



2022 年第一期新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司公司债券 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 0896 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 25 日

| | | |
|--------------|------------------------------|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 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 | AA ⁺ /稳定 |
|--------------|------------------------------|---------------------|

| | | |
|-------------|----------------------|-----------------|
| 本次跟踪债项及评级结果 | “22 新师债 01/22 新师 01” | AA ⁺ |
|-------------|----------------------|-----------------|

评级观点

本次跟踪维持主体和债项上次评级结论。中诚信国际认为新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）政治经济地位重要，2022 年经济实力保持稳步增长，潜在的支持能力仍很强；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”）在推进新疆生产建设兵团第十二师（以下简称“十二师”）国有资本运营中发挥重要作用，对兵团的重要性较强，与其维持较高的紧密关系。中诚信国际预计，十二师国资仍将维持当前多元化业务布局，资产规模将保持增长，同时能维持资本市场认可度，再融资能力较强；但需关注财务杠杆水平较高以及对外担保余额较大，存在一定代偿风险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，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。

调级因素

可能触发评级上调因素：兵团及十二师经济实力显著增强；公司地位显著提升，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：兵团及十二师经济实力大幅下滑且不可逆；公司在兵团及十二师重要性下降，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。

正面

- **区域经济实力稳步增长。**2022 年，兵团实现地区生产总值 3,500.71 亿元，同比增长 3.0%，区域经济实力继续稳步增长，为公司发展提供了良好支撑。此外，十二师区域地位重要，2022 年其主要经济指标在兵团仍排名前列。
- **地位重要，继续获得股东的有力支持。**作为十二师最重要的国有资本运营主体，公司地位重要，2022 年以来继续获得股东在资本金注入及财政补贴等方面的有力支持。
- **乳业板块品牌度高，未来发展潜力仍较大。**公司控股子公司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乳企，2022 年其乳制品销量、收入及利润继续稳步增长，且疆外市场增长情况良好。依托新疆地区的资源优势，天润乳业未来发展潜力仍较大。
- **贸易批发业务优势仍明显。**公司建成并运营的多个贸易市场和园区在十二师内具有优势竞争地位，2022 年整体出租率仍较高，同时经营的钢材等贸易业务在十二师内优势地位亦突出。2022 年以来，贸易批发业务收入仍为公司收入的最主要构成。

关注

- **财务杠杆水平较高。**2022 年以来，随着乳业生产、贸易业务规模的扩大以及园区建设等的持续推进，公司债务规模整体保持较快增长，目前财务杠杆已处于较高水平。同时，截至 2023 年 3 月末，公司短期债务占比仍不低，面临一定的集中偿债压力。
- **对外担保余额较大。**截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 32.76 亿元，占同期末经调整的净资产的 30.57%，对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

项目负责人：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

唐天豪 thtang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

| 十二师国资（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 291.81 | 308.61 | 334.66 | 333.73 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 100.56 | 103.71 | 106.81 | 107.17 |
| 负债合计（亿元） | 188.23 | 201.91 | 224.87 | 223.59 |
| 总债务（亿元） | 153.19 | 159.84 | 185.90 | 184.83 |
| 营业总收入（亿元） | 71.51 | 111.73 | 93.68 | 17.28 |
| 经营性业务利润（亿元） | 1.31 | 0.70 | 1.66 | 0.53 |
| 净利润（亿元） | 3.27 | 2.07 | 1.86 | 0.35 |
| EBITDA（亿元） | 7.97 | 5.56 | 5.19 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 14.87 | 11.40 | 10.91 | 1.18 |
| 总资本化比率（%） | 60.37 | 60.65 | 63.51 | 63.30 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.17 | 2.41 | 1.85 | -- |

注：1、中诚信国际根据十二师国资提供的其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 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、中诚信国际分析时，将“长期应付款”、“其他权益工具”和“少数股东权益”中的带息负债调整至长期债务计算；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金额，故相关指标失效；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

| 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 | | | | | |
|------------------------------|--------------------------------------|------------|------------|---|----------------------|
| 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 新师债 01/22 新师 01（AA ⁺ ） | 2022/06/22 | 李春辉、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 新师债 01/22 新师 01（AA ⁺ ） | 2022/03/09 | 李春辉、陈小鹏、夏雪 | 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）

| | 十二师国资 | 兵团投资 | 天恒基投资 |
|------------------|-----------------|-----------------|--------|
| 最新主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AA |
| 地区 | 兵团十二师 | 兵团 | 兵团十二师 |
| GDP（亿元） | 242.70 | 3,500.71 | 242.70 |
| 所有者权益合计（亿元） | 109.79 | 132.07 | 80.94 |
| 资产负债率（%） | 67.19 | 51.77 | 60.92 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 1.85 | 2.11 | 1.57 |

注：1、兵团投资系“新疆生产建设兵团投资有限责任公司”简称，天恒基投资系“新疆天恒基投资（集团）有限公司”简称；2、兵团投资 EBITDA 利息覆盖倍数为 2021 年数据。

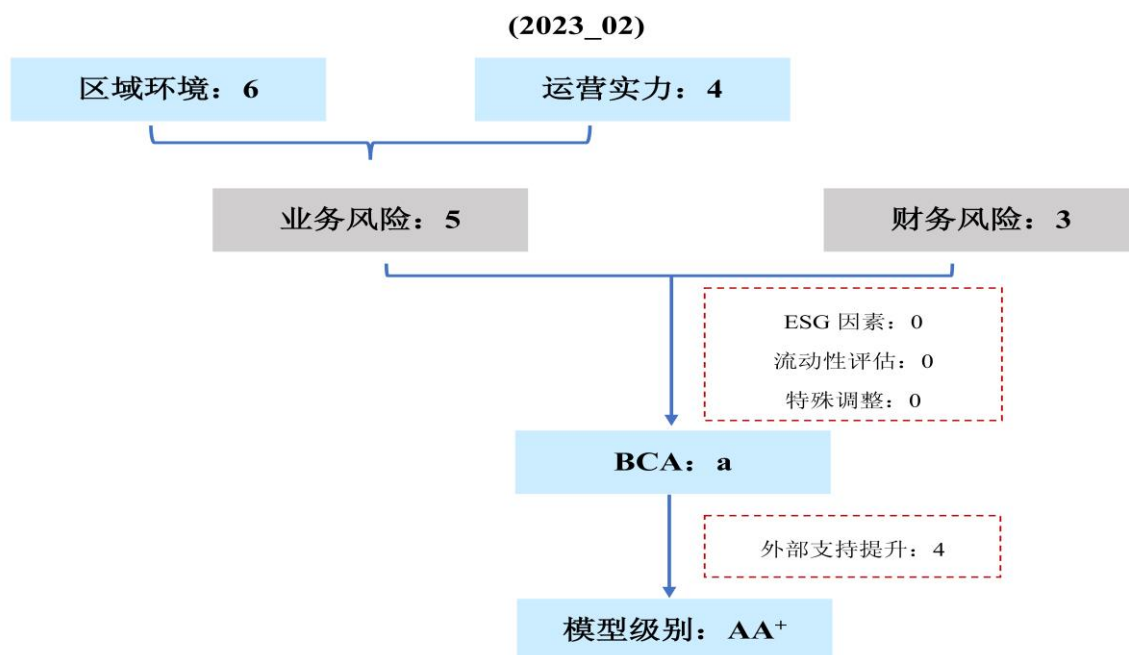
资料来源：公开信息，中诚信国际整理

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 新师债 01/22 新师 01 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/22 | 5.00 | 5.00 | 2022/03/28~2029/03/28 | 回售、调整票面利率选择权 |

评级模型

新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司评级模型打分



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，十二师国资业务风险仍较低。2022 年以来，公司作为十二师最重要的国有资本运营主体，乳制品加工及贸易批发业务区域垄断优势明显，仍具有很强的市场竞争力；同时公司维持当前的多元化业务布局，核心业务市场份额仍高，整体来看业务稳定性和可持续性仍较强；此外，公司资产流动性和收益性仍较好，但需关注贸易批发业务和其他业务毛利率较低，以及自营基础设施和园区开发项目未来资金平衡情况。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，十二师国资业务风险偏高。2022 年以来，公司资产和所有者权益规模整体均保持增长，但资本实力仍较一般，同时因债务整体增长较快，目前财务杠杆已处于较高水平，且短期债务占比不低，仍面临一定的集中偿债压力；此外，公司仍有较强的经营获现能力，但偿债指标表现有所弱化。

■ 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十二师国资个体基础信用等级无影响，十二师国资具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和偏高的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，兵团具有很强的支持能力和对公司较强的支持意愿，主要体现在兵团特殊的政治经济地位、政策优势以及持续增长的经济实力；作为十二师最重要的国有资本运营主体，2022 年以来公司在资本金注入及财政补贴等方面继续获得政府的大力支持，区域重要性较高，与兵团的关联度较强。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 新师债 01/22 新师 01”募集资金为 5.00 亿元，用于偿还或置换公司 2021 年内到期的“14 十二师债”本金及利息，截至 2023 年 4 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

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，产出缺口相较于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.ccxi.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

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，目前兵团下辖 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。目前，兵团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，截至 2022 年末，兵团常住人口 360.51 万人，较上年末增加 12.00 万人。

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。

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。近年来，兵团经济实力稳步增长，2022 年突破 3,500 亿元，人均 GDP 整体亦有所上升。固定资产投资方面，2022 年兵团固定资产投资（不含农户）较上年增长 6.30%，增速明显放缓。再融资环境方面，兵团广义债务率处于全国下游水平，同时区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少。此外，2018 年新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司发行的“17 兵团六师 SCP001”发生技术性违约，对兵团债券市场融资产生较大负面影响，后续兵团迅速启动对主要领导的问责调查，并实行重大决策终身责任追究制度，随着对国企债务风险监管力度的不断加大，兵团区域信用水平得以逐步修复。总体来看，目前兵团整体再融资环境较好。

表 1：近年来兵团经济财政实力

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------|----------|----------|----------|
| GDP（亿元） | 2,905.14 | 3,395.61 | 3,500.71 |
| GDP 增速（%） | 4.5 | 8.0 | 3.0 |
| 人均 GDP（万元） | 8.80 | 9.93 | 9.87 |
| 固定资产投资增速（%） | 22.4 | 16.2 | 6.3 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 153.28 | -- | -- |
| 税收收入占比（%） | 59.79 | -- | -- |
| 公共财政平衡率（%） | 13.14 | -- | -- |

注：1、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%，以下同此；2、兵团未披露 2021~2022 年财政数据；3、固定资产投资不含农户。

资料来源：新疆生产建设兵团统计局，中诚信国际整理

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，是乌鲁木齐市实施城市南控、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。截至 2022 年末，十二师常住人口 24.97 万人，较上年末增长 0.55 万人。

区位优势和政策优势给十二师经济发展提供了广阔的空间，近年来十二师经济指标在兵团排名前列。但受宏观不利因素影响，2022 年全师地区生产总值同比下降 12.1%至 242.70 亿元，人均 GDP 亦同步下滑至 9.72 万元，但两者仍均位列兵团各师第五位。固定资产投资方面，2022 年十二师固定资产投资（不含农户）增速为-45.0%，亦表现不佳。具体分产业看，当期第一产业投资增长 131.5%，第二产业投资下降 34%，第三产业投资下降 50.7%。2023 年一季度，十二师全师地区生产总值同比增长 5.3%，规模以上工业增加值同比增长 5.2%，固定资产投资同比增长 17.5%，一般公共预算收入同比增长 22.92%，经济财政指标明显回暖。

表 2：2022 年兵团下属各师经济财政概况

| | 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 |
| 新疆生产建设兵团 | 3,500.71 | - | 9.87 | - | - | - |
| 第八师 | 831.50 | 1 | 11.07 | 3 | 69.68 | 1 |
| 第六师 | 426.27 | 2 | 11.66 | 1 | 30.12 | 2 |
| 第一师 | 380.91 | 3 | 8.47 | 7 | 18.17 | 3 |
| 第七师 | 260.60 | 4 | 9.97 | 4 | 7.40 | 6 |
| 第十二师 | 242.70 | 5 | 9.72 | 5 | - | - |
| 第三师 | 235.19 | 6 | 7.38 | 9 | 10.70 | 4 |
| 第四师 | 221.34 | 7 | 8.60 | 6 | 10.03 | 5 |
| 第二师 | 171.08 | 8 | 6.55 | 11 | 5.88 | 8 |
| 第十三师 | 170.37 | 9 | 11.27 | 2 | 6.91 | 7 |
| 第十一师 | 133.99 | 10 | - | - | - | - |
| 第五师 | 93.31 | 11 | 6.35 | 12 | 4.11 | 10 |
| 第十师 | 75.82 | 12 | 7.11 | 10 | 4.16 | 9 |
| 第九师 | 67.76 | 13 | 8.10 | 8 | - | - |
| 第十四师 | 38.37 | 14 | 5.50 | 13 | - | - |

注：1、部分师人均 GDP 系根据常住人口测算而来；2、部分师未披露相关经济财政数据，其中第十一师尚未披露 2022 年 GDP，此表列示的为其 2021 年 GDP。

资料来源：兵团及各师政府官网，中诚信国际整理

表 3：近年来十二师经济实力

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|--------|--------|--------|
| GDP（亿元） | 250.16 | 272.80 | 242.70 |
| GDP 增速（%） | 8.0 | 6.8 | -12.1 |
| 人均 GDP（万元） | 10.82 | 11.17 | 9.72 |
| 固定资产投资增速（%） | 26.1 | 30.5 | -45.0 |

注：1、部分年度的人均 GDP 系根据常住人口测算而来；2、固定资产投资不含农户。

资料来源：十二师政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，十二师国资业务状况仍较好。首先，作为十二师最重要的国有资本运营主体，公司乳制品加工及贸易批发业务区域垄断优势仍明显，具有很强的市场竞争力；同时，公司乳制品加工、贸易批发、园区开发与运营主营业务经营较稳定，亦兼有建材生产加工和电器制造等多元化业务布局，且核心业务市场份额仍高，整体来看业务稳定性和可持续性仍较强。此外，跟踪期内，公司收入主要来源于乳业和贸易批发板块，利润则主要由乳业板块贡献，需关注贸易批发和其他业务毛利率较低，以及较大规模的自营基础设施和园区开发项目未来资金平衡情况。

表 4：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 |
| 乳制品加工 | 17.68 | 24.72 | 21.42 | 21.09 | 18.88 | 16.35 | 24.10 | 25.72 | 17.89 | 6.31 | 36.54 | 20.05 |
| 贸易批发 | 47.75 | 66.77 | 8.45 | 82.62 | 73.95 | 2.20 | 61.73 | 65.89 | 2.62 | 10.10 | 58.46 | 7.99 |
| 电器制造 | 1.12 | 1.57 | 22.64 | 0.44 | 0.39 | 19.95 | 0.22 | 0.23 | 40.24 | 0.02 | 0.10 | 34.24 |
| 建材生产销售 | 1.12 | 1.56 | 3.69 | 1.46 | 1.30 | 14.47 | 1.06 | 1.13 | 6.06 | 0.06 | 0.37 | -42.63 |
| 其他业务 | 3.84 | 5.38 | -4.12 | 6.12 | 5.48 | 0.41 | 6.58 | 7.02 | 0.42 | 0.78 | 4.53 | 8.26 |
| 合计/综合 | 71.51 | 100.00 | 11.13 | 111.73 | 100.00 | 5.00 | 93.68 | 100.00 | 6.52 | 17.28 | 100.00 | 12.25 |

注：1、其他业务主要包括建筑施工、服装生产与销售、运输服务、资金拆借收入及租金收入等；2、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

乳制品加工板块

跟踪期内，天润乳业仍为疆内市场份额和销量第一的区域龙头，具备很强的市场竞争力；且随着疆内外市场的进一步拓展，2022 年其乳制品销量、收入及利润保持稳步增长。此外，目前天润乳业有一定规模的扩产能投资计划，需关注项目投资进展及后续投产达产情况，同时亦需关注其收购新农乳业后的协同运营效果。

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。天润乳业是西北地区最主要的集科研、生产、销售为一体的专业化乳制品股份制企业之一，2013 年通过重大资产重组在上海证券交易所上市。截至 2023 年 3 月末，其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，且所持股份无质押、标记或冻结。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，其主要产品包括 UHT 奶产品、低温酸奶、奶啤（乳酸菌饮料）和巴氏奶等，拥有天润科技、沙湾盖瑞及唐王城乳品公司等三家乳品生产企业，并且在山东省齐河县投资建设天润齐源乳品加工项目，拥有“天润”、“盖瑞”和“佳丽”等新疆地区知名品牌，是疆内市场份额和销量第一的区域龙头，具备很强的市场竞争力。目前，天润乳业拥有德国 GEA 公司液态奶、酸奶、活性乳酸菌饮料全自动生产线，瑞典利乐公司利乐砖、利乐枕灌装生产线以及爱克林灌装生产线；此外，其新增的利乐枕、利乐砖和奶酪等生产线使世界先进的乳品工艺技术在该公司集成，使其成为新疆乳品行业标志性企业。

产能和产量方面，2022 年随着生产线的逐步投产，天润乳业产能稳步提升；同时随着疆内外市场的进一步拓展，其实际产量亦有所提升，产能利用率随之上升，且发挥较为充分。

表 5：近年来天润乳业主要乳品产能、产量情况

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------|-------|-------|-------|
| 产能（万吨/年） | 22.19 | 26.94 | 27.54 |
| 实际产量（万吨） | 19.65 | 23.53 | 25.50 |
| 产能利用率（%） | 88.55 | 87.34 | 92.59 |

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 年末，天润乳业拥有天澳牧业、沙湾天润、天润烽火台、天润沙河牧业、天润北亭、芳草天润及巴楚天润七家奶牛养殖企业；拥有 18 个规模化奶牛养殖场、牛只存栏 4.40 万头。从奶源具体采购结构来看，天润乳业的奶源中约 60% 来自天润乳业自有牧场；约 40% 奶源来自天润乳业长期合作的奶源，天润乳业提出原奶质量标准要求，并

根据市场价格收购原奶，每月结算一次。上游供应商方面，2022 年天润乳业前五大供应商采购金额 3.67 亿元，占采购总额的比例为 18.53%，上游供应商集中度较低。

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。截至 2022 年末，天润乳业主要通过经销商以经销模式进行销售，经销模式下销售收入约占乳制品销售收入的 89.08%。结算模式方面，商超采取赊账方式，结算帐期为 1 个月，经销商采取先款后货的方式。下游客户方面，天润乳业前五大客户主要为个体经销商，2022 年其前五大客户销售金额为 3.53 亿元，占销售总额的比例为 14.64%，下游客户集中度亦较低。

2022 年，随着疆内外市场的进一步拓展，天润乳业乳制品销量和销售收入稳步提升。2022 年，天润乳业坚持“围绕市场建工厂、围绕工厂建牧场”的产业发展方针，聚焦主业建链强链，围绕产业化补链延链，加大产业战略布局，疆内万头规模化奶牛示范牧场项目和疆外山东齐源乳品加工项目建设有序开展，形成了较为完备的产业链体系。同期，天润乳业实现乳制品销量 26.79 万吨，同比增长 10.11%；实现营业收入 24.10 亿元、净利润 2.01 亿元，同比分别增长 14.25%和 24.75%；其中，疆外市场主营业务收入占比由 2021 年的 38.74%提升至 43.04%。

表 6：近年来天润乳业乳制品销售情况

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|-------|-------|-------|
| 乳制品销量（万吨） | 19.83 | 24.33 | 26.79 |
| 乳制品销售收入（亿元） | 17.68 | 20.35 | 23.13 |

注：乳制品销售收入为天润乳业营业收入的最主要构成，此外其营业收入还包括畜牧业相关收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年以来，天润乳业继续通过新建生产基地、技术改造方式提升乳制品产能，亦逐步加强产业链上游布局，扩大养殖基地规模。截至 2023 年 3 月末，天润乳业主要在建项目共 3 个，总投资 18.93 亿元，已投资 5.08 亿元，项目建设资金来源于其自有资金及通过银行贷款、发行可转换公司债券等方式自筹，中诚信国际将持续关注天润乳业项目建设进展及后续投产达产情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末天润乳业主要在建项目情况（亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 |
|-------------------------|-------|------|
| 新疆天润北亭 1 万头规模化奶牛示范场建设项目 | 5.50 | 2.80 |
| 天润齐源乳品有限公司年产 15 万吨液态奶项目 | 4.90 | 1.67 |
| 年产 20 万吨乳制品加工项目 | 8.53 | 0.61 |
| 合计 | 18.93 | 5.08 |

注：总投资系项目立项时的计划投资金额，后续投资将根据项目实际需要进行建设，故已投资和后续投资计划加总与总投资存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，天润乳业亦通过并购方式扩大业务规模，实现兵团优质乳业资源的整合。根据相关公告，天润乳业于 2023 年 4 月 20 日与新疆塔里木农业综合开发股份有限公司、阿拉尔市沙河建融国有资产投资经营有限责任公司和阿拉尔新农乳业有限责任公司（以下分别简称“新农开发”、“沙河建融”及“新农乳业”）签订《股权收购协议》，其拟现金收购新农开发、沙河建融分别持有的新农乳业 97.4359%和 2.5641%股权，合计 100%股权，其中股权交易价格为评估值 3.26 亿元，均来源于天润乳业自有资金。新农乳业原为兵团一师下属企业，主要从事乳制品加工销售、奶牛养

殖、鲜牛乳收购及销售业务，拥有 1 个乳制品加工厂及 8 个自有及租赁牧场，现有 6 大系列 40 余种产品，其中纯牛奶产品获得中国有机产品认证，产品销售区域主要为新疆阿拉尔地区、浙江及珠三角区域等。截至 2022 年末，新农乳业总资产和所有者权益分别为 9.93 亿元和 1.83 亿元，资产负债率为 78.30%，2022 年分别实现营业收入和净利润 3.06 亿元和 0.29 亿元。2023 年 5 月，天润乳业已完成对新农乳业的股权收购，工商变更登记已同步完成，中诚信国际将对天润乳业与新农乳业协同运营效果保持关注。

贸易批发板块

跟踪期内，九鼎农业和中瑞恒远在十二师地位仍突出；其中九鼎农业贸易市场和园区运营状况仍较好，但受不可抗力及减免租金影响，2022 年相关租赁收入及农产品销售收入均有所下滑；同时，主要受中瑞恒远调整贸易品种和规模影响，当期公司贸易批发收入同比明显下降，但毛利率有所提升。

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和新疆中瑞恒远商贸集团有限公司（以下分别简称“九鼎农业”和“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，中瑞恒远主要运营园区并经营钢材、煤炭及有色金属等冶金原材料的采购及销售。2022 年，主要受中瑞恒远调整贸易品种和规模影响，公司贸易批发收入同比下降约 25%，但仍为公司最主要的收入构成，同时受此影响，2022 年以来该业务毛利率持续提升。

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，其销售的农产品包括新疆本地农产品和全国其他地区特色农产品，以菌类、鸡蛋、牛肉等农产品以及各类水果为主，并通过现金、电汇、票据等方式进行结算，结算周期为 6 个月。2022 年及 2023 年 1~3 月，九鼎农业分别实现农产品销售收入 2.27 亿元和 0.47 亿元，其中 2022 年同比有所下降。此外，从前五大供应商和客户情况来看，2022 年九鼎农业农产品购销业务前五大供应商采购金额占比、前五大客户销售金额占比分别约 64%和 79%，集中度均较高。

表 8：2022 年九鼎农业农产品购销业务前五大供应商和客户情况（万元）

| 供应商 | 采购品种 | 采购金额 | 占比 |
|------------------------|-------|-----------|--------|
| 上海大山合菌物科技股份有限公司 | 香菇、木耳 | 14,442.08 | 53.49% |
| 重庆洪九果品股份有限公司西安分公司 | 水果 | 1,169.50 | 4.33% |
| 新疆明坤百果电子商务有限公司 | 鸡蛋 | 1,109.66 | 4.11% |
| 新疆远鸿农业科技发展有限公司 | 鸡蛋 | 544.72 | 2.02% |
| 新疆鸿鑫恒泰商贸有限公司 | 牛肉 | 67.80 | 0.25% |
| 合计 | -- | 17,333.76 | 64.20% |
| 客户 | 销售品种 | 销售金额 | 占比 |
| 上海诚裕食品经营有限公司 | 香菇、木耳 | 7,272.74 | 32.01% |
| 上海娇羽生物科技有限公司 | 香菇、木耳 | 6,250.25 | 27.51% |
| 上海竣岑食品经营有限公司 | 香菇、木耳 | 2,614.93 | 11.51% |
| 中国石油天然气股份有限公司重庆江北销售分公司 | 鸡蛋 | 1,120.33 | 4.93% |
| 深圳美团优选科技有限公司 | 副食品 | 717.45 | 3.16% |
| 合计 | -- | 17,975.70 | 79.12% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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疆内部分贸易市场。截

至 2023 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）、重型汽车销售市场以及伊犁九鼎富通果蔬农产品批发交易市场等，2022 年整体出租率仍较高。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，目前仍处于调整阶段，已经同合作方达成框架意向书。2022 年及 2023 年 1~3 月，九鼎农业分别实现租赁收入 2.46 亿元和 0.36 亿元，其中 2022 年受减免租金等因素影响同比有所下降。

表 9：截至 2023 年 3 月末九鼎农业贸易市场运营情况（万平方米、个、亿元）

| 贸易市场 | 建筑面积 | 总投资 | 市场定位 | 进驻家数 | 出租率 | 租金收入 | | | |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|----------|
| | | | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
| 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% | 2.19 | 2.90 | 2.25 | 0.31 |
| 重型汽车销售市场 | 30.80 | 5.00 | 物流公司 | - | - | 0.10 | 0.01 | 0.03 | 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 | 565 | 99.3% | 0.05 | 0.09 | 0.09 | 0.02 |
| 新疆九鼎国际商贸城一期 | 11.10 | 3.20 | 商贸城 | 512 | 95% | 0.03 | - | 0.01 | - |
| 北屯九鼎农产品批发市场 | 1.67 | 4.08 | 农产品批发 | 69 | 85% | 0.02 | 0.04 | 0.03 | 0.01 |
| 克拉玛依九鼎农产品批发市场 | 4.80 | 2.37 | 农产品批发 | 217 | 81% | 0.01 | 0.03 | 0.05 | 0.01 |
| 合计 | 107.66 | 40.95 | - | 4,142 | - | 2.39 | 3.07 | 2.46 | 0.36 |

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，根据师国资发〔2020〕25 号文的要求，通过内部整合将中瑞恒远所持有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。

出售方面，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 2023 年 3 月末，其累计销售面积 3.59 万平方米，尚有较大规模的可售面积，累计实现销售收入 1.97 亿元，其中 2022 年实现销售收入 0.11 亿元。出租方面，2022 年及 2023 年 1~3 月，三家园区合计实现的租金收入分别为 0.29 亿元和 0.06 亿元，其中 2022 年与上年持平。此外，截至 2023 年 3 月末，三家园区建设已基本完成，累计投资 12.24 亿元，但因相关验收工作尚未完成导致无法进行决算，故暂未转固。上述园区均通过出租或出售方式平衡前期投资支出，但目前形成的销售收入和租金收入规模尚小，需关注其未来资金平衡状况。

表 10：截至 2023 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 | 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） | | | |
|----------|----------------|-------------|-------------|------------|----------|-------|-------|----------|
| | | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
| 华威矿山机械市场 | 9.38 | 4.53 | 351 | 11.21 | 0.01 | 0.003 | 0.008 | 0.003 |
| 兵团交通物流港 | 1.81 | 3.76 | 52 | 95 | 0.02 | 0.04 | 0.04 | 0.01 |
| 兵团国际物流园 | 5.20 | 4.46 | 151 | 87.94 | 0.23 | 0.25 | 0.24 | 0.05 |
| 合计 | 16.39 | 12.75 | 554 | - | 0.26 | 0.29 | 0.29 | 0.06 |

注：1、华威矿山机械市场出租率偏低主要系该市场以自持和出售为主，出租部分占比较小；2、加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 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 | 园区定位 | 运营模式 | 建设周期 | 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 | 2012 年至今 | 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 | 2017 年至今 | 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 | 2014 年至今 | 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

子公司中瑞恒远是十二师最大的钢材贸易企业，在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，在乌鲁木齐全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。2022 年及 2023 年 1~3 月，中瑞恒远分别实现贸易业务收入 55.71 亿元和 8.44 亿元，其中 2022 年受大宗商品市场价格波动以及其他不可抗力影响，中瑞恒远调整贸易品种和规模使得当期贸易业务收入同比下降约 20%；2023 年 1~3 月，受益于钢材、农资贸易量的扩大，中瑞恒远贸易业务收入同比增长约 21%。此外，2022 年以来，中瑞恒远贸易业务毛利率随着贸易品种的调整而有所提升，但仍在 1%~3%之间。

表 12：近年来中瑞恒远贸易业务品种及收入构成（万吨、万元）

| 贸易品种 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|-------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|----------|-----------|
| | 销售量 | 收入 | 销售量 | 收入 | 销售量 | 收入 | 销售量 | 收入 |
| 钢材 | 36.43 | 115,444.82 | 48.76 | 213,797.06 | 46.25 | 218,372.06 | 7.44 | 40,783.24 |
| 煤炭 | 81.53 | 66,301.00 | 38.00 | 61,113.19 | 51.43 | 38,486.50 | 2.14 | 1,530.63 |
| 农资 | 1.28 | 2,396.67 | 61.40 | 192,877.31 | 65.85 | 164,639.31 | 4.88 | 29,630.80 |
| 有色金属等 | 15.75 | 182,929.33 | 5.62 | 231,710.69 | 30.97 | 135,627.22 | 1.20 | 12,428.14 |
| 合计 | 134.99 | 367,071.83 | 153.78 | 699,498.25 | 194.50 | 557,125.09 | 15.67 | 84,372.81 |

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。

具体来看，钢材贸易方面，2022 年中瑞恒远钢材平均采购成本和销售价格随市场行情而较上年有一定上涨，采购量和销售量则同比有所下降，最终钢材销售收入与上年基本持平，毛利率则较上年略有下降至 1.60%；2023 年 1~3 月钢材平均采购成本和销售价格继续上扬，采购量和销售量较为稳定，毛利率则有所提升。

表 13：近年来中瑞恒远钢材购销情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|---------------|------------|------------|------------|-----------|
| 钢材采购量（万吨） | 36.43 | 48.76 | 46.25 | 7.44 |
| 钢材平均采购成本（元/吨） | 3,143.16 | 4,310.21 | 4,646.20 | 5,373.01 |
| 钢材销售量（万吨） | 36.43 | 48.76 | 46.25 | 7.44 |
| 钢材平均销售价格（元/吨） | 3,168.82 | 4,384.31 | 4,721.97 | 5,479.29 |
| 钢材销售收入（万元） | 115,444.82 | 213,797.06 | 218,372.06 | 40,783.24 |

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，中瑞恒远上游客户主要包括乌鲁木齐市兴玖泰金属制品有限公司、乌鲁

木齐嘉利汇贸易有限公司等，2022 年前五大供应商采购金额为 11.33 亿元，占当期采购总额的比重约 53%。下游销售方面，中瑞恒远下游客户主要包括乌鲁木齐市久合泰贸易有限公司等，2022 年前五大客户销售金额为 11.22 亿元，占当期销售总额的比重约 51%。整体来看，2022 年中瑞恒远前五大上下游集中度均较高，且多为民企，需关注依赖度较高风险及贸易款项实际回收情况。

表 14：2022 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 |
|------------------|------------|--------|
| 乌鲁木齐市兴玖泰金属制品有限公司 | 54,546.84 | 25.39% |
| 乌鲁木齐嘉利汇贸易有限公司 | 26,395.85 | 12.28% |
| 新疆八钢金属制品有限公司 | 13,763.35 | 6.41% |
| 新疆泰华钢铁有限公司 | 9,419.22 | 4.38% |
| 乌鲁木齐市久合泰贸易有限公司 | 9,135.94 | 4.25% |
| 合计 | 113,261.20 | 52.71% |
| 客户 | 销售金额 | 占比 |
| 乌鲁木齐市久合泰贸易有限公司 | 51,257.63 | 23.47% |
| 乌鲁木齐市兴玖泰金属制品有限公司 | 28,101.51 | 12.87% |
| 新疆浩祥佳业钢铁有限公司 | 15,618.56 | 7.15% |
| 新疆北方钢铁配送有限公司 | 9,175.44 | 4.20% |
| 新疆弘飞商贸有限公司 | 8,022.98 | 3.67% |
| 合计 | 112,176.11 | 51.37% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区开发与运营板块

受不可抗力及减免租金影响，2022 年中瑞恒远园区租金收入和房地产销售收入同比均有不同程度下降；此外，目前公司在建基础设施及园区开发项目均以自营模式开展，尚需投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力，同时需对项目资金平衡情况保持关注。

跟踪期内，中瑞恒远仍作为公司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仍主要依托自有的多个贸易园区和物流园区进行开展。截至 2023 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 2023 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 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 29.32 万平方米，尚有较大销售空间。截至 2023 年 3 月末，中瑞恒远各园区累计实现房地产销售收入 21.14 亿元，已回款 19.21 亿元，其中 2022 年及 2023 年 1~3 月分别实现销售收入 0.24 亿元和 0.05 亿元，受不可抗力影响，2022 年各园区房地产销售收入同比继续下降。

表 15：截至 2023 年 3 月末中瑞恒远各园区概况（亿元、万平方米）

| 园区 | 园区定位 | 运营模式 | 项目建设周期 | 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 | 2012~2017 | 15.60 | 13.98 | 1,800 | 25.84 | 16.69 | 8.62 |
| 恒汇机电汽配市场 | 机电汽配 | 自持/出租/出售 | 2012~2020 | 16.80 | 13.66 | 1,900 | 44.69 | 37.49 | 17.67 |
| 闽粤恒远建材市场 | 建材家居 | 自持/出租/出售 | 2013~2018 | 21.08 | 8.60 | 1,800 | 29.60 | 9.05 | 2.18 |

| | | | | | | | | | |
|----------|---------|----------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 金石恒远石材市场 | 石材仓储、加工 | 自持/出租/出售 | 2014~2017 | 6.45 | 4.01 | 1,173 | 14.99 | 2.00 | 0.85 |
| 合计 | -- | -- | -- | 59.93 | 40.25 | 6,673 | 115.12 | 65.23 | 29.32 |

注：由于部分园区规划尚未完成，故各园区仍处于在建状态。

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 2023 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%。2022 年，受对园区入驻商户减免租金影响，中瑞恒远实现的园区租赁收入同比明显下降；2023 年一季度，随着租金政策逐步回归正常，当期中瑞恒远实现的租赁收入同比增长近 1,000 万元。

表 16：截至 2023 年 3 月末中瑞恒远各园区物业出租概况

| 园区 | 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） | | | |
|----------|------------------|-----------------|------------|-------------------|-----------|-----------|----------|----------|
| | | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
| 宝新恒源钢材市场 | 12.55 | 12.46 | 99.28 | 0.3~1.0 | 4,367.01 | 6,150.39 | 2,047.03 | 335.94 |
| 恒汇机电汽配市场 | 26.23 | 26.13 | 99.62 | 0.2~1.0 | 4,775.77 | 4,737.76 | 2,692.41 | 1,600.27 |
| 闽粤恒远建材市场 | 20.74 | 20.04 | 96.62 | 0.3~0.7 | 2,153.39 | 2,480.29 | 1,669.65 | 780.32 |
| 金石恒远石材市场 | 14.99 | 14.63 | 97.60 | 0.3~0.7 | 2,110.76 | 2,735.15 | 1,325.24 | 709.73 |
| 合计 | 74.51 | 73.26 | 98.32 | - | 13,406.93 | 16,103.59 | 7,734.33 | 3,426.26 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，跟踪期内，公司本部及下属子公司还以自营模式开展基础设施建设和园区开发业务，项目资金均来源于公司自有、自筹资金以及财政资金，未来拟通过租赁收入、物业收入、自营收入、广告收入等经营收入平衡前期投资支出。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目共 6 个，总投资 42.37 亿元，已投资 26.56 亿元，其中财政资金共 8.10 亿元，尚需投资规模较大。投资规模最大的项目为兵团（乌鲁木齐）应急物资保障体系建设中央厨房项目（以下简称“中央厨房项目”），将分两期进行建设，其中一期将建设中央厨房、冷藏保鲜库以及配套道路、绿化等相关管网基础设施，二期将建设创新创业孵化基地及基础配套设施。中央厨房项目总投资 25.69 亿元，建设资金主要来源于特别国债资金和项目贷款，截至 2023 年 3 月末已投资 16.36 亿元，均为一期项目建设投入，其中 5.00 亿元来自 2020 年公司收到的特别国债资金，用作项目资本金，未来该项目将通过中央厨房、冷链物流、孵化交流、企业总部、公寓等各业态的租赁收入、物业收入和公司自营收入实现资金平衡；此外，目前该项目二期建设计划仍待定。总体来看，截至 2023 年 3 月末，公司在建自营基础设施及园区开发项目尚需投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力，需对其未来资金平衡情况保持关注。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施及园区开发项目情况（亿元）

| 项目名称 | 建设主体 | 总投资 | 已投资 | 建设周期 | 主要资金来源 | 资金平衡方式 |
|--------------------------|---------|-------|-------|-----------|---------------|----------------|
| 兵团（乌鲁木齐）应急物资保障体系建设中央厨房项目 | 丝路天山食品城 | 25.69 | 16.36 | 2020~2023 | 国债资金+项目贷款 | 租赁收入+物业收入+自营收入 |
| 兴农科创中心 | 公司本部 | 7.71 | 3.95 | 2021~2024 | 自筹资金+项目贷款 | 租赁收入+物业收入+广告收入 |
| 丝路高科技产业园 | 公司本部 | 3.65 | 2.13 | 2021~2023 | 自筹资金+专项债+项目贷款 | 租赁收入+物业收入+广告收入 |
| 芳婷纺织园 | 芳婷纺织 | 0.60 | 0.54 | 2021~2023 | 自有资金+项目贷款 | 自营收入+租赁收入+ |

| | | | | | | 物业收入+广告收入 |
|------------|------|-------|-------|-----------|------|----------------|
| 国资大厦 | 国运天成 | 2.62 | 1.88 | 2021~2023 | 自筹资金 | 租赁收入+物业收入+广告收入 |
| 西山新区基础设施项目 | 丝路城投 | 2.10 | 1.70 | 2020~2023 | 国债资金 | 特许经营收入 |
| 合计 | - | 42.37 | 26.56 | - | - | - |

注：1、项目总投资额和建设周期均为立项时预计，或与实际投资额和实际建设周期存在差异；2、截至 2023 年 3 月末，公司中央厨房项目和西山新区基础设施项目分别收到特别国债资金 5.00 亿元和 2.10 亿元，丝路高科技产业园收到专项债资金 1.00 亿元；2、丝路天山食品城为“新疆丝路天山国际食品城投资有限公司”简称，芳婷纺织为“新疆芳婷针纺织有限责任公司”简称，国运天成成为“新疆国运天成置业有限公司”简称，丝路城投为“新疆丝路城市建设投资有限公司”简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

电器制造板块

2022 年，公司电器制造业务经营主体维持稳定，但受不可抗力影响，该业务收入同比继续下降。

跟踪期内，公司电器制造业务仍主要由子公司新疆希望输变电工程有限公司（以下简称“希望输变电”）负责，其主要从事电力设备的生产、销售、输变电工程、自动化设备、机械设备的安装及调试业务，生产的智能电网用节能型箱式变电站（柜）为兵团重点项目。随着十二师新区及工业园区建设的不断推进，希望输变电的业务重点是在十二师范围内提供配套电力设备，同时其业务也逐步向十二师外部市场拓展。2022 年，受不可抗力影响，公司实现的电器制造业务收入继续下降，但因规模仍较小，对公司收入影响十分有限。

建材生产销售板块

跟踪期内，公司建材生产销售业务仍主要系矿渣微粉生产销售业务，在疆内市场仍维持很高的市场占有率，但受不可抗力影响，2022 年产量和销售收入均有一定下降。

跟踪期内，公司建材生产销售业务仍主要系矿渣微粉生产销售业务，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。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”，作为配制高性能混凝土的一种新型掺合料，能够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，2022 年以来其产能保持稳定，但由于该业务采用“以销定产”模式生产，2022 年在不可抗力影响下订单规模减少，产能利用率有一定下降，且已不足 30%；2023 年 1~3 月因季节性休产，宝新盛源基本未开工，产能利用率很低。

表 18：近年来宝新盛源矿渣微粉产能、产量情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|----------|-------|--------|-------|----------|
| 产能（万吨/年） | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 产量（万吨） | 90.00 | 116.21 | 85.29 | 2.64 |
| 产能利用率（%） | 30.00 | 38.74 | 28.43 | 0.88 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，宝新盛源在新疆矿渣微粉市场的占有率为 85%左右。上游供应商方面，为保证原料的供应，宝新盛源已与中国宝武钢铁集团有限公司子公司新疆互力佳源环保科技有限公司（以下简称“互力佳源”）按照年度签订固废矿渣购销合同，互力佳源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。下游客户方面，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。2022 年，受不可抗

力影响，宝新盛源矿渣微粉销量明显下滑，销售均价亦有所下降，销售收入随之下降；同时，2022 年以来宝新盛源继续维持着较高的产销率，其中 2023 年一季度因季节性休产期间部分销量来源于上年末预留库存，因此产销率大幅提升。

表 19：近年来宝新盛源矿渣微粉销售情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|-----------|----------|-----------|----------|----------|
| 销量（万吨） | 87.37 | 117.93 | 87.37 | 4.70 |
| 产销率（%） | 97.08 | 101.48 | 102.44 | 178.03 |
| 销售均价（元/吨） | 110.13 | 106.18 | 105.00 | 103.90 |
| 销售收入（万元） | 9,619.48 | 12,521.53 | 9,236.76 | 488.59 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户集中度来看，2022 年宝新盛源前五大客户销售额占比约 47%，客户集中度仍较高，其中最大的销售客户为新疆新脉商贸有限公司，其销售金额占比约 13%，无论前五大客户销售占比亦或最大单一客户销售占比均较上年明显下降。

表 20：2022 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 |
|----------------|----------|-------|
| 新疆新脉商贸有限公司 | 1,223.60 | 13.25 |
| 新疆金科商贸有限公司 | 1,057.92 | 11.45 |
| 新疆天富国际经贸有限公司 | 903.83 | 9.79 |
| 新疆和鑫致远物资有限公司 | 615.31 | 6.66 |
| 新疆米东天山水泥有限责任公司 | 507.59 | 5.50 |
| 合计 | 4,308.25 | 46.64 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

跟踪期内，公司其他业务板块构成仍较为多元，其中资金拆借及租赁业务收入仍占比最大；受益于运输服务收入的较快增长，2022 年其他业务收入保持小幅增长，对公司收入形成良好补充，但该板块毛利率仍很低，需关注其后续盈利情况。

跟踪期内，公司其他业务仍主要包括建筑施工、服装生产和销售、运输服务、资金拆借及租赁等，且受益于运输服务收入的较快增长，2022 年其他业务收入保持小幅增长，为公司收入提供良好补充。但因实体板块有一定培育期，毛利率较低，以及受租赁板块减免租金、资金拆借业务收入因合并抵消但成本刚性等多重因素影响，2022 年其他业务板块毛利率仍很低，需关注其后续盈利情况。

表 21：近年来公司其他业务收入构成情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|---------|------|------|------|----------|
| 建筑施工 | 0.12 | 1.13 | 1.12 | 0.29 |
| 服装生产与销售 | 0.26 | 0.41 | 0.50 | 0.23 |
| 运输服务 | 0.26 | 1.07 | 2.06 | 0.11 |
| 其他业务 | 3.20 | 3.50 | 2.90 | 0.15 |
| 合计 | 3.84 | 6.12 | 6.58 | 0.78 |

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

跟踪期内，公司建筑施工业务仍主要由子公司国运天成、中瑞恒远和九鼎农业负责运营，收入来

源于产业园区开发、物业管理及建筑材料的销售，2022 年该业务收入基本与上年持平。

跟踪期内，服装生产和销售业务仍由子公司芳婷纺织负责经营。其生产的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布匹，两者销售比为 75:25，其中针纺织品的销售客户为外贸公司、国内商场和超市。2022 年，该业务收入继续呈稳步增长态势，但规模仍较小。

跟踪期内，运输服务业务主要由子公司九鼎农业和中瑞恒远负责，2022 年该业务收入保持较快增长，主要系当期公司将九鼎农业的物流板块收入划分至该业务板块核算所致。中瑞恒远和九鼎农业依托于现有市场及铁路场站、集装箱编组相关资源，以“仓储+物流园+场站”为主体，以贸易业务为核心，推动“公转铁、铁转公”等多种运输方式，发展多式联运，目前其运输服务收入主要由三大构成：一是公路短驳运输收入，根据贸易业务交割需求，在固定的运输线路和装卸地点开展运输服务，形成相应物流收入；二是站内装卸+铁路运输收入，以市场资源为基础确定业务交易量，嫁接铁路运输资源，提供市场内货物装卸及铁路运输一体化服务，增补物流收入；三是城际配送收入，充分运营源头一批农贸交易市场资源，在城区范围内提供配送服务，以达保障居民生活“菜篮子、果盘子”主旨。

跟踪期内，其他业务收入仍主要系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，2022 年同比有所下降，但仍为公司收入提供一定补充。其中，资金拆借对象以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”）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，在生产扩张及项目建设推动下，公司资产和权益规模整体保持增长，但资本实力仍相对一般，同时因债务整体增长较快，目前财务杠杆已处于较高水平，且短期债务占比不低，仍面临一定的集中偿债压力；此外，公司仍具有较强的经营获现能力，但偿债指标表现有所弱化。

资本实力与结构

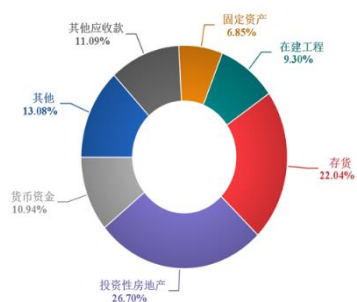
跟踪期内，随着生产规模的扩大以及在建项目的持续推进，公司资产和权益规模整体保持增长，但资本实力仍相对一般，同时目前财务杠杆已处于较高水平，资本结构有待优化；此外，公司资产结构较为稳定，仍具备较好的资产流动性和收益性。

跟踪期内，公司仍为十二师最重要的国有资本运营主体，地位重要，且随着生产规模的扩大以及在建项目的持续推进，公司资产规模整体继续保持增长态势，并稳居十二师平台第一位。公司业务类型较为多元，涵盖了乳制品加工、贸易批发、园区开发与运营、建材生产销售、电器制造等业务板块，与之相应形成了以投资性房地产、存货、其他应收款、货币资金、固定资产及在建工程为主的资产结构，跟踪期内仍保持此结构，且流动资产与非流动资产占比仍基本相当。具体来看，投资性房地产仍为公司最主要的资产构成，2022 年以来随着在建工程的转入以及原有资产公允价值增值，公司投资性房地产规模继续扩大，且主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，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。公司存货主要包括开发成本、库存商品和原材料等，2022 年以来随着生产规模的扩大整体有所增长，其中开发成本主要系中瑞恒远和天宏资管等子公司的开发成本、公司本部和九鼎农业的待开发土地，且出让地占比较大。公司其他应收款主要系与新疆国运天成资产管理有限公司、乌鲁木齐信诚信典当有限公司等的往来款，2022 年以来规模整体有所增长。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备等构成，2022 年以来规模先降后升，其中 2022 年因资产处置以及计提折旧期末规模有所下降。此外，2022 年末公司在建工程同比增长较多，主要系本期中央厨房项目、丝路高科技产业园项目及天润乳业在建项目等在建设期间持续投资所致。

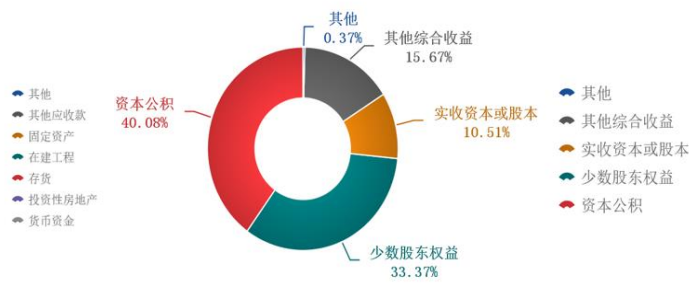
资产价值方面，跟踪期内，公司资产中以存货和投资性房地产列示的土地使用权规模和占比仍均较大，其中出让地占比超 80%，且投资性房地产的土地多为批发零售用地，资产流动性仍较好；同时母公司控股上市公司天润乳业，每年获得的现金分红稳定增长¹，且投资性房地产主要系子公司九鼎农业运营的市场资产及中瑞恒远的各大园区物业资产，跟踪期内资产出租情况仍较好，亦为公司贡献了一定规模的现金流。总体来看，跟踪期内，公司资产仍具备较好的收益性和流动性，整体资产价值仍较高。

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、其他综合收益以及少数股东权益构成，2022 年主要因天润乳业新设持股比例为 51%的子公司天润齐源乳品有限公司，期末公司少数股东权益有所增长，并带动经调整的所有者权益的增长。此外，2022 年，公司收到十二师国资委现金增资 0.50 亿元，计入实收资本中，资本实力进一步夯实；公司资本公积主要系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，2022 年以来保持不变；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，2022 年末同比略有增长。

财务杠杆方面，2022 年以来随着债务规模的扩大，公司财务杠杆比率整体保持上升趋势，截至 2023 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别达 67.00%和 63.30%，已处于较高水平，资本结构有待进一步优化。未来随着业务扩张和市场拓展，公司债务规模预计将继续保持增长，财务杠杆

¹ 母公司 2021~2023 年分别获得天润乳业现金分红 1,306.52 万元、1,404.10 万元及 1,862.10 万元。

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括计入“其他权益工具”和“少数股东权益”中的明股实债，截至 2023 年 3 月末上述两项调整项金额分别为 1.61 亿元和 1.37 亿元。

比率或将进一步上升。

表 22：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 资产总额 | 291.81 | 308.61 | 334.66 | 333.73 |
| 非流动资产占比 | 48.20 | 51.12 | 50.94 | 51.63 |
| 经调整的所有者权益 | 100.56 | 103.71 | 106.81 | 107.17 |
| 资产负债率 | 64.50 | 65.43 | 67.19 | 67.00 |
| 总资本化比率 | 60.37 | 60.65 | 63.51 | 63.30 |

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，公司经营活动贡献的现金净流入规模仍较大，经营获现能力仍较强；公司投资活动仍存在较大的资金缺口，但同比有所缩减，同时公司仍对外部融资存在较强的依赖性，需关注行业政策和区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

受贸易规模缩减影响，2022 年公司营业收入有所下降，但乳业、贸易批发等主营业务经营及回款情况仍较好，公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入规模基本相匹配，收现比较上年有所上升且大于 1，收入质量较好且稳中有升。

较好的收现能力加上往来款继续净流入，2022 年公司经营活动现金流仍呈较大额净流入状态，经营获现能力仍较强。2023 年一季度，公司收现能力仍保持良好水平，但经营活动现金流净流入规模受支付的往来款相对较大影响而小额为正。

投资活动方面，2022 年公司在工程投入、牧场收购及升级等方面仍有较大规模的投资支出，故当期投资活动现金流仍呈净流出状态，但净流出规模受投资力度减小影响而随之缩减；2023 年一季度，公司投资活动现金流因持续的投资支出而继续呈净流出状态。

公司筹资活动力度主要与经营活动和投资活动资金缺口、还本付息规模有关，2022 年主要因取得借款收到的现金规模有所增长，但还本付息规模有一定下降，公司筹资活动现金流呈一定规模净流入状态，并形成相应的资金沉淀。此外，2022 年以来公司仍主要采用银行借款和发行债券作为融资方式，对外部融资仍存在较强的依赖性，需持续关注行业政策和区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表 23：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 | 14.87 | 11.40 | 10.91 | 1.18 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -5.60 | -17.36 | -10.10 | -1.82 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 8.77 | -3.72 | 6.06 | -2.52 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 18.04 | -9.67 | 6.86 | -3.16 |
| 收现比 | 0.93 | 0.95 | 1.08 | 1.07 |

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，公司债务规模整体保持较快增长，债务结构虽持续优化，但短期债务占比仍不低，面临一定的集中偿债压力；此外，2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流仍能对名义利息支出

形成有效覆盖，但覆盖倍数均有所下滑。

随着经营业务的持续发展、生产线扩大以及基础设施和园区建设等持续的投入，2022 年以来公司外部债务融资力度仍较大，推动债务规模整体保持较快增长。从债务类型来看，截至 2023 年 3 月末公司债务仍主要为银行借款和债券融资，且银行借款以保证借款和信用借款为主，抵质押借款相对较少，债务类型及融资渠道仍较为多元。从债务期限来看，2022 年以来公司短期债务占比持续下降，债务结构有所改善，但截至 2023 年 3 月末短期债务占比仍接近 30%，公司仍面临一定的集中偿债压力。

2022 年，公司 EBITDA 仍主要由利润总额、费用化利息支出以及折旧构成，但主要受折旧减少影响而同比有所下降。因平均融资成本相对较低，以及部分实际利息支出被计入营业成本中，2022 年公司名义利息支出虽有所增长但仍较小³，在此背景下，当期 EBITDA 和经营活动净现金流仍能对利息支出形成完全覆盖，但覆盖倍数均有所下滑。

表 24：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 类型 | | 金额 | 1 年以内 | 1~2 年 | 2~3 年 | 3 年以上 |
|------|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 银行借款 | 保证借款、信用借款等 | 125.50 | 46.53 | 31.12 | 23.76 | 24.09 |
| 债券融资 | 中期票据、公司债、企业债 | 46.70 | 8.00 | 0.20 | 9.50 | 29.00 |
| 应付票据 | 银行承兑汇票、商业承兑汇票 | 8.54 | 8.54 | -- | -- | -- |
| 其他 | 租赁负债、混合型证券 | 4.09 | 0.09 | -- | -- | 4.00 |
| 合计 | -- | 184.83 | 63.17 | 31.32 | 33.26 | 57.09 |

注：1、由于公司 2023 年一季报未将一年内到期的“16 十二师”（本金余额为 8.00 亿元）计入“一年内到期的非流动负债”科目中，上表 1 年内到期债务与短期债务相差 8.00 亿元；2、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 25：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 | 153.19 | 159.84 | 185.90 | 184.83 |
| 短期债务占比 | 42.29 | 35.70 | 31.14 | 29.85 |
| EBITDA | 7.97 | 5.56 | 5.19 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数 | 2.17 | 2.41 | 1.85 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 4.04 | 4.95 | 3.88 | -- |

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 32.32 亿元，占当期末总资产的 9.68%，系受限的各类保证金（10.80 亿元），抵押借款的房屋建筑物、房产及土地使用权等（21.52 亿元，对应投资性房地产、存货和固定资产科目）。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 32.76 亿元，占同期未经调整的净资产的 30.57%，被担保对象主要系十二师区域内国企，对民企的担保余额较少，但仍存在一定的代偿风险。此外，同期末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

³ 2020~2022 年，公司每年实际支付的利息支出分别为 8.36 亿元、6.94 亿元和 7.35 亿元，按此计算，同期实际经营活动净现金流利息覆盖倍数分别为 1.78 倍、1.64 倍和 1.48 倍。

表 26：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

| 序号 | 被担保对象 | 企业性质 | 担保余额 |
|----|------------------|------|------------|
| 1 | 新疆天恒基投资（集团）有限公司 | 国企 | 321,655.00 |
| 2 | 新疆润丰供销合作社联合社有限公司 | 国企 | 4,950.00 |
| 3 | 新疆海川麦客面粉有限责任公司 | 民企 | 1,000.00 |
| 合计 | | -- | 327,605.00 |

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，公司仍作为十二师最重要的国有资本运营主体，没有显著规模的资产划入与划出。

——2023 年，作为疆内乳制品加工产业龙头，公司乳制品加工收入继续保持增长，占比最大的贸易批发收入呈稳步增长态势，相关租赁收入亦逐步恢复，上述因素共同推动公司营业收入规模的扩大。

——2023 年，公司计划新增项目投资和股权类投资 15~30 亿元，计划融资 100~125 亿元，在生产扩张及园区建设的推动下，债务规模将继续呈增长态势。

预测

表 27：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（%） | 60.65 | 63.51 | 61~71 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.41 | 1.85 | 1.21~1.61 |

资料来源：中诚信国际根据公司提供的资料合理预测，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，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来，公司经营活动现金流均保持较大规模净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用的账面货币资金约 24 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供一定的直接资金来源。同时，同期末公司共获得银行授信总额约为 251 亿元，尚未使用的授信额度约 97 亿元，备用流动性较为充足。此外，作为十二师最重要的国有资本运营主体，公司依托兵团和十二师的发展与支持，可持续获得政府的资金注入、政策支持与资源优势；而且得益于在金融市场良好的认可度，近年来公司在债券市场

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。

表现较为活跃，目前在手批文 7.5 亿元、在审批文 15 亿元，预计公司未来再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注行业政策及区域融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于乳制品加工和贸易批发板块的生产经营、基础设施和园区建设以及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年项目建设以及收并购投资支出规模较大，且主营业务运营所需资金亦较多。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 63 亿元；此外，2022 年公司为支付利息产生的现金流出为 7.35 亿元，预计未来一年实际支付的利息或将随着债务规模的增长而继续增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司战略规划清晰，近年来未发生过重大争议事件，且子公司天润乳业重视履行环境和社会责任，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，公司的基础设施及园区建设和运营、建筑施工业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。此外，天润乳业将绿色环保作为企业核心理念之一，其子公司新疆天润生物科技股份有限公司及孙公司沙湾盖瑞乳业有限责任公司属于国家环境保护部门公布的废水重点排污单位，均配套有污水站等防治污染设施以及污水在线监测设备，近年来未发生超标排放现象，亦未因环境问题受到行政处罚。

社会方面，公司员工激励机制和培养体系较为健全，公平参与市场竞争，并重视安全生产，近年来未发生安全生产事故。此外，天润乳业作为上市公司，近年来积极开展志愿公益服务、爱心捐赠、民族团结联谊等社会活动，关爱公司员工子女，并且注重发挥兵团龙头企业的带动作用，助力南疆相关产业发展。

治理方面，公司战略规划清晰，内控制度较为完善，对除天润乳业以外的子公司在财务管理、风险管理以及人事管理等方面均可实际管控，对天润乳业则按上市公司章程、股东会和董事会制度积极履行控股股东职责，同时公开市场中信息披露较为及时。此外，近年来公司未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。

外部支持

中诚信国际认为，兵团的支持能力很强，主要体现在以下方面：

兵团承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，经济政治地位突出。近年来，兵团依托国家的支持政策和自身优势，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，地区生产总值和固定资产投资（不含农户）不断增长，其中 2022 年分别同比增长 3.0%和 6.3%，发展质量和效益不断提升，未来发展潜力仍很大。此外，兵团广义债务率处于全国下游水平，同时区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，近年来随着对国企债务风险监管力度的不断加大，区域内债务风险整体可控。

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。

同时，兵团对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：十二师作为乌鲁木齐实施城市南控、北扩、东延、西进的重要战略地带、乌鲁木齐市现代服务业集聚区和城市功能优化区，区域地位重要。而公司作为十二师最重要的国有资本运营主体，其乳制品加工、贸易批发业务在区域内具备很强的竞争优势，且乳业板块运营主体天润乳业为疆内市场份额第一的龙头乳企，整体来看公司在兵团平台中的区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由十二师国资委直接控股，股权结构与十二师国资委具有高度的关联性，且作为十二师国资委的上级机构，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”）目前亦持有公司 6.12% 股权。同时，公司根据兵团及十二师政府意图开展国有资本运营，业务开展与兵团及十二师国资委具有较高关联性。此外，目前公司存续债券规模在兵团所有平台中排名第一，其信用状况恶化将对区域融资环境产生重大不利影响。
- 3) 过往支持力度较大：2022 年以来，公司继续在资本金注入及财政补贴等方面获得政府的有力支持。资本金注入方面，2022 年公司收到十二师国资委现金增资 0.50 亿元，计入实收资本中，进一步夯实资本实力。财政补贴方面，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到政府补助 2.51 亿元和 0.14 亿元，计入其他收益中，对公司利润形成一定补充。

表 28：2022 年兵团主要平台比较（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 |
|---------------------------|-------------------------------|---------------------------------|--------|--------|-------|--------|------|-------|
| 新疆生产建设兵团投资有限责任公司 | 兵团国资委 100% | 新疆生产建设兵团主要的国有资产运营主体 | 273.86 | 132.07 | 51.77 | 8.32 | 2.63 | 15.00 |
| 新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司 | 兵团国资委 100% | 新疆生产建设兵团主要的产业投融资平台 | 262.82 | 112.66 | 57.13 | 256.66 | 0.70 | 19.00 |
| 阿拉尔市新鑫国有资本投资运营（集团）有限责任公司 | 新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会 51% | 阿拉尔经济技术开发区最重要的基投主体 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 阿拉尔市统众国有资本投资运营（集团）有限责任公司 | 新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会 90% | 新疆生产建设兵团第一师重要的国有资产运营主体 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 新疆绿原国有资本投资运营有限公司 | 新疆生产建设兵团第二师国有资产监督管理委员会 90% | 新疆生产建设兵团第二师重要的投融资和资产运营主体 | 189.88 | 80.12 | 57.80 | 87.74 | 2.68 | 5.05 |
| 新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司 | 新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会 90% | 新疆生产建设兵团第四师重要的国有资产运营主体 | 736.96 | 530.84 | 27.97 | 142.37 | 4.86 | 31.00 |
| 新疆国恒投资发展集团有限公司 | 新疆生产建设兵团第六师国有资产监督管理委员会 65.26% | 五家渠市基础设施建设主体 | 142.33 | 89.18 | 37.34 | 14.30 | 0.66 | 8.50 |
| 新疆生产建设兵团第七师国有资本投资运营集团有限公司 | 新疆生产建设兵团第七师国有资产监督管理委员会 90% | 新疆生产建设兵团第七师最重要的国有资产运营主体 | 317.88 | 84.32 | 73.48 | 123.00 | 2.26 | 5.00 |
| 石河子城市建设投资集团有限公司 | 新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会 68.48% | 新疆生产建设兵团第八师重要的土地开发整理及市政基础设施建设主体 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 新疆北屯额河明珠国有 | 新疆生产建设兵团第 | 新疆生产建设兵团 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |

| | | | | | | | | | |
|------------------------------|----------------------|-----------------|--------|--------|-------|-------|------|-------|--|
| 资本投资有限公司 | 十师国有资产监督管理委员会 78.05% | 第十师唯一的国有资本运营主体 | | | | | | | |
| 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 | 十二师国资委 93.88% | 十二师最重要的国有资本运营主体 | 334.66 | 109.79 | 67.19 | 93.68 | 1.86 | 46.20 | |
| 新疆天恒基投资（集团）有限公司 | 十二师国资委 91.98% | 十二师重要的国有资本投资主体 | 207.10 | 80.94 | 60.92 | 37.09 | 0.30 | 5.65 | |

注：以上财务数据均来源于各平台 2022 年度审计报告，持股比例为截至本报告出具日数据，债券余额系截至本报告出具日各平台本部数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，兵团很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，十二师国资与兵团投资、天恒基投资等可比公司的外部经营环境风险一致，但业务风险和财务风险存在一定差异，兵团对以上三者的支持意愿分别为较强、强和一般。

首先，由于兵团的特殊体制，兵团下属 14 个师与兵团本级的关联度高，同属于兵团大体系内，区域债务压力和市场融资环境联系紧密，因此可直接考虑兵团对十二师国资及可比公司的支持。兵团投资作为兵团国资委直接控股的平台，兵团对其支持意愿明显高于十二师国资和天恒基投资；而十二师国资又作为十二师最重要的国有资本运营主体，其在资本实力、核心业务板块地位、资本市场活跃度等方面优于天恒基投资，因此兵团及十二师政府对其支持意愿亦高于天恒基投资。

其次，十二师国资与可比对象相比在业务风险上存在一定差异。基于当地政府对其的主要定位，十二师国资与可比对象的业务结构均较为多元化，同时十二师国资业务市场化程度更高，乳制品加工、贸易批发等核心业务发展突出，获现能力强于兵团投资和天恒基投资，且与之相关的资产价值亦较高。

然后，十二师国资的财务风险在同行业中处于偏高水平。公司资产规模最大，权益规模处于比较组适中水平，但财务杠杆较高，且负债规模显著高于比较组平均水平，资本结构有待优化；公司营收规模亦最大，经营获现能力较强，EBITDA 对利息支出的覆盖能力处于中游水平；此外，公司在资本市场融资活跃，债券市场认可度较高，可用银行授信规模亦最大，再融资能力较强。

表 29：2022 年同行业对比表

| | 十二师国资 | 兵团投资 | 天恒基投资 |
|-------------|--------------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| 最新主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AA |
| 地区 | 兵团十二师 | 兵团 | 兵团十二师 |
| GDP（亿元） | 242.70 | 3,500.71 | 242.70 |
| GDP 增速（%） | -12.1 | 3.0 | -12.1 |
| 人均 GDP（万元） | 9.72 | 9.87 | 9.72 |
| 控股股东及持股比例 | 十二师国资委 93.88% | 兵团国资委 100% | 十二师国资委 91.98% |
| 职能及地位 | 十二师最重要的国有资本运营主体 | 兵团重要的投融资主体 | 十二师重要的国有资本投资主体 |
| 核心业务及收入占比 | 乳制品加工 25.72%、贸易批发 65.89% | 乙二醇贸易 42.90%、药品销售 28.16%、资金占用费 16.30% | 商品销售 52.49%、工程施工 29.48% |
| 总资产（亿元） | 334.66 | 273.86 | 207.10 |
| 所有者权益合计（亿元） | 109.79 | 132.07 | 80.94 |
| 总负债（亿元） | 224.87 | 141.79 | 126.16 |

| | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|
| 资产负债率（%） | 67.19 | 51.77 | 60.92 |
| 营业总收入（亿元） | 93.68 | 8.32 | 37.09 |
| 净利润（亿元） | 1.86 | 2.63 | 0.30 |
| EBITDA（亿元） | 5.19 | 4.31 | 4.98 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 1.85 | 2.11 | 1.57 |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 10.91 | 1.54 | 1.82 |
| 可用银行授信余额（亿元） | 97.06 | 73.08 | 56.36 |
| 债券融资余额（亿元） | 46.20 | 15.00 | 5.65 |

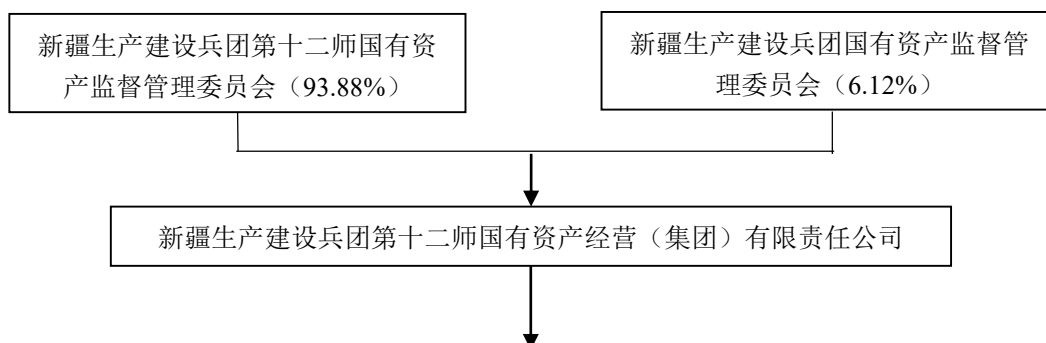
注：1、十二师国资和天恒基投资可用银行授信余额系截至 2023 年 3 月末数据，兵团投资系截至 2022 年 3 月末数据；2、债券融资余额系截至本报告出具日数据。

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）有限责任公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 新师债 01/22 新师 01”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 2023 年 3 月末）



| 序号 | 一级子公司名称 | 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）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 381,314.38 | 305,685.71 | 366,059.86 | 348,227.86 |
| 非受限货币资金 | 299,919.41 | 203,219.71 | 271,836.86 | 240,244.21 |
| 应收账款 | 126,341.38 | 76,575.79 | 107,359.64 | 104,713.54 |
| 其他应收款 | 257,007.15 | 351,104.10 | 371,184.70 | 364,209.35 |
| 存货 | 700,273.19 | 700,201.61 | 737,538.17 | 734,106.02 |
| 长期投资 | 34,860.47 | 62,987.25 | 72,477.88 | 72,490.70 |
| 在建工程 | 114,595.84 | 222,775.28 | 311,196.49 | 314,798.84 |
| 无形资产 | 75,908.95 | 70,071.56 | 67,511.16 | 67,038.30 |
| 资产总计 | 2,918,112.56 | 3,086,053.28 | 3,346,598.43 | 3,337,346.69 |
| 其他应付款 | 102,574.87 | 97,045.04 | 87,348.76 | 88,990.24 |
| 短期债务 | 647,785.86 | 570,581.24 | 578,969.32 | 551,705.37 |
| 长期债务 | 884,085.00 | 1,027,782.75 | 1,280,026.16 | 1,296,553.35 |
| 总债务 | 1,531,870.86 | 1,598,364.00 | 1,858,995.48 | 1,848,258.73 |
| 负债合计 | 1,882,275.26 | 2,019,141.10 | 2,248,683.16 | 2,235,900.66 |
| 利息支出 | 36,813.61 | 23,046.60 | 28,103.88 | -- |
| 经调整的所有者权益合计 | 1,005,551.31 | 1,037,126.18 | 1,068,129.27 | 1,071,660.03 |
| 营业总收入 | 715,143.86 | 1,117,261.62 | 936,845.11 | 172,751.96 |
| 经营性业务利润 | 13,086.18 | 6,987.58 | 16,629.76 | 5,261.16 |
| 其他收益 | 8,873.56 | 11,800.80 | 25,924.21 | 1,426.52 |
| 投资收益 | 13,866.01 | 901.17 | 7,466.71 | 12.83 |
| 营业外收入 | 3,426.69 | 3,975.98 | 1,655.73 | 127.38 |
| 净利润 | 32,721.96 | 20,696.58 | 18,590.72 | 3,530.76 |
| EBIT | 53,987.83 | 21,198.18 | 29,125.73 | -- |
| EBITDA | 79,736.62 | 55,619.70 | 51,875.64 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 664,576.82 | 1,057,985.84 | 1,007,250.99 | 184,085.33 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 312,943.38 | 375,129.27 | 172,378.52 | 63,604.55 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 619,901.33 | 1,108,900.41 | 921,970.66 | 150,087.57 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 145,912.82 | 135,584.80 | 82,556.72 | 69,718.02 |
| 吸收投资收到的现金 | 127,365.61 | 74,530.44 | 19,700.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 56,576.11 | 174,740.19 | 103,115.89 | 19,993.60 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 148,723.76 | 114,038.18 | 109,089.71 | 11,798.78 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -56,032.10 | -173,577.57 | -101,035.12 | -18,236.72 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 87,692.20 | -37,159.99 | 60,562.52 | -25,154.72 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 180,383.86 | -96,699.70 | 68,617.15 | -31,592.65 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
| 营业毛利率（%） | 11.13 | 5.00 | 6.52 | 12.25 |
| 期间费用率（%） | 9.46 | 4.72 | 6.37 | 9.32 |
| 应收类款项占比（%） | 13.39 | 14.18 | 14.53 | 14.28 |
| 收现比（X） | 0.93 | 0.95 | 1.08 | 1.07 |
| 资产负债率（%） | 64.50 | 65.43 | 67.19 | 67.00 |
| 总资本化比率（%） | 60.37 | 60.65 | 63.51 | 63.30 |
| 短期债务/总债务（%） | 42.29 | 35.70 | 31.14 | 29.85 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 4.04 | 4.95 | 3.88 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 19.21 | 28.74 | 35.84 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.12 | 0.10 | 0.09 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.17 | 2.41 | 1.85 | -- |

注：1、中诚信国际根据公司 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；2、中诚信国际分析时，将“长期应付款”、“其他权益工具”和“少数股东权益”中的带息负债调整至长期债务计算；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金额，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+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/资产总额 |
| | 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 |
| | 应收类款项占比 | （应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项）/资产总额 |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | （营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 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-非经常性损益调整项 |
| | EBIT（息税前盈余） | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | 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 |
| 现金流 | 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 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“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；2、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”；3、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