



# 新疆水发农业集团有限公司2024年主体信用 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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 新疆水发农业集团有限公司2024年主体信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
评级日期	2024-07-26

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：新疆水发农业集团有限公司（以下简称“新疆水发”或“公司”）棉花产业链布局较完善，皮棉产量位居全国前列，2023 年新增白糖加工及贸易业务，在农业领域具有一定的市场竞争力；公司持续获得的政府补贴、税收及利率优惠等外部支持。同时，中证鹏元也关注到，受棉花市场景气度较低等影响，近年来公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续下降；公司资产质量一般且整体资产流动性较弱；公司盈利能力较弱，资产运营效率较低；公司有息债务规模较大且短期化程度较高，面临较大偿债压力。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	211.65	221.33	232.66	259.31
归母所有者权益	63.54	63.28	75.44	77.10
总债务	--	119.13	114.77	127.83
营业收入	23.27	154.48	201.66	230.19
净利润	0.31	2.22	1.85	1.77
经营活动现金流净额	3.63	9.31	21.60	5.70
净债务/EBITDA	--	15.18	12.82	12.78
EBITDA 利息保障倍数	--	1.35	1.71	2.78
总债务/总资本	--	58.36%	52.64%	54.90%
FFO/净债务	--	0.59%	3.40%	4.84%
EBITDA 利润率	--	4.31%	3.79%	4.20%
总资产回报率	--	3.14%	2.62%	2.43%
速动比率	1.04	0.93	1.14	1.03
现金短期债务比	0.00	0.30	0.32	0.13
销售毛利率	6.82%	4.86%	3.23%	4.19%
资产负债率	59.69%	61.59%	55.61%	59.50%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：王钰  
 wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨  
 gongchch@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司棉花产业链布局较完善，皮棉产量位居全国前列，2023 年新增白糖加工及贸易业务，在农业领域具有一定的市场竞争力。**公司在新疆地区形成五大棉花产区和并布局了涵盖土地流转、棉花联合种植、加工及销售较为完整的产业链，2023 年末公司委托种植棉花超 80 万亩，自营及联合经营轧花厂共计 55 家；2023 年公司皮棉产量达 39.2 万吨，约占全国棉花产量的 6.89%。2023 年公司将内蒙古佰惠生新农业科技股份有限公司（以下简称“佰惠生”，股票代码：835409.NQ）纳入合并报表范围，佰惠生甜菜制糖业务产业链完整，甜菜糖产量居行业前列。
- **公司持续获得的政府补贴、税收及利率优惠等外部支持。**公司在新疆从事土地流转、联合种植和皮棉及棉副产品加工等业务，对带动区域脱贫、解决就业起到积极作用，2021-2023 年，公司分别收到 0.13 亿元、0.15 亿元和 0.46 亿元出疆棉运费补贴、棉花与粮食补贴等经营活动相关的政府补贴。公司本部及下属的棉花加工企业，均享受免征企业所得税的税收优惠。此外，公司获得了农业发展银行等政策性银行较大力度的信贷支持和利率优惠。

## 关注

- **受棉花市场景气度较低等影响，近年来公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续下降。**近年来棉花市场行情较为低迷，2021 年棉花价格处于高位，随后两年棉花价格大幅回落，近年来公司皮棉及棉副产品产量、销量及业务收入逐年下降，皮棉贸易销量也波动下降。未来，需关注纺织服装终端需求、贸易摩擦等对公司业务的影响。
- **公司资产质量一般且整体资产流动性较弱。**公司资产大量沉淀于无形资产（土地经营权）、存货（皮棉、棉籽及原料等）、应收款项（往来款为主）和预付款项，2023 年末上述资产账面价值合计占期末总资产的 72.54%，其中受政策法规尚不完善影响，公司多数流转的土地（主要在无形资产）尚未完成登记、取得相应产权证书，相关资产较难集中变现；应收款项部分账龄较长且回收时间存在一定不确定性。
- **公司盈利能力较弱，资产运营效率较低。**公司利润主要源于皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易等业务，但相关业务盈利能力较弱，近年来公司销售毛利率不足 5%。此外，公司盈利能力较弱，应收款项对营运资金形成占用，整体资产运营效率较低，近年 EBITDA 利润率和总资产回报率均不足 5%。
- **公司有息债务规模较大且短期化程度较高，面临较大偿债压力。**公司杠杆率较高且负债构成以刚性债务为主，2023 年末总债务/总资本达 58.36%；同期末，公司短期债务为 76.33 亿元，占总债务的比重达 64.07%；同期可动用现金类资产相对不足，现金短期债务比 0.30；2023 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.35，处于较低水平。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司已经布局较为完善的棉花和甜菜制糖产业链，皮棉产量位居全国前列，制糖产能及产量规模较大。在“三农”、供应链安全和乡村振兴政策支持背景下，公司所从事土地流转、皮棉及棉副产品加工、白糖加工及贸易等业务可持续性较好且将持续获得外部支持，未来展望稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	冠农股份	新赛股份	新农开发	新疆水发
总资产	77.39	30.65	12.48	<b>221.33</b>
营业收入	43.43	9.72	5.48	<b>154.48</b>
归属母公司净利润	7.14	0.15	0.69	<b>0.96</b>
销售毛利率	16.83%	3.35%	26.68%	<b>4.86%</b>
总资产回报率	11.59%	0.22%	4.37%	<b>3.14%</b>
资产负债率	48.37%	75.13%	47.00%	<b>61.59%</b>

注：1、2023 年冠农股份棉花业务收入占比 39.5%，其他收入主要源于果蔬业务，其中棉花业务毛利率为 7.89%；2023 年新农开发棉花业务收入占比 59.1%，其他业务还包括乳制品和甘草，其中皮棉加工业务销售毛利率 7.2%；新赛股份绝大部分收入源于皮棉和棉籽。

2、以上各指标均为 2023 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
农林牧渔企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	3/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>a</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>4</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是水发集团有限公司（以下简称“水发集团”）重要子公司，水发集团通过水发农业集团间接持有公司 100% 的股权。中证鹏元认为公司对水发集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，水发集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下三个方面：其一，公司是水发集团的重要子公司，是水发集团现代农业板块的核心经营主体之一。2023 年，水发集团主业调整为水利水务、现代农业和清洁能源，公司所从事的土地流转、联合种植、皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工和贸易业务，均为水发集团现代农业板块的核心业务。其二，公司在净资产、收入和利润方面对水发集团的贡献较大。截至 2023 年末，公司净资产和总资产分别为 85.02 亿元和 221.33 亿元，占水发集团同期末净资产、总资产的比重分别达到 24.17% 和 13.91%；此外，公司收入和利润在水发集团子公司中排名均居前二，2023 年公司实现营业收入 154.48 亿元，占同期水发集团营业收入的比重为 22.21%；2023 年公司实现净利润 2.22 亿元，是同期水发集团净利润的 1.90 倍。其三，公司作为水发集团的重要子公司和现代农业板块的核心经营主体之一，一旦违约会使水发集团的声誉或品牌形象受到重创，导致水发集团融资成本显著上升。同时，中证鹏元认为水发集团提供支持的能力极强，主要体现为：水发集团是山东省唯一的拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，负责山东省省级重点水利项目投资建设、涉水项目投资运营，地位突出，综合实力和偿债能力极强。

## 一、主体概况

公司成立于2017年10月，前身为新疆奥都农业开发有限公司，初始注册资本3,000万元，其中，山东水控发展集团有限公司（以下简称“山东水控集团”）出资1,200万元，占比40%；喀什奥都糖业有限公司（以下简称“奥都糖业”）认缴出资1,050万元，占比35%；菏泽同富建筑工程有限公司（以下简称“同富建筑”）认缴出资750万元，占比25%。2019年5月，公司名称变更为新疆水控农业发展有限公司。2019年9月，同富建筑和奥都糖业将其持有公司全部股权转让给山东水控集团，同月，山东水控集团将公司100%股权划转给水发农业集团有限公司（原名水控农业发展集团有限公司，以下简称“水发农业集团”）。2020年1月，公司注册资本增加至10亿元，同时更名为新疆水控农业发展集团有限公司。2020年2-4月，水发农业集团董事会做出决议，将对公司债权转为股东出资款，合计增加公司实收资本9.68亿元。2021年4月，公司变更为现名。

截至2023年末，公司全资股东为水发农业集团，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”），注册资本和实收资本均为10亿元，公司股权结构图见附录三。

公司是水发集团（水发农业集团全资股东）三大业务板块之一现代农业板块的核心经营主体之一，主要从事土地流转、皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工及贸易、果蔬业务、农资业务等。公司在新疆地区已形成双河市、喀什、阿克苏、巴音郭楞蒙古自治州（以下简称“巴州”）、乌鲁木齐及周边五大棉花产业片区，在棉花种植、棉产品初加工和贸易领域具有很强的规模优势。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共17家，详情见附录二，主要一级子公司情况见下表。公司在新疆区域的各子公司（亦称权属公司）主要按照发展区域分工，其中，子公司新疆东鲁水控农业发展有限公司（以下简称“东鲁水控”）主要从事土地流转、棉花种植和新疆喀什现代蔬菜产业园的运营业务，主要经营地在新疆喀什地区疏勒县；子公司新疆双河水发农业发展(集团)有限公司（以下简称“双河水发”）主要从事棉花种植、棉花加工销售和贸易业务等，主要经营地在新疆双河市；佰惠生主要从事制糖及销售业务，主要经营地在内蒙古赤峰市。

**表1 截至2023年末公司主要一级子公司业务及财务指标情况（单位：亿元）**

子公司简称	持股比例	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	主要业务
东鲁水控	90%	53.15	17.87%	9.32	0.21	土地流转、棉花种植、果蔬种植等
双河水发	75%	8.55	67.02%	53.67	0.75	棉花种植、加工销售和贸易业务等
佰惠生	51.81%	4.96	76.04%	13.74	0.34	制糖及销售业务

资料来源：各子公司财务报表及公开资料，中证鹏元整理

## 二、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

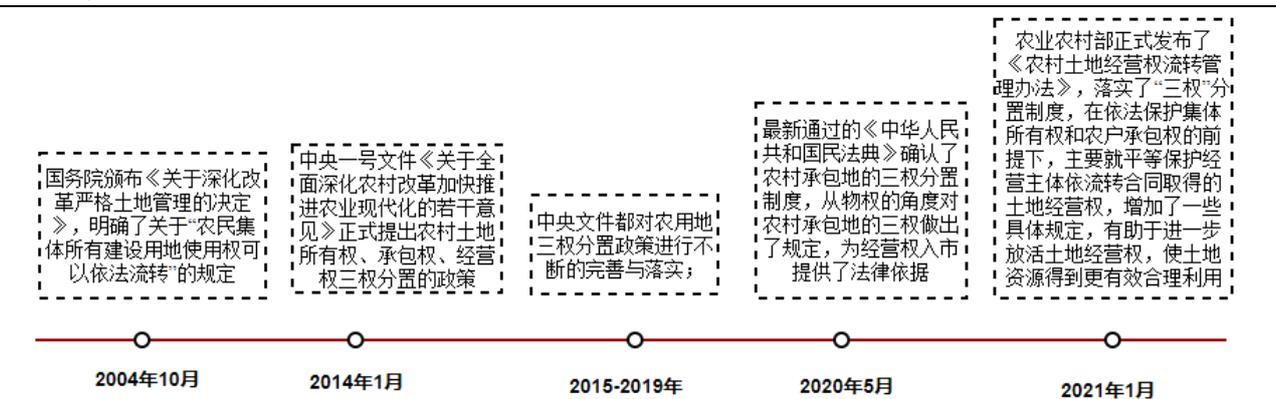
**经过多年探索，我国政策逐步推进落实了农村土地三权分置制度，但实际工作中农地使用权流转仍存在诸多问题；新疆土地资源丰富，土地流转市场空间广阔，但存在收益低、规范差等问题**

改革开放以来，中国农村土地产权制度的演变经历了两个阶段：以集体所有、家庭承包经营为特征的“两权分离”阶段和以集体所有权、农户承包权、土地经营权为特征的“三权分置”阶段。“两权分离”的农地产权制度始于家庭联产承包的农业经营改革，这一时期的农地产权制度实际上是集体拥有农地所有权，农户拥有土地使用权，农民以户为单位自主经营、自负盈亏。在此阶段，国家不断以政策和法律的形式稳定农户承包关系，农地承包期也经历了从“无确切年限限制”到最终确立为“长久不变”。随着中国农村人地分离趋势的逐渐扩大和农业机械化程度的加深，“两权分离”的制度及其造成的耕地碎片化使耕种效率受限，不利于农地流转和农地资源的优化配置。

为解决耕地碎片化问题，2004年我国开始探索农地流转的方式，2014年中央一号文件《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》正式提出农村土地所有权、承包权、经营权三权分置的政策。经过多年探索和政策逐步推进，2021年1月，我国农业农村部正式发布了《农村土地经营权流转管理办法》，落实了农村土地三权分置制度，提出了承包方可以采取出租（转包）、入股或者其他符合有关法律和国家政策规定的方式流转土地经营权。2023年7月，我国农业农村部发布了《关于稳妥开展解决承包地细碎化试点工作的指导意见》，指出因地制宜探索路径。鼓励各地采取“承包权不动，经营权连片”方式解决承包地细碎化，结合农田建设、土地整治等项目组织实施。截止到2021年末，全国农村承包地确权登记颁证已基本完成，承包耕地流转面积达5.57亿亩，占全国承包耕地面积的44%。

目前，我国流转市场上的土地类型呈现“多元化”齐头并进的态势。其中耕地流转占据主导地位，其次进入市场流量较大的土地类型还有林地、园地、养殖用地和闲置农房。根据农业部的分类标准，在“三权分置”的背景下，我国土地的流转形式主要包括转包、转让、互换、出租和股份合作五种形式。在这些流转方式中转包、出租和股份合作的土地承包权不发生变化，而转让和互换牵涉到土地承包权的变动，转包和互换都局限在同一集体组织间。目前，全国土地流转形式呈现以转包和出租为主，以转让、互换和股份合作为辅的流转特征。

**图1 农村土地流转政策**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

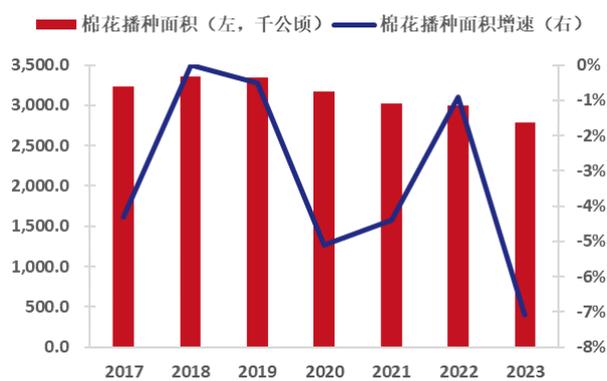
新疆地处亚欧大陆腹地，总面积166.49万平方公里，约占全国陆地总面积的六分之一，土地资源丰富，农林牧可直接利用土地面积约10亿亩，占全国农林牧宜用土地面积的10%以上。与此同时，新疆地区人口较少，占全国人口的比重不足2%，人均宜用土地面积远超全国平均水平，土地流转市场前景广阔。近年来，为提升农业生产标准化、规模化、集约化水平，新疆地区在充分尊重农户意愿的基础上，稳步推进土地流转进程。截至2020年9月底，新疆家庭承包耕地流转面积达1,065.8万亩，占家庭承包耕地总面积的36.5%。目前新疆的土地流转存在总规模较低、速度慢、地区间差异较大、收益低、规范差、隐性流转较盛行等问题，部分农户土地合法权益保障欠缺。一是承包合同签订不彻底，在二轮承包时，个别地方工作开展不彻底，没有具体开展土地承包工作，只是在一轮土地承包基础上，将承包期延长了30年；二是农村土地承包经营权证颁发不全面，二轮土地承包至今已18年，由于历史纠纷、自然灾害等原因，还有部分农户没有颁发农村土地承包经营权证，农户没有承包土地的合法依据，就无法将土地进行流转，在开展土地清查和确权登记颁证工作也缺乏参考依据，给工作开展带来阻碍。

受棉花种植效益不佳和新疆次宜棉区退棉种粮等影响，近年来我国棉花种植面积逐年下降，棉花产量也随之波动下降。得益于独特的光热条件，新疆是我国最大、世界重要的棉花产区，棉花产量占全国的九成且比重持续提升。预计2024年，受新疆和长江流域棉花种植面积下降等影响，全国棉花产量仍将小幅下降，但受益于单产面积波动上升，产量降幅将有所收窄

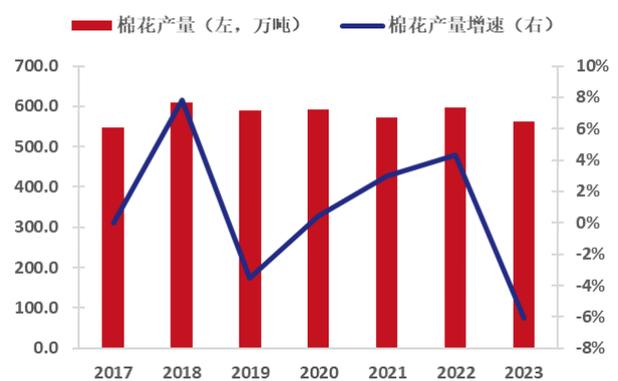
棉花作为天然纤维，是全球最重要的经济作物之一，棉花产业链涉及棉花种植、棉花加工、流通、纺织、印染、服装等多个行业，在我国和全球经济发展中占有重要地位，是关系国计民生的重要战略物资。近年来，由于内地棉花种植收益不及粮食和其他经济作物、新疆产区次宜棉区退出棉花种植，我国棉花种植面积逐年下降。根据国家统计局数据，2023年我国棉花种植面积2,788.1千公顷，已连续下降5年。受种植面积下降影响，近年来全国棉花产量波动下降。2023年，全国棉花产量562万吨，同比下降6.02%。但另一方面，随着棉花品种更新和栽培、管理技术推广，我国棉花单位面积产量呈波动上升趋势，我国棉花单位面积产量从2018年的1,819.33公斤/公顷上升至2023年的2,014.9公斤/公顷。

我国棉花种植主要分布在新疆产区、长江流域和黄河流域，其中新疆是我国最大、世界重要的棉花产区，也是我国最重要的棉花生产和加工区域，棉花种植面积、单产、总产、商品量已连续29年居全国首位。得益于独特的光热条件，新疆棉花拥有国内较高的品质优势，并在机械化、规模化、节水灌溉、科技方面走在我国前列。2023年新疆棉花播种面积2,369.30万公顷，占全国棉花播种总面积的84.98%。2021-2023年，新疆棉花产量分别为516.08万吨、512.85万吨和511.20万吨，占全国棉花产量的比例分别为89.49%、90.19%和90.96%，我国棉花生产持续向新疆地区集中。2023年，新疆平均单位面积棉花产量为143.85公斤/亩，超过全国平均单位面积产量134.33公斤/亩。

**图2. 2017-2023年我国棉花种植面积及变化**



**图3. 2017-2023年我国棉花产量及变化**



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

为稳定棉花生产，国家逐步建立了从生产、流通、储备到贸易的全方位支持体系生产领域，包括棉花良种补贴（2007年至今）和新疆棉花目标价格改革（2014年至今）；流通领域，包括棉花临时收储政策（2011-2013年）、出疆棉运费补贴（2008年至今）、政策性储备调节机制（20世纪50年代至今）。此外，由于国内棉花产量无法完全满足下游棉纺织业生产需求，我国每年从国外进口大量棉花。为保护棉农利益，我国对棉花进口实行关税配额管理（2000年至今）和滑准税制度（2005年至今）。2021-2023年，受纺织服装订单向东南亚地区转移和欧美等国对新疆棉花进口禁令升级等影响我国棉花进口量

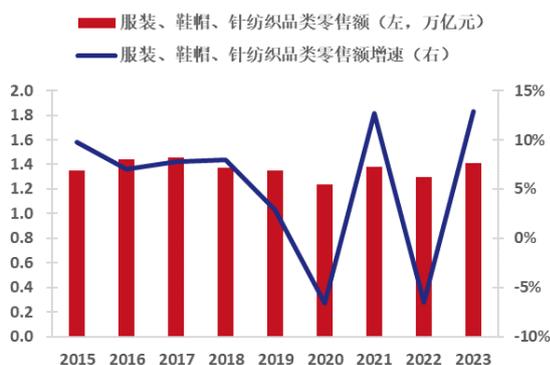
波动下降，分别为215万吨、194万吨和196万吨。2021-2023年，我国棉花关税配额均为89.4万吨，滑准税配额分别为70万吨、40万吨和75万吨。预计2024年，我国棉花进口关税配额与2023年持平，但由于国储进口棉库存低位，存在补库需求，预计滑准税配额仍将维持高位。

**受益于国内需求稳步恢复，纺织服装内销订单增加，叠加低基数，2023年我国纺织服装销售额同比较快增长，但受海外需求不振、贸易保护主义倾向上升和地缘冲突加剧影响，我国纺织服装出口压力较大，预计2024年国内棉花需求保持增长，棉花出口仍将小幅下降**

我国是世界上最大的棉花生产国和消费国，每年棉花消费量超过800万吨。棉花主要是用于纺织工业（需求占比在90%以上），少量用于医药和化工行业。2020-2023年，我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额波动增长。2021年，国内经济恢复发展带动消费潜力稳定释放，在保民生、促销费和各类假日消费拉动下，实体零售渠道和网络渠道销售较快增长，服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.70%。2022年，国内市场需求低迷、内销市场订单不足，加上外部环境影响，纺织服装产品消费意愿不高，衣着支出有所减少，纺织服装市场承压下行，零售额同比下降6.50%。2023年，国内需求稳步恢复，纺织服装内销订单增加，叠加低基数，纺织服装零售额同比增长12.90%。内销市场持续回暖的驱动下，行业利润水平得到有效改善，2023年我国规模以上纺织企业营业收入同比减少0.8%，降幅较2022年收窄0.1个百分点，利润总额同比增长7.2%，增速由负转正。

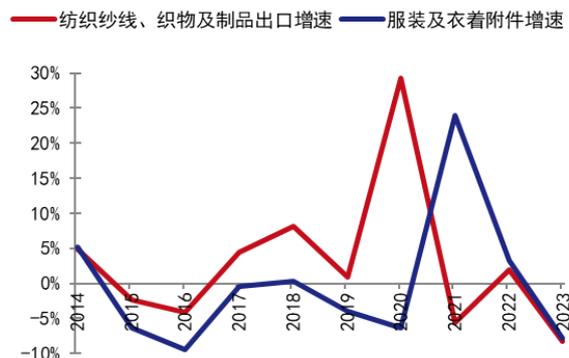
出口方面，2021年，在国际需求回暖和订单回流双重利好因素带动下，我国纱线织物和服装出口快速增长，带动纺织服装、服饰出口额同比增长5.20%。2022年，受出口价格支撑等因素影响，纺织服装出口同比增长2.80%。2023年，受海外需求不振、贸易保护主义倾向上升和地缘冲突加剧影响，我国纺织服装出口压力加大，出口金额同比下降10.60%。受“涉疆法案”、经济低迷和订单转移影响，我国对美国、欧盟和日本等主要市场出口同比分别下降11.1%、17.6%和14.2%。但我国对俄罗斯、非洲及“一带一路”沿线国家或地区同比较快增长。2024年，宏观经济持续复苏，政策推动消费持续扩大，纺织服装终端需求持续修复，下游纺织厂和国储棉存在补库需求，预计国内棉花需求将有所增长，但疆棉出口仍受限，地缘冲突和贸易摩擦不断，预计棉花出口仍小幅下降。

**图4. 国内服装、鞋帽、针纺织品类零售复苏**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图5. 纺织品及服装出口压力明显增大**

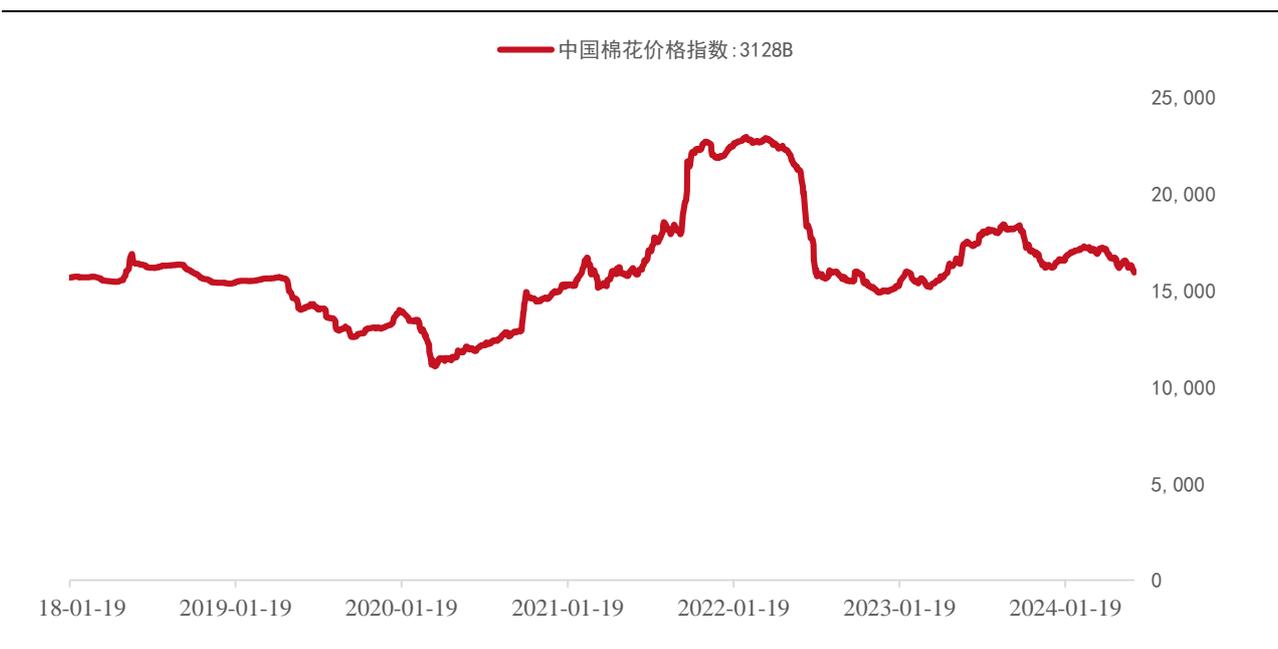


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年国内棉花价格波动较大，2021年因新疆等棉花主产区减产等影响，棉花价格高位运行；2022年受下游纺织服装终端需求低迷等影响，棉花价格大幅下降；2023年前三季度棉花价格波动上涨，2023年第四季度，受下游棉纱厂开工率下行等影响，棉花价格回落。2024年棉花价格有望企稳回升

棉花是农产品，也是工业原料，棉花作为喜温、喜光的经济作物，供需受天气、经济周期和政策影响较大。自2014年棉花价格改革试点工作实施以来，我国已形成以市场供需为基础的棉花价格形成机制。2020年3月，国家发改委发布《关于完善棉花目标价格政策的通知》提出棉花目标价格水平按照近三年生产成本加合理收益确定，同步建立定期评估机制，每三年评估一次，根据评估结果视情况调整目标价格水平；如遇棉花市场发生重大变化，报请国务院同意后可及时调整目标价格。2020-2022年和2023-2025年，新疆棉花目标价格水平为1.86万元/吨。2021年，全球货币政策宽松，大宗商品价格普遍上涨；海外订单回流国内，纺织服装零售和出口均出现大幅增加；新疆和内陆棉花主产区受不利天气影响出现减产，叠加美国、印度和澳大利亚棉花减产棉花价格大幅上涨，国内棉花价格从2021年1月的1.52万元/吨上涨至12月的2.22万元/吨，涨幅达到46.53%。2022年，美联储和欧洲央行加息，全球货币政策紧缩，大宗商品价格普遍下降；纺织服装终端需求低迷，海外订单转向东南亚，下游纺织企业订单不足，产品库存累计，棉花价格高位回落，从2022年1月的2.23万元吨下降至12月的1.50万元/吨，降幅达32.49%。2023年，经济温和复苏，纺织服装零售额较快增长，带动织造厂开工率高位运行，棉花需求增加，同时新疆棉花播种面积减少和天气不佳等因素导致棉花减产预期上升，2023年1-9月棉花价格波动上涨；2023年10-12月，纺织产业“金九银十”旺季不旺，下游产品订单放缓，棉纱厂开工率持续下行，纱线库存上升，棉花价格波动下降。预计2024年，经济保持复苏，终端需求持续修复，下游存在补库需求，国内棉花需求将有所增长，疆棉出口仍受限，全国棉花产量将小幅下降，棉花进口稳中略升，叠加下半年美联储降息，大宗商品价格有望回暖，棉花价格中枢将企稳回升。

**图6. 2018年以来国内棉花价格走势**



注：中国棉花指数以全国近200家大中型纺织企业和棉花企业的棉花实际到厂价为计算基础，因此与棉企销售价格之间存在运输损耗和运费等价差，因此棉企销售价格一般低于该价格指数。

资料来源：wind，中证鹏元整理

### 三、经营与竞争

公司是水发集团现代农业板块的核心经营主体之一，主要从事土地流转、皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工及贸易等业务，在农业领域具有一定的市场竞争力。公司在新疆形成五大棉花产区和棉花种植、加工、销售较为完整的产业链，但近年来皮棉产量及销量、皮棉及棉副产品加工业务收入逐年下降，皮棉贸易收入也持续下降且盈利弱。2023年公司将佰惠生纳入合并报表，新增白糖加工及贸易业务；佰惠生甜菜制糖产业链完整且产能规模较大，但近年来产量和产能利用率波动较大

公司主要从事土地流转、皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、果蔬业务、农资业务等，2023年随着公司并表佰惠生，新增白糖加工及贸易业务。2023年公司营业收入主要来源于皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工及贸易和土地租金收入，上述四项业务收入合计占当期营业收入的比重为91.83%。近年来公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续收缩，公司营业收入持续下降，主要系两方面原因：其一，近年来棉花市场行情较为低迷，2021年棉花价格处于高位，随后两年棉花价格大幅回落，公司皮棉销量和平均销售价格持续下降，公司皮棉贸易销量也波动下降；其二，2023年公司调整经营目标，强化利润导向，从而注销部分运营或盈利状况不佳子公司。受临时性交通管制和棉花市场行情较为低迷等影响，2022年公司土地租金收入及其他业务收入大幅下降；2023年公司土地租赁收入尚未恢复到2021年水平主要系两方面原因：其一，公司部分子公司退出其流转土地，可租赁土地减少；其二，公司在2023年对盐碱化较为严重、水电条件较差的土地进行停租改造。其他业务收入主要为农资业务和粮食及果蔬销售业务，是公司营业收入的有益补充。2024年1-3月公司实现营业收入23.27亿元。

近年来公司销售毛利率存在一定波动，其中受行业环境变化和皮棉价格下降等影响，2022年公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务盈利能力有所下降，尤其是皮棉贸易业务毛利率下降幅度更大，公司2022年销售毛利率也随之有所下降。2023年随着公司注销盈利状况不佳子公司和对自然条件较差的土地进行停租改造，公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易销售毛利率同比回升，土地租赁收入毛利率也超过2021年水平，新增的白糖加工及贸易业务毛利率较其他业务相对更高，整体上2023年公司销售毛利率也随之回升。2024年1-3月公司销售毛利率为6.82%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
皮棉及棉副产品加工	65.15	42.17%	5.82%	98.56	48.88%	3.70%	106.60	46.31%	4.30%
皮棉贸易	56.67	36.68%	1.61%	86.80	43.04%	1.59%	96.82	42.06%	4.02%
土地租金收入及其他	6.31	4.08%	10.00%	1.74	0.86%	25.67%	11.79	5.12%	4.39%
白糖加工及贸易	13.74	8.89%	13.28%	-	-	-	-	-	-
其他业务收入	12.62	8.17%	2.79%	14.56	7.22%	7.11%	14.99	6.51%	4.40%

合计	154.48	100%	4.86%	201.66	100%	3.23%	230.19	100%	4.19%
----	--------	------	-------	--------	------	-------	--------	------	-------

注：2022年土地租金及其他收入毛利率较高，主要系受临时性交通管制，当年仅有生产条件较好、租金较高土地出租；同时，当年有部分土地收入成本未及时确认，在2023年确定，收入和成本未完全匹配入账。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）土地流转和联合种植

土地流转是公司稳定棉花生产和延伸产业链条的基石，公司通过土地出资、经营权流转和租赁等方式取得土地并开展高标准农田建设，然后租赁给农户等进行联合种植，但公司多数流转的土地尚未完成登记、取得相应产权证书，近年来土地租赁收入波动较大；同时，我国土地制度复杂，需注意土地流转过程中的相关政策风险。此外，近年来公司围绕土地流转和联合种植，积极开展果蔬和粮食种植及销售、农资销售业务，对营业收入形成有益补充

土地资源是农业产业发展的基础，土地流转和联合种植业务是公司主要业务板块之一，相关业务主要由子公司东鲁水控、库车水控农业发展有限公司（以下简称“库车水控”）、喀什水发农业有限公司（以下简称“喀什水发”）和新疆水发现代农业发展有限公司（以下简称“水发现代农业”）等负责。各子公司之间经营业务模式类似，各自独立建立合同台账，并按区域划分责任，其中东鲁水控主要经营区域在喀什地区疏勒县；库车水控主要经营区域在阿克苏地区库车市；喀什水发主要经营区域在喀什地区巴楚县；水发现代农业主要经营区域在巴州和硕县。

经营模式方面：公司通过土地承包、经营权流转或其他法律法规、规范性文件允许的土地流转方式获得土地经营（使用）权（一般年限在20-30年）。土地流转来源方面，公司主要通过直接和当地政府或村集体经济合作社对接取得第一手土地资源，土地取得途经主要有两种：一种是出资入股，由当地政府或村集体经济合作社以土地使用权作价出资，与公司共同成立合资公司，由合资公司负责土地的经营，公司按照合作方入股土地面积，以现金或其他方式支付股权分红。如2018年11月疏勒县将其依法清理的53万亩土地20年的土地承包经营权作价出资投入到东鲁水控，部分土地需东鲁水控和所在乡镇、村、农户进行协商，土地承包经营权流转至东鲁水控，流转费用由东鲁水控承担。第二种是土地经营权流转或承包租赁，公司直接向当地政府或村集体合作社进行土地经营权流转或承包并支付相应的费用，土地经营权流转一次性支付经营权期限内的全部承包费，土地租赁则每年支付租金。土地流转完成后，公司逐步完成土地的盐碱地改良、集中连片小地块平整、农田灌溉设施建设等形成可机械化作业的高标准农田。

2021年及之前，公司对流转土地主要采取发包模式，即公司将改造后的土地直接对外租赁，不负责后续种植过程；2022年以来，公司主要采取联合种植模式，以流转土地为基础，与区域农户、农业合作社等经营主体合作开展联合种植（品种主要是棉花）。在种植前期，由公司制定统一的种植标准和农业技术指导，并为承包人提供所需的农资产品（由公司垫资集中采购，主要包括地膜、种子、化肥等），承包人主要负责日常种植管理。作物成熟后由公司统一采收、统一加工，在结算款项时，公司优先扣除前期提供的农资产品价款和土地租金后，将剩余销售款项支付给承包人。无论是发包模式还是联合种植模式，土地租金价格主要通过集合竞价确定，平均租金集中在500-800元/亩的区间，不同土地受种植条件、区位等影响，租金有所差异；不同年份之间，受棉花价格走势等影响，租金也有所差异。

会计处理方面，公司将每年收到承包方的土地租赁或收购棉花时扣除的土地租金确认为土地租金收入，将收购棉花时扣除的农资产品费用或农机服务费用确认为农资业务收入，同时结转相应的土地流转成本和农资业务成本，土地流转成本主要包括一次性流转土地缴纳的土地承包使用费、按年缴费的土地租赁租金、土地前期改良及改造投入成本等；农资业务成本主要为外部集中采购农资的成本。

在政策鼓励下，公司与新疆多地政府持续合作，在土地流转方面优势较为明显。公司目前持有土地主要流转于2018-2020年，2021年公司扩展在昌吉州奇台县的土地流转业务，当年流转土地规模大幅增加（土地租赁收入处于近年来高位），但上述流转土地已于2023年以来逐步退出。其中，2023年末子公司奇台水发农业发展有限公司（以下简称“奇台水发”）退出农用地26.82万亩（入账时间在2021年9月并于2023年12月划出）；2024年5月，子公司奇台水发现代农牧业发展有限公司（以下简称“奇台现代农牧”）退出农牧用地70.80万亩（入账时间在2021年9月，尚未划出）。2022年公司与沙雅县政府开展防沙治沙合作，设立沙雅水发农业发展有限公司（以下简称“沙雅水发”）并流转防沙治沙项目土地100万亩，相关土地已于2023年末退出（入账时间在2022年6月并于2023年9月划出）。沙雅水发、奇台水发和奇台现代农牧退出的土地均系当地政府或村集体经济合作社等以土地使用权作价出资入股到项目公司并按照股份比例享有分红（不支付租金或土地流转费用），相关土地退出后，沙雅水发已于2023年末注销，奇台水发和奇台现代农牧股权变更仍在办理中。此外，2023年公司部分子公司对自然条件较差的土地进行停租改造，2023年整体可出租面积同比有所减少。

截至2023年末，公司流转土地面积合计约65.26万亩，主要是公司通过土地流转或租赁获得的农地经营权再对外租赁，土地位置主要分布在喀什区域、阿克苏地区和巴州，承租方主要为个体农户。2023年公司实现土地租金及其他收入6.31亿元，占公司当期营业收入的比重不足5%，但是土地流转和联合种植是公司整合资源、保障棉花生产经营和延伸链条的根基。在国家粮食安全战略背景下，公司将盐碱地改良、荒漠化治理、土地污染修复作为未来重要的业务布局方向。近年来公司土地租金及其他收入波动较大，其中2022年受临时性交通管制和棉花市场行情较为低迷等影响，土地租金及其他收入大幅下降；2023年土地租金及其他收入有所恢复，但仍不及2021年水平，主要系可租赁土地减少。

值得注意的是，我国土地制度复杂，国有农用地的流转方式较多，且没有完整的法律制度规定其具体形式要件，现行适用的《不动产登记条例（暂行）》和《不动产登记暂行条例实施细则（2019修正）》中尚未将国有农用地土地使用权列为可以普遍登记的用益物权权力，由于行政法规的登记制度尚未修改，公司多数流转的土地尚未完成登记、取得相应产权证书，仅有土地流转合同或协议，若未来政策法规发生变动，可能导致原始发包人和公司之间就相关农地使用权发生争议的情况。

**表3 截至2023年末公司主要土地租赁业务情况（单位：万亩）**

发包人	面积	土地性质	土地位置	土地取得方式	出租情况
东鲁水控	53.74	国有农用地	新疆喀什地区疏勒县	出资入股	上游土地流转经营权到期日为2038年12月31日；下游土地承租人均均为当地农户，共计5.6万户，涉及疏勒县15个乡镇，246个村。其中承包面积十亩以下农户共计4.4万户，占总户数的78.68%，租户分散度很高，承租起始年份均为2019年，平均租赁期限为15年，平均租金为524元/亩，租金逐年支付。

库车水控	3.63	国有农用地、集体土地	新疆阿克苏地区库车市	经营权流转	上游土地流转经营权到期日为2049年12月31日和2050年7月13日；下游土地承租人均均为农户，承租期限均为10年，租赁终止日主要在2030年，平均租金600元/亩，租金逐年支付
喀什水发	2.68	国有农用地	新疆喀什地区巴楚县	经营权流转	上游土地流转经营权到期日为2035年9月至2052年12月，承租期限为15年，租赁终止日为2032年12月31日；平均租金800元/亩，租金逐年支付
公司本部	2.07	国有农用地、集体土地	新疆阿克苏地区阿瓦提县、拜城县	经营权流转	上游土地流转经营权到期日为2026年11月30日（1.07万亩）和2029年12月31日（1万亩）；下游土地承租人为农户和工商企业，承租期限为7年（占比23.19%）和10年（占比76.81%）；平均租金458~800元/亩，租金逐年支付
喀什水发	1.85	国有农用地、集体土地	新疆喀什地区伽师县	承包租赁	均为以租赁方式取得，其中农民30年合同地租赁期限均为8年，商品地和村集体地承包期限为3年，合同约定，期满后政策无变化，喀什水发可续包；下游土地承租人为农户，承租期为8年（占比21.87%）和10年（占比78.13%）；平均租金500-800元/亩，租金逐年支付
水发现代农业	1.29	国有农用地、集体土地	新疆巴州和硕县	承包租赁	合同约定，期满后若政策无变化，水发现代农业可续包；下游土地承租人为农户，承租期限为8年（占比21.87%）和10年（占比78.13%）；平均租金500-800元/亩，租金逐年支付
<b>合计</b>	<b>65.26</b>	-	-	-	-

注：1、上表新疆水发农业流转的2.07万亩土地原发包人为新疆水发大美农业发展有限公司（以下简称“大美农业”），因大美农业于2023年末注销，发包人变更为公司本部；喀什水发流转的1.85万亩土地原发包人为新疆水控农业投资有限公司（以下简称“新疆水控农业”），因新疆水控农业于2023年末注销，发包人变更为喀什水发；

2、东鲁水控53.74万亩流转土地包含占地面积4,711亩的喀什现代蔬菜产业园项目，该项目799座高标准日光温室除公司日常种植外，也出租给疏勒县周边农户，相关租金收入计入土地租赁收入中。

此外，公司也依托联合种植开展农资销售业务，并从事果蔬和粮食种植及销售业务。农资业务方面，主要由子公司新疆水发益尔农业科技有限公司（以下简称“益尔农科”）和新疆吴星长润农资有限公司（双河水发子公司，以下简称“吴星长润”），益尔农科和吴星长润主要面向种植农户提供种子、农药、化肥、滴灌带、地膜及其他农资农机产品，销售对象数量多且集中度低。2023年公司实现农资业务收入4.73亿元，业务毛利率2.10%，其中80%以上销售收入源于化肥销售，对公司营业收入形成有益补充。

果蔬和粮食种植及销售方面，主要由子公司东鲁水控和新疆北疆果蔬产业发展有限责任公司（双河水发子公司，以下简称“北疆果蔬”）负责，公司主要围绕喀什现代蔬菜产业园开展果蔬种植、展示、育苗、采摘和农产品初加工、交易、仓储、物流等业务。喀什现代蔬菜产业园是南疆面积最大的现代蔬菜产业基地，也是国家级现代农业全产业链标准化示范基地，项目总投资10.6亿元，项目总占地面积4,711亩，其中产业园西区种植区占地4,092亩（主要包括7万平米荷兰智能温室、6,480平米潮汐式育苗中心、799座高标准日光温室、15座共计3.54万平米育苗双模大拱棚，及仓库、沉砂池、控制中心、分拣包装中心等配套设施。产业园东区功能服务区占地619亩，以农产品初加工、交易、仓储、物流为主，目前2座共计1万余平辣椒烘干厂房已完成建设，烘干、色选、剪拔等设备已安装并实现投产，日烘干量达1,000余吨。喀什现代蔬菜产业园主体工程于2022年建成投用，2023年蔬菜产量已达两千吨。2023年公司实现果蔬及粮食种植和销售收入3.15亿元，业务毛利率2.01%，对公司营业收入形成有益补充。

## （二）皮棉及棉副产品加工销售业务

公司在新疆形成五大棉花产区和棉花种植、加工、销售较为完整的产业链，通过联合种植及联合经营的方式稳定籽棉等原料供应，通过自营与联合经营相结合模式扩大皮棉及棉副产品加工产能；近年来公司皮棉产量位居全国前列，但受棉花市场景气度较低等影响，皮棉产量及销量、皮棉及棉副产

## 品加工业务收入逐年下降。未来需关注下游纺织服装终端需求、国际贸易摩擦和新疆区域棉花种植情况等对公司皮棉及棉副产品加工销售业务的影响

皮棉及棉副产品加工销售业务是公司主要的收入和利润来源，该业务主要分为收购入库、棉产品初加工和对外销售三部分。原材料收购入库方面，公司采购的主要原料为籽棉，除前文提到的通过土地流转和联合种植形成完整的棉花种植产业链获取原料外，公司还通过联合经营模式获得货源。在联合经营模式下，公司不获取农户的农地经营权，而主要向棉花种植户提供农资支持和贯穿种植全过程的技术指导、农机服务等，农户承担种植和管理责任，棉花成熟后交售到公司指定的轧花厂出售。通过联合经营的方式，公司极大地控制了货源，快速扩大了棉花加工市场的市场份额。截至2023年末，公司以联合种植或联合经营模式委托种植棉花81.95万亩，公司采购对象主要为农户，上游供应商集中度很低。

棉产品初加工方面，公司将采购的籽棉由轧花厂加工后，形成皮棉、棉籽、不孕籽及其他副产品，相关业务主要由子公司双河水控、新疆水发国棉科技有限公司（以下简称“国棉科技”）和库车水控等子公司负责。受棉花种植的季节性影响和籽棉存储周期较短等影响，棉产品初加工具有很强的季节性，籽棉成熟及收购时间集中在每年10-11月，棉产品初加工生产周期集中在每年11月至次年2月。截至2023年末，公司在新疆乌鲁木齐、博州、巴州、喀什、阿克苏地区已形成五大棉花产业片区，可用轧花厂共计55家，其中，自营轧花厂18座、联合经营轧花厂37家。联合经营模式下，公司与合作轧花厂签订合作协议，厂房及生产机器由合作方提供，价格支付主要有两种方式，其一，由公司根据协商价格支付全包年租金；其二，公司根据加工量和单位加工费向联合经营方支付加工费用。此外，公司也有少量外部客户来料加工并收取代加工费用。近年来公司轧花机数量及生产线数量基本稳定，皮棉及棉副产品加工产量主要由籽棉收储规模和收储持续时长决定（皮棉生产周期一般在4-5个月，因此理论产能远高于产量），籽棉收储规模主要由公司根据未来皮棉价格走势和当前籽棉收购价格判断决定。

2021-2023年公司籽棉收购规模分别为126.13万吨、121.41万吨和94.5万吨，收购规模持续下降（收购价格整体也呈下降趋势），公司皮棉及棉副产品产量持续下降，其中2023年皮棉产量同比下降幅度较大，主要系2023年四季度，纺织产业“金九银十”旺季不旺，下游产品订单放缓，棉纱厂开工率持续下行，纱线库存上升，棉花价格波动下降，公司压缩籽棉收购规模。2023年皮棉产量为39.20万吨，约占全国棉花产量的6.98%。棉籽和不孕籽为皮棉加工的副产品，受当年籽棉生长状况、采摘时间和采摘方式等因素影响，棉籽、不孕籽产量与皮棉之比存在小幅波动。

**表4 公司皮棉及棉副产品加工情况\***

项目	棉产品类型	2023年	2022年	2021年
产量（万吨/年）	皮棉	39.20	51.03	53.26
	棉籽	46.33	61.98	62.93
	不孕籽	5.02	5.98	6.92

注：\*本表中皮棉及棉副产品加工量包含小部分外部籽棉来料加工，该部分未在存货体现；公司皮棉及棉副产品销售情况表中棉花销量为公司自有轧花厂籽棉加工后，对外销售数据。

资料来源：公司提供

销售方面，公司采取采购方先下订单并付款的模式，部分全额收款，部分采取预收80-90%货款方

式，在保证利润的前提下有效控制风险。公司在确定订单时，约定交易日期及付款方式，并在收到采购方资金后，进行采购、加工、交割，操作时间控制在2-5天。公司在全国棉花交易中心开具货权转移证明后，下游客户根据仓单提货。公司皮棉销售价格主要以中国棉花交易信息网披露的指导价格为主，皮棉经过全国公检后，在市场定价的基础上加升水和贴水作为合同价格。公司对加工皮棉形成的副产品棉籽和不孕籽的销售也主要采用先付款后交付的模式，并按照当期期货价格或地区平均单价签订销售合同。2022年以来棉花市场景气度较低，纺织服装终端需求低迷，海外订单转向东南亚，下游纺织企业订单不足，棉花价格自2021年的高位回落；2023年四季度棉花加工收购季，国内棉纱厂开工率持续下行，棉花价格波动下降。因此，近年来公司皮棉销量持续下降，皮棉平均销售价格也持续下降。部分年份公司皮棉产量大于销量，主要系产量中包含部分少量外部客户来料加工，近年来公司存货规模小幅波动，相较于公司销售额，公司存货规模不大。近年来随着新技术的应用和下游棉籽深加工行业的发展，下游畜牧饲料和油料行业对棉籽和不孕籽的需求有所增加，公司自营轧花厂棉籽和不孕籽的销量持续增加，但近年来价格有所波动。

**表5 公司皮棉及棉副产品销售情况**

项目	棉产品类型	2023年	2022年	2021年
销量（万吨/年）	皮棉	37.61	51.53	52.50
	棉籽	9.32*	13.06*	12.45*
	不孕籽	0.72*	1.00*	0.97*
平均销售价格（万元/吨）	皮棉	1.54	1.64	1.88
	棉籽	0.25	0.37	0.28
	不孕籽	0.26	0.29	0.31

注：上表中皮棉销售数据为自营轧花厂和联合经营轧花厂合计数据，棉籽和不孕籽销售由各轧花厂独立销售，本表中棉籽和不孕籽销售数据为公司自营轧花厂合计数（联合经营轧花厂数据未获取）。

资料来源：公司提供

公司皮棉及棉副产品销售下游客户集中度较低，2021-2023年前五大销售客户的销售金额占比均不超过10%，近年来销售额较大客户包括中华棉花集团有限公司（以下简称“中棉集团”）及其子公司、新疆地方国企和新疆生产建设兵团下属的国有棉花贸易企业。棉花是关系我国国计民生的重要战略物资和棉纺织工业的工业原料，其供给端受经济周期、政策和天气影响较大，其销售受下游纺织服装终端需求和国际贸易摩擦影响较大，需持续关注相关因素变化对公司皮棉及棉副产品加工业务的影响。

**表6 公司皮棉及棉副产品销售前五大客户情况（单位：亿元）**

项目	客户名称	销售金额	销售商品类型	销售占比
2023年	中棉集团新疆棉花有限公司	1.37	皮棉、籽棉、不孕籽	1.93%
	尉犁兴平棉业有限责任公司	1.36	皮棉、籽棉、不孕籽	1.92%
	中棉工业有限责任公司	1.26	皮棉、籽棉、不孕籽	1.78%
	山东晨旭供应链有限公司	1.13	皮棉、籽棉、不孕籽	1.59%
	银河德睿资本管理有限公司	1.03	皮棉、籽棉、不孕籽	1.45%
	<b>合计</b>	<b>6.15</b>	<b>-</b>	<b>8.68%</b>
2022年	新疆生产建设兵团第五师国有资产经营有限责任公司	2.35	皮棉、籽棉、不孕籽	2.38%

	中华棉花集团有限公司	2.08	皮棉、籽棉、不孕籽	2.11%
	山东晨旭供应链有限公司	1.85	皮棉、籽棉、不孕籽	1.88%
	新疆利华（集团）股份有限公司	1.22	皮棉、籽棉、不孕籽	1.24%
	浙江同力供应链管理有限公司	0.49	皮棉、籽棉、不孕籽	0.50%
	<b>合计</b>	<b>7.99</b>	<b>-</b>	<b>8.11%</b>
2021年	中纺棉国际贸易有限公司	4.93	皮棉、籽棉、不孕籽	4.62%
	山东金施丰农业科技有限公司	1.83	皮棉、籽棉、不孕籽	1.72%
	东证润和资本管理有限公司	1.65	皮棉、籽棉、不孕籽	1.55%
	金正大生态工程集团股份有限公司	1.16	皮棉、籽棉、不孕籽	1.09%
	新疆宝新恒源物流有限公司	1.03	皮棉、籽棉、不孕籽	0.97%
	<b>合计</b>	<b>10.6</b>	<b>-</b>	<b>9.94%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）皮棉贸易

公司发挥其行业优势和区位优势开展较大规模的皮棉贸易，但近年来皮棉贸易收入持续下降且盈利弱；同时，公司皮棉贸易业务供应商和客户集中度较高且稳定性一般，业务抗风险能力较差

除从事棉花加工及销售外，公司还发挥其经营棉花加工的行业优势和地处新疆的区位优势，及时掌握棉花行情，通过专业的皮棉贸易团队，为采购方提供优质、足量、持续的棉花供给。公司皮棉贸易的一般模式为：公司从市场上皮棉供应商处采购棉花后销售给下游客户，以赚取进销差价方式获利，皮棉贸易业务不受季节性影响。因棉花交易均在全国棉花交易中心进行，交易形式特殊，故公司棉产品贸易业务模式下皮棉实物无需转移，客户仅需通过全国棉花交易中心账户交易、仓单提货的方式取得皮棉。皮棉的采购和销售模式均为先款后货，通常在预付款后若干个工作日发货，交易价格根据棉花交易市场公开价格确定，公司通过期货市场套期保值操作规避棉花价格波动的风险。

从销量来看，近年来棉花市场行情景气度较低，公司皮棉贸易销售规模呈波动下降趋势。从销售价格来看，2021年，全球货币宽松，大宗原材料价格普遍上涨，国内棉花市场价格快速上涨，公司棉花销售均价处于高位。2022年，美联储和欧洲央行加息，货币政策紧缩，大宗商品价格普遍下降，纺织服装终端需求低迷，下游纺织企业订单不足，国内棉花市场价格高位回落，公司棉花销售均价显著下降。2023年，经济温和复苏，纺织服装零售额较快增长，带动织造厂开工率高位运行，棉花需求增加，2023年1-9月棉花价格波动上涨并在2023年四季度回落，因此2023年公司皮棉贸易销售均价同比有所上升，且高于皮棉及棉副产品销售均价（主要在2023年四季度销售）。

**表7 公司皮棉贸易业务销售情况（单位：万吨，万元/吨）**

项目	2023年	2022年	2021年
销量	35.19	54.93	53.00
销售额	56.66	86.8	96.82
销售均价	1.61	1.58	1.82

资料来源：公司提供

公司皮棉贸易业务客户集中度较高且客户稳定性一般，2022-2023年皮棉贸易前五大客户销售占比超过50%，近年来主要销售客户为中华全国供销合作总社下属的北京全国棉花交易市场电子商务有限责任公司、中华棉花集团有限公司及其子公司，以及新疆区域国有棉花贸易企业。整体看公司下游客户以国企为主，交易对手风险可控，但客户集中度较高，如果主要客户发生风险或变化，将对公司商品贸易业务产生较大不利影响，近三年公司皮棉贸易业务主要客户情况见下表。

**表8 公司皮棉贸易业务前五大客户情况（单位：亿元）**

项目	客户名称	销售金额	商品类型	占比
2023年	北京全国棉花交易市场电子商务有限责任公司	10.64	皮棉	18.78%
	新疆宝新恒源物流有限公司	6.13	皮棉	10.82%
	中棉集团新疆棉花有限公司	5.29	皮棉	9.34%
	海南禾新实业有限公司	4.23	皮棉	7.47%
	新疆丰达棉麻有限公司	2.06	皮棉	3.64%
	<b>合计</b>	<b>28.35</b>	<b>-</b>	<b>50.04%</b>
2022年	中棉集团新疆棉花有限公司	16.78	皮棉	19.33%
	新疆新棉集团股份有限公司	16.01	皮棉	18.44%
	中华棉花集团有限公司	8.04	皮棉	9.26%
	北京全国棉花交易市场电子商务有限责任公司	5.29	皮棉	6.09%
	新疆建咨棉业有限公司	3.53	皮棉	4.07%
	<b>合计</b>	<b>49.65</b>	<b>-</b>	<b>57.20%</b>
2021年	中纺棉国际贸易有限公司	9.35	皮棉	9.66%
	山东金施丰农业科技有限公司	8.83	皮棉	9.12%
	东证润和资本管理有限公司	7.65	皮棉	7.90%
	金正大生态工程集团股份有限公司	4.16	皮棉	4.30%
	新疆宝新恒源物流有限公司	3.03	皮棉	3.13%
	<b>合计</b>	<b>33.02</b>	<b>-</b>	<b>34.10%</b>

资料来源：公司提供

采购方面，公司皮棉贸易主要采取以销定采模式，近年来皮棉贸易采购量随销售规模呈波动下降趋势，采购和销售价差一般不超过200元/吨，2022-2023年公司皮棉贸易业务毛利率在2%以下，该业务盈利弱，原因主要系两方面：其一，皮棉价格相对透明，公司作为贸易中间商，对上下游客户的议价能力相对较弱。其二，公司为控制商品销售业务风险，销售策略向国企等低风险客户倾斜。

**表9 公司皮棉贸易业务采购情况（单位：万吨，万元/吨）**

项目	2023年	2022年	2021年
采购量	39.14	52.83	51.23
采购额	62.23	82.41	92.73
采购均价	1.59	1.56	1.81

资料来源：公司提供

公司皮棉贸易业务供应商集中度较高且稳定性一般，2022-2023年皮棉贸易前五大供应商采购占比

分别为67.20%和24.92%，2023年主要供应商为新疆胡杨河市供销社下属的新疆锦棉棉业股份有限公司、湖北省供销社下属的湖北银丰棉花股份有限公司等，供应商性质以国有企业为主，均非公司关联方。

**表10 公司皮棉贸易业务前五大供应商情况（单位：亿元）**

项目	供应商名称	采购金额	商品类型	占比
2023年	新疆锦棉棉业股份有限公司	3.67	皮棉	5.90%
	湖北银丰棉花股份有限公司	3.61	皮棉	5.80%
	棉联（惠州）电子商务有限公司	3.03	皮棉	4.87%
	中国供销集团南通供销产业发展有限公司	3.03	皮棉	4.87%
	上海煊翎实业有限公司	2.17	皮棉	3.49%
	合计	<b>15.51</b>	-	<b>24.92%</b>
2022年	中棉工业有限责任公司	25.6	皮棉	31.06%
	新疆建咨棉业有限公司	12.43	皮棉	15.08%
	宁波浩蔚新材料有限公司	6.88	皮棉	8.35%
	建信商贸有限责任公司	5.39	皮棉	6.54%
	河南物产集团有限公司	5.08	皮棉	6.16%
	合计	<b>55.38</b>	-	<b>67.20%</b>
2021年	玛纳斯银天棉业有限公司	6.86	皮棉	7.40%
	精河县裕泰棉业有限公司	5.09	皮棉	5.49%
	库车水控农业发展有限公司	4.54	皮棉	4.90%
	石河子市九霞棉业有限公司	2.37	皮棉	2.56%
	焦作市汇百川纺织有限公司	1.84	皮棉	1.98%
	合计	<b>20.7</b>	-	<b>22.32%</b>

资料来源：公司提供

#### （四）白糖加工及贸易

2023年公司将佰惠生纳入合并报表范围，新增白糖加工及贸易业务；佰惠生甜菜制糖业务产业链完整，制糖产能及产量规模较大，但近年来佰惠生甜菜糖产量和产能利用率波动较大且供应商和客户集中度较高；此外，佰惠生财务杠杆率较高，近年来盈利能力较弱

2020年9月，公司收购新三板上市公司佰惠生（股票代码：835409.NQ），总转让价款2.24亿元，收购后公司合计控制佰惠生7,191.36万股（占佰惠生总股本的50.98%）。公司于2020年12月通过股份受让方式获得佰惠生的控股权，但因管理半径等因素，公司委托母公司水发农业集团对佰惠生进行托管，并未将佰惠生纳入公司合并报表范围。2023年12月，根据水发农业集团重新战略布局，公司将佰惠生纳入合并报表范围，公司新增白糖加工及贸易业务。截至2023年末，公司持有51.81%的股份，持有股份期末参考市值2.42亿元，佰惠生总资产20.68亿元，资产负债率76.04%，财务杠杆率较高；近年来佰惠生净利润波动较大，盈利状况受行业环境影响较大，整体盈利能力较弱。

**表11 近年来佰惠生主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
----	-------	-------	-------

总资产	20.68	22.40	21.06
归母所有者权益	4.96	4.61	5.35
营业收入	13.74	11.73	13.42
净利润	0.34	-0.60	0.07
资产负债率	76.04%	79.42%	74.59%

资料来源：公司提供

佰惠生已建立甜菜订单种植、科技研发、制糖加工、产品精加工、农副产品深加工和仓储物流一体化产业链。业务模式方面：佰惠生与内蒙古赤峰市周边旗、县的甜菜种植户采用订单形式开展合作，采购原材料甜菜。在每年甜菜春播季前，佰惠生与周边种植户签订合同，约定当年的甜菜种植面积和收购价格。佰惠生负责为甜菜种植户提供优质的种子、化肥、农药、纸筒等种植物资，以赊欠的形式发放给种植户，并在甜菜种植期间为种植户提供技术指导服务和农机购置补贴。种植户负责甜菜的种植、日常管理等工作，在收获后依照合同将甜菜销售给佰惠生。佰惠生的甜菜糖生产榨季从每年的9月底到次年的2月结束，因此本年度销售的甜菜糖一般是上榨季产成品。

近年来佰惠生甜菜糖加工产能稳定在27万吨/年，制糖产能位居全国前列（截至2023年12月底，2023/24年制糖期全国共生产食糖319.51万吨）。但受行食糖行业环境变化影响，近年来佰惠生甜菜糖产量和产能利用率波动较大。2022年佰惠生甜菜糖产量同比增长38.67%，产能利用率同比提高19.46%，主要系当年佰惠生调整甜菜收购价格，上榨季甜菜收购量及加工量有所增加。2023年佰惠生甜菜糖产量同比下降30.57%，主要系受赤峰市及周边调整优化农业种植结构，退减甜菜种植面积等影响，佰惠生甜菜加工量下降，产能利用率也随之下降。佰惠生所生产的甜菜糖主要原材料为甜菜和蒸汽燃料（主要是煤炭）。近年来，佰惠生甜菜糖加工业务前五大供应商较为稳定且集中度较高，2023年主要供应商有中粮糖业有限公司、蒙东能源控股有限责任公司、张北强达货物运输有限公司等，前五大供应商采购金额合计2.38亿元，占佰惠生年度总采购的28.50%。

**表12 公司白糖加工业务情况（单位：万吨）**

项目	2023年	2022年	2021年
产能	27.00	27.00	27.00
产量	13.08	18.84	13.58
产能利用率	48.44%	69.77%	50.31%

资料来源：公司提供

佰惠生的甜菜糖产品主要包括食糖、甜菜颗粒粕、糖蜜等产品，下游客户主要为食糖销售企业及经销商客户，销售方式为“先款后货”。近年来，佰惠生甜菜糖销量呈波动下降趋势，但受益于国际糖价上涨，甜菜糖销售均价逐年提升。2021年榨季佰惠生甜菜糖产量显著下降，因此2022年甜菜糖销量也随之大幅下降；2022年榨季佰惠生加工的国储糖规模同比有所增加并于2023年销售，因此2023年公司甜菜糖销量同比有所上升。2024年，国内甘蔗糖恢复增产，白糖民用消费和工业消费总量稳中略降，叠加中央储备糖投放，国内白糖供需偏松，价格中枢下移，同时2023年榨季佰惠生产量同比有所下降，2024年佰惠生甜菜制糖业务盈利将有所承压。

**表13 公司白糖加工业务情况（单位：万吨，万元/吨）**

项目	2023年	2022年	2021年
销量	15.56	14.46	20.78
销售均价	0.61	0.51	0.48

资料来源：公司提供

近年来，佰惠生甜菜糖加工业务前五大客户较为稳定，2023年主要销售客户为安琪生物科技有限公司、山西汾河制药有限公司、天津建源供应链管理有限公司等，均为非关联方，前五大客户销售金额合计4.29亿元，占佰惠生年度总销售金额的31.26%，客户集中度相对较高。

**公司未来发展战略主要围绕棉花、粮食、果蔬和白糖等主业，逐步推动主业纵深发展加快创新转型，提升主业的抗风险能力和竞争力，公司经营规模和区域有望进一步扩大**

十四五期间，水发集团将按照山东省国资委的功能定位，重点发展水利水务（聚焦水的生产和供应业）、现代农业（聚焦设施农业）、清洁能源（聚焦电力、热力生产和供应业），严格控制非主业投资，有序推进非主业出清。公司是水发集团现代农业板块的核心经营主体之一，水发集团对公司的定位为：以打造中国一流农业集团为使命，着力推动实施平台化、强链补链、科技强企、高端推动、资本运作五大战略，加快推动跨越式发展。按照水发集团2024年工作安排，水发集团要进一步将西北区域的土地及优质资源整合至公司，未来公司经营规模和区域将进一步扩大。

未来公司将遵循稳棉、扩粮、强果（蔬）的发展模式形成现代农业种植多元化业务板块，包括棉花、果蔬、甜菜、玉米、小麦等产业。同时，加工业以农产品的提取深加工和肉类加工为主要方向。构建“大农业服务业”，包括农资化肥农机服务、农田工程建设、土地盐碱化改良等。同时，公司将增加科研经费投入，推动智慧技术与农业深度结合发展，促进智慧农业发展，推进智慧扎花厂(工业物联网)、农业服务信息化平台系统等建设。公司还将加强品种研究培育及示范化工程建设，加快新品种繁育进程。

**近年来，公司持续获得的政府补贴和税收优惠等外部支持，使公司盈利能力得到提升**

资金注入方面，2020年水发农业集团将公司注册资本从0.3亿元增加至10亿元；同时，将对公司债权转为股东出资款，合计增加公司实收资本9.68亿元。

政府补助方面，2021-2023年，公司分别收到0.13亿元、0.15亿元和0.46亿元与经营活动相关的政府补贴，主要是出疆棉运费补贴、棉花与粮食补贴等，计入其他收益，提升了公司盈利能力。

税收优惠方面，公司位于新疆地区的棉花加工企业，包括公司本部及公司一级子公司东鲁水控、奇台水发、奇台现代农牧、喀什水发、库车水控、国棉科技、巴州水发农业开发有限公司、双河水发及其下属的二级子公司新疆昊星八十四棉业有限公司、新疆双河水控八十九棉业有限公司、新疆双河水控九十一棉业有限公司、新疆昊星八十五棉业有限公司、新疆昊星八十三棉业有限公司、新疆昊星八十六棉业有限公司、新疆昊星八十二棉业有限公司等棉花加工企业均享受免征企业所得税的税收优惠。

## 四、财务分析

## 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告和未经审计的公司2024年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。

2021年公司合并报表范围内新增2家一级子公司和2家二级子公司；2022年公司合并报表范围内新增4家一级子公司和1家二级子公司，减少2家一级子公司，主要系公司退出对新疆守信种业科技有限公司（以下简称“守信种业”）的投资和不再对内蒙古水发农业（集团）有限公司（以下简称“内蒙古水发”）进行托管，内蒙古水发原系水发农业集团全资子公司，于2021年由水发农业集团交由公司托管，并于2022年8月解除托管（2023年12月，内蒙古水发控股股东由水发农业集团变更为水发集团下属的水发(北京)资产管理集团有限公司）；2023年公司合并报表范围内新增1家一级子公司（即佰惠生），佰惠生资产及经营规模较大；同时2023年公司注销减少5家一级子公司和4家二级子公司，主要系公司调整经营目标，强化利润导向，从而注销部分运营或盈利状况不佳子公司。2024年1-3月公司合并报表范围无变化。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共17家，详情见附录二。

**表14 2021-2023年公司合并报表范围的变化情况**

### 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	子公司层级	合并时间	原因
内蒙古佰惠生新农业科技股份有限公司	51.81%	一级	2023年	收购
昌吉水发饲料科技有限公司	51%	二级	2022年	设立
沙雅水发农业发展有限公司	51%	一级	2022年	设立
深圳水发农业科技有限公司	100%	一级	2022年	设立
阿克苏水发农业有限公司	51%	一级	2022年	设立
济南年丰壹号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	49%	一级	2022年	购买
双河水发农业瑞泰科技有限公司	38.25%	二级	2021年	设立
奇台水发农业发展有限公司	51%	一级	2021年	设立
奇台水发现代农牧业发展有限公司	45%	一级	2021年	设立
吉木萨尔水发农业有限公司	51%	二级	2021年	设立

### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	子公司层级	处置时间	原因
新疆水控大美农业发展有限公司	100%	一级	2023年	注销
新疆水控农业投资有限公司	40%	一级	2023年	注销
深圳水发农业科技有限公司	100%	一级	2023年	注销
塔城水发农业发展有限公司	100%	一级	2023年	注销
沙雅水发农业发展有限公司	51%	一级	2023年	注销
新疆双河供销电子商务有限公司	75%	二级	2023年	注销
新疆昊星八十二棉业有限公司	75%	二级	2023年	注销
新疆双河水控九十一棉业有限公司	75%	二级	2023年	注销
和田水发农业有限公司	100%	二级	2023年	注销
新疆守信种业科技有限责任公司	51%	一级	2022年	退出
内蒙古水发农业（集团）有限公司	-	-	2022年	不再托管

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、Wind 和公司提供，中证鹏元整理

此外，公司在2022年审计报告中对2021年度会计处理错误进行更正，调整应收账款、无形资产等科目列报；公司在2023年审计报告中对2022年度会计处理错误进行更正，调整使用权资产和无形资产列报，上述更正对2021年末和2022年末财务报表影响如下：

**表15 2022-2023 年公司对前期差错更正对财务报表科目影响情况（单位：亿元）**

项目	报表日期	变更前	变更后	受影响金额
应收账款	2021 年 12 月 31 日	3.38	3.15	-0.23
无形资产	2021 年 12 月 31 日	79.59	79.09	-0.50
其他应付款	2021 年 12 月 31 日	7.96	8.09	0.13
资本公积	2021 年 12 月 31 日	65.85	65.46	-0.40
未分配利润	2021 年 12 月 31 日	1.13	0.80	-0.33
使用权资产	2022 年 12 月 31 日	3.33	6.52	3.18
无形资产	2022 年 12 月 31 日	86.67	83.49	-3.18

注：上表仅列示受影响金额大于 0.1 亿元及以上的项目。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

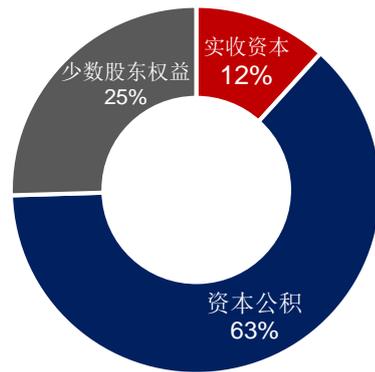
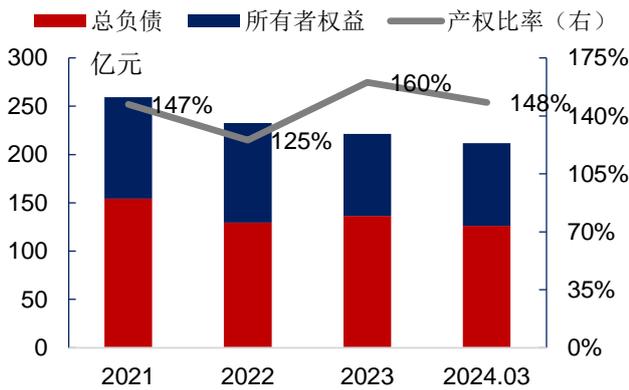
随着公司注销部分子公司及退出了部分流转土地，2021年至2023年公司所有者权益和总资产持续下降，负债亦波动下降；存量资产主要由无形资产、存货、应收款项和预付款项构成，无形资产较难集中变现，应收款项部分账龄较长，对营运资金形成占用，公司整体资产流动性较弱

2021年至2023年公司总资产持续下降，其中2022年随公司合并范围变化，公司所有者权益同比小幅下降1.67%；2023年随公司注销部分子公司及退出了部分流转土地（其他出资人出资土地），公司所有者权益同比下降17.67%；另一方面，随经营规模调整，近年来公司负债呈波动下降趋势。

综合作用下，2021-2023年公司产权比率先降后升，2023年末产权比率为160%，净资产对负债的保障程度较弱。2024年1-3月，随公司棉产品初加工生产周期逐步结束，公司流动负债显著下降，总资产较年初进一步下降，产权比率亦下降至148%。近年来公司所有者权益构成较为稳定，截至2024年3月末，所有者权益构成主要为股东注入资产形成的实收资本和资本公积，同时公司较多子公司由公司或新疆各地方政府或国企联合投资设立，公司少数股东权益占净资产比重较大。

**图7. 公司资本结构**

**图8. 2024年3月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产大量沉淀于无形资产（土地经营权）、存货（棉产品及原料等）、应收款项和预付款项，2023年末上述资产账面价值合计占期末公司总资产的72.54%，其中无形资产较难集中变现，应收款项部分账龄较长且回收时间存在一定不确定性，整体看，公司资产整体流动性较弱。

无形资产是公司最重要的资产，2023年末无形资产占总资产的29.07%，无形资产构成绝大部分为公司流转土地取得的土地经营权和自有土地资产，2023年末账面价值分别为60.99亿元和3.31亿元，累计摊销金额分别为7.15亿元和0.54亿元。受政策法规尚不完善影响，公司多数流转的土地（主要在无形资产）尚未完成登记、取得相应产权证书，土地经营权详细见土地流转和联合种植业务部分。2023年公司无形资产同比减少24.19%，主要系本年度公司注销沙雅水发等部分子公司并退出沙雅水发、奇台水发等子公司流转的土地。2024年1-3月公司无形资产较2023年末下降20.36%，主要系公司会计政策变更，将符合投资性房地产的无形资产（土地经营权）调至投资性房地产科目。近年来公司存货规模整体稳定，存货构成主要为库存商品（皮棉、棉籽、不孕棉为主）和原材料（籽棉和甜菜等），2023年末账面价值分别为31.73亿元和2.72亿元，存货累计计提跌价准备357.31万元。

公司应收账款主要为皮棉及棉副产品销售、皮棉贸易等形成的应收货款和农资业务形成的应收农货款，公司对下游客户主要采取先款后货或者预收较大比例货款的销售模式，相较公司业务规模，应收账款规模不大，但沉淀下来的应收账款账龄较长，2023年末公司有1.06亿元应收账款账龄在2年以上，占比达22.37%，累计已计提坏账准备0.30亿元。2023年末公司前五大应收账款占期末应收账款账面余额的27.61%，主要应收对象有石河子市郁茇生物科技有限公司（以下简称“郁茇生物”）、自然人李胜利和阿克苏金泽丰源棉花种植农民专业合作社，余额分别为0.31亿元、0.30亿元和0.27亿元，其中郁茇生物系自然人控股的民营企业，目前被列为失信被执行人，需关注此部分应收账款后续回收情况。2024年1-3月公司应收账款规模较2023年末增长较快主要系进入棉花种植季节后，公司垫资向种植农户提供种子、滴灌带、地膜等农资产品形成。公司预付款项主要为预付农资和籽棉采购款，2021年公司预付账款规模较大主要系三方面原因：其一，2021年公司对流转土地主要采取发包模式，联合种植及联合经营规模较小，对外采购籽棉比重较高；其二，2021年棉花价格持续上升（年内涨幅超过45%），公司皮棉贸易预付的采购保证金及定金比例较高；其三，2021年公司皮棉贸易规模较大。2022年，随着公司联合种植及

联合营业扩大，以及籽棉价格回落，公司预付账款账面价值较2021年大幅下降。

公司其他应收款主要是与水发农业集团有限公司及其下属子公司内蒙古水发、阿尔山水发农旅有限公司，以及公司联合种植合作方喀什水控种植农民专业合作社等之间的往来款，详情见下表。公司对股东及关联方的往来款均收取利息，利率由双方协商决定。2021-2022年公司其他应收款变化不大，2023年随内蒙古水发等归还往来欠款，公司其他应收款显著下降。账龄看，2023年末公司有6.26亿元其他应收款账龄在2年以上，占比达16.52%，累计已计提坏账准备0.10亿元。整体看，公司应收款项资产规模较大且部分账龄较长，欠款方主要为公司股东及关联方，对公司营运资金形成较大占用且回收时间存在一定不确定性。

**表16 2023年末公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元）**

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额的比重
水发农业集团有限公司	往来款	28.95	76.45%
喀什水控种植农民专业合作社	往来款	2.66	7.03%
内蒙古水发农业（集团）有限公司	往来款	0.83	2.19%
阿尔山水发农旅有限公司	往来款	0.67	1.76%
上海水发福欣供应链有限公司	往来款	0.61	1.61%
<b>合计</b>	-	<b>33.72</b>	<b>89.04%</b>

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

其他资产方面，2023年末公司货币资金主要为银行存款，其中1.71亿元货币资金（存单）因用于融资、设置质押等而受限。公司投资性房地产主要系采用公允价值计量模式的房屋资产和土地使用权，2023年末账面价值分别为1.40亿元和4.21亿元。2023年以来，随着无形资产中土地经营权的转入，公司投资性房地产规模大幅增长。公司固定资产主要为用于公司办公、皮棉及棉副产品加工和甜菜糖生产的房屋（含厂房）、机器设备等，2023年末账面价值分别为11.53亿元和5.21亿元，累计折旧3.54亿元和7.78亿元，其中公司有账面价值0.49亿元的固定资产尚未办理权证。2022年公司固定资产大幅减少主要系公司合并范围变化（公司退出守信种业）；2023年公司固定资产大幅增加主要系将佰惠生纳入合并报表范围。公司在建工程主要为喀什现代蔬菜产业园（尚未办理结算部分）、疏勒县高标准农田建设项目和佰惠生制糖及配套建设项目。2021-2023年随着公司在建项目持续投入，在建工程规模持续增加。

**表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.28	3.44%	18.22	8.23%	22.76	9.78%	10.95	4.22%
应收账款	7.12	3.36%	4.44	2.01%	2.95	1.27%	3.38	1.30%
预付款项	21.37	10.10%	18.81	8.50%	14.21	6.11%	40.19	15.50%
其他应收款	41.42	19.57%	38.50	17.39%	56.61	24.33%	56.44	21.77%
存货	33.41	15.79%	34.46	15.57%	28.12	12.09%	33.26	12.83%
<b>流动资产合计</b>	<b>112.78</b>	<b>53.28%</b>	<b>120.16</b>	<b>54.29%</b>	<b>125.94</b>	<b>54.13%</b>	<b>146.15</b>	<b>56.36%</b>
投资性房地产	20.43	9.65%	5.60	2.53%	0.00	0.00%	0.05	0.02%

固定资产	16.17	7.64%	17.17	7.76%	9.90	4.25%	19.53	7.53%
在建工程	5.61	2.65%	5.97	2.70%	5.61	2.41%	4.51	1.74%
无形资产	51.24	24.21%	64.34	29.07%	84.87	36.48%	79.59	30.69%
<b>非流动资产合计</b>	<b>98.88</b>	<b>46.72%</b>	<b>101.17</b>	<b>45.71%</b>	<b>106.71</b>	<b>45.87%</b>	<b>113.15</b>	<b>43.64%</b>
<b>资产总计</b>	<b>211.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>221.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>232.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>259.31</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计5.41亿元，占总资产的2.44%，主要为用于银行借款抵押的房屋、土地和质押的皮棉仓单和定期存单等，详情见下表。

**表18 截至 2023 年公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	受限资产名称	受限资产账面价值	受限原因
货币资金	定期存单等	1.71	借款质押等
存货	皮棉仓单等	1.98	借款质押
无形资产	土地	0.63	借款抵押
固定资产	房屋	1.09	借款抵押
<b>合计</b>		<b>5.41</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

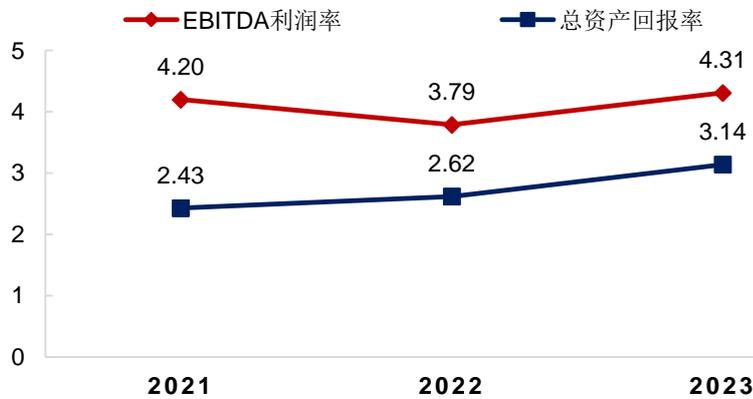
近年来棉花市场行情较为低迷且市场价格自2021年之后大幅回落，造成近年来公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续收缩，营业收入持续下降；但公司在农业领域具有一定的市场竞争力，未来业务及收入可持续性较好。公司收入规模较大，但销售毛利率较低，主营业务盈利能力较弱，同时公司整体资产运营效率较低，应收款项对营运资金形成占用

公司营业收入主要来源于皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工及贸易和土地租金收入，近年来棉花市场行情较为低迷且市场价格自2021年之后大幅回落，造成公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续收缩，营业收入持续下降。公司在新疆形成五大棉花产区和棉花种植、加工、销售较为完整的产业链，皮棉产量位居全国前列；2023年公司新增白糖加工及贸易业务，甜菜制糖业务产业链完整，制糖产能规模较大，居全国前列。整体看，公司在农业领域具有一定的市场竞争力，未来业务及收入可持续性较好。

公司毛利润和营业利润主要源于皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易和白糖加工及贸易业务，2021-2023年公司销售毛利率分别为4.19%、3.23%和4.86%，受行业环境变化和收入结构变化等影响，近年来公司销售毛利率存在一定波动。公司所处棉花加工行业属于传统行业，竞争较为激烈，同时近年来下游纺织服装市场需求低迷、内销市场订单不足，加之籽棉种植成本及收购价格上升，公司整体毛利率和盈利能力处于较低水平，尤其是2022-2023年皮棉贸易业务毛利率不足2%，符合行业一般特点。公司收入规模较大，但销售毛利率较低，土地资产摊销和房屋及机器资产折旧相较于收入规模也较小。因此，整体上公司税息折旧及摊销前利润（即EBITDA）规模较小，销售收入的盈利能力较弱，近年来EBITDA利润率在3.5%-4.5%区间内小幅波动。同时，公司整体资产运营效率较低，近年来总资产回报率随公司

注销部分运营或盈利状况不佳子公司而持续提升，但仍处于较低水平，不足4%。

**图9. 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

业务获现能力不佳，相较于公司营业收入规模，公司经营活动现金流净额规模不大，近年来公司投资活动现金流持续净流出但流出规模持续下降，投资活动主要靠筹资活动和经营活动现金流支撑。近年来公司总债务呈波动下降趋势，但整体财务杠杆率较高，EBITDA持续下降造成EBITDA利息保障倍数持续下降到较低水平；同时，公司债务短期化程度较高，现金资产对短期负债的保障程度较弱。目前公司融资渠道通畅，备用流动性充足

公司负债构成以短期刚性债务为主，经营性负债规模较小，主要是公司行业特点决定的：皮棉及棉副产品采购和加工具有很强的季节性，籽棉成熟及收购时间集中在每年10-11月，棉产品初加工生产周期集中在每年11月至次年2月，因此在每年四季度公司会向银行申请皮棉调销专用贷款，并在次年一、二季度逐步偿还贷款。故而在每年末公司短期借款规模较大，在次年初短期借贷逐步下降。近年来公司总债务呈波动下降趋势，2022年，公司投资活动资金需求大幅下降，加之棉花价格回落，采购所需资金减少，公司总债务同比下降10.22%。2023年由于公司将财务杠杆率较高的佰惠生纳入合并报表范围，2023年公司总债务同比小幅上升。

截至2023年末，公司总债务为119.13亿元，其中短期债务为76.33亿元，占总息债务的比重达64.07%，公司债务短期化特征较为明显；总债务构成主要源于银行借款和债券融资。其中银行借款是公司最重要的融资渠道，利率一般不超过4%，借款银行主要系农业发展银行、国家开发银行等政策性银行和乌鲁木齐农商行、喀什农商行等本地银行，其中政策性银行贷款余额占比过半。公司在新疆以土地流转为基础开展棉花加工、蔬菜种植等现代农业对带动当地脱贫、解决就业起到积极作用，公司获得了农业发展银行、国家开发银行等政策性银行较大力度的信贷支持，公司一年期流动资金贷款最低利率可达2.95%，整体融资成本较低。2023年末，公司短期借款中有40.76亿元的保证借款和9.20亿元的质押借款，保证借款主要融资主体为公司各子公司，保证人为公司本部，质押借款的质押物主要为皮棉仓单等。

同期末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，余额分别为4.22亿元和2.06亿元。公司长期借款主要以保证借款、保证+质押借款等组合增信形式取得，质押物主要为银行存单，保证人主要为公司本部。公司应付债券系公司于2021年发行的10年期《开源-新疆水发土地承包金资产支持计划（乡村振兴）》债券，发行规模21.1亿元，发行利率5.5%，其中1.1亿元为次级债券（21水发次）须由公司认购，次级债券享受剩余权益，到期一次性还本。

非刚性债务方面，公司应付账款主要为应付农资采购款和籽棉采购款，整体规模不大。公司合同负债主要是皮棉贸易等业务中形成的，尚未执行的销售合同。公司其他应付款主要是应付关联方往来款、应付合作机构的押金、保证金等。整体上，相较于公司收入规模，公司经营性负债规模不大。

**表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	56.34	44.60%	68.27	50.09%	56.62	43.76%	75.36	48.84%
应付账款	2.72	2.15%	5.78	4.24%	3.91	3.02%	3.85	2.49%
合同负债	8.84	6.99%	3.45	2.53%	6.83	5.28%	9.88	6.40%
其他应付款	3.97	3.14%	3.87	2.84%	1.98	1.53%	7.96	5.16%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	6.30	4.62%	9.79	7.57%	6.44	4.18%
<b>流动负债合计</b>	<b>76.30</b>	<b>60.40%</b>	<b>92.10</b>	<b>67.56%</b>	<b>85.60</b>	<b>66.15%</b>	<b>109.82</b>	<b>71.18%</b>
长期借款	30.62	24.24%	27.35	20.07%	24.97	19.30%	22.49	14.58%
应付债券	18.14	14.36%	15.45	11.33%	18.64	14.41%	19.64	12.73%
<b>非流动负债合计</b>	<b>50.03</b>	<b>39.60%</b>	<b>44.21</b>	<b>32.44%</b>	<b>43.80</b>	<b>33.85%</b>	<b>44.47</b>	<b>28.82%</b>
<b>负债合计</b>	<b>126.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>136.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>129.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>154.29</b>	<b>100.00%</b>
总债务	-	-	119.13	87.39%	114.77	88.70%	127.83	82.85%
其中：短期债务	-	-	76.33	56.00%	71.05	54.91%	85.70	55.54%
长期债务	-	-	42.80	31.40%	43.72	33.79%	42.13	27.31%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司收入回款质量良好，近年来收现比均大于100%，但公司盈利能力较弱，业务获现能力不佳，相较于公司营业收入规模，公司经营活动现金流净额虽持续净流入但规模不大，2021-2023年公司经营活动现金流/净债务均不足0.3，经营活动产生的现金净流量对流动负债的保障程度较低，自由活动现金流/净债务指标表现也较差。2021年公司投资新设子公司较多且喀什现代蔬菜产业园处于建设高峰期，公司投资活动产生的现金流量净流出达81.16亿元，主要靠筹资活动及经营活动现金流支撑。2022-2023年公司投资活动资金需求下降，投资活动产生的现金流量净流出持续减少。此外，公司FFO规模也不大，2021-2023年公司FFO/净债务持续下降且处于很低水平，近年来公司偿债压力有所加大。

2021-2023年公司资产负债率先降后升，2023年末资产负债率为61.59%，净资产对负债的保障程度较弱；公司负债构成以刚性债务为主，总债务/总资本较高。公司销售收入的盈利能力较弱，EBITDA规模较小且近年来持续下降，造成近年来公司EBITDA利息保障倍数持续下降，处于较低水平。

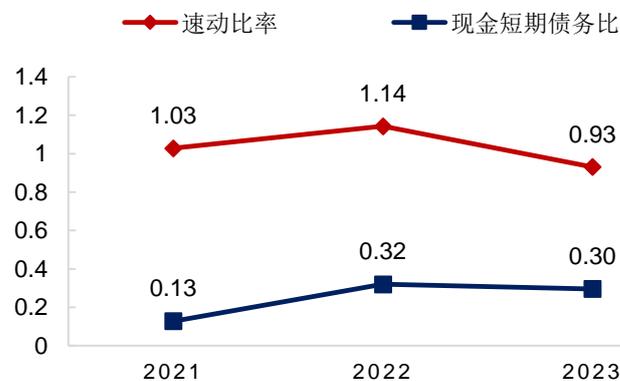
**表20 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	3.63	9.31	21.60	5.70
收现比	164.40%	127.79%	110.92%	109.80%
FFO（亿元）	--	0.60	3.34	5.98
资产负债率	59.69%	61.59%	55.61%	59.50%
净债务/EBITDA	--	15.18	12.82	12.78
EBITDA 利息保障倍数	--	1.35	1.71	2.78
总债务/总资本	--	58.36%	52.64%	54.90%
FFO/净债务	--	0.59%	3.40%	4.84%
经营活动现金流/净债务	548.12%	9.21%	22.04%	4.61%
自由现金流/净债务	523.33%	7.56%	16.67%	-2.23%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务短期化特征较为显著，同期可动用现金类资产相对不足，2022-2023年随着公司投资活动资金需求大幅下降并持续回笼资金，公司货币资金规模有所上升，现金短期债务比有所上升，但仍处于较低水平，考虑到公司整体资产流动性不佳，面临较大的短期债务偿付压力。公司现金类资产规模较小，但其他应收款（往来款）和预付账款等其他流动资产规模较大，速动比率接近1，但公司速动资产流动性较差。截至2023年，公司融资渠道通畅，银行授信总额度为176亿元，未使用授信额度为69.62亿元，整体看公司备用流动性较为充足。

图10. 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### ESG 风险因素

公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平未产生重大负面影响

环境及社会方面，根据公司出具的说明，过去一年公司不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的

情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法規等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司出具的说明，公司及高级管理人员最近36个月内未因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。但公司与关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（公司本部：2024年5月11日；东鲁水控：2024年4月8日；双河水发：2024年4月10日），公司本部和子公司东鲁水控、双河水发均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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2023年末，公司担保均系对子公司进行担保，无对外担保。

## 六、外部特殊支持分析

公司是水发集团的重要子公司，水发集团通过水发农业集团间接持有公司100%的股权。水发集团是山东省唯一的拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，负责山东省省级重点水利项目投资建设、涉水项目投资运营，地位突出，综合实力和偿债能力极强。中证鹏元认为公司对水发集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，水发集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司是水发集团的重要子公司，是水发集团现代农业板块的核心经营主体之一。2023年，水发集团主业调整为水利水务、现代农业和清洁能源，公司所从事的土地流转、联合种植、皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易、白糖加工和贸易业务，均为水发集团现代农业板块的核心业务。水发集团对公司的定位为：以打造中国一流农业集团；按照水发集团2024年工作安排，水发集团要进一步将西北区域的土地及优质资源整合至公司。

（2）公司在资产、收入方面对水发集团的贡献较大。截至2023年末，公司净资产和总资产分别为85.02亿元和221.33亿元，占水发集团同期末净资产、总资产的比重分别达到24.17%和13.91%；此外，公司收入和利润在水发集团子公司中排名均居前二，2023年公司实现营业收入154.48亿元，占同期水发集团营业收入的比重为22.21%；2023年公司实现净利润2.22亿元，是同期水发集团净利润的1.90倍。

（3）公司作为水发集团的重要子公司和现代农业板块的核心经营主体之一，一旦违约会使水发集团的声誉或品牌形象受到重创，导致水发集团融资成本显著上升。

## 七、结论

公司棉花产业链布局较完善，皮棉产量位居全国前列，2023年新增白糖加工及贸易业务，在农业领域具有一定的市场竞争力；公司持续获得的政府补贴、税收及利率优惠等外部支持。

同时，中证鹏元也关注到，受棉花市场景气度较低等影响，近年来公司皮棉及棉副产品加工、皮棉贸易业务收入持续下降；公司资产质量一般且整体资产流动性较弱；公司盈利能力较弱，资产运营效率较低；公司有息债务规模较大且短期化程度较高，面临较大偿债压力。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

## 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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	7.28	18.22	22.76	10.95
应收账款	7.12	4.44	2.95	3.38
预付款项	21.37	18.81	14.21	40.19
其他应收款	41.42	38.50	56.61	56.44
存货	33.41	34.46	28.12	33.26
流动资产合计	112.78	120.16	125.94	146.15
投资性房地产	20.43	5.60	0.00	0.05
固定资产	16.17	17.17	9.90	19.53
在建工程	5.61	5.97	5.61	4.51
无形资产	51.24	64.34	84.87	79.59
非流动资产合计	98.88	101.17	106.71	113.15
资产总计	211.65	221.33	232.66	259.31
短期借款	56.34	68.27	56.62	75.36
应付账款	2.72	5.78	3.91	3.85
合同负债	8.84	3.45	6.83	9.88
其他应付款	3.97	3.87	1.98	7.96
一年内到期的非流动负债	0.00	6.30	9.79	6.44
流动负债合计	76.30	92.10	85.60	109.82
长期借款	30.62	27.35	24.97	22.49
应付债券	18.14	15.45	18.64	19.64
非流动负债合计	50.03	44.21	43.80	44.47
负债合计	126.33	136.31	129.39	154.29
所有者权益	85.32	85.02	103.27	105.02
营业收入	23.27	154.48	201.66	230.19
营业利润	0.39	2.02	2.00	1.74
净利润	0.31	2.22	1.85	1.77
经营活动产生的现金流量净额	3.63	9.31	21.60	5.70
投资活动产生的现金流量净额	1.74	-4.23	-13.70	-81.16
筹资活动产生的现金流量净额	-16.82	-9.00	9.63	71.23
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	6.66	7.64	9.67
收现比	164.40%	127.79%	110.92%	109.80%
FFO（亿元）	--	0.60	3.34	5.98
净债务（亿元）	0.66	101.08	98.00	123.62
销售毛利率	6.82%	4.86%	3.23%	4.19%
EBITDA 利润率	--	4.31%	3.79%	4.20%
总资产回报率	--	3.14%	2.62%	2.43%

资产负债率	59.69%	61.59%	55.61%	59.50%
净债务/EBITDA	--	15.18	12.82	12.78
EBITDA 利息保障倍数	--	1.35	1.71	2.78
总债务/总资本	--	58.36%	52.64%	54.90%
FFO/净债务	--	0.59%	3.40%	4.84%
经营活动现金流/净债务	548.12%	9.21%	22.04%	4.61%
自由现金流/净债务	523.33%	7.56%	16.67%	-2.23%
速动比率	1.04	0.93	1.14	1.03
现金短期债务比	--	0.30	0.32	0.13

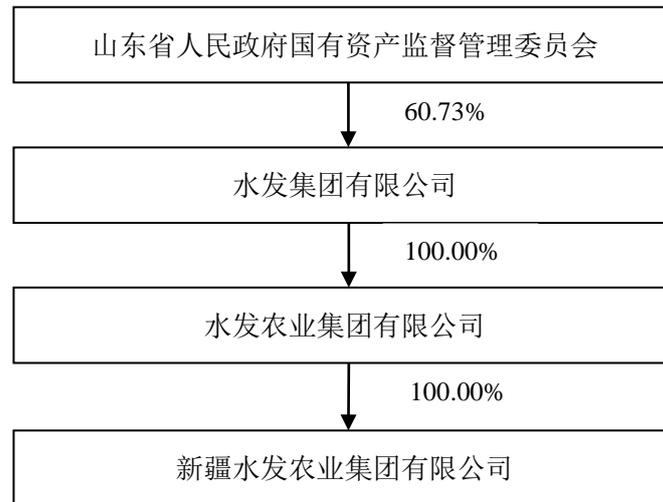
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元、%）

子公司名称	注册资本	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
新疆水发国棉科技有限公司	5.00	新疆铁门关市	农业	100	设立
巴州水发农业开发有限公司	1.00	新疆巴州库尔勒市	农业	100	设立
喀什水发农业有限公司	1.00	新疆喀什地区	农业	100	设立
新疆水发农业科技发展有限公司	0.50	新疆喀什地区巴楚县	农业	100	设立
新疆水发现代农业发展有限公司	3.00	新疆乌鲁木齐市	水利管理业	93	购买
新疆东鲁水控农业发展有限公司	1.25	新疆喀什地区疏勒县	农业	90	购买
新疆双河水发农业发展(集团)有限公司	2.00	新疆双河市	农业	75	购买
喀什水发科技发展有限公司	0.50	新疆喀什地区伽师县	农业科技服务	70	购买
奇台水发农业发展有限公司	2.00	新疆昌吉州奇台县	农业	51	设立
库车水控农业发展有限公司	1.90	新疆阿克苏地区库车市	农业	51	购买
新疆水发益尔农业科技有限公司	0.50	新疆昌吉州昌吉市	化肥生产等	51	购买
新疆银硕棉业有限责任公司	0.20	新疆巴州和硕县	纺织业	82	购买
奇台水发现代农牧业发展有限公司	1.00	新疆昌吉州奇台县	农业、牧业	45	设立
阿瓦提县水发惠农农业发展有限公司	0.50	新疆阿克苏地区阿瓦提县	农业	40	设立
阿克苏水发农业有限公司	2.00	新疆阿克苏地区温宿县	农业	51	设立
济南年丰壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	3.00	山东济南市	股权投资	49	购买
内蒙古佰惠生新农业科技股份有限公司	1.61	内蒙古赤峰市	制糖及销售	51.81	购买

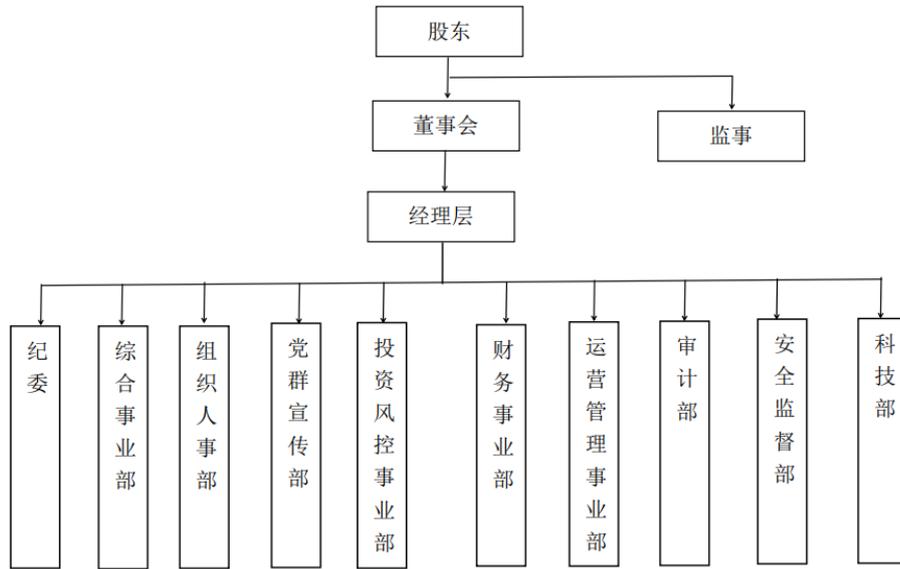
资料来源：公司 2023 年审计报告及 wind，中证鹏元整理

### 附录三 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录五 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+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。

### 二、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。