

新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 and 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 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[2021]跟踪 1106号

新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(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及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。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；

维持“21 新师 01”和“21 新师 02”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司(以下简称“十二师国资”或“公司”)的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 新师 01”和“21 新师 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了新疆生产建设兵团第十二师(以下简称“十二师”)经济实力快速增长，公司发展环境优良；股东对公司支持力度很强，资产质量持续提升；乳业板块品牌度高，未来发展潜力较大以及农贸市场区位优势，经营情况稳中向好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模逐年增长，面临较大的短期偿债压力；对外担保余额较大，存在一定代偿风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

十二师国资(合并口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	277.14	275.02	291.69	298.87
所有者权益合计(亿元)	99.48	97.31	103.58	108.14
总负债(亿元)	177.66	177.71	188.11	190.72
总债务(亿元)	129.14	138.04	150.04	151.57
营业总收入(亿元)	57.08	64.03	71.51	13.04
经营性业务利润(亿元)	3.33	2.57	1.31	0.38
净利润(亿元)	2.71	3.00	3.27	0.39
EBITDA(亿元)	8.41	9.06	9.20	--
经营活动净现金流(亿元)	17.16	14.76	14.87	1.33
收现比(X)	1.02	0.99	0.93	1.12
营业毛利率(%)	19.70	16.04	11.13	15.27
应收类款项/总资产(%)	17.39	15.65	13.40	12.70
资产负债率(%)	64.11	64.62	64.49	63.82
总资本化比率(%)	56.49	58.65	59.16	58.36
总债务/EBITDA(X)	15.35	15.24	16.31	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.56	2.76	2.52	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报告均按照新会计准则编制。

正面

- **区域经济快速增长，公司发展环境优良。**2020 年十二师实现国内生产总值 250.16 亿元，同比增长 8%，区域经济的快速增长为公司发展提供了良好支撑。
- **股东支持力度很强，资产质量显著提升。**公司地位重要，近年来得到股东在优质资产划入、增资及财政补贴等方面的有力支持，为公司资产质量、收入和利润水平带来较大提升。
- **乳业板块品牌度高，未来发展潜力较大。**新疆天润乳业股份

有限公司(股票代码 600419.SH，以下简称“天润乳业”)为新疆市场份额和销量第一的区域龙头，2020 年收入及利润持续提升。依托新疆地区的资源优势，天润乳业未来发展潜力较大。

■ **农贸市场区位优势，经营情况稳中向好。**乌鲁木齐市不仅是新疆最大的商品集散地，也是中亚地区重要的进出口贸易集散地，子公司新疆九鼎农业集团有限公司建成投入运营的农产品批发市场是乌鲁木齐市最大的农产品批发市场，整体出租率较高。

关注

■ **债务规模逐年增长，面临较大的短期偿债压力。**近年来，因合并范围扩大及贸易市场和园区建设等所需资金投入较大，公司债务规模持续扩大，截至 2021 年 3 月末达到 151.57 亿元，且短期债务占比高，债务结构有待优化；同期末，货币资金/短期债务仅为 0.56 倍，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **对外担保余额较大，存在一定代偿风险。**截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 30.02 亿元，占净资产的 27.76%，对外担保金额较大，存在一定代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(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。**十二师经济实力显著增强，公司在十二师的业务重要性及战略地位大幅提升；公司资本实力显著增强，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司在十二师重要性下降，致使股东及各方支持意愿减弱，核心资产及子公司被划出；公司的财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率(%)	总债务(亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金 流(亿元)
十二师国资	291.69	103.58	64.49	150.04	71.51	3.27	14.87
新疆生产建设兵团投资有限责任公司	295.91	118.58	59.93	--	45.85	1.05	0.39

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 新师 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/01/05	4.50	4.50	2021/02/04~2026/02/04	回售、票面利率选择权
21 新师 02	AA ⁺	AA ⁺	2021/03/31	9.50	9.50	2021/04/12~2026/04/12	回售、票面利率选择权

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存续期内的债券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。

募集资金使用情况

“21 新师 01”和“21 新师 02”发行金额分别为 4.50 亿元和 9.50 亿元，根据公司公开披露信息，截至 2021 年 4 月末，“21 新师 01”所募集资金已按照约定用途使用完毕；“21 新师 02”所募集资金余额为 9.50 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的

监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，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，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

新疆生产建设兵团政治经济地位突出，随着诸多优惠政策逐步落实，未来整体发展将进一步加快；十二师团场分布于乌鲁木齐市重要地带，地理位置优越，发展潜力巨大

新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，是党政军企一体化的特殊社会组织。2020 年兵团生产总值 2,905.14 亿元，比上年增长 4.5%。三次产业增加值占生产总值比重分别为 23.2%、35.3% 和 41.5%。

固定资产投资方面，2020 年兵团固定资产投资（不含农户）比上年增长 22.4%。分产业看，第一产业投资比上年增长 87.1%；第二产业投资增长 11.4%；第三产业投资增长 26.2%。分区域看，南疆师市投资增长 28.5%，北疆师市投资增长 20.1%。

新疆生产建设兵团第十二师呈扇形环绕于乌鲁木齐市南、西、北面，是乌鲁木齐实施城市南控、北扩、东延、西进的重要战略地带；兰新铁路、乌奎高速公路、乌昌大道、城北主干道以及地铁线路贯穿辖区。2020 年，十二师国民经济实力取得快速增长，当年全师实现国内生产总值为 250.16 亿元，同比增速 8%，三产结构为 4.0:44.7:51.3。

固定资产投资方面，2020 年十二师全年固定资

产投资（不含农户）比上年同期增长 26.1%。分产业看，第一产业投资下降 57.9%；第二产业投资增长 72.3%；第三产业投资增长 15.7%。民间固定资产投资增长 79.2%。

国家发展和改革委员会于 2015 年批复设立了乌鲁木齐综合保税区（以下简称“保税区”）。保税区紧邻乌鲁木齐铁路集装箱中心站，规划面积 2.41 平方公里，主要分为南北两个区块，集保税加工、保税物流、口岸作业和综合服务等功能为一体。此外，保税区外预留了 2.19 平方公里作为拓展区，为今后保税区扩区创造条件。建成后，保税区将成为新疆向西开放的又一重要载体和促进十二师对外开放经贸发展的重要平台。依托优越的地理位置、充足的土地储备、兵团“一师一市、一师一园”的建设规划以及乌鲁木齐市经济中心将向十二师辖区转移等有利条件，十二师战略地位优势更加凸显。

中诚信国际认为，随着中央支持新疆加快发展的诸多优惠政策逐步落实，兵团特殊的政治经济地位等优势将更加突出。十二师所处地理位置十分优越，未来区域发展潜力巨大。

天润乳业是疆内市场份额和销量第一的区域龙头；2020 年乳制品销量和销售收入持续增长

公司乳制品加工业务仍由天润乳业负责运营。截至 2020 年末，天润乳业注册资本和实收资本均为 2.69 亿元，公司持有天润乳业 29.48% 的股权。成立以来，天润乳业不断提高产品质量，2018~2019 年产能利用率呈现增长趋势，2020 年受疫情影响，产量增幅不明显，与此同时新增生产线增加产能，导致产能未充分发挥，产能利用率仅为 89.77%。

表1： 2018 年~2021 年 3 月天润乳业主要乳品产能、产量

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万吨/年）	16.50	16.50	22.18	22.18
实际产量（万吨）	16.73	18.95	19.91	5.29
产能利用率（%）	101.39	114.85	89.77	--

资料来源：公司提供

奶源供应方面，截至 2020 年末天润乳业控股子公司新疆天润建融牧业有限公司奶牛存栏量 2.84

万余头，日产生鲜乳 360.93 余吨。截至 2021 年 3 月末，天润乳业有天津牧业、沙湾天润、天润烽火台、天润建融牧业、天润北亭、芳草天润 6 家奶牛养殖企业；拥有 16 个规模化奶牛养殖场，拥有规模化养殖奶牛约 3 万头。

产品销售方面，2020 年天润乳业逐步完善销售服务体系，进一步开拓疆内、疆外市场，推行全方位品牌宣传，实现市场建设新突破。2020 年乳制品销量较上年同期增长 4.81%，实现营业收入 17.68 亿元，同比增长 8.67%，实现净利润 1.47 亿元，同比增长 5.62%。

表2： 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月天润乳业乳制品销售情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
销量（万吨）	16.81	18.92	19.83	5.29
乳制品销售收入（亿元）	14.62	16.24	17.68	4.63

注：1、乳制品销售收入按产品类别可分为畜牧业产品、常温乳制品、低温乳制品和其他乳制品销售收入；2、乳制品销售收入与公司营业收入中乳制品加工收入存在的差异系天润乳业除乳制品销售收入外的其他收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，天润乳业依托十二师以及新疆地区的资源优势，形成了一定的生产规模和较稳定的原料供应与产品销售渠道，为疆内市场份额第一和销量第一的区域龙头。未来天润乳业将逐步加强产

业链上游布局，扩大养殖基地规模，提升乳业板块盈利能力。

2020 年贸易收入大幅增加，钢材贸易在十二师区域处于优势地位；贸易市场出租情况良好，受新冠疫情影响对区域内商户减租免租，租金收入有所降低

公司贸易批发业务主要由控股子公司新疆九鼎农业集团有限公司（以下简称“九鼎农业”）和新疆中瑞恒远商贸集团有限公司（以下简称“中瑞恒远”）负责建设和运营。

2020 年，九鼎农业确认农产品销售收入 2.56 亿元，较上年增加 1.89 亿元，主要系九鼎农业新增特色农副产品贸易业务，新成立供应链公司，主营新疆本地名优特农产品的供销。

此外，九鼎农业投资运营的贸易市场共有 6 个，分别为兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期和二期）、重型汽车销售市场、伊犁九鼎富通果蔬农产品批发交易市场、克拉玛依九鼎农产品批发市场、北屯九鼎农产品批发市场和新疆九鼎国际商贸城一期建设项目。2020 年实现租金收入 2.39 亿元，受新冠疫情影响对区域内商户减租免租影响同比有所下降。

表3： 九鼎农业运营贸易市场情况（万平方米、亿元、个、%、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	市场定位	进驻家数	出租率	租金收入		
						2018	2019	2020
兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期和二期）	54.46	17.80	农副产品	3,200	95	2.55	2.55	2.19
重型汽车销售市场	30.80	5.00	物流公司	-	-	0.04	0.10	0.10
伊犁九鼎富通果蔬农产品批发交易市场	4.83	8.50	农产品批发	437	90	0.17	0.21	0.05
新疆九鼎国际商贸城一期	11.10	3.20	商贸城	723	88	-	0.009	0.03
北屯九鼎农产品批发市场	1.67	4.08	农产品批发	78	65	-	0.02	0.02
克拉玛依九鼎农产品批发市场	4.80	2.37	农产品批发	213	65	-	0.02	0.005
合计	107.66	40.95	-	4,651	-	2.76	2.91	2.39 ¹

资料来源：公司提供

由于九鼎农业目前招商达 100%，发展空间受限，但商户资源丰富，为有效利用商户资源，统筹协调区域经济发展，推动企业改革发展，根据师国资发【2020】25 号文的要求，通过内部整合将原属

中瑞恒远的华威、聚鑫、中瑞德盈三家企业股权转让给九鼎农业，既弥补九鼎农业物流的短板，也扩展了其后续发展空间。2020 年，三家物流园区实现租金收入 0.26 亿元。

¹ 与明细略有差异。

表4： 2020年由中瑞恒远转入九鼎农业园区物业出租概况

项目名称	建筑面积（万平方米）	总投资（亿元）	进驻家数（家）	出租率（%）	租金收入（亿元）		
					2018	2019	2020
华威矿山机械市场	9.38	4.53	260	1.5	-	-	0.01
兵团交通物流港	1.81	3.76	52	95	-	-	0.02
兵团国际物流园	5.20	4.46	151	81	-	-	0.23
合计	16.39	12.75	463	-	-	-	0.26

资料来源：公司提供

表5： 截至2021年3月末由中瑞恒远转入九鼎农业各园区概况（亿元、万平方米）

项目名称	园区定位	运营模式	总投资	已投资	规划面积（亩）	已建设面积	可售面积	已售面积
华威矿山机械市场	矿山机械机电	自持/出租/出售	4.53	4.22	1,738.50	9.38	9.38	3.59
兵团交通物流港	物流信息中心	自持/出租	3.76	3.75	461.38	1.81	-	-
兵团国际物流园	物流、同城配送	自持/出租	4.46	4.27	3,200.00	5.20	-	-
合计	-	-	12.75	12.24	5,399.88	16.39	9.38	3.59

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，九鼎农业主要已建成工程包括新疆九鼎农副产品物流园区建设项目、克拉玛依九鼎农产品综合批发交易市场建设项目和北屯九鼎海川农产品综合批发交易市场建设项目，总投资合计10.45亿元，已投资4.46亿元，后期视市场情况决定是否进行后续建设。

表6： 截至2021年3月末九鼎农业已建成项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
新疆九鼎农副产品物流园区建设项目	4.00	1.68
克拉玛依九鼎农产品综合批发交易市场建设项目	2.37	1.99
北屯九鼎海川农产品综合批发交易市场建设项目	4.08	0.78
小计	10.45	4.46

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，九鼎农业主要在建工程包括兵团交通物流港（11#、12#、13#、14#）、乌鲁木齐国际物流园（一期）和新疆华威物流园建设项目，总投资合计12.75亿元，已投资12.24亿元，尚需投资压力可控。

表7： 截至2021年3月末九鼎农业主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
兵团交通物流港（11#、12#、13#、14#）	3.76	3.75
乌鲁木齐国际物流园（一期）	4.46	4.27
新疆华威物流园建设项目	4.53	4.22
小计	12.75	12.24

资料来源：公司提供

中瑞恒远为公司2019年新纳入合并范围的子公司，是兵团十二师最大的钢材贸易企业，在兵团十二师的钢材贸易中处于优势地位，销售区域还覆盖乌鲁木齐高新区、兵团十一师和乌鲁木齐市头屯河区等地区，在乌鲁木齐全市亦具备一定竞争力。中瑞恒远在向下游客户销售及向上游供应商采购时，货款收支部分采用预收预付的模式，在销售端，预收销售款占销售收入的比例约为40%，业务结算方式主要采用电汇和银行承兑汇票，下游客户账期一般为1~2个月。中瑞恒远贸易品种主要是电解铜、电解镍、钢材贸易等，主要采用“以销定购”的方式，因此购销差率较小。购销价格方面，近年来中瑞恒远钢材平均采购及销售价格均呈持续上升趋势，总体能够维持1%~3%的毛利率水平。

表8： 2018~2020年中瑞恒远钢材购销情况

项目名称	2018	2019	2020
钢材采购量（万吨）	24.94	33.58	36.43
钢材平均采购成本（元/吨）	3,280.00	3,201.77	3,143.16
钢材销售量（万吨）	25.15	32.69	36.43
钢材平均销售价格（元/吨）	3,306.00	3,232.81	3,168.82
钢材销售收入（万元）	81,410.61	125,944.64	115,444.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上游供应方面，中瑞恒远钢材贸易同新疆最大的钢材生产企业宝钢集团新疆八一钢铁有限责任公司保持密切合作，未来随着中瑞恒远与供应商业合作的逐步加深，钢材采购渠道优势也将更加明显。

此外，新疆兴海腾达国际贸易有限责任公司（以下简称“兴海腾达公司”）和新疆昌茂矿业股份有限公司（以下简称“昌茂矿业”）原系十二师国资子公司，分别负责石油化工产品批发和矿业业务，经营情况相对较差。新疆兵团国资国企改革，2019年根据《关于划转新疆昌茂矿业股份有限公司、新疆兴海腾达国际贸易有限责任公司股权的请示批复》师国资发【2019】311号，昌茂矿业及兴海腾达公司股权被无偿划出，十二师国资后续无石油化工产品批发销售及矿产品加工销售业务。

总体来看，公司贸易板块两家核心子公司在十二师地位突出，业务稳定性强。其中，九鼎农业贸易市场的建设和运营充分发挥了十二师的区位优势，出租率高，租赁收入呈上升趋势；中瑞恒远钢材贸易依托贸易园区进行开展，处于优势地位。此外，公司响应十二师政策要求，收缩石油化工产品批发销售及矿产品加工销售等非主营业务，相应运营主体股权划出。

随着大部分园区出租趋于饱和，中瑞恒远租金收入维持一定规模；园区内剩余可供出售房产未来可提

供一定房产销售收入

中瑞恒远作为十二师国资现代物流板块的开发及运营主体，仓储及租赁业务、房地产销售业务以及物流业务主要依托自有的多个贸易园区和物流园区进行开展。截至2021年3月末，中瑞恒远拥有新疆宝新恒源钢材物流园、新疆恒汇国际机电城、新疆闽粤恒远家居博览城和新疆金石恒远石材城4个贸易园区。上述园区土地均系招拍挂获取，由中瑞恒远自行筹资建设园区并进行运营、出租及出售。

截至2021年3月末，中瑞恒远各园区规划总投资合计59.93亿元，已投资40.25亿元，规划面积合计6,673.00亩，各园区内商铺、仓库、办公楼、周边住宅以及其他配套设施建筑面积合计115.12万平方米；同期末，中瑞恒远可售面积63.23万平方米，累计销售26.19万平方米。2020年，中瑞恒远实现房地产销售收入1.00亿元，截至2021年3月末，中瑞恒远各园区房地产销售累计实现收入20.45亿元，已回款18.40亿元。

表9：截至2021年3月末中瑞恒远各园区概况（亿元、万平方米）

项目名称	园区定位	运营模式	总投资	已投资	规划面积（亩）	已建设面积	可售面积	已售面积
宝新恒源钢材市场	钢材仓储、加工	自持/出租/出售	15.60	13.98	1,800.00	25.84	16.69	8.59
恒汇机电汽配市场	机电汽配	自持/出租/出售	16.80	13.66	1,900.00	44.69	37.49	15.41
闽粤恒远建材市场	建材家居	自持/出租/出售	21.08	8.60	1,800.00	29.60	9.05	2.19
金石恒远石材市场	石材仓储、加工	自持/出租	6.45	4.01	1,173.00	14.99	-	-
合计	-	-	59.93	40.25	6,673.00	115.12	63.23	26.19

资料来源：公司提供

园区物业出租方面，中瑞恒远同入园承租企业的租赁协议通常采取一年一签的模式，租金通常在租约签订时一次性收取，租赁协议不设中期价格调整条款，中瑞恒远于每年新签协议时进行价格调整。单位租金方面，因园区定位及出租业态的不同，租

赁价格存在一定差异。截至2021年3月，中瑞恒远各园区已建成并可供出租的物业建筑面积合计74.51万平方米，已出租面积合计73.26万平方米，园区出租率达95%以上。2020年，公司各园区租赁收入为1.34亿元。

表10：截至2021年3月末中瑞恒远各园区物业出租概况

项目名称	总可租赁面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	出租率 (%)	平均租金 (元/平方米/天)	租金收入（万元）			
					2018	2019	2020	2021.1~3
宝新恒源钢材市场	12.55	12.46	99.28	0.3-1.0	3,663.91	3,899.58	4,367.01	2,532.59
恒汇机电汽配市场	26.23	26.13	99.62	0.2-1.0	2,631.58	5,266.92	4,775.77	1,061.58
闽粤恒远建材市场	20.74	20.04	96.62	0.3-0.7	3,190.45	1,024.22	2,153.39	290.97
金石恒远石材市场	14.99	14.63	97.60	0.3-0.7	2,120.56	2,581.45	2,110.76	548.44
合计	74.51	73.26	98.32	-	11,606.50	12,772.17	13,406.93	4,433.58

资料来源：公司提供

总体来看，中瑞恒远负责贸易和物流园区建设及经营，随着园区建设、招商工作持续推进，中瑞恒远各园区出租情况较好，租金收入逐年上升；此外，园区仍有较大部分可供出售房地产，未来房产收入将对公司营业收入提供良好补充。

电器制造业务受电子行业前景和政策的影响，收入呈波动状态，“乌昌一体化”为希望电子提供良好发展前景

公司电器制造业务运营主体及模式未发生变化。2020 年，该业务板块确认的营业收入为 11,242.79 万元，同比有所增长。

其中新疆希望电子有限公司（以下简称“希望电子”）主要产品有高低压节能节电控制设备产品、分布式光伏逆变器产品、LED 节能灯以及合同能源管理、节能在线监测信息平台等服务。2020 年及 2021 年 1~3 月，希望电子确认营业收入 0.41 亿元和 0.02 亿元。未来，希望电子将主攻城市基础设施的电子信息产品生产供应，抢占“乌昌一体化”市政基础设施设备电子市场。同时，由于新疆地区具备发展太阳能光伏发电的理想自然条件，希望电子向光伏电站 EPC 领域发展。但中诚信国际亦关注到光伏电站 EPC 业务市场竞争激烈的风险，加上具体政策不甚明朗，该行业的发展面临一定程度的不确定性。

新疆希望爱登堡电梯有限公司（以下简称“希望爱登堡”）通过与上海爱登堡电梯公司合作，向以民用住宅为主的各种楼宇进行销售。2020 年及 2021 年 1~3 月，确认营业收入 0.21 亿元和 0.04 亿元。

新疆希望输变电工程有限公司（以下简称“希望输变电”）业务重点为十二师范围内的保障房配套设施，生产的智能电网用节能型箱式变电站（柜）为兵团重点项目。2020 年及 2021 年 1~3 月，希望输变电确认营业收入 0.25 亿元和 0.02 亿元。

总体来看，公司电器制造业务受电子行业前景和政策的影响，收入呈波动状态，希望电子计划抢占“乌昌一体化”市政基础设施设备电子市场，发

展前景较好，中诚信国际将持续关注电子行业前景及公司电器制造业务的经营情况。

受环保季节性停产、加之疫情影响，2020 年建材生产销售业务销量和收入均有所下滑

公司建材生产销售业务主要为矿渣微粉业务，由控股子公司新疆宝新盛源建材有限公司（以下简称“宝新盛源”）负责运营。

宝新盛源总体工艺装备水平达到国内同类型企业的先进水平。截至 2021 年 3 月末，宝新盛源矿渣微粉处理能力 300 万吨/年。近年来，受建材市场需求增加，产量和产能利用率大幅上涨。2020 年受环保季节性停产、加之疫情影响，2020 年建材生产销售业务销量和收入均有所下滑。

表11：2018~2020 年宝新盛源矿渣微粉产能、产量情况

项目	2018	2019	2020
产能（万吨/年）	300	300	300
产量（万吨）	102.59	103.16	90.00
产能利用率（%）	34.20	34.38	30.00

资料来源：公司提供

目前，宝新盛源在新疆矿渣微粉市场的占有率为 75%左右。为保证原料的供应，宝新盛源已与八钢子公司新疆八钢多经钢渣厂按照年度签订固废矿渣购销合同。同时，新疆八钢作为宝新盛源股东之一，对宝新盛源矿渣微粉生产的原料供应提供充足的保障。

宝新盛源矿渣微粉主要终端客户为乌鲁木齐、昌吉、奎屯、乌苏、克拉玛依等地的商品混凝土搅拌站。受疫情防控影响，销量有所下滑，复工复产后市场集中度较以前有所上升，且供需关系有所变化，使得均价略微上升。

表12：2018~2020 年宝新盛源矿渣微粉销售情况

项目	2018	2019	2020
销量（万吨）	101.00	103.19	87.37
产销率（%）	98.45	100.00	97.08
销售均价（元/吨）	85.33	106.46	110.13
销售收入（万元）	8,751.26	10,985.61	9,619.48

资料来源：公司提供

2020 年最大销售客户为新疆和润天矿业投资公司，销售量占当期宝新盛源销售量的 29.82%。

表13：2020年宝新盛源前五大销售客户

销售客户名称	金额 (万元)	销售总金额 占比 (%)
新疆和润天矿业投资有限公司	2,868.24	29.82
新疆金科商贸有限公司	1,246.93	12.96
乌鲁木齐鸿健祥商贸有限公司	1,097.98	11.41
中建西部建设股份有限公司乌市分公司	882.22	9.17
新疆中智基业商贸有限公司	742.34	7.72
合计	6,837.71	71.08

资料来源：公司提供

总体来看，宝新盛源的矿渣微粉项目符合国家循环经济发展要求，市场潜力较大，同时通过八钢参股和采购合同的形式，原料供应也获得了较好保障。受环保季节性停产、加之疫情影响，2020年建材生产销售业务销量和收入均有所下滑。

受业务板块收入重分类影响，建筑施工业务收入呈逐年下降趋势；其他业务类型较为多元，对公司收入形成一定补充

建筑施工业务：该业务主要由新疆国运天成置业有限公司（以下简称“天成置业”）、中瑞恒远和九鼎农业负责；其中，天成置业主要开展房地产开发与销售、物业管理及建筑材料的销售；中瑞恒远开展建筑原材料的销售；九鼎农业承揽少量园林绿化工程业务。2018~2020年，公司分别实现建筑施工收入 2.98 亿元、0.80 亿元及 0.12 亿元。其中，2018 年以来，公司对各业务板块进行合理划分，陆续将希望输变电、希望电子、希望爱登堡按业务性质计入其中的部分收入，九鼎农业的商铺及配套设施销售收入重新划分至其他业务板块，使得公司建筑施工业务收入逐年下降。

服装生产和销售：该业务由子公司新疆芳婷纺织有限责任公司（以下简称“芳婷纺织”）负责经营，原材料为北疆地区供应的棉花，生产和销售的主要产品为针纺织品和棉纱，两者销售占比分别为 6:4。其中，针纺织品的销售客户为外贸公司、国内商场和超市，两者销售比例为 8:2；棉纱的销售客户主要为江浙针纺织品生产企业。2018~2020 年，公司分别实现服装销售收入 0.47 亿元、0.38 亿元和 0.26 亿元，受国内外经济环境影响，整体呈逐年下

降趋势。

运输服务：该业务由新疆新大陆运输有限公司、乌鲁木齐屯坪巴士公交客运有限公司等负责运营，提供的运输服务包括普通货物运输、国际道路货物运输、区域公交运营等。2018~2020 年，公司分别实现运输服务收入 0.61 亿元、0.30 亿元和 0.26 亿元。

小额贷款服务：该业务主要由乌鲁木齐市华金泰展小额贷款有限公司（以下简称“华金泰展”）负责经营。华金泰展向小微企业或者个人在资本金范围内发放贷款并收取利息，贷款集中度较低，单笔贷款金额最大为 1,000 万元。2018~2020 年，华金泰展分别实现小额贷款服务收入 1,973.75 万元、303.40 万元及 2.49 万元，受公司战略规划调整影响，该业务收入呈逐年下降趋势。截至 2020 年末，根据师国资发[2020]44 号文件，公司所持有的华金泰展全部股权被划转至新疆国运天成资产管理公司（以下简称“国运天成资管公司”），截至本报告出具日，工商变更手续尚未完成。

典当业务：该业务由乌鲁木齐信诚信典当有限公司（以下简称“信诚信典当”）负责经营，业务模式为典当人将其动产、财产权利作为当物质押或者将其房地产作为当物抵押给信诚信典当，交付一定比例费用后取得当金，并在约定期限内支付当金利息，偿还当金后赎回当物。2018~2020 年，公司分别实现典当业务收入 993.34 万元、139.13 万元及 12.26 万元。截至 2020 年末，根据师国资发[2020]44 号文件，公司所持有的信诚信典当全部股权被划转至国运天成资管公司，截至本报告出具日，工商变更手续尚未完成。

其他业务：该业务主要包括公司本部和新疆天宏资产管理有限公司（以下简称“天宏资管”）的资金拆借收入及租金收入；其中，资金拆借对象以十二师国资委下属国有企业为主，租金收入主要来源于天宏资管位于石河子市中心的家具城、商贸城及公有住房和商铺等出租、近 5 万亩土地承包费以及原厂区内厂房及空地出租等收入。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告²及未经审计2021年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，以下分析基于各期财务报表期末数。

跟踪期内，公司仍为十二师唯一的国有资本运营主体。2020年贸易批发收入的增加带动营业总收入有一定规模的提升；业务收入中乳制品加工和贸易批发业务板块占比最高。

表14：公司主要板块收入结构³及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
乳制品加工	14.62	16.27	17.68	4.63
贸易批发	31.90	39.49	47.75	7.12
其中：仓储及租赁	-	1.86	1.52	-
房地产收入	-	2.46	-	-
电器制造业	3.00	0.94	1.12	0.07
建材生产销售	0.88	1.31	1.12	0.01
其他业务	6.68	3.56	3.84	1.21
合计	57.08	64.03	71.51	13.04
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
乳制品加工	25.62	25.41	24.72	35.51
贸易批发	55.89	61.67	66.77	54.60
其中：仓储及租赁	-	-	-	-
房地产收入	-	3.84	-	-
电器制造业	5.25	1.47	1.57	0.54
建材生产销售	1.53	2.05	1.57	0.08
其他业务	11.71	5.56	5.37	9.28
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、其他业务板块包含服装生产和销售、运输服务、小额贷款、典当服务、资金拆借及租赁等；2、明细加总数与合计数有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司营业毛利率有所下滑，但得益于投资收益的增加，2020年利润总额基本持平

分业务板块来看，乳制品加工业务毛利率较为稳定，近年来始终保持较高水平。贸易批发业务板块毛利率存在波动，主要是受贸易市场配套设施的更新维修折旧以及销售农产品的采购成本影响；同时，2020年，受疫情影响收入占比较高的贸易批发

板块毛利率大幅下降使得公司营业毛利率有所下滑。公司电器制造业受到行业整体竞争压力影响，毛利率有所波动。此外，公司其他业务收入主要是服装生产、运输服务、建筑施工和小额贷款业务，2020年小额贷款业务划出，营业成本下降使得其他业务板块毛利率有所回升。

表15：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
乳制品加工	27.26	27.13	21.42	18.98
贸易批发	10.95	14.31	8.45	15.05
电器制造业	49.16	19.44	22.64	-9.54
建材生产销售	14.93	15.80	3.69	-
其他业务	-	-15.00	-4.12	10.34
营业毛利率	19.70	16.04	11.13	15.27

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用有所波动，其中销售费用增长主要系天润乳业为推广新产品增加费用支出所致，财务费用则随着公司自身债务规模上升及合并范围的扩大导致债务规模进一步扩大而增长。结合营业毛利率来看，公司期间费用对利润侵蚀较大，对期间费用的管控能力有待加强。

利润总额方面，经营性业务利润是利润总额的主要构成，2020年受毛利率下滑影响有所降低。2020年，投资收益有所提升，主要系：一是参股公司新疆遥安陵园有限公司、国电青松等公司分红确认投资收益；二是处置参股公司新疆蓝希络食品有限公司股权确认投资收益；三是2020年初发行一期可交换公司债券换出部分股权确认收益；同期，公司公允价值变动收益主要是子公司九鼎农业及中瑞恒远持有的投资性房地产公允价值变动带来的收益。此外计入其他收益的政府补助亦对公司利润总额形成一定补充。

表16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	7.44	7.92	6.77	1.60
期间费用率(%)	13.03	12.37	9.46	12.31
经营性业务利润	3.33	2.57	1.31	0.38
投资收益	0.12	0.63	1.39	0.07

数。

³ 业务板块收入划分口径与审计报告分类略有差异。

² 2019年，公司取得中瑞恒远的控股权，将其纳入合并范围，属于同一控制下的企业合并，故需追溯调整以前年度财务报表。本报告中2018年财务数据分别来自大华会计师事务所（特殊普通合伙）于2020年6月出具的经追溯调整后的公司2018年审计报告的期初数和期末

公允价值变动收益	0.99	0.94	1.42	-
其他收益	0.74	1.09	0.89	0.08
利润总额	4.25	4.10	4.18	0.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司陆续新增一定规模的债务，带动资产及负债规模有所增长；公司财务杠杆率处于较高水平，仍面临一定短期债务兑付压力

2020 年末，公司资产中流动资产与非流动资产占比相当，流动资产占总资产的比例为 51.82%。公司流动资产主要由货币资金和存货构成。公司货币资金储备呈大幅增长趋势，同期末，公司账上货币合计 38.13 亿元，其中受限货币资金 8.14 亿元，主要为银行承兑汇票保证金，充足的货币资金保障了公司的流动性。公司存货主要为开发成本和库存商品。公司非流动资产主要是固定资产及投资性房地产，其中固定资产主要是房屋及机器设备；投资性房地产主要为投入运营及持续开发的市场资产及园区物业资产，2020 年以来小幅增加。

资产质量方面，公司资产中货币资金规模较大，对公司流动性提供良好保障，此外投资性房地产主要系子公司九鼎农业运营的市场资产及中瑞恒远的各大园区物业资产，相应资产出租情况良好，每年贡献一定的收入及现金流，资产流动性及收益性较好。

负债方面，公司以非流动负债为主，2020 年末非流动负债占总负债比重为 52.64%。非流动负债以长期借款和应付债券为主，2020 年以来，公司通过发行中票及公司债等方式进行筹资，应付债券规模攀升。流动负债中，短期借款主要是保证借款和信用借款。其他应付款主要系同新疆生产建设兵团第十二师财务局、交通局等单位的往来款，近年来呈下降趋势。此外，由于中瑞恒远开展贸易业务对短期资金需求较大且有部分以票据支付，短期借款及应付票据规模均维持高位。

公司所有者权益主要包括资本公积和少数股东权益；其中，资本公积以土地使用权及其评估增值部分和政府无偿划拨的区域内国有企业的股权为主，少数股东权益规模较大，主要系公司对部分

纳入合并范围的子公司如天润乳业持股比例较低，使得少数股东享有较多的权益所致。公司其他综合收益主要系持有的投资性房地产评估增值产生，近年来随着市场行情向好而稳步增长。此外，2020 年，十二师国资对公司现金增资 9,383.58 万元，公司实收资本有所增长，资本实力得到夯实。

有息债务方面，2020 年以来公司新增一定规模的借款，使得债务规模持续提升。近几年公司债务结构有所改善，短期债务占比有所下降，但中诚信国际也关注到公司短期债务规模依然较高，面临集中兑付压力。

表17：近年来公司资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	18.35	21.72	38.13	34.67
存货	67.93	68.45	70.03	71.66
固定资产	27.29	29.34	28.42	29.17
投资性房地产	73.16	76.77	79.89	79.93
短期借款	41.89	39.71	40.65	39.09
应付票据	11.39	26.34	15.31	14.70
其他应付款	18.71	11.77	10.26	9.99
短期债务	69.85	80.89	64.75	62.01
长期债务	59.28	57.15	85.29	89.56
应付债券	43.60	36.79	49.79	48.29
实收资本	6.71	6.71	7.65	7.65
其他综合收益	13.60	17.22	17.44	17.44
资本公积	39.54	39.75	42.84	47.02
少数股东权益	35.37	31.50	33.84	33.98
总债务	129.14	138.04	150.04	151.57
资产负债率	64.11	64.62	64.49	63.82
总资本化比率	56.49	58.65	59.16	58.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流持续为正，获现能力较强，经营活动净现金流对利息覆盖能力较强；公司货币资金对短期债务覆盖能力不足，需关注流动性压力

近年来，公司受乳业、贸易及园区运营业务板块回款情况较好影响，经营活动净现金流持续为正。投资活动现金流方面，2020 年，公司收回投资收到的现金大幅下降使得投资活动现金流缺口进一步扩大。筹资活动现金流方面，2020 年以来，公司陆续新增一定规模的借款，筹资活动现金流由负转正。

受债务规模持续扩大的影响，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对于总债务的覆盖能力较弱，但

均可以对利息支出形成完全覆盖，公司长期偿债能力尚可。公司短期债务规模较大，公司货币资金对短期债务覆盖能力不足，需关注流动性压力。

表18：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	17.16	14.76	14.87	1.33
投资活动净现金流	-5.20	-0.66	-5.60	-0.34
筹资活动净现金流	-10.93	-14.71	8.77	-1.77
收现比	1.02	0.99	0.93	1.12
经营净现金流/总债务	0.13	0.11	0.10	0.04
经营活动净现金流/利息支出	5.21	4.50	4.08	1.33
总债务/EBITDA	15.35	15.24	16.31	-
EBITDA 利息保障倍数	2.56	2.76	2.52	-
货币资金/短期债务	0.26	0.27	0.59	0.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司债务到期规模大，面临集中兑付压力，需关注偿还资金安排及债务结构调整情况；公司对外担保规模较大，公司面临一定代偿风险

截至 2021 年 3 月末，公司总债务规模为 151.57 亿元，其中 2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年分别到期 69.60 亿元、25.90 亿元和 27.54 亿元。总体来看，2021 年为公司债务偿还高峰期，面临集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排及后续债务结构调整情况。

表19：截至 2021 年 3 月末公司合并口径债务到期分布（亿元）

到期时间	2021.4~12	2022	2023	2024 及以后
到期金额	69.60	25.90	27.54	28.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 162.44 亿元，其中尚未使用授信额度 56.17 亿元，尚有一定的财务弹性。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 30.02 亿元，占净资产的 27.76%，担保对象为十二师下属其他国有企业，且均设置了反担保措施，但因担保规模较大，公司面临一定代偿风险。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值 32.67 亿元，占总资产的比例为

10.93%，主要为货币资金、土地使用权和融资租赁设备等。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2021 年 04 月 02 日，公司全部尚未到期人民币及外币贷款五级分类均为正常，无贷款逾期、欠息等情况；公司已发行的债务融资工具未出现延迟支付本息的情况。

外部支持

十二师经济实力持续增强，支持能力提升；公司作为十二师国有资产运营主体，地位重要，在资本金注入和资产划入方面得到了股东的大力支持

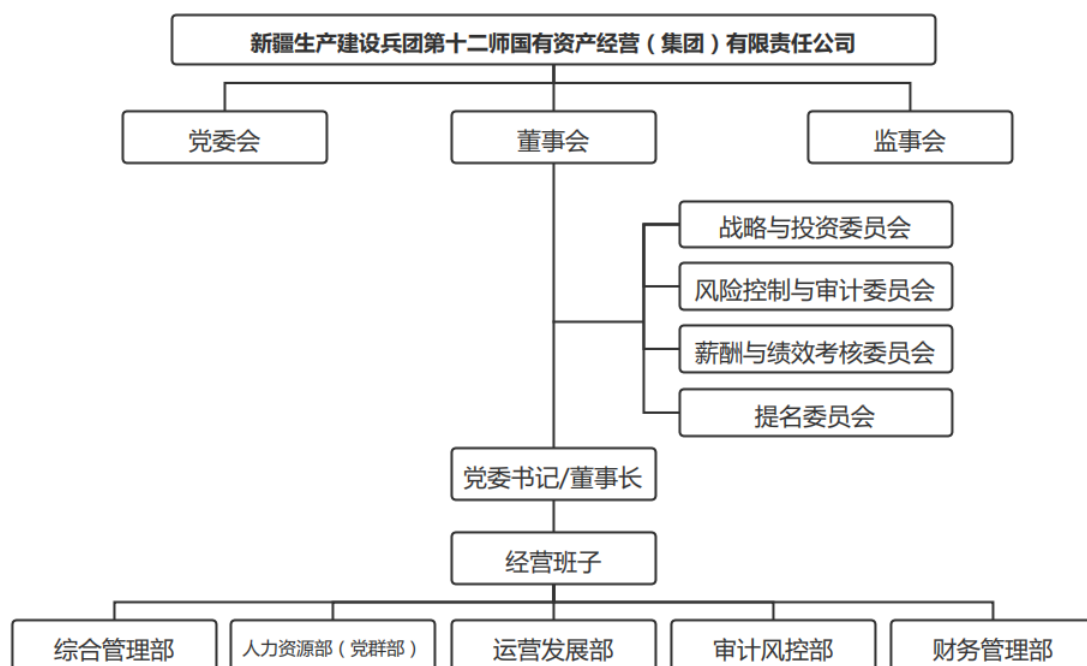
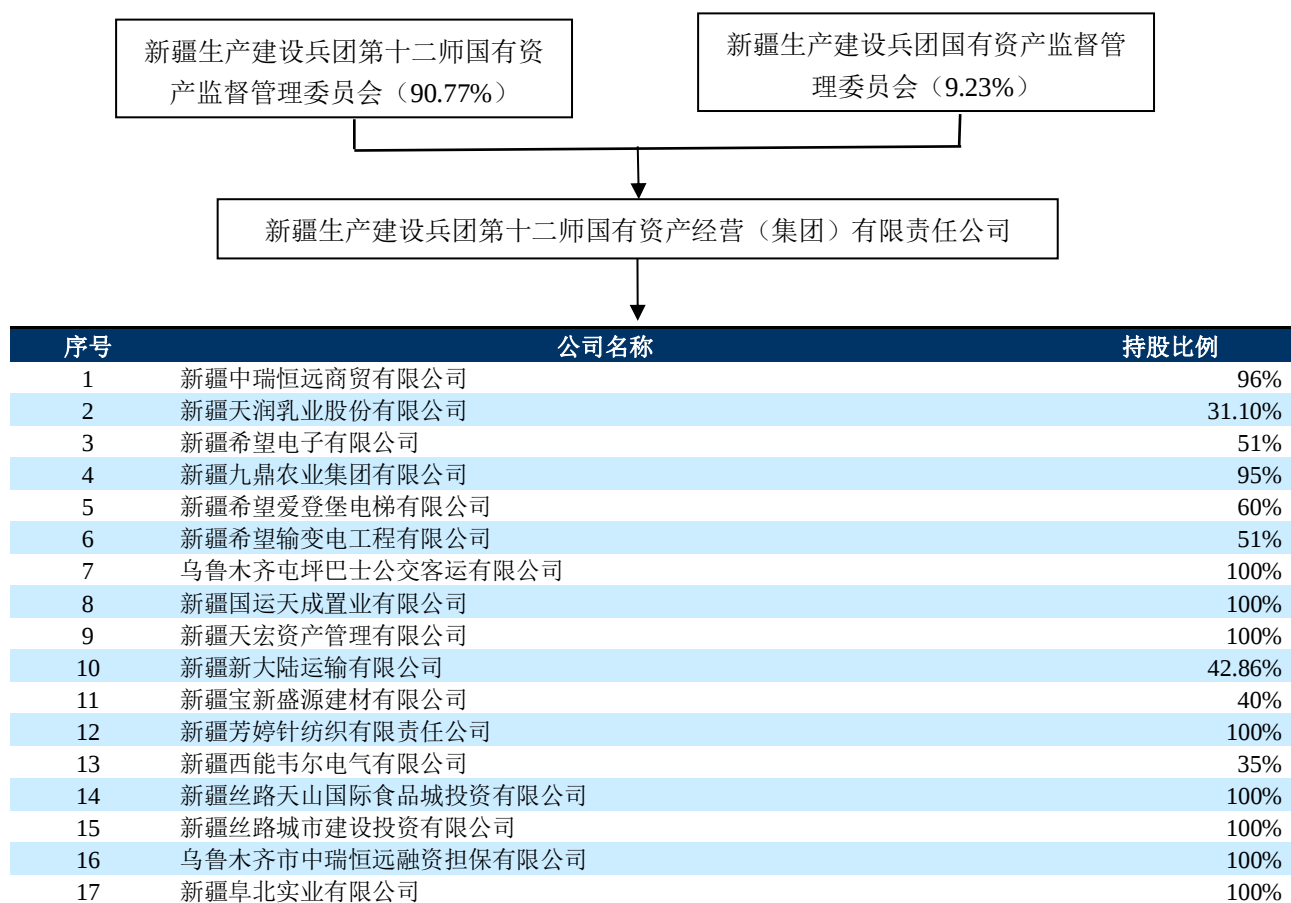
近年来，十二师国民经济实力取得快速增长。2020 年，十二师国民经济实力取得快速增长，当年全师实现国内生产总值为 250.16 亿元，同比增速 8%。十二师经济以二、三产业为主，依托所处优越的地理位置，未来将通过打造兵团（乌鲁木齐）商贸物流中心，不断带动区域经济活力，为经济增长和财力提升寻求新动能；此外，十二师区域内还有天润乳业等知名企业。整体来看，十二师具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。

作为十二师唯一的国有资本运营主体，公司承担了十二师国有资本运营的重要职能，平台地位突出，因此在资本金注入、资产划转及财政补贴等方面获得政府的大力支持。资本金注入方面，2020 年 4 月，根据师国资[2020]8 号文件，公司收到十二师国资委现金增资 9,383.58 万元，计入“实收资本”科目，公司资本实力得到夯实；此外，十二师以项目资本金形式拨入公司 7.10 亿元抗疫特别国债资金。资产划转方面，根据师国资[2019]246 号文件，十二师国资委将其持有的中瑞恒远 96% 的股权无偿划转至公司，公司业务经营实力得到显著增强。财政补贴方面，2018~2020 年，公司分别收到政府补贴 0.74 亿元、1.09 亿元和 0.89 亿元，均计入“其他收益”科目，对公司利润形成良好补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 新师 01”和“21 新师 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	183,513.69	217,156.71	381,314.38	346,717.24
应收账款	205,515.49	149,400.79	126,341.38	119,803.63
其他应收款	267,742.02	269,463.30	257,007.15	252,344.68
存货	679,338.98	684,478.08	700,273.19	716,572.32
长期投资	35,524.73	39,176.40	34,860.47	39,344.14
在建工程	170,272.12	101,177.49	114,595.84	142,349.01
无形资产	69,511.17	59,577.17	75,908.95	70,976.11
总资产	2,771,412.86	2,750,174.95	2,916,938.83	2,988,651.41
其他应付款	187,111.98	117,700.55	102,574.87	99,907.45
短期债务	698,521.29	808,895.15	647,501.13	620,135.63
长期债务	592,838.18	571,475.04	852,909.99	895,583.08
总债务	1,291,359.47	1,380,370.19	1,500,411.12	1,515,718.71
总负债	1,776,624.83	1,777,052.43	1,881,101.52	1,907,229.34
费用化利息支出	19,785.99	19,889.16	24,484.07	6,042.74
资本化利息支出	13,133.19	12,888.37	11,960.05	3,987.85
实收资本	67,096.93	67,096.93	76,480.51	76,480.51
少数股东权益	353,699.88	315,049.61	338,370.37	339,754.76
所有者权益合计	994,788.04	973,122.52	1,035,837.31	1,081,422.07
营业总收入	570,760.42	640,322.21	715,143.86	130,363.43
经营性业务利润	33,265.91	25,716.69	13,086.18	3,795.73
投资收益	1,227.81	6,281.78	13,866.01	740.74
净利润	27,113.21	29,961.98	32,721.96	3,923.25
EBIT	62,262.68	60,920.24	66,248.96	10,697.65
EBITDA	84,137.15	90,554.32	91,997.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金	582,183.79	634,221.66	664,576.82	146,640.21
收到其他与经营活动有关的现金	128,530.48	132,677.24	312,943.38	65,314.64
购买商品、接受劳务支付的现金	364,294.01	466,972.03	619,901.33	119,406.39
支付其他与经营活动有关的现金	102,920.27	82,676.81	145,912.82	60,308.82
吸收投资收到的现金	6,234.00	0.00	127,365.61	733.80
资本支出	36,328.50	0.00	56,576.11	10,293.66
经营活动产生现金净流量	171,552.27	147,587.30	148,723.76	13,329.13
投资活动产生现金净流量	-52,002.95	-6,550.13	-56,032.10	-3,387.71
筹资活动产生现金净流量	-109,346.64	-147,100.32	87,692.20	-17,656.72
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	19.70	16.04	11.13	15.27
期间费用率(%)	13.03	12.37	9.46	12.31
应收类款项/总资产(%)	17.39	15.65	13.40	12.70
收现比(X)	1.02	0.99	0.93	1.12
总资产收益率(%)	2.35	2.69	2.34	--
资产负债率(%)	64.11	64.62	64.49	63.82
总资本化比率(%)	56.49	58.65	59.16	58.36
短期债务/总债务(%)	0.54	0.59	0.43	0.41
FFO/总债务(X)	0.04	0.05	0.04	0.04
FFO 利息倍数(X)	1.70	2.10	1.61	1.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.21	4.50	4.08	--
总债务/EBITDA(X)	15.35	15.24	16.31	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.11	0.14	--
货币资金/短期债务(X)	0.26	0.27	0.59	0.56
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.56	2.76	2.52	--

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理，各期财务报告均按照新会计准则编制；2、中诚信国际将公司“其他流动负债”和“其他应付款”中的带息债务调整至短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务调整至长期债务核算；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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
	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
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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”。

附四：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。