

甘肃省农垦集团有限责任公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 yliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 7 月 22 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 7 月 22 日至 2023 年 2 月 23 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 3180 号

甘肃省农垦集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 7 月 22 日至 2023 年 2 月 23 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年七月二十二日

评级观点：中诚信国际维持甘肃省农垦集团有限责任公司（以下简称“甘肃农垦”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司土地资源丰富、规模化种植和机械化渗透率不断提升、通过并购实现奶牛养殖全产业链布局、银行授信充足以及融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力提供的支持。同时，中诚信国际关注到农产品种植易受自然灾害影响、债务规模持续增加、短期偿债压力有所上升、应收款项回收风险值得关注等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

| 甘肃农垦（合并口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 195.98 | 199.84 | 228.55 | 232.61 |
| 所有者权益合计（亿元） | 85.48 | 77.03 | 89.27 | 88.85 |
| 总负债（亿元） | 110.50 | 122.81 | 139.29 | 143.76 |
| 总债务（亿元） | 66.60 | 79.10 | 95.62 | 104.31 |
| 营业总收入（亿元） | 60.62 | 66.15 | 72.78 | 10.92 |
| 净利润（亿元） | 0.61 | -6.44 | 0.83 | -0.11 |
| EBIT（亿元） | 4.39 | -2.31 | 4.57 | -- |
| EBITDA（亿元） | 9.04 | 6.59 | 11.02 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | -3.68 | 4.59 | 2.97 | -2.40 |
| 营业毛利率(%) | 22.23 | 16.84 | 17.66 | 27.23 |
| 总资产收益率(%) | 2.29 | -1.17 | 2.13 | -- |
| 资产负债率(%) | 56.38 | 61.45 | 60.94 | 61.80 |
| 总资本化比率(%) | 43.79 | 50.66 | 51.72 | 54.00 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.37 | 12.00 | 8.68 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 2.36 | 1.69 | 2.83 | -- |
| 甘肃农垦（本部口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
| 总资产（亿元） | 57.47 | 69.37 | 68.66 | 73.33 |
| 所有者权益合计（亿元） | 19.44 | 20.87 | 19.93 | 19.66 |
| 总负债（亿元） | 38.03 | 48.50 | 48.73 | 53.67 |
| 总债务（亿元） | 26.26 | 34.14 | 35.70 | 39.79 |
| 营业总收入（亿元） | 0.47 | 0.39 | 0.53 | 0.10 |
| 净利润（亿元） | -0.61 | 1.10 | -0.50 | -0.27 |
| EBIT（亿元） | 0.76 | 2.62 | 0.96 | -- |
| EBITDA（亿元） | 0.78 | 2.64 | 0.99 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 2.42 | 3.55 | 1.19 | -4.19 |
| 总资产收益率(%) | 1.47 | 4.13 | 1.39 | -- |
| 资产负债率(%) | 66.18 | 69.91 | 70.97 | 73.19 |
| 总资本化比率(%) | 57.47 | 62.06 | 64.17 | 66.94 |
| 总债务/EBITDA(X) | 33.76 | 12.92 | 36.13 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 0.57 | 1.60 | 0.70 | -- |

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：农林牧渔(C010000_2020_01)

| 甘肃省农垦集团有限责任公司打分卡结果 | | | |
|--|-------------------|-------|----------------|
| 重要因素 | 指标名称 | 指标值 | 分数 |
| 规模(20%) | 营业总收入(亿元) | 72.78 | 7 |
| 盈利能力与效率(15%) | 总资产收益率(%)* | 1.08 | 5 |
| | 存货周转率(X)* | 2.05 | 7 |
| 财务政策与偿债能力(35%) | 总资本化比率(%) | 51.72 | 8 |
| | 总债务/EBITDA(X)* | 9.35 | 7 |
| | EBITDA 利息保障倍数(X)* | 2.29 | 7 |
| 运营实力(30%) | 经营活动净现金流/短期债务(X)* | 0.04 | 5 |
| | 经营稳定性 | 7 | 7 |
| | 资源控制力 | 8 | 8 |
| | 竞争实力 | 8 | 8 |
| 打分结果 | | | a |
| BCA | | | a ⁺ |
| 支持评级调整 | | | 2 |
| 评级模型级别 | | | AA |
| 打分卡定性评估与调整说明： | | | |
| 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a ⁺)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、资源特殊性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。 | | | |

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **土地资源丰富，规模化种植和机械化渗透率不断提升。**作为甘肃省农业主导企业，公司自有土地资源丰富，截至 2022 年 3 月末拥有土地总面积 822.53 万亩，目前已形成区域优势特色农产品种植格局且耕种机械化渗透率持续提升。

■ **通过并购实现奶牛养殖全产业链布局。**跟踪期内，公司完成对上市公司兰州庄园牧场股份有限公司（以下简称“庄园牧场”，股票代码：002910.SZ, 1533.HK）的并购，成为拥有饲草料种植、奶牛养殖和液态奶加工能力的全产业链企业，通过发挥庄园牧场与子公司甘肃农垦天牧乳业有限公司（以下简称“天牧乳业”）的协同效应和产业链一体化优势，行业竞争力与盈利水平有望进一步增强。

■ **银行授信充足，融资渠道畅通。**公司银行授信较为充足，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 146.12 亿元，其中未使用额度为 88.07 亿元；下属子公司甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（以下简称“亚盛集团”，股票代码：600108.SH）和甘肃莫高实业发展股份有限公司（以下简称“莫高股份”，股票代码：600543.SH），均为 A 股上市公司，庄园牧场为 A 股和 H 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **农产品种植易受自然灾害影响。**农业板块易受环境、气候变化等影响，且自然灾害造成的损失具有极高的不可逆性，需对自然灾害及气候条件对农业板块盈利稳定性的影响保持关注。

■ **债务规模持续增加，短期偿债压力有所上升。**2021 年以来公司债务规模持续增加，截至 2022 年 3 月末增至 104.31 亿元，短期债务占比升至 43.75%；跟踪期内，合并及本部口径下货币等价物均无法覆盖短期债务，需持续关注短期债务偿付情况。

■ **应收款项回收风险值得关注。**应收账款和其他应收款对资金形成占用，2021 年公司计提应收账款和其他应收款坏账准备合计 1.79 亿元，累计计提应收账款和其他应收款坏账准备合计 14.02 亿元，对利润形成一定侵蚀，需持续关注公司应收款项回收风险及坏账计提情况。

评级展望

中诚信国际认为，甘肃省农垦集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，业务规模及资源控制力增强，盈利水平持续大幅增长。

■ **可能触发评级下调因素。**丧失重要子公司控制权，盈利及获现水平大幅恶化、债务规模大幅增加导致流动性风险等；可获得的外部支持大幅弱化。

评级历史关键信息

| 甘肃省农垦集团有限责任公司 | | | | | | |
|---------------|------|-----------|------------|--|--|----------------------|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | | 评级报告 |
| AA/稳定 | -- | 2021/7/27 | 程方誉、谭婕妤 | 中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2020_01 | | 阅读全文 |
| AA/稳定 | -- | 2020/3/19 | 柳青、王钰莹、赵黎钰 | 中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02 | | 阅读全文 |

同行业比较

| 2021年（末）部分农垦企业主要指标对比表（万亩、亿元、%） | | | | | | |
|--------------------------------|----------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 公司名称 | 土地面积 | 总资产 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润 | 经营活动净现金流 |
| 江苏农垦 | 178.50 | 409.32 | 43.53 | 182.15 | 30.33 | 12.34 |
| 广东农垦 | 334.34* | 425.80 | 60.24 | 240.34 | 2.25 | 18.71 |
| 甘肃农垦 | 822.53* | 228.55 | 60.94 | 72.78 | 0.83 | 2.97 |

注：“江苏农垦”为“江苏省农垦集团有限公司”简称；“广东农垦”为“广东省农垦集团公司”简称；加“*”数据节点为2022年3月末。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政

策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年我国粮食种植面积基本保持稳定，产量及单产水平稳中有升，价格有所上涨

耕地种植面积是决定农作物总量的关键因素，近年来随着耕地保护政策执行力度的不断加大，全国耕地面积企稳，根据2021年8月公布的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，但人均耕地面积不足1.5亩，仅为世界人均耕地面积的40%，且受陡坡、瘠薄以及盐碱等多种因素影响，部分耕地质量不高。从气候条件上看，我国是一个严重缺水且水资源分布极不平衡、自然灾害频繁发生的国家，对中长期粮食安全构成一定的威胁。

产量方面，2021年全国各地层层压实粮食生产责任，落实最严格的耕地保护制度，进一步加大粮食生产扶持力度，提高农民种粮积极性，全国粮食产量再获丰收。根据国家统计局数据，2021年我国粮食种植面积17.64亿亩，同比增长0.7%；粮食产量68,285万吨，同比增长2.0%。其中，稻谷产量21,284万吨，增产0.5%；小麦产量13,695万吨，增产2.0%；玉米产量27,255万吨，增产4.6%。粮食单产方面，2021年全国主要农区大部分时段光温水匹配良好，气象条件总体有利于粮食作物生长发育和产量形成，且高产作物玉米播种面积扩大，单产水平整体呈增长态势。当年全国粮食单产达到387公斤/亩，同比增长1.2%。

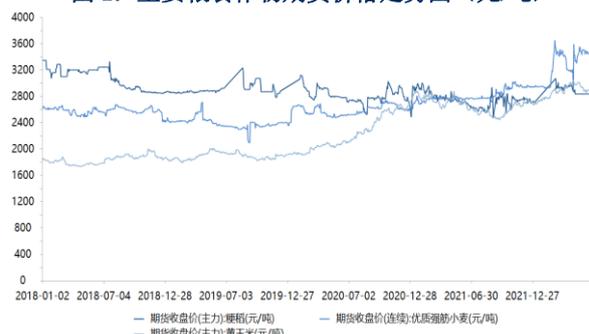
下游需求方面，粮食下游用途可分为口粮消费、饲料用粮、工业用粮以及种业用粮等，其中口粮消费是最重要的粮食用途，但近年来受膳食结构调整影响，其在国内粮食消费中的比重呈下降态势，但仍占国内粮食消费总量的50%以上；饲料用粮是国

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。

从粮食品种结构看，稻谷、小麦以及玉米为国内三大粮食品种，近年来合计产量在粮食总产量中占比保持90%左右。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20,000万吨左右，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则呈下降趋势。粮食进口方面，根据海关总署统计数据显示，2021年我国粮食累计进口16,453.9万吨，同比增长18%，占当年粮食总产量的24.1%。其中，其中大豆进口9,652万吨，占进口总量的58.6%；玉米进口2,835万吨，同比增长超150%，占进口总量的17.23%；小麦进口977万吨，占进口总量的5.94%。国内粮食品种结构仍存在不平衡，部分粮食作物进口依赖度较高。

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。2021年以来，疫情和极端天气频发、化肥价格和海运成本高涨等因素导致国际粮价大幅上涨；但国内粮食产量较稳定，政府出台一系列举措保供稳价，国内粮食价格温和上涨，根据国家统计局数据显示，2021年稻谷生产价格指数同比上涨1.9%，小麦生产价格指数上涨6.6%，进口依赖较高的玉米生产价格指数涨幅较大，全年上涨25.5%。

图 1：主要粮食作物期货价格走势（元/吨）



数据来源：Choice数据

注：粳稻、小麦期货价格分别取自郑州商品交易所的粳稻期货收盘价（连续）和郑商所优质强筋小麦期货结算价（主力）；玉米期货价格取自大连商品交易所的黄玉米期货收盘价（主力）。

资料来源：Choice，中诚信国际整理

甘肃省粮食播种面积及产量保持稳定，两级政府继续出台政策支持农业发展

2021年，甘肃省全年实现生产总值10,243.3亿元，同比增长6.9%，首次突破万亿大关，其中第一产业增加值同比增长10.1%至1,364.7亿元，第二产业完成增加值同比增长6.4%至3,466.6亿元，第三产业实现增加值同比增长6.5%至5,412.0亿元；三次产业结构比调整13.33:33.84:52.83，其中以农业为主的第一产业增加值增长较快。2021年甘肃省全年粮食种植面积为267.7万公顷，全年粮食总产量1,231.5万吨，均同比实现小幅增长。

农业政策方面，甘肃省发布《关于坚持农业农村优先发展做好全省“三农”工作的实施意见》，提出坚持农业农村优先发展，深化农业供给侧结构性改革，推进农业农村改革发展。甘肃省在大力发展特色产业的同时，农业生产经营方式逐步由单纯的种养业向贸工农一体化发展。2021年3月，中央一号文件《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布，明确指出要坚持把解决好“三农”问题作为全党工作的重中之重，目标到2025年农业农村现代化取得重要进展、农业基础设施现代化迈上新台阶、农村生活设施便利化初步实现、城乡基本公共服务均等化水平明显提高，并提出实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接，加快推进农业现代化，大力实施农村建设行动等具体要求。

产权结构清晰，法人治理结构有待完善，内部控制机制健全

产权结构方面，截至2022年3月末，公司实收资本为6.00亿元，控股股东仍为甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”），持有

公司100%股权；实际控制人仍为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”），产权结构保持稳定。

跟踪期内，公司严格按照《公司法》及相关法律法规要求，不断完善法人治理结构。公司不设股东会，由出资人或实际控制人依法单独行使相关职权；下设董事会及监事会¹，截至2022年3月末尚有2位董事未实际到位，法人治理结构有待完善，需关注后续董事到位情况。目前，公司已建立起财务管理制度、对外担保制度、关联交易制度等一系列内部管理制度体系，内部控制机制较为健全。资金归集方面，公司设立资金池对下属非上市子公司进行资金集中管理，资金归集率达到100%，上市子公司资金管理按照证监会规定执行。

人事变动方面，2021年12月，根据《甘肃省人民政府任免通知》（甘政任字〔2021〕49号），公司董事长由谢天德变更至张懿笃，系公司正常人事变动。此外，中诚信国际关注到，2022年6月24日公司发布公告称，副总经理、党委委员李宗文因涉嫌违纪和职务违法犯罪被立案调查并实施留置，中诚信国际将对该事件后续进展及对公司经营产生的影响保持关注。

跟踪期内，农业种植业务保持丰富的土地资源优势，机械化渗透率不断提升，但需持续关注自然气候对业绩实现的影响；畜牧养殖业务受饲料原料价格上涨及猪价大幅下跌影响，经营业绩承压，需对后续盈利情况保持关注

作为甘肃省农业主导企业，公司自有土地资源丰富，是全国拥有土地面积较大的农业企业之一，截至2022年3月末，公司拥有土地总面积822.53万亩，其中农业用地427.88万亩，包括耕地106.10万亩（不含流转土地16万亩）、园地6.76万亩、林地80.68万亩、草地216.02万亩和其他农业用地18.32万亩。公司持续开展土地综合治理，同时对产

工代表监事共同组成，目前全部到位。

¹ 董事会由7名董事组成，因一名董事任职调整、一名董事退休，公司现有5名董事，尚缺2人未实际到位；监事会由出资人委派的成员和职

出低、比较贫瘠的耕地进行退耕（荒）还林、还草，2021 年以来耕地、林地面积有所增加。

跟踪期内，农业种植业务运营主体仍以亚盛集团²为主、直属农场为辅³，2021 年及 2022 年一季度，亚盛集团农业收入占公司农业板块收入分别为 55.72% 以及 73.22%。公司农业种植多达几十种作物，其中特产产品种植是国家定点生产基地。农场经营模式仍为统一经营和家庭农场承包经营，截至 2022 年 3 月末，公司统一经营种植面积增至 77 万亩，占种植面积的 78.57%；家庭农场承包种植面积为 21 万亩。2021 年以来，公司持续加大农机更新投入，农业机械化水平进一步提升，机械化播种面积达到 90% 以上，机械化收获面积超过 80%，大宗农作物耕种收综合机械化率达到 90% 以上。农作物产量方面，跟踪期内公司根据下游需求及市场价格走势调整产品种植结构，在保持啤酒花等传统品种规模优势的情况下，降低果品、棉花等低效作物产量，同时增产苜蓿草、玉米等高效经济作物。

| | | | | |
|----|----------|-----------|-----------|-----------|
| | 产量（万吨） | 1.44 | 1.51 | 1.13 |
| | 销量（万吨） | 1.37 | 1.56 | 1.13 |
| | 均价（元/吨） | 5,845.75 | 6,772.58 | 11,666.67 |
| 果品 | 种植面积（万亩） | 4.80 | 4.67 | 4.28 |
| | 产量（万吨） | 5.71 | 6.43 | 6.13 |
| | 销量（万吨） | 4.58 | 6.08 | 5.15 |
| | 均价（元/吨） | 4,859.61 | 4,698.18 | 2,738.92 |
| 小麦 | 种植面积（万亩） | 5.14 | 6.75 | 3.29 |
| | 产量（万吨） | 1.74 | 2.58 | 1.29 |
| | 销量（万吨） | 1.74 | 2.58 | 1.43 |
| | 均价（元/吨） | 2,047.23 | 2,660.74 | 2,720.00 |
| 药材 | 种植面积（万亩） | 7.00 | 5.00 | 6.75 |
| | 产量（万吨） | 1.49 | 0.96 | 2.27 |
| | 销量（万吨） | 1.14 | 1.03 | 2.09 |
| | 均价（元/吨） | 34,802.17 | 35,318.09 | 39,520.11 |
| 玉米 | 种植面积（万亩） | 14.82 | 14.23 | 25.68 |
| | 产量（万吨） | 9.69 | 10.19 | 19.91 |
| | 销量（万吨） | 9.55 | 9.22 | 14.39 |
| | 均价（元/吨） | 2,021.30 | 2,482.42 | 2,831.36 |
| 蔬菜 | 种植面积（万亩） | 10.96 | 13.21 | 13.64 |
| | 产量（万吨） | 41.54 | 53.14 | 64.09 |
| | 销量（万吨） | 41.79 | 54.08 | 63.99 |
| | 均价（元/吨） | 1,142.01 | 1,097.55 | 1,130.48 |

注：由于公司农产品具有明显季节性，一般在每年秋季收获，故未分析 2022 年 1-3 月产销量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 1：公司主要农作物生产情况

| | | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 啤酒花 | 种植面积（万亩） | 1.79 | 1.57 | 1.01 |
| | 产量（吨） | 3,685.78 | 2,382.92 | 2,287.40 |
| | 销量（吨） | 2,771.31 | 2,958.47 | 3,919.12 |
| | 单价（元/吨） | 30,458.64 | 36,703.41 | 28,179.80 |
| 啤酒大麦 | 种植面积（万亩） | 0.34 | 0.76 | 0.46 |
| | 产量（吨） | 1,077.21 | 2,801.88 | 1,700.02 |
| | 销量（吨） | 1,132.87 | 2,145.18 | 1,625.22 |
| | 均价（元/吨） | 2,466.05 | 2,617.03 | 2,747.88 |
| 苜蓿草 | 种植面积（万亩） | 21.00 | 26.00 | 20.74 |
| | 产量（万吨） | 13.94 | 17.32 | 26.54 |
| | 销量（万吨） | 13.73 | 12.84 | 26.91 |
| | 均价（元/吨） | 2,282.17 | 2,317.37 | 2,291.85 |
| 马铃薯 | 种植面积（万亩） | 8.32 | 7.01 | 11.24 |
| | 产量（万吨） | 12.77 | 11.18 | 19.31 |
| | 销量（万吨） | 12.35 | 9.24 | 18.85 |
| | 均价（元/吨） | 1,872.21 | 1,745.57 | 1,832.50 |
| 制种 | 种植面积（万亩） | 5.36 | 4.86 | 5.52 |
| | 产量（万吨） | 4.67 | 4.39 | 5.43 |
| | 销量（万吨） | 4.22 | 4.42 | 5.14 |
| | 均价（元/吨） | 6,460.53 | 5,965.28 | 6,263.54 |
| 棉花 | 种植面积（万亩） | 6.10 | 5.84 | 4.76 |

² 截至 2022 年 3 月末，亚盛集团总资产 86.44 亿元，总负债 45.90 亿元，资产负债率 53.10%；2021 年，亚盛集团实现营业收入总收入 33.33 亿元，同比提升 6.41%；实现净利润 0.64 亿元，同比提升 107.30%；实现

经营活动净现金流 1.57 亿元。

³ 直属农场主要包括金昌农场、永昌农场、小宛农场等。

及犊牛进入泌乳期，预计未来产奶量将持续提升；甘肃农垦饮马牧业有限责任公司（以下简称“饮马牧业”）定位为以高品质安格斯肉牛为主的育种基地，产出的犊牛转至甘肃农垦祁连牧业有限公司⁴（以下简称“祁连牧业”）育肥，跟踪期内肉牛存栏量仍位居全省前列，但受饲料原料价格上涨、饲养周期延长影响，2021年祁连牧业盈利空间承压，呈现业绩微亏；2021年以来甘肃农垦永康牧业有限责任公司（以下简称“永康牧业”）加速低效母猪淘汰，产能有所下降，且由于生猪行业进入下行周期，商品猪及仔猪终端售价大幅下跌，成本倒挂使得当期业绩呈现小幅亏损，但目前养殖规模不大，对整体盈利影响有限。

表 2：公司养殖业务主要运营主体情况（亿元）

| 养殖业务 | 运营主体 | 成立/收购时间 | 营业收入 | | 净利润 | |
|------|------|---------|------|------|------|-------|
| | | | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
| 奶牛养殖 | 天牧乳业 | 2017.4 | 2.92 | 4.01 | 0.13 | 0.09 |
| 肉牛养殖 | 饮马牧业 | 2015.8 | 0.12 | 0.27 | 0.01 | 0.03 |
| | 祁连牧业 | 2020.2 | 1.91 | 3.10 | 0.08 | -0.12 |
| 生猪养殖 | 永康牧业 | 2020.12 | 0.03 | 0.20 | 0.02 | -0.03 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：天牧乳业乳牛存栏及生鲜乳销售情况

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 存栏量（头） | 11,275 | 16,709 | 20,324 | 20,892 |
| 其中：成乳牛 | 5,423 | 6,458 | 9,411 | 10,545 |
| 青年牛及犊牛 | 5,852 | 10,251 | 10,913 | 10,347 |
| 成乳牛单产（公斤/头/天） | 26.60 | 29.36 | 33.22 | 33.22 |
| 生鲜乳销售 | -- | -- | -- | -- |
| 其中：销量（吨） | 53,591 | 63,204 | 77,229 | 29,157 |
| 销售均价（万元/吨） | 0.39 | 0.42 | 0.47 | 0.49 |
| 销售收入（万元） | 21,085 | 26,463 | 36,389 | 14,529 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司肉牛存栏情况（头）

| 牧场 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 饮马牧业 | 1,992 | 3,633 | 4,578 | 4,736 |
| 祁连牧业 | - | 11,611 | 11,216 | 7,616 |
| 合计 | 1,992 | 15,244 | 15,794 | 12,352 |

⁴ 截至 2022 年 3 月末，公司合计持有祁连牧业 51% 股权，甘肃祁连牧歌实业有限公司持有祁连牧业 49% 股权。

⁵ 包括甘肃省农垦饮马水泥厂、甘肃西部水泥有限责任公司、嘉峪关雄

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来永康牧业生猪产能及销售情况

| 科目 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|------------|--------|----------|----------|--------|
| 产能（万头） | 0.82 | 1.44 | 1.38 | 0.25 |
| 出栏量（万头） | 0.64 | 1.25 | 1.21 | 0.25 |
| 商品猪 | | | | |
| 销量（万头） | 0.47 | 0.26 | 0.95 | 0.16 |
| 销售均价（元/公斤） | 12.19 | 31.46 | 16.34 | 10.61 |
| 销售收入（万元） | 696.82 | 1,170.47 | 1,899.10 | 167.52 |
| 仔猪 | | | | |
| 销量（万头） | 0.21 | 0.98 | 0.26 | 0.09 |
| 销售均价（元/头） | 612.33 | 1,724.66 | 564.62 | 539.17 |
| 销售收入（万元） | 127.73 | 1,697.76 | 147.10 | 49.49 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，工业板块葡萄酒、滴灌等传统业务经营持续承压，但水泥销售量价齐升以及新并入乳制品板块对收入形成重要补充，共同带动工业收入同比持续增长

2021 年公司工业板块收入规模明显提升，各细分产业收入结构有所变化。具体来看，受益于当年成功收购庄园牧场，新增乳制品制造板块对工业收入形成重要补充；水泥销售量价齐升带动水泥制造收入有所增加；但葡萄酒制造受需求疲软影响、滴灌设备制造受新签订单量缩减影响，收入均有不同程度下降。2022 年一季度，受益于业务拓展情况整体良好，各细分产业营业收入同比有所提升，带动工业板块营业收入同比增加。

表 6：工业板块收入情况（亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|--------|-------|-------|-------|----------|
| 葡萄酒制造 | 1.21 | 0.76 | 0.48 | 0.16 |
| 水泥制造 | 0.87 | 0.83 | 1.20 | 0.50 |
| 滴灌设备制造 | 1.55 | 2.64 | 1.44 | 0.50 |
| 乳制品制造 | -- | -- | 8.83 | 1.48 |
| 其他 | 6.47 | 6.66 | 3.39 | 0.30 |
| 合计 | 10.10 | 10.89 | 15.34 | 2.94 |

注：其他业务收入包括青阳沟水电站收入和特种药材加工收入等；因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司水泥产能来自甘肃农垦西部水泥有限责任公司旗下 4 家水泥厂⁵。由于水泥行业去产能及环保政策趋严，跟踪期内水泥产能利用率仍处于较低

关天水水泥有限责任公司及玉门市雄关天水水泥有限责任公司四家水泥厂。

水平；但由于水泥及熟料销售主要集中在甘肃省内，以销定产的模式令整体产销率水平较高。2021年以来，周边市场需求复苏叠加大宗水泥终端价格上涨，共同带动水泥销售收入同比增长。但中诚信国际认为，公司水泥产能规模较小，盈利空间有限，在目前水泥行业产能过剩矛盾依旧存在的背景下，中小厂商面临的环保及减碳降耗的成本压力持续加大，未来公司水泥业务盈利水平和经营稳定性情况需持续关注。

表 7：水泥产销情况（万吨/年、万吨、元/吨）

| 水泥 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|----|--------|--------|--------|----------|
| 产能 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 140.00 |
| 产量 | 31.63 | 34.02 | 36.58 | 0.63 |
| 销量 | 31.33 | 33.43 | 35.55 | 1.36 |
| 成本 | 225.24 | 222.63 | 237.39 | 332.29 |
| 售价 | 265.48 | 249.36 | 282.55 | 398.69 |
| 熟料 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
| 产能 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 产量 | 19.75 | 25.60 | 25.48 | 3.59 |
| 销量 | 18.85 | 28.99 | 25.13 | 2.63 |
| 成本 | 208.22 | 220.72 | 242.06 | 324.10 |
| 售价 | 260.00 | 260.00 | 262.21 | 260.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

葡萄酒业务运营主体为下属上市公司莫高股份⁶，主要经营葡萄种植及葡萄酒的生产和销售，采用酿造葡萄种植-葡萄酒生产-销售一体化的庄园式经营模式，同时配有葡萄园 11,000 多亩，酿酒原料全部自供。受制于葡萄酒市场份额较为有限、进口品种竞争激烈以及消费市场持续低迷，跟踪期内葡萄酒产销量及销售收入持续下滑。此外，降解材料及制品业务作为莫高股份的第二主业，受益于生物降解聚酯新材料项目成功投产，2021 年实现营业收入 0.64 亿元，同比增长 119.76%；但由于其主要原料 BDO 价格大幅上涨并持续高位运行，导致项目出现成本倒挂，但目前规模较小，对利润影响有限。中诚信国际关注到，2021 年，莫高股份实现净利润 -1.03 亿元，呈现业绩亏损，未来中诚信国际将对莫

⁶ 截至 2022 年 3 月末，莫高股份总资产为 11.84 亿元，所有者权益合计 10.40 亿元；2021 年实现营业收入为 1.40 亿元，同比提升 5.53%，实现净利润为 -1.03 亿元。

⁷ 分别位于兰州新区、宁夏中宁、内蒙古通辽市以及吉林省松原市。

⁸ 公司于 2020 年 12 月通过全资子公司甘肃省农垦资产经营有限公司以 3.33 亿元收购庄园牧场 3,793.17 万股股份，占其总股本比例 16.23%，

高股份葡萄酒业务经营业绩改善措施及生物降解聚酯新材料项目投产效益实现情况保持关注。

表 8：葡萄酒业务情况（万吨/年、万吨、万元/吨、亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|------|------|------|------|----------|
| 产能 | 2.60 | 2.60 | 2.60 | 2.60 |
| 产量 | 0.28 | 0.16 | 0.14 | 0.04 |
| 销量 | 0.27 | 0.18 | 0.13 | 0.04 |
| 售价 | 4.51 | 4.22 | 3.83 | 3.88 |
| 销售收入 | 1.21 | 0.76 | 0.48 | 0.16 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

滴灌业务运营主体为亚盛集团下属子公司，目前拥有四大滴灌设备生产基地⁷，主要产品包括滴灌管和 PVC 管材，截至 2022 年 3 月末，滴灌管和 PVC 管材年产能分别为 2.20 亿米/年和 5,400 吨/年，产能保持稳定。公司滴灌业务运营模式以设计施工总承包为主，以滴灌产品直销、节水项目设计及技术咨询为辅，采取以销定产的生产模式。2021 年节水灌溉行业竞争加剧，公司投标获取订单量减少，主要产品产销量均有所下滑，滴灌业务收入有所下降。2022 年一季度，受益于滴灌项目新签订单落地以及 PVC 管材售价同比提升，滴灌业务收入同比有所增加。

表 9：滴灌业务情况（亿米、万元/万米、吨、万元/吨）

| 滴灌管 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|--------|-------|-------|-------|----------|
| 产量 | 1.60 | 1.22 | 1.15 | 0.32 |
| 销量 | 1.60 | 1.22 | 1.15 | 0.07 |
| 销售均价 | 0.15 | 0.15 | 0.13 | 0.12 |
| PVC 管材 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
| 产量 | 3,000 | 3,700 | 3,421 | 1,027 |
| 销量 | 3,000 | 3,700 | 3,421 | 135 |
| 销售均价 | 0.91 | 0.95 | 1.15 | 1.10 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为补足种植和养殖产业链短板，开拓乳制品生产、加工和销售及奶牛养殖业务，公司先后以 3.33 亿元和 4.27 亿元收购庄园牧场合计 29.45% 股权，成为庄园牧场控股股东，并于 2021 年 6 月末将其纳入公司合并范围⁸。截至 2022 年 3 月末，庄园牧

于 2021 年 1 月以 4.27 亿元的交易对价受让马红富和胡开盛合计持有的兰州庄园投资股份有限公司（以下简称“庄园投资”）100% 股权，股权转让后公司通过庄园投资间接持有庄园牧场 3,089.47 万股；上述交易完成后，公司合计持有庄园牧场 29.45% 股权，后经 2021 年 6 月庄园牧场股票回购注销，公司对其持股比例升为 29.62%。

场拥有新建的日处理 880 吨液态奶生产线，自有奶牛存栏量 1.76 万头，产品包括液体乳和其他乳制品共 7 个系列 60 多个品种，其 8 个自有牧场奶源供应约占采购总量的 60%，产品销售区域主要为我国西北地区。公司通过收购庄园牧场成为拥有饲草料种植、奶牛养殖和液态奶加工能力的全产业链企业，通过发挥庄园牧场与天牧乳业的协同效应和产业链一体化优势，进一步增强行业竞争力与盈利水平。受益于液体乳产品销售量价齐升，2021 年庄园牧场实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 38.06%。

此外，根据公司 2022 年 4 月 26 日公告，庄园牧场以每股 10.89 港币回购并注销全部 35,130,000 股已发行 H 股，交易对价总计 3.83 亿港元，全部来源于自有资金。庄园牧场将于 2022 年 8 月 30 日从香港联交所退市。中诚信国际将对庄园牧场 H 股回购退市事项进展保持关注。

特种药材加工业务由甘肃省药物碱厂、甘肃普安康药业有限公司等主体运营，主要生产宣肺止咳合剂、CPS（麻醉药品原料）、吗啡碱、蒂巴因及罂粟附属产品。其中，宣肺止咳合剂产品已经取得药品批准并面向全国销售；CPS、吗啡碱和蒂巴因等均为国家统管产品。跟踪期内特种药材加工业务仍根据国家计划进行生产和加工，下游客户较为稳定。

在建项目投资节奏较为稳健，资本支出压力尚可

未来公司将聚焦现代农业、生物医药、畜牧养殖和新材料产业四大板块，旨在打造具有较强影响力和核心竞争力的国内一流现代农业企业集团。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目计划总投资 18.16 亿元，尚需投资 4.06 亿元。整体来看，公司在建项目投资节奏较稳健，资本支出压力尚可。

表 10：截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

| 项目名称 | 建设期 | 计划总投资 | 累计已投资 | 2022 年剩余投资 | 2023 年计划投资 | 自有资金占比 |
|------------|----------------|-------|-------|------------|------------|---------|
| 庆阳“陇东嘉园”项目 | 2020.6~2022.3 | 2.47 | 2.02 | 0.45 | - | 100.00% |
| 农垦总部经济大厦项目 | 2019.6~2022.10 | 6.10 | 5.32 | 0.77 | - | 100.00% |
| 奶牛养殖建设二期项目 | 2020.6~2023.6 | 4.10 | 3.51 | 0.40 | 0.20 | 39.08% |
| 药物碱厂技术改造项目 | 2020.9~2024.3 | 5.49 | 3.25 | 0.80 | 1.16 | 72.69% |
| 合计 | -- | 18.16 | 14.10 | 2.42 | 1.36 | -- |

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，采用的财务数据均为审计报告本期数或期末数。中诚信国际在分析时将其他应付款中有息负债调入短期债务，将长期应付款中有息负债调入长期债务。

跟踪期内，公司营业总收入稳步增长，毛利率持续提升；2021 年主营业务经营良好加之非经常性损失较少，当年利润指标回正，盈利能力明显改善

2021 年，公司营业总收入稳步增长，农业、工业两大板块业绩表现良好。具体来看，受益于农产

品动销改善以及肉牛养殖出栏增加，农业板块营业收入明显上升；工业板块收入随庄园牧场并表亦明显提升；但受大宗农产品贸易收缩等影响，其他业务收入明显缩减。2022 年一季度，虽然疫情反复导致农产品销售阶段性受阻，农业板块收入同比有所下滑，但受益于滴灌项目新签订单落地、乳制品制造业务贡献以及商贸产品销售良好，工业及其他业务板块同比增加，综合影响下公司营业总收入同比基本持平。

毛利率方面，跟踪期内，公司营业毛利率呈增长态势。分板块看，受养殖成本倒挂影响，2021 年农业板块毛利率有所下降，但种植规模化水平提升，加之当年年初农产品采购未正式开始使得采购成本较低，令其 2022 年一季度毛利率有所回升；受

益于庄园牧场并表以及滴灌设备升级优化，工业板块毛利率持续提升；其他板块受益于农贸产品售价提高带来的盈利空间走阔，毛利率亦持续上行。

表 11：公司主要板块收入和毛利率构成情况（亿元、%）

| 收入 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 农业 | 38.50 | 34.15 | 42.91 | 4.63 |
| 工业 | 10.10 | 10.89 | 15.34 | 2.94 |
| 其他 | 12.02 | 21.11 | 14.53 | 3.35 |
| 营业总收入 | 60.62 | 66.15 | 72.78 | 10.92 |
| 毛利率 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
| 农业 | 19.19 | 20.29 | 16.83 | 34.96 |
| 工业 | 45.45 | 19.01 | 26.29 | 32.09 |
| 其他 | 12.48 | 10.09 | 11.01 | 12.25 |
| 营业毛利率 | 22.23 | 16.84 | 17.66 | 27.23 |

注：其他业务板块包括建筑、房地产、服务业、包装印刷、广告传媒等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2021年，研发投入及职工薪酬支出增加使得管理费用有所上升，利息收入减少令财务费用亦有所增长，共同导致当年期间费用有所增加；但受益于营业收入增速较快，期间费用率有所降低，费用管控能力增强。2022年一季度，业务规模持续扩张使得公司三费同比均有所增加，期间费用率受营业收入的季节性因素特性影响而明显增长。

2021年营业收入及毛利率双升带动经营性业务利润扭亏为盈。虽受莫高股份赎回理财产品⁹影响，当年实现投资收益同比明显下降；但由于跟踪期内农业板块未受到明显的自然灾害冲击，当年计提资产减值损失等非经常性损益规模减少；加之政府补助等营业外收入亦对利润形成一定补充，共同带动2021年利润总额及净利润回正，盈利指标明显改善。2022年一季度，由于农作物播种收获呈现明显季节性特性，公司经营性业务利润及利润总额均呈现负值，但同比较为稳定。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1~3 |
|------|------|------|------|----------|
| 销售费用 | 3.61 | 2.36 | 1.45 | 0.62 |
| 管理费用 | 5.62 | 6.80 | 7.69 | 1.89 |
| 财务费用 | 2.66 | 2.79 | 3.01 | 0.77 |

⁹ 公司应国资委对国有企业资金投资的风险管控要求，减少高风险类投资（包括股票、高风险理财等），将持有的公开市场权益类投资工具进

| | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 期间费用合计 | 11.90 | 11.95 | 12.15 | 3.29 |
| 期间费用率 | 19.63 | 18.06 | 16.70 | 30.08 |
| 经营性业务利润 | 1.63 | -0.26 | 1.72 | -0.17 |
| 资产减值损失 | 1.95 | 6.47 | 3.30 | -0.01 |
| 投资收益 | 0.32 | 3.33 | 0.33 | - |
| 营业外损益 | 0.40 | -2.80 | 2.04 | 0.03 |
| 利润总额 | 0.82 | -6.19 | 1.07 | -0.06 |
| 净利润 | 0.61 | -6.44 | 0.83 | -0.11 |
| EBITDA 利润率 | 14.90 | 9.96 | 15.14 | -- |
| 总资产收益率 | 2.29 | -1.17 | 2.13 | -- |

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”；将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营及合并范围扩大令总资产及权益规模均有增加；财务杠杆水平变动不大，期限结构保持较好；但应收款项对营运资金仍形成占用，需关注坏账及回收风险

跟踪期内，公司总资产保持增长态势，资产结构相对均衡，以货币资金、存货和应收款项为主的流动资产占比近 50%。具体来看，2021 年以来货币资金随存货备货及新增资金储备等呈小幅波动态势，截至 2022 年 3 月末有 0.31 亿元使用受限，主要系票据业务保证金，受限比例很低。存货以产成品及原材料为主，2021 年以来因农产品收储增加而保持较大规模。公司产品下游销售渠道、供应商渠道及债权关系较为复杂，由应收账款、预付款项以及其他应收款组成的债权资产规模较大。其中，公司应收账款 1 年以内（含 1 年）占比 43.67%，欠款方较为分散；因欠款方信用风险持续恶化，2021 年应收账款坏账计提增加 1.36 亿元，累计计提坏账准备 6.72 亿元。其他应收款主要系家庭农场垫付款和关联方拆借款，2021 年计提坏账损失 0.43 亿元，累计计提坏账准备 7.30 亿元，欠款方集中度较高。跟踪期内，公司不断加强应收账款回款管理，2021 年应收账款周转率有所提高，营运效率有所提升。**中诚信国际认为**，公司应收款项规模较大，对资金形成占用，且部分应收款项账期较长、坏账占比较高，或面临一定回收风险。

行出售。

表 13: 2022 年 3 月末其他应收款余额前五名 (亿元、%)

| 欠款方 | 是否为关联方 | 款项性质 | 账面余额 | 占比 |
|-------------------|--------|------|-------------|--------------|
| 兰州新西部维尼纶有限公司 | 是 | 往来款 | 6.12 | 33.54 |
| 甘肃中天化工有限责任公司 | 是 | 往来款 | 1.22 | 6.69 |
| 甘肃金塔县恒盛农业发展有限责任公司 | 是 | 往来款 | 0.51 | 2.82 |
| 会宁六合薯业开发有限公司 | 否 | 往来款 | 0.26 | 1.40 |
| 万客隆商贸有限公司 | 否 | 往来款 | 0.25 | 1.38 |
| 合计 | -- | -- | 8.36 | 45.83 |

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

非流动资产主要由其他权益工具投资、以房屋建筑物及已资本化的土地资产为主的固定资产、以土地使用权为主的无形资产以及生产性生物资产等构成。2021 年以来, 其他权益工具投资随公司持有的西南证券股份有限公司股权等公允价值波动而呈先降后升态势; 固定资产、无形资产及生产性生物资产受益于庄园牧场并表、农业种植及畜牧养殖规模化机械化水平提升而相应增加, 共同带动 2021 年以来非流动资产整体呈增长趋势。

表 14: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 19.81 | 21.65 | 20.35 | 24.40 |
| 应收账款 | 22.54 | 23.39 | 22.62 | 22.76 |
| 预付款项 | 10.79 | 4.94 | 7.25 | 8.92 |
| 其他应收款 | 12.13 | 14.40 | 11.60 | 10.93 |
| 存货 | 26.44 | 26.66 | 31.17 | 30.30 |
| 应收账款周转率(X) | 2.74 | 2.88 | 3.16 | 1.93* |
| 存货周转率(X) | 2.01 | 2.07 | 2.07 | 1.03* |
| 流动资产合计 | 95.10 | 93.58 | 94.83 | 99.09 |
| 可供出售金融资产 | 7.28 | 10.59 | - | - |
| 其他权益工具投资 | - | 2.29 | 9.45 | 10.05 |
| 固定资产 | 54.02 | 49.27 | 65.24 | 64.73 |
| 生产性生物资产 | 4.21 | 5.38 | 11.32 | 11.57 |
| 无形资产 | 27.84 | 27.04 | 29.95 | 29.64 |
| 非流动资产合计 | 100.88 | 106.25 | 133.73 | 133.52 |
| 总资产 | 195.98 | 199.84 | 228.55 | 232.61 |

注: 中诚信国际分析时将“使用权资产”计入“无形资产”; 由于 2021 年公司执行新金融工具准则, 2021 年 1 月 1 日其他权益工具投资账面余额为 12.88 亿元, 可供出售金融资产账面余额为 0; 带“*”指标已经年化处理。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司总负债以有息债务为主, 受经营规模扩大以及资金需求增加的影响, 跟踪期内总债务规模持续扩张。其中, 2021 年以来公司偿还“18 甘农垦 MTN001”等应付债券以及新增长期借款综合使得长期债务规模有所波动; 新增短期信用类借款较多

使得短期债务规模持续攀升, 截至 2022 年 3 月末短期债务占比升至 43.75%, 但债务结构整体仍较好。此外, 2021 年以来其他应付款呈先升后降态势, 主要为应付家庭农场职工农产品兑付款、拆借款项等往来款。

权益方面, 受益于利润累积以及收购庄园牧场令少数股东权益增加, 跟踪期内所有者权益整体有所上升; 但 2022 年 3 月末少数股东权益占比仍近 50%, 需持续关注权益稳定性。财务杠杆方面, 在总债务持续增长及权益规模增加等综合影响下, 2021 年以来财务杠杆指标变动不大。

表 15: 近年来公司主要负债及权益情况 (亿元、%)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期借款 | 21.18 | 19.01 | 26.41 | 33.18 |
| 其他应付款 | 18.98 | 19.93 | 20.85 | 18.47 |
| 流动负债合计 | 58.44 | 57.89 | 73.37 | 74.33 |
| 长期借款 | 7.97 | 10.53 | 20.83 | 24.34 |
| 应付债券 | 34.81 | 45.10 | 29.81 | 30.15 |
| 非流动负债合计 | 52.06 | 64.92 | 65.91 | 69.43 |
| 总负债 | 110.50 | 122.81 | 139.29 | 143.76 |
| 未分配利润 | -0.99 | -1.86 | -1.80 | -2.08 |
| 少数股东权益 | 45.27 | 37.21 | 49.65 | 49.81 |
| 所有者权益 | 85.48 | 77.03 | 89.27 | 88.85 |
| 短期债务 | 23.82 | 23.48 | 40.81 | 45.63 |
| 长期债务 | 42.78 | 55.62 | 54.81 | 58.68 |
| 总债务 | 66.60 | 79.10 | 95.62 | 104.31 |
| 短期债务/总债务 | 35.77 | 29.68 | 42.68 | 43.75 |
| 资产负债率 | 56.38 | 61.45 | 60.94 | 61.80 |
| 总资本化比率 | 43.79 | 50.66 | 51.72 | 54.00 |

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2021 年以来, 经营获现能力有所下滑, 对债务本息覆盖能力相应弱化; 货币等价物无法覆盖短期债务, 需关注短期债务偿付情况

受存货备货及经营性占款增加影响, 2021 年经

营活动净现金流有所下降，经营获现能力弱化；2022 年一季度转为净流出状态，与农业种植及养殖业回款的季节性特性相符。支付庄园牧场并购款以及在建项目投建支出使得投资活动保持净流出态势。2021 年偿还到期债券使得筹资活动现金净流入规模缩减；2022 年一季度随新增银行借款较多而大幅回升，经营及投资活动现金缺口仍较依赖外部融资。

偿债指标方面，2021 年以来经营获现能力下滑导致其对债务本息的覆盖能力有所弱化，且无法覆盖利息支出；同期，虽然 EBITDA 相关偿债指标受益于盈利能力增强而改善，但由于短期债务增加较多，跟踪期内货币等价物无法覆盖短期债务，需对公司短期偿债能力保持关注。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1-3 |
|---------------|-------|-------|-------|----------|
| 经营活动净现金流 | -3.68 | 4.59 | 2.97 | -2.40 |
| 投资活动净现金流 | -7.99 | -9.69 | -4.31 | -2.47 |
| 筹资活动净现金流 | 6.79 | 6.67 | 0.14 | 9.24 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | -0.96 | 1.17 | 0.76 | -- |
| 经营活动净现金流/总债务 | -0.06 | 0.06 | 0.03 | -0.09* |
| 总债务/EBITDA | 7.37 | 12.00 | 8.68 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.36 | 1.69 | 2.83 | -- |
| 货币等价物/短期债务 | 0.94 | 0.99 | 0.52 | 0.55 |

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部盈利能力较弱，利润受非经常性损益影响较大；债务规模持续扩张使得杠杆水平较高，跟踪期内货币资金对短期债务覆盖能力下降，需关注本部短期流动性

甘肃农垦本部业务收入主要来源服务业收入和少量土地出售、承包和租赁收入，跟踪期内营业收入规模仍较小，经营性业务利润持续亏损，加之 2021 年实现的投资收益较少，净利润呈现亏损状态，本部整体盈利能力较弱。

本部总资产主要由货币资金、其他应收款及长期股权投资等构成，跟踪期内呈增长态势。具体来看，其他应收款主要系对下属子企业的往来款，2021 年以来随资金拆借需求呈波动增加态势；2021

年新增对子公司庄园牧场等投资以及投资新设甘肃农垦科技信息有限公司等年末长期股权投资同比增长。本部总债务以长期债务为主，2021 年以来新增长短期银行借款令债务规模持续扩张。跟踪期内，受净利润为负影响，本部所有者权益略有下降；资产负债率及总资本化比率随债务规模增长而相应提升。

现金流及偿债能力方面，2021 年以来本部经营活动净现金流随子公司资金需求增加而持续下降，经营获现能力弱化；通过现金收购庄园牧场股份使得投资活动现金流持续呈净流出状态；偿还债券及新增银行借款令筹资活动现金流亦有所波动，2022 年一季度对外部融资依赖度有所上升。跟踪期内，本部货币等价物对短期债务覆盖能力下降，需持续关注本部短期偿债压力。

表 17：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、X）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 0.47 | 0.39 | 0.53 | 0.10 |
| 经营性业务利润 | -0.53 | -0.80 | -0.95 | -0.27 |
| 投资收益 | 0.09 | 2.34 | 0.18 | - |
| 净利润 | -0.61 | 1.10 | -0.50 | -0.27 |
| 货币资金 | 6.20 | 10.00 | 6.51 | 5.06 |
| 其他应收款 | 27.65 | 27.12 | 25.52 | 30.65 |
| 长期股权投资 | 22.57 | 28.89 | 33.49 | 33.49 |
| 总资产 | 57.47 | 69.37 | 68.66 | 73.33 |
| 所有者权益 | 19.44 | 20.87 | 19.93 | 19.66 |
| 短期债务 | 5.80 | 2.00 | 13.48 | 15.42 |
| 总债务 | 26.26 | 34.14 | 35.70 | 39.79 |
| 经营活动净现金流 | 2.42 | 3.55 | 1.19 | -4.19 |
| 投资活动净现金流 | 0.09 | -6.55 | -4.06 | -1.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 0.09 | 0.01 | 0.05 | - |
| 筹资活动净现金流 | 3.11 | 6.30 | -0.12 | 3.75 |
| 资产负债率(%) | 66.18 | 69.91 | 70.97 | 73.19 |
| 总资本化比率(%) | 57.47 | 62.06 | 64.17 | 66.94 |
| 货币等价物/短期债务 | 1.07 | 5.00 | 0.48 | 0.33 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的授信和畅通的融资渠道对公司债务偿付提供较好保障，受限资产比例低，或有事项整体风险可控

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 146.12 亿元，其中未使用额度为 88.07 亿元；且下属子公司亚盛集团和莫高股份为 A 股上市公司、

庄园牧场为 A 股和 H 股上市公司，资本市场融资通道畅通，具有一定财务弹性。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 1.11 亿元，占期末总资产的 0.48%，受限比例很低；其中 0.31 亿元为银行承兑汇票业务保证金，0.80 亿元为因抵质押受限的固定资产、无形资产及对外租赁资产。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，为子公司提供担保合计 18.94 亿元；同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据企业提供的《征信报告》及相关资料，截至 2022 年 6 月 30 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东甘肃国投经营实力强，在甘肃省经济发展中具有重要作用，在资金方面对公司提供一定支持；作为甘肃省农业主导企业，公司能够获得较大的政策扶持

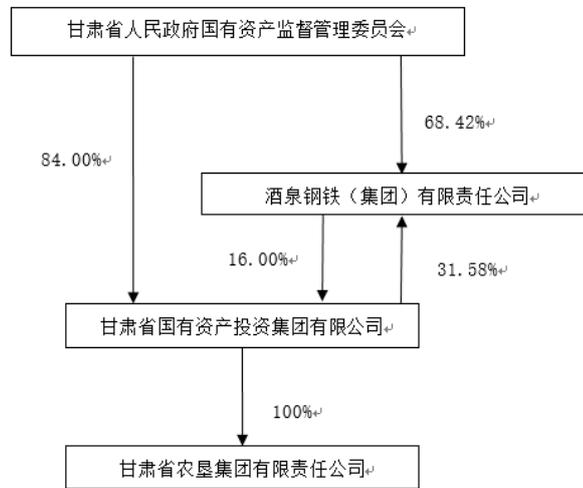
公司控股股东甘肃国投为甘肃省国资委控股子公司，承担甘肃省国有资本管理和融资、产业整合和投资、上市股权管理和运营等职能。甘肃国投下属的核心业务具有一定的规模、品牌以及区域专营等优势，同时甘肃国投在甘肃省经济中的重要地位使其能够得到省政府的大力支持，具备很强的经营实力和抗风险能力。

公司作为甘肃省农业主导企业，同时为甘肃国投的核心子公司之一，在融资方面能够获得控股股东一定支持。甘肃国投为公司发行的多期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。此外，政府每年给予公司一定比例的税费返还等财政扶持，2021 年及 2022 年一季度，公司获得政府补助分别为 1.51 亿元以及 0.20 亿元。总体来看，公司能够获得较强的外部支持，为其偿债能力提供保障。

评级结论

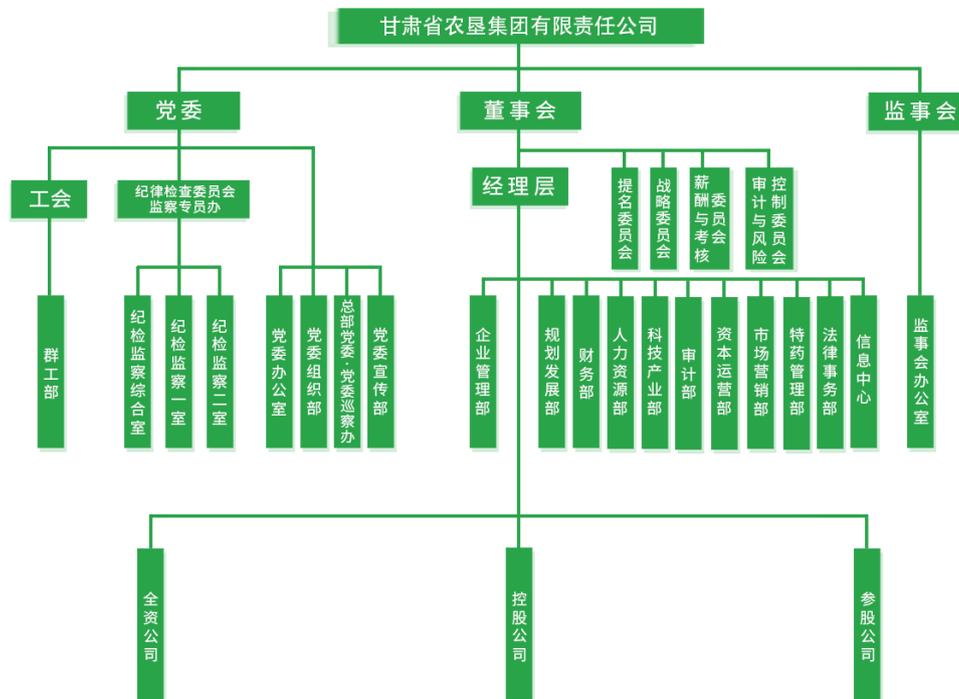
综上所述，中诚信国际维持甘肃省农垦集团有限责任公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：甘肃省农垦集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司主要子公司情况

| 全称 | 简称 | 持股比例 |
|------------------|------|---------|
| 甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司 | 亚盛集团 | 24.58% |
| 甘肃莫高实业发展股份有限公司 | 莫高股份 | 33.71% |
| 兰州庄园牧场股份有限公司 | 庄园牧场 | 29.62% |
| 甘肃农垦天牧乳业有限公司 | 天牧乳业 | 100.00% |
| 甘肃农垦饮马牧业有限责任公司 | 饮马牧业 | 100.00% |
| 甘肃农垦祁连牧业有限公司 | 祁连牧业 | 51.00% |
| 甘肃农垦永康牧业有限责任公司 | 永康牧业 | 100.00% |



资料来源：公司提供

附二：甘肃省农垦集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 198,111.98 | 216,512.05 | 203,471.98 | 244,043.12 |
| 应收账款净额 | 225,424.33 | 233,855.41 | 226,200.40 | 227,639.50 |
| 其他应收款 | 121,261.39 | 144,031.70 | 115,990.88 | 109,281.33 |
| 存货净额 | 264,446.32 | 266,609.82 | 311,724.92 | 303,022.34 |
| 长期投资 | 72,786.41 | 132,012.76 | 99,119.15 | 105,114.75 |
| 固定资产 | 540,212.70 | 492,684.12 | 652,418.20 | 647,273.13 |
| 在建工程 | 20,463.15 | 46,026.85 | 57,496.79 | 54,380.83 |
| 无形资产 | 278,447.81 | 270,353.06 | 299,481.53 | 296,418.61 |
| 总资产 | 1,959,810.75 | 1,998,394.67 | 2,285,531.15 | 2,326,140.68 |
| 其他应付款 | 189,757.69 | 199,279.14 | 208,539.79 | 184,686.62 |
| 短期债务 | 238,211.58 | 234,757.57 | 408,090.22 | 456,300.63 |
| 长期债务 | 427,758.11 | 556,288.73 | 548,076.26 | 586,770.38 |
| 总债务 | 665,969.68 | 791,046.30 | 956,166.48 | 1,043,071.01 |
| 净债务 | 467,857.70 | 574,534.25 | 752,694.50 | 799,027.89 |
| 总负债 | 1,104,999.03 | 1,228,076.89 | 1,392,867.91 | 1,437,633.02 |
| 费用化利息支出 | 35,738.86 | 38,851.83 | 35,026.73 | -- |
| 资本化利息支出 | 2,488.59 | 223.61 | 3,856.09 | -- |
| 所有者权益合计 | 854,811.72 | 770,317.78 | 892,663.24 | 888,507.66 |
| 营业总收入 | 606,192.28 | 661,549.06 | 727,770.12 | 109,247.33 |
| 经营性业务利润 | 16,296.55 | -2,581.73 | 17,164.57 | -1,655.98 |
| 投资收益 | 3,162.65 | 33,291.68 | 3,314.23 | 1.72 |
| 净利润 | 6,060.24 | -64,352.16 | 8,285.37 | -1,119.48 |
| EBIT | 43,946.00 | -23,074.19 | 45,704.80 | -- |
| EBITDA | 90,350.72 | 65,894.57 | 110,203.56 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | -36,844.63 | 45,892.81 | 29,738.76 | -24,009.78 |
| 投资活动产生现金净流量 | -79,861.98 | -96,908.59 | -43,056.19 | -24,728.62 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 67,855.95 | 66,742.71 | 1,447.22 | 92,431.04 |
| 资本支出 | 24,190.87 | 51,594.20 | 70,096.08 | 15,873.06 |
| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
| 营业毛利率(%) | 22.23 | 16.84 | 17.66 | 27.23 |
| 期间费用率(%) | 19.63 | 18.06 | 16.70 | 30.08 |
| EBITDA 利润率(%) | 14.90 | 9.96 | 15.14 | -- |
| 总资产收益率(%) | 2.29 | -1.17 | 2.13 | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.71 | -7.92 | 1.00 | -0.50* |
| 流动比率(X) | 1.63 | 1.62 | 1.29 | 1.33 |
| 速动比率(X) | 1.17 | 1.16 | 0.87 | 0.93 |
| 存货周转率(X) | 2.01 | 2.07 | 2.07 | 1.03* |
| 应收账款周转率(X) | 2.74 | 2.88 | 3.16 | 1.93* |
| 资产负债率(%) | 56.38 | 61.45 | 60.94 | 61.80 |
| 总资本化比率(%) | 43.79 | 50.66 | 51.72 | 54.00 |
| 短期债务/总债务(%) | 35.77 | 29.68 | 42.68 | 43.75 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.06 | 0.06 | 0.03 | -0.09* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | -0.15 | 0.20 | 0.07 | -0.21* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | -0.96 | 1.17 | 0.76 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -10.73 | 0.78 | -1.00 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.37 | 12.00 | 8.68 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.38 | 0.28 | 0.27 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 2.36 | 1.69 | 2.83 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.15 | -0.59 | 1.18 | -- |

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”，将“使用权资产”计入“无形资产”；3、中诚信国际在分析时将其他应付款中有息负债调入短期债务，将长期应付款中有息负债调入长期债务；4、带“*”指标已经年化处理。

附三：甘肃省农垦集团有限责任公司财务数据及主要指标（本部口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 61,984.92 | 100,038.64 | 65,101.09 | 50,646.12 |
| 应收账款净额 | - | - | - | - |
| 其他应收款 | 276,490.03 | 271,156.01 | 255,201.27 | 306,494.81 |
| 存货净额 | - | - | - | - |
| 长期投资 | 227,423.84 | 311,066.76 | 357,182.49 | 367,182.49 |
| 固定资产 | 3,957.96 | 3,829.77 | 3,803.90 | 3,745.44 |
| 在建工程 | 269.16 | 578.07 | 404.06 | 404.06 |
| 无形资产 | 243.84 | 213.73 | 188.04 | 188.04 |
| 总资产 | 574,688.61 | 693,698.19 | 686,612.59 | 733,292.71 |
| 其他应付款 | 114,355.36 | 140,144.33 | 125,970.36 | 135,555.65 |
| 短期债务 | 58,000.00 | 20,000.00 | 134,845.59 | 154,170.84 |
| 长期债务 | 204,616.52 | 321,354.01 | 222,181.02 | 243,768.97 |
| 总债务 | 262,616.52 | 341,354.01 | 357,026.61 | 397,939.80 |
| 净债务 | 200,631.60 | 241,315.37 | 291,925.52 | 347,293.68 |
| 总负债 | 380,321.04 | 484,975.95 | 487,300.34 | 536,718.47 |
| 费用化利息支出 | 13,604.07 | 16,514.40 | 14,167.19 | -- |
| 资本化利息支出 | - | - | - | -- |
| 所有者权益合计 | 194,367.57 | 208,722.24 | 199,312.25 | 196,574.24 |
| 营业总收入 | 4,710.46 | 3,885.09 | 5,335.61 | 988.08 |
| 经营性业务利润 | -5,274.11 | -7,975.61 | -9,493.03 | -2,740.80 |
| 投资收益 | 936.40 | 23,365.28 | 1,800.94 | - |
| 净利润 | -6,073.73 | 10,969.05 | -5,014.06 | -2,738.02 |
| EBIT | 7,565.15 | 26,182.57 | 9,602.70 | -- |
| EBITDA | 7,778.05 | 26,418.10 | 9,881.22 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 24,240.53 | 35,494.39 | 11,884.39 | -41,932.54 |
| 投资活动产生现金净流量 | 862.29 | -65,473.13 | -40,602.76 | -10,000.00 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 31,114.90 | 63,032.47 | -1,219.19 | 37,479.74 |
| 资本支出 | 74.12 | 92.48 | 14.55 | - |
| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
| 营业毛利率(%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 期间费用率(%) | 209.97 | 303.10 | 275.68 | 375.90 |
| EBITDA 利润率(%) | 165.12 | 679.99 | 185.19 | -- |
| 总资产收益率(%) | 1.47 | 4.13 | 1.39 | -- |
| 净资产收益率(%) | -3.08 | 5.44 | -2.46 | -5.53* |
| 流动比率(X) | 1.96 | 2.32 | 1.23 | 1.23 |
| 速动比率(X) | 1.96 | 2.32 | 1.23 | 1.23 |
| 存货周转率(X) | -- | -- | -- | -- |
| 应收账款周转率(X) | -- | -- | -- | -- |
| 资产负债率(%) | 66.18 | 69.91 | 70.97 | 73.19 |
| 总资本化比率(%) | 57.47 | 62.06 | 64.17 | 66.94 |
| 短期债务/总债务(%) | 22.09 | 5.86 | 37.77 | 38.74 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.09 | 0.10 | 0.03 | -0.42* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.42 | 1.77 | 0.09 | -1.09* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 1.78 | 2.15 | 0.84 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 4.80 | 6.60 | -2.09 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 33.76 | 12.92 | 36.13 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.13 | 1.32 | 0.07 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 0.57 | 1.60 | 0.70 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 0.56 | 1.59 | 0.68 | -- |

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将长期应付款中有息负债调入长期债务；3、带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

| | 指标 | 计算公式 |
|------|----------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据 |
| | 长期投资 | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 资产负债率 | =负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | =总债务/（总债务+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | EBITDA（息税折旧摊销前盈余） | =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| 现金流 | EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 |
| | 资本支出 | =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| 偿债能力 | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| | 流动比率 | =流动资产/流动负债 |
| | 速动比率 | =（流动资产-存货）/流动负债 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。