

宁夏农垦集团有限公司

2011 年公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【281】号 01

债券简称：11 宁农债/11
宁农垦债

增信方式：土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：18 亿元

债券到期日期：2018 年
11 月 16 日

债券偿还方式：本期债
券按年计息，每年付息
一次，到期一次还本，
附第五年末公司上调票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

宁夏农垦集团有限公司 2011 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 22 日	2017 年 05 月 22 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对宁夏农垦集团有限公司（以下简称“农垦集团”或“公司”）2011 年 11 月 16 日发行的 18 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次主体评级上调主要是基于：公司作为宁夏地区最大的现代农业企业，经营范围广，产业链逐步完善，政府对公司政策支持力度较大，同时新注入的土地提升了公司整体实力；但我们也关注到，公司房地产项目和葡萄酒原酒面临去库存压力，资产流动性一般，面临一定的有息债务集中偿付压力等风险因素。

正面：

- 公司作为宁夏地区最大的现代农业企业，政府对公司政策支持力度较大。公司作为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；近年来宁夏自治区政府多次发文解决公司发展改革中面临的有关问题，给予公司较大的政策支持。
- 公司经营范围广，业务较为多元化，且产业链逐步完善。公司业务较为多元化，经营范围涉及种植业、畜牧业、农产品加工及销售、旅游服务、房地产建筑及开发、葡萄酒生产与销售等，并逐步形成产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。
- 新注入的土地提升了公司整体实力。2017 年公司将 56 宗新办证土地入账，合计 15,719.04 万平方米，对应评估价值 148,345.37 万元，上述土地的入账使得公司资

本公积有所增加，整体实力有所提升。

- **土地使用权抵押担保能够对本期债券的本息偿付提供一定保障。**公司用于债券抵押担保的 87 宗土地的土地使用权评估总价值为 42.05 亿元（评估基准日为 2010 年 9 月 30 日），为本期债券本金的 2.34 倍，能够对本期债券的本息偿付提供一定保障。

关注：

- **公司房地产项目和葡萄酒原酒面临去库存压力。**2016 年末，公司房地产待售面积为 22.06 万平方米，当年公司房地产销售 3.87 万平方米；葡萄酒原酒库存 34,046.6 吨，当年葡萄酒销售 2,851 吨，两者均面临去库存压力。
- **公司资产以非流动资产为主，且部分资产已经抵押，资产流动性一般。**公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，其中账面价值 50.35 亿元、占无形资产账面价值 65.90%的土地已经用于抵押，资产流动性一般。
- **公司有息债务略有增长，面临一定的集中偿付压力。**截至 2017 年末，公司有息债务合计 35.54 亿元，较上年略有增长，其中一年内到期的有息债务为 23.83 亿元（本期债券 18 亿元于 2018 年 11 月到期），公司面临一定的集中偿付压力。
- **公司一直未对用于本期债券抵押增信的土地进行跟踪评估。**根据债券发行时的约定，公司需在债券存续期内对抵押资产每年进行重新评估，但截至本报告出具之日，公司一直未对抵押资产的价值进行跟踪评估。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,615,958.39	1,454,025.81	1,421,361.18
归属于母公司所有者权益（万元）	932,265.09	763,806.43	752,286.95
有息债务（万元）	355,418.28	339,172.40	331,285.17
资产负债率	41.20%	45.94%	45.76%
流动比率	1.12	1.91	1.78
速动比率	0.51	0.91	0.82
营业收入（万元）	268,004.14	267,522.53	267,276.66
营业利润（万元）	13,433.66	10,657.90	10,183.94
利润总额（万元）	11,692.30	10,352.41	10,360.88
综合毛利率	25.18%	24.13%	23.48%
总资产回报率	1.90%	2.00%	1.73%
EBITDA（万元）	51,511.53	50,688.53	44,003.74

EBITDA 利息保障倍数	2.93	2.64	2.52
经营活动现金流净额（万元）	34,486.82	29,029.45	42,012.01

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2011]2389号文核准，公司于2011年11月16日发行公司债券募集资金总额人民币18亿元，期限7年，附第五年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，债券票面利率为7.10%。2016年11月16日，公司选择不上调票面利率，无投资者行使回售权，债券回售金额为0万元。本期债券募集资金拟用于奶牛养殖基地建设项目和葡萄种植基地建设项目，截至2017年底本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、主营业务、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2017年末，公司控股股东和实际控制人均为宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会，控股股东持股比例为100%。2017年公司新增1家纳入合并范围的子公司，即宁夏农垦（香港）投资有限公司。

表1 2017年度公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
宁夏农垦（香港）投资有限公司	100%	4,500.00	贸易	设立

资料来源：公司2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司总资产为161.60亿元，归属于母公司所有者权益合计93.23亿元，资产负债率为41.20%。2017年度，公司实现营业收入26.80亿元，利润总额1.17亿元，经营活动产生的现金净流入为3.45亿元。

三、运营环境

受玉米种植面积减少的影响，2017年宁夏地区粮食种植面积和产量均略有下降；全区肉类总产量依然保持增长

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3,665万亩，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。

2017年宁夏全区粮食种植面积1,163.3万亩，比上年减少4.1万亩。其中小麦种植面积198.8万亩，增加9.5万亩；水稻种植面积112.9万亩，增加0.3万亩；玉米种植面积435.5万亩，减少98万亩；薯类种植面积242.8万亩，减少10.4万亩；油料种植面积96.4万亩，减少6.2万亩；蔬菜种植面积201.3万亩，增长2.6万亩；瓜果种植面积125.5万亩，减少5.1万亩。

2017年宁夏全区粮食总产量368.2万吨，比上年减产2.4万吨，同比减少0.7%。其中小麦产量40.9万吨，与上年持平；水稻产量63.9万吨，增产1.5%；玉米产量214.9万吨，减产3.0%；马铃薯产量(折粮)36.6万吨，增产3.5%。总体来看，受玉米种植面积减少的影响，2017年宁夏地区粮食种植面积和产量均有所下降。

2017年宁夏全区肉类总产量32.2万吨，比上年增长4.3%；其中猪肉产量7.8万吨，增长4.0%；牛肉产量10.9万吨，增长4.7%；羊肉产量11.0万吨，增长4.7%；牛奶产量153.3万吨，增长9.9%。2017年末全区生猪存栏70.7万头，增长2.5%；生猪出栏99.2万头，增长3.2%；肉牛存栏79.9万头，增长4.6%；肉牛出栏71.0万头，增长4.1%；肉羊存栏554.7万只，减少45%；肉羊出栏622.7万只，增长4.1%；奶牛存栏38.4万头，增长5.1%。

表2 2017年宁夏回族自治区主要农林牧渔业产品产量及增长情况

指标	产量(万吨)	同比增长(%)
粮食	368.2	-0.7
小麦	40.9	0.0
水稻	63.9	1.5
玉米	214.9	-3.0
油料	13.4	-8.6
蔬菜	610.8	3.0
瓜果	199.1	-4.3
枸杞	11.7	12.4
葡萄	19.0	-2.7
肉类总产量	32.2	4.3
禽蛋	10.6	9.7
牛奶	153.3	9.9
水产品	18.1	3.6

资料来源：宁夏回族自治区2017年国民经济和社会发展统计公报

2017年宁夏地区房地产市场去库存成果较为显著，房地产市场景气度有所好转

宁夏回族自治区是中国唯一的省级建制的回族自治区，但区域面积较小，2017年底自治区常住人口为681.79万人。近年宁夏地区经济持续增长，但经济总量仍偏低。2017年宁夏地区生产总值为3,453.93亿元，经济总量仅高于我国青海、西藏地区；当年宁夏

人均GDP为5.09万元，为全国人均GDP的85.40%；城镇常住居民人均可支配收入29,472元，为全国城镇居民人均可支配收入的80.98%，区域居民收入水平偏低。

近两年宁夏地区房地产市场以去库存为主基调，因城因地施策，通过加大棚改货币化安置力度，提高住房公积金使用效率等手段进行去库存。根据宁夏回族自治区2017年统计公报的数据，2017年全区房地产开发投资652.84亿元，同比下降10.3%；商品房销售面积为1,021.36万平方米，同比增长5.7%；销售金额为464.13亿元，同比增长13.3%，商品房销售量价齐升，房地产市场景气度有所好转。截至2017年底，宁夏地区商品房待售面积为1,036.68万平方米，同比下降16.9%，其中住宅待售面积下降32.6%，去库存成果较为显著。

表3 2017年宁夏地区房地产开发和销售主要指标（单位：亿元、万平方米）

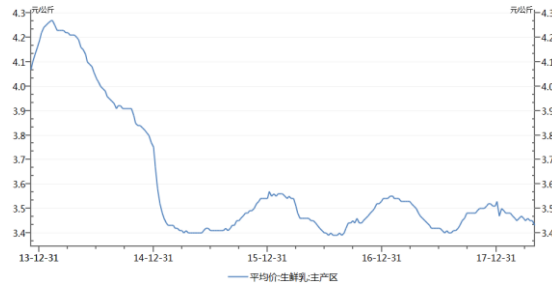
指标	绝对数	同比增长 (%)
房地产开发投资	652.84	-10.3
房屋施工面积	6,836.71	-3.8
其中：住宅	4,346.91	-4.6
房屋竣工面积	1,328.62	2.6
其中：住宅	883.54	-5.1
商品房销售面积	1,021.36	5.7
其中：住宅	870.28	4.8
商品房待售面积	1,036.68	-16.9
其中：住宅	482.25	-32.6
商品房销售额	464.13	13.3
其中：住宅	369.30	13.3

资料来源：宁夏回族自治区2017年国民经济和社会发展统计公报

受国外奶源冲击的影响，2017年我国生鲜乳价格持续低位徘徊，加之玉米价格的上涨，奶牛养殖企业经营压力不断加大

我国生鲜乳价格自2014年大幅下降以来，近年一直在低位徘徊。2016年底受鲜奶加工企业元旦/春节生产备货增加的影响，我国主产区生鲜乳价格提升至3.55元/公斤，春节过后，生鲜乳价格逐步下滑，最低达到3.40元/公斤。2017年入夏以来受天气较热的影响，奶牛泌乳减少使得鲜奶产量减少，生鲜乳价格出现一定幅度的增长，春节过后，生鲜乳价格又出现阶段性下滑。

图1 2014年以来我国主产区生鲜乳平均价变动情况

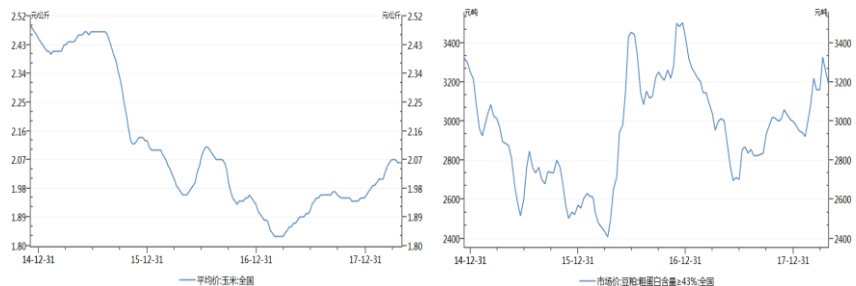


资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

尽管我国生鲜乳价格近年一直在低位徘徊,但较高的奶牛养殖成本以及较低的单产量导致我国生鲜乳生产成本相比于其他主要产奶国高出不少。2017年新西兰恒天然原奶价格处在49.78-55.10新西兰元/100千克区间(按汇率换算约为2.37-2.60元/千克),较国内奶价依然有较大优势。根据国家奶牛产业技术网公布的数据,2017年1-11月我国共计进口各类乳制品227.44万吨,同比增长14%;其中大包粉进口68.58万吨,同比增长22.7%。整体来看,国际进口低价奶粉对国内乳业的冲击将持续存在,生鲜乳价格的低迷将会持续一段时间。

奶牛养殖成本方面,饲料成本所占比重较大。奶牛饲料主要由精饲料(包括玉米、豆粕及棉籽)和粗饲料(包括玉米青贮饲料、苜蓿及燕麦草)构成,其价格走势受整个农产品市场影响较大。2017年以来,豆粕价格呈现先跌后涨态势,玉米受种植面积减少、大型国企收购增加等因素的影响价格出现触底反弹。考虑到奶牛饲料中玉米用量占比较高,其价格的上涨会在一定程度上增加奶牛养殖企业的生产成本。

图2 2015年以来我国玉米及豆粕价格变动情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

奶价的低迷使散户逐渐退出奶牛养殖行业,国内规模化养殖比例逐步提高,2016年全国奶牛养殖规模化率达到53%,比上年提高近5个百分点。另一方面,奶价的持续低迷以及养殖成本的上升使得奶牛养殖企业亏损家数不断增加,2016年以来奶牛养殖亏损面超过50%,奶牛养殖企业经营压力不断加大。

公司作为宁夏地区最大的现代农业企业，政府对公司政策支持力度较大

公司作为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10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。

公司作为宁夏农垦事业管理局下属的国有独资公司，近年来宁夏回族自治区政府多次发文解决公司发展改革中面临的有关问题。首先是健全公司法人治理结构，保障经理层自主经营权；其次，明晰公司国有产权关系，对农垦集团所属土地实行集中统一管理，农垦现有划拨建设用地经批准办理有偿使用手续后，可以转让、出租、抵押或改变用途；再次加大财政金融支持力度，宁夏自治区支持农垦发展资金扶持政策以及对公司所属企业所得税的地方留成部分的减免政策执行到2018年，届时根据企业经营实际研究是否延长。

表4 近年有关公司发展改革政策文件汇总

文件名称	文件号	发文单位	主要内容
关于进一步深化农垦改革发展的实施意见	宁党发【2014】23号	宁夏自治区办公厅	深化农垦管理体制改革，推进集团公司内部改革，深化农垦土地制度改革和事业单位改革，继续给予财政支持和税收优惠，支持建设产业园区
关于进一步推进农垦改革发展的意见	中发【2015】33号	国务院	推进政企分开，保障农垦平等享受国家普惠性政策；加强农垦土地权益保护，用3年时间基本完成农垦国有土地确权登记发证任务；农垦现有划拨建设用地，经批准后可以转让、出租、抵押或改变用途，可以采取协议方式办理出让手续
中共宁夏回族自治区委员会专题会议纪要	【2016】9号	-	农垦土地的确权颁证工作争取在2016年底前完成；对仍由农场承担的社区管理等公共职能进行梳理移交；化解农垦债务问题，厘清责任主体
关于解决农垦改革发展有关问题的实施意见	宁党办【2017】28号	宁夏自治区办公厅	健全法人治理，推进优势产业公司股份制改造；农垦集团对所属土地实行集中统一管理，加强农垦土地权益保护；全面落实支持农垦改革发展政策，加大财政金融支持力度

资料来源：公司提供，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍由农业、商品销售、服务业、建筑及房地产开发等业务构成。2017年公司实现营业收入26.80亿元，其中农业收入占比为65.41%，依然为公司主要收入来源；当年公司营业收入同比增长0.18%，主要系土地补偿收入和其他收入有所增加所致，但农业、商品销售和建筑及房地产开发业务收入均有所下降。2017年

公司综合毛利率为25.18%，较上年提升1.05个百分点，主要是农业、商品销售等业务毛利率提升所致。公司其他业务收入主要是材料销售、租赁、劳务收入等。

表5 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
农业	175,290.15	15.98%	179,243.67	13.53%
商品销售	26,021.76	32.40%	27,212.12	17.85%
建筑及房地产开发	23,550.40	13.97%	27,574.13	51.06%
服务业	19,309.08	57.74%	19,309.52	54.97%
土地补偿	12,695.70	90.44%	11,011.93	85.37%
其他业务	11,137.05	45.88%	3,171.17	42.50%
合计	268,004.14	25.18%	267,522.53	24.13%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司粮食作物种植面积有所下降，但产量略有增长；种植业整体经营较为稳定，为公司的重要支柱产业

种植业是公司四大优势特色产业板块之一，公司主要种植粮食作物、蔬果、牧草、葡萄、枸杞等多类农产品。截至2017年底，公司粮食作物种植面积为51.20万亩，同比下降1.73%，主要系玉米种植面积下降所致；粮食作物总产量为35.52万吨，同比增长0.33%，主要是单产较高的水稻种植面积增加所致。从种植结构和产量来看，公司粮食作物依然以玉米、水稻为主，2017年两者种植面积占比分别为66.02%、29.88%，产量占比分别为73.14%、24.45%，其中玉米2017年价格波动上升，使得农业毛利率略有增长。

农业生产方面，公司采用大规模的机械化农业生产方式，2017年公司新增高效节水灌溉3.4万亩，推广应用水肥一体化技术18万亩。截至2017年底，公司农用机械总动力达313,819千瓦，包括耕整地及种植机械、农用排灌机械、植保机械、收获机械、脱离烘干机械等，农业机械化作业率达到95%以上。

在确保粮食总产稳定的前提下，公司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2017年底，公司拥有蔬菜标准化种植基地2.5万亩，枸杞种植基地面积稳定在1万亩，所产黄瓜、茄子、“沙湖”大米、“珍宝”枸杞等远销周边省区及东南沿海市场。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。同时我们注意到，公司农作物种植还面临受当地气候影响出现产量波动的风险。

表6 2016-2017年公司主要农作物和经济作物的种植面积和产量情况（单位：万亩、吨）

项目	2017年		2016年	
	种植面积	产量	种植面积	产量
粮食作物	51.20	355,205	52.10	354,046
其中：玉米	33.80	259,809	36.27	268,367
水稻	15.30	86,842	13.83	77,129
小麦	1.83	8,095	1.90	8,281
油料	1.10	2,236	1.30	2,802
蔬菜（含菜用瓜）	1.76	67,919	1.84	67,560
水果	-	57,308	-	53,102
其中：葡萄	-	31,788	-	30,334
枸杞	1.21	2,300	1.19	2,372
牧草	4.72	56,411	5.15	55,479

注：部分数据公司未提供。

资料来源：公司提供

公司畜牧业经营较为稳定，牛养殖规模有所增长，羊、猪养殖规模有所下降

除了农作物种植外，畜牧板块也是公司四大支柱产业板块之一。公司畜牧业主要由宁夏农垦贺兰山奶业有限公司（以下简称“贺兰山实业”）、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”）、宁夏农垦灵农畜牧有限公司等子公司负责。其中贺兰山实业负责公司奶牛养殖业务，牛羊产业公司主要经营牛羊育肥及其产品销售。

跟踪期内，公司畜牧业经营较为稳定。截至2017年底，公司牛、羊、猪存栏量分别为5.56万头、7.22万只、3.61万头，其中羊、猪存栏量分别下降14.72%、12.04%，主要系羊肉、猪肉价格低位波动所致。2017年公司羊、猪出栏量分别为4.92万只、4.76万头，分别同比下降10.76%、3.90%，牛出栏量为1.97万头，同比增长3.33%；当年公司肉类总产量为8,528万吨，较上年略有减少。

表7 2016-2017年公司畜牧业经营情况

项目	2017年	2016年
年末牛存栏（头）	55,617	52,373
年末羊存栏（只）	72,154	84,607
猪年末存栏（头）	36,110	41,054
其中：能繁母猪（头）	4,075	4,733
当年牲畜出栏	-	-
其中：牛出栏（头）	19,608	19,031
羊只出栏（只）	49,160	55,086
生猪出栏（头）	47,567	49,496

家禽出栏（百只）	5,659	9,210
肉类总产量（吨）	8,528	8,563
其中：猪肉产量（吨）	3,271	3,306
牛肉产量（吨）	3,541	2,952
羊肉产量（吨）	792	887
禽肉产量（吨）	917	1,416

注：年末牛存栏数包含奶牛存栏数。

资料来源：公司提供

公司奶业经营规模不断扩大，鲜奶产销量均有所增长，但鲜奶价格的低位徘徊使得奶牛养殖利润空间较小

截至2017年底，公司奶牛场达到14座，草业公司2个，奶牛存栏数为3.57万头，同比增长6.25%，其中泌乳牛存栏数为1.95万头，泌乳牛占比达到54.62%；成母牛年均单产9.88吨，与2016年持平。受益奶牛数量的增长，2017年公司鲜奶产量18.33万吨，同比增长11.23%，奶业经营规模不断扩大。

鲜奶销售方面，公司鲜奶主要销售给伊利、蒙牛等国内乳制品生产企业，其中伊利销售收入占比在80%，销售客户较为稳定但对单一客户依赖性大。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。2017年公司鲜奶销售17.63万吨，实现鲜奶销售收入6.44亿元，较上年均有所增长；鲜奶平均售价为3.65元/公斤，较上年略有上升。

表8 2016-2017年公司奶牛养殖业经营情况

项目	2017年	2016年
奶牛存栏（万头）	3.57	3.36
其中：泌乳牛存栏（万头）	1.95	1.71
鲜奶产量（万吨）	18.33	16.48
鲜奶销量（万吨）	17.63	15.60
鲜奶销售收入（亿元）	6.44	5.60

资料来源：公司提供

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，近年市场鲜奶价格在低位徘徊，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。截至2017年末，公司在建太阳梁万头奶牛场项目，该项目计划总投资3.3亿元（引进0.4万头奶牛需0.55亿元，合计总投资3.85亿元），预计2018年底完工并交付使用，该项目完工投产后，公司奶牛养殖规模将进一步增长。

由于景点竞争较为激烈，2017年公司沙湖旅游景区客流量和旅游收入均有所下降

公司服务业收入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。

公司在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等。2017年沙湖旅游景区门票依然为旺季60元/人，淡季40元/人，船票价格也未变动。景区客流量方面，2017年沙湖景区共接待游客人数96.44万人次，同比下降8.32%，主要是宁夏地区旅游景点增加、竞争较为激烈所致；受此影响，当年公司景区收入为13,872.9万元，同比下降0.97%。

表9 2016-2017年沙湖旅游景区人流量和分业务营业收入情况

项目	2017年	2016年
景区客流量（万人次）	96.44	105.19
旅游服务业收入（万元）	13,872.90	14,009.43
餐饮住宿业收入（万元）	2,748.28	2,798.79
收入合计（万元）	16,621.18	16,808.22

资料来源：公司提供

2017年公司房地产销售面积和销售收入均有所减少，并且房地产待售面积较大，面临去库存压力

公司的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。2017年末，公司在售房地产住宅项目有家林苑、金阳花园B区和金地花园A、D区，三者均位于银川市。2017年公司房地产销售面积合计3.87万平方米，销售收入合计1.95亿元，较上年均有所减少，主要是金地花园和金阳花园销售情况较差所致，其中金地花园销售均价上涨较大主要系当年金地大厦销售单价较高所致，家林苑销售单价有所下降主要系当年降价促销所致。当年公司建筑及房地产开发业务毛利率有所下滑主要是建筑收入合并抵消以及所售房产单价降低所致。

家林苑、金阳花园B区和金地花园A、D区分别于2014年7月、2013年12月、2014年9月取得销售许可证，可售面积分别为14.07万平方米、16.37万平方米和14.98万平方米；截至2017年末，三者待售面积占比分别是71.57%、58.52%、16.09%，待售面积合计22.06万平方米，受当地房地产市场不景气等因素的影响上述项目销售进度较慢，去库存压力较大。2017年末公司在建项目为金地花园C区，项目建筑面积6.54万平方米，总投资2.3亿元，已投资

0.41亿元，预计2018年7月取得预售许可证。

表10 2016-2017年公司房地产住宅项目销售情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

项目名称	2017年			2016年		
	面积	金额	均价	面积	金额	均价
金地花园A、D区	1.88	13,768	7,323	4.10	18,779	4,580
金阳花园B区	0.16	466	2,912	0.35	953	2,722
家林苑	1.83	5,300	2,896	0.34	1,340	3,941
合计	3.87	19,534	5,048	4.79	21,072	4,399

资料来源：公司提供

表11 2017年末公司房地产住宅项目销售及结转情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	可售面积	已售面积	待售面积	已售金额	已结转金额	2017年结转面积	2017年结转金额
金地花园A、D区	14.98	12.57	2.41	62,427	60,061	3.07	13,723
金阳花园B区	16.37	6.79	9.58	18,051	16,077	0.17	456
家林苑	14.07	4.00	10.07	12,093	8,243	1.03	3,967
合计	45.42	23.36	22.06	92,571	84,381	4.27	18,146

资料来源：公司提供

表12 2017年末公司房地产项目资金回笼情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	总投资	已投资	已回笼资金	已结转收入
金地花园A、D区	118,353	118,353	57,603	60,111
金阳花园B区	43,535	43,535	18,051	16,077
家林苑	48,369	48,369	12,093	8,243
合计	210,257	210,257	87,747	84,431

资料来源：公司提供

公司葡萄酒销售量和销售收入均有所提升，但葡萄酒原酒库存较大，产能利用率不高；土地补偿业务未来收入规模存在一定不确定性

公司商品销售包括葡萄酒销售、活畜销售以及农具销售等，其中葡萄酒销售收入占比最大。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”）经营，其生产的“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。公司葡萄酒加工储存能力为4.5万吨，成品酒年产能1.0万吨。2017年公司生产葡萄酒原酒2,887.0吨，成品酒2,911.4吨，产能利用率不高，主要是受销售不畅、库存较高的所致。2017年公司通过蒸馏、对外销售等方法集中去库存，原酒库存量由上年的3.90万吨降至3.40万吨，取得一定成效，但原酒库存依然处于高位，面临一定去库存压力。

表13 2016-2017年西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况（单位：吨）

项目	2017年	2016年
年生产量	5,798.4	8,883.0
其中：原酒	2,887.0	6,316.4

成品酒	2,911.4	2,566.6
年末库存量	35,239.9	39,640.8
其中：原酒	34,046.6	39,036.2
成品酒	1,193.3	604.6

资料来源：公司提供

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，其中经销商代理销售占比在90%以上；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，其中传统渠道销售占比在80%以上。2017年公司经销商新增12名，累计达到50多名，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。得益于销售渠道的增加，2017年公司成品葡萄酒销量达到2,851吨，同比增长4.75%；当年实现销售收入7,854万元，同比增长3.42%。公司生产的葡萄酒以低档酒为主，主要针对大众消费群体，2017年低档酒销量占比为62.60%。

表14 2016-2017年西夏王酒业成品葡萄酒产销量及收入情况（单位：吨、万元）

葡萄酒种类	2017年			2016年		
	产量	销量	销售收入	产量	销量	销售收入
高档酒	136	136	1,389	68	68	850
中档酒	642	642	2,029	586	586	1,996
低档酒	1,845	1,785	3,826	1,883	2,068	4,749
定制酒	288	288	609	-	-	-
合计	2,911	2,851	7,854	2,537	2,722	7,594

资料来源：公司提供

公司土地补偿收入主要是当地政府建设道路、绿化工程等征用公司土地给予的土地补偿费，补偿标准根据土地的位置、地类和用途的不同而不同；2017年公司实现土地补偿收入1.27亿元，同比增长15.29%，但该业务未来收入规模具有一定不确定性。

2017年公司资本公积有所增加，整体实力有所提升

公司作为宁夏地区大型现代农业集团，在保障农副产品供给、安排城乡就业、维护社会稳定等方面发挥了重要作用。根据《自治区人民政府关于农垦集团有限公司土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】218号）和《自治区人民政府关于农垦土地资产处置方案的批复》（宁政函【2009】222号），宁夏回族自治区人民政府同意将229宗、合计80,072.20公顷国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司。2017年公司将56宗新办证土地入账，合计15,719.04万平方米，对应评估价值148,345.37万元，上述土地的入账使得公司资本公积增加14.83亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司会计报表按照新会计准则编制。2017年，公司新增1家纳入合并范围的子公司（见表1）。

资产构成与质量

公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，部分土地已经抵押，资产流动性一般

由于政府作价出资土地的入账，公司资产规模有所增加，2017年末为161.60亿元，同比增长11.14%。公司资产以非流动资产为主，2017年末其占比为72.92%，较上年增加3.18个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。公司货币资金主要是银行存款，其中20万元为旅游质量保证金，使用受限。应收账款主要是应收银川市金凤区国有资产投资控股有限公司、宁夏伊利乳业有限责任公司等单位的账款，2017年末该科目余额有所增加主要系业务增加并挂账结算所致。存货主要是库存商品、原材料和开发成本等，其中库存商品主要是西夏苑房地产公司已建成的房产、活畜、成品葡萄酒等，原材料主要是青储和原酒，开发成本主要是西夏苑房地产公司在建房产项目。其他流动资产主要为购买的银行理财产品，以保本固定收益类为主，2017年公司购买理财产品实现投资收益1,967.77万元。

公司非流动资产主要是固定资产、在建工程、生产性生物资产和无形资产。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，2017年末随着折旧的增加该科目余额有所减少。在建工程主要是农田基本建设工程、葡萄园及酒庄等基础设施建设、牧场、沙湖景区的建设工程，2017年随着公司对农田基建投入的增加，在建工程规模有所增加。生产性生物资产主要为奶牛和葡萄树，随着奶牛存栏数持续增长，2017年末生产性生物资产规模有所增长。无形资产主要是农业用地等土地使用权，2017年末账面价值76.40亿元，其中宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权价值76.08亿元，2017年公司将部分办证后的作价出资土地入账使得该科目余额大幅增长；上述土地中账面价值50.35亿元、占比65.90%的土地使用权已经用于抵押，流动性受限。

整体来看，公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，其中账面价值50.35亿

元、占比65.90%的土地已经用于抵押，资产流动性一般。

表15 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	130,576.41	8.08%	111,742.78	7.69%
应收账款	33,468.22	2.07%	25,170.08	1.73%
存货	238,165.54	14.74%	229,680.82	15.80%
其他流动资产	8,858.51	0.55%	25,218.62	1.73%
流动资产合计	437,587.47	27.08%	439,956.74	30.26%
固定资产	219,601.92	13.59%	225,669.56	15.52%
在建工程	92,833.83	5.74%	78,962.62	5.43%
生产性生物资产	73,791.01	4.57%	73,700.39	5.07%
无形资产	764,004.69	47.28%	607,166.52	41.76%
非流动资产合计	1,178,370.93	72.92%	1,014,069.06	69.74%
资产总计	1,615,958.39	100.00%	1,454,025.81	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期有所增长，资产运营效率较低

2017年随着公司业务增加并进行结算挂账使得公司应收账款周转天数有所增加，同时存货规模进一步增长，其周转效率有所下降，上述因素的综合作用使得公司2017年净营业周期增长至354.97天。随着公司流动资产规模的增长，2017年流动资产周转天数增长至589.39天；同时公司固定资产和无形资产规模较大，进一步降低了公司的总资产周转效率。整体来看，公司资产运营效率较低，运营能力有待提高。

表16 2016-2017年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	39.38	27.76
存货周转天数	419.96	403.44
应付账款周转天数	104.37	122.49
净营业周期	354.97	308.70
流动资产周转天数	589.39	577.74
固定资产周转天数	299.06	304.87
总资产周转天数	2,061.90	1,934.68

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有增长，但期间费用率较高，投资收益占营业利润比率略高

公司经营较为稳定，2017年实现营业收入26.80亿元，同比增长0.18%。毛利率方面，由于收入占比较高的农业和商品销售业务毛利率有所提升，公司综合毛利率有所增加。公司期间费用规模仍较大，期间费用率较高，进而削弱了公司的利润水平。2017年公司通过投资理财产品、长期股权投资分红等方式获得投资收益4,295.33万元，占营业利润的比重为31.97%，占比略高。2017年公司获得其他收益3,144.55万元，均为与日常经营活动相关的政府补助，对公司利润形成一定的补充。

表17 2016-2017年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	268,004.14	267,522.53
营业利润	13,433.66	10,657.90
其中：投资收益	4,295.33	4,892.68
其他收益	3,144.55	0.00
利润总额	11,692.30	10,352.41
净利润	10,105.91	9,199.14
综合毛利率	25.18%	24.13%
期间费用率	21.78%	20.83%
总资产回报率	1.90%	2.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

现金流

公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现尚可，能对公司的投资形成一定支持

公司现金生成能力较强，2017年公司FFO为5.03亿元，较上年有所增加。2017年公司应收款项有所减少，但支付工程款等应付款较多，使得当年营运资本增加1.58亿元，上述因素的综合作用使得公司当年经营活动产生的现金净流入3.45亿元，表现尚可。

投资活动方面，公司收回投资和投资支付的现金主要是银行理财产品的赎回和购买，两者差距较小；但2017年公司投资农田基本建设工程、沙湖景区建设等支付的现金较多，使得当年投资活动现金净流出1.09亿元。公司筹资活动现金流入主要是银行借款，现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润，2017年筹资活动产生现金净流出0.48亿元。截至2017年底，公司在建的奶牛场和房地产项目尚需投资5.74亿元，考虑到公司的现金储备，投资压力不大。

表18 2016-2017年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	10,105.91	9,199.14
非付现费用	23,099.32	22,711.61

非经营损益	17,046.18	16,931.38
FFO	50,251.41	48,842.13
营运资本变化	-15,764.59	-19,812.68
其中：存货的减少	-4,157.15	-4,434.44
经营性应收项目的减少	14,008.23	-5,020.20
经营性应付项目的增加	-25,615.67	-10,358.04
经营活动产生的现金流量净额	34,486.82	29,029.45
投资活动产生的现金流量净额	-10,866.52	-15,591.59
筹资活动产生的现金流量净额	-4,786.68	3,592.73
现金及现金等价物净增加额	18,833.62	17,030.59

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司资产负债率有所下降，但有息债务规模略有上升，同时本期债券即将于**2018年11月**到期，公司面临一定的集中偿付压力

随着政府作价出资土地的入账，公司所有者权益增长较快，2017年底达到95.03亿元，同比增长20.88%；同时公司负债规模略有减少，2017年末为66.57亿元，同比下降0.33%；受此影响，2017年末公司产权比率降至70.06%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表19 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	665,706.75	667,912.88
所有者权益	950,251.64	786,112.93
产权比率	70.06%	84.96%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

随着本期债券即将到期，公司负债结构由非流动负债为主转为流动负债为主。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。短期借款均为银行借款，其中担保和信用借款合计占比89.27%。公司应付账款主要是应付宁夏禹鼎建筑工程公司等单位的工程款、货款等，2017年末随着相关款项的支付该科目余额有所减少。公司其他应付款主要是应付宁夏宏鑫公路桥梁工程有限公司等单位往来款等；2017年随着往来款的减少其他应付款规模有所减少。一年内到期的非流动负债主要是本期债券，本期债券即将于2018年11月到期，偿债资金主要来源于公司自有资金以及银行借款。截至2017年底，公司银行授信总额43.36亿元，尚未使用33.70亿元，融资弹性较好。

公司非流动负债主要是长期借款和专项应付款。长期借款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、宁夏银行获得抵押借款（利率在4.35%-6.55%之间），抵押物为公司土地。专项应

付款主要是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，公司无偿付压力。截至2017年末，公司有息债务合计35.54亿元，同比增长4.79%，其中短期有息债务为23.83亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

表20 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	41,920.00	6.30%	38,728.00	5.80%
应付账款	51,779.55	7.78%	64,494.39	9.66%
其他应付款	63,975.50	9.61%	75,749.60	11.34%
一年内到期的非流动负债	196,400.00	29.50%	14,100.00	2.11%
流动负债合计	389,936.23	58.57%	230,019.55	34.44%
长期借款	117,098.28	17.59%	106,344.40	15.92%
应付债券	0.00	0.00%	180,000.00	26.95%
专项应付款	153,249.47	23.02%	145,764.63	21.82%
非流动负债合计	275,770.52	41.43%	437,893.33	65.56%
负债合计	665,706.75	100.00%	667,912.88	100.00%
其中：有息债务	355,418.28	53.39%	339,172.40	50.78%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

从主要偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为41.20%，较上年下降4.74个百分点，负债水平不高。公司流动比率表现一般，但流动资产中存货占比较高，因此速动比率表现较差，2017年EBITDA及其利息保障倍数略有升高。

表21 2016-2017年公司偿债能力指标

项目	2017年	2016年
资产负债率	41.20%	45.94%
流动比率	1.12	1.91
速动比率	0.51	0.91
EBITDA（万元）	51,511.53	50,688.53
EBITDA 利息保障倍数	2.93	2.64
有息债务/EBITDA	6.90	6.69

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保能够对本期债券的本息偿付提供一定保障，但公司一直未按约定对抵押资产价值进行跟踪评估

为保障本期债券债权人的利益，公司以其合法拥有的87宗土地使用权为本期债券提供

抵押担保。上述87宗土地性质均为国家作价出资用地，土地用途主要包括农用地和工业用地，其中农用地面积为44,939.24万平方米，经宁夏恒正不动产评估咨询有限公司评估，公司用于本期债券抵押的87宗土地使用权的评估总价值为42.05亿元（评估基准日为2010年9月30日），为本期债券本金的2.34倍。根据债券发行时的约定，公司需在债券存续期内对抵押资产每年进行重新评估，但截至本报告出具之日，公司一直未对抵押资产的价值进行跟踪评估。

公司已办理完土地的抵押登记手续，抵押资产满足抵押资产监管协议约定的覆盖倍数，没有追加、置换或释放抵押资产。考虑到公司抵押土地多位于农场区，土地用途主要是农用地、工业用地等，土地的集中处置存在较大困难，且抵押土地长时间未按约定进行资产评估，上述土地的抵押担保仍能够对本期债券的本息偿付提供一定保障。

七、或有事项分析

截至本报告出具日，公司被贺兰县人民法院纳入被执行人名单。公司下属宁夏回族自治区国营暖泉农场（以下简称“暖泉农场”）依据宁党发[2010]33号《关于整顿和加强农垦土地管理的决定》解除了与宁夏金马产业发展有限公司（以下简称“宁夏金马”）土地承包合同，收回其承包土地，并按照宁府发[2010]37号《宁夏回族自治区农垦系统清理收回对外承包土地补偿办法》制定的补偿标准进行补偿。金马公司对地上附着物进行评估，评估价值远高于根据宁府发[2010]37号文计算所得补偿金额，因此金马公司提起诉讼，法院一审判决暖泉农场支付宁夏金马3,481.46万元损失。

根据贺兰县人民法院执行裁定书【（2017）宁0122执异13号】，因暖泉农场财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，因此追加第三人公司为被执行人。根据宁夏回族自治区银川市中级人民法院民事判决书【（2017）宁01民再12号】，二审认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。根据公司提供的说明，公司不服二审判决，且目前宁夏回族自治区检察院已介入本案，并进入抗诉阶段，预计于2018年5月末在宁夏自治区高院开庭审理。

八、评级结论

整体来看，公司作为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；近年来宁夏回族自治区政府多次发文解决公司发展改革中面临的有关问题，给予公司较大的政策支持；公司业务较为多元化，经营范围涉及种植业、畜牧业、农产品加工及销售、旅游服务、房地产建筑及开发、葡萄酒生产与销售等，逐步形

成产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链；同时新注入的土地增加了公司资本公积，提升了公司整体实力；土地使用权抵押满足抵押资产监管协议约定的覆盖倍数，但抵押土地多为农用地、工业用地，集中处置存在困难，且长时间未按约定进行资产评估，故土地使用权的抵押担保能够对本期债券的本息偿付提供一定保障。同时我们关注到，公司房地产项目和葡萄酒原酒面临去库存压力，资产流动性一般，面临一定有息债务集中偿付压力等。

基于以上分析，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	130,576.41	111,742.78	94,722.39
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	4.89
应收票据	406.09	260.00	205.53
应收账款	33,468.22	25,170.08	16,088.02
预付款项	15,395.43	24,757.25	12,079.02
其他应收款	10,717.26	23,127.19	31,243.34
存货	238,165.54	229,680.82	225,246.38
其他流动资产	8,858.51	25,218.62	39,109.81
流动资产合计	437,587.47	439,956.74	418,699.38
可供出售金融资产	10,924.41	11,794.69	10,314.41
长期股权投资	16,469.39	15,990.96	19,126.33
固定资产	219,601.92	225,669.56	227,437.17
在建工程	92,833.83	78,962.62	68,548.44
工程物资	0.00	0.00	3.12
生产性生物资产	73,791.01	73,700.39	69,051.78
无形资产	764,004.69	607,166.52	607,308.75
长期待摊费用	218.01	357.53	469.75
递延所得税资产	470.24	369.37	344.61
其他非流动资产	57.43	57.43	57.43
非流动资产合计	1,178,370.93	1,014,069.06	1,002,661.79
资产总计	1,615,958.39	1,454,025.81	1,421,361.18
短期借款	41,920.00	38,728.00	19,928.00
应付账款	51,779.55	64,494.39	73,633.85
预收款项	16,377.15	15,020.11	17,708.26
应付职工薪酬	5,916.20	5,585.23	5,253.57
应交税费	11,912.26	12,102.11	11,185.98
应付利息	1,655.58	4,020.84	3,573.91
应付股利	0.00	197.30	0.00
其他应付款	63,975.50	75,749.60	84,673.02
一年内到期的非流动负债	196,400.00	14,100.00	19,600.00
其他流动负债	0.00	21.96	21.96
流动负债合计	389,936.23	230,019.55	235,578.55
长期借款	117,098.28	106,344.40	111,757.17
应付债券	0.00	180,000.00	180,000.00

专项应付款	153,249.47	145,764.63	122,733.09
递延收益	5,422.77	5,784.31	328.58
非流动负债合计	275,770.52	437,893.33	414,818.84
负债合计	665,706.75	667,912.88	650,397.39
实收资本	515,600.00	515,600.00	515,600.00
资本公积	308,451.75	149,690.07	146,360.97
其他综合收益	1,471.51	1,503.91	1,503.91
盈余公积	7,031.37	6,662.09	6,391.96
未分配利润	99,710.45	90,350.36	82,430.11
归属于母公司所有者权益	932,265.09	763,806.43	752,286.95
少数股东权益	17,986.55	22,306.50	18,676.84
所有者权益合计	950,251.64	786,112.93	770,963.79
负债和所有者权益总计	1,615,958.39	1,454,025.81	1,421,361.18

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	268,004.14	267,522.53	267,276.66
减：营业成本	200,523.43	202,973.16	204,525.54
税金及附加	2,415.56	2,287.97	4,606.76
销售费用	11,264.28	8,531.82	10,914.46
管理费用	30,041.09	29,529.90	29,147.20
财务费用	17,068.14	17,674.78	13,160.91
资产减值损失	697.86	778.59	1,415.92
加：公允价值变动收益	0.00	18.91	-18.91
投资收益	4,295.33	4,892.68	6,696.98
其他收益	3,144.55	0.00	0.00
二、营业利润	13,433.66	10,657.90	10,183.94
加：营业外收入	5,678.64	6,985.45	5,067.00
减：营业外支出	7,419.99	7,290.94	4,890.06
三、利润总额	11,692.30	10,352.41	10,360.88
减：所得税费用	1,586.39	1,153.27	1,725.21
四、净利润	10,105.91	9,199.14	8,635.67
持续经营净利润	10,105.91	9,199.14	-
归属于母公司股东的净利润	10,531.72	8,915.02	7,626.38
少数股东损益	-425.82	284.12	1,009.29

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	168,860.74	180,641.02	205,450.30
收到的税费返还	0.76	0.00	33.41
收到其他与经营活动有关的现金	82,777.47	73,915.41	86,267.24
经营活动现金流入小计	251,638.97	254,556.44	291,750.95
购买商品、接收劳务支付的现金	134,282.38	140,050.94	164,176.48
支付给职工以及为职工支付的现金	36,285.94	34,554.22	34,410.66
支付的各项税费	8,609.46	8,061.89	7,596.95
支付其他与经营活动有关的现金	37,974.37	42,859.94	43,554.86
经营活动现金流出小计	217,152.15	225,526.99	249,738.94
经营活动产生的现金流量净额	34,486.82	29,029.45	42,012.01
收回投资收到的现金	319,963.03	184,939.91	152,640.00
取得投资收益收到的现金	4,922.09	3,135.98	4,926.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	248.26	381.28	783.17
投资活动现金流入小计	325,133.38	188,457.18	158,349.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,744.86	33,478.76	41,169.42
投资支付的现金	306,255.03	170,570.00	116,249.55
投资活动现金流出小计	335,999.89	204,048.76	157,418.98
投资活动产生的现金流量净额	-10,866.52	-15,591.59	930.89
吸收投资收到的现金	0.00	3,700.00	0.00
取得借款所收到的现金	94,701.16	73,260.96	52,044.67
筹资活动现金流入小计	94,701.16	76,960.96	52,044.67
偿还债务支付的现金	78,455.27	56,448.82	40,807.20
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,032.57	16,919.41	19,520.77
筹资活动现金流出小计	99,487.84	73,368.23	60,327.97
筹资活动产生的现金流量净额	-4,786.68	3,592.73	-8,283.30
现金及现金等价物净增加额	18,833.62	17,030.59	34,659.61

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	10,105.91	9,199.14	8,635.67
加：资产减值准备	697.86	778.59	1,415.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	22,093.52	21,597.67	19,680.91
无形资产摊销	170.12	174.89	172.99
长期待摊费用摊销	137.82	160.45	331.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3,912.39	3,464.62	2,073.54
固定资产报废损失	112.22	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	-18.91	18.91
财务费用	17,417.77	18,403.11	13,457.90
投资损失	-4,295.33	-4,892.68	-6,696.98
递延所得税资产减少	-100.87	-24.76	-104.07
存货的减少	-4,157.15	-4,434.44	-18,648.63
经营性应收项目的减少	14,008.23	-5,020.20	-2,843.69
经营性应付项目的增加	-25,615.67	-10,358.04	24,518.48
经营活动产生的现金流量净额	34,486.82	29,029.45	42,012.01

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	39.38	27.76	22.81
存货周转天数	419.96	403.44	380.06
应付账款周转天数	104.37	122.49	110.45
净营业周期	354.97	308.70	292.42
流动资产周转天数	589.39	577.74	558.00
固定资产周转天数	299.06	304.87	281.86
总资产周转天数	2,061.90	1,934.68	1,859.71
综合毛利率	25.18%	24.13%	23.48%
期间费用率	21.78%	20.83%	19.91%
总资产回报率	1.90%	2.00%	1.73%
产权比率	70.06%	84.96%	84.36%
有息债务（万元）	355,418.28	339,172.40	331,285.17
资产负债率	41.20%	45.94%	45.76%
流动比率	1.12	1.91	1.78
速动比率	0.51	0.91	0.82
EBITDA（万元）	51,511.53	50,688.53	44,003.74
EBITDA 利息保障倍数	2.93	2.64	2.52
有息债务/EBITDA	6.90	6.69	7.53
非付现费用（万元）	23,099.32	22,711.61	21,600.88
非经营损益（万元）	17,046.18	16,931.38	8,749.30
FFO（万元）	50,251.41	48,842.13	38,985.85
营运资本变化（万元）	-15,764.59	-19,812.68	3,026.16

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年底公司无形资产中作价出资土地明细（单位：万平方米、万元）

土地证号	座落	用途	面积	评估价值
永国用(2010)第1827号	永宁县玉泉营农场	办公用地	1.76	273.55
永国用(2010)第1857号	永宁县玉泉营农场	农业用地	78.20	873.51
永国用(2010)第1858号	永宁县玉泉营农场	风景名胜	16.96	2,288.94
永国用(2010)第1859号	永宁县玉泉营农场	农业用地	17.01	189.98
永国用(2010)第1860号	永宁县玉泉营农场	农业用地	36.41	406.72
永国用(2010)第1861号	永宁县玉泉营农场	农业用地	26.17	292.29
永国用(2010)第1940号	玉泉营农场	农业用地	2,826.80	36,488.87
永国用(2010)第1725号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	1.54	170.56
永国用(2010)第1726号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	3.69	409.16
永国用(2010)第1727号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	2.36	261.58
永国用(2010)第1728号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	0.62	68.27
永国用(2010)第1729号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	0.39	43.14
永国用(2010)第1730号	永宁县黄羊滩农场	办公用地	0.27	40.52
永国用(2010)第1731号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	1.47	148.06
永国用(2010)第1732号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	1.68	177.68
永国用(2010)第1733号	永宁县黄羊滩农场	工业用地	0.89	94.27
永国用(2010)第1734号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	91.56	1,002.61
永国用(2010)第1735号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	53.88	590.03
永国用(2010)第1736号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	6.15	67.35
永国用(2010)第1737号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	26.75	292.91
永国用(2010)第1738号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	14.92	163.36
永国用(2010)第1739号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	38.51	421.64
永国用(2010)第1740号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	27.28	298.74
永国用(2010)第1741号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	47.94	524.99
永国用(2010)第1742号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	16.62	182.00
永国用(2010)第1743号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	60.50	662.49
永国用(2010)第1744号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	93.72	1,026.29
永国用(2010)第1745号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	9.68	105.96
永国用(2010)第1746号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	62.00	678.94
永国用(2010)第1747号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	10.44	114.34
永国用(2010)第1748号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	44.41	486.30
永国用(2010)第1749号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	35.22	385.61
永国用(2010)第1939号	永宁县黄羊滩农场	农业用地	4,947.90	46,226.92

灵国用(2010)第0328号	灵武农场	农用地	1,718.50	14,584.63
灵国用(2010)第0326号	灵武农场	农用地	4,125.38	35,641.80
灵国用(2010)第0311号	灵武农场农二队	工业用地	1.71	204.97
灵国用(2010)第0316号	灵武农场场部	其他商服用地	0.22	50.01
灵国用(2010)第0315号	灵武农场场部	机关团体用地	1.21	303.80
中宁国用(2010)第60002号	宁夏国营长头山机械化农场场部	农用地	5,247.34	43,006.25
中宁国用(2010)第53号	宁夏国营长头山机械化农场场部	机关团体用地	2.00	375.58
中宁国用(2010)第54号	宁夏国营长头山机械化农场十队	工业用地	4.62	480.30
中宁国用(2010)第55号	宁夏国营长头山机械化农场四队	工业用地	10.16	1,056.54
中宁国用(2010)第56号	宁夏国营长头山机械化农场一队	水库水面用地	649.48	4,117.70
贺国用(2010)第1020号	贺兰县国营暖泉农场	机关团体	7,493.71	61,646.22
贺国用(2010)第1021号	贺兰县国营暖泉农场(场部办公区)	场部办公区	0.71	129.36
贺国用(2010)第1024号	贺兰县国营暖泉农场(加工区)	工业	2.31	260.72
贺国用(2010)第1025号	贺兰县国营暖泉农场(修造厂)	工业	2.52	284.46
贺国用(2010)第1026号	贺兰县国营暖泉农场(蘑菇厂)	工业	8.21	928.25
贺国用(2010)第1027号	贺兰县国营暖泉农场(粉灰厂)	工业	2.18	246.48
贺国用(2010)第1032号	贺兰县国营暖泉农场	养殖	31.02	522.35
贺国用(2010)第1033号	贺兰县国营暖泉农场	养殖	6.84	115.12
贺国用(2010)第1034号	贺兰县国营暖泉农场	工业	9.52	1,018.74
贺国用(2010)第1035号	贺兰县国营暖泉农场	屠宰场	1.95	208.56
贺国用(2010)第1036号	贺兰县国营暖泉农场	工业	2.27	250.18
贺国用(2010)第1037号	贺兰县国营暖泉农场	工业	0.83	91.84
贺国用(2010)第1053号	贺兰县国营暖泉农场(坑塘水面)	坑塘水面	27.18	268.50
贺国用(2010)第1056号	贺兰县国营暖泉农场(坑塘、盐碱地)	坑塘、盐碱地	48.37	477.90
贺国用(2010)第1060号	贺兰县国营暖泉农场(养殖用地)	设施农业	9.93	167.28
青国用(2010)第0296号	青铜峡市连湖农场	工业用地	4.93	473.22
青国用(2010)第0297号	青铜峡市连湖农场	工业用地	2.15	206.76
青国用(2010)第0298号	青铜峡市连湖农场	工业用地	3.82	366.36
青国用(2010)第0299号	青铜峡市连湖农场	工业用地	1.66	159.80
青国用(2010)第0301号	青铜峡市连湖农场	工业用地	0.23	30.16
青国用(2010)第0304号	青铜峡市连湖农场	设施农用地	20.30	433.28
青国用(2010)第0307号	青铜峡市连湖农场	农用地	1,009.75	11,632.35
青国用(2010)第0308号	青铜峡市连湖农场	批发零售	3.36	430.53
青国用(2010)第0391号	青铜峡市连湖农场	农用地	1,077.07	12,407.85
青国用(2010)第0331号	青铜峡市连湖农场	农用地	280.29	2,350.86
吴国用(2010)第60027号	国营巴浪湖农场	农用地	15.92	129.99

吴国用(2010)第60025号	国营巴浪湖农场	商服金融用地	0.37	53.11
吴国用(2010)第60023号	国营巴浪湖农场	农用地	614.50	5,171.52
吴国用(2010)第60024号	国营巴浪湖农场	工业用地	0.90	90.54
吴国用(2010)第60026号	国营巴浪湖农场	农用地	1,195.58	9,759.96
惠国用(2010)第60027号	宁夏国营简泉农场	农用地	333.66	2,861.96
惠国用(2010)第60030号	宁夏国营简泉农场	农用地	96.22	778.55
惠国用(2010)第60031号	宁夏国营简泉农场	农用地	185.53	1,687.88
惠国用(2010)第60032号	宁夏国营简泉农场	农用地	14.08	191.66
惠国用(2010)第60033号	宁夏国营简泉农场	工业用地	51.37	3,698.36
惠国用(2010)第60034号	宁夏国营简泉农场	农用地	56.94	697.46
惠国用(2010)第60035号	宁夏国营简泉农场	工业用地	2.17	156.59
惠国用(2010)第60036号	宁夏国营简泉农场	工业用地	0.95	68.47
惠国用(2010)第60037号	宁夏国营简泉农场	工业用地	1.67	120.26
惠国用(2010)第60038号	宁夏国营简泉农场	农业用地	457.27	3,596.41
惠国用(2010)第60039号	宁夏国营简泉农场	工业用地	0.58	38.80
惠国用(2010)第60040号	宁夏国营简泉农场	办公用地	0.87	146.65
惠国用(2010)第60041号	宁夏国营简泉农场	工业用地	11.10	732.77
惠国用(2010)第60042号	宁夏国营简泉农场	农用地	237.56	2,152.02
惠国用(2010)第60043号	宁夏国营简泉农场	工业用地	0.52	34.48
惠国用(2010)第60044号	宁夏国营简泉农场	工业用地	0.63	41.58
惠国用(2010)第60045号	宁夏国营简泉农场	养殖用地	9.32	132.34
惠国用(2010)第60046号	宁夏国营简泉农场	乡镇水域用地	239.68	1,639.44
惠国用(2010)第60047号	宁夏国营简泉农场	农用地	543.47	4,465.72
惠国用(2010)第60048号	宁夏国营简泉农场	农用地	670.39	5,386.51
惠国用(2010)第60049号	宁夏国营简泉农场	农用地	782.23	6,155.87
惠国用(2010)第60050号	宁夏国营简泉农场	农用地	51.52	491.42
惠国用(2010)第60051号	宁夏国营简泉农场	农用地	1.96	26.64
惠国用(2010)第60052号	宁夏国营简泉农场	工业用地	1.71	123.20
惠国用(2010)第60053号	宁夏国营简泉农场	农用地	35.46	277.29
石国用(2010)第60131号	宝兰铁路以西,山水大道以南	工业用地	8.05	652.30
平国用(2010)第418号	平罗县原太西镇平石公路东侧	工业用地	7.09	638.24
平国用(2010)第419号	平罗县原太西镇平石公路东侧	工业用地	2.27	204.45
平国用(2010)第276号	南一斗渠西南侧、与洪广镇界沟以北	农用地	81.91	642.97
平国用(2010)第283号	沙湖湖面以东、艾依河以北、姚汝公路	农用地	459.88	3,744.38
平国用(2010)第272号	平西公路东南侧、前进农场第二机砖厂	采矿用地	22.69	1,452.28
平国用(2010)第270号	姚汝公路以北	采矿用地	11.84	769.62

平国用(2010)第265号	艾依河以西、八一渠以东	采矿用地	11.74	751.30
平国用(2010)第269号	八一渠东北侧、与平罗县界沟西南侧	采矿用地	21.24	1,359.22
平国用(2010)第280号	包兰铁路以东、姚汝公路以西	农用地	1,041.31	8,174.25
平国用(2010)第284号	包兰铁路以北、姚汝公路以南、崇岗镇以北	农用地	4,092.27	32,124.34
平国用(2010)第281号	包兰铁路以东、姚汝公路以北	农用地	537.45	4,219.01
平国用(2010)第279号	姚汝公路以东、石中高速公路以西、第三排水沟以南	农用地	754.78	5,927.85
平国用(2010)第266号	姚汝公路以东、沙湖中学以南	商服	3.35	278.24
平国用(2010)第395号	包兰铁路以北、姚汝公路以南、崇岗镇以北	设施农用地	1,147.71	6,587.85
平国用(2010)第398号	沙湖湖面以东、姚汝公路、艾伊河以北	设施农用地	1,439.66	8,263.64
平国用(2010)第396号	包兰铁路以东、姚汝公路以西	设施农用地	122.96	705.77
平国用(2010)第271号	场部沙湖大道以东、现砖厂用地	采矿用地	11.82	756.54
平国用(2010)第268号	姚汝公路以北(现东方建材厂用地)	采矿用地	19.73	1,262.44
平国用(2010)第274号	东一支渠以南、西一支渠以西(沙湖湖面)	旅游业	2,744.49	83,048.36
平国用(2010)第267号	姚汝公路以北、亲水大道以东	采矿用地	14.78	961.00
平国用(2010)第277号	姚汝公路以北、农场沙湖大道以西	商业服务业	1.77	147.29
平国用(2010)第273号	亲水大道以东、文斌砖场以北	坑塘水面	31.68	181.87
平国用(2010)第252号	东干渠东南侧、沙湖赛马场东北侧	坑塘水面	139.93	803.20
平国用(2010)第275号	包兰铁路以东、姚汝公路以西	坑塘水面	65.10	373.70
平国用(2010)第282号	沙湖湖面以东、姚汝公路以南、第三排水沟以西	农用地	40.14	315.07
平国用(2010)第397号	沙湖湖面以东、姚汝公路、第三排水沟以西	设施农用地	376.71	2,162.30
石国用(2010)第60080号	前进农场, 十三斗渠以北	农用地	1,158.58	8,894.35
石国用(2010)第60033号	大武口区山平汝公路以北、包兰铁路	工业用地	2.57	164.50
石国用(2010)第3339号	大武口区山水大道南 包兰铁路西	工业用地	10.71	932.06
石国用(2010)第3340号	大武口区山水大道南 包兰铁路西	工业用地	3.72	346.18
石国用(2010)第60061号	包兰铁路以西、山水大道以南	采矿用地	20.50	1,906.57
石国用(2010)第60130号	包兰铁路以西、山水大道以南	耕地	41.01	262.45
银国用(2015)第04738号	西夏区南梁农场	工业用地	1.04	260.89
银国用(2015)第04736号	西夏区南梁农场	农用地	494.59	22,928.77
银国用(2015)第04735号	西夏区南梁农场	农用地	3,002.34	14,886.78
银国用(2015)第04737号	西夏区南梁农场	商务金融用地	1.58	423.84
银国用(2016)第19693号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	657.79	5,415.87
银国用(2016)第19694号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	2,064.74	17,000.02
银国用(2016)第19695号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	2,558.51	21,065.45

银国用(2016)第19659号	西夏区110国道以东、西干架以西	耕地	1,043.61	8,592.57
银国用(2016)第19660号	西夏区110国道以西	耕地	90.41	744.40
银国用(2016)第19690号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	1,583.08	13,034.30
银国用(2016)第19696号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	187.57	1,544.31
银国用(2016)第19697号	西夏区贺兰山农牧场	农用地	155.32	1,278.86
银国用(2016)第07476号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	3.39	853.28
银国用(2016)第02137号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	1.32	332.17
银国用(2016)第04201号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	13.97	307.39
银国用(2016)第04199号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	3.11	68.32
银国用(2016)第02233号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	1.59	34.94
银国用(2016)第02240号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	2.15	541.23
银国用(2016)第02545号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	1.72	37.89
银国用(2016)第04059号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	4.21	92.51
银国用(2016)第04181号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	8.65	190.36
银国用(2016)第04183号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	2.61	57.48
银国用(2016)第02546号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	4.51	1,137.62
银国用(2016)第08149号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	0.42	105.84
银国用(2016)第08150号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	3.65	80.35
银国用(2016)第08152号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	5.32	1,340.69
银国用(2016)第08155号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	3.00	755.09
银国用(2016)第08157号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	2.91	732.58
银国用(2016)第08160号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	11.17	245.69
银国用(2016)第08164号	西夏区贺兰山农牧场	设施农用地	0.97	21.33
银国用(2016)第08168号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	12.21	3,076.46
银国用(2016)第04184号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	8.43	2,123.94
银国用(2016)第07473号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	0.53	133.33
银国用(2016)第02547号	西夏区贺兰山农牧场	商务金融用地	0.71	213.00
银国用(2016)第02548号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	1.15	291.00
银国用(2016)第07474号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	5.90	37.24
银国用(2016)第07471号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	0.10	24.08
银国用(2016)第07467号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	0.15	1,487.12
银国用(2016)第04089号	西夏区贺兰山农牧场	工业用地	0.31	77.17
银国用(2016)第04249号	西夏区平吉堡	设施农用地	15.87	428.56
银国用(2016)第04252号	西夏区平吉堡	设施农用地	14.22	384.03
银国用(2016)第04256号	西夏区平吉堡	工业用地	0.64	160.33
银国用(2016)第04259号	西夏区平吉堡	工业用地	1.09	274.39
银国用(2016)第04263号	西夏区平吉堡	工业用地	0.92	230.97
银国用(2016)第04265号	西夏区平吉堡	工业用地	1.66	419.06

银国用(2016)第04266号	西夏区平吉堡	工业用地	2.63	661.63
银国用(2016)第04267号	西夏区平吉堡	商务金融用地	0.97	283.46
银国用(2016)第07519号	西夏区平吉堡	农用地	38.21	1,031.63
银国用(2016)第07521号	西夏区平吉堡	农用地	25.27	682.23
银国用(2016)第07523号	西夏区平吉堡	农用地	20.95	565.76
银国用(2016)第19682号	西夏区平吉堡	农用地	210.74	1,794.28
银国用(2016)第19683号	西夏区平吉堡	农用地	348.91	2,970.67
银国用(2016)第19684号	西夏区平吉堡	农用地	145.66	1,240.18
银国用(2016)第19685号	西夏区平吉堡	农用地	98.60	839.48
银国用(2016)第19680号	西夏区平吉堡	农用地	202.65	1,725.36
银国用(2016)第19687号	西夏区平吉堡	农用地	1,977.10	16,833.12
银国用(2016)第19688号	西夏区平吉堡	农用地	1,364.06	11,613.68
银国用(2016)第19689号	西夏区平吉堡	农用地	1,598.11	13,606.36
中宁国用(2012)第60040号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	0.75	32.26
中宁国用(2012)第60041号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	17.66	865.39
中宁国用(2012)第60042号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	1.40	60.11
中宁国用(2012)第60043号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	工业用地	1.42	69.76
中宁国用(2012)第60044号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	0.55	23.72
中宁国用(2012)第60045号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	0.51	21.86
中宁国用(2012)第60046号	宁夏国营渠口农场畜牧有限公司	采矿用地	28.08	1,207.44
中宁国用(2012)第60047号	宁夏国营渠口农场四队	采矿用地	2.78	119.35
中宁国用(2012)第60048号	宁夏国营渠口农场四队	采矿用地	1.01	43.46
中宁国用(2012)第60049号	宁夏国营渠口农场园六队	采矿用地	7.36	316.30
中宁国用(2012)第60050号	宁夏国营渠口农场园六队	工业用地	2.42	202.97
中宁国用(2012)第60051号	宁夏国营渠口农场园六队	采矿用地	0.74	31.71
中宁国用(2012)第60052号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	4.97	243.65
中宁国用(2012)第60053号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	3.99	171.50
中宁国用(2012)第60054号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	2.22	95.29
中宁国用(2012)第60055号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	1.23	52.84
中宁国用(2012)第60056号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	0.72	31.04
中宁国用(2012)第60057号	宁夏国营渠口农场农七队	工业用地	0.53	22.99
中宁国用(2012)第60058号	宁夏国营渠口农场农七队	采矿用地	0.58	24.78
中宁国用(2012)第60059号	宁夏国营渠口农场粮油加工厂	工业用地	0.90	75.33
中宁国用(2012)第60060号	宁夏渠口农场农垦局良种繁育经销中心第二种子加工厂	工业用地	0.89	74.61
中宁国用(2012)第60061号	宁夏国营渠口农场焦化厂	工业用地	8.91	748.67
中宁国用(2012)第60062号	宁夏国营渠口农场太阳梁管委会办公区	商务金融用地	0.41	38.92
中宁国用(2012)第60063号	宁夏国营渠口农场场部办公区	商务金融用	0.63	61.79

		地		
中宁国用(2012)第60065号	宁夏国营渠口农场场部畜牧公司	采矿用地	7.46	320.83
中宁国用(2012)第60066号	宁夏国营渠口农场场部畜牧公司	采矿用地	4.29	184.36
中宁国用(2012)第60067号	宁夏国营渠口农场渔业公司	坑塘水面用地	36.32	191.04
中宁国用(2012)第60068号	宁夏国营渠口农场	农用地	235.10	1,391.82
中宁国用(2012)第60064号	宁夏国营渠口农场	农用地	7,002.90	46,891.69
银国用(2016)第19677号	金凤区包兰铁路以东、桑园沟以南	农用地	1,205.14	9,412.03
银国用(2016)第19676号	金凤区包兰铁路以东、桑园沟以北	商务金融用地	0.45	114.28
合计			77,074.33	760,768.46

注：2016年办理的56宗土地证在2017年入账。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。