

宁夏农垦集团有限公司

公开发行 2018 年公司债券(第一期)2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【410】号 01

债券简称：18 宁农 01
债券剩余规模：3.4 亿元
债券到期日期：2023 年
12 月 12 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第三年末公司调整票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
何卫平 陈刚

电话：
0755-82875013

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

宁夏农垦集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期) 2020 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	2020 年 6 月 24 日	2019 年 6 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”或“公司”）及其 2018 年 12 月 12 日公开发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2020 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维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到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，同时公司业务较为多元化且经营较为稳定；同时中证鹏元也关注到公司个别房地产项目和葡萄酒原酒面临去一定的去库存压力，存货存在一定跌价风险，资产流动性和质量一般，以及面临较大的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 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；2020 年 1 月宁夏自治区政府发文支持公司改革，鼓励农业龙头企业兼并重组、上市融资，打造大型农业企业集团，给予公司较大的政策支持。
- 公司业务较为多元化且经营较为稳定。公司业务涉及种植业、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，整体经营较为稳定，2019 年实现营业收入 27.98 亿元，其中农业收入 19.19 亿元、同比增长 1.90%，FFO 为 5.90 亿元，经营获现能力较强。

关注:

- **公司个别房地产项目和葡萄酒原酒面临一定的去库存压力，存货面临一定跌价风险。**2019 年末，公司房地产待售面积为 30.13 万平方米，其中金阳花园 B 区等项目销售较为缓慢；葡萄酒原酒库存 33,334.6 吨，2019 年成品葡萄酒销售仅为 667.4 吨，同比下降 64.74%，面临一定的去库存压力。2019 年末公司存货账面价值 27.15 亿元，多以房产、葡萄酒等为主，存在一定跌价风险。
- **公司资产流动性和质量一般。**公司资产以无形资产、固定资产等非流动资产为主，2019 年末无形资产账面价值为 76.49 亿元，主要以农业用地和工业用地为主，其中 12.99 亿元的土地已经用于抵押，资产流动性和质量一般。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 46.63 亿元，同比增长 13.24%，其中短期有息债务占比为 58.01%，且 2019 年末流动比率和速动比率分别为 0.99 和 0.43，面临较大的短期偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,787,367.34	1,683,259.07	1,615,958.39
归属于母公司所有者权益	953,441.67	935,295.53	932,265.09
有息债务	466,293.08	411,782.39	355,418.28
资产负债率	45.51%	43.37%	41.20%
流动比率	0.99	1.29	1.12
速动比率	0.43	0.61	0.51
营业收入	279,826.67	268,407.64	268,004.14
净利润	10,431.24	7,642.79	10,105.91
综合毛利率	26.21%	24.14%	25.18%
总资产回报率	1.71%	1.37%	1.90%
EBITDA	59,829.30	45,444.07	51,511.53
EBITDA 利息保障倍数	3.39	3.37	2.93
经营活动现金流净额	18,571.52	26,197.13	34,486.82

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月12日发行5年期3.4亿元公司债券，募集资金用于偿还公司有息债务和补充流动资金。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8.51万元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本、主营业务、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2019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%。2019年3月26日宁夏回族自治区纪律检查委员会和监察委员会联合发布《宁夏农垦集团有限公司副总经理王宏涉嫌严重违纪违法接受纪律审查和监察调查》，公司副总经理王宏严重违法违纪，目前正接受纪律审查和监察调查；自2019年5月起，王宏不再担任公司副总经理职务。根据宁夏回族自治区人民政府文件宁政干发[2019]16号、中共宁夏回族自治区委员会文件宁党干字[2019]115号，金生平同志任公司党委书记、董事长，法定代表人变更为金生平，并于2019年11月29日完成工商变更。根据宁夏回族自治区人民政府文件宁政干发[2019]17号，徐军任公司总经理、宁晓波任公司副总经理。

2019年公司纳入财务报表合并范围的子公司无变化。

三、运营环境

2019年宁夏地区粮食种植面积和产量均有所下降，牛奶产量持续保持增长

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。

2019年宁夏全区粮食种植面积1,016.05万亩，比上年减少87.46万亩，其中2019年小麦、水稻、玉米、等种植面积均有所下降，油料、蔬菜、瓜果等种植面积均有所增加。2019年粮食总产量为373.15万吨，同比下降4.9%，其中小麦、水稻、玉米等产量均有所下降。

在稳定粮食作物种植面积的同时，近年宁夏回族自治区充分发挥资源优势，聚焦优

质粮食、草畜、蔬菜、枸杞、葡萄“1+4”特色产业，加快引黄灌区现代农业、中部干旱带节水农业、南部山区生态农业“三大示范区”建设。2019年宁夏回族自治区枸杞、蔬菜产量分别为10.20万吨、565.58万吨，分别同比增长4.4%和2.7%。

宁夏是全国重要的良种奶牛繁育、优质奶源、清真牛羊肉生产加工基地，近年牛奶产量保持增长。2019年宁夏回族自治区牛奶产量183.36万吨，同比增长9.0%；肉类总产量33.53万吨，同比减少1.8%，其中猪肉、牛肉、羊肉产量分别为7.82万吨、11.46万吨、10.41万吨。截至2019年末，宁夏全区生猪存栏73.37万头，下降0.5%；生猪出栏96.56万头，下降14.1%；肉牛存栏97.12万头，增长15.0%；肉牛出栏71.90万头，下降3.9%；羊存栏568.46万只，增长6.4%；羊出栏576.66万只，增长3.7%；奶牛存栏43.73万头，增长8.9%。

表1 2019年宁夏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	373.15	-4.9%
小麦	34.61	-16.8%
水稻	55.09	-17.2%
玉米	230.47	-1.8%
油料	7.62	4.5%
蔬菜	565.58	2.7%
瓜果	165.37	10.7%
枸杞	10.20	4.4%
葡萄	24.54	23.3%
肉类总产量	33.53	-1.8%
禽蛋	13.86	-3.6%
牛奶	183.36	9.0%
水产品	15.77	-10.9%

资料来源：宁夏回族自治区2019年国民经济和社会发展统计公报

宁夏地区居民收入水平偏低，区域房地产市场表现较好，去库存效果较为明显

宁夏回族自治区地处中国大西北的东部，是中国唯一的省级建制的回族自治区。截至2019年底，宁夏区域面积6.64万平方公里，常住人口694.66万人，较上年末增加6.55万人。近年宁夏地区经济持续增长，但经济总量较低，城镇居民收入水平偏低，2019年宁夏地区生产总值为3,748.48亿元，经济总量仅高于我国青海、西藏地区；当年宁夏人均GDP为5.42万元，为全国人均GDP的76.48%；城镇常住居民人均可支配收入34,328元，为全国城镇居民人均可支配收入的81.04%，区域居民收入水平偏低。

根据宁夏回族自治区2019年统计公报的数据，2019年全区房地产开发投资403.09

亿元，同比下降10.3%；商品房销售面积为1,009.55万平方米，较上年小幅下降；销售金额为573.90亿元，同比增长10.9%，房地产市场表现仍较好。截至2019年底，宁夏地区商品房待售面积为957.57万平方米，同比增加2.0%，其中住宅待售面积下降10.4%，房地产市场去库存成果较为显著。

表2 2019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	403.09	-10.3%
商品房销售面积	1,009.55	-1.7%
其中：住宅	887.35	-0.1%
商品房销售额	573.90	10.9%
其中：住宅	498.51	18.5%
商品房待售面积	957.57	2.0%
其中：住宅	344.51	-10.4%

资料来源：宁夏回族自治区2019年国民经济和社会发展统计公报

我国生鲜乳价格达到近年新高，但饲料成本的上涨使得奶牛养殖企业经营压力较大

我国生鲜乳价格自2014年大幅下降以来，一直在低位波动，但2018年下半年价格持续上涨，达到近年新高。2018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，最高达到3.63元/公斤，春节过后，生鲜乳价格又出现阶段性下滑。2019年以来进一步上涨，最高达到2020年1月15日的3.87元/公斤，为近五年来新高，之后受春节及疫情影响又呈现下落趋势。

图1 2019年我国主产区生鲜乳价格达到新高



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

相较于国际原奶价格，我国鲜奶价格仍偏高。近年新西兰恒天然原奶价格处在49.01-57.01新西兰元/100千克区间（按2019年末汇率换算约为人民币2.30-2.67元/千克），较国内奶价依然有较大优势。根据Wind资讯数据，2019年我国奶粉进口数量为

92.10万吨，同比增长14.92%；干乳制品进口数量为170.33万吨，同比增长5.94%。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。

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。近年豆粕价格波动较大，呈现出先跌后涨再跌的态势，最高达到3,611.30元/吨，之后价格迅速下降，2018年以来整体上呈现出波动上升的趋势；玉米价格呈现出小幅上涨的态势。考虑到奶牛饲料中的玉米和豆粕整体呈现上升的态势，一定程度上会增加奶牛养殖企业的生产成本。

图 2 2018 年以来玉米价格波动上涨



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 3 近年豆粕价格波动较大



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务仍由农业、商品销售、服务业、建筑及房地产开发等构成，其中商品销售包括葡萄酒销售以及农具销售等，以葡萄酒销售为主。2019年公司实现营业收入27.98亿元，其中农业收入占比为68.58%，依然为公司收入的主要来源；当年公司营业收入同比增长4.25%，主要系农业收入、建筑及房地产业务有所增加所致，但商品销售收入下降较多。2019年公司综合毛利率为26.12%，较上年上升2.07个百分点，主要是农业板块毛利率上升以及毛利率较高的建筑及房地产开发业务收入占比提升所致。公司其他业务收入主要是材料销售、租赁、劳务收入等。

表3 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
农业	191,911.27	19.52%	188,329.81	18.12%

商品销售	10,820.66	16.97%	23,317.38	14.87%
建筑及房地产开发	36,257.93	33.19%	19,745.66	35.37%
服务业	17,247.88	41.74%	16,683.50	45.91%
土地补偿	13,934.17	84.69%	12,121.49	85.61%
其他业务	9,654.77	31.16%	8,209.80	26.62%
合计	279,826.67	26.21%	268,407.64	24.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、种植业

2019年公司粮食作物种植面积和产量有所增加，种植业整体经营较为稳定，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，主要由下属14家农场经营，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2019年底公司粮食作物种植面积47.9万亩，当年粮食作物总产量37.27万吨，同比分别增加3.46%和12.44%，主要系玉米种植面积和产量增加所致。2019年公司种植业实现营业收入9.91亿元，同比减少6.88%，主要系水果、牧草等收入下降所致。

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，2019年两者种植面积占比分别为62.42%、34.24%，产量占比分别为70.72%、27.33%，其中玉米价格的上升，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，2019年公司新增高效节水灌溉2.29万亩。截至2019年底，公司农用机械总动力达330,323千瓦，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97%以上。

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。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，下游客户数量较大，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，下游客户定期向公司收购农作物，结算方式为现款现货。

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2019年底，公司拥有蔬菜标准化种植基地1.99万亩，枸杞种植基地面积为0.96万亩，所产黄瓜、茄子、“沙湖”大米、“碧宝”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。同时中证鹏元关注到公司农作物种植业务面临受当地气候影响出现产量波

动的风险。

表4 2018-2019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	2019年		2018年	
	种植面积	产量	种植面积	产量
粮食作物	47.9	372,703	46.3	331,473
其中：玉米	29.9	263,583	27.9	221,843
水稻	16.4	101,843	16.8	101,862
小麦	1.5	6,714	1.5	7,216
油料	0.8	1,620	1.0	2,147
蔬菜（含菜用瓜）	1.99	70,112	2.05	71,814
水果	-	56,759	-	50,105
其中：葡萄	-	33,971	-	33,207
枸杞	0.96	1,648	1.29	2,414
牧草	3.69	39,213	4.25	48,037

注：“-”表示数据公司未提供。

资料来源：公司提供

2、畜牧业

公司畜牧业经营较为稳定，牛、羊养殖规模有所增长，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“贺兰山奶业”）、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（以下简称“灵农畜牧”）等子公司负责，其中贺兰山奶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，主要以牛、羊活畜为主，灵农畜牧负责肉猪养殖育肥及其产品销售。

2019年，公司畜牧业经营较为稳定，其中家禽增加很快。截至2019年底，公司牛、羊、猪存栏量分别为7.30万头、7.93万只、2.38万头，其中牛、羊存栏量同比上升18.00%和3.11%。2019年公司肉类总产量为11,639吨，同比增加8.50%。2019年公司家禽出栏量为21,032百只，同比大幅增加，主要系银川林场实现规模化养鸡场增加出栏量11,505百只所致。2019年公司牛、羊类销售收入1.58亿元，同比增加28.53%；猪肉类销售收入0.42亿元，同比增加17.72%。

表5 2018-2019年公司畜牧业经营情况

项目	2019年	2018年
年末牛存栏（头）	73,019	61,882
年末羊存栏（只）	79,260	76,866

猪年末存栏（头）	23,754	31,188
其中：能繁母猪（头）	2,652	3,444
当年牲畜出栏		-
其中：牛出栏（头）	21,582	25,963
羊只出栏（只）	52,677	57,356
生猪出栏（头）	44,345	50,960
家禽出栏（百只）	21,032	9,858
肉类总产量（吨）	11,639	10,727
其中：猪肉产量（吨）	2,853	3,452
牛肉产量（吨）	4,494	4,764
羊肉产量（吨）	828	919
禽肉产量（吨）	3,452	1,583

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

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七个国有农场。

截至2019年底，公司奶牛存栏数为5.23万头，同比增长22.20%，其中泌乳牛存栏数为2.63万头，泌乳牛占比达到50.29%。受益奶牛数量的增长，2019年公司鲜奶产量25.52万吨，同比增长17.44%，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，其中对伊利的销售收入占比最高，2019年高达84.94%。2019年贺兰山奶业与内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部签订了《奶源发展战略合作协议》，自2020年1月1日起，贺兰山奶业将与伊利现有合作牧场生产符合伊利认可的质量标准要求的生鲜乳全部销售给伊利，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，每月末结算上月奶款。2019年公司鲜奶销售24.63万吨，实现鲜奶销售收入9.58亿元，较上年均有所增长；鲜奶平均售价为3.89元/公斤，较上年有所增长。

表6 2018-2019年公司奶牛养殖业经营情况

项目	2019年	2018年
奶牛存栏（万头）	5.23	4.28
其中：泌乳牛存栏（万头）	2.63	2.17
鲜奶产量（万吨）	25.52	21.73
鲜奶销量（万吨）	24.63	20.92

鲜奶销售收入（亿元）	9.58	7.83
------------	------	------

资料来源：公司提供

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。截至2019年末，公司在建的灵武市白土岗乡奶牛养殖基地项目计划投资3.8亿元，2019年底已投资2.5亿元，随着项目投产后，公司奶牛养殖规模将进一步增长。

3、旅游服务业

受加大宣传力度影响，2019年公司沙湖旅游景区客流量和旅游收入有所增加，但需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面影响

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50元/人次，淡季40元/人次，船票价格为：大船直线70元/人次，快艇直线150元/人次，快艇鸟岛线200元/人次，摇橹船鸟岛线130元/人次。景区客流量方面，2019年沙湖景区加大宣传力度，全年共接待游客人数91.22万人次，同比增加7.00%，公司景区收入为16,025.68万元，同比增加8.59%。但需关注新冠疫情对公司旅游业务带来的负面影响。

表7 2018-2019年沙湖旅游景区客流量和分业务营业收入情况

项目	2019年	2018年
景区客流量（万人次）	91.22	85.25
主营业务收入（万元）	16,025.68	14,758.70
其中：旅游业务（万元）	13,454.68	12,376.62
餐饮住宿（万元）	2,571.00	2,382.08

资料来源：公司提供

4、建筑及房地产开发

2019年公司房地产销售面积和销售收入均大幅增加，但个别项目销售去化较为缓慢，面临一定的去库存压力

公司的建筑及房地产开发收入主要来源于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。2019年末，公司在售房地产住宅项目有家林苑、金阳花园B区、金地花园A、D区和金地花园B区，均位于银川市。2019年公司房地产销售面积合计8.31万平方米，销售金额合计4.45亿元，销售金额同比有所增加主要系金地花园B区销售单价相对较高所致。毛利率方面，2019年公司建筑及房地产开发业务毛利率有所下滑主要是结转项目售价较低所致。

家林苑、金阳花园B区、金地花园A、D区、金地花园C区和金地花园B区分别于2014年7月、2013年12月、2014年9月、2018年6月和2019年取得销售许可证，可售面积分别为14.07万平方米、16.37万平方米、14.98万平方米、4.52万平方米和12.88万平方米；截至2019年末，待售面积占比分别是7.89%、56.69%、4.14%、0.00%和73.21%，其中金地花园A、D区、金地花园C区和家林苑销售较好，但金阳花园B区以及金地花园大厦销售进度仍较为缓慢，面临一定的去库存压力，其中金阳花园B区去化较慢主要系项目地理位置较为一般。

表8 2018-2019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	2019年			2018年		
	面积	金额	均价	面积	金额	均价
金地花园A、D区	0.35	2,162	6,177.14	1.53	6,673.04	4,361.46
金阳花园B区	0.06	185	2,936.51	0.24	699.42	2,914.25
家林苑	3.52	11,253	3,196.88	5.44	16,175.50	2,973.44
金地花园C区	0.93	5,390	5,795.70	3.59	19,932.00	5,552.09
金地花园B区	3.45	25,540	7,402.90	0.00	0.00	0.00
合计	8.31	44,530	5,358.60	10.80	43,479.96	4,025.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 2019年末公司房地产住宅及商业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
金地花园A、D区	14.98	14.36	0.62	71,262	65,406.83
金阳花园B区	16.37	7.09	9.28	18,935	17,195.69
家林苑	14.07	12.96	1.11	39,522	31,798.99
金地花园C区	4.52	4.52	0.00	25,322	0.00
金地花园B区	12.88	3.45	9.43	25,540	0.00
金地花园大厦	9.83	0.14	9.69	1,112	1,112.00
合计	72.65	42.52	30.13	181,693	115,513.51

资料来源：公司提供

表10 2019年末公司房地产项目资金回笼情况（单位：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	70,346	65,406.83
金阳花园B区	43,535	43,535	22,793	17,195.69

家林苑	48,369	48,369	37,498	31,798.99
金地花园 C 区	23,000	13,300	24,995	0.00
金地花园 B 区	65,337	21,922	20,530	0.00
合计	298,594	245,479	176,162	114,402

资料来源：公司提供

2019年末公司在建项目为金地花园大厦、金地花园C区和金地花园B区，三个项目计划总投资13.43亿元，截至2019年末已投资7.90亿元，规划建筑面积合计29.31万平方米，其中金地花园大厦公司准备部分自持，部分对外销售。公司拟建项目为铁发新村，预计总投资2.75亿元，规划建筑面积7.55万平方米，土地储备较少。

表11 2019年末公司在建、拟建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	计划总投资	已投资	规划建筑面积	项目进度
金地花园大厦	写字楼	4.60	4.37	7.10	未竣工
金地花园 C 区	住宅	2.30	1.33	6.54	未竣工
金地花园 B 区	住宅	6.53	2.20	15.67	未竣工
铁发新村	住宅	2.75	0.00	7.55	拟建
合计		16.18	7.90	36.86	

资料来源：公司提供

5、葡萄酒业

2019年公司葡萄酒销售量和销售收入均持续下降，且葡萄酒原酒库存较大，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“恒生酒业”）经营，恒生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。2019年恒生酒业生产葡萄酒成品酒为829.5吨，同比大幅下降，主要是受销售不畅、库存较高影响所致，且产能利用率不高。受销售表现较差，2019年原酒库存又上升至3.33万吨，原酒库存依然处于高位，面临一定去库存压力。

表12 2018-2019年西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况（单位：吨）

项目	2019年	2018年
年生产量	1,663.6	4,103.4
其中：原酒	834.1	1,893.2
成品酒	829.5	2,210.2
年末库存量	34,089.6	32,218.2
其中：原酒	33,334.6	31,214.4

成品酒

755.0

1,003.8

资料来源：公司提供

销售方面，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，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，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年西夏王酒业成品葡萄酒销量和销售收入分别为667.4吨和2,846.8万元，同比均大幅下降，主要受红酒市场总体销量下滑以及公司品牌影响力较弱影响所致。公司生产的葡萄酒以低档酒为主，主要针对大众消费群体，2019年低档酒销量占比为84.61%。

表13 2018-2019年西夏王酒业成品葡萄酒销量及收入情况（单位：吨、万元）

葡萄酒种类	2019年		2018年	
	销量	销售收入	销量	销售收入
高档酒	43.2	797.9	89	973
中档酒	59.5	389.8	565	1,632
低档酒	564.7	1,659.1	1,118	2,802
定制酒	-	-	122	280
合计	667.4	2,846.8	1,893	5,687

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；2019年公司实现土地补偿收入1.39亿元，同比增加14.95%，近年收入规模存在一定波动，且该业务未来收入规模具有一定不确定性。

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仍较大

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。

公司作为宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会下属的国有独资公司，近年来宁夏自治区政府多次出文解决公司发展改革中面临的有关问题。首先，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，宁夏回

族自治区支持农垦发展资金扶持政策，不断深化农垦企业改革发展，在农垦系统布局建设现代农业科技创新示范区以及对公司所属企业所得税的地方留成部分的执行减免政策。2020年1月，宁夏回族自治区人民政府发文支持公司深化改革，鼓励农业龙头企业兼并重组、上市融资，打造大型农业企业集团。

在国家层面上，2018年中共中央、国务院发布《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》，提出要发展壮大农垦国有农业经济，培育一批具有国际竞争力的农垦企业集团。

表14 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	宁夏回族自治区办公厅	健全法人治理，推进优势产业公司股份制改造；农垦集团对所属土地实行集中统一管理，加强农垦土地权益保护；全面落实支持农垦改革发展政策，加大财政金融支持力度
关于解决农垦改革发展相关问题意见任务分工方案的通知	宁政办发【2017】200号	宁夏回族自治区办公厅	加快社会职能移交，妥善解决职工养老保险，加快土地确权颁证，积极支持农垦享受国家房改政策，全力盘活农垦资产，大力支持农垦产业发展，不断深化企业改革发展
关于印发宁夏现代农业科技创新示范区建设总体方案（2018-2022年）的通知	宁政办发【2017】220号	宁夏回族自治区办公厅	在县（市、区）和宁夏农垦系统布局建设自治区农业科技示范展示区 20 个左右，构建“国家农业高新技术产业示范区—国家农业科技园区—自治区农业科技示范展示区”三级农业科技园区体系
乡村振兴战略规划（2018-2022年）	-	中共中央、国务院	发展壮大农垦国有农业经济，培育一批具有国际竞争力的农垦企业集团
关于推进农业高质量发展促进乡村产业振兴的实施意见	宁政发【2020】1号	宁夏回族自治区人民政府	培育壮大农业产业化龙头企业，支持龙头企业技术改造升级。深化农投、农垦等国有企业改革，鼓励农业龙头企业兼并重组、上市融资，打造大型农业企业集团

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

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2018-2019年审计报告，会计报表按照新会计准则编制。

资产结构与质量

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，且土地主要

以农业用地为主，存货面临一定跌价风险，资产流动性及质量一般

随着经营积累以及对外融资规模增加，公司资产规模持续增长，2019年末为178.74亿元，同比增加1.47%。从构成来看，公司资产以非流动资产为主，2019年末其占比为73.05%。

公司货币资金主要是银行存款，2019年末为14.19亿元，其中1.56亿元其他货币资金受限，主要为进口奶牛履约保证金和按揭贷款保证金。

应收账款主要是应收宁夏伊利乳业有限责任公司、银川市西夏区征地拆迁安置办公室、宁夏建宁纺织品商贸等单位及个人的账款，其中1年以上占比为44.66%，应收账款账龄较长；近年应收账款规模有所波动，主要系根据账期计提坏账准备波动所致。

存货主要是库存商品、原材料、开发产品和开发成本等，其中库存商品主要是公司拥有的活畜、成品葡萄酒等，原材料主要是青储和原酒，开发产品主要是西夏苑房地产公司已建成的房产，开发成本主要是西夏苑房地产公司在建房产项目。2019年末公司存货账面价值为27.15亿元，已计提跌价准备0.02亿元，中证鹏元注意到，公司个别房地产项目和葡萄酒销售较为缓慢，面临一定去库存压力，未来若相关产品价格下降，面临一定存货跌价风险。

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，截至2019年末，公司固定资产账面价值为22.46亿元，同比增加3.68%，主要系在建工程完工转入固定资产所致。在建工程主要是农田基本建设工程、农场基建、生物性资产工程及设施、葡萄园及酒庄等基础设施建设的建设工程，随着公司对农田基本建设工程以及其他项目投入的增加，在建工程规模持续增长。生产性生物资产主要为奶牛和葡萄树，采用成本模式计量，随着奶牛存栏数持续增长，2019年生产性生物资产规模保持增长。

无形资产主要是农业用地等土地使用权，2019年末账面价值76.49亿元，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；截至2019年末，上述土地中账面价值12.99亿元、占比17.08%的土地使用权已经用于抵押，使用权受限；根据宁夏回族自治区农垦事业管理局“宁垦政发【2010】118号”文件，宁夏回族自治区人民政府作价出资的土地使用权可长期使用，到期前不进行价值摊销。

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12.99亿元、占比17.08%的土地已经用于抵押，且公司土地主要以农业用地和工业用地为主，资产流动性一般。另外，公司个别房地产项目和葡萄酒面临一定去库存压力，未来若相关产品价格下降，面临一定存货跌价风险，资产质量一般。

表15 2018-2019年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

	金额	比重	金额	比重
货币资金	141,887.80	7.94%	144,712.18	8.60%
应收账款	38,707.73	2.17%	38,875.07	2.31%
存货	271,457.84	15.19%	239,909.37	14.25%
流动资产合计	481,769.46	26.95%	454,621.02	27.01%
固定资产	224,577.43	12.56%	216,603.67	12.87%
在建工程	189,662.82	10.61%	134,097.07	7.97%
生产性生物资产	94,787.70	5.30%	83,675.95	4.97%
无形资产	764,902.18	42.79%	764,534.36	45.42%
非流动资产合计	1,305,597.88	73.05%	1,228,638.05	72.99%
资产总计	1,787,367.34	100.00%	1,683,259.07	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司经营较为稳定，营业收入保持小幅增长，但期间费用率较高，盈利能力较弱，投资收益是营业利润的有益补充

公司经营范围涉及农业、商品销售、服务业、建筑及房地产开发等，范围较广且经营较为稳定，2019年实现营业收入27.98亿元，同比增长4.25%。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为26.12%，较上年上升2.07个百分点，主要是农业板块毛利率上升以及毛利率较高的建筑及房地产开发业务收入占比提升所致。

公司管理费用及财务费用规模较大，期间费用率较高，进而削弱了公司的利润水平，总资产回报率和净资产收益率较低，盈利能力较弱。2019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4,275.93万元，占营业利润的比重为21.16%，投资收益是营业利润的有益补充。

表16 2018-2019 年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	279,826.67	268,407.64
营业利润	20,204.79	12,254.73
其中：投资收益	4,275.93	3,662.30
利润总额	13,842.94	9,695.12
净利润	10,431.24	7,642.79
综合毛利率	26.21%	24.14%
期间费用率	21.50%	21.49%
总资产回报率	1.71%	1.37%
净资产收益率	1.08%	0.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但仍存在一定投资压力，未来仍存在一定筹资压力

公司经营获现能力较强，2019年公司FFO为5.90亿元，较上年有所增加。2019年公司存货规模的增加，加之支付工程款等款项较多，使得当年营运资本增加4.04亿元，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1.86亿元，表现较好。

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2019年公司投资农田基本建设工程、沙湖景区建设等项目支付的现金较多，使得当年投资活动现金净流出6.95亿元。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，2019年筹资活动产生现金净流入3.25亿元，主要系新增银行借款较多所致。截至2019年底，公司在建及拟建房地产项目尚需投资8.28亿元，存在一定的资金支出压力，未来仍存一定的筹资压力。

表17 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	10,431.24	7,642.79
非付现费用	32,325.34	22,787.09
非经营损益	16,238.88	13,897.93
FFO	58,995.46	44,327.80
营运资本变化	-40,423.95	-18,130.66
其中：存货的减少	-31,623.82	-969.27
经营性应收项目的减少（减：增加）	-102,979.73	57,698.78
经营性应付项目的增加（减：减少）	94,179.60	-74,860.17
经营活动产生的现金流量净额	18,571.52	26,197.13
投资活动产生的现金流量净额	-69,477.97	-53,018.55
筹资活动产生的现金流量净额	32,469.92	40,955.72
现金及现金等价物净增加额	-18,436.53	14,135.78

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模持续增加，且短期有息债务规模较大，仍然面临较大的短期偿债压力

随着公司经营的积累以及结转专项资金增加资本公积，2019年公司所有者权益有所增加，2019年底达到97.39亿元，同比增长2.17%；截至2019年末，公司负债总额为81.34亿元，同比增加11.43%，主要系公司奶业发展规模扩大对外融资规模的增加所致；受此影响，2019年末公司产权比率上升至83.52%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表18 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	813,421.45	730,007.72
所有者权益	973,945.89	953,251.35
产权比率	83.52%	76.58%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司负债以流动负债为主，占比为59.69%，占比较上年末提高，主要系2019年短期借款大幅增加以及长期借款重分类一年内到期非流动负债所致。公司短期借款均为银行借款，其中以信用借款为主，占比达64.72%，2019年末短期借款为21.05亿元，同比增加34.27%，主要系信用借款大幅增加所致。公司应付账款主要是应付的工程款、货款等，2019年末其余额为6.33亿元。

公司其他应付款主要是与其他单位往来款等，截至2019年末，公司其他应付款余额为8.84亿元，同比大幅增加76.23%，主要系往来款大幅增加所致。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和长期应付款，其中长期应付款系公司与招银金融租赁有限公司签订了《融资租赁合同》，取得售后回租本金50,000.00万元，期限自2018年10月26日至2023年10月26日，其中一年内到期的金额为16,885.86万元。

截至2019年末，公司长期借款余额为15.67亿元，主要是公司从亚洲开发银行获得的宁夏生态与农业综合开发等项目借款（逐年偿还，利率在1.25%左右）以及从农业发展银行、宁夏银行、国家开发银行获得抵押借款（利率在4.345%-5.243%之间），抵押物为公司土地。

公司应付债券为应付本期债券，2019年末其余额为3.40亿元，票面利率为5.80%。2019年末长期应付款余额为11.43亿元，同比减少31.97%，主要系部分融资租赁款重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期应付款中专项应付款余额为10.96亿元，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，无偿付压力。

表19 2018-2019年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	210,498.76	25.88%	156,770.00	21.48%
应付账款	63,279.23	7.78%	78,822.15	10.80%
其他应付款	88,419.33	10.87%	50,172.36	6.87%
一年内到期的非流动负债	55,395.86	6.81%	18,565.41	2.54%
流动负债合计	485,515.23	59.69%	352,550.93	48.29%
长期借款	156,663.57	19.26%	166,412.39	22.80%
应付债券	34,000.00	4.18%	34,000.00	4.66%

长期应付款	114,313.86	14.05%	168,035.78	23.02%
非流动负债合计	327,906.21	40.31%	377,456.80	51.71%
负债合计	813,421.45	100.00%	730,007.72	100.00%
其中：有息债务	466,293.08	57.32%	411,782.39	56.41%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中有息部分组成。截至2019年末，公司有息债务余额为46.63亿元，同比增长13.24%，其中短期有息债务27.09亿元，占比为58.10%。

从主要偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为45.51%，较上年上升了2.14个百分点。2019年末流动比率和速动比率分别为0.99和0.43，表现较差，面临较大的短期偿债压力。2019年公司EBITDA为59,829.30万元，较上年有所上升；2019年公司EBITDA利息保障倍数为3.39，较2018年有所提高，主要系利润总额大幅增加所致。

表20 2018-2019 年公司偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	45.51%	43.37%
流动比率	0.99	1.29
速动比率	0.43	0.61
EBITDA（万元）	59,829.30	45,444.07
EBITDA 利息保障倍数	3.39	3.37
有息债务/EBITDA	7.79	9.06

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年6月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至本报告出具日，公司被银川市中级人民法院纳入被执行人名单，执行标的为10.17万元。

公司与宁夏铁路多元发展集团地产置业有限公司（以下简称“铁发公司”）关于建设

用地使用权转让的合同纠纷，铁发公司起诉请求：（1）解除双方签订的《土地使用权转让合同》及《补充协议》；（2）判令公司向铁发公司返还已经支付的合同价款14,298,744元及利息11,530,507元、赔偿因公司违约行为给铁发公司造成的各项损失共计176,271,715元、公司逾期交付净地的违约金1,463,835元，以上合计202,100,966元；（3）本案诉讼费用由公司承担。公司提出如下反诉请求：1、判令解除双方签订的《土地使用权转让合同》及《补充协议》；2、判令铁发公司将登记至其名下的银国用（2014）第14737号面积88750.12平方米国有土地使用权证恢复变更至公司名下；3、判令铁发公司将50.32亩土地置换取得的位于西夏区兴洲路以东、包兰铁路以西、贺兰山路以北区域的25.16亩土地返还给公司，不能返还的赔偿公司损失38,914,327.90元；4、判令铁发公司返还减少土地面积74.96亩，不能返还的赔偿公司土地面积减少74.96亩的损失57,969,356.51元；5、本案反诉费由铁发公司承担。目前该案正在审理中，尚未作出判决。

根据公司提供的说明文件，截至2020年4月末，公司及其子公司共有4项金额在1,000万元以上的重大未决诉讼，诉讼金额合计为31,829.49万元，占2019年末净资产的比重为3.27%，存在一定的或有负债风险。

表21 截至2020年4月末公司重大未决诉讼（单位：万元）

纠纷方	事项	诉讼金额	最新进展
宁夏金马产业发展有限公司	合同纠纷	1,655.27	二审尚未开庭审理
宁夏张盟农牧开发有限公司	枣树补偿纠纷	8,304.74	发回重审待判决
宁夏铁路多元发展集团地产置业有限公司	土地转入合同纠纷	20,210.10	已开庭尚未判决
金昌市佰亿置业有限公司	合同纠纷	1,659.39	上述尚未开庭审理
合计		31,829.49	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、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且经营较为稳定，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，营业收入持续保持增长，盈利获现较好。同时中证鹏元关注到公司金阳花园B区项目销售较为缓慢，葡萄酒原酒库存33,334.6吨，2019年成品葡萄酒销售仅为667.4吨，同比下降64.74%，个别房地产项目和葡萄酒原酒面临一定的去库存压力，存货存在一定的跌价风险，且公司资产以非流动为主，部分资产已经抵押，且土地主要以农业用地和工业用

地为主，资产流动性和质量一般，以及公司有息债务增长较快，且以短期有息债务为主，且2019年末流动比率和速动比率分别为0.99和0.43，面临较大的短期偿债压力等风险因素。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	141,887.80	144,712.18	130,576.41
存货	271,457.84	239,909.37	238,165.54
流动资产合计	481,769.46	454,621.02	437,587.47
固定资产	224,577.43	216,603.67	219,601.92
在建工程	189,662.82	134,097.07	92,833.83
无形资产	764,902.18	764,534.36	764,004.69
非流动资产合计	1,305,597.88	1,228,638.05	1,178,370.93
总资产	1,787,367.34	1,683,259.07	1,615,958.39
短期借款	210,498.76	156,770.00	41,920.00
应付账款	63,279.23	78,822.15	51,779.55
其他应付款	88,419.33	50,172.36	65,631.07
一年内到期的非流动负债	55,395.86	18,565.41	196,400.00
流动负债合计	485,515.23	352,550.93	389,936.23
长期借款	156,663.57	166,412.39	117,098.28
应付债券	34,000.00	34,000.00	0.00
长期应付款	114,313.86	168,035.78	153,249.47
非流动负债合计	327,906.21	377,456.80	275,770.52
总负债	813,421.45	730,007.72	665,706.75
有息债务	466,293.08	411,782.39	355,418.28
所有者权益	973,945.89	953,251.35	950,251.64
营业收入	279,826.67	268,407.64	268,004.14
营业利润	20,204.79	12,254.73	13,433.66
净利润	10,431.24	7,642.79	10,105.91
经营活动产生的现金流量净额	18,571.52	26,197.13	34,486.82
投资活动产生的现金流量净额	-69,477.97	-53,018.55	-10,866.52
筹资活动产生的现金流量净额	32,469.92	40,955.72	-4,786.68
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	26.21%	24.14%	25.18%
期间费用率	21.50%	21.49%	21.78%
总资产回报率	1.71%	1.37%	1.90%
资产负债率	45.51%	43.37%	41.20%
流动比率	0.99	1.29	1.12
速动比率	0.43	0.61	0.51
EBITDA（万元）	59,829.30	45,444.07	51,511.53

EBITDA 利息保障倍数	3.39	3.37	2.93
有息债务/EBITDA	7.79	9.06	6.90

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$
非付现费用	$\text{资产减值准备} + \text{固定资产折旧} + \text{油气资产折耗} + \text{生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产减少} + \text{递延所得税负债增加}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$

附录三 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。