

信用评级公告

联合〔2023〕1801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⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年三月二十四日

宁夏农垦集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 3 月 24 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				
外部支持调整因素			+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

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，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，宁夏回族自治区政府对公司发展改革在对公司政策和资金等方面支持力度较大。公司在规模化生产、政府及政策支持以及区域地位等方面具备竞争优势。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，2019—2021 年，公司营业总收入持续增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力一般、存货规模较大、资产流动性较弱等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

未来，随着国家产业政策支持的不深化、公司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。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定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，宁夏回族自治区政府对公司发展改革给予的政策支持力度较大，同时提供一定的资金补贴。2019—2021 年，公司获得计入损益的政府补助分别为 0.78 亿元、1.38 亿元和 1.62 亿元。

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。2019—2021 年，公司营业总收入持续增长。

关注

1. **公司存货规模较大，面临一定跌价风险。**随着公司房地产及葡萄酒产品去库存加速，截至 2022 年 9 月末，公司存货为 25.47 亿元，在流动资产中的占比为 45.76%，较上年末有所下降，但占比仍然较大。

分析师：蒲雅修 王兴龙
 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

2. 公司主业盈利能力一般，费用对利润存在一定侵蚀，政府补助等对利润总额贡献程度高。2019—2021年，公司期间费用在营业总收入中的占比分别为21.50%、21.33%和19.56%，公司费用对利润存在一定侵蚀。2019—2021年，公司投资收益、营业外收入及其他收益之和占当期利润总额的比重分别为115.46%、173.11%和142.63%，政府补助等对利润总额贡献程度高。

3. 公司资产流动性较弱，存在一定短期债务压力。公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，截至2021年末，公司非流动资产占比为74.68%，资产流动性较弱。截至2022年9月末，公司短期债务为46.71亿元，现金类资产对短期债务保障倍数为0.36倍。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.19	12.23	15.46	16.97
资产总额(亿元)	178.74	188.92	211.86	227.84
所有者权益(亿元)	97.39	98.86	98.71	101.02
短期债务(亿元)	27.09	23.95	32.02	46.71
长期债务(亿元)	19.54	27.98	35.00	32.43
全部债务(亿元)	46.63	51.93	67.03	79.14
营业总收入(亿元)	27.98	30.12	32.25	33.47
利润总额(亿元)	1.38	1.57	2.02	1.63
EBITDA(亿元)	5.98	6.52	7.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.86	4.29	1.91	1.66
营业利润率(%)	25.38	22.19	22.14	19.29
净资产收益率(%)	1.07	1.28	1.58	--
资产负债率(%)	45.51	47.67	53.41	55.66
全部债务资本化比率(%)	32.38	34.44	40.44	43.93
流动比率(%)	99.23	100.31	81.99	72.20
经营现金流动负债比(%)	3.83	8.70	2.92	--
现金短期债务比(倍)	0.52	0.51	0.48	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	3.39	2.97	3.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.79	7.97	8.61	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额(亿元)	122.54	124.92	124.82	127.26
所有者权益(亿元)	86.74	86.95	86.58	91.00
全部债务(亿元)	23.56	24.15	22.90	25.87
营业总收入(亿元)	1.73	0.78	0.80	0.81
利润总额(亿元)	0.66	0.12	0.00	2.99
资产负债率(%)	29.22	30.40	30.63	28.49
全部债务资本化比率(%)	21.36	21.74	20.92	22.14
流动比率(%)	149.96	140.36	108.19	181.36
经营现金流动负债比(%)	-15.93	11.17	9.31	--

注：1. 公司2022年三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. 长期应付款中带息部分已计入当期债务；4. 截至2022年9月底，公司尚未偿付债券共19.00亿元，均在一年内到期，所以本报告中将该19.00亿元尚未偿付债券计入短期债务
 资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	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	2022/07/28	李敬云 杨恒	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读全文
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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

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

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

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

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

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

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

七、该公司信用等级自 2023 年 3 月 24 日至 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

主体长期信用评级报告

一、主体概况

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15600.00万元。2009年,宁夏自治区出台了《关于进一步加快农垦改革发展的意见》,逐步对宁夏农垦局和公司实行政权分开、政事脱钩的管理体制,组建西夏王葡萄酒、沙湖旅游、贺兰山牧业三大实业公司及其36个子分公司,基本形成以资产为纽带、产业为核心的经营管理体制。2011年11月23日,宁夏自治区农垦事业管理局作出《关于增加宁夏农垦集团有限公司注册资本的通知》,决定增加公司注册资本50.00亿元,其中,由宁夏自治区农垦事业管理局拨付货币资金增资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2022年9月末,公司注册资本和实收资本均为51.56亿元,唯一股东为宁夏国资委(详见附件1-1)。

公司经营范围:农、林、牧、渔业及服务业、制造业、建筑业、地质勘察业、水利管理业、仓储业、国内贸易、房地产业、社会服务业、卫生社会服务业、科学研究和综合技术服务业、旅游开发(国家明令禁止或实行许可证的项目除外)。本企业自产的硅铁、金属硅、硅锰合金、金属镁、

焦炭、碳化硅、石英砂、硅石、化工产品、粮油、果蔬、饲料、畜产品、啤酒花及相关技术的进出口业务;经营本企业及其成员企业生产、科研所需原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务(国家实行核定公司经营的14种进口商品除外);经营本企业及其成员企业的进料加工和“三来一补”业务。

截至2022年9月末,公司设农业发展部、市场开发部、资产管理部、现代牧业事业部等职能部门(详见附件1-2)。

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

截至2022年9月末,公司合并资产总额227.84亿元,所有者权益101.02亿元(含少数股东权益2.28亿元);2022年1—9月,公司实现营业总收入33.47亿元,利润总额1.63亿元。

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。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年,百年变局和世纪疫情交织叠加,地缘政治局势动荡不安,世界经济下行压力加大,国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调,加大了宏观政策实施力度,及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策,不断优化疫情防控措施,着力稳住经济大盘,保持经济运行在合理区间。

经初步核算,2022年全年国内生产总值121.02万亿元,不变价同比增长3.00%。分季度来看,一季度GDP稳定增长;二季度GDP同比增速大幅回落;三季度同比增速反弹至3.90%;

四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022年，第一产业增加值同比增长

4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史

新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价

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

几何平均增长率，下同。

成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，

中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

三、行业分析

1. 粮食行业

2022 年，中国粮食产量在品种结构持续优化的基础上继续保持高位水平。国家政策的不断推进将加快粮食产业结构调整，提高粮食加工水平和运输服务，不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态，品种间差异较大。2022 年，中国粮食总产量 68653 万吨，比上年增加 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，比上年增产

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%。总体看来，在中国养殖业存栏规模大以及新冠肺炎疫情和国际经济政治形式变化背景下，中国粮食需求明显增加，宏观调控和有关部门政策性安排保障了中国粮食供给的安全。

2022 年中国农产品进出口额 3343.2 亿美元，同比增 9.9%。其中，出口 982.6 亿美元，增 16.5%；进口 2360.6 亿美元，增 7.4%；贸易逆差 1378.0 亿美元，增 1.7%。

行业政策方面，近年来，随着中国粮食安全问题凸显，中国不断增加粮食战略储备，并完善配套的粮食输送系统，围绕粮食生产、储备、流通、质量以及应急管理等方面出台了制度政策。农业农村部印发《2020 年种植业工作要点》提出“守底线、优结构和提质量”三点要求。其中“守底线”就是守住国家粮食安全底线，坚持稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量，确保三大谷物面积稳定在 14 亿亩以上、口粮面积稳定在 8 亿亩以上，确保 2020 年粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上；“优结构”就是继续优化种植结构，巩固区域结构调整成果，调优品种结构，提高产品品质，增加绿色优质农产品供给；“提质量”就是推动种植业绿色高质量发展。2021 年 1 月末，国家粮食和物资储备局为进一步规范和加强政府储备粮食仓储管理，印发了《政府储备粮食仓储管理办法》，确保政府储备在仓储环节数量真实、质量良好、储存安全、管理规范。国家粮食和物资储备局印发粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费等“六大提升行动”方案，加快构建可持续的国家粮食安全保障体系。

从粮食产销区域看，中国粮食产销区存在市场割裂问题，加之粮食具有季节生产性，国内粮食生产以秋粮为主，存在粮食周期性需求的矛盾，中国粮食省际间流通量约占中国粮食总产量的 1/3，粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。对于粮

食贸易企业而言，粮食运输是粮食贸易中的重要环节。在粮食运输方式上，粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主，粮食外贸主要以航运为主。

中国粮食加工行业发展较快，品种结构有所优化，但中国粮食加工企业规模仍偏小，生产经营方式粗放，布局较为分散，区域发展不平衡；初加工产能相对过剩，稻谷、小麦加工行业产能利用率只有 43%和 60%左右；粮食加工产品质量标准体系不健全，技术要求偏低，部分产品缺乏统一标准，食品质量安全水平仍有待提高。

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

2. 生猪养殖行业

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

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

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

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018-2021 年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头和 6.71

亿头。其中 2019 年同比下降 21.57%，主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 3.15% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年生猪出栏量同比大幅增加，一方面受 2020 年末行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 年以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。

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

3. 乳制品

（1）行业概况

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

乳制品加工行业是中国食品产业的重要组

成部分，其供给依靠奶牛养殖，中间是液体乳、乳粉和其他乳制品的加工制造，下游环节即超市、便利店、自助售货机等网点的终端销售。

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

（2）行业竞争

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

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

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

（3）行业政策

乳制品加工行业面临的政策环境良好。

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

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

（4）行业关注

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

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

环保风险。民众对环保的关注及国家环保标准的提高给乳制品加工行业带来较大的环保压力。“土十条”以及《环境保护法》等环保政策密集出台，乳制品加工行业环保支出和环保压力持续加大，将加速中小型企业的产能出清，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的印度人均年消费量 144kg，中国乳品行业有着广阔的发展空间。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为51.56亿元，宁夏国资委持有公司100%的股权，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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

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

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

公司建立了农业机械标准化粮食生产示范基地 40 万亩、葡萄示范基地 10 万亩、牧草示

范基地 5 万亩（带动 20 万亩），农机跨区作业每年达到 50 万亩以上，助推了产业结构调整、促进了产业优化升级。通过标准的应用，达到了节本、增产、提质、增效的效果。

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

公司粮食、葡萄、草畜、旅游、水产等优势产业发展一直位居全区前列，粮食产量约占全区 1/10，葡萄基地规模约占全区 1/3，葡萄酒加工能力约占全区 1/6，鲜奶总产量约占全区 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. 人员素质

公司高级管理人员以及员工构成能够满足经营需要。

截至 2022 年 9 月末，公司董事、监事以及高级管理人员情况如下表所示。公司董事长、法定代表人张戈，汉族，1966 年 4 月出生，宁夏平罗人，大学学历，1988 年 7 月参加工作，1995 年 5 月加入中国共产党。2010 年至今任固原市原州区委副书记、区长；固原市隆德县委书记、固原市人民政府副市长；石嘴山市人民政府副市长、石嘴山市委常委、石嘴山高新技术产业开发区党

工委书记；宁夏农垦集团有限公司党委书记、董事长。

表 2 截至 2022 年 9 月末公司董事、监事及高级管理人员情况

姓名	担任职务
张戈	董事长、法定代表人
徐军	董事、总经理
段志强	董事
王格林	董事
马生元	董事
赵雄伟	职工董事
刘亚平	董事
苟金萍	副总经理
杨舵	副总经理
杨金龙	副总经理
宁晓波	副总经理
马泽强	财务总监
周文强	副总经理
骈玉明	职工监事 ²

资料来源：公司提供

截至 2022 年 9 月末，公司在岗职工共 8568 人。按照学历来看，其中硕士及以上 103 人，占比 1.20%；本科 894 人，占比 10.43%；大专 1407 人，占比 16.42%；大专以下 6164 人，占比 71.94%。按照岗位来看，其中管理人员 1231 人，占比 14.37%；专业技术人员 824 人，占比 9.62%；工勤技能人员 6442 人，占比 75.19%；其他从业人员 71 人，占比 0.83%。

4. 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，截至 2023 年 3 月 16 日，公司未结清信贷业务中，不存在关注类贷款；已结清信贷业务中，有 11 笔关注类贷款及 1 笔关注类贴现，根据出具的说明，系中国农业发展银行对公司农业综合开发土地治理项目专项贷款还款计划调整导致风险分类为关注类。

² 根据 2018 年 10 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《宁夏回族自治区机构改革方案》，为完成调整优化自治区政府机构和职能工作，政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和国有大型企业监事会的

的职责等划入审计厅，不再设立国有大型企业监事会。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司拥有较为完善的法人治理结构，整体运行情况较好。

公司由宁夏回族自治区人民政府（以下简称“自治区人民政府”）单独出资，宁夏国资委作为履行出资人职责的机构依据有关法律、行政法规和自治区人民政府授权，代表自治区人民政府对公司履行出资人职责，享有出资人权益。公司不设股东会，宁夏国资委依法对公司行使审核公司战略和发展规划、批准公司的主业及调整方案、对公司年度投资计划实行备案管理、审核列入负面清单特别监管类的投资项目、按权限委派和更换非由职工代表担任的董事、对董事会和董事履职情况进行评价、决定董事的报酬、审核批准董事会的年度工作报告、批准公司年度财务预算和决算方案等职权。

公司党委由党员大会或者党员代表大会选举产生，每届任期一般为5年，任期届满应当按期进行换届选举。党的纪律检查委员会每届任期和党委相同。党委成员的任免由批准设立党委的党组织决定公司党委班子成员一般为5至9人，设党委书记1人、党委副书记1~2人。公司党委发挥领导作用，把方向、管大局、保落实，依照规定讨论和决定公司重大事项。重大经营管理事项须经党委研究讨论后，再由董事会或者经理层作出决定。

公司设董事会，董事会由7名董事组成，设董事长1名，职工董事1名。董事（包含外部董事）由宁夏国资委委派，其中职工董事由公司职工民主选举产生，外部董事人数应当超过董事会全体成员的半数。董事每届任期不得超过3年，除另有规定外任期届满，经委派或者选举可以连任。外部董事在同一企业连续任职一般不超过2届，每届任期3年。董事会设战略与投资委员会、审计与风险委员会、薪酬与考核委员会，并可根据实际工作需要设提名委员会和其他专门委员会。董事会对宁夏国资委负责，行使制订公司战略和发展规划、制定公司年度投资计划、决

定公司投资方案、制订公司的年度财务预算和决算方案、制定公司的利润分配和弥补亏损方案、制订公司增加或者减少注册资本的方案、制订发行公司债券方案等职权。

公司经理层成员由4~6人组成，设总经理1人，财务总监1人。经理层成员对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，董事会闭会期间向董事长报告工作。总经理负责行使主持公司的经营管理工作、组织实施董事会的决议、拟订公司的战略和发展规划和经营计划并组织实施、拟订公司年度投资计划和投资方案并组织实施、根据公司年度投资计划和投资方案、批准经常性项目费用和长期投资阶段性费用的支出、拟订发行公司债券方案及公司规定金额以上的其他融资方案、批准公司规定金额以下的其他融资方案等职权。

2. 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，建立了相应的内部控制制度。

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。

投资方面，公司制定了《宁夏农垦集团有限公司投资管理办法》。制度规定，公司投资需遵守合法性原则、适应性原则、投资最优原则、风险控制原则和收益稳定原则。公司对内投资项目审批权限：100万元以下的项目投资、50万元以下的机械设备购置，由公司所属各公司自行

审批；100万元以上（含100万元），500万元以下的项目由总经理办公会审议后，提交党委会研究；500万元以上（含500万元）的项目由公司总经理办公会审议后，提交公司党委会、董事会审定。公司根据国资委有关规定，制定公司投资项目负面清单，设定禁止类和特别监管类投资项目，实施分类监管。列入负面清单禁止类的投资项目，公司一律不得投资列入负面清单特别监管类的投资项目，公司应报国资委履行合规性审核程序；负面清单之外的投资项目，公司自主决策。公司投资项目负面清单的内容保持相对稳定，并适时动态调整。

安全生产管理制度方面，公司制定了《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会议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。

六、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，其中农业作为公司第一大收入来源，收入规模持续增长，毛利率较为稳定。2022年1—9月，公

司收入结构未发生重大变化，农业收入规模同比增长。

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—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长7.36%。其中，农业板块为公司营业总收入的主要来源。2019—2021年，公司农业收入规模持续增长，总体经营稳定。2019—2021年，受疫情影响，以旅游业为主的公司服务业收入波动下降；受房地产项目收入结转节奏影响，公司建筑及房地产收入波动增长。2019—2021年，公司商品销售收入波动增长，2021年，公司商品销售收入同比大幅增长，主要系当年公司将农业板块中部分畜牧业收入调整至商品销售板块所致。

毛利率方面，2019—2021年，公司综合毛利率持续下降。2019—2021年，公司农业板块总体经营较为稳定，毛利率变化不大；由于旅游业受疫情冲击较大，公司服务业毛利率持续下降；公司建筑及房地产开发业务毛利率略有下降。2019—2021年，公司商品销售业务毛利率波动增长。2020年，公司将部分畜牧业收入由商品销售板块调整至农业板块导致商品销售业务毛利率于当年大幅上涨。2021年，公司将部分畜牧业收入重新转至商品销售板块，公司商品销售业务毛利率略有下降。

2022年1—9月，公司业务结构未发生重大变化，农业收入同比增长，达到21.40亿元；公司综合毛利率有所下降。

表3 2019—2021年及2022年1—9月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—9月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
农业	19.19	68.58	19.52	19.85	65.90	18.88	20.45	63.42	19.11	21.40	63.94	17.90
服务业	1.72	6.15	41.74	1.09	3.62	35.12	1.28	3.97	35.05	0.70	2.09	7.14
建筑及房地产开发	3.63	12.97	33.19	6.81	22.61	32.19	3.98	12.33	31.53	4.50	13.44	34.00
商品销售	1.08	3.86	16.97	0.43	1.43	22.51	4.91	15.24	22.22	1.20	3.59	10.83
其他业务	2.36	8.43	62.78	1.94	6.43	24.93	1.63	5.04	41.25	5.67	16.94	10.41
合计	27.98	100.00	26.21	30.12	100.00	22.92	32.25	100.00	22.86	33.47	100.00	19.87

资料来源：公司财务报告及公司提供资料，联合资信整理

2. 农业板块

(1) 种植业

2019—2021年，公司种植业的主要产品为粮食作物、蔬菜、水果、药材以及牧草等，种植业整体经营较为稳定，为公司重要支柱产业。

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁夏农垦前进农场有限公司等企业，下属产业主要包括粮食生产、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。

公司粮食作物农场经营模式主要为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。在统一经营模式下，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。

采购方面，公司种植业成本主要为原材料（种子、农药、化肥等），采购区域主要在宁夏。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。

农业生产方面，公司采用大规模的机械化农业生产方式，截至2021年末，公司农用机械总动力已达32万千瓦以上，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。

从种植结构和产量来看，公司在确保粮食总产量稳定的前提下，尽可能增加饲草料和其它经济作物种植结构，推进种植结构和产品结构的调整。截至2021年末，公司粮食作物种植面积48.90万亩，同比增长1.76%；2021年粮食作物总产量同比增长2.95%。截至2021年末，公司蔬菜和瓜类、枸杞、青饲料和牧草的种植面积和产量均较上年有所增长。整体来看，公司种植业经营较为稳定，为公司的重要支柱产业。

表4 农业板块主要作物种植面积及生产情况

(单位：万亩、万吨)

项目	产量			种植面积		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
粮食作物	37.27	38.16	38.83	47.90	47.50	48.90
其中：玉米	26.36	27.92	28.40	29.90	31.00	31.90
水稻	10.18	9.58	10.22	16.40	15.10	16.60
小麦	0.67	0.61	0.17	1.50	1.30	0.30
蔬菜	7.01	6.90	8.01	1.99	2.64	2.89

水果	5.68	3.12	5.51	7.90	7.90	7.60
青饲料、牧草	25.27	29.47	37.49	14.40	13.28	16.61
合计	75.23	77.65	89.84	72.19	71.32	76.00

资料来源：公司提供

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。随着青饲料、牧草的产量不断提升，销量也随之大幅增长。

表 5 公司种植业主要作物销量情况

（单位：万吨）

产品名称	2019 年	2020 年	2021 年
粮食作物	37.27	38.16	38.83
其中：玉米	26.36	27.92	28.40
水稻	10.18	9.58	10.22
小麦	0.67	0.61	0.17
蔬菜、瓜类	7.01	6.90	8.01
水果	5.68	3.12	5.51
枸杞	0.16	0.15	0.15
青饲料、牧草	3.92	5.88	13.60
合计	54.04	54.21	66.10

资料来源：公司提供

（2）畜牧业

2019—2021 年，公司奶业经营规模不断扩大，鲜奶产销量均持续增长，与下游客户合作较为稳定；生猪产业受猪周期影响有所波动，下游客户集中度高。

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

奶业

公司下属子公司贺兰山奶业以良种奶牛养殖、优质牧草生产、优质鲜奶生产为主业，是宁夏农业产业化重点龙头企业。贺兰山奶业奶牛场分布在平吉堡农场、灵武农场、连湖农场、简泉农场、暖泉农场、渠口农场以及贺兰山农牧场等国有农场。截至 2021 年末，贺兰山奶业资产总额 54.18 亿元，所有者权益 15.34 亿元；2021 年，贺兰山奶业实现营业总收入达到 16.67 亿元，较上年增长 22.21%，净利润为 2.25 亿元，较上年增长 39.25%。

表 6 公司奶业经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
奶牛存栏（万头）	5.23	7.00	9.84	11.96
其中：泌乳牛存栏（万头）	2.63	3.08	3.59	3.98
鲜奶产量（万吨）	23.52	30.36	36.96	35.17
鲜奶销量（万吨）	24.63	29.26	35.46	33.75
鲜奶销售收入（亿元）	9.58	11.96	15.93	15.3

资料来源：公司提供

2019—2021 年，公司奶牛存栏数持续增长，其中泌乳牛存栏数占比达到 36%以上。受益于奶牛数量的增长，2019—2021 年，公司鲜奶产销量均持续增长，奶业经营规模不断扩大。

进口奶牛方面，公司需要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

合同并开具信用证并办理相关进口手续，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。2021 年，公司进口奶牛 14433 头，其中从澳大利亚进口 2114 头，从新西兰进口 995 头，从智利进口 5539 头，从乌拉圭进口 5785 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。

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，在奶牛养殖方面

具有一定成本优势。2019—2021 年，随着公司奶牛存栏量增长，公司的精饲料采购量和采购金额持续增长；由于公司具备粗饲料资源，粗饲料并不完全依赖外采，公司粗饲料采购量波动增长。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。

表 7 公司奶牛养殖饲料采购情况（单位：万吨、万元）

饲料种类	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	7058	1433	8477	1865	10190	2532	2702	848
燕麦草	9086	1787	27017	5243	47470	12839	11791	3177
玉米	1624	341	4672	1095	10800	3267	5410	1600
压片玉米	18231	4187	22632	5710	36000	11542	28056	8879
混合料	80096	26490	86762	28418	137960	53629	73510	32873
啤酒糟	36040	1930	33912	1827	57420	3187	39888	2407
棉籽	5482	1118	4994	1220	9260	3253	2464	924
棉籽粕	65	17	0	0	440	139	0	0
精饲料小计	157682	37303	188466	45378	309540	90388	163821	50708
青贮	342028	17563	315748	18014	559640	39308	577875	40593
苜蓿	21633	5022	30291	7264	44030	11538	36423	11300
稻草	17713	996	1130	92	4360	261	1932	162
苜蓿青贮	36674	3848	19874	1981	23680	2369	30862	3764
粗饲料小计	418048	27429	367043	27351	631710	53476	647092	55819
饲料总计	575730	64732	555509	72729	941250	143864	810913	106527

资料来源：公司提供

鲜奶销售方面，公司鲜奶主要销售给内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利”）、中国蒙牛乳业有限公司（以下简称“蒙牛”）等国内乳制品生产企业，其中对伊利的销售收入占比最高，2021 年达 78.65%，对蒙牛的销售收入占比达到 21.31%。款项结算方面，公司鲜奶销售款一般按月结算，每月末结算上月奶款。2019 年贺兰山奶业与伊利液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自 2020 年 1 月 1 日起，贺兰山奶业与伊利现有合作牧场所生产的符合伊利认可的生鲜乳全部销售给伊利，战略合作期为 10 年，奶业销售较有保障。

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。

2019—2021 年，公司生猪存栏量波动增长，猪出栏头数及猪肉产量均波动下降。公司的猪产品主要通过经营连锁超市、专卖店进行销售，主要产品为猪肉品牌“灵农”及猪蹄、猪血等深加工商品。2019—2021 年，猪产业前五大客户占比分别为 60.59%、69.59%和 42.68%，主要客户包括银川新华百货连锁超市有限公司、宁夏

宝丰能源集团股份有限公司等，客户集中度高。

2019—2021 年，灵农畜牧营业总收入波动增长；2020 年，灵农畜牧经营现金流由净流出转为净流入，2021 年转为净流出。

表 8 公司猪产业经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
生猪存栏(头)	23754	19925	25691
其中：能繁母猪(头)	2652	2165	4022
当年猪出栏(头)	44345	23550	28967
猪肉产量(吨)	2853	1535	1905

资料来源：公司提供

表 9 灵农畜牧盈利及现金流指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入(万元)	4185.88	6652.98	5117.55
营业总成本(万元)	4759.39	7301.13	5271.91
利润总额(万元)	-533.25	-437.50	24.37
经营性净现金流(万元)	-42.26	580.66	-2479.01

资料来源：公司提供

3. 服务业

2019—2021 年，公司的旅游服务收入受疫情影响而有所波动；随着疫情影响减弱，2021 年，公司沙湖旅游景区客流量和收入规模同比有所回升。

公司服务业主要为旅游服务收入，公司旅游服务收入由宁夏沙湖旅游股份有限公司（以下简称“沙湖股份”）负责运营，主要经营“宁夏沙湖旅游景区”。截至2021年末，沙湖股份资产总额6.92亿元，所有者权益2.91亿元；2019—2021年，沙湖股份实现营业总收入分别为1.60亿元、1.01亿元和1.11亿元，净利润分别为-0.17亿元、-0.49亿元和-0.46亿元。

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。

公司沙湖旅游景区的收入主要包括两方面：景区门票收入和船票收入全额归公司所有；景

区内旅游收费项目由其他企业或个人经营，公司可取得一定分成收入。目前，沙湖景区门票为旺季 60 元/人，淡季 40 元/人；船票价格为：大船直线 70 元/人，快艇直线 150 元/人，快艇鸟岛线 200 元/人，摇橹船鸟岛线 150 元/人。同时根据旅游线路、游玩项目不同又分为多种线路和套票价格，从 140 元到 295 元每位不等。随着疫情影响减弱，2021 年沙湖景区全年接待游客人数有所回升。

表 10 沙湖旅游景区经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
景区客流量(万人次)	91.21	52.08	54.89
旅游服务收入(亿元)	1.30	0.78	0.85
餐饮住宿(亿元)	0.26	0.21	0.22
商贸(亿元)	0.04	0.03	0.04
收入合计(亿元)	1.60	1.01	1.11

资料来源：公司提供

4. 建筑及房地产开发

2019—2021 年，受房地产项目销售结转节奏以及公司承接建筑施工项目影响，公司建筑及房地产开发业务销售收入波动增长。公司个别房地产项目租售进展缓慢，面临一定去库存压力。

公司建筑及房地产开发收入主要来源于公司下属子公司宁夏西夏苑房地产开发有限公司（以下简称“西夏苑房地产公司”）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9月末，除金樾府以外，公司其余在售住宅项目剩余待售面积较少；农垦大厦为写字楼，银川市写字楼市场总体供大于求，销售进度较为缓慢，面临一定的去库存压力，2021 年以来，公司已通过由子公司购买用于办公、租赁等方式对农垦大厦进行消化。

表 11 截至 2022 年 9 月末公司房地产在售项目情况
(单位: 万平方米、元/平方、亿元)

项目名称	可售总面积	已售面积	销售均价	已售金额	累计回款资金
金地花园 AD 区	14.98	14.98	5120.00	7.67	7.67
金阳花园 B 区	16.38	14.78	3545.47	5.30	5.30
家林苑	14.07	14.07	3320.00	4.67	4.67
金地花园 C 区	4.52	4.52	5600.00	2.50	2.50
金地花园 B 区	12.88	12.88	7500.00	9.70	9.70
农垦大厦	9.83	1.30	8000.00	1.04	1.04
金樾府	9.19	0.23	8184.00	0.19	0.03
合计	81.82	62.85	--	31.06	30.90

资料来源: 公司提供

表 12 截至 2022 年 9 月末公司房地产在建项目情况
(单位: 万平方米、亿元)

项目名称	总投资	尚需投资	预计完工时间
金樾府	5.35	0.66	2023/08
合计	5.35	0.66	--

资料来源: 公司提供

公司房地产主要在建项目为金樾府项目。金樾府项目位于银川市西夏区, 距正在建设的教育小镇约 2 公里。项目包括 11 栋楼, 其中 9 栋为住宅, 2 栋为沿街商业房, 总建筑面积 91945 平方米, 总规划投资 5.35 亿元, 后续尚需资金投入。

2019—2021 年, 公司住宅及商业地产的收入分别为 1.13 亿元、3.78 亿元和 2.87 亿元; 建筑施工收入分别为 2.50 亿元、3.03 亿元和 1.01 亿元。整体看, 2019—2021 年, 公司建筑及房地产开发板块收入波动增长, 毛利率略有下降。

5. 商品销售

2019—2021 年, 公司葡萄酒销售收入持续增长, 但葡萄酒原酒库存仍高; 公司牛羊肉产量波动增长。

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。

(1) 葡萄酒

公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏西夏王葡萄酒业有限公司 (以下简称“西夏王酒业”) 和宁夏恒生西夏王葡萄酒业有限公司 (以下简称“恒生西夏王酒业”) 经营, 恒生西夏王酒业负责葡萄酒日常生产, 西夏王酒业承担葡萄酒销售、对外品牌宣传维护等。2021 年, 西夏王酒业被恒生西夏王酒业合并。公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色产品。目前恒生西夏王酒业葡萄酒加工储存能力为 4.5 万吨, 成品酒年产能 1.0 万吨。截至 2021 年末, 公司原酒库存量仍保持在较高水平, 较上年末有所增长, 存在一定的去库存压力。

销售方面, 公司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。2019—2021 年, 西夏王酒业葡萄酒销售收入持续增长。公司生产的葡萄酒以中低档酒为主, 主要针对大众消费群体, 2021 年中低档酒销量在葡萄酒总销量中的占比为 80.61%。

表 13 恒生西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况

(单位: 吨)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
年生产量	1663.60	2452.10	4126.00
其中: 原酒	834.10	1694.00	3539.00
成品酒	829.50	758.10	587.00
年末库存量	34089.60	31947.50	34027.50
其中: 原酒	33334.60	31352.50	33042.00
成品酒	755.00	595.00	985.50

资料来源: 公司提供

(2) 牛羊产业

公司牛羊业务主要由子公司宁夏农垦贺兰山牛羊产业 (集团) 有限公司 (以下简称“贺兰山牛羊公司”) 负责运营, 公司的牛羊业务主要为活体牛羊育肥及肉产品加工销售。2019—2021 年, 公司牛羊存栏数持续增长, 牛羊出栏数

及牛羊肉产量均波动增长。

表 14 公司畜牧业经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
年末牛存栏 (头)	73019	94583	116526
年末羊存栏 (头)	79260	85625	117862
牛出栏 (头)	21582	32430	30041
羊出栏 (只)	52677	60276	53899
家禽出栏 (百只)	21032	13939	14100
肉类总产量 (吨)	11639	10231	9780.8
其中:牛肉产量 (吨)	4494	5549	4991
羊肉产量 (吨)	828	1154	872.5
禽肉产量 (吨)	3452	1991	2012.4

注: 年末牛存栏数包含奶牛存栏数

资料来源: 公司提供

6. 经营效率

2019—2021年, 公司主要经营效率指标有所增长, 与同行业公司相比经营效率一般。

从经营效率指标看, 2019—2021年, 公司销售债权周转次数分别为7.18次、8.71次和13.41次, 持续增长; 存货周转次数分别为0.81次、0.82次和0.86次, 持续增长; 总资产周转次数分别为

0.16次、0.16次和0.16次。与同行业其他企业相比公司经营效率指标表现一般。

表 15 2021 年同行业公司经营效率对比情况

公司名称	存货周转 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转 (次)
广西农垦集团有限责任公司	2.30	21.31	0.23
江苏省农垦集团有限公司	1.03	33.54	0.48
甘肃省农垦集团有限责任公司	2.07	3.16	0.34
宁夏农垦集团有限公司	0.84	13.58	0.16

注: 为了便于对比, 上表公司相关数据来自 Wind

资料来源: Wind

7. 在建项目及未来发展

公司在建项目以奶牛场为主, 存在一定融资需求; 公司未来发展规划符合自身情况。

(1) 在建项目

公司在建项目主要为土岗第二奶牛场建设项目、红崖子第三奶牛场建设项目和兴垦第二奶牛场建设项目, 截至2022年9月末, 以上在建项目已投资30.12亿元, 未来尚存在一定的资金需求。

表 16 截至 2022 年 9 月末公司主要在建项目情况

(单位: 亿元)

项目名称	计划投资额	截至 2022 年 9 月末已投资	预计完工时间
土岗第二奶牛场建设项目	10.49	5.24	2024 年
红崖子第三奶牛场建设项目	9.85	5.85	2024 年
兴垦第二奶牛场建设项目	9.78	4.35	2023 年
合计	30.12	15.44	--

资料来源: 公司提供

(2) 未来发展

未来公司将做大做强粮食产业、葡萄产业、草畜产业、旅游业、房地产业等主业, 推进特色产业发展, 实现多元化发展; 加快“去库存”, 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; 推进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, 建设国家现代农业庄园。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告, 希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的

审计结论。公司提供的2022年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围内减少子公司3家，新增子公司7家；2021年，公司合并范围内减少子公司2家，均由其他子公司吸收合并，新增子公司2家，均为投资设立。截至2021年末，公司合并范围内子公司77家。整体看，公司新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

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

截至2022年9月末，公司合并资产总额227.84亿元，所有者权益101.02亿元（含少数股

东权益2.28亿元）；2022年1—9月，公司实现营业收入33.47亿元，利润总额1.63亿元。

2. 资产质量

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，公司资产以非流动资产为主；资产中存货、固定资产以及以土地为主的无形资产模较大，资产流动性弱。截至2021年末，公司资产受限比例很低。截至2022年9月末，公司资产结构较上年变化不大。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长8.87%。截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 17 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	48.18	26.95	49.43	26.16	53.64	25.32	55.65	24.42
货币资金	14.19	29.45	12.22	24.73	15.40	28.72	16.97	30.49
预付款项	0.81	1.69	1.85	3.75	4.30	8.01	5.56	9.99
存货	27.15	56.35	29.66	60.01	28.52	53.17	25.47	45.76
非流动资产	130.56	73.05	139.49	73.84	158.22	74.68	172.19	75.58
固定资产	22.46	17.20	32.07	22.99	39.24	24.80	36.40	21.14
生产性生物资产	9.48	7.26	13.41	9.61	19.06	12.05	26.23	15.24
在建工程	18.97	14.53	12.71	9.11	11.82	7.47	19.39	11.26
无形资产	76.49	58.59	76.47	54.82	76.49	48.34	77.80	45.18
资产总额	178.74	100.00	188.92	100.00	211.86	100.00	227.84	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长5.52%。截至2021年末，公司流动资产较上年末增长8.53%；公司流动资产主要由货币资金、预付款项以及存货构成。

2019—2021年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长4.20%。截至2021年末，公司货币资金较上年末增长26.02%，主要系公司收入规模增长叠加筹资活动增加所致。

2019—2021年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长129.85%。截至2021年末，公司预付款项较上年末增长132.04%，主要系公司与内蒙古爱养牛科技有限公司（以下简称“爱养牛公

司”）的预付款大幅增长所致。爱养牛主要从事运营畜牧业电商平台、畜牧业服务云平台、畜牧业服务业、销售饲料、添加剂及兽药以及农畜产品的贸易咨询。

2019—2021年末，公司存货波动增长，年均复合增长2.50%。截至2021年末，公司存货较上年末略有下降。公司存货主要由原材料（占39.60%）、库存商品（占6.40%）、开发产品（占15.89%）、开发成本（占33.90%）、周转材料（占1.36%）、合同履约成本（占0.01%）以及消耗性生物资产（占2.84%）构成，累计计提跌价准备0.42亿元，计提比例为1.44%。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长10.08%。截至2021年末，公司非流动资产较上年末有所增长，公司非流动资产主要由固定资产、生产性生物资产、在建工程以及无形资产构成。

2019—2021年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长32.19%。截至2021年末，公司固定资产较上年末增长22.38%，主要系奶牛基地建设工程、农田建设工程等转入固定资产以及新购入机器设备所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占79.81%）、机器设备（占16.62%）、运输工具（占0.69%）以及其他设备（占2.88%）构成，累计计提折旧14.66亿元；固定资产成新率72.13%。

2019—2021年末，公司生产性生物资产持续增长，年均复合增长41.80%。截至2021年末，公司生产性生物资产较上年末增长42.15%，主要系奶牛增加所致。

2019—2021年末，公司在建工程持续下降，年均复合下降21.07%。截至2021年末，公司在建工程较上年末下降7.01%，主要系部分项目转入固定资产所致。

2019—2021年末，公司无形资产变化不大。公司无形资产主要由土地使用权、软件、商标权、著作权、专利权以及非专利技术构成，其中土地使用权占比为99.90%，其余占比很小，无形资产累计摊销0.20亿元，未计提减值准备。

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

表 18 截至 2021 年末公司资产受限情况

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

表 19 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	48.55	59.69	49.27	54.71	65.43	57.82	58.08	45.79
短期借款	21.05	43.36	21.67	43.99	29.47	45.04	26.08	44.91
应付账款	6.33	13.03	8.48	17.22	12.63	19.31	10.90	18.77

合计	0.33	0.16	--
----	------	------	----

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年9月末，公司合并资产总额227.84亿元，较上年末增长7.54%，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益规模变化不大，所有者权益稳定性尚可。

2019—2021 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 0.67%。截至 2021 年末，公司所有者权益 98.71 亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.92%，少数股东权益占比为 2.08%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 52.23%、32.68%和 12.24%，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2022 年 9 月末，公司所有者权益 101.02 亿元，较上年末增长 2.34%，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.74%，少数股东权益占比为 2.26%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 51.04%、31.93%和 14.02%，所有者权益结构稳定性尚可。

(2) 负债

2019—2021 年末，公司负债规模快速增长，以流动负债为主；受公司发行债券和借款规模增加的影响，公司有息债务不断增长。截至 2021 年末，公司债务结构较为均衡，债务负担尚可。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 17.94%。截至 2021 年末，公司负债总额较上年末增长 25.65%，公司负债结构相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

其他应付款	8.79	18.11	9.30	18.87	10.72	16.39	12.24	21.08
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	8.39	12.82	4.91	8.46
非流动负债	32.79	40.31	40.78	45.29	47.73	42.18	68.74	54.21
长期借款	15.67	47.78	18.93	46.41	29.68	62.18	31.83	46.31
应付债券	3.40	10.37	8.40	20.60	5.00	10.48	19.00	27.64
递延收益	2.29	6.99	6.76	16.58	11.11	23.29	13.19	19.19
负债总额	81.34	100.00	90.06	100.00	113.15	100.00	126.82	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 16.08%。截至 2021 年末，公司流动负债 65.43 亿元，较上年末增长 32.79%，公司流动负债主要由短期借款（占 45.04%）、应付账款（占 19.31%）、其他应付款（占 16.39%）、合同负债（占 12.82%）构成。

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 18.32%。截至 2021 年末，公司短期借款较上年末增长 35.97%，主要系公司及以贺兰山奶业为主的下属子公司增加保证借款，公司及下属子公司增加信用借款所致，短期借款中质押借款占比有所下降。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 41.30%。截至 2021 年末，随着经营规模扩大，公司应付账款较上年末增长 48.93%，应付账款账龄以 1 年以内为主。

2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 10.41%。截至 2021 年末，公司其他应付款较上年末增长 15.29%，主要系存入保证金增加所致。

2019—2020 年末，公司无合同负债。截至 2021 年末，公司新增合同负债 8.39 亿元，主要系公司自 2021 年 1 月 1 日起执行新收入准则所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 20.65%。截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末增长 17.03%，公司非流动负债主要由长期借款（占 62.18%）、应付债券（占 10.48%）、递延收益（占 23.29%）构成。

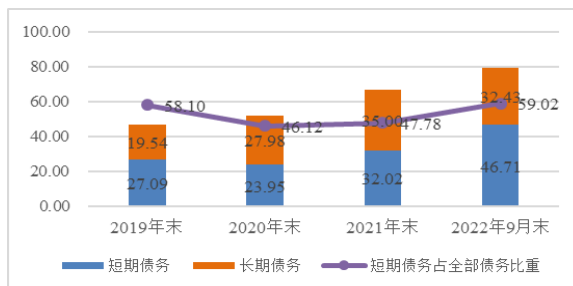
2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 37.63%。截至 2021 年末，公司长期借款较上年末增长 56.78%，主要系公司下属子公司贺兰山奶业增加保证借款所致，子公司保证借款主要由公司提供担保；长期借款主要由质押借款、抵押借款、保证借款以及项目借款构成。

2019—2021 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 21.27%。截至 2021 年末，公司应付债券 5.00 亿元，较上年末下降 40.48%，主要系“18 宁农债”到期偿付所致。

2019—2021 年末，公司递延收益持续增长，年均复合增长 120.16%。截至 2021 年末，公司递延收益较上年末增长 64.40%，主要系政府补助增加所致。

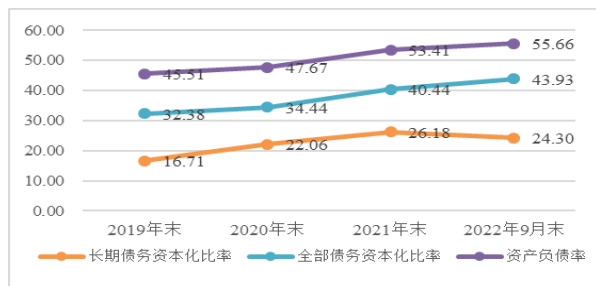
截至 2022 年 9 月末，公司负债总额 126.82 亿元，较上年末增长 12.08%，主要系公司发行短期融资债券所致；公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

图 1 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司债务结构
(单位：亿元)



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图 2 2019—2021 年及 2022 年 9 月末
公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 19.89%。从债务指标来看，2019—2021 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均持续增长。截至 2021 年末，公司全部债务 67.03 亿元，较上年末增长 29.08%。债务结构方面，短期债务占 47.78%，长期债务占 52.22%，结构相对均衡，其中，短期债务 32.02 亿元，较上年末增长 33.72%，主要系公司增加短期借款所致；长期债务 35.00 亿元，较上年末增长 25.11%，主要系公司增加长期借款所致。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.41%、40.44%和 26.18%，较上年末分别提高 5.74 个百分点、6.01 个百分点和 4.12 个百分点。

截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 79.14 亿元，较上年底增长 18.07%，主要系公司发行债券所致。债务结构方面，短期债务占 59.02%，长期债务占 40.98%，以短期债务为主，其中，短期债务 46.71 亿元，较上年底增长 45.86%，主要系公司发行超短融债券所致；长期债务 32.43 亿元，较上年底下降 7.34%。从债务指标来看，截至 2022 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 55.66%、43.93%和 24.30%，较上年底分别提高 2.25 个百分点、提高 3.49 个百分点和下降 1.87 个百分点。

从债务期限分布看，截至2022年9月末公司短期债务规模较大，如下表所示。

表 20 截至 2022 年 9 月末公司主要债务期限分布情况

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
偿还金额 (亿元)	45.08	0.00	9.02	23.42	77.52
占比 (%)	58.16	0.00	11.63	30.21	100.00

注：上表中未计入应付票据

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入和利润总额均持续增长；期间费用对公司利润存在侵蚀，非经常性损益对公司利润影响大。

2019—2021 年，随着主营业务规模稳步提升，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 7.36%；公司营业成本持续增长，年均复合增长 9.76%；公司利润总额持续增长，年均复合增长 20.66%。2019—2021 年，公司营业利润率分别为 25.38%、22.19%和 22.14%，持续下降。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 2.40%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 21.50%、21.33%和 19.56%，持续下降。2021 年，公司费用总额为 6.31 亿元，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 13.00%、52.38%、2.56%和 32.06%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.82 亿元，同比下降 42.77%；管理费用为 3.31 亿元，同比增长 11.38%，主要系管理人员薪酬有所增加；研发费用为 0.16 亿元，同比增长 1102.44%；财务费用为 2.02 亿元，同比变化不大。2021 年，公司期间费用率为 19.56%，同比下降 1.77 个百分点，公司费用对整体利润存在一定侵蚀。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益分别为 0.43 亿元、0.43 亿元、0.44 亿元，年均复合增长 1.11%，变化不大；2021 年，公司投资收益占营业利润比重为 19.90%，对营业利润影响不大。2019—2021 年，公司其他收益分别为 0.85 亿元、1.39 亿元、1.70 亿元，年均复合增长 41.51%，主要为政府补助；2021 年，公司其他收益占营业利润比重为 77.18%，对营业利润影响较大。2019—2021 年，公司营业外收入分别为 0.32 亿元、0.89 亿元、0.74 亿元，年均复合增长 51.30%；2021 年，公司营业外收入同比下降 16.89%，主要系社会性收入、物业管理收入及农业项目奖励奖金减少所致，营业外收入占利润总额比重为 36.82%，对利润影响较大。2019—2021 年，公司营业外支出分别为 0.96 亿元、0.78 亿元、0.92 亿元，年均复合下降 1.95%；2021 年，公司营业外支出同比增长 17.75%，主要系非流动资产报废损失增加所致，营业外支出占利润总额比重为 45.81%，对利润影响较大。

表 21 公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	27.98	30.12	32.25
利润总额（亿元）	1.38	1.57	2.02
营业利润率（%）	25.38	22.19	22.14
总资本收益率（%）	1.82	2.22	2.19
净资产收益率（%）	1.07	1.28	1.58

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率波动增长；净资产收益率持续增长。与所选公司比较，公司盈利指标表现尚可。

表 22 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业总收入（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	202.38	16.03	1.87	1.17
江苏省农垦集团有限公司	182.15	24.60	9.08	13.12
甘肃省农垦集团有限责任公司	72.78	17.66	2.00	0.93
宁夏农垦集团有限公司	32.25	22.86	1.93	1.58

资料来源：Wind

2022年1—9月，公司实现营业总收入33.47亿元，同比增长33.25%；公司实现利润总额1.63亿元，同比增长4.08%。2022年1—9月，营业利润率为19.29%，同比下降0.07个百分点，同比变化不大。

5. 现金流

2019—2021 年，受经营规模增加影响，公司经营活动现金流入及流出均持续增长，公司经营现金保持净流入。2019—2021 年，公司投资活动现金净流出持续增长，筹资活动现金净流入波动增长。

表 23 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	30.66	33.40	39.77	36.65
经营活动现金流出小计	28.80	29.11	37.86	34.99
经营现金流量净额	1.86	4.29	1.91	1.66
投资活动现金流入小计	5.90	6.78	1.55	0.05
投资活动现金流出小计	12.85	14.35	12.71	8.52
投资活动现金流量净额	-6.95	-7.57	-11.16	-8.47
筹资活动前现金流量净额	-5.09	-3.28	-9.25	-6.82

筹资活动现金流入小计	25.40	39.56	44.40	38.47
筹资活动现金流出小计	22.15	36.93	32.05	29.87
筹资活动现金流量净额	3.25	2.64	12.34	8.59
现金收入比（%）	90.79	91.79	102.22	88.92

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，随着公司产销规模增加，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 13.90%；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 14.65%。2019—2021 年，公司经营活动现金净额波动增长，年均复合增长 1.43%；2021 年，公司经营活动现金净流入 1.91 亿元，同比下降 55.44%，主要系购买商品接受劳务支付的现金规模较大所致。2019—2021 年，公司现金收入比分别为 90.79%、91.79%和 102.22%，持续增长，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 48.75%；2021 年，公司投资活动现金流入 1.55 亿元，同比下降 77.14%，主要系本年度收回投资收到的现金下降所致。2019—2021 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 0.54%；2021 年，公司投资活动现金流出 12.71 亿元，同比下降 11.40%，主要系投资支付的现金大幅下降所致。2019—2021 年，公司投资活动现金保持净流出，年均复合增长 26.74%；2021 年，公司投资活动现金净流出 11.16 亿元，净流出规模同比增长 47.49%。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负，公司存在一定融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 32.21%；2021 年，公司筹资活动现金流入 44.40 亿元，同比增长 12.22%，主要系增加借款所致。2019—2021 年，筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 20.29%；2021 年，公司筹资活动现金流出 32.05 亿元，同比下降 13.19%，主要系偿还债务减少所致。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额波动增长，年均复合增长 94.97%。

2022 年 1—9 月，公司实现经营活动现金净流入 1.66 亿元；公司实现投资活动现金净流出 8.47 亿元；公司实现筹资活动现金净流入 8.59

亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标均表现一般，间接融资空间尚可。

表 24 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期 偿债 能力	流动比率 (%)	99.23	100.31	81.99
	速动比率 (%)	43.32	40.12	38.40
	经营现金/流动负债 (%)	3.83	8.70	2.92
	经营现金/短期债务 (倍)	0.07	0.18	0.06
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.52	0.51	0.48
长期 偿债 能力	EBITDA (亿元)	5.98	6.52	7.79
	全部债务/EBITDA (倍)	7.79	7.97	8.61
	经营现金/全部债务 (倍)	0.04	0.08	0.03
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.39	2.97	3.53
	经营现金/利息支出 (倍)	1.05	1.95	0.87

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021 年，公司流动比率波动下降，公司速动比率持续下降。截至 2021 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 100.31%和 40.12%分别下降至 81.99%和 38.40%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务均波动下降。2019—2021 年，公司现金短期债务比持续下降，截至 2021 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.51 倍下降至 0.48 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增长；2021 年，公司 EBITDA 同比增长 19.50%；从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 44.70%）、计入财务费用的利息支出（占 26.65%）以及利润总额（占 25.88%）构成。2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，2021 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.35 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2019—2021 年，公司全部债务/EBITDA 持续增长，2021 年，公司全部债务/EBITDA 由上年的 7.97 倍提高至 8.61 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

2019—2021 年，公司经营现金/全部债务波动下降，2021 年，公司经营现金/全部债务由上年的 0.08 倍下降至 0.03 倍，经营现金对全部债务的保障程度有待提升。2019—2021 年，公司经营现金/利息支出波动下降，2021 年，公司经营现金/利息支出由上年的 1.95 倍下降为 0.87 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 9 月末，公司无合并范围之外担保。

未决诉讼方面，截至 2022 年 9 月末，公司涉诉金额较大的案件均已结案，公司无重大未决诉讼。

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

7. 公司本部（母公司）财务分析

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；公司本部收入规模小而债务规模大，经营获现能力弱，对债务保障能力弱。

2019—2021 年，母公司资产总额波动增长，年均复合增长 0.92%。截至 2021 年末，母公司资产总额 124.82 亿元，较上年末下降 0.09%，较上年末变化不大。其中，流动资产 30.32 亿元（占比 24.29%），非流动资产 94.50 亿元（占比 75.71%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 24.47%）、其他应收款（占 74.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 17.49%）、无形资产（占 80.37%）构成。截至 2021 年末，母公司货币资金为 7.42 亿元。

2019—2021 年，母公司负债持续增长，年均复合增长 3.34%。截至 2021 年末，母公司负债总额 38.24 亿元，较上年末增长 0.70%。其中，流动负债 28.02 亿元（占比 73.29%），非流动负债 10.21 亿元（占比 26.71%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 46.74%）、其他应付款（合计）（占 52.18%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 44.49%）、应付债券（占 48.96%）、

长期应付款（合计）（占 6.55%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 30.63%，较 2020 年提高 0.24 个百分点。截至 2021 年末，母公司全部债务 22.90 亿元，其中，短期债务占 58.33%、长期债务占 41.67%。截至 2021 年末，母公司全部债务资本化比率 20.92%，母公司债务负担轻。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 86.58 亿元，较上年末下降 0.43%。在所有者权益中，实收资本为 51.56 亿元（占 59.55%）、资本公积合计 27.97 亿元（占 32.30%）、未分配利润合计 6.25 亿元（占 7.22%）、盈余公积合计 0.79 亿元（占 0.92%），所有者权益稳定性较高。

2021 年，母公司营业总收入为 0.80 亿元，营业总收入为 0.80 亿元，利润总额为 0.00 亿元。同期，母公司投资收益为 1.28 亿元。

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

截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的 58.91%；母公司负债占合并口径的 33.79%；母公司所有者权益占合并口径的 87.71%；母公司全部债务占合并口径的 34.34%。2021 年，母公司营业总收入占合并口径的 2.50%；母公司营业总收入占合并口径的 2.50%；母公司利润总额占合并口径的 0.18%。

八、外部支持

公司是宁夏地区规模最大的现代化农业企业，宁夏回族自治区政府对公司发展改革给予的政策支持力度较大，并辅以资金补贴。2019—2021 年，公司获得计入损益的政府补助分别为 0.78 亿元、1.38 亿元和 1.62 亿元。

2019—2021 年，公司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。

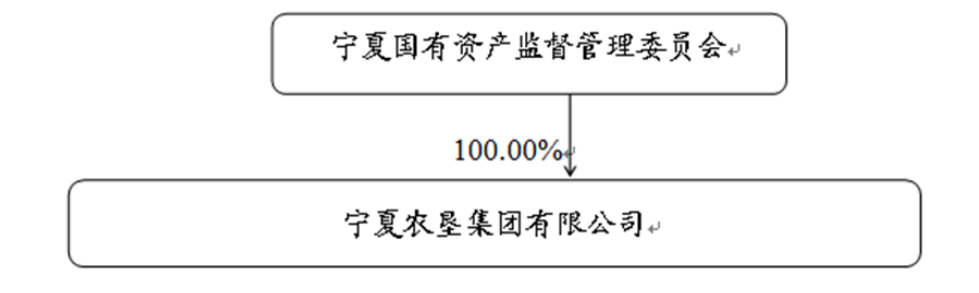
公司作为宁夏国资委下属的国有独资公司，在日常生产经营和项目建设中得到了自治区政府的大力支持，享受诸多优惠政策。健全的公司法人治理结构，保障经理层自主经营权。明晰的公司国有产权属关系，对公司所属土地实行集

中统一管理，农垦现有划拨建设用地经批准办理有偿使用手续后，可以转让、出租、抵押或改变用途。当地政府对公司的财政金融支持力度较大，2019—2021 年，公司获得计入损益的政府补助分别为 0.78 亿元、1.38 亿元和 1.62 亿元。

九、结论

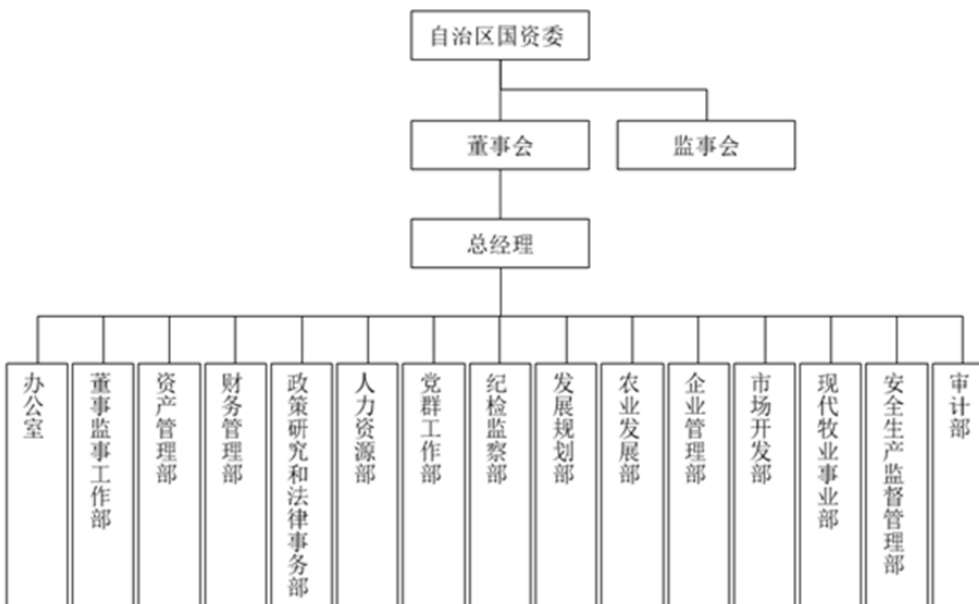
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月末宁夏农垦集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月末宁夏农垦集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末宁夏农垦集团有限公司主要子公司情况

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.19	12.23	15.46	16.97
资产总额（亿元）	178.74	188.92	211.86	227.84
所有者权益（亿元）	97.39	98.86	98.71	101.02
短期债务（亿元）	27.09	23.95	32.02	46.71
长期债务（亿元）	19.54	27.98	35.00	32.43
全部债务（亿元）	46.63	51.93	67.03	79.14
营业总收入（亿元）	27.98	30.12	32.25	33.47
利润总额（亿元）	1.38	1.57	2.02	1.63
EBITDA（亿元）	5.98	6.52	7.79	--
经营性净现金流（亿元）	1.86	4.29	1.91	1.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.18	8.71	13.41	--
存货周转次数（次）	0.81	0.82	0.86	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	0.16	--
现金收入比（%）	90.79	91.79	102.22	88.92
营业利润率（%）	25.38	22.19	22.14	19.29
总资本收益率（%）	1.82	2.22	2.19	--
净资产收益率（%）	1.07	1.28	1.58	--
长期债务资本化比率（%）	16.71	22.06	26.18	24.30
全部债务资本化比率（%）	32.38	34.44	40.44	43.93
资产负债率（%）	45.51	47.67	53.41	55.66
流动比率（%）	99.23	100.31	81.99	72.20
速动比率（%）	43.32	40.12	38.40	39.16
经营现金流动负债比（%）	3.83	8.70	2.92	--
现金短期债务比（倍）	0.52	0.51	0.48	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	2.97	3.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.79	7.97	8.61	--

注：1. 公司 2022 年三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；4. 截至 2022 年 9 月底，公司尚未偿付债券共 19.00 亿元，均在一年內到期，所以本报告中将该 19.00 亿元尚未偿付债券计入短期债务

资料来源：公司财务报告及公司提供数据，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.38	6.03	7.42	8.44
资产总额（亿元）	122.54	124.92	124.82	127.26
所有者权益（亿元）	86.74	86.95	86.58	91.00
短期债务（亿元）	16.05	10.95	13.36	4.80
长期债务（亿元）	7.51	13.20	9.54	21.07
全部债务（亿元）	23.56	24.15	22.90	25.87
营业总收入（亿元）	1.73	0.78	0.80	0.81
利润总额（亿元）	0.66	0.12	0.00	2.99
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-3.97	2.52	2.61	-2.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.85	1.90	1.98	--
存货周转次数（次）	1.33	1.79	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	117.06	40.99	111.49	-0.01
营业利润率（%）	92.01	76.23	86.41	69.43
总资本收益率（%）	0.54	0.11	0.00	--
净资产收益率（%）	0.68	0.13	0.00	--
长期债务资本化比率（%）	7.97	13.18	9.93	18.80
全部债务资本化比率（%）	21.36	21.74	20.92	22.14
资产负债率（%）	29.22	30.40	30.63	28.49
流动比率（%）	149.96	140.36	108.19	181.36
速动比率（%）	149.55	139.91	107.82	180.57
经营现金流动负债比（%）	-15.93	11.17	9.31	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.55	0.56	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司本部 2022 年三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

联合资信评估股份有限公司关于 宁夏农垦集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在宁夏农垦集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。