

信用评级公告

联合〔2023〕7300号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏农垦集团有限公司主体的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁夏农垦集团有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

宁夏农垦集团有限公司

2023 年主体跟踪评级报告

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

评级时间：2023 年 7 月 27 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：—			--	
个体调整信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+2	
评级结果			AA ⁺	

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：华艾嘉 王玥

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

评级观点

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，系宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会的全资子公司，宁夏回族自治区人民政府对公司发展改革、政策和资金等方面支持力度大。公司在规模化生产、政府及政策支持以及区域地位等方面保持竞争优势。公司业务涉及农业、服务业、房地产等领域，支柱产业农业板块经营情况较为稳定，2022 年，公司营业总收入和利润总额均同比增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力一般、存货规模较大、资产流动性较弱、存在一定短期债务压力等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

未来，随着国家产业政策支持的不深化、公司现有经营业态的整合提升以及地产去库存加速，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⁺，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，具有宁夏自治区保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，宁夏回族自治区人民政府对公司发展改革给予的政策支持力度大，同时提供一定的资金补贴。2022 年财政对公司政府补助 2.39 亿元，较上年有所增长。

2. 公司主业发展稳健。公司主营业务多元化，包括种植业、畜牧业、旅游服务、建筑及房地产开发、商品销售等领域，其中种植业和畜牧业作为公司支柱产业，经营情况较为稳定，其他业务对公司收入形成良好补充。2022 年，公司营业总收入和利润总额均有所增长。

3. 公司经营现金保持净流入。2022 年，公司经营现金流量净额为 1.02 亿元，保持净流入；公司现金收入比为 93.76%。

关注

1. 公司存货规模较大，面临一定跌价风险。随着公司去库存加速，截至 2022 年底，公司存货为 27.82 亿元，在流动资产中的占比为 52.32%，占比仍属较大。

2. 公司主业盈利能力一般，政府补助等对利润总额贡献程度高；费用对利润存在一定侵蚀。2022 年，公司毛利率和净资产收益率分别为 25.85%和 1.99%；公司营业外收入和其他收益占当期利润总额的比重为 131.97%，政府补助等对利润总额贡献程度高。2022 年，公司期间费用在营业总收入中的占比为 19.66%，公司费用对整体利润存在一定侵蚀。

3. 公司资产流动性较弱，存在一定短期债务压力。公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，截至 2022 年底，公司非流动资产占比为 77.39%，资产流动性较弱。截至 2023 年 3 月底，公司短期债务为 54.31 亿元，现金类资产对短期债务保障倍数为 0.28 倍。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.23	15.46	14.81	15.25
资产总额（亿元）	188.92	211.86	235.22	248.21
所有者权益（亿元）	98.86	98.71	102.60	105.81
短期债务（亿元）	23.95	32.02	55.77	54.31
长期债务（亿元）	27.98	35.00	30.44	36.53
全部债务（亿元）	51.93	67.03	86.22	90.85
营业总收入（亿元）	30.12	32.25	39.51	9.65
利润总额（亿元）	1.57	2.02	2.86	0.01
EBITDA（亿元）	6.52	7.79	13.49	--
经营性净现金流（亿元）	4.29	1.91	1.02	1.33
营业利润率（%）	22.19	22.14	23.74	22.60
净资产收益率（%）	1.28	1.58	1.99	--
资产负债率（%）	47.67	53.41	56.38	57.37
全部债务资本化比率（%）	34.44	40.44	45.66	46.20
流动比率（%）	100.31	81.99	60.20	59.42
经营现金流动负债比（%）	8.70	2.92	1.16	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.48	0.27	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.53	5.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.97	8.61	6.39	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	124.92	124.82	123.25	132.49
所有者权益（亿元）	86.95	86.58	86.21	94.09
全部债务（亿元）	24.15	22.90	27.27	27.97
营业总收入（亿元）	0.78	0.80	1.48	0.24
利润总额（亿元）	0.12	0.00	3.19	-0.21
资产负债率（%）	30.40	30.63	30.05	28.99
全部债务资本化比率（%）	21.74	20.92	24.03	22.92
流动比率（%）	140.36	108.19	65.79	66.07
经营现金流动负债比（%）	11.17	9.31	-14.87	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径长期应付款中的计息项已计入长期债务

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

评级历史：

主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/03/24	蒲雅修 王兴龙	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读原文
AA ⁺	稳定	2020/02/25	王 晴 闫 力	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

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

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

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

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

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

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

七、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 3 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

宁夏农垦集团有限公司

2023 年主体跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身为宁夏农垦企业（集团）有限责任公司，系经宁夏回族自治区人民政府“宁政发（1996）14 号”文件批准，于 1996 年 7 月由宁夏自治区农垦事业局所属企业组建的国有独资集团公司，成立时初始注册资本为 15600.00 万元。2009 年，宁夏自治区出台了《关于进一步加快农垦改革发展的意见》，逐步对宁夏农垦局和公司实行政权分开、政事脱钩的管理体制，组建西夏王葡萄酒、沙湖旅游、贺兰山牧业三大实业公司及其 36 个子分公司，基本形成以资产为纽带、产业为核心的经营管理体制。2011 年 11 月 23 日，宁夏自治区农垦事业管理局下发《关于增加宁夏农垦集团有限公司注册资本的通知》，决定增加公司注册资本 50.00 亿元，其中，由宁夏自治区农垦事业管理局拨付货币资金增资 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增资形成此次增加注册资本 34.53 亿元，本次增资后公司的注册资本为 51.56 亿元。

2016 年 4 月 6 日，公司股权发生变更，由宁夏农垦事业管理局 100% 控股变更为宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）100% 控股。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 51.56 亿元，唯一股东为宁夏国资委（详见附件 1-1），实控人、控股股东所持公司股权未质押。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。

截至 2023 年 3 月底，公司内设农业发展部、市场开发部、资产管理部、现代牧业事业部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 235.22 亿元，所有者权益 102.60 亿元（含少数股东权益 3.85 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 39.51 亿元，利润总额 2.86 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 248.21 亿元，所有者权益 105.81 亿元（含少数股东权益 4.30 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.65 亿元，利润总额 0.01 亿元。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区福州南街 198 号；法定代表人：张戈。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 [《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

四、行业分析

1. 粮食行业

中国粮食处于长期供需紧平衡状态。近年来，中国粮食产量在品种结构上持续优化，但不同品种之间供需差异仍较大。随着国家政策推进，粮食产业将加快结构调整，提高粮食加工水平和运输服务，不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态，品种间差异较大。2022 年，中国全年粮食产量 68653 万吨，同比增加 368 万吨，增产 0.5%。其中，夏粮产量 14740 万吨，增产 1.0%；早稻产量 2812 万吨，增产 0.4%；秋粮产量 51100 万吨，增产 0.4%；全年谷物产量 63324 万吨，增产 0.1%。其中，稻谷产量 20849 万吨，减产 2.0%；小麦产量 13772 万吨，增产 0.6%；玉米产量 27720 万吨，增产 1.7%；大豆产量 2028 万吨，增产 23.7%，整体呈现较为稳定状态。受国内养殖业持续复苏和局部地区粮食需求放大的影响，中国粮食需求明显增加，粮食市场供需呈现紧平衡格局，有关部门合理安排政策性粮油竞价销售投放，多措并举保障了中国粮食供给的安全稳定。

行业政策方面，中国粮食安全问题的凸显，中国对粮食战略储备日趋重视。《粮食收储供应安全保障工程建设规划（2015—2020 年）》中提出：实施“粮安工程”，是新形势下保障国家粮

食安全和增加粮食有效供给守住底线的必然选择，是应对国际粮食市场复杂形势增强中国粮食流通抗风险能力的迫切需要。2021 年以来，中国高度重视粮食领域的立法修规工作，围绕粮食生产、储备、流通、质量以及应急管理等方面出台了一系列制度政策。2022 年 1 月底，国家粮食和物资储备局为进一步规范和加强政府储备粮食仓储管理，印发了《政府储备粮食仓储管理办法》，确保政府储备在仓储环节数量真实、质量良好、储存安全、管理规范。国家粮食和物资储备局印发粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费等“六大提升行动”方案，加快构建可持续的国家粮食安全保障体系。根据相关行动方案，到 2025 年，优质粮食供给更加丰富，粮食品质明显提升，粮食品牌体系更加完善，粮油品牌和营销市场竞争力持续提升。“十四五”时期，优质粮食工程升级版全面启动实施，新增高标准粮仓仓容 2000 万吨。此外，例如智慧仓储、乡村振兴、种业振兴等政策的不断落地与实施，中国粮食加工及仓储行业将加快结构调整和升级。

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

2. 生猪养殖行业

（1）行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

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

的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至 2022 年底，中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%，但整体处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

(2) 生猪产能及产量分析

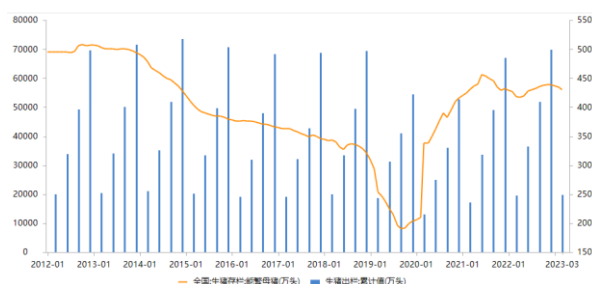
本轮猪周期自 2018 年开始，周期波动剧烈。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。中国能繁母猪存栏量在 2021 年 7 月达到峰值后，开始逐步下降，2022 年全年，能繁母猪存栏量整体略高于正常保有量区间震荡。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约 3~4 年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

上一轮猪周期为 2014—2018 年，除基本供需因素外，环保政策影响产能出清，规模化养殖后产肉效率的提升为本轮猪周期的极端情况埋下伏笔。本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2022 年底，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头、4329 万头和 4390 万头。其中 2019 年较上年下降主要系 2018 年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020 年底在

行业高景气度带动下存栏数较上年底大幅增长，已超 2015—2017 年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月底，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月底，能繁母猪存栏量迎来连续增长 21 个月后的首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月底降至全年底部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年底，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；截至 2022 年底，能繁母猪存栏量 4329 万头，约相当于正常保有量的 105.59%，2022 年全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）上限。进入 2023 年后，由于猪价大跌与冬季非瘟影响，一季度能繁母猪存栏开始连续环比下降。

图 1 2012 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Choice，联合资信整理

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2021 年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头和 7.00 亿头。其中 2019 年同比下降 21.57% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 3.15% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪

留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年生猪出栏量同比大幅增加 27.37%，一方面受 2020 年底行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。2022 年，生猪出栏量同比增长 4.27%，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量继续增加，但增速有所下降。

(3) 行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年猪价先降后升，2022 年下半年，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。

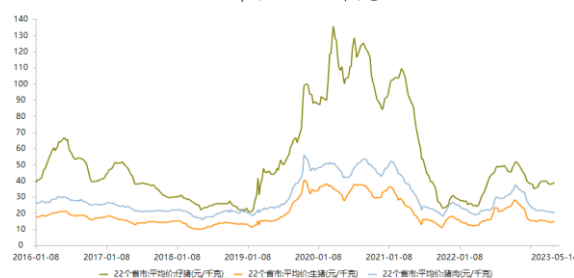
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。饲料行业分析详见“饲料行业”部分。

根据国家统计局数据，2020—2022 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤和 26.9 千克，同比分别下降 10.34%、增长 38.46% 和增长 6.7%，在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2022 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 68%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

自 2018 年非洲猪瘟爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因

素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年底—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），于 10 月 8 日下探至 10.78 元/公斤的年内低点。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022 年二、三季度，猪价开始缓慢上涨，其中，三季度猪价格维持较低水平运行，四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响，猪价快速上涨至 10 月底的年内高点，22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 51.76 元/千克、27.46 元/千克和 37.23 元/千克；2022 年 11 月—2023 年 5 月，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

图 2 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Choice，联合资信整理

(4) 行业政策

从政策上看，2021 年以来，随着中国生猪养殖产能快速增长，国家出台相关政策，以调控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、

完善金融保险支持政策、支持企业克服特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

2021年2月，中国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

2021年9月23日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色3个区域，采取相应的调控措施。

2022年2月，《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。

收储和放储方面，2022年上半年由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警，为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，累计挂牌收储51.80万吨，但因流拍实际收储量仅为10.14万吨。2022年下半年猪价快速上涨，为稳定生猪行情，国家于9月、10月和11月多批次投放猪肉储备，计划放储量为13.71万吨，已全部成交。

此外，2022年7月和9月，国家发展和改革委员会两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会

以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企业，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨，并会同有关部门加强市场监管，严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为，维护正常市场秩序，促进行业长期健康发展。

（5）未来发展

本轮猪周期于2021年初进入下行通道，目前处于2006年以来第四个猪周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自2021年7月达到峰值后，高位震荡整理，于2022年12月出现下降，预计猪价仍将低位震荡徘徊，此后有望迎来猪周期上行机会。叠加种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计2023年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和动物疫病防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间更长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。一个“猪周期”通常是3~5年，且近年来由于养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，所以“猪周期”也在逐渐拉长。自2006年以来，我国已经经历了四个完整的周期，目前处于第四个周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。2021年7月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理；随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于2022年4月出现低点；随着2022年三、四季度养殖企业盈利改善，农户

母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于12月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约10~12个月，预计2023年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，随着产能下降、宏观经济及居民消费的恢复、有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到2022年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，预计2023年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

3. 乳制品

（1）行业概况

经过多年的发展，中国乳制品加工行业已形成较大规模，市场集中度提高。2022年，受外部因素影响，乳制品加工行业增速有所回落。

乳制品加工行业是中国食品产业的重要组成部分，其供给依靠奶牛养殖，中间是液体乳、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。2022年，受外部因素影响，终端客流减少、物流运输受阻，对乳制品加工企业产品交付造成不利影响。根据国家统计局公布数据，2022年全国规模以上乳品企业乳制品产量为3117.7万吨，较2021年上涨2%，行业增速回落。

近年来，随着消费者健康意识的提升，城乡居民的乳品消费需求不断增加。根据凯度消费者调研数据，2022年，消费液态乳品的家庭户数较2021年增幅为3.5%，饮奶习惯的养成和市场渗透率的提升，进一步促进了液体乳市场规模的发展。在此基础上，奶酪和乳脂品类产品的市场规模也保持了较好的增长势头，为乳品行业发展注入了新动能。

（2）行业竞争

中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

中国乳制品行业竞争激烈，受奶源分布、产品物流配送和储存条件的限制，当前乳制品行业呈现少数全国性大企业与众多地方企业并存的竞争格局。中国乳制品市场已经呈现出高度集中的双寡头型竞争格局，预计未来中国乳制品行业集中度将持续缓慢提升，整体竞争格局较为稳定。

从参与企业来看，国内参与乳业竞争的企业可分为三大梯队，第一梯队包括伊利、蒙牛两大全国性品牌；第二梯队包括光明、三元等区域性品牌，与第一梯队在全国范围内形成互补；第三梯队包括完达山、贝因美、科迪、燕塘等品牌，有特色主导产品或较高的区域认知度。国外参与中国乳业竞争的企业较多，多以婴幼儿奶粉

为主要竞品。

（3）行业政策

乳制品加工行业面临的政策环境良好。

乳制品加工行业的主要监管政策有国务院于2008年发布的《乳品质量监督管理条例》（国务院令第536号）、工信部与发改委于2009年发布的《乳制品工业产业政策（2009年修订）》（工联产业〔2009〕第48号）、《中华人民共和国食品安全法》及后期修订本。国务院发布的《国民营养计划（2017—2030年）》中提出“乳制品是平衡膳食、增强体质不可或缺的营养食品”，鼓励国人多食用各类乳及乳制品。2022年4月，国家卫生健康委员会指导发布《中国居民膳食指南（2022）》，将奶及奶制品的推荐摄入量由每天的300克增加到每天300克至500克，倡导国民通过乳制品获取优质蛋白质、钙等重要营养成分，改善膳食结构，增强身体素质。鉴于中国乳制品加工行业对外依存度较高，与主要奶制品进口来源国（新西兰、澳大利亚）的自由贸易协定也对行业发展造成实质影响。未来，随着国民健康意识不断提升，乳品将继续成为城乡居民基础营养的重要食品来源，乳品消费需求将得到进一步释放，乳类产品更加丰富和专业化，国内乳品市场消费规模将持续扩大。

（4）行业关注

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

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

环保风险。民众对环保的关注及国家环保

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

食品安全风险。食品安全是乳制品加工行业稳定发展的关键因素，能够较大幅度地影响行业的发展进程与发展格局。食品安全事件的爆发一方面对涉事企业的品牌形象和生产经营形成压力，另一方面将导致对国产乳制品的消费信心和消费需求骤降。

（5）行业发展

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

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，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，公司实控人、控股股东所持公司股权未质押。

2. 企业规模及竞争力

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

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

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

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

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

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

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况较好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会

信用代码：91640000227692945W），截至 2023 年 7 月 24 日，公司未结清信贷业务中，不存在关注类贷款；已结清信贷业务中，有 11 笔关注类贷款及 1 笔关注类贴现，根据公司出具的说明，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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。2022 年，公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员或履行同等职责人员未发生变更。

七、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司主营业务未发生重大变化，农业、建筑及房地产开发、商品销售为公司主要收入来源，收入规模和毛利率均同比增长。

跟踪期内，公司主营业务仍由农业、服务业、建筑及房地产开发、商品销售等板块构成。

2022 年，公司营业总收入同比增长 14.54%，其中农业仍为公司第一大收入来源，收入规模同比增长 8.77%；农业在公司营业总收入中的占比为 56.31%，随着其他板块收入增加，农业在营业总收入中的占比较上年有所下降。2022 年，公司建筑及房地产业收入、商品销售收入均同比增长，公司建筑及房地产业收入在营业总收入中的占比同比有所上升，商品销售收入在营业总收入中的占比同比有所下降；受社会环境变化，旅游受限等因素影响，公司旅游景区接待量下降，公司服务业收入同比下降 46.44%，在营业总收入中的占比下降。公司其他业务收入

占营业总收入的比重较小。

毛利率方面，2022年，公司综合毛利率为25.85%，较上年上升2.99个百分点。同期，随着公司种植业规模化水平提升，公司农业业务毛利率上升；由于原材料采购价格有所增长，商品销售业务毛利率同比下降。

2023年1—3月，公司实现营业总收入9.65亿元，同比增长31.02%；营业成本7.41亿元，同比增长25.45%；营业利润率为22.60%，同比上升3.13个百分点。2023年1—3月，实现利润总额0.01亿元，同比下降78.02%，主要系营业外支出增加所致。

表1 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2021年			2022年			2022年营业总收入同比变化率（%）
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
农业	20.45	63.42	19.11	22.25	56.31	24.49	8.77
服务业	1.28	3.97	35.05	0.69	1.73	40.00	-46.44
建筑及房地产开发	3.98	12.33	31.53	8.02	20.31	33.49	63.29
商品销售	4.91	15.24	22.22	5.57	14.34	13.98	42.53
其他业务	1.63	5.04	41.25	2.89	7.30	35.04	77.39
合计	32.25	100.00	22.86	39.51	100.00	25.85	14.54

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2. 农业板块

（1）种植业

2022年，公司种植业整体经营较为稳定，仍为公司重要支柱产业；公司主动推进种植结构和产品结构的调整，由于奶业快速发展，公司青饲料和牧草的种植面积及产量均同比大幅增长。

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁夏农垦前进农场有限公司等企业，下属产业主要包括粮食生产、蔬菜生产、水果生产、药材生产以及牧草生产等，拥有“沙湖”大米、“碧宝”枸杞、“双丰”供港菜等多个品牌。公司作物种植种类包括粮食作物（玉米、水稻、小麦为主）、蔬菜、水果（葡萄为主）、药材（枸杞、麻黄为主）、牧草等。

从种植结构和产量来看，公司在确保粮食总产量基本稳定的前提下，尽可能增加饲草料和其它经济作物种植结构，推进种植结构和产品结构的调整。截至2022年底，公司粮食作物种植面积42.60万亩，同比下降约12.88%；2022年，公司粮食作物总产量同比下降约9.05%。随着公司奶业的快速发展，对于青饲料和牧草的需求

进一步增加。截至2022年底，公司青饲料和牧草的种植面积为24.33万亩，2022年，公司青饲料和牧草的产量为66.08万吨，同比均大幅增长。2022年，公司蔬菜、水果的产量均较上年有所增长。整体来看，公司种植业经营较为稳定，为公司的重要支柱产业。

表2 农业板块主要作物种植面积及生产情况

（单位：万亩、万吨）

项目	产量		种植面积	
	2021年	2022年	2021年	2022年
粮食作物	38.83	35.32	48.90	42.60
其中：玉米	28.40	27.13	31.90	29.30
水稻	10.22	7.79	16.60	12.20
小麦	0.17	0.32	0.30	0.70
蔬菜	8.01	9.56	2.89	2.89
水果	5.51	5.70	7.60	7.70
青饲料、牧草	37.49	66.08	16.61	24.33
合计	89.84	116.66	76.00	77.52

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2022年底，公司农用机械总动力达340075千瓦，较上年底增长5.65%。公司的农业机械包括耕整地及种植机械、农用排灌机械、植保机械、收获机械、脱离烘干机械等，农业机械化作业率保持在较高水平。

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

（2）畜牧业

2022 年，公司奶业经营规模不断扩大，鲜奶产销量均有所增长，与下游客户合作较为稳定；生猪存栏量较上年下降，出栏数及猪肉产量均较上年有所增长，但受生猪淘汰损失及猪肉销售市场价格波动影响，灵农生猪 2022 年净利润亏损。

公司畜牧业主要由奶业和生猪产业构成。其中宁夏农垦乳业股份有限公司（原名宁夏农垦贺兰山奶业有限公司，以下简称“农垦乳业”）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），宁夏农垦灵农生猪产业有限公司（原名宁夏农垦灵农畜牧有限公司，以下简称“灵农生猪”）主要经营生猪产业链。

奶业

公司下属子公司农垦乳业以良种奶牛养殖、优质牧草生产、优质鲜奶生产为主业，是宁夏农业产业化重点龙头企业。农垦乳业奶牛场分布在平吉堡农场、灵武农场、连湖农场、简泉农场、暖泉农场、渠口农场以及贺兰山农牧场等国有农场。截至 2022 年底，农垦乳业资产总额 73.50 亿元，所有者权益 18.17 亿元；2022 年，农垦乳业实现营业总收入为 16.67 亿元，较上年增长 3.63 亿元，净利润为 2.25 亿元，较上年下降 0.73 亿元。

表 3 奶业经营情况

项目	2021 年	2022 年
奶牛存栏（万头）	9.84	13.09
其中：泌乳牛存栏（万头）	3.59	5.30
鲜奶产量（万吨）	36.96	48.20
鲜奶销量（万吨）	35.46	48.20
鲜奶销售收入（亿元）	15.93	21.85

资料来源：公司提供

截至 2022 年底，公司奶牛存栏数同比增长约 3.25 万头，其中泌乳牛存栏数占比达到 40% 以上。受益于奶牛数量的增长，2022 年鲜奶产量较上年有所增长，奶业经营规模不断扩大。

公司奶牛养殖的成本以饲料成本为主，饲料分为精饲料和粗饲料，其中精饲料以玉米为主，主要从外部采购；粗饲料包括青储、苜蓿等。公司自身拥有较为丰富的粗饲料资源，可在一定程度上满足公司养殖需求，奶牛养殖具有一定的成本优势。值得注意的是，受国际奶源价格较低的影响，公司奶牛养殖的利润空间较小，同时公司奶牛养殖还面临着废弃物污染、饲料价格波动、疾病防治等固有风险。

鲜奶销售方面，公司鲜奶主要销售给内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利集团”）、中国蒙牛乳业有限公司等国内乳制品生产企业。2022 年，公司奶业板块前五大客户包括宁夏伊利乳业有限公司、西安伊利泰普克饮品有限公司、蒙牛特仑苏（银川）乳业有限公司、咸阳伊利乳业有限公司和晋中伊利乳业有限公司，合计销售收入占总销售金额的 74.74%，客户集中度很高。2019 年农垦乳业与伊利集团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，农垦乳业与伊利集团现有合作牧场所生产的符合伊利集团认可的生鲜乳全部销售给伊利集团，战略合作期为 10 年，奶业销售较有保障。款项结算方面，公司鲜奶销售款一般按月结算，每月底结算上月奶款。

猪产业

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。

截至 2022 年底，受宏观经济波动、疫病以及市场价格影响，公司调整存栏量，生猪存栏量和能繁母猪数量均较上年有所下降；2022 年，公司生猪出栏数量及猪肉产量均较上年有所增

长。公司的猪产品主要通过经营连锁超市、专卖店进行销售，2022 年前五大客户占比为 24.69%，较上年下降 17.99 个百分点。

2022 年，受生猪淘汰损失及猪肉销售价格波动影响，灵农生猪营业总收入同比下降至 0.45 亿元，净利润为-0.32 亿元。

表 4 公司猪产业经营情况

项目	2021 年	2022 年
生猪存栏（头）	25691	22052
其中：能繁母猪（头）	4022	2665
当年猪出栏（头）	28967	36557
猪肉产量（吨）	1905	2478

资料来源：公司提供

3. 服务业

受社会环境变动、旅游受限等因素影响，公司沙湖旅游景区接待量下降，2022 年，公司服务业收入规模同比均下降。

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

公司沙湖旅游景区的收入主要包括两方面：景区门票收入和船票收入全额归公司所有；景区内旅游收费项目部分由公司自营，部分由其他企业或个人经营，公司可取得一定分成收入。2022 年，受社会环境变动，旅游受限等因素影响，公司沙湖旅游景区接待量下降，相关业务收入同比下降。

表 5 沙湖旅游景区经营情况

项目	2021 年	2022 年
景区客流量（万人次）	54.89	28.28
旅游服务收入（亿元）	0.85	0.52
餐饮住宿（亿元）	0.22	0.04
商贸（亿元）	0.04	0.03
收入合计（亿元）	1.11	0.59

资料来源：公司提供

4. 建筑及房地产开发

2022 年，公司持续推进房地产去库存及承接建筑施工新项目，公司建筑及房地产开发收入较上年大幅增长，毛利率略有上升。

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”）和宁夏农垦建设有限公司（以下简称“农垦建设公司”）。西夏苑房地产公司负责房地产的项目投标、设计、相关手续的报批以及最终楼盘的销售；农垦建设公司负责建筑施工业务，主要采用施工总承包模式进行，按照合同约定对建设工程项目的设计、采购、施工等实行全过程承包。

截至 2022 年底，除在建的金樾府项目外，公司在售住宅项目剩余待售面积较少；金地花园大厦为写字楼，银川市写字楼市场总体供大于求，销售进度较为缓慢，面临一定的去库存压力，2021 年以来，公司通过出租等方式对金地花园大厦进行消化。

表 6 截至 2022 年底公司房地产在售项目情况

（单位：万平方米、元/平方、亿元）

项目名称	可售总面积	已售面积	销售均价	已售金额	累计回款资金
金阳花园 B 区	16.38	15.25	3545.47	5.54	5.54
金地花园 B 区	12.88	10.36	8052.00	8.46	8.46
金地花园大厦	9.83	0.73	8000.00	0.63	0.63
合计	39.09	26.34	--	14.63	14.63

资料来源：公司提供

表 7 截至 2022 年底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	已投资	预计完工时间
金樾府	5.35	4.69	2023/08

资料来源：公司提供

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

2022 年，金樾府项目开启预售但暂未确认收入，公司其余房地产项目主要为剩余现房及配套项目销售，公司房地产业务销售收入为

5.59 亿元，同比增长 118.81%，主要系公司加大现房及配套项目去化力度所致；由于公司持续承接新项目并加快施工进度以确认收入，公司建筑施工收入为 2.33 亿元，较上年增长 111.86%。整体看，2022 年，公司建筑及房地产开发板块收入同比大幅增长，毛利率略有上升。

5. 商品销售

2022 年，公司葡萄酒销售收入有所增长；公司肉类总产量下降，由于羊肉产量占比增加，公司牛羊业务收入同比有所增长。

公司商品销售主要包括葡萄酒销售业务、牛羊业务以及农机具销售等。公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏西夏王葡萄酒业有限公司（以下简称“西夏王酒业”）和宁夏恒生西夏王酒业有限公司（以下简称“恒生西夏王酒业”）经营，恒生西夏王酒业负责葡萄酒日常生产，西夏王酒业承担葡萄酒销售、对外品牌宣传维护等。公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色产品。目前，恒生西夏王酒业葡萄酒加工储存能力为 4.5 万吨，成品酒年产能 1.0 万吨。

销售方面，2022 年，公司销售模式未发生重大变化。西夏王酒业葡萄酒销售主要包括经销商代理和公司直销两种模式，以经销商代理为主；销售渠道主要有传统渠道（酒店、餐厅、名酒店等）、现代渠道（大型连锁超市等）以及线上渠道等，以传统渠道为主，销售市场辐射宁夏、福建、浙江、江苏、河南、湖南、山东、重庆、陕西等地。2022 年，西夏王酒业葡萄酒销售收入为 3951.79 万元，同比增长 4.73%。公司生产的葡萄酒以中低档酒为主，主要针对大众消费群体。

为解决葡萄酒库存积压问题，公司采取多种措施降低库存，如加快暖泉酒庄年产 1200 吨葡萄蒸馏酒技改项目建设，项目达产后每年可消化库存原酒近万吨；拟通过引进战略投资者对恒生西夏王酒业进行股改，利用战投的资源优势开拓市场以提高销量；由销售大区负责人、经销商和恒生西夏王贸易公司共同出资成立葡

萄酒销售公司，通过股权激励等混改形式，提高销售人员的积极性。

公司牛羊业务主要由子公司宁夏农垦滩羊产业有限公司（以下简称“农垦滩羊”）及宁夏农垦肉牛食品有限公司（以下简称“农垦肉牛”）负责运营，公司的牛羊业务主要为活体牛羊育肥及肉产品加工销售。2022 年，公司牛羊存栏量均较上年有所增长，公司肉类总产量较上年有所下降。2022 年，公司牛羊业务收入 4.02 亿元，较上年增长 5.56%。

表 8 公司畜牧业经营情况

项目	2021 年	2022 年
年底牛存栏（头）	116526	153604
年底羊存栏（头）	117862	125319
牛出栏（头）	30041	20701
羊出栏（只）	53899	59247
家禽出栏（百只）	14100	11048
肉类总产量（吨）	9780.8	8650
其中：牛肉产量（吨）	4991	3616
羊肉产量（吨）	872.5	987
禽肉产量（吨）	2012.4	1569

注：年底牛存栏数包含奶牛存栏数；上表数据统计口径包括农垦滩羊、农垦肉牛以及公司下属农场

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2022 年，公司经营效率指标有所增长。

2022 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 14.90 次、1.04 次和 0.18 次，均较上年有所提高。

7. 未来发展

公司已制定了较为清晰的发展战略，符合公司经营发展需求。

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

光、农耕体验等为一体的农业旅游业态，争创国家现代农业庄园。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

2022年，公司合并范围内子公司87家，总量较2021年增加10家，财务数据可比性尚可。

截至2022年底，公司合并资产总额235.22亿元，所有者权益102.60亿元（含少数股东权益

3.85亿元）；2022年，公司实现营业总收入39.51亿元，利润总额2.86亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额248.21亿元，所有者权益105.81亿元（含少数股东权益4.30亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入9.65亿元，利润总额0.01亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，随着公司经营规模扩大，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主，资产流动性较弱；公司资产受限规模低。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底增长11.02%；公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	53.64	25.32	53.18	22.61	53.56	21.58
货币资金	15.40	28.72	14.80	27.84	15.24	28.45
应收账款	1.71	3.18	3.53	6.64	3.67	6.86
预付款项	4.30	8.01	3.86	7.26	3.55	6.63
存货	28.52	53.17	27.82	52.32	28.23	52.71
非流动资产	158.22	74.68	182.04	77.39	194.65	78.42
固定资产	39.24	24.80	46.08	25.31	44.92	23.08
生产性生物资产	19.06	12.05	28.64	15.73	30.07	15.45
在建工程	11.82	7.47	14.14	7.77	21.00	10.79
无形资产	76.49	48.34	76.57	42.06	78.25	40.20
资产总额	211.86	100.00	235.22	100.00	248.21	100.00

注：流动资产科目占比=金额/流动资产总额；非流动资产科目占比=金额/非流动资产总额
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2022年底，公司流动资产较上年底下降0.87%，变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占27.84%）、应收账款（占6.64%）、预付款项（占7.26%）、存货（占52.32%）构成。

截至2022年底，公司货币资金较上年底下降3.91%，变化不大。货币资金中有1.30亿元受限资金，受限比例为8.80%，主要为旅游质量保证金、按揭贷款保证金、商品房预售资金、银行承兑汇票保证金和履约保函保证金。

截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底增长106.86%，主要系随着奶业业务扩张，公司与宁夏伊利乳业有限责任公司、蒙牛特仑苏（银川）乳业有限公司、咸阳伊利乳业有限责任公司等的应收账款增加所致；公司应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账准备1.47亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.42亿元，占比为28.46%，集中度较上年有所上升。

截至2022年底，公司预付款项较上年底下降10.11%，主要系与内蒙古爱养牛科技有限公

司的奶牛采购预付款下降所致。

截至2022年底，公司存货较上年底下降2.45%，变化不大；公司存货主要由原材料（占54.87%）、库存商品（占6.40%）、开发产品（占13.59%）、开发成本（占20.38%）、消耗性生物资产（占4.28%）等构成，累计计提跌价准备0.32亿元。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长15.05%，公司非流动资产主要由固定资产（占25.31%）、生产性生物资产（占15.73%）、在建工程（占7.77%）、无形资产（占42.06%）构成。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增长17.42%，主要系奶牛基地建设工程转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占81.12%）、机器设备（占15.02%）、其他设备（占3.85%）构成，累计计提折旧18.61亿元；固定资产成新率81.87%，成新率较高。

截至2022年底，公司生产性生物资产较上年底增长50.25%，主要系随着奶业板块发展，公司的奶牛增加所致；公司生产性生物资产主要包括奶牛、葡萄树、母牛、母羊等。

截至2022年底，公司在建工程较上年底增长19.67%，主要系奶牛基地建设等项目持续投入所致；在建工程累计计提跌价准备0.09亿元。

截至2022年底，公司无形资产较上年底增长0.11%，变化不大，其中土地使用权占99.75%。公司无形资产累计摊销0.28亿元，计提减值准备2.85万元。

截至2022年底，公司所有权受到限制的资产如下表所示，公司资产受限比例低。

表 10 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	1.30	0.55	旅游质量保证金、按揭贷款保证金、商品房预售资金、银行承兑汇票保证金和履约保函保证金
无形资产	12.99	5.52	借款抵押

存货	4.42	1.88	借款抵押
合计	18.72	7.95	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底增长5.52%，主要系在建工程持续投入所致；公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益较上年底变化不大，所有者权益稳定性尚可。

截至2022年底，公司所有者权益102.60亿元，较上年底增长3.94%。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.25%，少数股东权益占比为3.75%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占50.25%、31.69%、-0.04%和13.26%，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2023年3月底，公司所有者权益较上年底变化不大，所有者权益结构稳定性尚可。

（2）负债

截至2022年底，由于公司发行超短期融资债券，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；公司债务规模有所增长，债务负担尚可。

截至2022年底，公司负债总额较上年底增长17.20%，主要系公司发行超短期融资债券所致；公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长35.02%，主要系公司发行超短期融资债券所致所致。公司流动负债主要由短期借款（占36.07%）、应付账款（占15.96%）、其他应付款（占15.14%）、一年内到期的非流动负债（占25.28%）构成。

截至 2022 年底，为补充营运资金，公司短期借款较上年底增长 8.13%。

截至 2022 年底，随着经营规模增长，公司应付账款较上年底增长 11.61%；应付账款账龄以一年以内为主。

截至 2022 年底，公司其他应付款较上年底增长 24.74%，主要系单位往来款项增加所致；公司其他应付款主要为单位往来款（占 84.89%）、存入保证金（占 12.87%）等。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 1104.53%，主要系公司发行超短期融资债券所致。截至 2022 年底，公司一年内到期的应付债券为 18.30 亿元。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底下降 7.23%，主要系公司存续中期票据即将到

期转入流动负债所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 68.75%）、递延收益（占 27.21%）构成。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 2.58%，变化不大；长期借款主要由保证借款（20.69 亿元）、抵押借款（4.36 亿元）、项目借款（5.36 亿元）等构成。

截至 2022 年底，公司递延收益较上年底增长 8.40%，主要系政府补助增加所致。

表 11 公司负债主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	65.43	57.82	88.34	66.61	90.14	63.30
短期借款	29.47	45.04	31.87	36.07	33.56	37.23
应付账款	12.63	19.31	14.10	15.96	18.34	20.35
其他应付款	10.72	16.39	13.37	15.14	12.17	13.50
一年内到期的非流动负债	1.85	2.83	22.33	25.28	18.04	20.01
非流动负债	47.73	42.18	44.28	33.39	52.26	36.70
长期借款	29.68	62.18	30.44	68.75	35.72	68.35
递延收益	11.11	23.29	12.05	27.21	12.76	24.41
负债总额	113.15	100.00	132.62	100.00	142.40	100.00

注：流动负债科目占比=金额/流动负债总额；非流动负债科目占比=金额/非流动负债总额

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年底，公司全部债务86.22亿元，较上年底增长28.63%，主要系公司发行超短期融资债券所致。债务结构方面，短期债务占 64.69%，长期债务占35.31%，以短期债务为主，其中，短期债务55.77 亿元，较上年底增长 74.17%，主要为发行超短期融资债券；长期债务30.44亿元，较上年底下降13.03%，主要系截至2022年底即将到期的中期票据转计短期债务所致。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为56.38%、45.66%，较上年底分别提高2.97个百分点和5.22个百分点；长期债务资本化比率为22.88%，较上年底下降3.30个百分点。公司债务负担尚可。

截至2023年3月底，公司全部债务90.85亿元，较上年底增长5.37%，主要系公司增加长短期借款所致。债务结构方面，短期债务占59.79%，长期债务占40.21%，结构相对均衡，其中，短期债

务54.31亿元，较上年底下降2.62%，变化不大；长期债务36.53亿元，较上年底增长20.00%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.37%、46.20%和25.67%，较上年底分别提高0.99个百分点、0.54个百分点和2.78个百分点。

截至 2023 年 7 月 17 日，公司存续债券 15.00 亿元，如下表所示。

表 12 截至 2023 年 7 月 17 日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
22 宁夏农垦 SCP006	2023/07/28	2.00
23 宁夏农垦 SCP003	2023/08/04	3.00
23 宁夏农垦 SCP001	2023/08/14	5.00
23 宁夏农垦 SCP002	2023/10/15	2.00
23 宁夏农垦 SCP004（乡村振兴）	2024/03/07	3.00
合计	--	15.00

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2022年，公司收入规模和利润总额均有所增长，其他收益对公司利润影响较大，期间费用对公司利润存在一定侵蚀，盈利能力一般。

2022年，随着经营规模扩大，公司实现营业总收入同比增长22.51%，营业成本同比增长17.77%，营业利润率同比提高1.60个百分点。2022年，公司利润总额同比增长41.91%。

2022年，公司费用总额为7.77亿元，同比增长23.10%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为8.20%、58.89%、4.51%和28.40%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为4.57亿元，同比增长38.38%；财务费用为2.21亿元，同比增长9.07%，主要系利息支出增加所致。2022年，公司期间费用率为19.66%，同比提高0.09个百分点，公司费用对整体利润存在一定侵蚀。

2022年，公司实现投资收益0.29亿元，同比下降34.46%，主要系长期股权投资收益有所下降所致，投资收益占营业利润比重为8.64%，对营业利润影响不大；其他收益2.49亿元，同比增长46.93%，主要系政府补助增加所致，其他收益占营业利润比重为75.15%，对营业利润影响较大；营业外收入1.28亿元，同比增长72.98%，主要系罚款及赔偿款、政府补助等增加所致，营业外收入占利润总额比重为44.88%，对利润影响较大；营业外支出1.74亿元，同比增长88.24%，主要系奶牛自然淘汰导致的非流动资产报废损失增加所致，营业外支出占利润总额比重为60.77%，对利润影响较大。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	32.25	39.51
利润总额（亿元）	2.02	2.86
营业利润率（%）	22.14	23.74
总资本收益率（%）	2.19	2.37
净资产收益率（%）	1.58	1.99

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，公司总资本收益率和净资产收益

率分别为2.37%和1.99%，同比分别提高0.18个百分点和0.41个百分点。

表 14 2022 年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
广西农垦集团有限责任公司	282.52	11.52	2.23	1.50
江苏省农垦集团有限公司	202.47	24.26	9.08	12.84
甘肃省农垦集团有限责任公司	80.40	18.24	2.10	1.06
宁夏农垦集团有限公司	39.51	25.85	2.25	1.99

资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入9.65亿元，同比增长31.02%；营业成本7.41亿元，同比增长25.45%；营业利润率为22.60%，同比增长3.13个百分点。2023年1—3月，公司实现利润总额0.01亿元，同比下降78.02%，主要系营业外支出增加所致。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金仍为净流入状态，但净流入规模有所下降；公司投资活动现金保持净流出且规模有所增长；公司筹资活动现金净流入规模较上年有所下降，公司仍存在一定融资需求。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入44.65亿元，同比增长12.27%；经营活动现金流出43.63亿元，同比增长15.23%。2022年，公司经营活动现金净流入1.02亿元，同比下降46.43%，主要系支付的往来款增加所致。2022年，公司现金收入比为93.76%，同比下降8.46个百分点。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入1.35亿元，同比下降13.00%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额下降所致；投资活动现金流出13.18亿元，同比增长3.70%，主要系投资支付的现金增加所致。2022年，公司投资活动现金净流出11.83亿元，流出额同比增长6.02%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为-10.81亿元，公司存在一定融资需求。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现

金流入62.93亿元，同比增长41.75%，主要系公司增加借款并发行债券所致；筹资活动现金流出53.70亿元，同比增长67.52%，主要系公司偿还债务所致。2022年，公司筹资活动现金净流入9.24亿元，同比下降25.18%。

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流入1.33亿元；公司实现投资活动现金净流出4.53亿元；公司实现筹资活动现金净流入5.05亿元。

6. 偿债指标

2022年，公司偿债能力指标表现一般，间接融资渠道较通畅。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	81.99	60.20
	速动比率（%）	38.40	28.70
	经营现金/流动负债（%）	2.92	1.16
	经营现金/短期债务（倍）	0.06	0.02
	现金类资产/短期债务（倍）	0.48	0.27
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	7.79	13.49
	全部债务/EBITDA（倍）	8.61	6.39
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	3.53	5.12
	经营现金/利息支出（倍）	0.87	0.39

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

截至2022年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的81.99%和38.40%下降至60.20%和28.70%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至2022年底，公司经营现金流动负债比率同比下降1.76个百分点；公司经营现金/短期债务为0.02倍，同比有所下降；公司现金短期债务比由上年底的0.48倍下降至0.27倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

2022年，公司EBITDA为13.49亿元，同比增长73.21%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占57.00%）、计入财务费用的利息支出（占18.11%）、利润总额（占21.21%）构成。2022年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.53倍提高至5.12倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的8.61倍下降至6.39

倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般；经营现金/全部债务由上年的0.03倍下降至0.01倍，经营现金对全部债务的保障程度较弱；经营现金/利息支出由上年的0.87倍下降至0.39倍，经营现金对利息支出的保障程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

对外担保方面，截至2022年底，公司无合并口径之外的对外担保。

截至报告出具日，公司无1000万元以上的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度149.79亿元，尚未使用授信额度92.48亿元，公司间接融资渠道较通畅。

7. 公司本部财务分析

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；债务规模大，本部收入规模小，经营获现能力弱，对债务保障能力弱。

截至2022年底，公司本部资产总额123.25亿元，较上年底下降1.26%，变化不大。其中，流动资产22.89亿元（占18.57%），非流动资产100.36亿元（占81.43%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占27.02%）、其他应收款（占71.53%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占22.14%）、无形资产（占75.74%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为6.18亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额37.03亿元，较上年底下降3.15%。其中，流动负债34.79亿元（占93.93%），非流动负债2.25亿元（占6.07%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占20.98%）、其他应付款（合计）（占25.66%）、一年内到期的非流动负债（占53.05%）构成；非流动负债主要由长期借款（占67.34%）、长期应付款（合计）（占28.47%）构成。公司本部2022年底资产负债率为30.05%，较2021年底下降0.59个百分点。截至2022年底，公司本部全部债务27.27亿元。其中，短期债务占94.45%、长期债务占5.55%。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率24.03%，公司本部债务负担尚可。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 86.21 亿元，较上年下降 0.42%；在所有者权益中，实收资本为 51.56 亿元（占 59.81%）、资本公积合计 24.56 亿元（占 28.49%）、未分配利润合计 8.97 亿元（占 10.41%）、盈余公积合计 1.11 亿元（占 1.29%），所有者权益稳定性尚可。

2022 年，公司本部营业总收入为 1.48 亿元，利润总额为 3.19 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.88 亿元。

现金流方面，截至 2022 年底，公司本部经营活动现金流净额为 -5.17 亿元，投资活动现金流净额 0.92 亿元，筹资活动现金流净额 3.02 亿元。

截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 52.40%；公司本部负债占合并口径的 27.93%；公司本部全部债务占合并口径的 31.63%；公司本部所有者权益占合并口径的 84.02%；公司本部营业总收入占合并口径的 3.76%；公司本部利润总额占合并口径的 111.42%。

九、外部支持

公司是宁夏地区规模最大的现代化农业企业，宁夏回族自治区政府对公司发展改革给予的政策支持力度大，并辅以资金补贴。2022 年财政对公司政府补助 2.39 亿元，较上年有所增长。

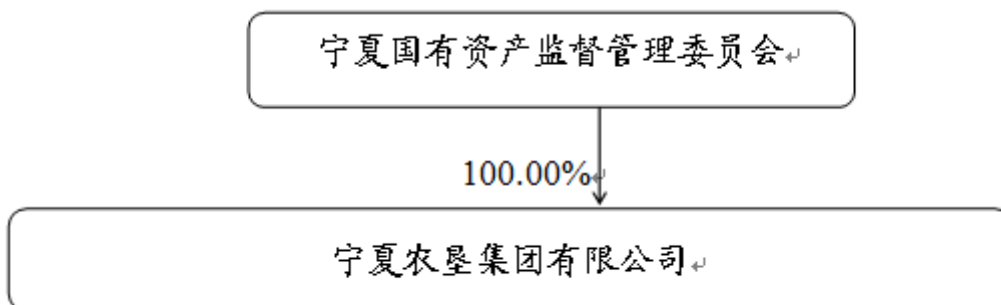
2022 年，公司仍享受国家各类涉农税收优惠。此外，公司还受到地方政府支持和控股股东支持。

公司作为宁夏国资委下属的国有独资公司，在日常生产经营和项目建设中得到了自治区政府的大力扶持，享受诸多优惠政策。健全的公司法人治理结构，保障经理层自主经营权。明晰的公司国有产权关系，公司所属土地实行集中统一管理，农垦现有划拨建设用地经批准办理有偿使用手续后，可以转让、出租、抵押或改变用途。当地政府对公司的财政金融支持力度较大，2020—2022 年公司获得计入损益的政府补助分别为 1.38 亿元、1.62 亿元和 2.39 亿元。

十、结论

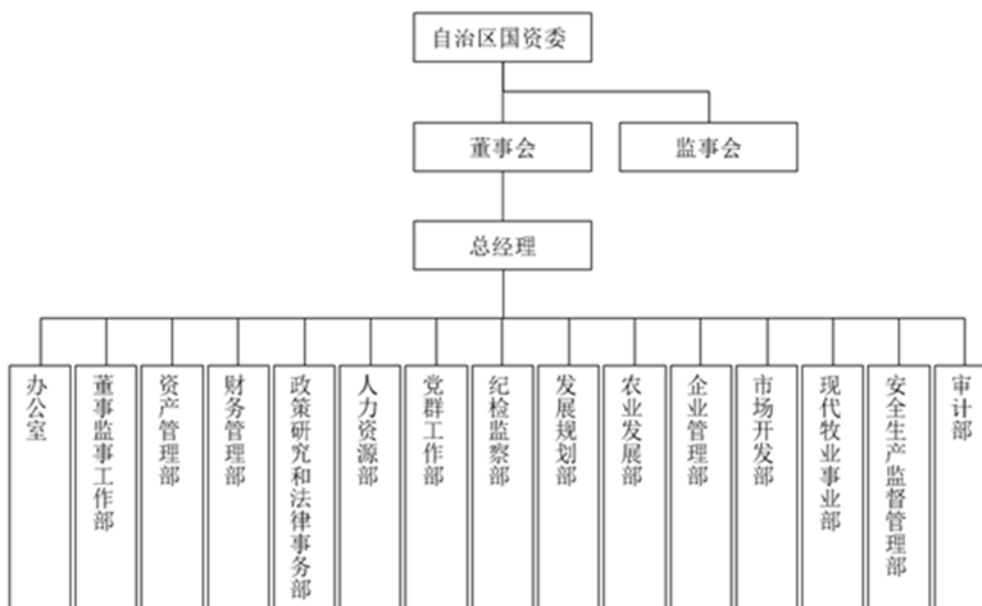
基于对公司经营风险、财务风险以及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底宁夏农垦集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底宁夏农垦集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底宁夏农垦集团有限公司主要子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例
宁夏农垦乳业股份有限公司	农业	100.00%
宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）	农业	100.00%
宁夏农垦贺兰山种业有限责任公司	农业	100.00%
宁夏农垦滩羊产业有限公司	农业	100.00%
宁夏西夏苑房地产开发有限公司	房地产	100.00%
宁夏农垦前进农场有限公司	农业	100.00%
宁夏农垦灵农生猪产业有限公司	农业	100.00%
宁夏沙湖旅游股份有限公司	旅游业	52.71%
宁夏恒生西夏王酒业有限公司	工业	100.00%
宁夏农垦建设有限公司	工业	100.00%

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.23	15.46	14.81	15.25
资产总额（亿元）	188.92	211.86	235.22	248.21
所有者权益（亿元）	98.86	98.71	102.60	105.81
短期债务（亿元）	23.95	32.02	55.77	54.31
长期债务（亿元）	27.98	35.00	30.44	36.53
全部债务（亿元）	51.93	67.03	86.22	90.85
营业总收入（亿元）	30.12	32.25	39.51	9.65
利润总额（亿元）	1.57	2.02	2.86	0.01
EBITDA（亿元）	6.52	7.79	13.49	--
经营性净现金流（亿元）	4.29	1.91	1.02	1.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.71	13.41	14.90	--
存货周转次数（次）	0.82	0.86	1.04	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	0.18	--
现金收入比（%）	91.79	102.22	93.76	113.06
营业利润率（%）	22.19	22.14	23.74	22.60
总资产收益率（%）	2.22	2.19	2.37	--
净资产收益率（%）	1.28	1.58	1.99	--
长期债务资本化比率（%）	22.06	26.18	22.88	25.67
全部债务资本化比率（%）	34.44	40.44	45.66	46.20
资产负债率（%）	47.67	53.41	56.38	57.37
流动比率（%）	100.31	81.99	60.20	59.42
速动比率（%）	40.12	38.40	28.70	28.10
经营现金流动负债比（%）	8.70	2.92	1.16	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.48	0.27	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	3.53	5.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.97	8.61	6.39	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径长期应付款中的计息项已计入长期债务

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.03	7.42	6.18	7.60
资产总额（亿元）	124.92	124.82	123.25	132.49
所有者权益（亿元）	86.95	86.58	86.21	94.09
短期债务（亿元）	10.95	13.36	25.76	26.30
长期债务（亿元）	13.20	9.54	1.51	1.67
全部债务（亿元）	24.15	22.90	27.27	27.97
营业总收入（亿元）	0.78	0.80	1.48	0.24
利润总额（亿元）	0.12	0.00	3.19	-0.21
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.52	2.61	-5.17	-0.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.90	1.98	5.03	--
存货周转次数（次）	1.79	1.05	5.73	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	40.99	111.49	65.73	0.00
营业利润率（%）	76.23	86.41	79.96	99.54
总资产收益率（%）	1.12	0.99	3.70	--
净资产收益率（%）	0.13	0.00	3.70	--
长期债务资本化比率（%）	13.18	9.93	1.72	1.75
全部债务资本化比率（%）	21.74	20.92	24.03	22.92
资产负债率（%）	30.40	30.63	30.05	28.99
流动比率（%）	140.36	108.19	65.79	66.07
速动比率（%）	139.91	107.82	65.79	66.07
经营现金流动负债比（%）	11.17	9.31	-14.87	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.56	0.24	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

资料来源：公司财务报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 评级展望设置及含义

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

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