

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 2021 年公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

徐 杭 hxu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 22 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，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 0857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”、“21 新师 02”和“21 新师 03”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

二零二二年六月二十二日

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”、“21 新师 02”和“21 新师 03”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和新疆生产建设兵团第十二师（以下简称分别简称“兵团”和“十二师”）经济实力稳步增长；公司地位重要，继续获得股东的有力支持；乳业板块品牌度高，未来发展潜力较大以及贸易批发业务优势仍明显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财务杠杆水平较高，且面临一定的短期偿债压力；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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	275.02	291.69	308.61	311.34
所有者权益合计（亿元）	97.31	103.58	106.69	107.03
总负债（亿元）	177.71	188.11	201.91	204.31
总债务（亿元）	138.04	150.04	156.86	162.68
营业总收入（亿元）	64.03	71.51	111.73	16.37
经营性业务利润（亿元）	2.57	1.31	0.70	0.35
净利润（亿元）	3.00	3.27	2.07	0.34
EBITDA（亿元）	9.06	9.20	7.94	--
经营活动净现金流（亿元）	14.76	14.87	11.40	1.41
收现比(X)	0.99	0.93	0.95	0.96
营业毛利率(%)	16.04	11.13	5.00	10.33
应收类款项/总资产(%)	15.65	13.40	14.18	14.46
资产负债率(%)	64.62	64.49	65.43	65.62
总资本化比率(%)	58.65	59.16	59.52	60.32
总债务/EBITDA(X)	15.24	16.31	19.76	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.76	2.52	3.50	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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“长期应付款”中的有息债务和“租赁负债”纳入长期债务核算，将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务纳入短期债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

- **区域经济实力稳步增长。**2021 年，兵团和十二师分别实现生产总值 3,395.61 亿元和 272.80 亿元，同比分别增长 8.0% 和 6.8%，区域经济继续稳步增长，为公司发展提供了良好支撑。
- **地位重要，继续获得股东的有力支持。**作为十二师唯一的国有资本运营主体，公司地位重要，2021 年以来继续获得股东在资本金注入、资产划转及财政补贴等方面的有力支持。
- **乳业板块品牌度高，未来发展潜力较大。**公司控股子公司新

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 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 (%)	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	308.61	106.69	65.43	111.73	2.07	11.40
新疆生产建设兵团投资有限责任公司	317.18	141.47	55.40	41.73	2.36	0.70

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+	2021/06/24	4.50	4.50	2021/02/04-2026/02/04	回售、调整票面利率选择权
21 新师 02	AA+	AA+	2021/06/24	9.50	9.50	2021/04/12-2026/04/12	回售、调整票面利率选择权
21 新师 03	AA+	AA+	2021/07/06	6.00	6.00	2021/08/20-2026/08/20	回售、调整票面利率选择权

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乳企，2021 年乳制品销量、收入及利润继续稳步增长。依托新疆地区的资源优势，天润乳业未来发展潜力较大。

■ **贸易批发业务优势仍明显。**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，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，2021 年仍维持较高的出租率。同时，公司拥有较多园区，2021 年仍获得了一定规模的租金及房产销售收入，经营的钢材等贸易业务在十二师区域内亦处于优势地位。2021 年，公司贸易批发业务收入同比大幅增长，推动公司营业收入明显提升。

关注

■ **财务杠杆水平较高，且面临一定的短期偿债压力。**2021 年以来，随着贸易业务规模的扩大及园区建设等的持续推进，公司债务规模有所扩大，财务杠杆水平随之上升。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.62% 和 60.32%，已处于较高水平。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.54 倍，货币资金无法足额覆盖短期债务，面临一定的短期偿债压力。

■ **对外担保余额较大，存在一定代偿风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 30.97 亿元，占净资产的 28.94%，对外担保余额较大，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。**十二师经济实力大幅下滑且不可逆；公司在十二师重要性下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱，核心资产及子公司被划出；公司财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

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”、“21 新师 02”和“21 新师 03”募集资金分别为 4.50 亿元、9.50 亿元和 6.00 亿元，均用于偿还公司债务，截至 2022 年 4 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

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，表现为基建和高新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

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，2021年经济保持稳步增长

兵团组建于1954年，承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，是在自己所辖的垦区内，依照国家和新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆”或“自治区”）的法律、法规，自行管理内部的行政、司法事务，在国家实行计划单列的特殊社会组织，受中央政府和自治区人民政府双重领导，是党政军企一体化的特殊社会组织。兵团机关设在乌鲁木齐市，截至2021年末，兵团下辖14个师、179个团场。兵团所辖师、团场分布在新疆14个地、州、市境内，有完善的公检法司监机构和成建制的戍边维护稳定队伍。兵团政治经济地位突出，未来区域发展潜力巨大。

兵团目前拥有新疆六分之一土地的使用权以及六分之一的人口、四分之一的耕地。2021年末，兵团总人口达到348.51万人，比上年末增加12.87万人。长期以来，特别是改革开放后，兵团充分发挥自身优势，积极适应市场经济要求，调整经济结构和转变发展方式，大力推进城镇化、新型工业化和农业现代化建设。2021年，兵团地区生产总值为3,395.61亿元，同比增长8.0%；同期，兵团人均生产总值达99,265元，同比增长5.2%。分产业看，

2021年第一产业增加值786.48亿元，同比增长6.3%；第二产业增加值1,285.56亿元，同比增长8.0%；第三产业增加值1,323.57亿元，同比增长8.9%，三次产业结构比由上年的23.2:35.3:41.5调整为23.2:37.9:39.0，第二产业占比持续提升。固定资产投资方面，2021年兵团固定资产投资（不含农户）较上年增长16.2%，仍保持较快增长。2021年规模以上工业中，制造业增加值占比超过四分之三，战略性新兴产业增加值占比达到11.8%，高技术制造业增加值同比增长13.1%，规模以上工业企业利润总额同比增长近两倍。

兵团的发展离不开国家的大力支持。2010年，中央政府明确提出，对自治区的支持政策，兵团同样适用；对困难地区和对口支援的政策，所在地兵团师、团场同样适用。自治区向兵团划拨土地、草场和水利资源、矿山资源，拨售机器设备，出台适用于兵团的政策，直接支持兵团的开发与建设，促进兵团与地方经济的融合发展。目前，兵团已拥有石河子国家级经济技术开发区、石河子高新技术产业开发区、五家渠国家级经济技术开发区、阿拉尔国家级经济技术开发区、喀什国家级经济技术开发区兵团分区、霍尔果斯国家级经济技术开发区兵团分区6个国家级产业园区。

十二师前身为乌鲁木齐农场管理局，全师除221团、222团外，其余5个团场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，也是乌鲁木齐市现代服务业集聚区和城市功能优化区；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。

2021年，十二师实现生产总值272.80亿元，增速为6.8%，虽有所趋缓，但仍保持较快增长。同期，全师三次产业结构比由上年的4.0:44.7:51.3调整为3.8:47.5:48.6，第二产业占比有所提升。固定资产投资方面，2021年十二师固定资产投资（不含农户）增速为30.5%，持续提升。分产业看，2021年第一产业投资增长16.6%，第二产业投资增长34.1%，

第三产业投资增长 29.2%，民间固定资产投资增长 3.6%。

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，2021 年经济保持稳步增长。

2021 年，公司新增股东兵团国资委；跟踪期内，公司治理结构未发生变化

根据《关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（师财发〔2021〕17 号），2021 年新疆生产建设兵团第十二师国有资产监督管理委员会（以下简称“十二师国资委”）将所持公司 9.23% 的股权划转至新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会（以下简称“兵团国资委”），由兵团国资委对划转的股权履行出资人职责，并委托新疆生产建设兵团投资有限责任公司对划入的股权进行专户管理。2021 年 2 月 8 日，公司完成上述股权划转的工商变更登记，十二师国资委持有公司 90.77% 的股权。2021 年以来，因十二师国资委多次对公司增资，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均增至 11.03 亿元，十二师国资委对公司的持股比例增至 93.60%，仍为公司实际控制人，兵团国资委对公司的持股比

例减至 6.40%。此外，2021 年以来，公司治理结构未发生变化。

天润乳业为疆内市场份额和销量第一的区域龙头，2021 年随着疆内外市场的进一步拓展，其乳制品销量、收入及利润继续稳步增长

跟踪期内，公司乳制品加工业务仍由子公司天润乳业负责运营。截至 2022 年 3 月末，天润乳业注册资本和实收资本均为 3.20 亿元，公司持有其 31.10% 的股权。

天润乳业成立于 1999 年，主要产品包括 UHT 奶产品、低温酸奶、奶啤（乳酸菌饮料）和巴氏奶等，拥有“天润”、“盖瑞”和“佳丽”等新疆地区知名品牌，为疆内市场份额和销量第一的区域龙头。产能和产量方面，2021 年天润乳业产能同比有所提升，主要系当期天润唐王城乳品加工项目全面投产运营所致；同期，随着疆内外市场的拓展，实际产量的提升，其产能利用率亦随之提升。

表 1：近年来天润乳业主要乳品产能、产量情况

	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	16.50	22.18	27.09
实际产量（万吨）	18.95	19.91	24.41
产能利用率（%）	114.85	89.77	90.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

奶源是天润乳业乳制品业务发展的基础。截至 2022 年 3 月末，天润乳业奶牛存栏量 3.54 万余头，日产生鲜乳 450.41 余吨。同期末，天润乳业有天澳牧业、沙湾天润、天润烽火台、天润沙河牧业、天润北亭、芳草天润、巴楚天润七家奶牛养殖企业；拥有 18 个规模化奶牛养殖场，拥有规模化养殖奶牛约 4.6 万头。从奶源具体采购结构来看，天润乳业的奶源中约 60% 来自天润乳业所属的农牧团场，约 40% 奶源来自天润乳业长期合作的奶源，天润乳业统一为其提供配料、防疫服务，提出原奶质量标准要求，并按协议奶价统一收购原奶。

产品销售方面，针对不同的区域，天润乳业分

别采取直销模式和经销模式，其中直销模式通过其自有营销队伍，对快消品主渠道大型连锁商超进行直接销售；经销模式是在主要地区选择经销商，由经销商间接地将天润乳业产品销售给相应区域的终端客户。2021年，天润乳业采取差异化市场方针，线上突围，线下承载，建立了疆内疆外双循环、线上线下双运行市场体系。同期，天润乳业实现乳制品销量24.33万吨，同比增长22.70%，实现营业收入21.09亿元，同比增长19.32%，实现净利润1.61亿元，同比增长4.79%。

表 2：近年来天润乳业乳制品销售情况

	2019	2020	2021
乳制品销量（万吨）	18.92	19.83	24.33
乳制品销售收入（亿元）	16.24	17.68	20.35

注：乳制品销售收入为天润乳业营业收入的最主要构成，但并不完全等于其营业收入。

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，且2021年随着疆内外市场的进一步拓展，其乳制品销量、收入及利润继续稳步增长。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。

2021年以来，公司贸易批发业务稳定性仍较强，贸易市场出租情况良好，钢材贸易在十二师区域内仍处于优势地位；因贸易规模扩大及大宗商品价格上涨，2021年公司贸易批发收入实现较快增长

跟踪期内，公司贸易批发业务仍主要由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”）负责运营。其中，九鼎农业负责农产品销售以及市场管理服务，中瑞恒远主要经营钢材、煤炭及有色金属等冶金原材料的采购及销售。2021年及2022年1~3月，公司分别实现贸易批发业务收入82.62亿元和10.09亿元，其中2021年同比大幅增长，主要系中瑞恒远商品贸易收入大幅增长所致。

十二师辖区所在的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，九鼎农业利用这一区位优势大力推进贸易市场建设和运营。一方面，九鼎农业负责农产品采购销售业务，2021年及2022年1~3月，其分别实现农产品销售收入2.87亿元和0.95亿元，继续稳步增长。另一方面，作为十二师农产品流通的主渠道，九鼎农业亦负责建设与运营新疆范围内的贸易市场。截至2022年3月末，九鼎农业投资运营的贸易市场共有6个，包括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、新疆九鼎国际商贸城一期、北屯九鼎农产品批发市场、克拉玛依九鼎农产品批发市场。其中，兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期和二期）被列为新疆自治区及兵团的重点项目，是疆内最大的农副产品市场，运营情况良好；重型汽车销售市场定位的经营方向为物流领域，目前属于调整阶段，已经同合作方达成框架协议意向书。整体来看，九鼎农业贸易市场运营稳健，2021年及2022年1~3月分别实现租金收入3.07亿元和0.86亿元，保持稳步增长态势。

表 3：截至 2022 年 3 月末九鼎农业贸易市场运营情况（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		
						2019	2020	2021
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	2,779	96%	2.55	2.19	2.90
重型汽车销售市场	30.80	5.00	物流公司	-	-	0.10	0.10	0.01
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	494	98%	0.21	0.05	0.09
新疆九鼎国际商贸城一期	11.10	3.20	商贸城	512	95%	0.009	0.03	-
北屯九鼎农产品批发市场	1.67	4.08	农产品批发	69	77%	0.02	0.02	0.04
克拉玛依九鼎农产品批发市场	4.80	2.37	农产品批发	217	81%	0.02	0.005	0.03
合计	107.66	40.95	-	4,071	-	2.91	2.39	3.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于九鼎农业目前招商已达 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，根据国资发〔2020〕25 号文的要求，通过内部整合将中瑞恒远所持的新疆聚鑫运通物流有限公司、新疆华威物流有限公司及新疆中瑞德盈国际物流股份有限公司三家公司的股权（中瑞恒远对其持股比例分别为 75%、55%和 51%）转让给九鼎农业，同时亦将华威矿山机械市场、兵团交通物流港和兵团国际物流园等资产转让给九鼎农业，既弥补九鼎农业物流的短板，也扩展了其后续发展空间。

由中瑞恒远转入的三家园区中仅华威矿山机械市场对外出售，截至 2022 年 3 月末，其累计销售面积 3.59 万平方米，实现销售收入 1.92 亿元，其中 2021 年销售收入为 0.10 亿元；同期，三家园区共实现租金收入 0.29 亿元。此外，三家园区亦处于建设中，截至 2022 年 3 月末，项目总投资合计 12.75 亿元，已投资 12.24 亿元，尚需投资压力很小。以上物流园区均通过出租或出售等方式平衡前期投资支出，但目前形成的租金收入规模尚小，需关注其未来资金平衡状况。

表 4：截至 2022 年 3 月末由中瑞恒远转入九鼎农业的园区物业出租概况

园区名称	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)		
					2019	2020	2021
华威矿山机械市场	9.38	4.53	260	1.5	-	0.01	0.003
兵团交通物流港	1.81	3.76	52	95	-	0.02	0.04
兵团国际物流园	5.20	4.46	151	81	-	0.23	0.25
合计	16.39	12.75	463	-	-	0.26	0.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 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)

园区名称	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，中诚信国际整理

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，在乌鲁木齐市亦具备一定竞争力。除此之外，中瑞恒远亦进行有色金属、农资和煤炭等贸易。2021 年及 2022 年 1~3 月，中瑞恒远分别实现贸易业务收入 69.95 亿元和 6.64 亿元，其中 2021

年同比大幅增长，主要系本期大宗商品等贸易环境较好，为抢占市场份额，中瑞恒远做大贸易量，同时本期大宗商品价格亦上涨较多所致。其中，钢材贸易方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，中瑞恒远分别实现钢材销售量 48.76 万吨和 2.10 万吨；分别实现钢材销售收入 21.38 亿元和 1.01 亿元，2021 年销量和销售收入均实现较快增长。

表 6：近年来中瑞恒远贸易业务情况 (万吨、万元)

贸易品种	2019		2020		2021		2022.1~3	
	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入
钢材	32.69	125,944.64	36.43	115,444.82	48.76	213,797.06	2.10	10,129.62
煤炭	41.06	30,310.40	81.53	66,301.00	38.00	61,113.19	6.64	44,193.95
农资	-	-	1.28	2,396.67	61.40	192,877.31	16.14	7,930.17

有色金属	1.63	98,234.61	15.75	182,929.33	5.62	231,710.69	0.63	4,178.05
合计	-	254,489.65	-	367,071.83	-	699,498.25	-	66,431.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游结算方面，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。由于中瑞恒远贸易品种主要为钢材、电解铜、电解镍等大宗商品，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，2021年中瑞恒远钢材平均采购成本及销售价格同比明显上升，依然能够维持1%~3%的毛利率水平。

表 7：近年来中瑞恒远钢材购销情况

	2019	2020	2021
钢材采购量（万吨）	33.58	36.43	48.76
钢材平均采购成本（元/吨）	3,201.77	3,143.16	4,310.21
钢材销售量（万吨）	32.69	36.43	48.76
钢材平均销售价格（元/吨）	3,232.81	3,168.82	4,384.31
钢材销售收入（万元）	125,944.64	115,444.82	213,797.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

钢材贸易上游供应方面，中瑞恒远同新疆八一钢铁有限责任公司（以下简称“新疆八钢”）、新疆昆仑钢铁有限公司等钢材企业保持着密切合作，2021年前五大供应商采购金额为10.87亿元，占当期采购总额的比重为51.71%，集中度较高，未来随着中瑞恒远与供应商业务合作的逐步加深，钢材采购渠道优势也将更加明显。下游销售方面，中瑞恒远下游客户主要包括陕西东岭物资有限责任公司、新疆弘飞商贸有限公司等，2021年前五大客户销售金额为9.07亿元，占当期销售总额的比重为42.42%，集中度亦较高。

表 8：2021 年中瑞恒远钢材贸易前五大供应商和客户情况（万元）

供应商	采购金额	占比
新疆八一钢铁股份有限公司	42,159.54	20.06%
新疆昆仑钢铁有限公司	36,026.18	17.14%
新疆天顺投资集团有限公司	18,606.39	8.85%
乌鲁木齐市兴玖泰金属制品有限公司	10,226.74	4.87%
山东银泰新材料有限公司	1,693.69	0.79%
合计	108,712.54	51.71%
客户	销售金额	占比

陕西东岭物资有限责任公司	34,378.17	16.08%
新疆弘飞商贸有限公司	22,360.92	10.46%
新疆浩祥佳业钢铁有限公司	17,273.37	8.08%
新疆北方钢铁配送有限公司	9,731.16	4.55%
新疆和众国际贸易有限公司	6,945.09	3.25%
合计	90,688.71	42.42%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，2021年继续维持较高的出租率，租金收入稳步增长；中瑞恒远则依托贸易园区开展贸易业务，2021年继续保持在钢材贸易等方面的优势地位，贸易规模及收入明显扩大。

2021 年以来，中瑞恒远园区经营情况良好，租金收入稳步提升，但销售收入则受疫情影响明显下降，同时园区剩余可供出售房产未来形成的销售收入可为公司收入提供一定补充

跟踪期内，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，其仓储及租赁业务、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2022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2022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，中瑞恒远各园区可售面积65.23万平方米，累计销售29.33万平方米。2021年，中瑞恒远实现房地产销售收入0.54亿元，受疫情影响同比明显下降；2022年1~3月，其未实现房地产销

售收入。截至 2022 年 3 月末，中瑞恒远各园区房地产销售累计实现收入 20.85 亿元，已回款 18.82 亿元，整体回款情况较好。

表 9：截至 2022 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	8.62
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	17.67
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	2.00	0.85
合计	-	-	59.93	40.25	6,673.00	115.12	65.23	29.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，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 2022 年 3 月末，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 98.32%。2021 年及 2022 年 1~3 月，中瑞恒远分别实现租金收入 1.61 亿元和 0.24 亿元，保持稳步增长。

表 10：截至 2022 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）			
					2019	2020	2021	2022.1~3
宝新恒源钢材市场	12.55	12.46	99.28	0.3~1.0	3,899.58	4,367.01	6,150.39	291.00
恒汇机电汽配市场	26.23	26.13	99.62	0.2~1.0	5,266.92	4,775.77	4,737.76	590.49
闽粤恒远建材市场	20.74	20.04	96.62	0.3~0.7	1,024.22	2,153.39	2,480.29	587.65
金石恒远石材市场	14.99	14.63	97.60	0.3~0.7	2,581.45	2,110.76	2,735.15	967.85
合计	74.51	73.26	98.32	-	12,772.17	13,406.93	16,103.59	2,436.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，随着园区建设、招商工作持续推进，2021 年以来，中瑞恒远各园区出租情况良好，租金收入稳步提升，但销售收入则受疫情影响明显下降。此外，其所经营的园区仍有较大部分可供出售房产，未来房产销售收入亦可对公司收入提供一定补充。

2021 随着子公司希望电子、希望爱登堡股权的划出，公司电器制造业务收入同比大幅下降

2021 年以前，公司电器制造业务主要由子公司新疆希望电子有限公司、新疆希望爱登堡电梯有限公司、新疆希望输变电工程有限公司（以下分别简称“希望电子”、“希望爱登堡”和“希望输变电”）负责经营。2021 年，根据师国资发〔2021〕18、19 号文件，公司将所持有的希望电子 51% 的股权、希望爱登堡 60% 的股权无偿划转至新疆国运天成资产管理有限公司（以下简称“国运天成资管公

司”），本期不再将上述两家公司纳入合并范围，电器制造业务仅由子公司希望输变电负责。受此影响，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现电器制造业务收入 0.44 亿元和 0.02 亿元，同比大幅下降，但因该业务收入在公司营业收入中占比很小，对公司影响亦较为有限。

跟踪期内，希望输变电业务重点仍为十二师范围内的保障房配套设备，其生产的智能电网用节能型箱式变电站（柜）为兵团重点项目。原子公司希望电子主要产品包括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。2018~2020 年，希望电子分别确认营业收入 0.25 亿元、0.30 亿元和 0.41 亿元。原子公司希望爱登堡主要从事电梯的制造、销售、安装和维保，向以民用住宅为主的各种楼宇进行销售。2018~2020 年，希

望爱登堡分别确认营业收入 0.21 亿元、0.22 亿元和 0.21 亿元。

公司建材生产销售业务主要系矿渣微粉生产销售业务，2021 年在疆内市场仍维持很高的市场占有率，产销量及销售收入均呈稳步增长态势

公司建材生产销售业务主要系矿渣微粉生产销售业务，跟踪期内仍由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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现建材生产销售收入 1.46 亿元和 0.03 亿元，其中 2021 年保持稳步增长。

矿渣微粉是一种具有可持续发展性和环保性的“环境协调型绿色建筑材料”。矿渣微粉作为配制高性能混凝土的一种新型掺合料，大幅度提高水泥混凝土的强度，降低混凝土成本，利用矿渣微粉替代部分水泥符合国家循环经济发展要求。宝新盛源总体工艺装备水平已达到国内同类型企业的先进水平。截至 2021 年末，宝新盛源矿渣微粉处理能力为 300 万吨/年，2021 年产量达到 116.21 万吨，同比明显提升，当期产能利用率随之提升，但仍处于相对较低水平。

表 11：近年来宝新盛源矿渣微粉产能、产量情况

	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	300	300	300
产量（万吨）	103.16	90.00	116.21
产能利用率（%）	34.38	30.00	38.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前，宝新盛源在新疆矿渣微粉市场的占有率为 80% 左右。为保证原料的供应，宝新盛源已与新疆八钢子公司新疆互力佳源环保科技有限公司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。2021 年，公司实现矿渣微粉销量 117.93 万吨，销售收入 1.25 亿元，均实现较快增长。

表 12：近年来宝新盛源矿渣微粉销售情况

	2019	2020	2021
销量（万吨）	103.19	87.37	117.93
产销率（%）	100.03	97.08	101.48
销售均价（元/吨）	106.46	110.13	106.18
销售收入（万元）	10,985.61	9,619.48	12,521.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户集中度来看，2021 年宝新盛源前五大客户销售额占比 63.58%，其中最大的销售客户为新疆和润天矿业投资有限公司，其销售金额占比达 34.63%，客户集中度较高。

表 13：2021 年宝新盛源前五大销售客户（万元、%）

销售客户名称	销售金额	占比
新疆和润天矿业投资有限公司	4,336.27	34.63
乌鲁木齐鸿健祥商贸有限公司	1,019.27	8.14
昌吉市腾鸿轩商贸有限公司	962.92	7.69
乌鲁木齐利祥江晟贸易有限公司（天山筑友）	824.18	6.58
中建西部建设股份有限公司乌市分公司	818.37	6.54
合计	7,961.01	63.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，宝新盛源矿渣微粉产生和销售符合国家循环经济发展要求，市场潜力较大，同时通过新疆八钢参股并与其签订采购合同，原料供应也获得了较好保障，2021 年其产销量及销售收入均呈稳步增长态势。

其他业务板块构成较为多元，其中资金拆借及租赁业务收入占比最大；2021 年其他收入保持较快增长，对公司收入形成良好补充

跟踪期内，公司其他业务板块主要包括建筑施工业务、服装生产和销售、运输服务、资金拆借及租赁等业务。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现其他业务收入 6.12 亿元和 0.81 亿元，其中 2021 年同比增幅较大，主要系建筑施工业务收入及运输服务收入较快增长所致。

建筑施工业务：跟踪期内，该业务仍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运营；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。2021年，公司实现建筑施工收入1.13亿元，同比大幅增长，主要系该板块收入在2020年报中大部分被计入贸易板块，而2021年报将其重新归类所致；2022年1~3月，因季节性因素，公司未实现该业务收入。

服装生产和销售：跟踪期内，该业务仍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，两者销售比为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，两者销售比为8:2；棉纱的销售客户主要为江浙针纺织品生产企业。2021年及2022年1~3月，公司分别实现服装销售收入0.41亿元和0.22亿元，呈稳步增长态势。

运输服务：2021年度，公司将中瑞恒远的物流板块收入划分至集团运输服务板块，原先经营该业务的子公司之一新疆新大陆运输有限公司被吸收合并至公司其他子公司中，目前工商变更登记正在办理，另一家子公司乌鲁木齐屯坪巴士公交客运有限公司100%股权被无偿划转至同区域平台公司新疆天恒基投资（集团）有限公司。2021年，公司实现运输服务收入1.07亿元，同比大幅增长，主要系本期中瑞恒远物流板块收入被纳入本板块核算所致。2022年1~3月，公司在编制一季度报表时暂未按以上方式列示运输服务收入，故本期该业务收入为0。

其他业务：跟踪期内，该业务仍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。2021年及2022年1~3月，公司分别实现其他业务收入3.50亿元和0.56亿元，呈小幅增长趋势。

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2019~2021年财务报告及未经审计的2022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。

受益于贸易收入大幅增长，2021年公司营业收入亦实现较快增长，但同期营业毛利率明显下滑，经营性业务利润随之下降，加之本期实现的投资收益较少，公司利润总额亦降幅较大

2021年，公司营业收入同比大幅增长，且业务类型构成仍较为多元。其中，乳制品加工和贸易批发业务仍为公司收入的最主要来源。具体来看，因乳制品需求稳健增长及疆内外市场的拓张，2021年公司乳制品加工收入稳步增长；同期，贸易批发收入大幅增长，亦为公司本期收入增长的最主要驱动力，主要系2021年大宗商品等交易环境较好，公司为抢占市场份额，本期扩大贸易量，同时叠加大宗商品贸易价格上涨较多所致。此外，2021年公司电器制造收入同比大幅下滑，主要系原子公司希望电子、希望爱登堡股权划出，不再纳入公司合并报表所致；同期，公司建材生产销售收入同比有所增长，但目前收入规模仍较小；公司其他业务收入构成较为多元，2021年实现较快增长，对公司收入形成良好补充。2022年1~3月，公司实现营业收入16.37亿元，同比增长25.61%。

2021年，公司营业毛利率同比明显下降，主要系占比最大的贸易批发业务毛利率大幅下降所致。分业务板块来看，2021年乳制品加工业务毛利率有所下降，主要系原奶价格上涨，天润乳业成本增幅较大，盈利空间收窄所致；同期，贸易批发业务毛利率大幅下降，主要系毛利率很低的大宗商品贸易收入大幅增加，拉低该业务毛利率所致；本期电器制造业务毛利率同比亦有所下降，但属于正常范围内波动；本期建材销售业务毛利率同比明显提升，恢复至正常水平，主要系2020年公司变更机器设

备折旧计提方法，将其一次性计入当期损益从而使成本大幅增加，当期该业务毛利率大幅下降所致；此外，本期公司其他业务毛利率由负转正，主要系毛利率较高的运输服务业务收入占比大幅提高所致。2022年1~3月，公司营业毛利率为10.33%，同比下降4.94个百分点。

表 14：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
乳制品加工	16.27	17.68	21.09	5.43
贸易批发	41.95	47.75	82.62	10.09
电器制造业	0.94	1.12	0.44	0.02
建材生产销售	1.31	1.12	1.46	0.03
其他业务	3.56	3.84	6.12	0.81
营业收入	64.03	71.51	111.73	16.37
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
乳制品加工	27.13	21.42	16.35	17.22
贸易批发	14.31	8.45	2.20	7.92
电器制造业	19.44	22.64	19.95	36.26
建材生产销售	15.80	3.69	14.47	-180.38
其他业务	-15.00	-4.12	0.41	3.65
营业毛利率	16.04	11.13	5.00	10.33

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年公司期间费用同比有所减少，主要系本期公司平均融资成本下降，使得财务费用下降较多所致。此外，2021年公司销售费用与上年持平，管理费用同比有所下降。整体来看，2021年以来公司费用管控水平有所提升，期间费用率整体呈下降趋势，但结合公司营业毛利率来看，期间费用对利润侵蚀程度仍较大。

2021年，公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成，较上年明显下降，主要系本期随着营业毛利率的下降，经营性业务利润随之下降，同时投资收益亦降幅较大所致。2020年，公司实现的投资收益主要来源于一是参股公司新疆遥安陵园有限公司、国电青松吐鲁番新能源有限公司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；2021年，公司未再实现以上非经常性损益，故投资收益大幅下降。公司公允价值变动收益

主要系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，一般于每年末经资产评估后确认，2021年因市场行情较好，公司公允价值变动收益保持增长，成为公司利润的最主要构成。此外，计入其他收益的政府补助亦对公司利润形成一定补充，2021年公司实现其他收益1.18亿元，同比有所增长。

表 15：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	2.16	1.31	1.31	0.42
管理费用	2.91	2.84	2.58	0.49
财务费用	2.82	2.50	1.29	0.43
期间费用合计	7.92	6.77	5.27	1.36
期间费用率(%)	12.37	9.46	4.72	8.30
经营性业务利润	2.57	1.31	0.70	0.35
投资收益	0.63	1.39	0.09	0.05
公允价值变动收益	0.94	1.42	1.95	-
其他收益	1.09	0.89	1.18	0.12
利润总额	4.10	4.18	2.78	0.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年以来，公司资产规模继续扩大，存货和投资性房地产仍为公司资产的主要构成；公司所有者权益和债务规模保持增长，财务杠杆有所上升，同时债务结构有所优化，但短期债务占比仍较大，公司仍面临一定的集中兑付压力

2021年以来，公司资产规模继续扩大，截至2022年3月末达到311.34亿元，其中非流动资产占比略高于流动资产。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。具体来看，2021年以来，公司货币资金规模有所下降，但保有量仍相对充裕，截至2021年末受限部分为10.25亿元，均为银行承兑汇票保证金和质押存单，受限占比33.53%。2021年以来，随着清收工作的持续推进，公司应收账款余额整体明显下降，截至2021年末，主要系对新疆聚丰荟商业投资有限公司等的应收款，前五大应收账款余额合计占比为10.39%，集中度较低。公司其他应收款主要系与新疆联宇投资有限公司、国运天成资管公司、乌鲁木齐信诚典当有限公司等的往来款，2021年以来规模明显上升，主要系与关联方

的往来款增加所致。公司存货主要包括开发成本、库存商品和原材料等，2021 年以来规模整体略有增长。截至 2021 年末，公司存货账面价值为 70.02 亿元，其中开发成本 58.85 亿元，主要包括中瑞恒远和公司本部的在建工程成本、公司本部和九鼎农业的待开发土地，且以批发零售地和工业用地为主，出让地占比较大。

公司非流动资产主要由固定资产、投资性房地产和在建工程构成。具体来看，固定资产主要系房屋及机器设备，2021 年以来随着原子公司希望电子、希望爱登堡等不再纳入合并范围，公司固定资产规模有所下降。公司投资性房地产主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，2021 年随着外购资产以及原有资产公允价值变动，期末公司投资性房地产同比有所增长，仍为公司资产的最主要构成。其中，房屋、建筑物主要为九鼎农业持有以供出租的农产品批发市场的房屋及建筑物，土地使用权则以中瑞恒远所属各贸易及物流园区的批发零售用地为主，均为已缴纳土地出让金的出让地。2021 年以来，公司在建工程规模持续增长，其中 2021 年末同比增幅较大，主要系本期新增兵团（乌鲁木齐）应急物资保障体系建设中央厨房项目、科创中心及兴农科技中心建设项目等投资规模较大的项目所致。

表 16：近年来公司资产构成情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	275.02	291.69	308.61	311.34
非流动资产占比	49.60	48.18	51.12	51.29
货币资金	21.72	38.13	30.57	30.04
应收账款	14.94	12.63	7.66	8.47
其他应收款	26.95	25.70	35.11	35.58
存货	68.45	70.03	70.02	71.65
固定资产	29.34	28.42	24.58	24.31
投资性房地产	76.77	79.89	86.64	86.64
在建工程	10.12	11.46	22.28	24.04
应收类款项/总资产	15.65	13.40	14.18	14.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由有息债务、应付账款、其他应付款和递延所得税负债构成，2021 年以来规模继续

扩大。具体来看，公司应付账款主要系九鼎农业、天润乳业和中瑞恒远的应付工程款及天润乳业的采购款，款项较为分散，2021 年以来随着业务规模的扩大整体呈小幅增长趋势。公司其他应付款主要系对十二师财政局、兵团乌鲁木齐经济技术开发区管理委员会等单位的往来款、借款等，2021 年以来规模有所下降。公司递延所得税负债主要系投资性房地产评估增值产生的应纳税暂时性差异，2021 年以来规模有所波动。有息债务方面，公司有息债务主要由银行借款和应付债券等构成，2021 年以来呈小幅增长态势。因贸易业务规模较大且部分以票据支付，2021 年以来公司短期借款和应付票据虽整体有所下降但仍维持较大规模。同时，因贸易市场和园区开发建设及运营所需资金投入较多，2021 年以来公司长期借款和应付债券仍维持较大规模，且长期借款随着园区开发的持续推进以及债务结构的调整而不断增长。债务结构方面，2021 年以来公司短期债务占比持续下降，截至 2022 年 3 月末公司短期债务/总债务为 0.34，债务结构有所改善，但中诚信国际关注到公司短期债务规模仍较大，面临一定的集中兑付压力。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他综合收益及少数股东权益构成，2021 年以来有所增长。具体来看，2021 年因十二师国资委对公司现金增资 3.39 亿元，期末公司实收资本增加至 11.03 亿元，资本实力得以夯实。公司资本公积以土地使用权及其评估增值部分、政府无偿划拨的区域内国有企业的股权为主，2021 年末同比有所增长，一方面主要因本期中瑞恒远收回其子公司新疆闽粤恒远物流有限公司少数股东股权以及收到无偿划转的新疆盈路通物流有限责任公司（以下简称“盈路通物流”）15.09%股权¹等，使得公司资本公积共增加 5.84 亿元；另一方面，本期亦主要因九鼎农业无偿划出其子公司伊犁金鲁红市场开发有限公司 100%股权以及十二师政府收回原划拨至九鼎农业的六块批发零售地²等，使得公司资本公积共减少

¹ 由于尚未完成工商变更登记，目前公开信息显示公司对盈路通物流的持股比例仍为收到无偿划转股权前的 21.60%。

² 以上地块均为公司在 2013 年收到的划拨地，均坐落于十二师二二一团六连，入账价值共计 4.05 亿元。

4.67 亿元。公司少数股东权益规模较大，主要系公司对部分子公司如天润乳业持股比例较低，少数股东享有较多权益所致，2021 年以来该科目亦有所增长。公司其他综合收益主要系存货等非投资性房地产资产转入投资性房地产科目核算时公允价值高于账面价值的部分，2021 年末同比有所下降，主要系本期合并范围缩小所致。

财务杠杆方面，2021 年以来，随着债务规模的扩大，公司财务杠杆比率有所上升，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.62% 和 60.32%，已处于相对较高水平。

表 17：近年来公司负债及资本结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总负债	177.71	188.11	201.91	204.31
应付账款	10.33	7.68	9.60	8.64
其他应付款	11.77	10.26	9.70	9.43
递延所得税负债	10.45	10.63	10.98	9.98
总债务	138.04	150.04	156.86	162.68
短期债务	80.89	64.75	57.06	56.07
短期债务/总债务	0.59	0.43	0.36	0.34
短期借款	39.71	40.65	37.37	39.10
应付票据	26.34	15.31	14.13	11.72
长期借款	17.07	34.16	58.53	68.17
应付债券	36.79	49.79	41.00	38.20
所有者权益合计	97.31	103.58	106.69	107.03
实收资本	6.71	7.65	11.03	11.03
资本公积	39.75	42.84	44.01	44.01
其他综合收益	17.22	17.44	17.08	17.08
少数股东权益	31.50	33.84	34.28	34.37
资产负债率	64.62	64.49	65.43	65.62
总资本化比率	58.65	59.16	59.52	60.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动现金流继续呈较大规模净流入状态，获现能力较强；经营活动净现金流和 EBITDA 能对利息支出形成有效覆盖，但货币资金仍无法覆盖短期债务，且覆盖能力有所下降，需关注公司流动性压力

经营活动方面，2021 年受益于乳业、贸易及园区运营业务经营及回款情况良好，公司经营活动现金净流入规模仍较大，但同比有所下降，主要系当期经营活动成本支出增幅较大所致；同期，公司收现比亦处于较好水平。投资活动方面，2021 年公司

投资活动现金流仍为负，且净流出规模同比扩大较多，主要系公司工程建设投入、牧场收购及升级等投资支出大幅增长所致。筹资活动方面，2021 年公司筹资活动净现金流同比降幅较大，且由正转负，主要系公司 2020 年为下年提前筹集偿债资金，使得取得借款收到的现金规模较大，而 2021 年取得借款和吸收投资收到的现金规模同比均缩减所致。

偿债指标方面，因债务规模仍较大，2021 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的覆盖能力均较弱，且随着债务规模的增长覆盖能力继续下降；但同期两者仍均可对利息支出形成完全覆盖，且随着利息支出的显著下降，其对利息支出的覆盖能力继续提升。短期偿债能力方面，2021 年以来，随着货币资金保有量的下降，公司货币资金对短期债务的覆盖能力亦有所下降。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.54 倍，货币资金仍无法覆盖短期债务，且受限比例较高，需关注公司流动性压力。

表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	14.76	14.87	11.40	1.41
投资活动净现金流	-0.66	-5.60	-17.36	-1.52
筹资活动净现金流	-14.71	8.77	-3.83	3.30
收现比	0.99	0.93	0.95	0.96
经营活动净现金流/总债务	0.11	0.10	0.07	-
经营活动净现金流/利息支出	4.50	4.08	5.03	-
总债务/EBITDA	15.24	16.31	19.76	-
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.52	3.50	-
货币资金/短期债务	0.27	0.59	0.54	0.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司未来几年债务到期规模均较大，面临一定的集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司到期债务兑付情况；公司对外担保规模较大，面临一定代偿风险

截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模为 162.68 亿元，其中 2022 年 4~12 月、2023~2024 年分别到期 43.11 亿元、59.23 亿元和 39.43 亿元。总体来看，未来几年公司到期债务规模均较大，面临一定的集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司到期债务

兑付情况。

表 19：截至 2022 年 3 月末公司合并口径债务到期分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	43.11	59.23	39.43	20.90

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 211.49 亿元，其中未使用授信额度为 66.32 亿元，具备一定的备用流动性。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 30.97 亿元，占净资产的 28.94%，担保对象均为十二师国资委下属其他国有企业，且均设置了反担保措施，但因担保规模较大，公司面临一定的代偿风险。

表 20：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	企业性质	担保余额
新疆天恒基投资（集团）有限公司	国有企业	30.39
新疆润丰供销合作社联合社有限公司 ³	国有企业	0.51
新疆希望电子有限公司	国有企业	0.03
阜康市阜北麦客制粉有限责任公司	国有企业	0.05
合计	--	30.97

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值 33.53 亿元，占总资产的 10.86%，系用于抵押借款的投资性房地产和无形资产、银行承兑汇票保证金及质押存单。

表 21：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

资产类别	受限余额	受限原因
投资性房地产	22.78	抵押借款
货币资金	10.25	银行承兑汇票保证金、质押存单
无形资产	0.50	抵押借款
合计	33.53	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2022 年 6 月 8 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具逾期未偿

³ 曾用名“新疆生产建设兵团第十二师供销合作联社”。

付情形。

外部支持

十二师经济实力持续增强，支持能力提升；公司作为十二师唯一的国有资产运营主体，地位重要，2021 年以来继续在资本金注入、资产划转和财政补贴等方面得到股东的大力支持

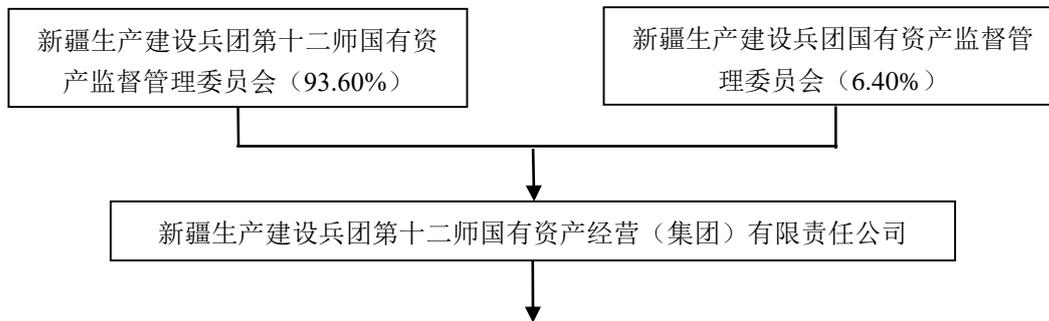
2021 年，十二师实现地区生产总值 272.80 亿元，同比增长 6.8%，国民经济实力继续保持较快增长。十二师经济以二、三产业为主，依托所处优越的地理位置，未来将通过打造兵团（乌鲁木齐）商贸物流中心，不断带动区域经济活力，为经济增长和财力提升寻求新动能；此外，十二师区域内还有天润乳业等知名企业。整体来看，十二师具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。

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，2021 年以来继续在资本金注入、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，根据师国资〔2021〕19 号、31 号文件，2021 年十二师国资委共对公司现金增资 3.39 亿元，计入实收资本中，进一步夯实公司资本实力。资产划转方面，2021 年子公司中瑞恒远收到无偿划转的盈路通物流 15.09% 的股权，增加资本公积 2.52 亿元。财政补贴方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别收到政府补助 9,581.93 万元和 60.00 万元，计入其他收益中，对公司利润形成一定补充。

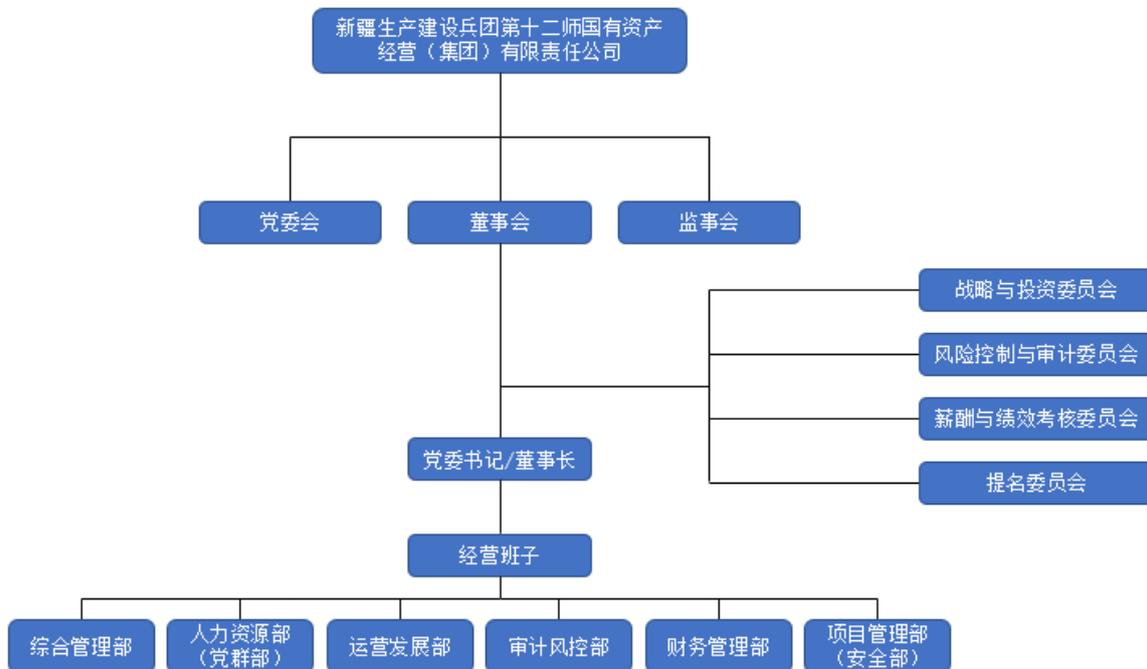
评级结论

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”、“21 新师 02”和“21 新师 03”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 2022 年 3 月末）



序号	公司名称	持股比例
1	新疆中瑞恒远商贸集团有限公司	96.00%
2	新疆天润乳业股份有限公司	31.10%
3	新疆九鼎农业集团有限公司	95.00%
4	新疆希望输变电工程有限公司	51.00%
5	新疆国运天成置业有限公司	100.00%
6	新疆天宏资产管理有限公司	100.00%
7	新疆宝新盛源建材有限公司	40.00%
8	新疆芳婷针纺织有限责任公司	100.00%
9	新疆西能韦尔电气有限公司	35.00%
10	新疆丝路天山国际食品城投资有限公司	100.00%
11	新疆丝路城市建设投资有限公司	100.00%
12	乌鲁木齐市中瑞恒远融资担保有限公司	100.00%



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）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	217,156.71	381,314.38	305,685.71	300,371.18
应收账款	149,400.79	126,341.38	76,575.79	84,655.62
其他应收款	269,463.30	257,007.15	351,104.10	355,785.00
存货	684,478.08	700,273.19	700,201.61	716,469.61
长期投资	39,176.40	34,860.47	62,987.25	62,987.25
在建工程	101,177.49	114,595.84	222,775.28	240,389.48
无形资产	59,577.17	75,908.95	70,071.56	72,098.56
总资产	2,750,174.95	2,916,938.83	3,086,053.28	3,113,379.39
其他应付款	117,700.55	102,574.87	97,045.04	94,261.86
短期债务	808,895.15	647,501.13	570,581.24	560,692.36
长期债务	571,475.04	852,909.99	997,996.75	1,066,155.98
总债务	1,380,370.19	1,500,411.12	1,568,578.00	1,626,848.34
总负债	1,777,052.43	1,881,101.52	2,019,141.10	2,043,061.97
费用化利息支出	19,889.16	24,484.07	17,135.30	--
资本化利息支出	12,888.37	11,960.05	5,543.41	--
实收资本	67,096.93	76,480.51	110,349.10	110,349.10
少数股东权益	315,049.61	338,370.37	342,762.86	343,693.97
所有者权益合计	973,122.52	1,035,837.31	1,066,912.18	1,070,317.42
营业总收入	640,322.21	715,143.86	1,117,261.62	163,746.13
经营性业务利润	25,716.69	13,086.18	6,987.58	3,541.92
投资收益	6,281.78	13,866.01	901.17	504.82
净利润	29,961.98	32,721.96	20,696.58	3,405.24
EBIT	60,920.24	66,248.96	44,972.75	--
EBITDA	90,554.32	91,997.75	79,394.27	--
销售商品、提供劳务收到的现金	634,221.66	664,576.82	1,057,985.84	157,755.65
收到其他与经营活动有关的现金	132,677.24	312,943.38	375,129.27	73,841.19
购买商品、接受劳务支付的现金	466,972.03	619,901.33	1,108,900.41	141,386.38
支付其他与经营活动有关的现金	82,676.81	145,912.82	135,584.80	57,914.66
吸收投资收到的现金	0.00	127,365.61	74,530.44	3,616.87
资本支出	0.00	56,576.11	174,740.19	12,500.69
经营活动产生现金净流量	147,587.30	148,723.76	114,038.18	14,079.74
投资活动产生现金净流量	-6,550.13	-56,032.10	-173,577.57	-15,223.77
筹资活动产生现金净流量	-147,100.32	87,692.20	-38,255.44	33,035.50
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	16.04	11.13	5.00	10.33
期间费用率(%)	12.37	9.46	4.72	8.30
应收类款项/总资产(%)	15.65	13.40	14.18	14.46
收现比(X)	0.99	0.93	0.95	0.96
总资产收益率(%)	2.69	2.34	1.50	--
资产负债率(%)	64.62	64.49	65.43	65.62
总资本化比率(%)	58.65	59.16	59.52	60.32
短期债务/总债务(X)	0.59	0.43	0.36	0.34
FFO/总债务(X)	0.05	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	2.10	1.61	2.46	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.50	4.08	5.03	--
总债务/EBITDA(X)	15.24	16.31	19.76	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.14	0.14	--
货币资金/短期债务(X)	0.27	0.59	0.54	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.76	2.52	3.50	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 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”中的带息债务和“租赁负债”调整至长期债务核算；3、公司未提供 2022 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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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)
	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。