



宁夏农垦集团有限公司公开发行2018年 公司债券（第一期）2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



宁夏农垦集团有限公司 公开发行2018年公司债券（第一期）2021年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次 | 上次 |
|--------|-----------|------------|
| 主体信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 债券信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级日期 | 2021-6-28 | 2020-06-24 |

评级观点

- 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月发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：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：公司业务较为多元化且农业整体经营较为稳定，奶业规模增长较快；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。

债券概况

债券简称：18宁农01

债券剩余规模：3.4亿元

债券到期日期：2023-12-12

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

未来展望

- 公司业务较为多元化且经营较稳定，预计能持续获得地方政府的支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021.3 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 193.50 | 188.92 | 178.74 | 168.33 |
| 归母所有者权益 | 96.13 | 96.51 | 95.34 | 93.53 |
| 总债务 | - | 51.93 | 46.63 | 41.18 |
| 营业收入 | 5.79 | 30.12 | 27.98 | 26.84 |
| 净利润 | -0.47 | 1.26 | 1.04 | 0.76 |
| 经营活动现金流净额 | -0.17 | 4.29 | 1.86 | 2.62 |
| 销售毛利率 | 17.63% | 22.92% | 26.21% | 24.14% |
| EBITDA 利润率 | - | 24.34% | 24.60% | 18.54% |
| 总资产回报率 | - | 1.99% | 1.71% | 1.37% |
| 资产负债率 | 49.16% | 47.67% | 45.51% | 43.37% |
| 净债务/EBITDA | - | 5.53 | 4.82 | 5.51 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 3.34 | 3.90 | 3.69 |
| 总债务/总资本 | 34.65% | 34.44% | 32.38% | 30.17% |
| FFO/净债务 | - | 10.39% | 13.24% | 10.28% |
| 速动比率 | 0.47 | 0.40 | 0.43 | 0.61 |
| 现金短期债务比 | - | 0.51 | 0.52 | 0.83 |

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：刘洁筠
liujy@cspengyuan.com

联系电话：0755-83026720

优势

- **公司业务较为多元化且农业整体经营较为稳定。**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，2020年实现营业收入30.12亿元，同比增长7.63%。
- **奶业规模增长较快。**2020年公司奶牛存栏数同比大幅增长，鲜奶产销情况良好；随着奶牛养殖基地项目建设完工，奶牛养殖规模有望进一步增长。

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。**2020年末，公司房地产待售面积为24.50万平方米，其中金阳花园B区等项目销售较为缓慢；葡萄酒原酒库存3.14万吨，依然处于高位，面临一定的去库存压力。2020年末公司存货账面价值29.00亿元，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，2020年末无形资产账面价值为76.67亿元，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2020年末，公司总债务增长至51.93亿元，短期有息债务占比较高，期末速动比率和现金短期债务比均较低，面临较大的短期偿债压力。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 宁夏农垦 | 海南省农垦投资控股集团有限公司 | 黑龙江北大荒农垦集团总公司 | 江苏省农垦集团有限公司 | 广西农垦集团有限责任公司 | 甘肃省农垦集团有限责任公司 | 云南农垦集团有限责任公司 |
|----------|--------|-----------------|---------------|-------------|--------------|---------------|--------------|
| 总资产 | 188.92 | 727.34 | 2,164.32 | 342.96 | 851.81 | 199.84 | 192.92 |
| 营业收入 | 30.12 | 236.59 | 1,391.91 | 144.26 | 167.27 | 66.15 | 300.90 |
| 净利润 | 1.26 | 2.82 | 8.98 | 26.33 | 4.63 | -6.44 | 1.09 |
| 销售毛利率（%） | 22.92 | 12.10 | 14.57 | 24.31 | 16.16 | 16.84 | 2.73 |
| 资产负债率（%） | 47.67 | 39.06 | 77.67 | 40.94 | 38.40 | 61.45 | 76.13 |

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2021V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月发行5年期3.4亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后用于偿还公司有息债务和补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8.57万元。

三、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化。截至2020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（以下简称“宁夏自治区国资委”），持股比例为100%，注册资本和实收资本均为51.56亿元。

根据宁夏回族自治区人民政府文件宁政干发[2021]2号，提名张戈为公司董事长并免去金生平董事长职务。根据公司第三届董事会第三十次会议决议，选举张戈同志为董事长。截至2021年3月末，公司法定代表人由金生平变更为张戈，并完成工商变更登记。

2020年，新纳入公司合并范围的子公司共7家，不再纳入公司合并范围的子公司共3家，变动情况如下表所示。2020年，公司增加对宁夏农垦牧业有限责任公司投资款1.61亿元，持股比例增加至80.50%。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 (%) | 主营业务 | 期末净资产 (万元) | 本期净利润 (万元) | 合并方式 |
|--------------------|----------|------|------------|------------|------|
| 银川恒生西夏王销售有限公司 | 37.20 | 酒类经营 | 98.47 | 48.47 | 投资 |
| 西夏王（宁波）酒业营销有限公司 | 41.50 | 酒类经营 | 240.75 | 1.75 | 投资 |
| 恒生西夏王（泉州）酒业贸易有限公司 | 49.00 | 酒类经营 | 167.79 | -32.21 | 投资 |
| 汉中恒生西夏王酒业营销有限公司 | 48.00 | 酒类经营 | 72.64 | -27.36 | 投资 |
| 鄂尔多斯市恒生西夏王酒业营销有限公司 | 49.00 | 酒类经营 | 88.72 | -11.28 | 投资 |
| 宁夏农垦牧业有限责任公司 | 80.50 | 农业 | 19,958.13 | -41.87 | 投资 |
| 宁夏农垦资产运营有限公司 | 100.00 | 资产运营 | 1,954.39 | -2.85 | 投资 |

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 (%) | 业务性质 | 不再纳入的原因 |
|---------------|----------|------|----------|
| 宁夏农垦晒谷农产品有限公司 | 100.00 | 农业 | 被子公司吸收合并 |

| | | |
|--------------|--------|----|
| 宁夏农垦沙湖米业有限公司 | 100.00 | 工业 |
| 宁夏农垦大武口建材厂 | 100.00 | 商业 |

资料来源：公司提供

四、运营环境

2020年宁夏地区粮食种植面积和产量回升，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。

2020年宁夏全区粮食种植面积1,018.75万亩，比上年增加2.70万亩。其中，小麦、水稻、油料、瓜果种植面积均有下滑，玉米、薯类、蔬菜和园林水果种植面积有所增长。2020年全区粮食总产量380.49万吨，比上年增产7.34万吨，增长2.0%；其中玉米、马铃薯产量增长，小麦和水稻产量有所下滑。

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。2020年宁夏回族自治区蔬菜、枸杞和油料产量分别为568.61万吨、9.80万吨和6.73万吨，其中枸杞和油料产量分别同比下滑4.0%和12.2%。

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。2020年宁夏回族自治区牛奶产量215.34万吨，同比增长17.4%；肉类总产量33.77万吨，同比增长0.7%，其中猪肉和羊肉产量有所增长，牛肉和禽肉产量呈现不同程度下滑。截至2020年末，宁夏全区生猪、肉牛、羊和奶牛存栏和出栏量均有增长，其中奶牛存栏量同比大幅增长31.2%。活家禽存栏和出栏量有所下滑。

表2 2020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 | 380.49 | 2.0 |
| 小麦 | 27.79 | -19.7 |
| 水稻 | 49.39 | -10.3 |
| 玉米 | 249.07 | 8.1 |
| 油料 | 6.73 | -12.2 |
| 蔬菜 | 568.61 | 0.5 |
| 瓜果 | 157.18 | -4.7 |
| 枸杞 | 9.80 | -4.0 |
| 肉类总产量 | 33.77 | 0.7 |

| | | |
|-----|--------|------|
| 禽蛋 | 13.86 | 0.0 |
| 牛奶 | 215.34 | 17.4 |
| 水产品 | 16.16 | 2.5 |

资料来源：宁夏回族自治区 2020 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

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2020年底，宁夏区域面积6.64万平方公里，常住人口720.27万人。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，2020年宁夏地区生产总值为3,920.55亿元，人均GDP为5.44万元，为全国人均GDP的75.13%；城镇常住居民人均可支配收入35,720元，为全国城镇居民人均可支配收入的81.49%，区域居民收入水平偏低。

根据宁夏回族自治区2020年统计公报的数据，2020年全区房地产开发投资433.27亿元，同比增长7.5%；商品房销售面积为1,095.49万平方米，同比增长8.5%；销售金额为698.39亿元，同比增长21.7%，房地产市场表现仍较好。截至2020年底，宁夏地区商品房待售面积为993.05万平方米，同比增加3.7%，其中住宅待售面积下降4.0%，住宅去库存有一定成效。

表3 2020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 | 433.27 | 7.5 |
| 商品房销售面积 | 1095.49 | 8.5 |
| 其中：住宅 | 971.87 | 9.5 |
| 商品房销售额 | 698.39 | 21.7 |
| 其中：住宅 | 626.26 | 25.6 |
| 商品房待售面积 | 993.05 | 3.7 |
| 其中：住宅 | 330.83 | -4.0 |

资料来源：宁夏回族自治区2020年国民经济和社会发展统计公报

我国生鲜乳价格创近年新高，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，2018年下半年价格持续上涨，在2019年上半年出现一定季节性回调，下半年继续增长。2020年一季度，在疫情影响下生鲜乳价格出现短期回落，5月之后终端消费需求上升，生鲜乳价格快速上涨，在2021年2月达到4.29元/公斤，为近五年新高。

图 1 2021 年我国主产区生鲜乳价格创新高


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48.65-57.31新西兰元/100千克区间（按2020年末汇率换算约为人民币2.28-2.69元/千克），较国内奶价依然有较大优势。根据Wind资讯数据，2020年我国奶粉进口数量为97.93万吨，同比增长6.34%；干乳制品进口数量为187.40万吨，同比增长10.02%。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，在2021年1月最高达到4,054.50元/吨，之后价格虽有短期回落仍处于高位；玉米价格持续上涨，2020年下半年涨幅较大。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 2020 下半年后玉米价格涨幅较大


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 3 近年豆粕价格持续波动


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、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。2020年公司实现营业收入

30.12亿元，其中农业收入占比为65.90%，依然为公司收入的主要来源；当年公司营业收入同比增长7.63%，主要系建筑及房地产开发业务、农业收入增长所致，同期商品销售收入、服务业和土地补偿收入呈现不同程度下滑。公司其他业务收入主要是材料销售、租赁、劳务收入等。2020年销售毛利率为22.92%，较上年下滑3.29个百分点，除商品销售业务外，各业务毛利率均有下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年 | | 2019年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 农业 | 198,478.27 | 18.88% | 191,911.27 | 19.52% |
| 商品销售 | 4,304.13 | 22.51% | 10,820.66 | 16.97% |
| 建筑及房地产开发 | 68,103.81 | 32.19% | 36,257.93 | 33.19% |
| 服务业 | 10,905.07 | 35.12% | 17,247.88 | 41.74% |
| 土地补偿 | 5,808.46 | 48.91% | 13,934.17 | 84.69% |
| 其他业务 | 13,569.77 | 14.66% | 9,654.77 | 31.16% |
| 合计 | 301,169.52 | 22.92% | 279,826.67 | 26.21% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

（一）种植业

2020年公司粮食作物产量有所增加，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2020年底公司粮食作物种植面积47.50万亩，同比小幅下滑0.84%；当年粮食作物总产量38.16万吨，同比增加2.37%，主要系玉米产量增加所致。

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，2020年两者种植面积占比分别为65.26%和31.79%，产量占比分别为73.17%和25.12%，水稻种植面积和产量有所下滑，主要系作物轮作所致。

农业生产方面，公司采用大规模的机械化农业生产方式，2020年新增高效节水灌溉1.43万亩；截至2020年底，公司农用机械总动力达321,637千瓦。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2020年底，公司拥有蔬菜标准化种植基地2.65万亩，枸杞种植基地面积略有下滑，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5 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 | 2020年 | | 2019年 | |
|----------|-------|---------|-------|---------|
| | 种植面积 | 产量 | 种植面积 | 产量 |
| 粮食作物 | 47.50 | 381,552 | 47.9 | 372,703 |
| 其中：玉米 | 31.0 | 279,200 | 29.9 | 263,583 |
| 水稻 | 15.10 | 95,846 | 16.4 | 101,843 |
| 小麦 | 1.30 | 6,056 | 1.5 | 6,714 |
| 油料 | 0.13 | 295 | 0.8 | 1,620 |
| 蔬菜（含菜用瓜） | 2.65 | 68,977 | 1.99 | 70,112 |
| 水果 | 7.90 | 31,151 | - | 56,759 |
| 其中：葡萄 | 5.30 | 21,863 | - | 33,971 |
| 枸杞 | 0.80 | 1,531 | 0.96 | 1,648 |
| 牧草 | 4.90 | 58,793 | 3.69 | 39,213 |

注：“-”表示数据公司未提供。

资料来源：公司提供

（二）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。

2020年公司畜牧业经营较为稳定。截至2020年底，公司牛、羊、猪存栏量分别为9.46万头、8.56万只和1.99万头，其中牛、羊存栏量同比上升29.53%和8.03%；2020年公司肉类总产量为10,231吨，同比下滑12.10%。猪存栏量、出栏量及猪肉产量均有下滑，主要系灵农畜牧投资建设的仔猪繁育场尚未投产，当期以存量销售为主所致，但疫情影响下出栏量同比下滑较大。2020年公司家禽出栏量为139.39万只，同比下滑33.72%，主要系疫情影响所致。2020年公司牛、羊类销售收入1.90亿元、猪肉类销售收入0.66亿元，同比均有提升。

表6 公司畜牧业经营情况

| 项目 | 2020年 | 2019年 |
|------------|--------|--------|
| 年末牛存栏（头） | 94,583 | 73,019 |
| 年末羊存栏（只） | 85,625 | 79,260 |
| 猪年末存栏（头） | 19,925 | 23,754 |
| 其中：能繁母猪（头） | 2,165 | 2,652 |
| 当年牲畜出栏 | | |
| 其中：牛出栏（头） | 32,430 | 21,582 |
| 羊只出栏（只） | 60,276 | 52,677 |
| 生猪出栏（头） | 23,550 | 44,345 |

| | | |
|------------|--------|--------|
| 家禽出栏（百只） | 13,939 | 21,032 |
| 肉类总产量（吨） | 10,231 | 11,639 |
| 其中：猪肉产量（吨） | 1,535 | 2,853 |
| 牛肉产量（吨） | 5,549 | 4,494 |
| 羊肉产量（吨） | 1,154 | 828 |
| 禽肉产量（吨） | 1,991 | 3,452 |

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，但饲料成本增长及国际低价奶源压缩奶牛养殖利润空间

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2020年底，公司奶牛存栏数为7万头，同比增长33.84%，主要系农场改扩建所致。其中泌乳牛存栏数为3.08万头，泌乳牛占比达到44.00%。受益奶牛数量的增长，2020年鲜奶产量30.36万吨，同比增长18.97%，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内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“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，2020年高达84.84%。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，战略合作期为10年，奶业销售较有保障。款项结算方面，公司鲜奶销售款一般按月结算，每月末结算上月奶款。2020年公司鲜奶销售29.26万吨，实现鲜奶销售收入11.96亿元，鲜奶平均售价为4.09元/公斤，较上年有所增长。

表7 公司奶牛养殖业经营情况

| 项目 | 2020年 | 2019年 |
|--------------|-------|-------|
| 奶牛存栏（万头） | 7.00 | 5.23 |
| 其中：泌乳牛存栏（万头） | 3.08 | 2.63 |
| 鲜奶产量（万吨） | 30.36 | 25.52 |
| 鲜奶销量（万吨） | 29.26 | 24.63 |
| 鲜奶销售收入（亿元） | 11.96 | 9.58 |

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2020年末，灵武市白土岗乡奶牛养殖基地项目已建设完工，该项目总投资3.8亿元，随着项目投

产后，公司奶牛养殖规模将进一步增长。

（三）旅游服务业

受疫情影响，2020年公司沙湖旅游景区客流量和旅游收入同比下滑较大

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。受疫情影响，2020年沙湖景区全年接待游客人数大幅下滑42.91%至52.08万人次，实现收入为1.01亿元，同比下滑36.89%。

表8 沙湖旅游景区客流量和分业务营业收入情况

| 项目 | 2020年 | 2019年 |
|-------------|-----------|-----------|
| 景区客流量（万人次） | 52.08 | 91.22 |
| 主营业务收入（万元） | 10,113.57 | 16,025.68 |
| 其中：旅游业务（万元） | 7,834.96 | 13,454.68 |
| 餐饮住宿（万元） | 2,278.61 | 2,571.00 |

资料来源：公司提供

（四）建筑及房地产开发

2020年公司房地产销售收入持续增长，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。截至2020年末，公司在售房地产住宅项目有金阳花园B区、金地花园A、D区和金地花园B区，均位于银川市。2020年公司房地产住宅项目销售面积合计7.59万平方米，销售金额合计4.67亿元，随着各项目售价上浮，销售金额同比有所增加。毛利率方面，2020年公司建筑及房地产开发业务毛利率略有下滑主要是当期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，截至2020年末，家林苑、金地花园C区住宅部分已基本销售完毕，金地花园A、D区待售面积占比仅为2.46%；但金阳花园B区、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，金地花园大厦为写字楼项目，去化难度较大，公司计划部分自持。

表9 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 | 2020年 | | | 2019年 | | |
|------------|-------------|---------------|-----------------|-------------|---------------|-----------------|
| | 面积 | 金额 | 均价 | 面积 | 金额 | 均价 |
| 金地花园 A、D 区 | 0.25 | 1,799 | 7,137.70 | 0.35 | 2,162 | 6,177.14 |
| 金阳花园 B 区 | 1.98 | 8,054 | 4,067.51 | 0.06 | 185 | 3,083.33 |
| 家林苑 | 1.11 | 3,820 | 3,441.37 | 3.52 | 11,253 | 3,196.88 |
| 金地花园 C 区 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.93 | 5,390 | 5,795.70 |
| 金地花园 B 区 | 4.25 | 33,032 | 7,772.22 | 3.45 | 25,540 | 7,402.90 |
| 合计 | 7.59 | 46,704 | 6,151.77 | 8.31 | 44,530 | 5,358.60 |

资料来源：公司提供

表10 2020 年末公司房地产住宅及商业项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称 | 可售面积 | 已售面积 | 待售面积 | 已售金额 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 金地花园 A、D 区 | 14.98 | 14.61 | 0.37 | 7.31 |
| 金阳花园 B 区 | 16.37 | 9.07 | 7.30 | 3.08 |
| 家林苑 | 16.03 | 14.07 | 1.96 | 4.13 |
| 金地花园 C 区 | 4.52 | 4.52 | 0.00 | 2.54 |
| 金地花园 B 区 | 12.88 | 7.70 | 5.18 | 5.86 |
| 金地花园大厦 | 9.83 | 0.14 | 9.69 | 0.11 |
| 合计 | 74.61 | 50.11 | 24.50 | 23.03 |

注：金地花园A、D区及金地花园C区可售面积未包括地下车位、地下储藏间及营业房面积；家林苑可售面积包括1.96万平方米未售公寓。

资料来源：公司提供

表11 2020 年公司房地产项目资金回笼情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 期末已投资 | 已回笼资金 | 2020 年结转收入 |
|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 金地花园 A、D 区 | 11.84 | 11.84 | 7.31 | 0.33 |
| 金阳花园 B 区 | 4.35 | 4.35 | 3.08 | 0.41 |
| 家林苑 | 4.84 | 4.84 | 4.13 | 0.90 |
| 金地花园 C 区 | 2.30 | 1.86 | 2.54 | 2.41 |
| 金地花园 B 区 | 6.53 | 3.98 | 5.86 | 0.00 |
| 金地花园大厦 | 4.60 | 4.60 | 0.11 | 0.00 |
| 合计 | 34.46 | 31.47 | 23.03 | 4.05 |

资料来源：公司提供

公司主要在建房地产项目包括金地花园C区和金地花园B区、拟建项目铁发新村及2020年新增的巴浪湖、金樾府和兴夏苑项目，新增项目前期投资以土地资金为主。截至2020年末，公司在建、拟建房地

产项目计划总投资17.86亿元，已投资8.42亿元，尚需投资9.44亿元，后续存在一定的建设资金支出压力。在建及拟建项目规划建筑面积合计42.38万平方米。2020年公司通过招拍挂和协议出让方式获得2宗土地，分别用于金樾府和巴浪湖项目。

表12 2020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 |
|-----------|-------|--------------|-------------|--------------|
| 金地花园 C 区 | 住宅 | 2.30 | 1.86 | 6.54 |
| 金地花园 B 区 | 住宅 | 6.53 | 3.98 | 15.67 |
| 铁发新村 | 住宅 | 2.75 | 0.00 | 7.55 |
| 巴浪湖 | 沿街商业 | 0.22 | 0.02 | 0.58 |
| 金樾府 | 住宅、商业 | 4.90 | 1.89 | 8.54 |
| 兴夏苑 | 商住、住宅 | 1.16 | 0.67 | 3.50 |
| 合计 | | 17.86 | 8.42 | 42.38 |

资料来源：公司提供

（五）葡萄酒业

2020年公司葡萄酒销售量和销售收入有所增长，但葡萄酒原酒库存仍高，产能利用率一般；土地补偿业务未来收入规模存在一定不确定性

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。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。2020年恒生西夏王酒业有限公司生产葡萄酒成品酒为758.1吨，产量有所增长但产能利用率不高。期末原酒库存量为3.14万吨，依然处于高位，面临一定去库存压力。

表13 恒生西夏王酒业葡萄酒产量和库存情况（单位：吨）

| 项目 | 2020 年 | 2019 年 |
|--------------|-----------------|-----------------|
| 年生产量 | 2,452.1 | 1,663.6 |
| 其中：原酒 | 1,694.0 | 834.1 |
| 成品酒 | 758.1 | 829.5 |
| 年末库存量 | 31,947.5 | 34,089.6 |
| 其中：原酒 | 31,352.5 | 33,334.6 |
| 成品酒 | 595.0 | 755.0 |

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。2020年西夏王酒业成品葡萄酒销量和销售收入分别为2,039.8吨和6,411.5万元，同比有所增长，新产品销售情况较好，去库存有一定成效。公司生产的葡萄酒以低档酒为主，主要针对大众消费群体，2020年低档酒销量占比为71.07%。

表14 西夏王酒业成品葡萄酒销量及收入情况（单位：吨、万元）

| | 2020年 | | 2019年 | |
|-----------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| | 销量 | 销售收入 | 销量 | 销售收入 |
| 高档酒 | 102.0 | 1,040.4 | 43.2 | 797.9 |
| 中档酒 | 387.6 | 1,957.4 | 59.5 | 389.8 |
| 低档酒 | 1,449.6 | 3,123.4 | 564.7 | 1,659.1 |
| 定制酒 | 100.6 | 290.3 | - | - |
| 合计 | 2,039.8 | 6,411.5 | 667.4 | 2,846.8 |

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；2020年土地补偿收入同比大幅下滑58.31%，近年收入规模存在一定波动，且该业务未来规模具有一定不确定性。

六、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2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，会计报表按照新会计准则编制。截至2020年末，公司合并范围内子公司共75家，较上期末新增7家，减少3家。

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，2020年末为188.92亿元，同比增加5.70%。从构成来看，公司资产以非流动资产为主，2020年末其占比为73.84%。

公司货币资金主要是银行存款，2020年末为12.22亿元，其中0.24亿元其他货币资金受限，为按揭贷款保证金、进口奶牛履约保证金和旅游质量保证金。

应收账款主要是应收宁夏伊利乳业有限责任公司、台州宁浙商贸有限公司、银川市西夏区征地拆迁安置办公室、宁夏蒙牛乳制品有限责任公司和银川市土地储备局等单位的账款，其中1年以上占比达58.2%以上，应收账款账龄较长。

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。2020年末公司存货账面价值为29.66亿元，已计提跌价准备0.03亿元，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2020年末，公司固定资产账面价值为31.96亿元，同比大幅增加42.79%，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，2020年完工转入固定资产及核销专项应付款的规模较大，期末在建工程下滑至12.71亿元。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，2020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、工业用地等土地使用权，2020年末账面价值76.47亿元，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，与上期末一致；截至2020年末，无形资产土地中账面价值12.99亿元、占比17.00%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12.99亿元的土地已用于抵押；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 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 14.14 | 7.31% | 12.22 | 6.47% | 14.19 | 7.94% |
| 应收账款 | 3.26 | 1.69% | 3.04 | 1.61% | 3.87 | 2.17% |
| 存货 | 29.00 | 14.99% | 29.66 | 15.70% | 27.15 | 15.19% |
| 流动资产合计 | 52.13 | 26.94% | 49.43 | 26.16% | 48.18 | 26.95% |
| 固定资产 | 31.96 | 16.52% | 32.07 | 16.97% | 22.46 | 12.56% |
| 在建工程 | 14.11 | 7.29% | 12.71 | 6.73% | 18.97 | 10.61% |
| 生产性生物资产 | 13.80 | 7.13% | 13.41 | 7.10% | 9.48 | 5.30% |
| 无形资产 | 76.47 | 39.52% | 76.47 | 40.48% | 76.49 | 42.79% |
| 非流动资产合计 | 141.37 | 73.06% | 139.49 | 73.84% | 130.56 | 73.05% |
| 资产总计 | 193.50 | 100.00% | 188.92 | 100.00% | 178.74 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

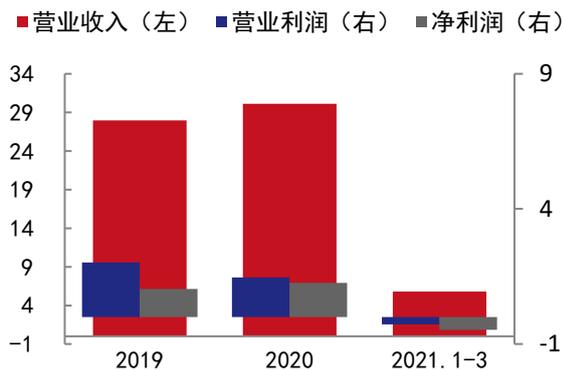
公司经营较为稳定，营业收入保持小幅增长，但毛利率有所下滑，期间费用率较高

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，

2020年实现营业收入30.12亿元，同比增长7.63%。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为22.92%，较上年下滑3.29个百分点。

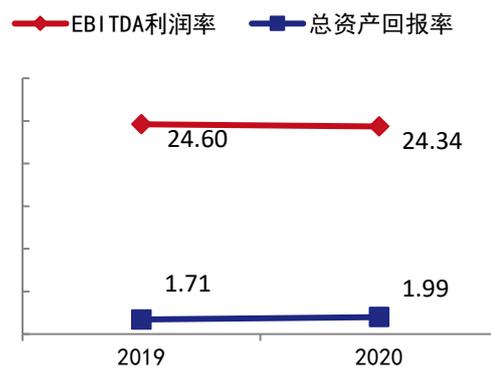
公司管理费用及财务费用规模较大，期间费用率较高，进而削弱了公司的利润水平，总资产回报率较低，盈利能力一般。2020年公司获得政府补助1.85亿元，通过投资理财产品、长期股权投资分红等方式获得投资收益0.43亿元，对营业利润形成有益补充。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



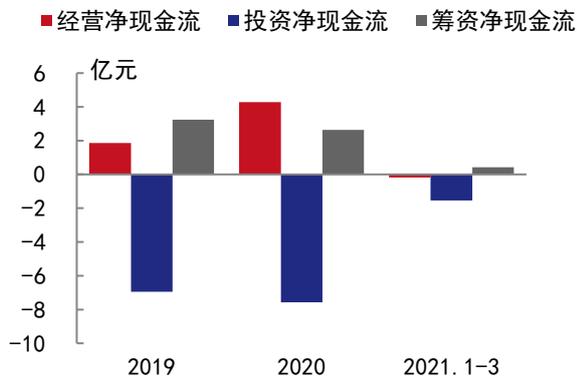
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

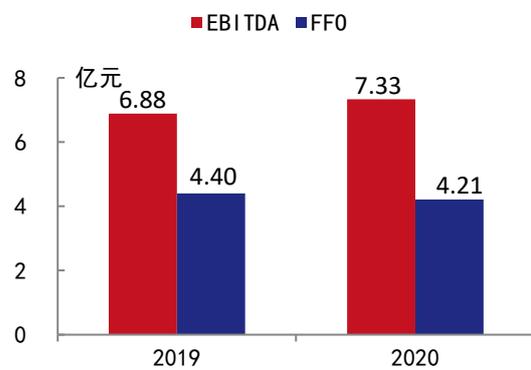
公司经营活动现金流表现较好，但未来仍存在一定筹资压力

公司经营获现能力较强，2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年有所增加，当期经营活动产生现金净流入4.29亿元，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2020年投资奶牛基地建设、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7.57亿元。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本息，2020年筹资活动产生现金净流入2.64亿元，主要系新增银行借款较多所致。考虑到公司在建及拟建房地产、农田农场建设等项目后续的资金支出，未来仍存在一定的筹资压力。

受营业利润下滑、政府补助增长和净利息支出增加的综合影响，2020年公司EBITDA有所增长，FFO出现一定下滑。

图 6 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

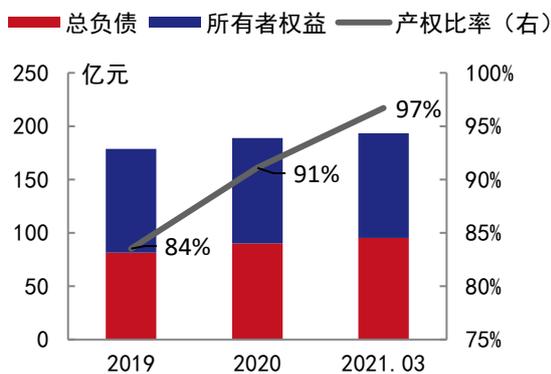
图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

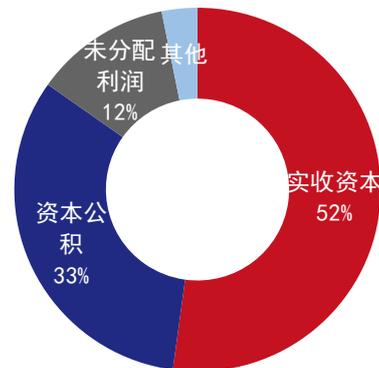
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增加，仍面临较大的短期偿债压力

随着经营的积累以及结转专项资金增加资本公积，2020 年公司所有者权益小幅增长至 98.86 亿元；截至 2020 年末，负债总额为 90.06 亿元，同比增加 10.71%，主要系奶业发展规模扩大，对外融资规模增加所致。受此影响，2020 年末产权比率上升至 91.09%，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

图 8 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司短期借款为 21.67 亿元，同比增加 2.96%。短期借款中保证借款比重大幅上升，期末保证借款和信用借款占比分别为 54.36% 和 39.27%。

应付账款主要是应付的工程款、货款等，2020 年末余额为 8.48 亿元，其中 2.10 亿元账龄在一年以上。

其他应付款主要是与其他单位往来款等，截至 2020 年末，公司其他应付款余额为 9.30 亿元（不含应付利息），同比增长 5.75%，主要系往来款增加所致。2020 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，其中长期应付款来自公司与招银金融租赁有限公司签订的《融资租赁

合同》，取得售后回租本金5亿元，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0.62亿元。

截至2020年末，公司长期借款余额为18.93亿元，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，抵押物为公司土地。2020年子公司宁夏沙湖旅游股份有限公司新增质押借款0.50亿元，以沙湖景区收费权质押。

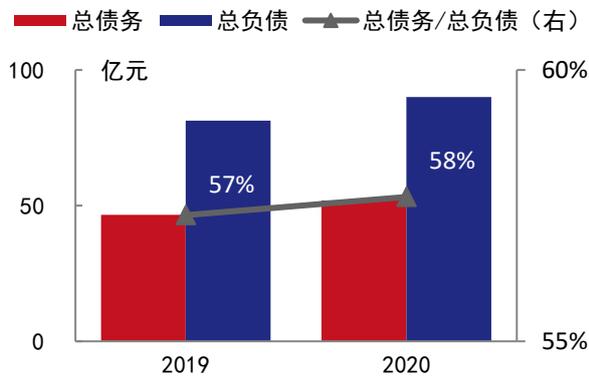
公司应付债券为应付本期债券及2020年发行的3年期中期票据，2020年末余额分别3.40亿元和5.00亿元，票面利率分别为5.80%和4.3%。公司长期应付款均为固定资产融资租赁款，规模较小；专项应付款主要是政府对水库移民及危房改造安置、农田基本建设等项目的建设拨款，无偿付压力。2020年末专项应付款余额为6.05亿元，同比下滑44.84%，主要系费用化项目完工核销专项资金所致。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

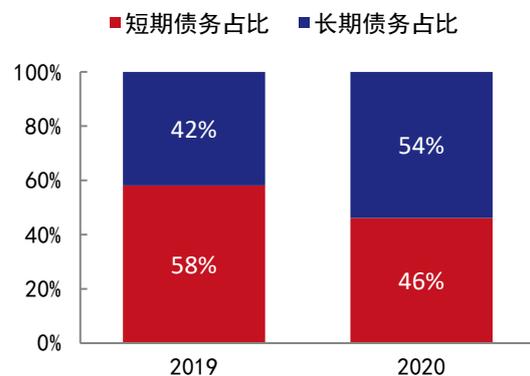
| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 21.37 | 22.46% | 21.67 | 24.07% | 21.05 | 25.88% |
| 应付账款 | 8.45 | 8.88% | 8.48 | 9.42% | 6.33 | 7.78% |
| 其他应付款 | 13.66 | 14.36% | 9.30 | 10.33% | 8.79 | 10.81% |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 0.00% | 2.10 | 2.34% | 5.54 | 6.81% |
| 流动负债合计 | 49.36 | 51.89% | 49.27 | 54.71% | 48.55 | 59.69% |
| 长期借款 | 22.22 | 23.36% | 18.93 | 21.02% | 15.67 | 19.26% |
| 应付债券 | 8.40 | 8.83% | 8.40 | 9.33% | 3.40 | 4.18% |
| 长期应付款 | 1.27 | 1.34% | 0.65 | 0.72% | 0.47 | 0.58% |
| 专项应付款 | 6.58 | 6.92% | 6.05 | 6.71% | 10.96 | 13.47% |
| 非流动负债合计 | 45.76 | 48.11% | 40.78 | 45.29% | 32.79 | 40.31% |
| 负债合计 | 95.13 | 100.00% | 90.06 | 100.00% | 81.34 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款、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2020年末，公司总债务余额为51.93亿元，其中短期有息债务占比约46%，规模较大。

图 10 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

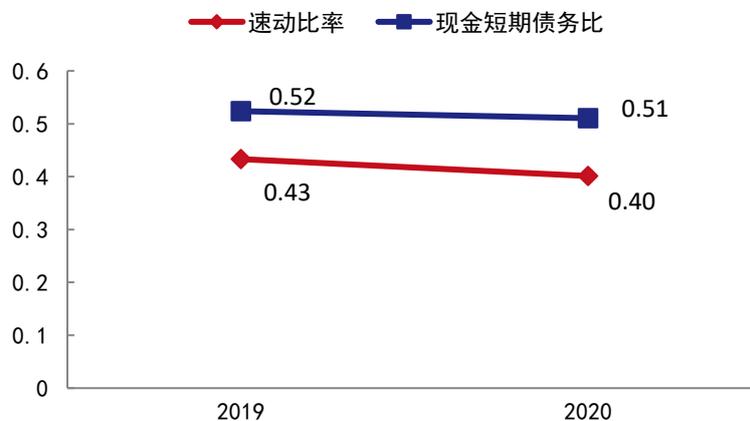
从主要偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率小幅增长至47.67%，净债务规模有所增长。2020年公司EBITDA利息保障倍数为3.34，经营收益对利息偿付的保障尚可。

表17 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 47.67% | 45.51% |
| 净债务/EBITDA | 5.53 | 4.82 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 3.34 | 3.90 |
| 总债务/总资本 | 34.44% | 32.38% |
| FFO/净债务 | 10.39% | 13.24% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，2020年末速动比率和现金短期债务比均出现小幅下滑，短期债务偿付压力较大。截至2020年末，公司获得银行授信额度合计80.59亿元，尚未使用的额度为40.94亿元，再融资弹性尚可。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月24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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

根据公司提供的说明文件，截至2021年5月末，公司及其子公司共有3项金额在1,000万元以上的重大未决诉讼，诉讼金额合计为3.03亿元，占2020年末净资产的比重为3.07%，存在一定的或有负债风险。

表18 截至 2021 年 5 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 |
|--------------------|----------|------------------|----------|
| 宁夏张盟农牧开发有限公司 | 枣树补偿纠纷 | 8,304.74 | 上诉尚未开庭审理 |
| 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 | 20,356.48 | 一审尚未判决 |
| 金昌市佰亿置业有限公司 | 合同纠纷 | 1,659.39 | 上诉尚未开庭审理 |
| 合计 | - | 30,320.61 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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：亿元） | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 14.14 | 12.22 | 14.19 | 14.47 |
| 存货 | 29.00 | 29.66 | 27.15 | 23.99 |
| 流动资产合计 | 52.13 | 49.43 | 48.18 | 45.46 |
| 固定资产 | 31.96 | 32.07 | 22.46 | 21.66 |
| 无形资产 | 76.47 | 76.47 | 76.49 | 76.45 |
| 非流动资产合计 | 141.37 | 139.49 | 130.56 | 122.86 |
| 资产总计 | 193.50 | 188.92 | 178.74 | 168.33 |
| 短期借款 | 21.37 | 21.67 | 21.05 | 15.68 |
| 其他应付款 | 13.66 | 9.30 | 8.79 | 4.96 |
| 一年内到期的非流动负债（不含应付利息） | 0.00 | 2.10 | 5.54 | 1.86 |
| 流动负债合计 | 49.36 | 49.27 | 48.55 | 35.26 |
| 长期借款 | 22.22 | 18.93 | 15.67 | 16.64 |
| 应付债券 | 8.40 | 8.40 | 3.40 | 3.40 |
| 长期应付款 | 1.27 | 0.65 | 0.47 | 3.60 |
| 非流动负债合计 | 45.76 | 40.78 | 32.79 | 37.75 |
| 负债合计 | 95.13 | 90.06 | 81.34 | 73.00 |
| 总债务 | - | 51.93 | 46.63 | 41.18 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 96.13 | 96.51 | 95.34 | 93.53 |
| 营业收入 | 5.79 | 30.12 | 27.98 | 26.84 |
| 净利润 | -0.47 | 1.26 | 1.04 | 0.76 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.17 | 4.29 | 1.86 | 2.62 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.54 | -7.57 | -6.95 | -5.30 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.42 | 2.64 | 3.25 | 4.10 |
| 财务指标 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
| 销售毛利率 | 17.63% | 22.92% | 26.21% | 24.14% |
| EBITDA 利润率 | - | 24.34% | 24.60% | 18.54% |
| 总资产回报率 | - | 1.99% | 1.71% | 1.37% |
| 产权比率 | 96.70% | 91.09% | 83.52% | 76.58% |
| 资产负债率 | 49.16% | 47.67% | 45.51% | 43.37% |
| 净债务/EBITDA | - | 5.53 | 4.82 | 5.51 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 3.34 | 3.90 | 3.69 |
| 总债务/总资本 | - | 34.44% | 32.38% | 30.17% |
| FFO/净债务 | - | 10.39% | 13.24% | 10.28% |
| 速动比率 | 0.47 | 0.40 | 0.43 | 0.61 |
| 现金短期债务比 | - | 0.51 | 0.52 | 0.83 |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 序号 | 子公司名称 | 业务性质 | 持股比例 (%) | 取得方式 |
|----|-------------------------|------|----------|------|
| 1 | 宁夏农垦贺兰山农牧场 (有限公司) | 农业 | 100 | 投资 |
| 2 | 宁夏农垦西夏王实业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 3 | 宁夏农垦前进农场有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 4 | 宁夏西夏苑房地产开发有限公司 | 房地产 | 100 | 投资 |
| 5 | 宁夏农垦建设有限公司 | 工业 | 100 | 投资 |
| 6 | 宁夏农垦贺兰山奶业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 7 | 宁夏农垦玉泉国际酒庄有限公司 | 商业 | 100 | 投资 |
| 8 | 宁夏农垦平吉堡生态庄园有限公司 | 餐饮 | 100 | 投资 |
| 9 | 宁夏农垦勘测设计院 (有限公司) | 服务业 | 66.67 | 投资 |
| 10 | 宁夏沙湖旅游股份有限公司 | 旅游业 | 52.56 | 投资 |
| 11 | 宁夏农垦灵农畜牧有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 12 | 宁夏农垦贺兰山种业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 13 | 宁夏农垦茂盛产业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 14 | 宁夏农垦田野农资有限公司 | 农业 | 41 | 投资 |
| 15 | 宁夏农垦物资有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 16 | 宁夏农垦南梁农场有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 17 | 宁夏农垦贺兰山生物肥料有限责任公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 18 | 宁夏农垦沙湖生态渔业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 19 | 宁夏农垦贺兰山牛羊产业 (集团) 有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 20 | 宁夏农垦鲁宁小尾寒羊种羊繁育中心 (有限公司) | 农业 | 100 | 投资 |
| 21 | 宁夏农垦连湖农场有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 22 | 宁夏西夏王葡萄酒业有限公司 | 工业 | 100 | 投资 |
| 23 | 宁夏恒生西夏王酒业有限公司 | 工业 | 100 | 投资 |
| 24 | 宁夏回族自治区国营灵武农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 25 | 宁夏回族自治区国营平吉堡奶牛场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 26 | 宁夏回族自治区国营黄羊滩农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 27 | 宁夏回族自治区国营玉泉营农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 28 | 宁夏回族自治区国营巴浪湖农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 29 | 宁夏回族自治区国营长山头机械化农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 30 | 宁夏回族自治区国营渠口农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 31 | 宁夏回族自治区国营连湖农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 32 | 宁夏回族自治区国营前进农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 33 | 宁夏农垦暖泉农场有限公司 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 34 | 宁夏国营简泉农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 35 | 宁夏回族自治区国营银川林场 | 农业 | 100 | 划拨 |

| | | | | |
|----|--------------------|------|------|-----------|
| 36 | 宁夏回族自治区国营南梁农场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 37 | 宁夏回族自治区国营贺兰山农牧场 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 38 | 宁夏农垦简泉农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 39 | 宁夏国营暖泉农场 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 40 | 宁夏农垦灵武农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立新设 |
| 41 | 宁夏农垦平吉堡农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 42 | 宁夏农垦长山头农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 43 | 宁夏农垦渠口农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 44 | 宁夏农垦巴浪湖农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 45 | 宁夏农垦玉泉营农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 46 | 宁夏农垦黄羊滩农场有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更设立 |
| 47 | 宁夏农垦连湖葡萄发展有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更为子公司 |
| 48 | 宁夏农垦玉泉营苗木繁育有限公司 | 农业 | 100 | 分公司变更为子公司 |
| 49 | 宁夏农垦金融控股有限公司 | 股权投资 | 100 | 投资 |
| 50 | 宁夏农垦培训中心有限公司 | 服务业 | 100 | 投资 |
| 51 | 宁夏农垦（香港）投资有限公司 | 投资 | 100 | 投资 |
| 52 | 宁夏农垦沙湖枸杞观光园（有限公司） | 农业 | 100 | 投资 |
| 53 | 银川西夏苑建筑工程劳务有限公司 | 建筑 | 100 | 投资 |
| 54 | 银川宏远达商贸有限公司 | 商业 | 100 | 投资 |
| 55 | 宁夏农垦茂盛草业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 56 | 宁夏犏牛饲料有限责任公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 57 | 宁夏贺兰山奶牛原种繁育有限公司 | 农业 | 55 | 投资 |
| 58 | 宁夏荷利源奶牛原种繁育有限公司 | 农业 | 45 | 投资 |
| 59 | 宁夏农垦牧业有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 60 | 宁夏立诚建设工程咨询有限公司 | 服务业 | 100 | 投资 |
| 61 | 宁夏银林生态园林景观工程有限公司 | 工业 | 100 | 投资 |
| 62 | 宁夏恒生西夏王酒业贸易有限公司 | 工业 | 100 | 投资 |
| 63 | 宁夏西夏王葡萄研究所 | 工业 | 100 | 投资 |
| 64 | 宁夏玉泉葡萄旅游有限责任公司 | 商业 | 100 | 投资 |
| 65 | 银川恒生西夏王销售有限公司 | 酒类经营 | 37.2 | 投资 |
| 66 | 西夏王（宁波）酒业营销有限公司 | 酒类经营 | 41.5 | 投资 |
| 67 | 恒生西夏王（泉州）酒业贸易有限公司 | 酒类经营 | 49 | 投资 |
| 68 | 汉中恒生西夏王酒业营销有限公司 | 酒类经营 | 48 | 投资 |
| 69 | 鄂尔多斯市恒生西夏王酒业营销有限公司 | 酒类经营 | 49 | 投资 |
| 70 | 宁夏农垦平吉堡农机作业服务有限公司 | 农业 | 100 | 划拨 |
| 71 | 宁夏长山头天湖旅游有限公司 | 旅游业 | 100 | 投资 |
| 72 | 宁夏农垦长山头肉牛养殖有限公司 | 农业 | 100 | 投资 |
| 73 | 宁夏农垦助贷管理有限公司 | 助贷贷款 | 100 | 投资 |
| 74 | 宁夏利垦牧业有限责任公司 | 农业 | 80.5 | 投资 |

| | | | | |
|----|--------------|------|-----|----|
| 75 | 宁夏农垦资产运营有限公司 | 资产运营 | 100 | 投资 |
|----|--------------|------|-----|----|

资料来源：公司 2020 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) / 营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA / 营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) / 流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录四 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。 |