



乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0493 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 15 日

本次跟踪发行人及评级结果	乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司	AA ⁺ /稳定
--------------	-------------------------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“22 乌建发债 01/22 乌发 01” “22 乌建发债 02/22 乌发 02”	AA ⁺
-------------	--	-----------------

评级观点	本次跟踪维持主体和债项上次评级结论。中诚信国际认为乌鲁木齐经济技术开发区（头屯河区）（以下简称“乌经开区”）战略地位突出，经济财政实力位于乌鲁木齐市下辖区县前列，潜在支持能力强；乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司（以下简称“乌经开建发”或“公司”）作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，地位较为突出，与乌鲁木齐经济技术开发区管理委员会（头屯河区人民政府）（以下简称“乌经开管委会”）具备高的重要性和与政府的关联度，能持续获得乌经开管委会的有力支持；同时，中诚信国际预计，公司地位稳定，将维持当前多元化程度较高的业务布局；此外，需关注公司资本支出压力仍较大，债务规模仍呈扩大趋势，财务杠杆水平较高等对其经营和整体信用状况造成的影响。
------	--

评级展望	中诚信国际认为，乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	--

调级因素	可能触发评级上调因素：乌经开区经济实力显著增强；公司地位进一步提升，资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。 可能触发评级下调因素：乌经开区经济实力大幅下滑且不可逆；公司地位下降，致使股东支持意愿减弱等；公司财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。
------	--

正面
■ 区域环境良好。乌经开区作为国家级开发区及乌鲁木齐市打造的六大产业基地中的重要组成部分，区域经济发展水平较好，2022 年其经济财政实力在乌鲁木齐市下辖区县中仍排名靠前，能够为公司发展提供良好的外部环境。 ■ 继续获得有力的外部支持。公司是乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，2022 年以来在资金注入和政府补助等方面继续得到地方政府的有力支持。 ■ 业务多元化程度仍较高。公司主要负责乌经开区的道路园林养护、棚户区改造，同时亦开展园区综合开发、房地产开发及货物销售等业务，2022 年以来业务多元化程度仍较高。
关注
■ 资本支出压力仍较大。公司承担着区域内部分园区综合开发任务，截至 2023 年 3 月末，公司在建园区综合开发项目较多且尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且未来项目资金平衡情况亦值得关注。 ■ 债务规模仍呈扩大趋势，财务杠杆水平较高。2022 年以来，随着项目建设的持续投入，公司债务规模仍呈扩大趋势，截至 2023 年 3 月末达到 226.54 亿元，同期末资产负债率和总资本化比率分别为 64.83% 和 68.28%，财务杠杆已处于较高水平。

项目负责人：李 文 wli@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

乌经开建发（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	291.51	314.54	351.27	371.61
经调整的所有者权益合计（亿元）	87.85	84.18	106.99	105.25
总负债（亿元）	196.32	212.46	219.39	240.91
总债务（亿元）	169.09	193.28	207.46	226.54
营业总收入（亿元）	11.53	18.89	15.44	6.55
经营性业务利润（亿元）	1.38	3.48	4.57	0.11
净利润（亿元）	1.66	2.56	3.29	0.10
EBITDA（亿元）	3.90	6.21	6.36	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.20	-1.83	1.16	-1.83
总资本化比率（%）	65.81	69.66	65.98	68.28
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.49	0.76	0.71	--

注：1、中诚信国际根据乌经开建发提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、中诚信国际将公司“其他流动负债”中的带息负债纳入短期债务核算，将公司“长期应付款”、“所有者权益”中的带息负债纳入长期债务核算。3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料及利息支出，故相关财务指标失效。4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	22 乌建发债 01/22 乌发 01（AA+）	2022/06/15	鄢红、陈小鹏、胡娟	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	22 乌建发债 02/22 乌发 02（AA+）	2022/06/07	鄢红、陈小鹏、徐杭	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	22 乌建发债 01/22 乌发 01（AA+）	2022/01/17	鄢红、徐杭、陈小鹏	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

	乌经开建发	乌高新	西安经发
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	乌经开区	乌高新区	西安经开区
GDP（亿元）	637.00	1,443.56	1,125.01
一般公共预算收入（亿元）	41.20	65.50	36.50
所有者权益合计（亿元）	131.88	131.21	192.42
资产负债率（%）	62.46	61.30	72.70
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.71	1.75	1.27

注：1、乌高新系“乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司”简称，西安经发系“西安经发控股（集团）有限责任公司”简称；2、乌高新区为“乌鲁木齐高新技术产业开发区（新市区）”简称，西安经开区系“西安经济技术开发区”简称；3、西安经发 EBITDA 利息覆盖倍数为 2021 年报未经调整的数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

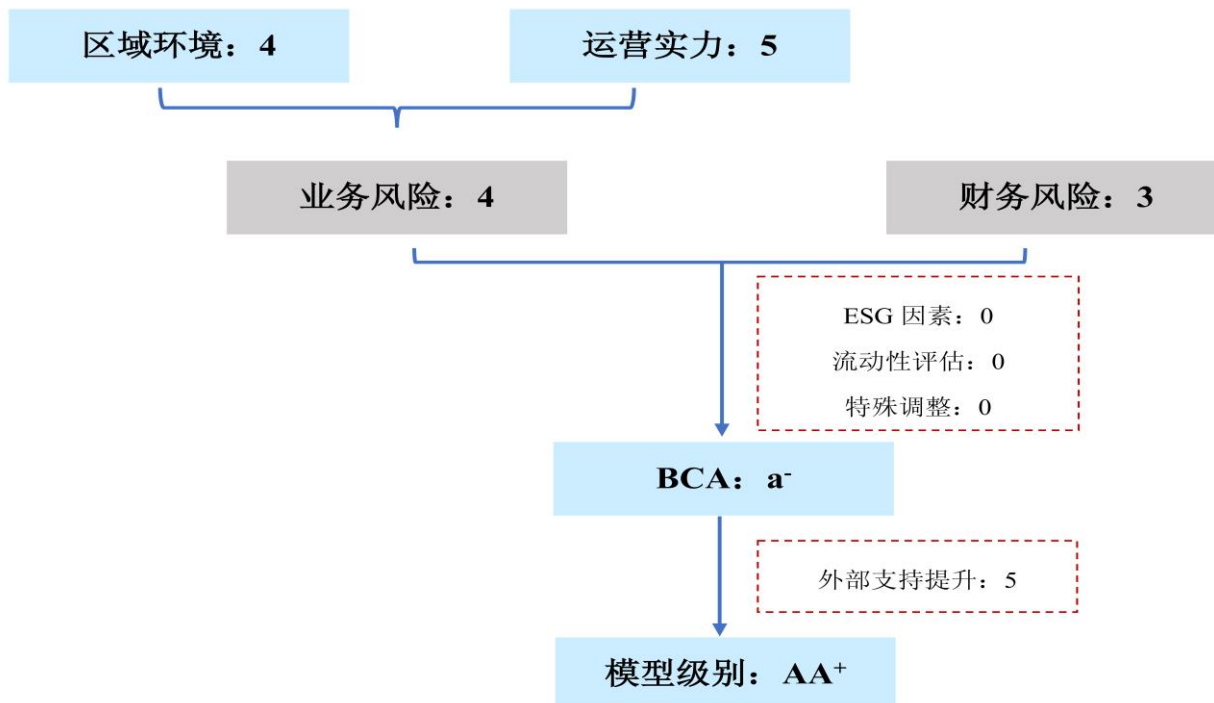
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 乌建发债 02/22 乌发 02	AA+	AA+	2022/06/07	8.00	8.00	2022/07/25~2029/07/25	附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
22 乌建发债 01/22 乌发 01	AA+	AA+	2022/06/15	8.00	8.00	2022/02/17~2029/02/17	附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

● 评级模型

乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司评级模型打分

(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，乌经开建发业务风险仍适中。公司地位较突出，2022 年以来经营稳定，业务多元化程度仍较高；道路园林维护继续推进，在建园区综合开发项目数量多且投资规模大，业务可持续性整体仍较强；此外，公司投资性房地产和在建工程占比仍较大，每年能形成或将形成较为可观的租赁收入，公司资产流动性和收益性仍均较好。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，乌经开建发财务风险处于偏高水平。2022 年以来，公司经调整的权益规模整体保持增长，但资本实力相对一般；在项目建设的持续推进下，债务规模继续扩大，目前财务杠杆水平已较高；此外，EBITDA 对利息支出的保障能力仍有待提升。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对乌经开建发个体基础信用等级无影响，乌经开建发具有 a⁻ 的个体基础信用评估等级，反映了其适中的业务风险和偏高的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，乌经开管委会具有强的支持能力和对公司强的支持意愿，主要体现在乌经开区战略地位突出，2022 年经济财政实力仍在乌鲁木齐市下辖区县中排名前列；乌经开建发作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，2022 年以来在资金注入、财政补贴等方面继续得到政府的有力支持，具备高的重要性和与政府的关联度。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“22 乌建发债 01/22 乌发 01”募集资金 8.00 亿元，扣除发行费用后全部用于向新疆国基经开建发股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国基经开建发基金”）出资，截至 2023 年 4 月末，已按照募集用途使用完毕。

“22 乌建发债 02/22 乌发 02”募集资金 8.00 亿元，扣除发行费用后全部用于向国基经开建发基金出资，截至 2023 年 4 月末，已按照募集用途使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质

城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

乌鲁木齐市地处天山山脉中段北麓、准噶尔盆地南缘，是新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆自治区”）的首府，是全疆政治、经济、文化和科技中心。乌鲁木齐市地处亚洲大陆地理中心，是新欧亚大陆桥中国西段的桥头堡，也是我国向西开放的重要门户，具有重要的战略地位。目前，乌鲁木齐市下辖 7 区 1 县、3 个国家级开发区和 1 个综合保税区，总面积 1.38 万平方公里，其中建成区 522 平方公里。截至 2022 年末，全市常住人口为 408.24 万人，常住人口城镇化率 96.50%。

依托于突出的区位优势 and 重要的战略地位，近年来乌鲁木齐市经济发展水平和财政实力均居新疆自治区首位。2022 年，乌鲁木齐市实现地区生产总值（GDP）3,893.22 亿元，经济总量在新疆自治区各市、州及地区仍位居首位，同比增长 0.3%，经济虽保持增长但增速明显放缓。产业结构方面，2022 年乌鲁木齐市三次产业结构从 2021 年的 0.8:28.2:71.0 调整为 0.8:29.1:70.1，第三产业仍是乌鲁木齐市经济发展的主要支撑。2022 年，乌鲁木齐市规模以上工业实现增加值 924.17 亿元，同比增长 6.2%；同年，全市固定资产投资额同比增长 0.3%。

表 1：2022 年新疆自治区下属地市（州）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
新疆维吾尔自治区	17,741.34	--	6.86	--	1,889.17	--
乌鲁木齐市	3,893.22	1	9.55	5	314.82	1
昌吉回族自治州	2,169.52	2	13.45	2	222.14	2
阿克苏地区	1,739.54	3	6.38	7	151.32	3
伊犁哈萨克自治州	1,548.00	4	5.43	9	132.52	4
巴音郭楞蒙古自治州	1,519.84	5	9.42	6	90.97	7
喀什地区	1,368.56	6	3.04	11	74.47	8
克拉玛依市	1,188.10	7	24.40	1	102.30	5
塔城地区	877.47	8	1.96	12	48.28	10
哈密市	868.99	9	13.44	3	93.89	6
和田地区	490.55	10	1.96	13	42.18	11
博尔塔拉蒙古自治州	481.66	11	9.87	4	38.80	12
阿勒泰地区	399.71	12	5.98	8	35.79	13
克孜勒苏柯尔克孜自治州	217.12	13	3.49	10	18.86	14
吐鲁番市	--	--	--	--	58.92	9

注：1、部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来；2、伊犁哈萨克自治州数据统计口径仅为州直，不含代管的塔城、阿勒泰地区；3、吐鲁番市尚未披露 2022 年经济数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财政实力方面，受减税降费等因素影响，2022 年乌鲁木齐市一般公共预算收入同比下降 16.7%至 314.82 亿元，其中税收收入占比为 72.24%，较上年亦有所下降，但收入质量仍尚可。从收支平衡来看，2022 年乌鲁木齐市财政平衡率为 69.07%，受外部环境及减税降费、留抵退税等政策影响，财政自给能力较 2021 年大幅下降。政府性基金收入为乌鲁木齐市综合财力的较重要构成，但因区域土地出让收入大幅减少，2022 年乌鲁木齐市政府性基金收入同比下降 51.3%。再融资环境方面，乌鲁木齐市广义债务率相对较高，区域内城投企业的融资主要来自银行和直融等渠道，非标融资亦有一定的占比，但发债主体未出现过债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来乌鲁木齐市地方经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	3,337.32	3,691.57	3,893.22
GDP 增速（%）	0.3	6.1	0.3
固定资产投资增速（%）	0.3	1.4	0.3
一般公共预算收入（亿元）	392.64	377.93	314.82
政府性基金收入（亿元）	262.59	224.83	109.54
税收收入占比（%）	62.96	73.81	72.24
公共财政平衡率（%）	73.09	90.07	69.07
地方政府债务余额（亿元）	1,188.94	1,335.47	1,401.25

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：乌鲁木齐市政府官网，中诚信国际整理

乌经开区系 1994 年 8 月经国务院批准设立的全疆第一个国家级开发区，2011 年 1 月，与市辖区头屯河区合并，实行“区政合一”，成为集国家级开发区、行政区、国际陆港区、综合保税区及若干特色功能园区于一体的多功能复合型经济区，是丝绸之路经济带核心区建设的重要承载区。同时，乌经开区位于新亚欧大陆桥西部重要节点，地处乌市都市圈核心位置，北接乌鲁木齐国际机场、东临乌鲁木齐站、南抵亚洲地理中心、西依头屯河与昌吉相望。此外，乌经开区有全国五大中欧班列集结中心之一的乌鲁木齐集结中心、西北最大的铁路编组货运站、全疆最大的客运集散综合交通枢纽，交通网络四通八达，形成“铁路、公路、航空”三网联合、区港联动、多式联运的现代综合交通和物流体系。目前，乌经开区总面积 490 平方公里，下辖 14 个片区、84 个社区。

作为乌鲁木齐市打造的六大产业基地中的重要组成部分，乌经开区在坚持先进装备制造业为主体的基础上，助推软件信息、云计算大数据、电子商务、互联网金融等新兴业态快速发展，实施“双轮驱动，两业并举”的发展模式。同时，乌鲁木齐正在着力构建高铁片区、会展片区、白鸟湖新区、古牧地片区、高新区北区、城北新区、甘泉堡经济技术开发区共“七大组团”，乌经开区包含高铁片区和白鸟湖新区两大组团，承担着较重的发展任务。近年来，乌经开区形成了以金风科技为核心的风电产业集群，以八钢为龙头的冶金产业集群，汇集中粮可乐、统一食品、乌苏啤酒、康师傅、伊利乳品、蒙牛乳品、阜丰生物等品牌的食品饮料产业集群，冶金、风电、食品饮料成为乌经开区的三大支柱产业。在良好的产业支撑下，近年来乌经开区经济实力均位于乌鲁木齐市下辖区县前列。2022 年，乌经开区实现地区生产总值 637.00 亿元，和上年基本持平。同期，乌经开区固定资产投资增速则同比下降 3.6%；规模以上工业增加值 130 亿元，与上年持平；外贸进出口总额 270 亿元，同比增长 44.9%。

表 3：2022 年乌鲁木齐市下辖区县经济财政概况

地区	GDP		GDP 增速		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	增速（%）	排名	金额（亿元）	排名
乌鲁木齐市	3,893.22	--	9.55	--	314.82	--
新市区	1,443.56	1	14.27	1	65.50	1
头屯河区	637.00	2	14.16	2	41.20	2
沙依巴克区	462.96	3	6.59	4	24.41	5
天山区	438.00	4	6.55	5	40.75	3
水磨沟区	420.00	5	7.22	3	19.53	6
米东区	355.00	6	6.49	6	30.14	4

达坂城区	38.65	7	6.18	7	4.16	7
乌鲁木齐县	--	--	--	--	3.48	8

注：1、部分区县的人均 GDP 系根据常住人口测算而来；2、乌鲁木齐县尚未披露 2022 年经济财政数据。

资料来源：各区县政府官网，中诚信国际整理

财政实力方面，近年来乌经开区一般公共预算收入持续下降，税收收入占比呈波动态势，财政自给能力始终较强。2022 年，乌经开区实现一般公共预算收入 41.20 亿元，同比下降 40.53%，其中税收收入占比为 73.11%，亦有所下降；同期，乌经开区财政平衡率为 160.19%，较上年有所下降但仍处于很高水平。政府性基金收入为乌经开区政府综合财力提供较好补充，但受土地市场行情变动影响，近年来乌经开区政府性基金收入规模持续下降，2022 年降幅达 43.6%。再融资环境方面，近年来乌经开区政府债务规模逐年上升，同时综合财力的下降使得其宽口径债务率已处于较高水平，同时区域内城投企业融资主要依赖于银行贷款和直融等渠道，近年来发债主体未出现违约情况，整体来看，乌经开区再融资环境尚可。

表 4：近年来乌经开区地方经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	556.4	634.4	637.0
GDP 增速（%）	0.6	6.6	0.0
固定资产投资增速（%）	2.4	-3.4	-3.6
一般公共预算收入（亿元）	78.16	69.28	41.20
政府性基金收入（亿元）	46.19	44.62	25.16
税收收入占比（%）	55.21	78.85	73.11
公共财政平衡率（%）	112.51	188.29	160.19
地方政府债务余额（亿元）	194.65	206.22	221.27

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：乌经开区政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司业务状况仍较好。作为乌经开区重要的国有资本运营主体和基础设施建设主体，公司地位较为突出，2022 年以来经营稳定，仍以道路园林维护、棚户区改造、资产租赁、房产销售、园区综合开发以及货物销售为主业，业务多元化程度仍较高；公司每年与政府签订协议的道路园林维护业务仍持续推进，在建园区综合开发项目数量较多且尚需投资规模较大，整体来看业务可持续性仍较强；除占比最大的货物销售收入外，公司其他收入来源仍较为分散，利润则主要由棚户区改造、资产租赁等板块贡献。值得注意的是，跟踪期内，公司道路园林维护业务收入同比大幅下降，且回款仍欠佳；棚户区改造业务已完工，且无在建及拟建项目，该业务可持续性较弱；在建园区综合开发项目面临较大的资本支出压力，且资金平衡情况有待关注。

表 5：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
道路园林养护	2.42	20.99	23.59	2.74	14.52	30.13	0.31	2.00	4.87	0.16	2.48	-0.96
棚户区改造	2.83	24.54	26.97	2.76	14.60	26.98	3.60	23.33	45.20	1.12	17.04	21.32
资产租赁	2.59	22.46	75.24	3.38	17.88	71.63	3.11	20.16	88.50	0.75	11.43	93.68
房产销售	1.98	17.17	39.42	2.00	10.57	32.31	0.71	4.60	23.61	0.02	0.27	100.00
货物销售	0.80	6.94	2.94	6.24	33.05	1.05	6.42	41.56	3.63	4.29	65.56	1.14
其他	0.91	7.89	52.99	1.77	9.38	75.54	1.29	8.34	51.21	0.21	3.23	36.83
合计/综合	11.53	100.00	39.63	18.89	100.00	31.97	15.44	100.00	35.36	6.55	100.00	16.51

注：公司其他板块主要包括资金拆借、电力廊道出租、文体服务和停车场经营权转让等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

道路园林维护板块

跟踪期内，公司道路园林维护业务仍具有一定的区域专营性，2022 年该业务收入同比大幅下降，同时回款情况仍欠佳。

跟踪期内，公司道路园林维护业务仍由本部负责，主要承担乌经开区内园林绿地及市政道路的看护与养护。业务模式方面，公司每年与乌经开区园林局及乌经开区城市管理局签署园林绿地及市政道路养护管理总承包合同，并分包给下游单位。合同期间，公司根据经审定的进度与上下游进行结算，确认道路园林养护收入，并结转相应成本。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现道路园林养护收入 0.31 亿元和 0.16 亿元，其中 2022 年受不可抗力影响同比大幅下降。回款方面，截至 2022 年末，公司应收账款中应收道路园林养护费用约 9 亿元，回款情况仍欠佳。

表 6：近年来公司道路园林维护业务情况（万元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
养护区域	乌鲁木齐经济技术开发区（乌鲁木齐市头屯河区）公共绿地			
养护标准	绿地养护业务付费标准按养护类型进行分类，一级养护绿地养护期养护单价为 0.973 元/平方米/月，看护期养护单价为 0.22 元/平方米/月；二级养护绿地养护期养护单价为 0.746 元/平方米/月，看护期养护单价为 0.22 元/平方米/月；三级养护绿地养护期养护单价为 0.441 元/平方米/月，看护期养护单价为 0.22 元/平方米/月			
养护收入	19,433.96	22,594.81	2,561.82	1,579.71
维护区域	乌鲁木齐经济技术开发区（乌鲁木齐头屯河区）市政道路			
维护标准	道路维护业务付费标准按维护类型进行分类，其中路政养护单价为 6.10 元/平方米，道路清扫保洁单价为 2.32 元/平方米，冰雪清运单价为 3.67 元/平方米，清除城市牛皮癣单价为 0.95 元/平方米			
维护收入	4,740.07	4,843.14	532.75	47.17
合计	24,174.03	27,437.95	3,094.57	1,626.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还承接了区域内部分基础设施和市政道路建设项目，并获取园林绿地及市政道路的养护特许经营权，从而新增养护面积及相关收入。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工的基建项目为乌鲁木齐经济技术开发区二号台地项目和绿色走廊四期项目；其中二号台地项目分为南区 and 北区，实际已投资额 12.38 亿元，2018~2019 年公司先后将该项目部分资产以 4.40 亿元和 4.32 亿元的价格（待项目完成结算及决算后再进行调整）转让给乌鲁木齐经济技术开发区国有资本投资运营（集团）有限公司，同时保留二号台地道路养护维修特许经营权，目前尚未收到转让价款；绿色走廊四期项目尚未结算及决算，实际投资 7.99 亿元，目前主要依靠园林养护收入平衡前期投资支出。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要完工基建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资
乌鲁木齐经济技术开发区白鸟湖新区二号台地（南区）市政基础设施建设项目	6.45	5.68
乌鲁木齐经济技术开发区白鸟湖新区二号台地（北区）市政基础设施建设项目	9.40	6.70
绿色走廊四期	9.72	7.99
合计	25.57	20.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

棚户区改造板块

公司棚户区改造业务采取政府购买服务模式，收入及回款较有保障，2022 年政府购买服务合同和

回款期限均根据实际投资额进行了调整；目前项目均已完工且无在建及拟建项目，该业务可持续性较弱。

跟踪期内，公司棚户区改造业务仍由公司本部负责，业务模式为政府购买服务模式。2018 年，公司被乌经开管委会定位为区域内棚改主体，经乌经开管委会批复同意，由乌鲁木齐经济技术开发区房屋征收与补偿管理办公室（以下简称“区房屋征收办”）作为项目购买主体，公司作为项目承接主体，双方签订棚户区改造项目政府购买服务合同。公司对棚户区改造重点项目进行货币化拆迁安置服务，乌经开管委会将政府购买服务费纳入年度财政预算管理支出，按计划分年度拨付给公司。收入确认方面，公司每年根据政府购买合同中约定回款金额确认收入，并结转相应成本，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现棚户区改造业务收入 3.60 亿元和 1.12 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司完工棚户区改造项目共 3 个，分别为河南庄四队棚户区（城中村）改造一、二期项目和九家湾小五队片区棚户区（城中村）改造项目，项目计划总投资合计 34.08 亿元，实际投资额合计 21.77 亿元，因按实际情况调整而与概算总投资存在一定差异。在此背景下，2022 年区房屋征收办与公司签订了政府购买合同补充协议，不仅按实际投资额将购买服务费由 45.98 亿元调整为 37.38 亿元，亦将回款期限为原先的 20 年调整为 11 年。截至 2023 年 3 月末，公司完工棚户区改造项目累计收到回款 13.49 亿元。同期末，公司无在建及拟建棚户区改造项目，该业务可持续性较弱。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司完工棚户区改造项目情况（亿元）

项目名称	总投资	资本金	资本金来源	已到位资本金	实际投资额	购买服务费	累计回款
河南庄四队棚户区（城中村）改造一期项目	7.60	1.60	财政专项资金	1.66	5.50	9.12	3.01
河南庄四队棚户区（城中村）改造二期项目	13.80	2.80	财政专项资金	3.05	10.00	16.72	5.51
九家湾小五队片区棚户区（城中村）改造项目	12.68	2.73	财政专项资金	1.35	6.27	11.54	4.97
合计	34.08	7.13	--	6.06	21.77	37.38	13.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产租赁及房产销售板块

受减免租金等影响，2022 年公司资产租赁收入同比有所下降；房地产项目主要通过出售或出租方式平衡前期支出，已完工项目回款情况较好，在建项目后续仍有一定的资本支出压力，同时需关注在建项目未来去化情况；文化旅游项目均为自营项目，投资接近尾声，需关注其未来经营情况和资金平衡情况。

跟踪期内，公司资产租赁业务仍主要由公司本部、子公司新疆朗坤房地产开发有限公司、新疆维泰园区投资开发有限公司及新疆软件园有限责任公司（以下分别简称“朗坤地产”、“维泰园区”和“软件园公司”）负责。截至 2023 年 3 月末，公司可供租赁资产面积合计 84.75 万平方米，同比略有增长。公司资产租赁方多为政府单位、政府部门、央企和国企等，根据资产性质及承租主体的不同，租赁期和收租频率亦有一定差异。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现资产租赁收入 3.11 亿元和 0.75 亿元，其中 2022 年受减免租金等影响同比有所下降。

跟踪期内，公司房产销售业务仍主要由朗坤地产负责运营，其具有房地产开发一级资质，业务模式包括定向开发和商业开发两种。定向开发模式下，朗坤地产与委托方（有配套用房需求的入园

企业）签订团购协议，约定购买面积、单价、交付时间及付款条款。项目建设前期，委托方统一向购房职工收取 20%左右的前期委托开发费用支付给朗坤地产，朗坤地产收到前期委托开发费用后开始办理备案登记、土地招拍挂等工作。达到预售条件后，朗坤地产根据委托方提供的购房职工名单与购房职工签订房屋预售合同，团购职工需缴清房产首付款（含前期委托开发费用，合计约为总房款的 30%），并在朗坤地产指定宽限期（一般 3~6 月）内缴清房屋全款。项目完工交房后，朗坤地产确认收入，少量未结付尾款计入应收账款。若团购职工不能缴清购房款发生违约，根据合同约定，朗坤地产可按照已收取款项的 30%收取违约金。商业开发模式下，朗坤地产通过自有和自筹资金进行住宅、写字楼以及生活配套区等项目建设，并面向市场化出租或出售以实现资金平衡。截至 2023 年 3 月末，公司完工在售房地产项目共 8 个，总投资合计 36.08 亿元，累计确认销售收入 48.80 亿元，累计收到销售款 47.62 亿元，整体资金平衡情况良好。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司已完工房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	总投资	可销售面积	已销售面积	已确认收入	已收到销售款	资金平衡方式
坤泰园小区	1.77	7.02	7.02	1.95	1.90	定向开发出售/出租
坤嘉园小区	2.10	9.42	8.67	3.79	3.77	定向开发出售/出租
坤盛园小区	1.94	10.70	10.56	3.83	3.79	定向开发出售/出租
坤和园小区	2.34	11.49	11.35	4.91	4.91	定向开发出售/出租
博香苑小区	6.41	24.87	24.36	9.25	8.88	定向开发出售/出租
德泽园小区	14.57	47.40	43.89	18.08	17.32	定向开发出售/出租
绿谷生活配套区	1.25	2.09	1.50	2.10	2.03	出售/出租
白鸟湖新景中心 B 座	5.70	10.18	5.45	4.89	5.02	出售/出租
合计	36.08	123.17	112.81	48.80	47.62	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司在建房地产项目共 6 个，建筑面积合计 38.94 万平方米，总投资合计 34.92 亿元，已投资 22.58 亿元，仍有一定的资本支出压力。其中，坤兴园小区为受托开发销售项目，总货值为 7.36 亿元，自 2018 年开始对委托方销售，截至 2023 年 3 月末累计实现销售回款 7.21 亿元，目前均未达到收入确认条件；凯坤壹品小区为普通房地产开发项目，拟将通过市场化销售实现回款，截至 2023 年 3 月末尚未对外销售，但预计将于今年内对外销售；此外，其余 4 个项目的资金平衡方式均为针对招商入驻区域的企业总部客户、市场化销售以及出租。截至 2023 年 3 月末，公司无拟建房地产项目。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	预计总投资	已投资	资金平衡方式
坤兴园小区	5.20	11.90	6.29	受托开发销售
白鸟湖新景中心 A 座	8.74	5.70	4.44	招商入驻区域的企业总部客户、市场化销售以及出租
白鸟湖新景中心 3 幢	4.40	1.80	0.04	招商入驻区域的企业总部客户、市场化销售以及出租
白鸟湖新景中心 4 幢	7.30	3.00	0.33	招商入驻区域的企业总部客户、市场化销售以及出租
凯坤壹品小区	10.42	10.50	10.33	市场化销售
绿谷科创城·信创产业园	2.88	2.02	1.15	招商入驻区域的企业总部客户、市场化销售以及出租
合计	38.94	34.92	22.58	--

注：总投资为立项时预计，或与实际投资存在一定差异，如坤兴园小区投资已接近尾声。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还从事文化旅游类项目的开发建设，具体由子公司新疆建发文体产业投资有限公司（以下简称“建发文体”）负责，在建项目为塔城音乐文化旅游综合体项目和特克斯周易文化旅游综合体项目，建设资金依靠公司自筹及外部融资，项目总投资 13.97 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资

12.74 亿元，完工后将通过市场化销售及出租等方式以实现收益。上述项目投资规模相对较大，需关注其未来经营情况及资金平衡情况。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司在建文体项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
塔城音乐文化旅游综合体项目	10.02	8.44	2023 年 12 月
特克斯周易文化旅游综合体项目	3.95	4.30	2023 年 12 月
合计	13.97	12.74	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区开发板块

目前公司在建园区综合开发项目较多，投资规模较大，后续仍面临较大的资金压力，需关注政府配套资金及其他渠道资金到位情况，且自营模式下投资回收周期普遍较长，资金平衡情况亦有待关注。

跟踪期内，公司仍承担着乌经开区内部分园区综合开发项目建设任务，项目类型包括基础设施、产业园和写字楼等，建设主体主要为公司本部、维泰园区和乌鲁木齐国际纺服中心投资开发有限公司（以下简称“纺服开发公司”）。

截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工园区综合开发项目为乌鲁木齐智能终端电子产业园基础设施项目，该项目实际投资 10.51 亿元，以评估价值 12.04 亿元入账，并于 2021 年 1 月投入使用，目前主要通过出租方式获取收益，整体出租率约为 53%。2022 年及 2023 年 1~3 月，该产业园分别实现租赁收入 1,494.17 万元和 721.37 万元，其中 2022 年同比减少约 2,500 万元。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建园区综合开发项目共 15 个，包括乌鲁木齐国际货物运输铁路口岸、乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心产业培育基地项目、乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心产业终端市场培育中心项目及新疆维泰小微企业园等，项目建设资金来源于财政拨款及公司自筹资金，后续拟通过租售及物业管理等方式实现资金平衡，同期末公司累计收到乌经开区政府拨付的用于项目建设的专项债资金共 19.45 亿元。

公司在建园区综合开发项目中总投资规模最大的为乌鲁木齐国际货物运输铁路口岸项目，该总投资超过 70 亿元，建设内容包括酒店、办公楼和商业裙房等。截至 2023 年 3 月末，公司已投资 31.94 亿元，主要为土地购买成本及工程款。该项目原由公司自行建设，2018 年该项目拟采用 PPP 模式，引入社会资本进行开发，公司不再进行出资，同时拟将账面土地以租赁的方式供乌鲁木齐国际陆港建设发展有限公司进行使用，但乌经开区财政局尚未将土地摘牌款拨付给公司。2021 年以来，根据乌经开区国有企业发展战略规划以及公司的最新定位，乌经开区政府授权公司重新负责该项目后续的投融资建设。未来，乌经开区政府将以专项债或项目配套资金的形式为此项目提供资金支持，公司亦将通过租赁及物业管理等方式实现资金平衡。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建园区综合开发项目总投资约 180 亿元，尚需投资约 107 亿元，公司仍面临较大的投融资压力；同期末，公司无拟建园区综合开发项目。因项目投资规模较大，且主要通过租售及物业管理等市场化方式获得资金平衡，需关注未来园区综合开发项目的资金平衡状况。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司主要在建园区综合开发项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	专项债资金	拟采取资金平衡方式	立项主体
乌鲁木齐国际货物运输铁路口岸	70.22	31.94	-	租赁及物业管理	公司本部
乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心科学文化创意中心	10.80	4.63	3.50	租赁及物业管理	纺服开发公司
丝绸之路经济带新疆国际纺织品服装园区服务中心项目	5.06	3.15	2.30	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心配套智能仓储项目	1.80	1.95	1.40	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐国际纺织品商贸中心配套智能公共停车场	1.50	0.77	0.70	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心原创品牌孵化实践中心项目	3.80	2.03	1.60	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐纺服中心公共停车场项目	1.50	0.16	-	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心产业培育基地项目	20.00	6.76	3.81	租赁及物业管理	纺服开发公司
乌鲁木齐国际纺织品服装商贸中心产业终端市场培育中心项目	14.46	4.61	2.56	租赁及物业管理	纺服开发公司
高层公建综合写字楼项目	1.47	1.52	-	租赁、销售及物业管理	公司本部
一号台地工业园区配套服务中心	10.50	3.82	-	租赁、销售及物业管理	公司本部
新疆维泰小微企业园（一期）	14.10	5.43	3.00	租赁、销售及物业管理	维泰园区
新疆维泰小微企业园（二期）	5.50	0.58	-	租赁、销售及物业管理	维泰园区
一号台地电子产业中心项目	5.00	3.07	0.58	租赁、销售及物业管理	公司本部
文化科创人才大厦	13.97	2.10	-	租赁、销售及物业管理	文化产投公司
合计	179.68	72.52	19.45	--	--

注：1、已投资包含土地款；2、总投资额为立项时预计，或与实际投资额存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

2022 年，公司货物销售业务经营稳中向好，贸易规模显著扩大，但因部分贸易品种采用净额法核算，当期收入同比增幅很小，但毛利率有所上升；此外，仍需关注该业务较长的账期对公司资金形成的一定占用，以及上下游集中度较高带来的相关风险。

跟踪期内，公司货物销售业务仍主要由公司本部、建发文体、维泰园区和纺服开发公司负责，主要贸易品种包括乙二醇、煤炭、棉系产品、食品、建筑材料等。2022 年以来，公司贸易规模显著扩大，但 2022 年货物销售收入同比仅略有增长，系因执行新会计准则，公司自 2022 年起采用净额法核算煤炭和乙二醇相关贸易，其余贸易品种则采用全额法核算所致¹。2022 年，全额法核算下的公司货物销售收入约 15 亿元，同比明显增长，其中煤炭和乙二醇销售收入分别为 3.08 亿元和 5.83 亿元。此外，受益于上述核算方式的调整，2022 年该业务毛利率有所上升。整体来看，跟踪期内，公司货物销售业务经营稳中向好。

上下游方面，2022 年公司上游供应商主要系江苏易棉电子商务公司、新疆北方汇通投资股份有限公司等，前五大供应商采购金额为 3.92 亿元，占比约 63%；同期，公司下游客户主要系河南谷安粮贸有限公司、新疆维泰开发建设（集团）有限公司等，前五大客户销售金额为 4.69 亿元，占比约 73%。与上年相比，2022 年公司上下游集中度均进一步上升，目前已处于较高水平，需关注上下游依赖度较高的相关风险。上下游结算方面，公司通常给予下游客户 30~100 天的账期，并收取一定利息及管理费，对于信用较好、结算方式较优的下游客户给予半年以上的账期及利率优惠。为了控制业务风险，公司要求上游供货商和下游购货商提供足额的抵质押物，以确保货品供给及资金回收，但较长的账期亦对公司资金形成一定占用。

¹ 公司编制 2023 年一季报时未采用净额法核算。

表 13：2022 年公司商品销售明细（万元）

商品种类	产品细类	单位	销量	销售金额
棉系产品	棉籽、皮棉、棉纱、粘胶短纤	万吨	1.57	24,397.66
食品	白砂糖、葡萄干、木薯干、膨化大豆、水果、方便面、矿泉水	万吨/件	-	22,815.93
建筑材料	钢材、铁精粉、混凝土、电线电缆	万吨	11.64	15,651.13
煤炭	-	万吨	1.74	505.13
乙二醇	-	万吨	3.65	472.40
服装	工装、桌旗、棉靴	套/面	3,670	163.20
日用品	手帕纸、文具、书包、毛巾等	个/条/件	-	132.68
泳具	-	个	8,259	36.53
合计	-	-	-	64,174.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：2022 年公司商品销售业务前五大供应商和客户情况（万元、%）

供应商	采购金额	占比
江苏易棉电子商务公司	10,484.73	16.95
新疆北方汇通投资股份有限公司	8,995.42	14.55
嘉吉粮油（南通）有限公司	8,387.17	13.56
江苏汇福蛋白科技有限公司	8,345.71	13.49
贵阳产业投资供应链管理有限公司	2,987.11	4.83
合计	39,200.14	63.38
客户	销售金额	占比
河南谷安粮贸有限公司	17,672.01	27.54
新疆维泰开发建设（集团）有限公司	14,484.63	22.57
临西县方沛棉花购销公司	7,364.63	11.48
阿克苏天翔家纺有限公司	4,245.25	6.62
江苏易棉电子商务有限公司	3,133.48	4.88
合计	46,900.00	73.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司财务风险处于偏高水平。2022 年以来，公司经调整的所有者权益整体保持增长，但资本实力仍相对一般；在房地产开发和园区综合开发的持续推进下，公司债务规模继续扩大，目前财务杠杆水平较高；2022 年公司利息支出继续增长，EBITDA 对利息支出的保障能力仍有待提升。

资本实力与结构

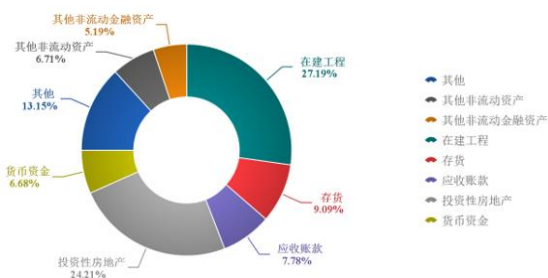
跟踪期内，随着园区综合开发以及对外投资的持续推进，公司资产规模保持稳步增长；公司权益规模整体虽亦保持较快增长，但因债务规模较大，目前财务杠杆仍处于较高水平；公司投资性房地产和在建工程占比较大，每年能形成或将形成较为可观的租赁收入，整体来看，公司资产流动性和收益性仍均较好。

作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设主体，随着园区综合开发以及对外投资的持续推进，公司资产规模保持稳步增长。2022 年，公司园区综合开发的持续推进使得在建工程科目保持增长，同时公司对国基经开建发基金的出资到位使得其他非流动金融资产大幅增长，两者共同推动公司资产规模的扩大。

公司在园区综合开发、房地产开发、棚户区改造以及对外投资中逐步形成了以非流动资产为主的资产结构，主要包括投资性房地产、在建工程、其他非流动资产及其他非流动金融资产等，截至 2023 年 3 月末非流动资产占比约 67%，未来公司仍将保持上述业务布局，因此预计其资产结构将

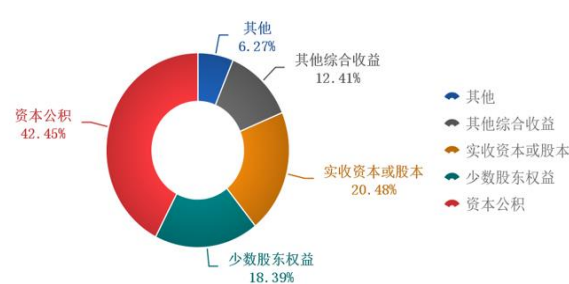
保持相对稳定。具体来看，投资性房地产主要为公司以公允价值计量的对外租赁资产，2022 年以来规模整体有所扩大，且目前每年可为公司形成约 3 亿元的租赁收入。在建工程主要为在建园区综合开发项目，随着项目建设的陆续投入，2022 年以来保持较快增长，部分完工后将以对外出租或出售方式实现资金平衡，预计未来亦将为公司带来一定规模的现金流入。其他非流动资产主要系公司棚户区改造拆迁安置款支出，2022 年以来随着政府结算的推进而有所下降。其他非流动金融资产主要系公司对国基经开建发基金的出资款，截至 2023 年 3 月末公司已完成对该基金 17.72 亿元的出资，目前该基金尚处于投资期。此外，公司有一定规模的应收类款项，主要系应收的道路园林养护费用、二号台地资产转让款、政府单位的资产租赁费以及政府单位等的往来款，亦尚有一定规模的房地产项目开发成本。总体来看，目前公司资产中投资性房地产和在建工程合计占比超过 50%，其中投资性房地产每年可为公司形成较为可观的租赁收入，而以出租或出售为主的在建园区项目完工后亦会转化为投资性房地产或直接为公司形成房地产销售收入，因此公司资产流动性和收益性仍较好。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益²主要由实收资本、资本公积及少数股东权益构成，2022 年末同比明显增长，主要系当期公司发行 3.00 亿元永续债，同时国基经开建发基金使用“22 乌建发债 01/22 乌发 01”和“22 乌建发债 02/22 乌发 02”募集资金对外投资使得公司少数股东权益大幅增长所致。2022 年以来，公司资本公积的增长仍主要由政府拨付的项目建设专项资金推动，但因公司实际承担了专项债的付息义务，故将其调整至有息债务中。此外，还需关注到，公司投资性房地产评估增值产生一定规模的其他综合收益，2022 年末同比略有增长。

财务杠杆方面，2022 年以来受益于所有者权益的整体较快增长，公司财务杠杆比率整体有所下降，但目前仍处于较高水平。未来随着园区综合开发和房地产开发项目的持续推进，预计公司债务规模将进一步扩大，财务杠杆比率或将继续上升。

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总资产	291.51	314.54	351.27	371.61
非流动资产占比	63.30	66.27	68.34	67.31
经调整的所有者权益合计	87.85	84.18	106.99	105.25
资产负债率	67.34	67.55	62.46	64.83
总资本化比率	65.81	69.66	65.98	68.28

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中截至 2023 年 3 月末调整项包括公司发行的计入“其他权益工具”中的永续债，余额为 3.00 亿元；子公司纺服开发公司和软件园公司计入合并口径“少数股东权益”中的明股实债，余额为 3.00 亿元；公司收到的计入“资本公积”中的专项债资金 19.45 亿元。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收现比波动较大，整体来看经营获现水平仍较为一般；2022 年经营活动净现金流呈小额净流入状态，同时投资缺口的进一步加大使得公司筹资活动净现金流大幅增长，公司对外部融资依赖度仍较强，需关注公司再融资能力的变化。

2022 年以来，公司收现比波动较大，其中 2022 年货物销售规模扩大带来相关现金流入大幅增长，但部分采用净额法核算，故当期收现比大幅上升，处于较好水平；2023 年 1~3 月，因季报未采用净额法核算，公司收现比下降至以前年度平均水平。整体来看，公司经营活动获现水平较为一般。

2022 年以来，公司经营活动净现金流在正负之间小幅波动。2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金因货物销售规模的扩大同比大幅增长，但与购买商品、接受劳务支付的现金规模相差不大，且往来款流入与流出规模亦基本相当，故当期经营活动净现金流呈小额净流入状态。

2022 年，公司在园区综合开发等项目建设、股权投资等方面继续保持较大规模的投资支出，因此投资活动现金流仍呈大额净流出状态，且净流出规模明显扩大；2023 年 1~3 月，公司仍延续上述趋势。预计未来随着项目建设的持续推进，公司投资活动现金流仍将保持较大规模净流出状态。

为弥补投资活动现金缺口，2022 年公司筹资力度仍较大，其中子公司吸收少数股东投资收到的现金因国基经开建发基金对公司子公司投资而大幅增长，因此当期筹资活动净现金流明显增长。总体来看，跟踪期内，公司仍主要依靠银行贷款、发行债券等外部融资方式筹集资金，但并不总能对较大规模的投资活动资金缺口形成完全覆盖，故 2022 年及 2023 年 1~3 月现金及现金等价物净增加额在正负间波动较大。

表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	5.20	-1.83	1.16	-1.83
投资活动产生的现金流量净额	-20.66	-17.40	-40.05	-6.01
筹资活动产生的现金流量净额	32.95	12.74	28.15	15.93
现金及现金等价物净增加额	17.50	-6.49	-10.73	8.09
收现比	0.77	0.65	1.52	0.69

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，随着项目建设的持续推进及对外投资的增加，公司债务规模保持增长态势，但短期债务占比持续下降，债务期限结构明显优化，与其业务特征相匹配；此外，2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流仍均无法完全覆盖利息支出。

随着园区综合开发的持续推进和投资支出的增长，2022 年以来公司外部融资需求仍较大，债务规模继续扩大。从债务种类构成看，目前公司债务仍主要以银行借款和应付债券为主，且直融占比较高，2023 年 3 月末约为 50%，需关注行业监管政策和区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。此外，公司债务中包含较大规模的由公司实际承担付息义务的地方政府专项债和一定规模的非标融资，截至 2023 年 3 月末两者余额分别为 19.45 亿元和 4.86 亿元。从债务期限来看，跟踪

期内，公司仍以长期债务为主，且短期债务占比持续下降，截至 2023 年 3 月末已降至较低水平，债务期限结构明显优化。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	余额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	82.95	33.57	7.71	1.65	40.02
债券融资	112.96	6.99	19.94	40.70	45.33
非标融资	4.86	0.22	2.00	1.89	0.75
专项债	19.45	-	-	-	19.45
其他	6.32	0.32	3.00	-	3.00
合计	226.54	41.10	32.65	44.24	108.55

注：“其他”包括计入“其他权益工具”中的永续债，计入“少数股东权益”中的明股实债以及应付票据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，公司 EBITDA 仍主要由利润总额和费用化利息支出等构成，受益于剔除非经常损益影响后 EBIT 的增长，当期 EBITDA 同比略有增长。同期，公司利润总额与上年基本持平，但其中均由政府补助构成的其他收益从上年的 0.10 亿元大幅增长至 1.73 亿元，成为利润总额的最主要构成。由于债务规模的扩大，2022 年公司利息支出有所增长，且增幅大于 EBITDA，故当期 EBITDA 利息覆盖倍数有所下降，仍有待提升。此外，2022 年公司经营活动净现金流对利息支出的保障能力虽有所提升但仍弱。

表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	169.09	193.28	207.46	226.54
短期债务占比	33.72	31.30	24.68	18.14
EBITDA	3.90	6.21	6.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.49	0.76	0.71	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.66	-0.22	0.13	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 36.70 亿元，占当期末总资产的 9.88%，主要系借款抵质押受限的投资性房地产、在建工程以及货币资金等。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 6.40 亿元，占当期末经调整的净资产的 6.08%，被担保企业中新疆宏源时代投资集团有限公司（以下简称“宏源时代”）、博睿维讯科技股份有限公司（以下简称“博睿股份”）及新疆紫罗兰食品有限公司（以下简称“新疆紫罗兰”）均为民营企业³，虽然采取了反担保措施，但仍存在一定的或有负债风险。此外，同期末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

表 19：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

序号	受限资产	账面价值	受限原因
1	投资性房地产	27.22	借款抵押
2	货币资金	5.76	借款质押、保证金
3	在建工程	3.15	借款抵押
4	固定资产	0.46	借款抵押

³ （1）公司对宏源时代持股比例 40%，于 2019 年 8 月与其余各方股东签署了《一致行动人协议》；（2）公司对博睿股份持股比例 34%，公司对博睿股份的担保由博睿股份及其子公司提供有效的资产、有价值的产权作为反担保措施；（3）公司对新疆紫罗兰持股比例 35.76%，于 2020 年 9 月与股东李军（持股 35.00%）和股东张青（持股 28.80%）签署了《一致行动人协议》。

5	存货	0.11	借款抵押
	合计	36.70	--

注：加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 20：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额	是否采取反担保措施
1	新疆宏源时代投资集团有限公司	民企	4.45	有
2	博睿维讯科技股份有限公司	民企	1.09	有
3	新疆紫罗兰食品有限公司	民企	0.47	有
4	乌鲁木齐经济技术开发区高铁枢纽综合投资（集团）有限公司	国企	0.39	无
	合计	-	6.40	-

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《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年，公司仍作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，没有显著规模的资产划入与划出。

——2023 年，公司各业务板块整体经营较为稳定，营业收入将保持稳步增长，净利润较上年波动不大。

——2023 年，公司预计投资规模约 20~40 亿元，融资规模约 70~80 亿元，随着项目建设的持续推进和对外投资的增加，债务仍将保持增长。

预测

表 21：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	69.66	65.98	60~73
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.76	0.71	0.51~0.63

资料来源：公司提供及中诚信国际根据公司资料预测，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成足额覆盖。

2023 年 3 月末，公司可动用账面货币资金为 25.78 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供一定

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

的直接资金来源。同时，同期末，公司共获得银行授信总额 131.42 亿元，未使用额度为 46.65 亿元。此外，乌经开区内平台数量相对较多，有一定的企业间临时拆借资金的空间；作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，公司持续获得政府的资金支持；且近年来公司在债券市场表现较为活跃，目前在手批文尚有 25.30 亿元，预计公司未来融资渠道将保持较为畅通，但仍需持续关注行业监管政策及区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、对外投资及债务还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于园区综合开发等项目建设、基金或股权投资等，资金需求仍较大。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年到期债务约 41 亿元，此外，2022 年公司利息支出已增至约 9 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而继续增长。综上所述，公司流动性一般，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成足额覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司管理层稳定性较好，治理结构较为完善，未发生过重大争议事件，目前公司 ESG 表现优于行业平均水平，但仍有可提升空间。

环境方面，公司房地产开发、园区综合开发等与工程建设相关的业务可能会面临一定的环境风险，但目前尚未受到监管处罚。

社会方面，近年来公司无重大社会负面事件，未发生过重大安全事故，员工激励机制较为健全。

治理方面，公司管理层稳定性较好，且建立了较为完善的公司治理结构，内控制度较为全面，对下属子公司在重大事项方面均可实际管控，在公开市场信息披露较为及时，同时关联方交易金额较小，2022 年仅 0.03 亿元。

外部支持

中诚信国际认为，乌经开管委会的支持能力强，主要体现在以下方面：

作为全疆第一个国家级开发区及乌鲁木齐市打造的六大产业基地中的重要组成部分，2022 年乌经开区经济财政实力仍位于乌鲁木齐市下辖区县前列，同时经济实力保持增长，后续的建设布局亦将为其经济的持续增长提供动力。但受减税降费、留抵退税等因素影响，2022 年乌经开区一般公共预算收入继续下降，政府性基金收入亦大幅下滑，地方政府综合财力随之下降。而基础设施建设等因素继续推升乌经开区政府的资金需求，2022 年其政府债务余额继续扩大，目前宽口径债务率已处于较高水平，需对政府债务风险保持关注。

同时，乌经开管委会对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性较强：作为乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体，公司主要从事乌经开区内的城市基础设施配套项目建设管理、拆迁安置及服务、资产经营管理、股权投资、基金管理等业务，在乌经开区城市建设进程中发挥了重要作用。同时，公司与乌经开区内其他平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在乌经开管委会管理资产中占比较大，区域重

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

要性较强。

2) 与政府的关联度很高：公司由乌经开管委会直接控股，根据乌经开管委会意图承担乌经开区内的道路园林养护、棚户区改造、基金投资以及园区综合开发等业务，股权结构和业务开展与乌经开管委会具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：2022 年以来，公司继续在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面得政府的有力支持。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到政府拨付的项目建设专项资金 3.99 亿元和 0.56 亿元，计入资本公积中；同期，公司分别收到政府补助 1.73 亿元和 47.75 万元，计入其他收益中，对利润形成一定补充。

表 22：2022 年乌经开区主要平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
乌鲁木齐经济技术开发区建设投资开发（集团）有限公司	乌经开国资委 99.31%	乌经开区主要的基础设施建设投融资主体	627.71	203.56	67.57	98.41	2.60	139.50
乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司	乌经开国资委 100.00%	乌经开区重要的城市建设开发和国有资产运营主体	351.27	131.88	62.46	15.44	3.29	102.50 亿元 +0.60 亿美元
乌鲁木齐经济技术开发区高铁枢纽综合投资（集团）有限公司	乌经开国资委 92.76%	乌经开区高铁片区唯一的基础设施建设投资运营主体和重要的国有资产运营主体	160.32	56.46	64.78	8.03	1.16	8.86

注：债券余额为截至本报告出具日各公司本部口径数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，乌经开管委会强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，乌经开建发与乌高新、西安经发等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，乌经开区与乌高新区、西安经开区的行政地位、经济财政综合实力基本相当，区域债务压力和市场融资环境较为接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。乌经开建发与上述平台均为区国资委或管委会实际控制的最重要或重要的基础设施投融资建设主体，当地政府对其均有强的支持意愿。

其次，乌经开建发的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，乌经开建发与可比对象均具有业务竞争优势，业务多元化程度较高，同时其资产运营经验较为丰富，商业房地产开发和园区综合开发稳步推进，但也存在棚户区改造业务可持续性较弱，项目建设资本支出压力较大，自营项目平衡情况尚待关注等问题。

然后，乌经开建发的财务风险在同业中处于偏高水平。具体来看，公司资产和权益规模均处于比较组适中水平，资本实力整体较一般；公司营业收入较可比对象小，但净利润最大，受限于 EBITDA 规模较小，其对利息支出的覆盖能力亦处于比较组最弱水平；此外，公司负债规模和资产负债率均处于比较组中间水平，债券余额亦居中，但可用银行授信余额最小。

表 23：2022 年同行业对比表

	乌经开建发	乌高新	西安经发
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	乌经开区	乌高高新区	西安经开区
GDP（亿元）	637.00	1,443.56	1,125.01
GDP 增速（%）	0.00	4.69	6.50
人均 GDP（万元）	14.16	14.27	20.45
一般公共预算收入（亿元）	41.20	65.50	36.50
公共财政平衡率（%）	160.19	154.49	78.31
政府债务余额（亿元）	221.27	127.27	66.76
控股股东及持股比例	乌经开区国资委 100%	乌高高新区国资委 100%	西安经开区管委会 100%
职能及地位	乌经开区重要的国有资产运营主体和基础设施建设投融资主体	乌高高新区最重要的基础设施投融资建设主体	西安经开区重要的开发建设及公共服务主体
核心业务及收入占比	货物销售（41.56%）、棚户区改造（23.33%）、资产租赁（20.16%）	供应链贸易（55.80%）、房屋租赁（17.91%）、管养业务（14.51%）	公共服务业务（52.98%）、供应链服务（29.31%）
总资产（亿元）	351.27	339.06	704.92
所有者权益合计（亿元）	131.88	131.21	192.42
总负债（亿元）	219.39	207.85	512.50
资产负债率（%）	62.46	61.30	72.70
营业总收入（亿元）	15.44	40.39	96.09
净利润（亿元）	3.29	1.11	1.13
EBITDA（亿元）	6.36	16.56	12.73
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.71	2.06	1.27
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.16	1.80	0.49
可用银行授信余额（亿元）	46.65	56.13	310.04
债券融资余额（亿元）	102.50 亿元+0.60 亿美元	120.82 亿元+3.00 亿美元	20.00

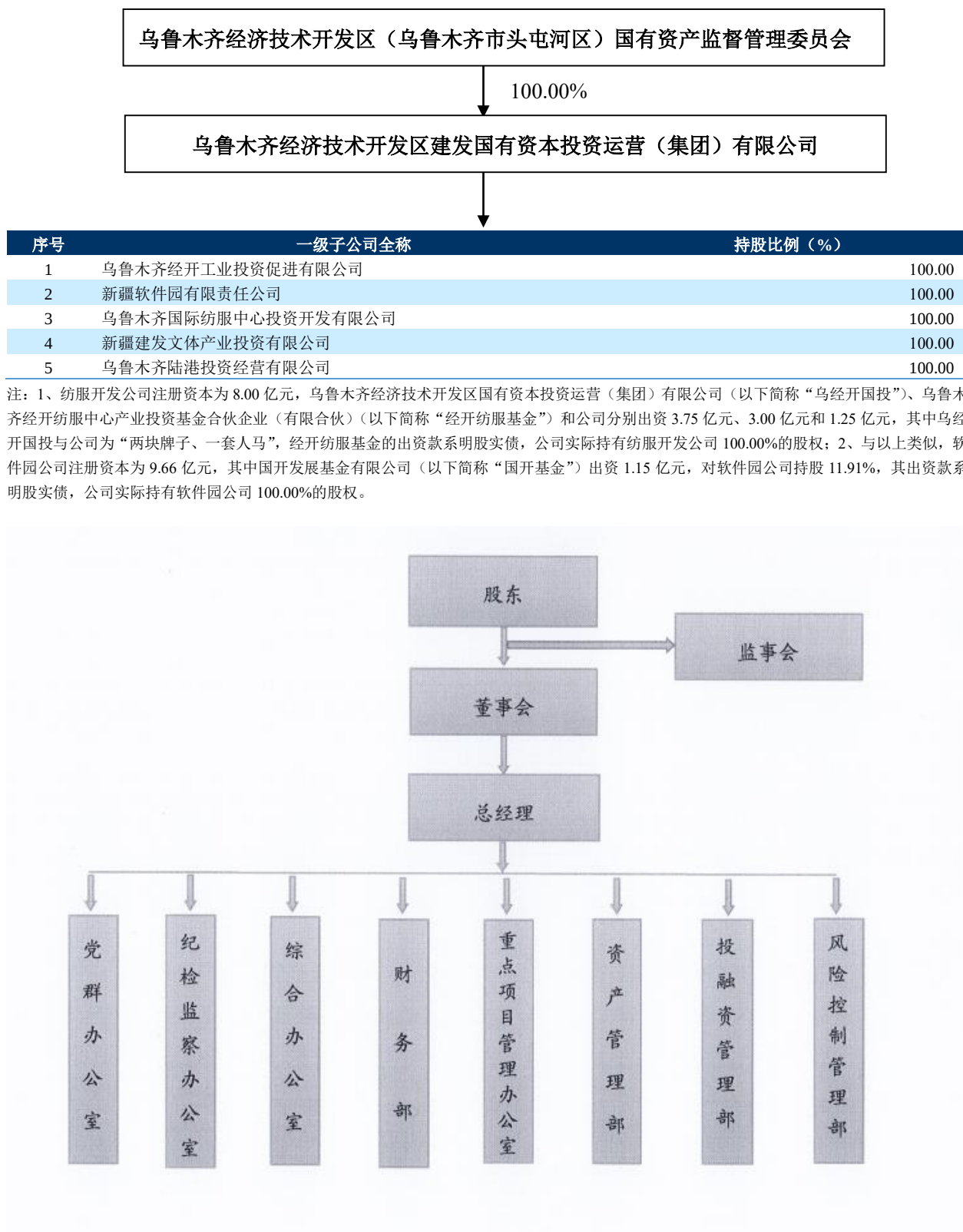
注：1、西安经发 EBITDA 相关数据为 2021 年报未经调整的数据；2、乌经开建发和乌高新可用银行授信数据截至 2023 年 3 月末，西安经发则为截至 2022 年 3 月末数据；3、债券融资余额为截至本报告出具日各公司本部数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 乌建发债 01/22 乌发 01”、“22 乌建发债 02/22 乌发 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	401,178.09	334,233.36	234,479.71	315,388.94
非受限货币资金	349,178.09	284,231.66	176,891.62	257,800.85
应收账款	203,339.23	258,462.70	273,123.89	297,101.18
其他应收款	127,719.80	132,736.55	148,872.56	163,242.29
存货	300,215.02	273,051.92	319,435.55	331,455.81
长期投资	145,106.67	156,876.70	333,119.85	333,073.07
在建工程	669,055.54	797,723.44	955,064.09	1,006,373.78
无形资产	2,913.76	261.26	233.68	228.68
总资产	2,915,134.74	3,145,382.97	3,512,747.09	3,716,059.24
其他应付款	71,292.71	79,838.89	105,104.44	130,697.97
短期债务	570,199.27	604,925.52	512,049.74	411,006.61
长期债务	1,120,702.38	1,327,903.60	1,562,557.74	1,854,410.24
总债务	1,690,901.66	1,932,829.12	2,074,607.49	2,265,416.85
总负债	1,963,176.19	2,124,615.11	2,193,947.95	2,409,051.54
利息支出	79,313.60	81,982.17	89,852.18	--
经调整的所有者权益合计	878,458.55	841,767.86	1,069,899.14	1,052,507.71
营业总收入	115,338.73	188,928.88	154,426.96	65,512.37
经营性业务利润	13,813.72	34,838.32	45,707.81	1,115.23
其他收益	2.79	966.00	17,286.36	47.75
投资收益	-299.70	2,498.97	-290.73	-54.17
营业外收入	26.11	205.62	96.21	5.91
净利润	16,615.63	25,573.66	32,935.27	1,001.25
EBIT	37,767.42	57,164.92	62,624.09	--
EBITDA	39,040.77	62,122.54	63,616.74	--
销售商品、提供劳务收到的现金	89,125.55	123,084.27	234,844.74	45,399.36
收到其他与经营活动有关的现金	115,656.99	24,074.37	76,934.80	81,927.90
购买商品、接受劳务支付的现金	29,138.45	109,846.35	218,664.11	53,757.51
支付其他与经营活动有关的现金	107,460.57	43,343.83	77,206.94	87,837.90
吸收投资收到的现金	28,150.00	96,497.85	252,191.99	10,547.00
资本支出	134,164.28	167,544.82	185,610.62	61,970.44
经营活动产生的现金流量净额	52,025.25	-18,337.60	11,646.76	-18,337.90
投资活动产生的现金流量净额	-206,576.69	-174,039.74	-400,453.81	-60,096.32
筹资活动产生的现金流量净额	329,531.27	127,430.91	281,467.00	159,343.45
现金及现金等价物净增加额	174,979.83	-64,946.43	-107,340.04	80,909.23
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	39.63	31.97	35.36	16.51
期间费用率（%）	23.03	11.04	14.00	12.44
应收类款项占比（%）	11.36	12.44	12.01	12.39
收现比（X）	0.77	0.65	1.52	0.69
资产负债率（%）	67.34	67.55	62.46	64.83
总资本化比率（%）	65.81	69.66	65.98	68.28
短期债务/总债务（%）	33.72	31.30	24.68	18.14
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	0.66	-0.22	0.13	--
总债务/EBITDA（X）	43.31	31.11	32.61	--
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.10	0.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.49	0.76	0.71	--

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、中诚信国际将公司“其他流动负债”中的带息负债纳入短期债务核算，将公司“长期应付款”、“所有者权益”中的带息负债纳入长期债务核算。3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料及利息支出，故相关财务指标失效。

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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
盈利能力	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
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益（不含计入非经常性损益的其他收益）
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
现金流	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
	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn