

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0281号

宁夏农垦集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“宁夏农垦集团有限公司 2024 年度第三期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年六月十一日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月11日至2025年6月10日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月11日

宁夏农垦集团有限公司2024年度第三期中期票据
信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中票信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2024/6/11	范新悦	任志娟

主体概况

宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”）主要从事农业业务，主要包括种植业、鲜乳业等，是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，宁夏国资委为公司全资股东，实际控制人为自治区政府。

债项概况

发行金额：不超过2亿元

本期中票期限：3年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：用于偿还银行借款

评级模型

一级指标	二级指标	权重(%)	得分
企业规模	营业总收入	20.00	12.74
	多元化	15.00	12.00
市场竞争力	市场地位	15.00	12.00
	EBITDA 利润率	7.00	5.57
盈利能力	毛利率	7.00	5.60
	全部债务资本化比率	12.00	5.49
债务负担和保障程度	EBITDA 利息倍数	12.00	6.01
	经营现金流流动负债比	12.00	5.64
调整因素	无		
个体信用状况	aa-		
外部支持	+2		
评级模型结果	AA+		

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，拥有国有土地 282 万亩，在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力；公司种植面积稳定在三万公顷以上，2023 年公司粮食产量超过 56.74 万吨，占宁夏自治区粮食总产量的 15%左右，行业地位突出；公司奶业规模化养殖体系较完整，良种繁育具有较强技术优势，近年持续加强奶场建设，奶牛存栏量、生鲜乳产量逐年增加，生鲜乳产量占宁夏地区 14%以上，具有很强的竞争优势。同时，东方金诚关注到奶业成本控制面临一定压力，公司猪肉产量受猪周期影响明显，2023 年公司猪产业呈现亏损；公司利润总额对政府补助的依赖性较高，2023 年公司承接了政府移交的因历史遗留原因存在亏损的企业，以及淘汰低产奶牛产生了资产减值损失，当期利润受到较大侵蚀；公司有息债务波动增长，面临一定的债务集中偿付压力。

外部支持方面，公司是宁夏自治区现代农业的龙头企业，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

综合考虑，评定公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期中票信用等级为 AA+。

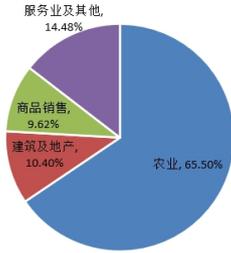
同业比较

项目	宁夏农垦集团有限公司	江苏省农垦集团有限公司 (AAA)	广西农垦集团有限责任公司 (AA+)	甘肃省农垦集团有限责任公司 (AA)
资产总额 (亿元)	265.19	436.82	1011.18	230.88
所有者权益 (亿元)	111.27	272.45	569.83	84.44
营业总收入 (亿元)	44.01	175.25	297.00	90.53
利润总额 (亿元)	1.43	30.05	8.86	1.62
资产负债率 (%)	58.04	37.63	43.65	63.43

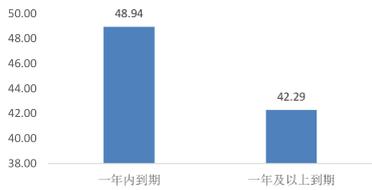
注：资料来源于各企业公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2023年主营业务收入构成



2024年3月末债务期限结构(亿元)



主要数据和指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额(亿元)	211.86	235.22	265.19	258.56
所有者权益(亿元)	98.71	102.60	111.27	101.58
全部债务(亿元)	66.70	86.22	84.02	91.23
营业总收入(亿元)	32.25	39.51	44.01	8.84
利润总额(亿元)	2.02	2.86	1.43	-4.74
经营性净现金流(亿元)	1.91	1.02	0.41	-2.36
营业利润率(%)	22.14	23.74	24.27	-11.05
资产负债率(%)	53.41	56.38	58.04	60.71
流动比率(%)	81.99	60.20	64.67	61.44
全部债务/EBITDA(倍)	8.35	6.46	6.76	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.32	5.34	3.96	-

注：表中数据来源于公司2021年~2023年的审计报告及2024年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，拥有国有土地282万亩，粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业发展位居全区前列，在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力；
- 公司种植面积稳定在三万公顷以上，作物种植种类主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等等，2023年公司粮食产量超过56.74万吨，占宁夏自治区粮食总产量的15%左右，行业地位突出；
- 公司奶业规模化养殖体系较完整，良种繁育具有较强技术优势，近年持续加强奶场建设，奶牛存栏量、生鲜乳产量逐年增加，生鲜乳产量占宁夏地区14%以上，具有很强的竞争优势；
- 公司是宁夏自治区现代农业的龙头企业，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

关注

- 近年来玉米、青贮等价格上涨，奶业成本控制面临一定压力，公司猪肉产量受猪周期影响明显，2023年猪价保持低水平运行，公司猪产业呈现亏损；
- 公司开发的房地产项目均位于银川市区内，其中写字楼项目面临一定的去化压力；
- 公司利润总额对政府补助的依赖性较高，2023年公司承接了政府移交的因历史遗留原因存在亏损的企业，以及淘汰低产奶牛产生了资产减值损失，当期利润受到较大侵蚀；
- 公司有息债务波动增长，公司新增债务主要用于债务到期偿还、项目开发建设等，未来面临一定的债务集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。作为宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，公司在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，预计未来公司在宁夏将保持很强的区域竞争优势，公司市场地位保持稳定。

评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型(RTF022202403)》

历史评级信息(无)

主体概况

宁夏农垦主要从事农业业务，主要包括种植业、鲜乳业等，是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，宁夏国资委为公司全资股东，实际控制人为自治区政府

宁夏农垦集团有限公司（以下简称“宁夏农垦”或“公司”）前身为宁夏农垦企业（集团）有限责任公司，是经宁夏回族自治区人民政府“宁政发【1996】14号”文件批准，于1996年7月由宁夏农垦事业管理局出资组建的国有独资集团公司，成立时注册资本为15600.00万元。2009年，自治区逐步对宁夏农垦局、农垦集团实行政权分开、政事脱钩的管理体制。2011年，宁夏自治区农垦事业管理局增加公司注册资本50.00亿元，其中，由宁夏自治区农垦事业管理局拨付货币资金注资15.47亿元，其余由公司按照《自治区人民政府关于宁夏农垦集团有限公司土地资产处置方案的批复》，由2009~2010年划拨的国有土地按评估价格作为国家资本注资形成此次增加注册资本34.53亿元，本次增资后公司的注册资本为51.56亿元。

2014年，原出资人宁夏农垦事业管理局不再作为实体机构存在，由宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）代表自治区人民政府对发行人依法履行出资人职责，2016年公司股权变更为宁夏国资委全资持股。截至2024年3月末，公司实收资本51.56亿元，宁夏国资委代表自治区政府履行出资人职责，持有公司100%股权，实际控制人为自治区政府。

公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，主营农业业务，拥有国有土地282万亩，粮食、葡萄、草畜、旅游、水产等优势产业发展位居全区前列，其中2023年公司粮食产量超过56.74万吨，占宁夏自治区粮食总产量的15%左右；同年生鲜乳产量占宁夏地区14%以上；公司还培育了“沙湖”“西夏王”“贺兰山”等自治区品牌，公司在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力。此外，公司在业务定位、资本投入、政府补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

截至2024年3月末，宁夏农垦资产总额258.56亿元，所有者权益101.58亿元，资产负债率60.71%。2023年及2024年1~3月，公司实现营业收入分别为44.01亿元和8.84亿元，利润总额分别为1.43亿元和-4.74亿元。

本期中票概况及募集资金用途

本期中票概况

公司拟发宁夏农垦集团有限公司2024年度第三期中期票据”（以下简称“本期中票”），本期中票发行金额不超过2.00亿元，发行期限3年。本期中票发行采用金额动态调整机制，基础发行规模为人民币0.00亿元，发行金额上限为人民币2.00亿元，所募集的资金将全部用于偿还公司银行借款。本期中期票据不设担保。按中期票据面值兑付，按票面利率付息。单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期中票所募集的资金将全部用于偿还公司银行借款。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业及区域经济环境

是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，主营农业业务，主要包含种植业、奶业等等，是公司收入及毛利润的主要来源。

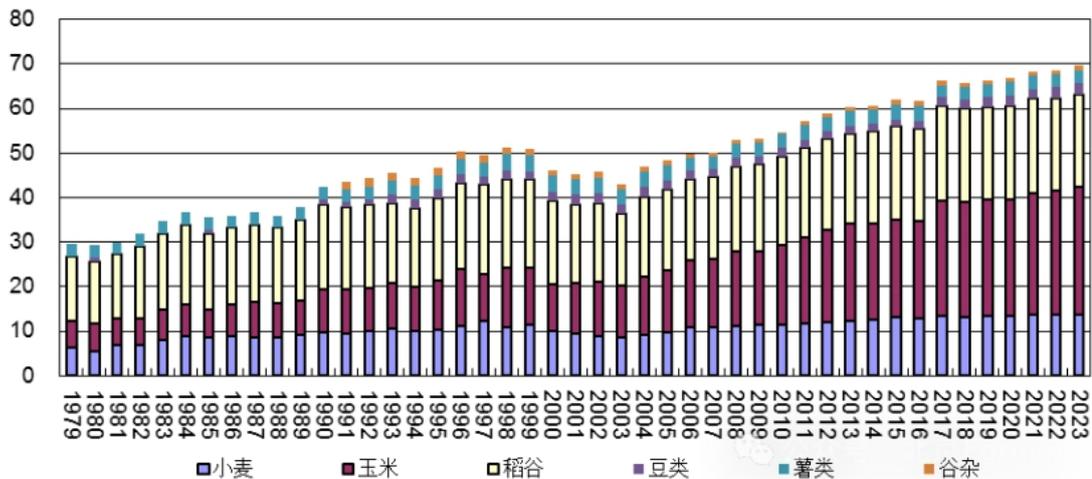
粮食种植业

受益于党中央、国务院对粮食生产的高度重视，近年来，我国耕地面积及粮食产量持续提升，2023年我国粮食产量创历史新高，但随着国内粮食需求的增长，进口量保持较高水平

近年来，随着我国耕地保护政策执行力度的不断加大，我国耕地面积逐步企稳，根据第三次全国国土调查主要数据成果，我国现有耕地面积为19.18亿亩，耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素。截至2023年底，我国已累计建成10亿亩高标准农田，可稳定保障1万亿斤以上的粮食产能。

近年来，我国粮食作物总产量持续增长，2023年我国粮食产量创历史新高，全国粮食总产量13908.2亿斤，比上年同期增加177.6亿斤，同比增长1.3%，连续9年我国粮食总产量均稳定在1.3万亿斤以上。

图表1：我国粮食作物产量构成情况（单位：千万吨）

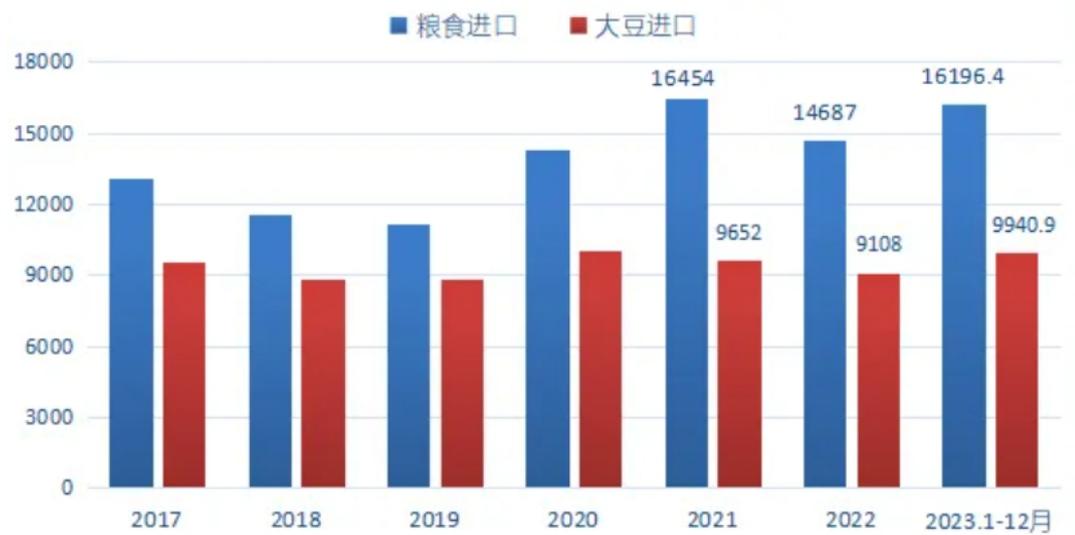


资料来源：同花顺，东方金诚整理

需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的50%以上；饲料用粮是国内第二大粮食用途，对畜产品需求量增加带动其需求量和占粮食消费总量比重稳步增长。具体来看，稻谷作为我国粮食消费量最大的品种之一，近年来全国稻谷消费量均在20000万吨左右，主要用作口粮，约占其消费量的86%；受饲料用粮的大幅增加以及工业用玉米需求提升影响，玉米已成为我国第二大粮食消费品种，小麦在粮食消费总量中占比呈下降趋势。预计未来，中国粮食总需求将持续增加，饲料用粮和加工用粮将成为中国粮食总需求量增长的主要增长点。

粮食进口方面，随着国内粮食需求的增长，进口量保持较高水平。根据海关总署统计数据，2023年1~12月，我国累计进口粮食16196.4万吨，比2022年增长11.7%，2000年以来，我国粮食进口总体呈不断增长趋势，2014年首次突破1亿吨，之后连续10年保持在1亿吨以上。从品种结构看，饲料粮是我国粮食进口的大头，其中六成以上是大豆，主要用作蛋白饲料，2023年我国进口大豆9940.9万吨，2022年同期大豆进口量8921.8万吨，同比增加11.4%，2023年大豆进口占粮食进口总量约为61.4%。

图表 2：我国粮食进口情况（单位：万吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

粮食价格方面，我国粮食价格主要以政府的调控措施为基础形成，近年来我国逐步完善粮食等重要农产品价格形成机制。目前，粮食价格形成机制的改革方向是从单纯地制定最低收购价格和实行粮食的临时收储政策转向逐步实行目标价格制度。

我国党中央、国务院高度重视粮食生产，持续加大对粮食生产的支持力度。2023年2月，中央一号文件《中共中央、国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，必须坚持不懈把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，举全党全社会之力全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化，并提出抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供、加强农业基础设施建设、强化农业科技和装备支撑、巩固拓展脱贫攻坚成果、推动乡村产业高质量发展、拓宽农民增收致富渠道、扎实推进宜居宜业和美乡村建设、健全党组织领导的乡村治理体系、强化政策保障和体制机制创新等具体要求。

2024年，中央一号文件《中共中央、国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》提出在加强农业基础设施建设中，优先把东北黑土地地区、平原地区、具备水利灌溉条件地区的耕地建成高标准农田，强化高标准农田建设全过程监管，确保建一块、成一块。鼓励农村集体经济组织、新型农业经营主体、农户等直接参与高标准农田建设管护。同时，也将分区分类开展盐碱耕地治理改良，“以种适地”同“以地适种”相结

合，支持盐碱地综合利用试点。而加强小型农田水利设施建设和管护，以及推进受灾地区灾后恢复重建，加强气象灾害短期预警和中长期趋势研判，健全农业防灾减灾救灾长效机制等方面，均能让藏粮于地的策略得以贯彻。而耕地质量提升的良田，便是单产再次提升的坚实基础。

生鲜乳行业

受益于政府扶持生产政策、乳品企业加大投资等因素影响，近年我国乳制品产量持续增长

乳制品是我国居民的重要营养食品，按制作工艺可分为液态奶、固态奶和冷冻饮品。随着居民生活水平提高和健康饮食观念强化，我国乳制品的产量总体呈增长趋势。2018年，《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》指出：加快构建现代奶业产业体系、生产体系、经营体系和质量安全体系，不断提高奶业发展质量效益和竞争力。受益于政府扶持生产政策、乳品企业加大投资等因素影响，2018年~2022年，我国乳制品的产量从2687.10万吨增至3117.70万吨，乳制品产量同比分别增加4.40%、5.60%、2.80%、9.40%和2.00%。2023年1~10月，乳制品产量同比增加3.70%，预计全年产量仍将保持增长。

图表 3： 2008 年以来我国乳制品产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：IFinD，东方金诚整理

从下游需求来看，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。近年来受居民消费升级、国民健康意识提升、饮食结构变化等因素影响，乳制品产品需求呈上升态势，人均乳制品消费量不断提高。中国乳制品工业协会数据显示，2022年我国人均每日乳制品摄入量为255ml。目前我国人均奶类占有量仍只有世界平均水平的三分之一，与发达国家相比差距较大，未来市场增长空间较大。

2021 年四季度以来生鲜乳供给过剩价格下行，2023 年生鲜乳价格仍处低位运行

生鲜乳（原奶）是乳制品企业生产成本中重要的一部分，液态奶成本中生鲜乳占比40%左右，奶粉中生鲜乳成本占比则达60%。国内生鲜乳价格受养殖成本、乳牛养殖周期以及国际原奶价格变化等因素影响。2021年生鲜乳供应整体趋紧，受大豆、玉米等饲料成本推动和民众饮奶需求恢复影响，生鲜乳价格保持上涨态势，并于2021年8月达到最高点4.3元/公斤。近年来全国及地方乳品龙头投资、并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，新建牧场及奶牛

存栏量的增长对生鲜乳价格形成一定冲击，2021年四季度以来，生鲜乳价格下行。2023年，生鲜乳价格仍处低位运行。

图4: 2018年以来生鲜乳价格走势情况(单位:元/公斤)



资料来源:IFinD, 东方金诚整理

生鲜乳生产成本主要以乳牛养殖的饲料成本为主,近年来玉米价格增长对生鲜乳企业带来成本控制压力

生鲜乳生产成本主要以乳牛养殖的饲料成本为主,饲料包括精饲料和粗饲料,其中精饲料主要为燕麦草、玉米、混合料,粗饲料主要为青贮¹、苜蓿等。2021年以来,受自然灾害、全球供需关系及政策调整等因素影响,玉米价格上涨明显。2022年上半年生猪养殖端对饲料的需求较为低迷,二季度玉米行情震荡下行为主,但下半年随着养殖端压栏情绪高涨,生猪存栏增加,饲料需求陡增,叠加进口玉米规模下降,全年玉米价格仍然在高位运行。2023年中央一号文件中提出“完善玉米大豆生产者补贴”,或对玉米价格形成支撑,玉米价格预计会继续在高位运行。

图5: 近年玉米价格走势情况(单位:元/公斤)



资料来源:IFinD, 东方金诚整理

区域经济环境

宁夏系唯一一个全境位于黄河流域的省份,随着黄河流域生态保护和高质量发展等国家战略实施,推动自治区现代农业发展的政策支持力度持续加强

¹ 青贮是把包括玉米穗在内的玉米植株全部收割下来经过切碎、加工后用发酵的方法制作成青贮饲料的玉米。

宁夏处于丝绸之路经济带通道枢纽，是西部陆海新通道建设的重要节点，是支撑西部大开发、黄河流域生态保护和高质量发展等国家战略实施的重要地区。近年来，宁夏经济稳步增长、增速有所波动。2020年~2022年，宁夏地区生产总值分别为3920.55亿元、4522.31亿元和5069.57亿元，同比分别增长3.9%、6.7%和4.0%。2022年，宁夏第一产业增加值407.48亿元，增长4.7%；第二产业增加值2449.10亿元，增长6.1%；第三产业增加值2212.99亿元，增长2.1%；宁夏三次产业结构为8.0:48.3:43.7。

2022年，国家发改委印发《支持宁夏建设黄河流域生态保护和高质量发展先行区实施方案》，指出：作为唯一一个全境位于黄河流域的省份，支持宁夏建设国家农业绿色发展先行区，积极推广优质粮食种植，以奶牛、肉牛、滩羊为重点大力推进标准化规模养殖和优质饲草良种扩繁，建设优质奶源和饲草料基地，做强做优特色农产品优势区。

2022年，宁夏出台《宁夏支持“六特”产业高质量发展有关财政政策措施》，指出：加快建设黄河流域生态保护和高质量发展先行区，深入实施特色农业提质计划，加快推进葡萄酒、枸杞、牛奶、肉牛、滩羊、冷凉蔬菜“六特”产业高质量发展，重点引导支持良种繁育、基地建设、精深加工提升、品牌建设、绿色发展、产业融合等方面提档升级。

图表 6：《宁夏支持“六特”产业高质量发展有关财政政策措施》主要政策措施

政策措施	举措	主要内容
加大财政投入保障，聚焦“六特”产业发展	充分利用中央资金支持特色产业发展	对标国家奶业振兴行动等建设和产业融合发展等项目实施，各产业主管部门要围绕自治区“六特”产业发展目标，积极对接部委争取中央财政资金和中央预算内投资支持。
	构建自治区特色产业资金投入保障机制	通过地方政府债券、自治区预算内投资、土地出让收入等资金支持符合条件的“六特”产业基础设施建设，多渠道筹集资金支持特色产业发展。
	引导市县统筹整合资金聚焦特色产业发展	鼓励市、县（区）发挥产业发展主体作用，加大特色产业投入力度。各县（市、区）要充分用好中央和自治区衔接补助资金，确保每年用于产业发展的资金达到中央考核要求，确保每年用于“六特”产业的资金不低于用于产业发展资金的50%。
引入竞争评审机制，择优支持产业发展主体	设立专项资金正向激励产业发展好的县区	自治区财政设立引导激励资金，每年安排资金2亿元，通过考核奖励等方式支持产业发展好的县区。
	增加竞争性项目引领带动特色产业发展	重点抓项目、抓重点项目、以项目促产业发展。自治区安排的特色产业发展资金中适当增加竞争性项目，每年通过竞争评审方式安排的项目资金不低于产业发展资金的20%。
优化财政金融政策，引导产业做大做强	支持农业保险扩面提标	扩大农业保险范围，将奶牛等特色种养业品种，纳入中央及自治区保险重点支持范围。鼓励县（市、区）探索开展完全成本保险、价格保险、收入保险等多种形式的农业保险试点，对成效显著的，自治区财政给予保险费40%的奖补。
	支持开展融资担保服务	引导政府性融资担保机构将担保费率降至1%以下，对符合规定的担保业务自治区给予1%—2%的保费补贴；支持再担保机构对符合规定的“六特”产业担保免收再担保费，自治区给予0.5%的保费补贴。支持企业通过资本市场融资，对在境内外交易场所公开发行股票并上市的企业，自治区财政分阶段给予1000万元奖励。
	支持优化财政贴息政策	调整特色优势产业贷款贴息政策，对符合贴息条件的经营主体发生的贷款，按照相关规定予以财政贴息，适当延长贴息期限。对发行公司债、企业债、集合债、非金融企业债务融资工具等债券的从事“六特”产业的民营企业，自治区按发债额度每年给予2%的财政贴息。

指导用好产业发展基金 调整现行支持“六特”产业发展财政资金使用方向，运用产业基金方式支持龙头企业发展，委托专业基金管理公司规范管理和运作，加大对“六特”产业的支持。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来自农业业务，近三年公司收入、毛利润金额逐年增加，毛利率总体呈上升态势；2024年1~3月，受奶业板块的饲料采购价格上涨影响，毛利率水平下降明显

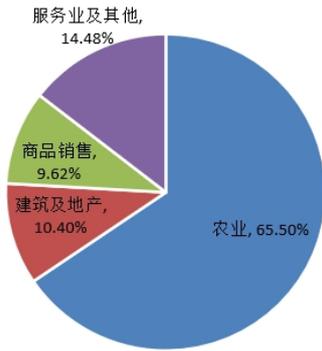
公司业务涉及领域较多，主营业务收入主要来自农业业务、建筑及房地产业务、商品销售业务、服务业及其他业务。其中，农业业务是公司收入及毛利润的主要来源，公司农业业务主要包含种植业、奶业、猪业等等。近年来，公司总体营业收入规模逐年增加，公司农业、服务业及其他业务收入均保持较好增长，建筑及地产开发、畜牧业业务收入呈现一定波动。近三年，公司毛利润规模逐年增加。毛利率方面，近三年公司综合毛利率分别为22.86%、25.85%和25.18%，呈现一定波动，其中农业板块、建筑及地产板块业务毛利率均呈现一定波动，由于各类商品原材料采购价格的增长，商品销售业务毛利率持续大幅下降。

2024年1~3月，公司营业收入为8.84亿元，同比下降8.39%，同期公司综合毛利率为-9.84%，较2023年全年大幅下降，主要是受乳制品行业下行影响，奶业饲料成本上涨及原奶价格下跌所致。

图表 7：公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）²

类别	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
农业	20.45	63.42	22.25	56.31	28.83	65.50	7.52	85.04
其中：种植业	3.28	16.04	3.57	16.04	4.13	14.33	2.16	28.72
其中：奶业	16.67	81.52	18.23	81.93	24.35	84.46	5.27	70.08
其中：猪业	0.5	2.44	0.45	2.02	0.35	1.21	0.09	1.20
建筑及地产	3.98	12.33	8.02	20.31	4.58	10.40	0.31	3.46
商品销售	4.91	15.24	5.67	14.34	4.24	9.62	0.53	5.97
服务业及其他	2.91	9.01	3.57	9.04	6.36	14.48	0.48	5.53
合计	32.25	100.00	39.51	100.00	44.01	100.00	8.84	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
农业	3.91	19.11	5.45	24.49	6.56	22.75	-0.83	-11.01
其中：种植业	0.16	4.89	1.75	49.02	4.43	105.08	1.11	51.39
其中：奶业	3.66	21.96	3.74	20.52	2.17	8.91	-1.93	-36.62
其中：猪业	0.09	17.07	-0.04	-0.09	0.05	14.29	-0.01	-11.11
建筑及地产	1.25	31.53	2.69	33.48	1.26	27.45	-0.19	-360.93
商品销售	1.09	22.22	0.79	13.98	0.06	1.49	0.06	11.16
服务业及其他	1.12	38.49	1.28	35.85	3.20	50.31	0.09	18.75
合计	7.37	22.86	10.21	25.85	11.08	25.18	-0.87	-9.84

数据来源：公司提供，东方金诚整理



农业业务

公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力；受益于调整种植结构、提高土地产出效益，近年农业业务收入和毛利润逐年增加；2024年1~3月，受奶业及猪业的周期性负面影响，农业业务毛利率为负

宁夏农垦始建于1950年，是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，公司形成了产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。截至2023年末，公司拥有土地282万亩，其中耕地67.2万亩，生态湿地32万亩。

公司粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业等优势产业发展位居全区前列，2023年粮食产量占宁夏自治区粮食总产量的15%左右，生鲜乳产量占宁夏地区14%以上，葡萄基地规模占全区1/3，葡萄酒加工能力占全区1/6。此外，公司还形成了酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群，打造了“沙湖”“西夏王”“贺兰山”等自治区品牌，其中西夏王品牌入围“亚洲品牌500强”“中国品牌100强”，西夏王葡萄酒业公司被认定为“外交使节酒生产基地”，是国家外事机构专用葡萄酒品牌；沙湖大米、南梁富硒枸杞、双丰供港蔬菜等一批名优产品，

² 因统计口径差别及四舍五入情况，本表数据与财务报表合并数据存在小额差异；此外，木薯加工业务收入中含淀粉贸易业务。

多次获得国际国内大奖。

公司近年来培育了1个国家5A级沙湖旅游景区和2个国家级、7个自治区级农业产业化龙头企业，建设了沙湖水镇、贺兰山农牧场等农场场镇，形成了酿造、畜牧水产、果蔬三大农产品加工产业集群。公司建立了农业机械标准化粮食生产示范基地40万亩、葡萄示范基地10万亩、牧草示范基地5万亩（带动20万亩），农机跨区作业每年达到50万亩以上，助推了产业结构调整、促进了产业优化升级。

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

公司农业业务的收入规模逐年增加，2021~2023年分别为20.45亿元、22.25亿元及28.83亿元，主要受益于奶业业务的奶牛数量增长、生鲜乳产量逐年增加，以及种植业持续调整种植结构、提高了土地产出效益等因素所致。从收入构成上看，奶业是农业业务收入的最主要来源，近三年奶业收入在农业业务总收入中占比均超过80%；种植业占比次之，近三年种植业占比有所提升；猪业收入占比较低，且在农业业务总收入中占比持续下降。

毛利润及毛利率方面，2021~2023年，公司农业业务的毛利率水平呈现一定波动，分别为19.11%、24.49%和22.75%，其中2022年农业业务毛利率同比增长，主要是受种植业调整种植结构，当期土地产出效益显著增加，种植业盈利能力增长显著影响所致，当期种植业毛利率为49.02%，同比大幅增加44.13个百分点；2023年农业业务毛利率同比有所下降，主要是奶业奶牛饲料中的玉米、青贮等价格上涨，奶业成本大幅增加影响所致，当期奶业毛利率为8.91%，同比下降11.61个百分点。

2024年1~3月，公司农业业务实现营业收入7.52亿元，其中奶业收入占比70.08%，占比有所下降，农业业务毛利润为-0.83亿元，毛利率为-11.01%。农业业务亏损主要是奶业奶牛饲料中玉米、青贮等价格上涨，奶业成本大幅增加，且猪周期影响下猪价低位运行导致猪业亏损等因素影响所致。考虑到公司奶业业务在农业业务中规模占比较大，且2024年奶业和猪业均受到周期性的负面影响，预计2024年公司农业业务将呈现亏损状态。

（一）种植业

公司种植面积稳定在三万公顷以上，近年公司持续推进种植结构调整，提高土地产出效益
2023年公司粮食产量超过56.74万吨，占宁夏回族自治区粮食总产量的15%左右；种植业收入、毛利润及毛利率水平逐年增加

种植业是公司优势特色产业之一，种植业的经营主体主要包括宁夏农垦贺兰山农牧场（有限公司）、宁夏农垦灵武农场有限公司、宁夏农垦前进农场有限公司等企业。公司作物种植种类主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等等。

种植面积方面，近三年公司种植面积稳定在三万公顷以上，近年因农场土地规模化调整了

种植面积，近三年种植面积有所下滑，其中粮食作物种植面积稳定在两万五公顷以上，粮食作物种植面积占比超过70%。种植结构方面，公司在确保粮食总产量基本稳定的前提下，尽可能增加饲草料和其它经济作物种植结构，推进种植结构和产品结构的调整，优化作物布局，提高土地产出效益。截至2023年末，公司总种植面积为36374公顷，其中粮食作物种植面积为26260公顷，牧草种植面积为4068公顷，蔬菜、葡萄的种植面积分别为1861公顷、3419公顷。

图表 8：公司主要作物种植面积、产量情况（单位：公顷、吨）

原材料	项目	2021年	2022年	2023年
粮食作物	种植面积	30111	28422	26260
	产量	346974	353160	339957
蔬菜	种植面积	1298	1924	1861
	产量	52453	95554	78311
瓜果	种植面积	695	941	564
	产量	22053	49372	32091
牧草	种植面积	6730	3410	4068
	产量	136014	73316	78902
葡萄	种植面积	1942	3737	3419
	产量	13857	41470	37702
枸杞	种植面积	356	456	202
	产量	1061	1168	390
合计	种植面积	41132	38890	36374
	产量	572412	614040	567353

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司采用大规模的机械化农业生产方式，截至2023年末，公司农用机械总动力达340075千瓦，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98%以上。

2023全年，公司粮食产量超过56.74万吨，占到自治区粮食总产量的15%左右，用占全区4%的耕地和2%的农业劳动力生产了全区15%的粮食。同时，公司积极推动、推广良种繁育、绿色高效种植、农业综合服务、原粮收购、产品加工等，形成了合理、健康、完美的农业产业链。

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，下游客户定期向公司收购农作物，结算方式为现款现货，因此在农作物销售上应收账款较少。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，公司客户数量较多，主要包括湖北康农种业股份有限公司、宁吴忠市富农奶牛养殖专业合作社、宁夏昊恺农牧发展有限公司等。

近三年，公司持续推进种植结构调整，提高土地产出效益，种植业收入、毛利润及毛利率水平逐年增加。2021~2023年，种植业的营业收入分别为3.28亿元、3.57亿元和4.13亿元；毛利润分别为0.16亿元、1.75亿元和4.43亿元；毛利率分别为4.89%、49.02%和105.08%。

（二）奶业

公司奶牛场均位于黄金奶源带的宁夏，拥有完整的“奶牛的引进与繁育”-“鲜奶生产与加工”-“鲜奶销售”奶业产业链，生鲜乳销售客户主要为伊利和蒙牛，生鲜乳产量占宁夏地区14%以上，在宁夏地区有很强的竞争优势

公司奶业的经营主体是下属子公司宁夏农垦乳业股份有限公司（以下简称“宁夏乳业”），宁夏乳业是宁夏回族自治区农业产业化重点龙头企业，其前身是成立于1960年的平吉堡奶牛场，被誉为“宁夏奶牛的摇篮”，是宁夏重要的良种奶牛繁育示范基地和优质奶源基地。

公司奶业板块主要从事鲜奶的生产与销售，拥有“奶牛的引进与繁育”-“鲜奶生产与加工”-“鲜奶销售”完整的奶业产业链。截至2023年末，公司有17座国有牧场（其中8座万头奶牛场）、2个草业公司、1个饲料公司，土地面积达13456亩。公司奶牛场全部位于国际公认的“黄金奶源带”宁夏地区，宁夏平均海拔1100米，年均日照3000小时以上，年均降水量300毫米左右，年均气温8.5℃，日照充足、气候干爽、空气纯净，冬少严寒、夏少酷暑，奶牛受冷、热应激影响较少，是最适宜发展高端牛奶产业的地区之一。

公司生鲜乳销售模式为订单销售，销售主要面向伊利、蒙牛两大下游客户。2020年，公司销售给宁夏伊利乳业有限责任公司占比85.04%，宁夏蒙牛乳制品有限公司占比14.39%。2020年初，伊利与公司签订奶源发展战略合作协议（10年期），将在2020年至2029年公司供应伊利268万吨生鲜乳，价格不得低于伊利收购宁夏同等养殖规模企业平均价格，伊利按月支付款项。2022年，公司与蒙牛签订年度生鲜乳购销合同，公司部分奶场生鲜乳全部销售给蒙牛。

2023年末，公司奶牛存栏数为15.63万头，同比增长19.40%，日产鲜奶超过1700吨，鲜奶产量共65万吨。2022年末，公司合计拥有存栏乳牛13.09万头，生鲜乳年产量48.20万吨，单头乳牛年均产奶10.86吨；公司奶牛存栏量占宁夏15.64%，生鲜乳产量占宁夏14.07%，生鲜乳产业在宁夏地区有很强的竞争力。

公司奶业规模化养殖体系较完整，良种繁育具有较强技术优势，近年持续加强奶场建设，奶牛存栏量、生鲜乳产量逐年增加，业务收入规模持续增长；2023年受饲料采购价格上涨影响，毛利率水平同比下降，2024年1~3月毛利率为负

公司在良种繁育、奶牛防疫、智慧牧场建设等方面构建了较完善的规模化养殖体系。良种繁育方面，公司与北京首农奶牛中心、中国农业大学联合选育的宁京一号奶牛种公牛遗传水平达到国内一流，被农业农村部评定为特级种公牛。奶牛防疫方面，公司实施严谨养殖场动物防疫措施，包括日常消毒防疫管理、动物免疫管理及动物无害化处理制度，建立高标准疾病检测实验室，制定牧场消毒防疫、疾病快速诊断、疫苗接种免疫、抗体水平监测等标准化流程。智慧牧场建设方面，公司自主研发犏牛自动精准饲喂系统、牛舍环境监测系统、牛脸识别系统等，每头牛每天的采食量、环境指标、健康指数、发情信息等数据及时采集，时时更新，随时可查，确保每头奶牛保持愉悦的心情和健康的状态。

公司持续加强奶牛场基地，截至2023年末，公司有17座国有牧场（其中8座万头奶牛场），

分布于宁夏的银川、吴忠、中卫、石嘴山等地区，公司拥有国家级奶牛核心育种场 2 个，拥有宁夏自治区优质高产奶牛选育核心育种场 9 个。

近年来，公司采取自繁自育加进口引进并举的策略，持续扩建奶牛场，奶牛存栏量及生鲜乳产量增加较快。由于公司奶牛场扩群速度较快，新建牛场牛只来源大部分为进口的同月龄牛只及部分自繁自育牛只，因牛只月龄相近，集中配种造成集中产犊，新建牛场成母牛死亡率偏高，泌乳牛比重有所波动。

2021~2023 年，公司奶业业务收入规模持续增长，分别为 16.67 亿元、18.23 亿元和 24.35 亿元，主要受益于公司持续加强奶场建设，奶牛存栏量、生鲜乳产量的逐年增加。毛利润及毛利率方面，2023 年受饲料采购价格上涨影响，毛利润及毛利率水平同比下降明显，2024 年 1~3 月毛利率为负，毛利润呈现亏损。考虑到 2024 年奶业仍将受到行业周期的负面影响，预计全年将毛利润将呈现亏损状态。

图表 9： 近年公司奶牛存栏量及产奶情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
奶牛存栏量（万头）	7.00	9.84	13.09	15.63
其中：泌乳牛存栏量（万头）	2.70	3.59	5.30	-
泌乳牛所占比重（%）	38.57	36.48	40.49	-
单头乳牛年均产奶量（吨）	10.76	10.91	10.86	-
生鲜乳产量（万吨）	30.00	36.96	48.20	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

生鲜乳生产成本主要是玉米、青贮等乳牛养殖饲料成本，青贮主要由垦区自给，有助于保持饲料质量，近年来玉米、青贮等价格上涨，奶业成本控制面临一定压力

生鲜乳生产成本主要以奶牛养殖的饲料成本为主，饲料包括精饲料和粗饲料，其中精饲料主要为燕麦草、玉米、混合料，粗饲料主要为青贮、苜蓿，上述饲料采购金额占全部饲料采购金额比重超过 80%。

公司奶业的饲料采购主要采用集中批量采购方式，精饲料主要对外采购。青贮苜蓿等粗饲料主要由垦区自给，自给量占比约为 80%左右。鉴于公司下属垦区农业机械化率保持较高水平，青贮品质较好，对青贮市场价格有一定影响力，内部采购价格会考虑公司盈利进行适当倾斜调整。此外，公司自身拥有饲料加工厂，生产奶牛浓缩料、奶牛精补料、犊牛颗粒料、压片玉米等饲料，部分混合料也可以自给。

受俄乌冲突、极端天气、原粮供应等因素影响，近年玉米青贮等饲料成本价格处于高位，对公司成本控制产生一定压力。在建项目方面，截至 2023 年末，公司主要在建项目 1 个，为红崖子第三奶牛场建设项目，项目占地 2456.57 亩，可供养殖 25000 头奶牛，总投资规模为 9.85 亿元，截至 2023 年末已投资金额为 5.82 亿元，未来尚需投资金额 4.03 亿元，投资压力一般。

（三）猪业

公司猪肉产量受猪周期影响明显，2023年猪价保持低水平运行，公司猪产业呈现亏损

公司猪产业主要由下属子公司宁夏农垦灵农生猪产业有限公司（以下简称“灵农生猪”）负责运营，灵农生猪是集良种繁育、规模养殖、饲料生产、技术服务、屠宰加工、市场销售一身的生猪产业化企业。灵农生猪拥有20万头生猪屠宰加工线1条，打造出“灵农”牌猪肉及猪蹄、猪血等深加工商品。

出栏量、存栏量方面，2023年公司出栏各类猪35176头，能繁母猪存栏1294头。截至2023年末，公司猪存栏量为6987头，较去年增长491.62%，猪出栏量为35176头，较去年增加317.07%，猪肉总产量为914吨，较去年下降24.84%，主要是受猪肉价格及销量影响导致产量下降，公司出栏量和存栏量大幅增长主要为能繁母猪正常生产仔猪所致。

图表 10： 近年公司猪产业养殖经营情况

项目	2021年	2022年	2023年
年末猪存栏（头）	5370	1181	6987
其中：能繁母猪（头）	2363	1257	1294
当年猪出栏（头）	7761	8434	35176
猪肉产量（吨）	1224	1216	914

资料来源：公司提供，东方金诚整理

经营模式上，猪产业主要通过经营连锁超市、专卖店进行销售，截至2023年末，发行人已在全区范围开设了17家“灵农”鲜猪肉连锁店和超市专柜，年供应猪肉914多吨，占到宁夏全区0.4%的市场份额。

猪肉养殖成本以猪饲料为主，饲料来源主要是公司下属单位饲料厂采购玉米、豆粕等主要原料后加工生产的全价猪饲料，其中，大宗原料的采购采取招标的方式，个别原料的采购采取询价议价的方式。

近三年，猪业收入规模较低，分别为0.50亿元、0.45亿元和0.35亿元，毛利润规模较低，处于微利或微亏状态。受猪周期影响，公司猪产业毛利率呈现较大波动，2023年毛利率为14.29%，2024年1~3月毛利率为-11.11%。

图表 11： 近三年猪产业销售收入及成本明细（单位：万元）

产品	项目	2021年	2022年	2023年
鲜肉	收入	4665	3809	2210
	成本	4062	3787	2848
肥猪	收入	-	477	-
	成本	-	831	-
仔猪	收入	450	178	1271
	成本	182	228	2470
合计	收入	5115	4464	3481
	成本	4244	4846	5318

建筑及房地产业务

近年来，公司建筑及房地产业务对公司毛利润形成一定补充，但业务规模有所波动，公司开发的房地产项目均位于银川市区内，其中写字楼项目面临一定的去化压力

公司建筑及房地产业务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“西夏苑地产”）和宁夏农垦建设有限公司（以下简称“农垦建设”）。西夏苑地产负责房地产的项目投标、设计、相关手续的报批以及最终楼盘的销售，具有房地产项目开发二级资质；农垦建设负责建筑施工业务，主要采用施工总承包模式进行，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工等实行全过程承包，拥有建筑工程施工总承包二级资质。

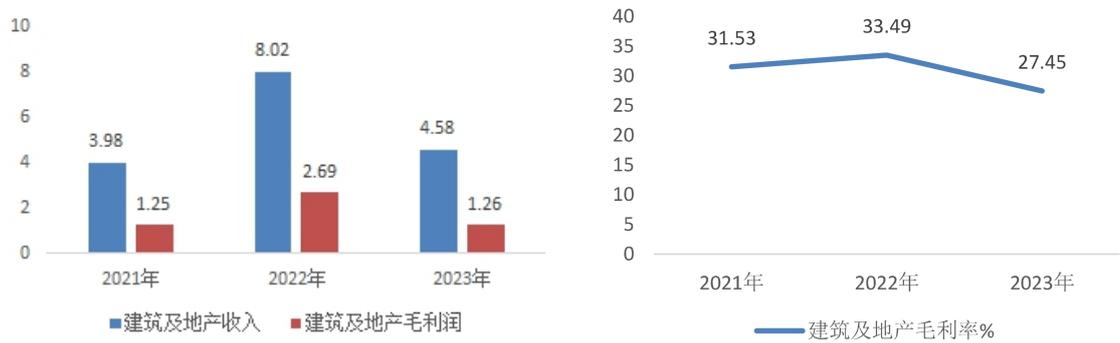
关于地产业务，公司所开发房地产项目全部位于银川市区内，项目主要为住宅及写字楼。房地产项目主要通过参与公开市场的招投标方式获得，西夏苑地产负责房地产的项目投标、设计、相关手续的报批以及最终楼盘的销售；农垦建设负责具体的建筑施工环节。

关于施工业务，农垦建设除承接西夏苑房地产项目进行开发建设，近年来不断扩大业务领域范围，逐步承接奶场及牛羊养殖场等工程扩建或改建项目，包括红崖子第二奶牛场建设项目、白土岗第二奶牛场工程、红崖子奶牛场沼气热电联产项目等。农垦建设的建筑施工业务模式主要采用施工总承包模式进行，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工等实行全过程承包。

截至 2023 年末，公司地产板块可售建筑面积 91.92 万平方米，其中已售面积为 73.72 万平方米，未来可售面积 18.20 万平方米，主要集中在写字楼金地花园大厦项目、金樾府住宅项目，销售进度分别为 40%和 20%，未来待售面积分别为 9.10 万平方米和 5.45 万平方米，销售均价为 8000 元/平方米和 8200 元/平方米，2021 年以来公司也通过出租等方式对金地花园大厦进行消化，但考虑到银川市写字楼市场总体供大于求，销售进度较为缓慢，面临一定的去化压力。

收入及利润方面，近三年建筑及房地产开发业务营业收入分别为 3.98 亿元、8.02 亿元及 4.58 亿元，占营业总收入比例分别为 12.33%、20.31%及 10.40%。2022 年，房地产业务收入大幅增加，主要为在建项目金樾府商品房开盘预售情况较好及建筑施工项目增加所致。2023 年建筑及房地产开发板块收入下降较大，主要是商品房销售价格下降及建筑施工项目减少所致。近三年，建筑及房地产开发业务毛利润分别为 1.25 亿元、2.69 亿元及 1.26 亿元，占毛利润总额的比例分别为 17.00%、26.31%及 11.34%。毛利率方面，近三年建筑及房地产开发业务毛利率分别为分别为 31.53%、33.49%及 27.45%，近三年呈波动变化趋势，总体较为稳定。

图表 12：公司建筑及地产业务盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

商品销售业务

公司商品销售业务规模较低，主要包括葡萄酒、牛羊以及部分乳制品的销售，由于各类商品原材料采购价格的增长，近三年毛利润及毛利率水平逐年下降，盈利能力较弱

公司商品销售主要包括葡萄酒销售业务、牛羊业务以及部分乳制品的销售等。公司葡萄酒业务主要由子公司宁夏西夏王葡萄酒业有限公司（以下简称“西夏王酒业”）和宁夏恒生西夏王酒业有限公司（以下简称“恒生西夏王酒业”）经营，恒生西夏王酒业负责葡萄酒日常生产，西夏王酒业承担葡萄酒销售、对外品牌宣传维护等。

公司产品“西夏王”干红、干白葡萄酒为宁夏名牌产品、国家认定的绿色产品。截至 2023 年末，恒生西夏王酒业葡萄酒加工储存能力为 4.5 万吨，成品酒年产能 1.0 万吨。销售方面，西夏王酒业葡萄酒销售主要包括经销商代理和公司直销两种模式，以经销商代理为主，销售渠道主要有传统渠道（酒店、餐厅、名酒店等）、现代渠道（大型连锁超市等）以及线上渠道等，以传统渠道为主，销售市场辐射宁夏、福建、浙江、江苏、河南、湖南、山东、重庆、陕西等地。近三年，公司葡萄酒销售收入分别为 0.38 亿元、0.40 亿元及 0.50 亿元，成品酒销售收入受市场价格影响呈一定波动趋势。公司生产的成品葡萄酒以中低档酒为主，主要针对大众消费群体，原酒主要销往其他葡萄酒生产企业。

公司牛羊业务主要由子公司宁夏农垦滩羊产业有限公司（以下简称“农垦滩羊”）及宁夏农垦肉牛食品有限公司（以下简称“农垦肉牛”）负责运营，公司的牛羊业务主要为活体牛羊育肥及肉产品加工销售。截至 2023 年末，公司牛、羊存栏量分别为 12846 头、8124 只，当年牛出栏 12665 头、羊出栏 22670 只，肉类总产量 2334 吨，其中牛肉产量 1971 吨，羊肉产量 363 吨。近三年，公司牛羊肉销售金额分别为 1.73 亿元、1.26 亿元及 1.53 亿元，其中销售宁夏地区金额占比 65.08%、60.63%及 71.9%，近三年销售收入呈波动下降主要由于牛羊病死淘汰增加以及受市场激烈竞争导致销售量减少所致。

此外，公司将部分鲜奶及乳制品销售收入划分为商品销售业务，主要为公司将自身及委外加工的纯牛奶、酸奶等乳制品交由宁夏当地的小型商超进行销售，商超在实现销售后再与公司结算，赚取差价。近三年，该部分收入分别为 2.09 亿元、2.76 亿元及 0.82 亿元，2023 年收入

下降较大主要由于乳制品销售量下降所致。

获利能力方面，近三年由于各类商品原材料采购价格的增长，商品销售业务毛利润及毛利率水平逐年下降，盈利能力较弱。

图表 13：公司商品销售业务盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

服务业务及其他

近三年，公司其他业务收入逐年增加，对收入利润的实现有一定补充作用

公司服务业主要来自沙湖旅游景区的旅游收入。沙湖旅游景区总面积为 80.10 平方公里，其中水域面积 45 平方公里，沙漠面积 22.52 平方公里，为国家 5A 级景区，主要景点有国际沙雕园、沙湖鸟岛、毛主席像章馆等。沙湖旅游景区距石嘴山市区 26 公里，距银川 56 公里，交通较为便利。公司是沙湖景区的唯一运营主体。

公司沙湖旅游景区的收入主要包括两方面：景区门票收入和船票收入全额归公司所有；景区内旅游收费项目部分由公司自营，部分由其他企业或个人经营，公司可取得一定分成收入。2021 年接待游客 54.89 万人次，同比增长 5.40%，旅游收入同比增长 9.43%，景区经营情况已较去年同期有所好转。2022 年接待游客 28.28 万人次，同比下降 48.48%，旅游收入同比下降 39.14%。2023 年接待游客 161.64 万人次，同比增长 471.57%，同期旅游收入同比增长 167.68%，旅客人次及旅游收入大幅增长。

沙湖景区土地归公司所有，根据土地证号为平国用（2010）第 274 号文件，评估价值为 83048.36 万元。2013 年 12 月，公司与其子公司宁夏沙湖旅游股份有限公司签订了《土地租赁协议》，租赁使用期限为 30 年，自 2014 年 1 月 1 日至 2044 年 12 月 31 日。按照协议约定，2014 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，租金为每年 247 万元，2019 年 12 月 31 日以后，每 5 个年度双方商定一次租赁价格，每一年度租赁价格变动幅度不得大于上一期每一年度租金标准的 15%。

此外，公司其他服务业还包括设计监理、灌溉供水、物业管理、供暖、环卫费、社区经费等收入板块，主要由其他下属子公司及其他主营业务在经营过程中所产生的附加服务收入，近三年年均合计收入较低，板块种类较多。

公司治理与发展战略

公司实行董事会领导下的总经理负责制，建立了较为健全的内部管理制度

宁夏农垦为国有独资公司，宁夏国有资产监督管理委员会是公司的唯一股东，代表宁夏回族自治区政府履行出资人职责，享有国有资产所有权。

公司设有董事会，成员为7人，设董事长1人，职工董事1人。董事由自治区国资委委派，其中职工董事由公司职工民主选举产生。董事任期为3年，任期届满，根据有关规定可以连任；公司设监事会，但是按照国资委最新要求，国企不再设立监事会，监事会职能统一移交至审计厅，故公司实际未设立监事会，仅有1名职工担任监事。公司经理层成员由4~6人组成，设总经理1人，财务总监1人。经理层成员对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理。

公司本部设有14个职能部门，分别为：综合办公室、纪委（监察专员办公室）、政策研究室、党群工作部、战略投资部、资产管理部、计划财务部、风险防控部、安监环保部、农业发展部、企业管理部、市场运营部、科技创新部、农垦志办公室，建立健全了公司的法人治理结构，明确规定了各个高管成员的职责权限，在集团内部建立了明晰的授权机制，建立了内部核算和审计制度，形成了有效的内部控制环境。

公司在环境、社会与治理方面（ESG）方面责任履行良好

环境方面，公司近年来还持续开展盐碱地改良种草试验，采取苜蓿品种对比试验、标准化推广种植，公司还采用循环土地肥粪还田、新建氧化塘、配套污水处理系统和有机肥生产系统等措施，实现环保要求，争取零排放全覆盖。社会方面，公司积极履行国企社会责任，在中宁县太阳梁乡选址建设万头奶牛场，将龙头企业与产地扶贫紧密结合，与帮扶对象结对，开展托管经营，助力脱贫攻坚。一是通过产业扶贫对太阳梁乡兴源村10户建档立卡户进行重点帮扶，每户发放产业扶贫启动资金5000元，与建档立卡户签订饲草料收购合同，鼓励贫困户种植燕麦草、苜蓿等饲草料，牧场按质优先收购，优先付款；以高于社会平均水平流转费流转兴源村贫困户3800亩耕地，优先安排流转户在流转土地务工，保障村民有稳定收入。二是通过精准扶贫对原隆村7户建档立卡户进行结对帮扶，每户每年给予2000—3000元生活补贴，并录用10人为公司员工或长期临时工，确保人均年收入不低于3.5万元。三是通过奶牛托管分红与中宁县扶贫办达成代养协议，由县扶贫办采购奶牛400余头，将奶牛寄养在奶业公司所属渠口农场和太阳梁牧场养殖，所得收益用于帮扶贫困户。同时为中宁县地方财政增加了年100万元以上的税收。治理方面，公司战略规划、内部治理结构清晰，财务信息质量较高，公司不存在重大违法违规案件。

公司未来将以农为本，持续发展特色现代农业，以种植业为基础，进行产业链延伸，实现从种植环节向下游品牌销售环节的拓展，提升产业经营水平和盈利能力

宁夏农垦未来将持续以农为本、聚焦主业，以市场需求为导向，持续发展特色现代农业。优质的耕地资源保障、稳固的种植业环节经营能力、优质的农产品供应基地，是宁夏农垦农业产业化的生命线，公司要明确各农场的发展方向，成为区域领先的优质农产品与大健康食品供

应商；公司以种植业为基础，进行产业链延伸，推动产品加工和品牌建设，实现从种植环节向下游品牌销售环节的拓展，实现转型升级，提升产业经营水平和盈利能力，同时打造一批产品更安全、品质更优越的子品牌和强大的母品牌；公司持续加快推进农产品深加工，提升传统农业和农产品的附加值，同时促使产业链各环节相关服务体系的转型升级，发挥自身优势，逐步成为区域领先的农业服务提供商。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年~2023 年的合并财务报表和 2024 年 1~3 月的合并财务报表。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年~2023 年的财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2024 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2023 年末，公司合并报表范围内子公司有 106 家。

资产构成与资产质量

近三年，公司资产总额逐年增长，资产结构以无形资产、固定资产等非流动资产为主，其中无形资产主要来自国有划拨农场土地，主要为林地、耕地、园地、坑塘水面等，资产流动性较弱

近三年公司资产总额逐年增加，2023 年末公司资产总额为 265.19 亿元，同比增长 12.74%，其中非流动资产占比为 75.94%，公司资产结构以无形资产、固定资产等非流动资产为主。截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 258.56 亿元。

近年来，公司流动资产金额有所波动。2023 年末公司流动资产为 63.81 亿元，同比增加 19.99%，2024 年 3 月末，公司流动资产为 57.82 亿元。2023 年末，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款等构成，占比分别为 53.57%、23.44%、10.81%和 8.18%，合计占流动资产的比例为 96.00%。

公司存货主要为开发的待销售商业住房，其余存货主要包括葡萄酒、活体牛羊、农机具及有机肥料等商品类库存。近三年，公司存货金额有所波动，其中 2023 年末公司存货金额为 34.18 亿元，同比增长 22.86%，主要是公司所开发的部分楼盘房屋受商品房预售资质影响，商品房封顶后才可进行预售，导致总体销售进度较慢，存货累积所致，2023 年末公司共计提存货跌价准备 0.32 亿元；2024 年 3 月末公司存货账面价值 32.38 亿元，较年初金额变动不大。

近年来公司货币资金保持相对稳定，公司货币资金主要为银行存款，2023 年末货币资金为 14.96 亿元，同比增加 1.08%；其中银行存款为 14.48 亿元；同期末，公司受限货币资金为 0.78 亿元，主要为旅游质量保证金、按揭贷款保证金、商品房预售资金及银行承兑汇票保证金。2024 年 3 月末，公司货币资金为 14.97 亿元。

公司其他应收款主要为单位往来款、土地租赁承包费、保证金等，近三年金额逐年增加，2023 年末为 6.90 亿元，同比增加 348.05%，主要来自单位往来款的增加，同期末共计提 2.14 亿元的坏账准备；从账面余额的账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 68.18%，1~2 年的占比 9.92%，

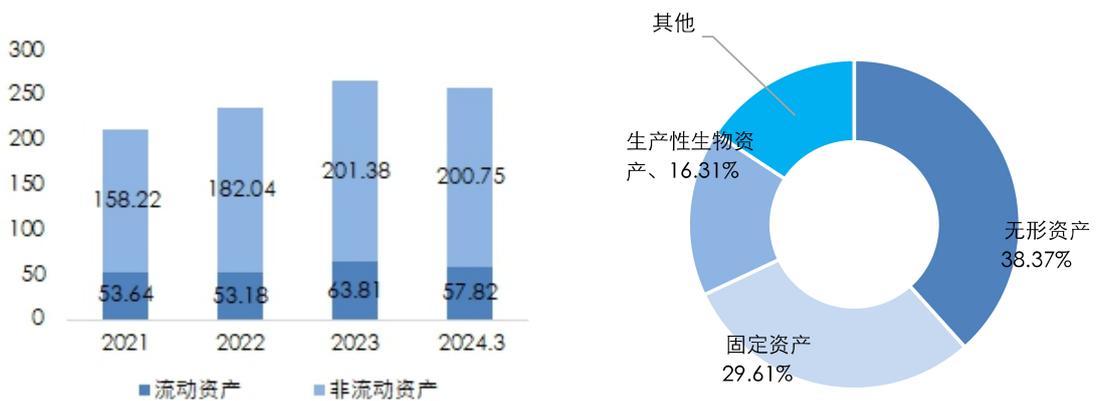
2~3年的占比2.82%，3~4年的占比1.46%，4~5年的占比0.46%；5年以上的占比17.17%；公司其他应收款金额前五单位期末余额占其他应收款期末总额比例为33.16%。2024年3月末其他应收款为3.90亿元。

近年，公司非流动资产金额逐年增加，主要来自固定资产、生产性生物资产的增加。2023年末，公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和生产性生物资产等构成，占比分别为38.37%、29.61%和16.31%，合计占非流动资产的比例为84.29%。

公司无形资产主要为土地使用权，近三年公司无形资产金额较稳定，2023年末公司无形资产金额为77.26亿元，同比增加0.90%。2009年，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80072.20公顷、评估总价值约79亿元的国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司，上述地块主要为林地、耕地、园地、坑塘水面等等。截至2023年末，公司无形资产中受限的土地使用权共4宗，面积合计9766.05万平方米，占无形资产土地使用权总面积的12.67%，价值合计17.41亿元，占无形资产土地使用权总价值的22.36%。2024年3月末，公司无形资产为77.76亿元。

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备和运输设备等，近三年金额逐年增加，分别为39.24亿元、46.08亿元和59.63亿元，近年金额呈现增长态势，主要是农田基本建设及奶牛基地建设等在建工程逐步转入固定资产所致。其中2023年末，公司固定资产中房屋建筑物、机器设备的账面价值分别为49.25亿元和8.50亿元。2024年3月末，公司固定资产为58.62亿元。

图表 14：公司资产构成及 2023 年末公司非流动资产科目情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
存货	28.52	27.82	34.18	32.38
货币资金	15.40	14.80	14.96	14.97
其他应收款	1.32	1.54	6.90	3.90
应收账款	1.71	3.53	5.22	3.37

流动资产合计	53.64	53.18	63.81	57.82
无形资产	76.49	76.57	77.26	77.76
固定资产	39.24	46.08	59.63	58.62
生产性生物资产	19.06	28.64	32.84	33.65
非流动资产合计	158.22	182.04	201.38	200.75
资产总额	211.86	235.22	265.19	258.56

数据来源：公司提供，东方金诚整理

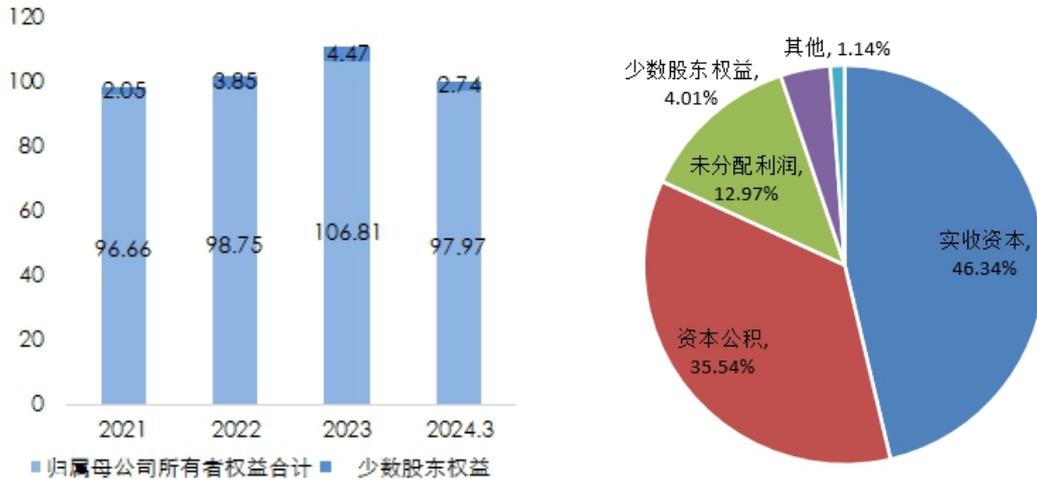
从资产受限情况来看，截至 2023 年末，公司受限资产账面价值为 22.07 亿元（不含已质押的沙湖景区收费权），主要为用于抵押的土地使用权、流动性受限的存款等，受限资产占总资产 2.54%，占净资产的比例为 19.83%。

资本结构

近三年，公司股东权益金额逐年增长，其中实收资本、资本公积占比较高，公司股东权益结构较稳定，受益于经营积累，公司未分配利润持续增加

近三年，公司所有者权益逐年增加，分别为 98.71 亿元、102.60 亿元和 111.27 亿元，公司股东权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，少数股东权益占比较低。近三年，公司实收资本维持稳定，始终为 51.56 亿元，全部为来自宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会的国有资本，实收资本在股东权益中占比较高。公司资本公积主要包括资本溢价、其他资本公积，近三年逐年增长，分别为 32.26 亿元、32.52 亿元和 39.55 亿元，主要为股权及资产划转增加资本公积所致。受益于经营积累，公司未分配利润逐年增加，近三年分别为 12.08 亿元、13.60 亿元和 14.43 亿元。公司少数股东权益主要来自公司并表项目的少数股东对应部分，金额较低。2024 年 3 月末，公司实收资本为 51.56 亿元、资本公积为 37.81 亿元、未分配利润为 8.63 亿元，少数股东权益为 2.74 亿元。

图表 15：近年公司所有者权益结构及 2023 年末所有者权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司有息债务波动增长，短期债务占比略高于长期债务占比，面临一定的债务集中偿付压力

近年公司负债总额逐年增长，截至 2024 年 3 月末，公司负债总额为 156.98 亿元，其中流动负债占比 59.94%。

近三年，公司流动负债金额逐年增长，2023 年末公司流动负债同比增加 28.80%，主要是短期借款增长所致。2023 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付短期债券和应付账款等构成，占流动负债的比例分别为 41.60%、20.50%和 14.24%，合计为 76.34%。2024 年 3 月末，公司流动负债金额为 94.10 亿元。公司短期借款近年增长较快，主要是由于公司生产经营投入增加，导致日常流动资金需求增加所致。2023 年末，公司短期借款金额为 41.05 亿元，同比增长 28.80%，2024 年 3 月末，短期借款金额为 41.01 亿元。

2023 年，公司将一年内到期的非流动负债中超短期融资券债券余额调整至“应付短期债券”科目，2023 年末及 2024 年 3 月末，该科目金额分别为 20.23 亿元和 16.00 亿元，2024 年 1 季度公司部分债券进行了兑付。

公司应付账款主要包括应付工程款、应付原材料货款等，近三年金额呈现小幅波动，2023 年末，公司应付账款为 14.05 亿元，其中账龄在 1 年内（含 1 年）的金额占比为 54.81%，1~2 年（含 2 年）的金额占比为 31.43%，2~3 年（含 3 年）的金额占比为 2.25%，3 年以上的金额占比为 11.51%。2024 年 3 月末，公司应付账款金额为 12.46 亿元。

图表 16：公司近年负债结构及 2023 年末公司非流动负债构成情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期借款	29.47	31.87	41.05	41.04
应付短期债券	0.00	0.00	20.23	16.00
应付账款	12.63	14.10	14.05	12.46
流动负债合计	65.43	88.34	98.67	94.10
长期借款	29.68	30.44	30.18	32.29
递延收益	11.11	12.05	14.49	13.99
非流动负债合计	47.73	44.28	55.24	62.89
负债总额	113.15	132.62	153.91	156.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，公司非流动负债金额有所波动，2023 年末公司非流动负债同比增长 24.75%，主要系长期借款、递延收益等增长所致。同期末，公司非流动负债主要由长期借款和递延收益构成，占当期非流动负债的比例分别为 54.63%和 26.23%。2024 年 3 月末，公司非流动负债为 62.89 亿元。

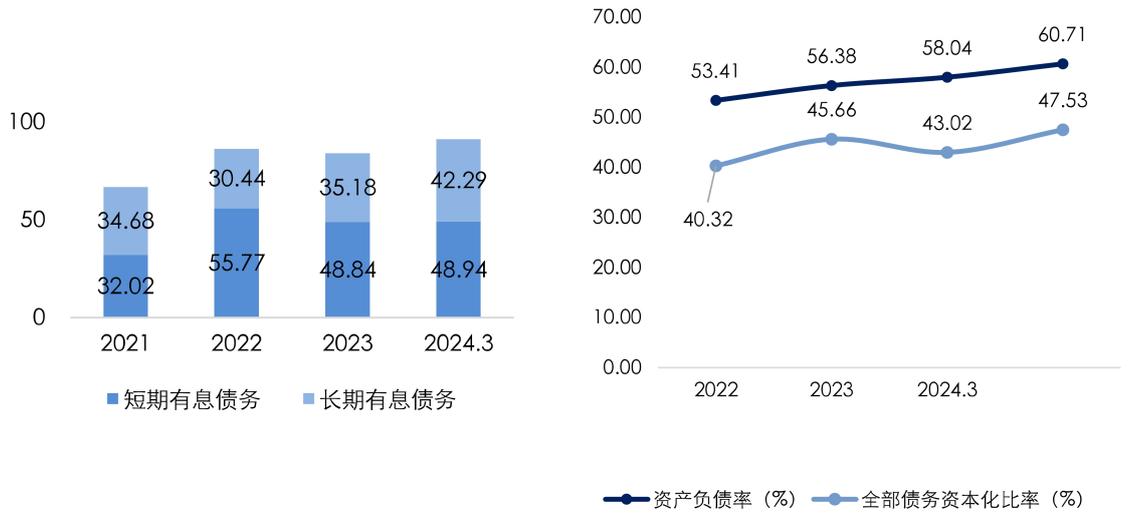
公司长期借款金额有所波动，近三年分别为 29.68 亿元、30.44 亿元和 30.18 亿元。2023 年末公司长期借款主要包括抵押借款、担保借款、项目借款等，其中项目借款主要是世界银行贷款、日元贷款以及亚洲开发银行贷款，长期借款用途主要为项目开发建设。截至 2024 年 3 月末，公司长期借款金额为 32.29 亿元，主要原因为子公司农垦乳业借款增加所致。

公司递延收益主要为自治区政府对奶牛场现代化建设和其他专项建设项目的补助，近三年末分别为 11.11 亿元、12.05 亿元和 14.49 亿元。2024 年 3 月末，公司递延收益为 13.99 亿元。

公司有息债务规模近年有所波动，2023 年末和 2024 年 3 月末，公司全部债务分别为 84.02 亿元和 91.23 亿元，其中短期有息债务占比分别为 58.13%和 53.65%，同期末，公司资产负债率分别为 58.04%和 60.71%，全部债务资本化比率分别为 43.02%和 47.53%。

从债务期限结构来看，以 2024 年 3 月末公司全部债务为基础，一年内到期的债务为 48.94 亿元，短期内面临一定的债务集中偿还压力。从债务用途来看，公司新增债务主要用于债务到期偿还、项目开发建设等。

图表 17：公司有息债务及期限结构³（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

公司收入规模保持增长，利润规模有所波动，主营获利能力波动较大，利润总额对政府补助的依赖性较高，2023 年公司承接了政府移交的因历史遗留原因存在亏损的企业，以及淘汰低产奶牛产生了资产减值损失，当期利润受到较大侵蚀

近三年，公司营业收入逐年增加，分别为 32.25 亿元、39.51 亿元和 44.01 亿元，其中 2022 年公司收入增加主要受益于建筑及房地产开发收入的增加；2023 年公司收入增加主要是因为种植业实现了产量和效益的双增长。营业利润率及毛利率水平有所波动，2023 年公司营业利润率为 24.27%，毛利率为 25.18%。随着业务规模的扩张，公司期间费用逐年增加，期间费用率逐年提升，分别为 19.56%、19.66%和 21.36%，2023 年公司期间费用合计 9.40 亿元，其中以管理费用和财务费用为主，销售费用及研发费用占比较低。2024 年 1 季度，公司的期间费用率提升至 23.67%。

近三年，公司利润总额有所波动，分别为 2.02 亿元、2.86 亿元和 1.43 亿元，2023 年公司利润总额同比下降较多，主要是公司当年承接了自治区农投、农科院等政府移交企业，但部分企业历史遗留问题较多，每年亏损近 1 亿元，导致净利润有所下降。公司利润总额对政府补助的依赖性较高，公司营业外收入主要来源于政府补助、罚款及赔偿款、无需支付的款项及其他收入等，近三年金额逐年增加，分别为 0.74 亿元、1.28 亿元和 1.91 亿元；公司其他收益主要由政府补贴、减免税款、个税返还手续费以及其他与经营活动相关的补助构成，近三年金额逐年增加，分别为 1.70 亿元、2.49 亿元和 3.41 亿元；营业外收入及其他收益近三年在利润总额中的合计占比分别为 120.94%、131.97%、373.09%，在利润总额中占比较高。

2023 年，公司资产减值损失金额较高，为-1.72 亿元，同年公司资产处置收益为-1.99 亿元，

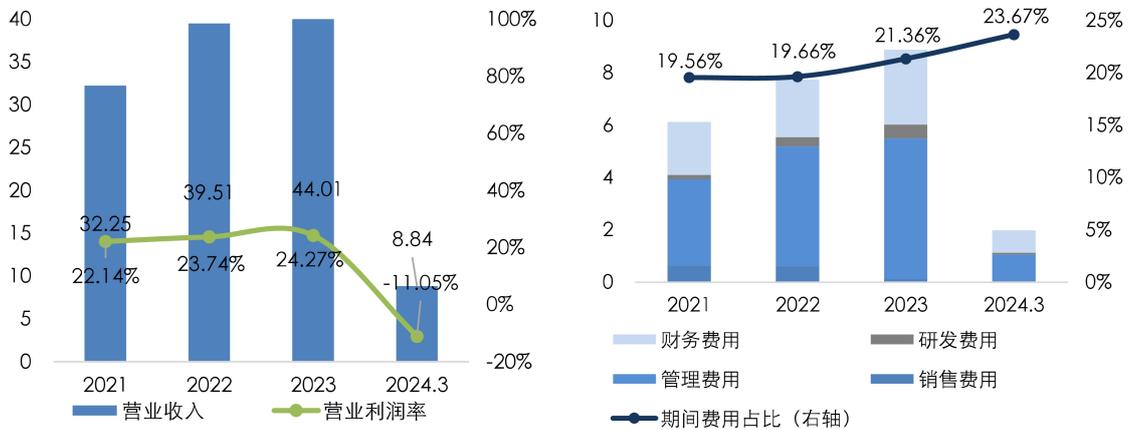
³ 因统计口径不同，公司提供数据与财务报表存在差异。

主要为低产奶牛淘汰产生的损失，公司资产减值损失对当期利润的侵蚀较大。

近三年，公司净利润分别为 1.56 亿元、2.04 亿元和 0.86 亿元。近三年公司收益率指标有所波动，2023 年公司净资产收益率为 0.78%，同比下降 1.21 个百分点，同期公司总资本收益率为 0.44%，同比下降 0.64 个百分点，主要是 2023 年的资产减值损失、资产处置收益对利润的侵蚀较大。

2024 年 1~3 月，公司实现营业收入为 8.84 亿元，同比小幅下降，主要是奶业收入减少所致，当期奶牛饲料采购价格有所上涨，导致营业成本较高，营业利润率为负，同期公司利润总额为-4.74 亿元，资产处置收益为-1.83 亿元。考虑到公司主业农业业务规模的持续扩张，预计 2024 年公司营业收入规模将保持增长，利润方面，预计 2024 年公司计提减值损失金额将有所下降，公司利润总额将有望保持小幅增长。

图表 18：公司收入和盈利能力情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

近三年，公司经营净现金流逐年下降；因公司对农田基础设施工程、沙湖景区等工程的建设支出现金较多，公司投资性净现金流持续净流出；筹资性净现金流持续净流入，公司对外部融资的依赖性较大

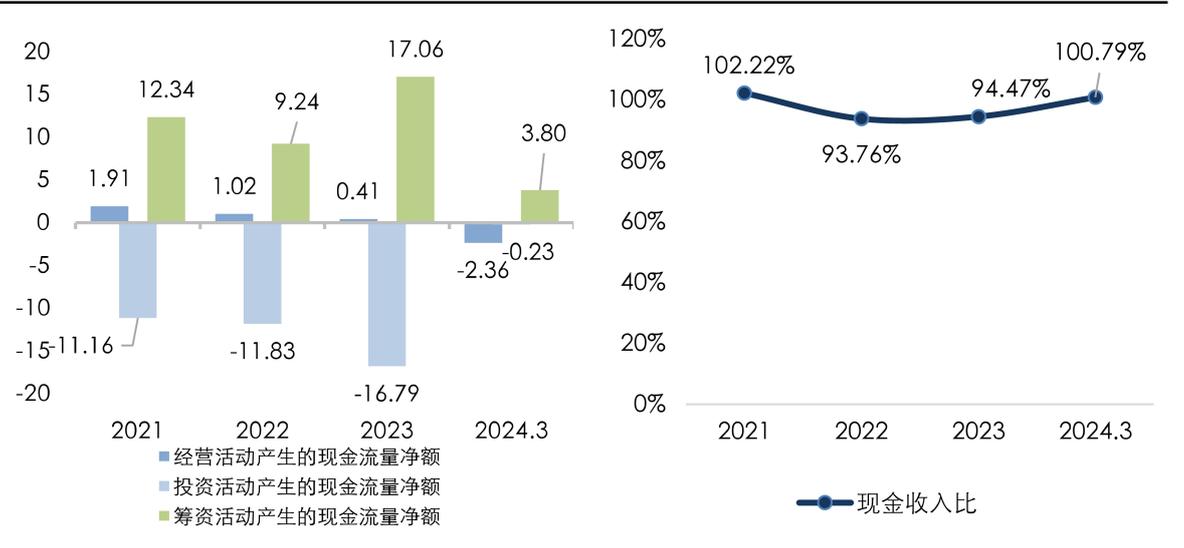
近三年公司经营净现金流逐年下降，分别为 1.91 亿元、1.02 亿元和 0.41 亿元。其中，2022 年经营净现金流净额较 2021 年同比下降 46.43%，主要是因为公司生产经营规模扩大、饲料价格上涨、支付职工社保费及企业往来款增加，导致经营活动现金流出较大所致。2023 年公司经营净现金流同比下降 59.79%，主要是因为饲料成本支出上涨导致现金流出较大所致。2024 年 1~3 月，公司经营净现金流为-2.36 亿元，主要是因为鲜奶销售收入下降及饲料成本支出上涨导致现金流量净额为负。

公司投资性净现金流持续净流出，近三年分别为-11.16 亿元、-11.83 亿元和-16.79 亿元，且净流出规模持续增加，主要由于公司持续投资农田基础设施工程、沙湖景区及其他零星工程

等建设支出的现金较多。2024年1~3月，公司投资性净现金流为-0.23亿元。

公司筹资活动现金流入主要来自取得借款等；筹资活动现金流出主要用于归还借款和利息。近三年公司筹资性净现金流持续净流入，分别为12.34亿元、9.24亿元和17.06亿元。2024年1~3月，公司筹资性净现金流为3.80亿元。

图表 19：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率、速动比率近年有所波动，公司整体流动性较弱。2023年公司流动比率和速动比率分别为64.67%、30.03%。受经营性净现金流逐年减少影响，公司经营现金流动负债比持续下降。截至2023年末，公司货币资金期末金额为14.96亿元，短期有息债务48.84亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较低。

从长期偿债指标来看，受公司EBITDA波动影响，公司EBITDA利息倍数呈现一定波动，2023年EBITDA利息倍数为3.96倍；全部债务/EBITDA指标波动下降，2023年全部债务/EBITDA为6.76倍。截至2023年末，公司获得的银行总授信额度为318.54亿元，尚未使用银行授信234.81亿元。

图表 20：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2021年	2022年	2023年	2024年3月末
流动比率	81.99	60.20	64.67	61.44
速动比率	38.40	28.70	30.03	27.04
经营现金流动负债比	2.92	1.16	0.42	-
EBITDA 利息倍数	3.32	5.34	3.96	-
全部债务/EBITDA	8.35	6.46	6.76	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2024年5月28日，公司本部未结清信贷不存在不良记录；公开市场发行债券均已按时兑付本息。

外部支持

公司是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏回族自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，在业务定位、资本投入、政府补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持

公司为国有独资公司，宁夏国有资产监督管理委员会是公司全资股东，代表宁夏回族自治区政府履行出资人职责，享有国有资产所有权。公司是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，对宁夏回族自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

定位方面，公司是宁夏地区最大的农业类综合产业集团，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，已经形成了产、加、销一体化和贸、工、农一条龙的产业链。根据宁夏回族自治区办公厅《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），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。

资本投入方面，2009年，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80072.20公顷、评估总价值约79亿元的国有划拨土地按评估价格作为国家资本金全额注入公司，上述地块主要为林地、耕地、园地、坑塘水面等等。

政府补贴方面，公司利润总额对政府补助的依赖性较高，公司营业外收入主要来源于政府补助、罚款及赔偿款、无需支付的款项及其他收入等，近三年金额逐年增加，分别为0.74亿元、1.28亿元和1.91亿元；公司其他收益主要由政府补贴、减免税款、个税返还手续费以及其他与经营活动相关的补助构成，近三年金额逐年增加，分别为1.70亿元、2.49亿元和3.41亿元。

抗风险能力及结论

公司是宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，拥有国有土地282万亩，粮食、鲜乳、草畜、旅游等优势产业发展位居全区前列，在农业规模化生产方面具有很强的区域竞争力；公司种植面积稳定在三万公顷以上，作物种植种类主要包括粮食作物、蔬菜、水果、药材、牧草等等，2023年公司粮食产量超过56.74万吨，占宁夏回族自治区粮食总产量的15%左右，行业地位突出；公司奶业规模化养殖体系较完整，良种繁育具有较强技术优势，近年持续加强奶场建设，

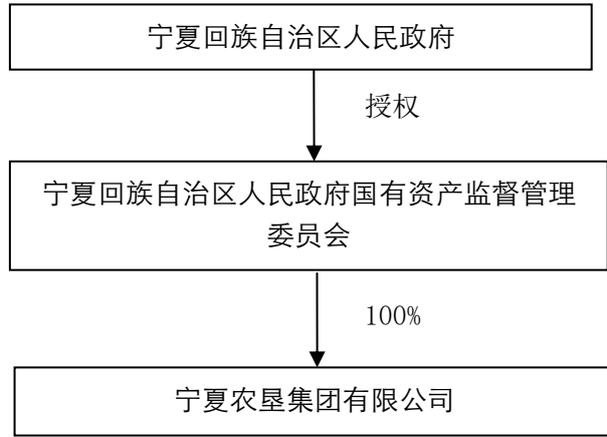
奶牛存栏量、生鲜乳产量逐年增加，生鲜乳产量占宁夏地区 14%以上，具有很强的竞争优势。

同时，东方金诚关注到近年来玉米、青贮等价格上涨，奶业成本控制面临一定压力，公司猪肉产量受猪周期影响明显，2023 年猪价保持低水平运行，公司猪产业呈现亏损；公司开发的房地产项目均位于银川市区内，其中写字楼项目面临一定的去化压力；公司利润总额对政府补助的依赖性较高，2023 年公司承接了政府移交的因历史遗留原因存在亏损的企业，以及淘汰低产奶牛产生了资产减值损失，当期利润受到较大侵蚀；公司有息债务波动增长，公司新增债务主要用于债务到期偿还、项目开发建设等，未来面临一定的债务集中偿付压力。

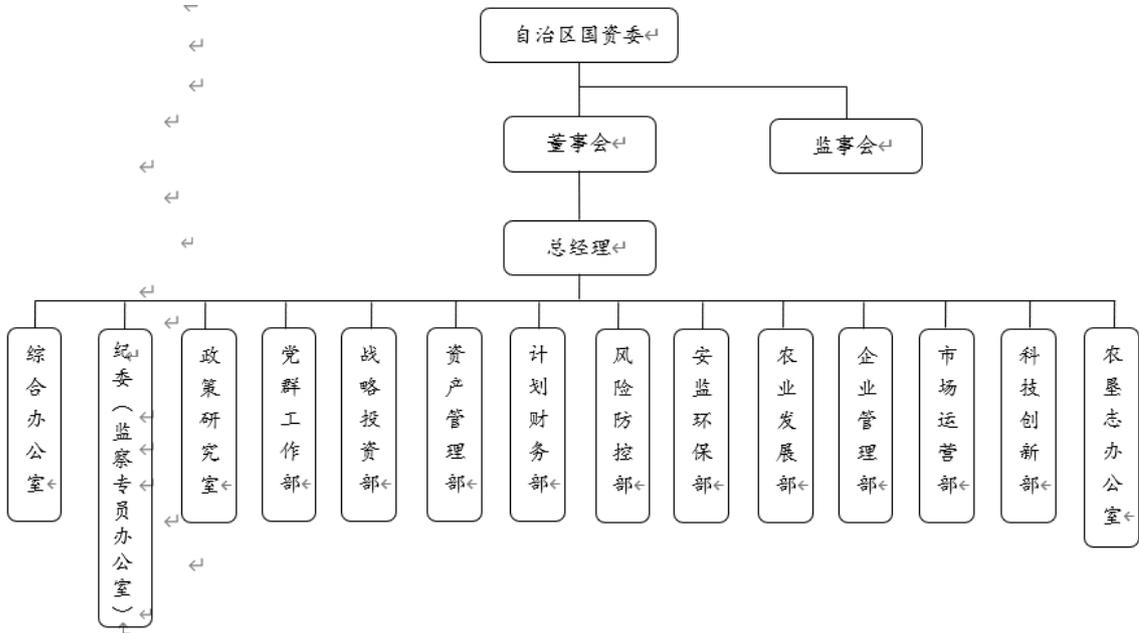
外部支持方面，公司是宁夏回族自治区现代农业的龙头企业，在宁夏回族自治区有保障农副产品供给、引领示范现代农业等职能，对宁夏回族自治区建设国家农业绿色发展先行区有重要作用，公司在业务定位、资本投入、补贴等方面持续获得自治区政府的大力支持，综合实力很强。

综合考虑，评定公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期中票信用等级为 AA+。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至2024年3月末公司组织结构图



附件三：宁夏农垦主要财务数据和财务指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	211.86	235.22	265.19	258.56
所有者权益（亿元）	98.71	102.60	111.27	101.58
负债总额（亿元）	113.15	132.62	153.91	156.98
短期债务（亿元）	32.02	55.77	48.84	48.94
长期债务（亿元）	34.68	30.44	35.18	42.29
全部债务（亿元）	66.70	86.22	84.02	91.23
营业收入（亿元）	32.25	39.51	44.01	8.84
利润总额（亿元）	2.02	2.86	1.43	-4.74
净利润（亿元）	1.56	2.04	0.86	-4.75
EBITDA（亿元）	7.98	13.35	12.43	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.91	1.02	0.41	-2.36
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-11.16	-11.83	-16.79	-0.23
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	12.34	9.24	17.06	3.80
毛利率（%）	22.86	25.85	25.18	-9.84
营业利润率（%）	22.14	23.74	24.27	-11.05
销售净利率（%）	4.82	5.17	1.97	-53.70
总资本收益率（%）	2.31	2.30	2.05	-
净资产收益率（%）	1.58	1.99	0.78	-
总资产收益率（%）	0.73	0.87	0.33	-
资产负债率（%）	53.41	56.38	58.04	60.71
长期债务资本化比率（%）	26.00	22.88	24.02	29.57
全部债务资本化比率（%）	40.32	45.66	43.02	47.53
货币资金/短期债务（%）	48.11	26.54	30.63	30.59
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-13.87	-12.54	-19.49	-
流动比率（%）	81.99	60.20	64.67	61.44
速动比率（%）	38.40	28.70	30.03	27.04
经营现金流动负债比（%）	2.92	1.16	0.42	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.32	5.34	3.96	-
全部债务/EBITDA（倍）	8.35	6.46	6.76	-
应收账款周转率（次）	-	15.09	10.06	-
销售债权周转率（次）	-	14.90	10.03	-
存货周转率（次）	-	1.04	1.06	-
总资产周转率（次）	-	0.18	0.18	-
现金收入比（%）	102.22	93.76	94.47	100.79

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“宁夏农垦集团有限公司 2024 年度第三期中期票据”（以下简称“该中票”）的信用等级有效期内，持续关注与宁夏农垦集团有限公司（以下简称“受评主体”）和债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024 年 6 月 11 日