	2.33	8.69	14.87	1.08	3.86	16.97	0.26	5.94	4.00
土地补偿	1.27	4.74	90.44	1.21	4.52	85.61	1.39	4.97	84.69	--	--	--
其他业务	1.11	4.16	45.88	0.82	3.06	26.62	0.97	3.47	31.16	0.56	12.78	11.00
合计	**26.80**	**100.00**	**25.18**	**26.84**	**100.00**	**24.14**	**27.98**	**100.00**	**26.21**	**4.38**	**100.00**	**15.88**

资料来源：公司提供

2. 农业板块

公司农业板块由种植业、畜牧业构成，收入以种植业为主。

（1）种植业

2019年，公司粮食作物种植面积和产量有所增加，种植业整体经营稳定，为公司重要支柱产业。

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁

夏农垦前进农场有限公司等，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。2019年，公司主要作物种植面积为54.54公顷，同比增长35.46%。其中，粮食作物种植面积占作物总种植面积的87.83%；粮食作物中以玉米种植为主。受益于粮食作物种植面积增加，2019年公司主要作物总产量57.44万吨，同比增长14.01%；其中，粮食作物产量为37.27万吨，占作物总产量的64.89%。

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
	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年
粮食作物	35.52	33.15	37.27	47.90
蔬菜	6.79	7.18	7.01	1.99
瓜果	2.16	1.69	5.68	--
牧草	5.64	4.80	3.92	3.69
葡萄	3.18	3.32	3.40	--
枸杞	0.23	0.24	0.16	0.96
合计	**53.52**	**50.38**	**57.44**	**54.54**

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2019年底，公司农用机械总动力达33.03万千瓦，农业机械化作业率达到97%以上。

2019年，公司种植业主要作物销量为53.25万吨，同比增长12.60%；其中粮食作物销量37.27万吨，同比增长19.61%，销量占比为66.99%。

表 6　公司种植业主要作物销量情况

（单位：万吨）

产品名称	2017 年	2018 年	2019 年
粮食作物	33.97	31.16	37.27
蔬菜	6.45	6.61	7.01
瓜果	2.05	1.54	1.36
牧草	5.36	4.61	3.92
葡萄	3.02	3.15	3.39
枸杞	0.22	0.22	0.30
合计	**51.07**	**47.29**	**53.25**

注：表中销量未经关联交易抵消

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司种植业采购、生产及销售等经营模式未发生重大变化。

（2）畜牧业

跟踪期内，公司奶业经营规模不断扩大，鲜奶产销量均有所增长，与下游客户合作稳定；生猪产业规模受非洲猪瘟影响有所下降。

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 2019 年底，贺兰山奶业资产总额 30.86 亿元，所有者权益 7.72 亿元；2019 年实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 24.28%，净利润 0.95 亿元，同比增长 43.94%。

表 7　公司奶业经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
奶牛存栏（万头）	3.57	4.28	5.23
其中：泌乳牛存栏（万头）	1.95	2.17	2.63
鲜奶产量（万吨）	18.33	21.73	25.52
鲜奶销量（万吨）	17.63	20.92	24.63
鲜奶销售收入（亿元）	6.47	7.83	9.58

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司奶牛存栏数为 5.23 万头，其中泌乳牛存栏数占 50.29%。2019 年，公司鲜奶产销量分别为 25.52 万吨和 24.63 万吨，分别同比增长 17.44%和 17.73%。受农业部禁止用奶粉替代生鲜乳新规的出台，2019 年鲜奶价格稳中有升，鲜奶销售收入 9.58 亿元，同比增长 22.35%。

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，2019 年采购量超过 50 万吨，采购金额 2.58 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。

公司鲜奶销售模式为订单销售，主要面向伊利、蒙牛两大下游客户，2019 年伊利乳业占比达 84.94%。2019 年贺兰山奶业与内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自 2020 年 1 月 1 日起，贺兰山奶业现有合作牧场生产的符合伊利认可质量标准要求的生鲜乳全部销售给伊利，奶业销售保障程度高。

跟踪期内，公司鲜奶业务经营模式无重大变化。

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 2019 年底，灵农畜牧总资产为 4200.00 万元，所有者权益 1100.00 万元；2019 年实现营业收入 2900.00 万元，净利润-428.00 万元，同比有所减亏。

受非洲猪瘟影响，截至 2019 年底，公司生猪存栏量为 2.38 万头，较上年底下降 23.72%。2019 年猪出栏量为 4.43 万头，同比下降 13.14%，猪肉总产量为 2853 吨，同比下降 17.35%。

表 8　公司生猪产业经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年末猪存栏（头）	36110	31188	23754
其中：能繁母猪（头）	4075	3444	2652
当年猪出栏（头）	47567	50960	44345
猪肉产量（吨）	3271	3452	2853

资料来源：公司提供

表 9　公司生猪产业销售收入及成本明细

（单位：万元）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
鲜肉	3689.85	3412.20	3461.80	3299.40	3892.91	3712.62
饲料加工	696.40	606.96	9.60	8.90	1.60	1.48
肥猪	102.79	65.55	32.30	31.30	151.53	123.63
仔猪	55.86	47.27	52.10	89.60	139.48	106.13
合计	**4544.90**	**4131.97**	**3555.80**	**3429.20**	**4185.88**	**3943.86**

资料来源：公司提供

公司猪肉产品主要通过经营连锁超市、商店进行销售。2019 年生猪产业收入为 4185.88 万元，同比提升 20.53%。

3. 服务业

2019年，受益于沙湖旅游景区客流量增加，公司旅游收入同比增长，利润实现减亏。受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度旅游景区受影响较为严重，人流量及收入下滑明显。

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，旅游服务收入是该板块最主要收入来源。

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 2019 年底，该公司资产总额 6.94 亿元，所有者权益 3.71 亿元；2019 年实现营业收入 1.60 亿元，净利润-210.00 万元（2018 年为-2687.24 万元）。受益于项目景观增加，客流量增加，同比减亏明显。

跟踪期内，沙湖景区门票价格未发生变化。2019 年，沙湖景区接待游客人数同比增长 7.00%至 91.22 万人次，旅游服务收入同比提升 8.87%至 1.35 亿元。

表 10 沙湖旅游景区经营情况

项目	2018 年	2019 年
景区客流量（万人次）	85.25	91.22
旅游服务收入（万元）	12376.62	13454.68
餐饮住宿（万元）	2382.08	2571.00
收入合计（万元）	**14758.70**	**16025.68**

资料来源：公司提供

4. 建筑及房地产开发

2019 年，公司房地产签约销售金额保持增长，但存量项目剩余可售规模较大，个别项目去化进展缓慢，面临一定去库存压力。

公司建筑及房地产开发收入主要来源于公司下属子公司宁夏西夏苑房地产开发有限公司（以下简称“西夏苑房地产公司”）的房地产开发业务。截至2019年底，西夏苑房地产公司资产总额18.80亿元，所有者权益1.52亿元；2019年实现营业收入3.63亿元，净利润-2248万元。

2019 年，公司实现签约销售面积 8.31 万平方米，同比下降 23.06%；签约销售额 4.45 亿元，同比增长 2.30%，主要受益于金地花园 B 区销售单价较高。

表 11 2017—2019 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	面积	金额	面积	金额	面积	金额
金地花园 A、D 区	1.88	13768	1.53	6673.04	0.35	2162.00
金阳花园 B 区	0.16	466	0.24	699.42	0.06	185.00
家林苑	1.83	5300	5.44	16175.50	3.52	11253.00
金地花园 C 区	--	--	3.59	19932.00	0.93	5390.00
金地花园 B 区	--	--	--	--	3.45	25540.00
合计	**3.87**	**19534**	**10.80**	**43479.96**	**8.31**	**44530.00**

资料来源：公司提供

表 12 截至 2020 年 3 月底公司房地产在售项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	可售总面积	待售面积	已回笼资金	累计销售额
金地花园 B 区	12.88	9.43	2.05	2.55
金阳花园 B 区	16.37	9.28	2.28	1.89
家林苑	14.07	1.11	3.75	3.95
金地花园 A、D 区	14.98	0.62	7.03	7.13
金地花园大厦	9.83	9.69	--	0.11
金地花园 C 区	4.52	--	2.50	2.53
合计	**72.65**	**30.13**	**17.62**	**18.17**

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 13 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 2020 年 3 月底已投资	计划投资	
				2020 年 4-12 月	2021 年
金地花园 C 区	2.30	2017.10-2020.03	1.33	0.97	--
金地花园 B 区	6.53	2019.03-2021.10	2.20	2.33	2.00
合计	**8.83**	--	**3.53**	**3.30**	**2.00**

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，未来尚需投资 5.30 亿元，存在一定支出压力。

截至 2020 年 3 月底，公司房地产待售面积 30.13 万平方米，其中金阳花园 B 区为经适房，待售面积 9.28 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 9.69 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。

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。

2019 年，公司葡萄酒销售量和销售收入均持续下降，且葡萄酒原酒库存较大，存在一定去库存压力；牛羊肉产业收入随产品价格提升保持较快增长。

（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。

截至 2019 年底，恒生酒业葡萄酒年产能为 4.50 万吨/年，其中原酒年产能 3.50 万吨/年，成品酒年产能 1.00 万吨/年。2019 年，恒生酒业生产葡萄酒成品酒 829.50 吨，同比大幅下降 62.47%，主要是受销售不畅、库存较高影响，公司调整生产计划所致。受市场销售不及预期影响，2019 年底原酒库存上升至 3.33 万吨，较上年底增长 6.73%，原酒库存依然处于高位，面临一定去库存压力。

受红酒市场总体销量下滑以及公司品牌影响力较弱影响，2019年公司成品酒销量667.40吨，同比下降35.26%；实现销售收入2846.80万元，同比下降49.94%。公司生产的葡萄酒以低档酒为主，主要针对大众消费群体，2019年低档酒销量占比为84.61%。

（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。

截至 2019 年底，公司牛、羊存栏量分别为 7.30 万头和 7.93 万只，分别较上年底上升 18.00%和 3.11%；出栏量分别为 2.16 万头和 5.27 万只，分别同比下降 16.92%和 8.19%。2019 年，牛羊肉类销售 5322 吨，实现收入 1.58 亿元，同比增长 28.53%。

表 14　公司牛羊产业经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年末牛存栏（头）	55617	61882	73019
年末羊存栏（只）	72154	76866	79260
牛出栏（头）	19608	25963	21582
羊出栏（只）	49160	57356	52677
牛肉产量（吨）	3271	4764	4494
羊肉产量（吨）	792	919	828

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 7.18 次、0.81 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

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。

表 14　截至 2020 年 3 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 2020 年 3 月底累计完成投资额
巴浪湖农场回乐小镇安置区危房改造项目	33371.70	33371.70	--	27871.70
合计	**33371.70**	**33371.70**	**--**	**27871.70**

资料来源：公司提供

（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

公司提供了 2019 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 2020 年一季度财务报表未经审计。

2019 年和 2020 年一季度，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 178.74 亿元，所有者权益 97.39 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 27.98 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 181.36 亿元，所有者权益 97.23 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2020 年 1—3 月，实现营业收入 4.38 亿元，利润总额-0.57 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以房地产及葡萄酒为主的存货存在去化压力，面临一定跌价风险；中期票据的发行增加了货币资金持有量，但固定资产和无形资产占比大，公司资产流动性及资产质量仍较弱。

截至 2019 年底，公司资产总额 178.74 亿元，较上年底增长 6.18%；从资产结构看，公司流动资产占 26.95%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 48.18 亿元，较上年底增长 5.97%，主要由货币资金（占 29.45%）、应收账款（占 8.03%）和存货（占 56.35%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 14.19 亿元，较上年底基本持平；其中其他货币资金 1.56 亿元，主要包括进口奶牛履约保证金 1.42 亿元。受限货币资金占比小。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 3.87 亿元，较上年底变化不大。主要是应收宁夏伊利乳业有限责任公司、银川市西夏区征地拆迁安置办公室、宁夏建宁纺织品商贸等单位及个人的账款，前五名合计占比为 31.32%；应收账款中账龄在 1 年以上占比为 47.15%，综合账龄较长。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 27.15 亿元，较上年底增长 13.15%，主要源自原材料的增长，年末跌价准备为 0.02 亿元；其中原材料为 7.74 亿元，较上年底增长 25.97%；库存商品变化不大；开发产品和开发成本分别为 8.23 和 7.80 亿元。公司部分存货存在去库存压力，若未来产品价格下降，公司面临一定存货跌价风险。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 130.56 亿元，较上年底增长 6.26%，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 17.20%）、在建工程（占 14.53%）、无形资产（占 58.59%）和生产性生物资产（占 7.26%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 22.46 亿元，较上年底略有增长，主要系在建工程完工转入；公司固定资产主要是奶牛基地、葡萄酒庄等房屋建筑物以及挤奶设施等机器设备；累计计提折旧 12.12 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值 18.97 亿元，较上年底增长 41.44%，主要系一系列农田基本建设工程项目加大投入所致。

截至 2019 年底，公司生产性生物资产 9.48 亿元，较上年底增长 13.28%，主要源自奶牛存

栏数的增长。

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 76.49 亿元，较上年底变化不大；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。截至 2019 年底，上述土地中账面价值 12.99 亿元、占比 17.08%的土地使用权已经用于抵押，使用权受限；根据宁夏回族自治区农垦事业管理局“宁垦政发〔2010〕118 号”文件，宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权可长期使用，到期前不进行价值摊销。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 181.36 亿元，较 2019 年底变化不大，其中流动资产占比为 27.56%，较上年底略有提升。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 18.42 亿元，较上年底增长 29.82%，主要系 2020 年发行 5 亿元中期票据。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益结构稳定；随着业务发展及在建项目持续投入，公司有息债务规模持续增长，整体债务负担较公司经营规模偏重。

截至2019年底，公司所有者权益合计97.39亿元，较上年底变化不大，构成仍以实收资本和资本公积为主；其中结转专项资金带来资本溢价 1.27 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 97.23 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元），较 2019 年底变动不大。

截至2019年底，公司负债总额81.34亿元，较上年底增长11.43%，主要系公司奶业发展及在建项目持续投入带动对外融资规模增长所致。其中，流动负债占59.69%。

截至2019年底，公司流动负债48.55亿元，较上年底大幅增长37.71%，主要系短期借款增加以及长期借款重分类至一年内到期非流动负债所致；公司流动负债主要由短期借款（占43.36%）、应付账款（占13.03%）、其他应付款（占18.11%）和一年内到期非流动负债（占11.41%）构成。

截至2019年底，公司短期借款21.05亿元，较上年底增长34.27%，以信用借款为主，占比为64.72%；应付账款6.33亿元，较上年底有所下降，主要为工程款、原材料采购款等；其他应付款8.79亿元，较上年底大幅增长77.22%，主要包括单位往来款7.99亿元（较上年底增加4.29亿元）；一年内到期的非流动负债5.54亿元，包括借款3.85亿元和一年内到期的长期应付款1.69亿元。

截至2019年底，公司非流动负债合计32.79亿元，较上年底下降13.13%；其中，长期借款15.67亿元，主要是公司从亚洲开发银行获得的宁夏生态与农业综合开发等项目借款（逐年偿还，利率在1.25%左右）以及从农业发展银行、宁夏银行、国家开发银行获得抵押借款（利率在4.345%-5.243%之间），抵押物为公司土地；应付债券为公司债“18宁农01”，2019年底余额为3.40亿元；长期应付款偿还及转入短期科目后降至0.47亿元；专项应付款余额为11.43亿元，较上年底下降16.99%，构成主要为政府对水库移民及危房改造安置、农田基本建设等项目的建设拨款。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 84.12 亿元，较 2019 年底增长 3.42%，主要系长期借款增长、发行 5 亿元中期票据“20 宁夏农垦（疫情防控债）MTN001”及长期应付款增长所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 46.16 亿元，较上年底增长 12.09%，其中短期债务 27.09 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 48.91 亿元，较 2019 年底增长 5.97%，长期债务占比有所提升。

从债务指标看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.51%、32.15%和 16.37%，分别较上年底增加 2.14 个百分点、增加 1.99 个百分点和减少 3.50 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和

长期债务资本化比率均较2019年底有所上升，分别为46.38%、33.47%和22.10%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司主业经营稳健，收入规模保持稳定，经营性利润同比有所提升，但利润总额对政府补助依赖程度高。考虑到公司获得的政策支持持续性良好，整体盈利水平较为稳定。

2019年，公司营业收入为27.98亿元，同比增长4.25%；受益于营业成本增速低于营业收入，营业利润率同比增加2.43个百分点至25.38%。

从期间费用看，2019年公司费用总额6.02亿元，同比增长4.30%。其中财务费用1.30亿元，同比增长18.83%。期间费用率为21.50%，同比基本持平。

2019年，公司投资收益为0.43亿元，主要来源于权益法核算的长期股权投资收益及可供出售金融资产在持有期间的投资收益；营业外收入及其他收益分别为0.32亿元和0.85亿元，主要来源于政府补助及补贴资金。2019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115.94%，公司利润总额对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.96%和1.07%，同比均有所上升。

2020年1—3月，公司实现营业收入4.38亿元，同比增长12.15%，营业成本增速为22.42%，受此影响，公司营业利润率同比下降6.40个百分点至12.01%；销售费用及财务费用分别同比增长115.10%和61.61%；利润总额为-0.57亿元，同比亏损有所上升。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模较为平稳，收入实现质量有所提高；在建工程的持续投入给公司带来持续性融资需求，中期票据的发行一定程度缓解了公司对外融资压力。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为30.66亿元，同比有所增长，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增至25.41亿元所致；经营活动现金流出规模28.80亿元，同比增长11.22%，其中购买商品、接受劳务支付的现金18.66亿元；经营活动产生的现金流量净额为1.86亿元。从收入实现质量来看，2019年，公司现金收入比为90.79%，同比提升16.01个百分点。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入及流出规模均有较大幅度下降，主要是理财投资收付现金规模的下降；同时公司项目建设投资支出上升至7.51亿元，投资活动现金流净额为-6.95亿元，净流出规模同比上升。

筹资活动方面，2019年，公司取得借款和偿还债务分别收到和支付现金25.40亿元和20.46亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金1.69亿元，筹资活动现金净流量为3.25亿元。

2020年1—3月，公司经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.32亿元、-0.02亿元和2.38亿元，中期票据的发行以及疫情期间项目建设投资暂缓使得融资压力有所缓解。同期，公司现金收入比为92.04%，较2019年基本持平。

5. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为99.23%及43.32%；经营性现金流动负债比为3.83%，较上年同期下降3.61个百分点。截至2020年3月底，流动比率及速动比率分别为123.67%及58.67%，较2019年底有所回升；现金类资产/短期债务为0.86倍，存在一定短期债

务压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.39 倍和 7.71 倍。

截至 2019 年底，公司从各商业银行获得授信额度合计 50.37 亿元，未使用额度 15.72 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

根据公开资料，截至 2020 年 4 月底，公司及其子公司共有 4 项金额在 1000 万元以上的重大未决诉讼，诉讼金额合计 31829.49 万元，占 2019 年底净资产的比重为 3.27%，存在一定或有负债风险。

表 16　截至 2020 年 4 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	已开庭尚未判决
金昌市佰亿置业有限公司	合同纠纷	1659.39	上诉尚未开庭审理
宁夏金马产业发展有限公司	合同纠纷	1655.27	二审尚未开庭审理
合计		**31829.49**	

资料来源：公司提供

6.　母公司财务分析

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

资产及负债方面，截至 2019 年底，公司本部资产总额 122.54 亿元；其中流动资产占 30.48%。流动资产主要由其他应收款 30.43 亿元构成；现金类资产 6.38 亿元。非流动资产以无形资产 76.03 亿元为主。截至 2019 年底，公司本部负债总额 35.81 亿元，构成主要为短期借款、其他应付款、长期借款和应付债券。有息债务方面，截至 2019 年底，公司本部有息债务为 23.56 亿元，主要为短期借款 14.00 亿元、长期借款 4.11 亿元和应付债券 3.40 亿元。

所有者权益方面，截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 86.74 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，2019 年公司本部实现营业收入 1.73 亿元；期间费用主要为财务费用 1.03 亿元；同期，本部实现利润总额 0.66 亿元（其中投资收益 0.64 亿元）。

现金流方面，2019 年，公司本部经营活动现金流出量为 21.57 亿元（主要是支付其他与经营活动有关的现金 21.20 亿元），经营活动现金流量净额为-3.97 亿元；投资活动现金流量净额为 0.51 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 1.18 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司存续期内债券共计8.40亿元，2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的3.65倍、0.22倍和0.71倍。

表17　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

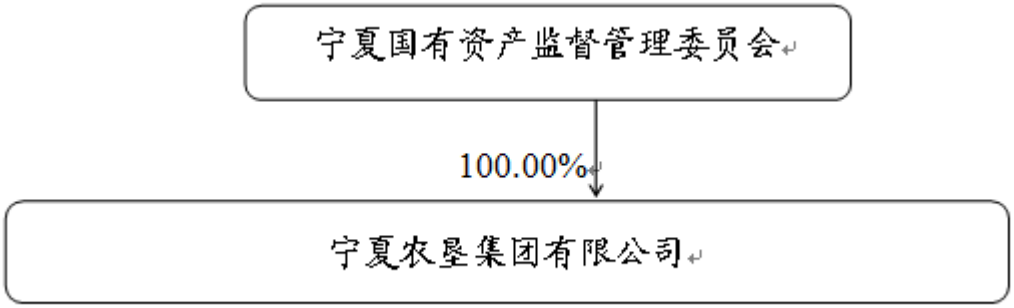
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.65
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.22
EBITDA/应付债券余额	0.71

资料来源：联合资信整理

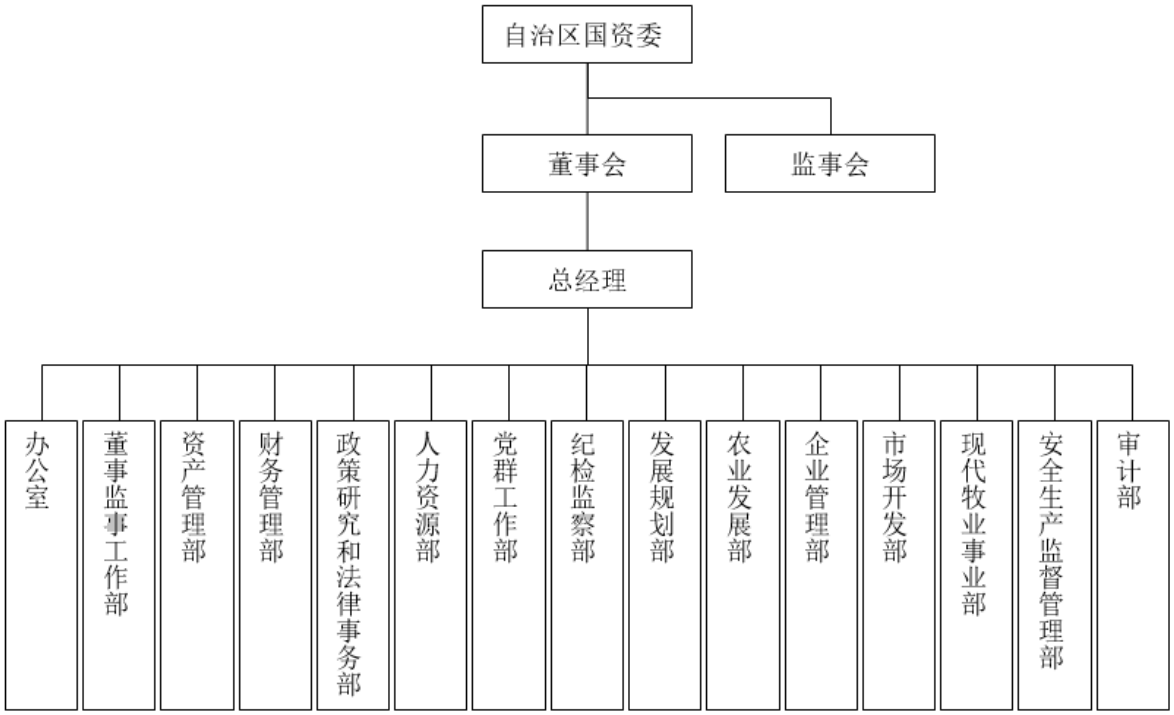
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.10	14.51	14.19	18.43
资产总额(亿元)	161.60	168.33	178.74	181.36
所有者权益(亿元)	95.03	95.33	97.39	97.23
短期债务(亿元)	23.83	17.53	27.09	21.33
长期债务(亿元)	11.71	23.64	19.07	27.58
全部债务(亿元)	35.54	41.18	46.16	48.91
营业收入(亿元)	26.80	26.84	27.98	4.38
利润总额(亿元)	1.17	0.97	1.38	-0.57
EBITDA(亿元)	5.15	4.54	5.98	--
经营性净现金流(亿元)	3.45	2.62	1.86	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.04	7.34	7.18	--
存货周转次数(次)	0.86	0.85	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.16	0.16	--
现金收入比(%)	63.01	74.78	90.79	92.04
营业利润率(%)	24.28	22.96	25.38	12.01
总资本收益率(%)	2.11	1.51	1.96	--
净资产收益率(%)	1.06	0.80	1.07	--
长期债务资本化比率(%)	10.97	19.87	16.37	22.10
全部债务资本化比率(%)	27.22	30.17	32.15	33.47
资产负债率(%)	41.20	43.37	45.51	46.38
流动比率(%)	112.22	128.95	99.23	123.67
速动比率(%)	51.14	60.90	43.32	58.67
经营现金流动负债比(%)	8.84	7.43	3.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	3.51	3.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	9.06	7.71	--

注： 1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的有息部分已调整至长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.61	8.66	6.38	6.72
资产总额(亿元)	126.53	122.49	122.54	122.96
所有者权益(亿元)	85.96	86.25	86.74	86.62
短期债务(亿元)	20.50	11.45	16.05	10.50
长期债务(亿元)	3.48	9.80	7.51	14.51
全部债务(亿元)	23.98	21.25	23.56	25.01
营业收入(亿元)	1.63	1.87	1.73	0.03
利润总额(亿元)	0.37	0.39	0.66	-0.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.87	5.35	-3.97	-1.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	92.03	90.60	92.01	31.53
总资本收益率(%)	0.34	0.36	1.47	--
净资产收益率(%)	0.43	0.45	0.68	--
长期债务资本化比率(%)	3.89	10.21	7.97	14.35
全部债务资本化比率(%)	21.81	19.77	21.36	22.41
资产负债率(%)	32.07	29.59	29.22	29.56
流动比率(%)	156.60	187.71	149.96	208.81
速动比率(%)	156.22	187.20	149.55	208.25
经营现金流动负债比(%)	-7.03	26.87	-15.93	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：　2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	广西农垦集团有限责任公司	江苏省农垦集团有限公司	北大荒农垦集团有限公司	宁夏农垦集团有限公司
主体信用等级	AA+	AAA	AAA	AA+
企业性质	国企	国企	央企	国企
综合毛利率（%）（2019 年）	10.54	22.12	16.23	26.21
销售债权周转次数（次）（2019 年）	12.82	30.08	10.11	7.18
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	562.93	319.26	1990.56	178.74
所有者权益（亿元）	260.54	182.83	414.39	97.39
营业总收入（亿元）	131.74	139.60	1233.56	27.98
利润总额（亿元）	2.97	23.67	3.06	1.38
经营活动现金流净额（亿元）	10.04	-8.21	11.83	1.86
资产负债率（%）	53.72	42.73	79.18	45.51

注：北大荒集团综合毛利率统计口径为主营业务毛利率

资料来源：联合资信整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均合同资产）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+无形资产摊销+投资性房地产及长期待摊费用折旧/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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 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