



阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司 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 1122 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 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 阿克苏债 01/22 绿色 01”、“22 阿克苏债 02/22 绿色 02”	AA+

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为阿克苏地区区位优势明显，经济财政实力不断增强，对区内企业的支持能力强；阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司（以下简称“绿色实业”或“公司”）作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务重要性强且与政府的关联度高。同时，需关注资产流动性较弱及对子公司的管控能力有待提升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，阿克苏地区绿色实业开发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：阿克苏地区经济、财政实力大幅增加，公司资本实力显著增强，资产质量显著提升，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化或公司地位下降，致使股东及各方支持能力下降，支持意愿减弱；核心业务或子公司被剥离，业务不再具有可持续性；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

正面

- **区位优势明显，区域经济实力稳步提升。**阿克苏地区区位优势明显，资源丰富。2022年区域经济实力稳步提升，稳定居于新疆下属地州市州前列，为公司经营发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位重要，持续获得有力的政府支持。**公司系阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，2022年在股权划转、资产及资金注入等方面持续获得政府有力支持。

关注

- **资产流动性仍较弱。**截至2023年3月末，公司资产中应收类款项、存货合计为219.26亿元，占资产总额的比重为29.01%；相关资产难以在短期内变现，整体资产流动性仍较弱。
- **对子公司的管控能力有待提升。**目前公司下属子公司数量较多且较为分散，子公司业务覆盖阿克苏地区下属多个区县的城市基础设施和民生领域，存在一定管理难度，公司对子公司的管控能力有待提升。

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：赵子贺 zhzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

绿色实业（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	538.07	565.96	742.50	755.92
所有者权益合计（亿元）	321.99	323.90	439.55	439.78
负债合计（亿元）	216.08	242.06	302.95	316.15
总债务（亿元）	137.02	157.16	191.77	208.12
营业总收入（亿元）	17.18	24.66	27.62	2.25
经营性业务利润（亿元）	1.81	2.86	4.22	0.23
净利润（亿元）	3.59	2.42	3.77	0.20
EBITDA（亿元）	9.17	13.44	18.01	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.09	-0.33	-4.40	0.31
总资本化比率（%）	29.85	32.67	30.38	32.12
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.98	1.94	2.02	--

注：1、中诚信国际根据绿色实业提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 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 年及 2023 年一季度财务数据采用当期财务报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款、其他非流动负债中的有息债务；3、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

阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司					
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 阿克苏债 01/22 绿色 01 (AA+)	2022/12/08	--	--	阅读全文
AA+/稳定	22 阿克苏债 02/22 绿色 02 (AA+)	2022/2/24	周飞、国采薇	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 阿克苏债 01/22 绿色 01 (AA+)	2021/12/21	周飞、国采薇	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）

项目	绿色实业	昌吉国投	巴州国信
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	阿克苏地区	昌吉回族自治州	巴音郭楞蒙古自治州
GDP（亿元）	1,739.54	2,169.52	1,519.84
一般公共预算收入（亿元）	151.32	222.14	90.97
所有者权益合计（亿元）	439.55	267.47	181.86
总资本化比率（%）	30.38	50.56	20.33
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.02	1.04	1.50

注：昌吉国投系“昌吉州国有资产投资经营集团有限公司”的简称；巴州国信系“巴州国信建设发展投融资有限公司”的简称。

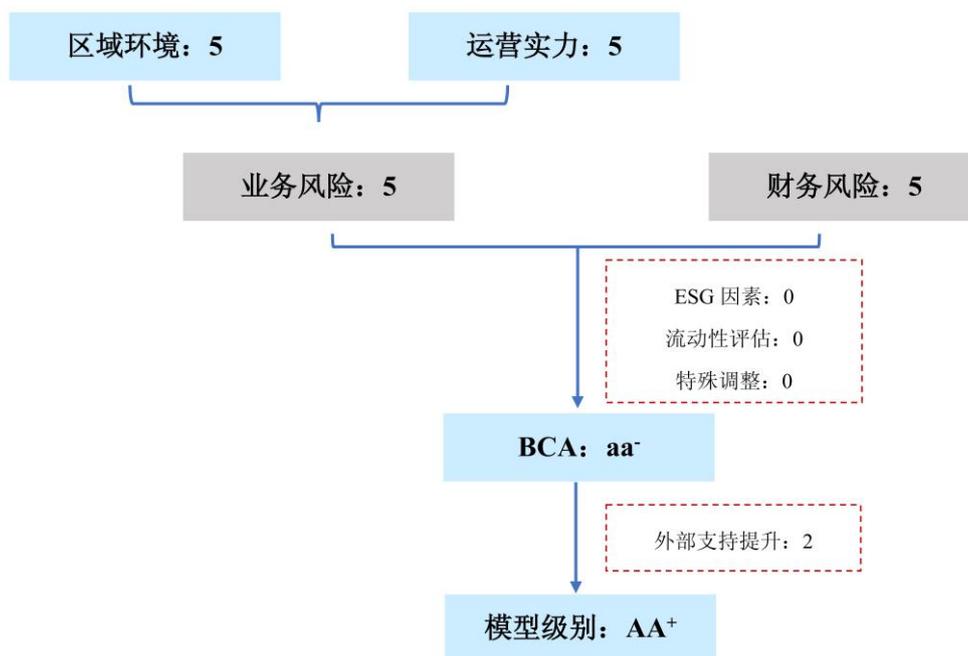
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

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 阿克苏债 02/22 绿色 02	AA+	AA+	2022/12/08	7.00	7.00	2022/03/15~ 2032/03/15	调整票面利率、回售、提前偿还
22 阿克苏债 01/22 绿色 01	AA+	AA+	2022/12/08	8.00	8.00	2022/01/17~ 2032/01/17	调整票面利率、回售、提前偿还

评级模型

阿克苏地区绿色实业开发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，绿色实业作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务竞争力很强；业务具有垄断性优势，稳定性和可持续性较强。但是，基础设施自建项目后续仍存在一定投资压力，未来保障房项目销售回款情况及自营项目的资金平衡情况亦有待关注。此外，绿色实业资产收益性不强且流动性较弱，资产质量整体较低。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，绿色实业资本实力大幅增强，债务规模增长较快，但财务杠杆仍处于较低水平，且债务期限结构较为合理，EBITDA 对利息的保障能力较强。

■ 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绿色实业个体基础信用等级无影响，绿色实业具有 aa- 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，阿克苏地区政府的支持能力强，对公司的支持意愿强，主要体现在阿克苏地区区位优势明显，经济财政实力不断增强；绿色实业系阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资产及资金注入等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。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 阿克苏债 01/22 绿色 01”募集资金为 8 亿元，其中 1.00 亿元用于红旗坡冷链物流及果品深加工基地二期建设项目，0.50 亿元用于温宿国家农业科技园区畜禽良种繁育工程建设项目，1.00 亿元用于新和县农村产业融合发展建设项目，0.70 亿元用于阿瓦提县农业产业化融合项目，1.00 亿元用于沙雅县农村产业融合建设项目，0.30 亿元用于拜城县“拜城油鸡”建设项目，0.50 亿元用于乌什县田园综合体生态种植养殖区建设项目，3.00 亿元用于补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月末，募集资金已按照募集说明书约定用途使用完毕。

“22 阿克苏债 02/22 绿色 02”募集资金 7.00 亿元，其中 1.00 亿元用于红旗坡冷链物流及果品深加工基地二期建设项目、0.50 亿元用于温宿国家农业科技园区畜禽良种繁育工程建设项目、1.00 亿元用于新和县农村产业融合发展建设项目、0.81 亿元用于阿瓦提县农业产业化融合项目、1.00 亿元用于沙雅县农村产业融合建设项目、0.19 亿元用于拜城县“拜城油鸡”建设项目、0.50 亿元用于乌什县田园综合体生态种植养殖区建设项目、2.00 亿元用于补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月末，剩余 0.27 亿元用于补充营运的资金暂未使用。

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.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

阿克苏地区地处新疆维吾尔自治区中部，天山南麓、塔里木盆地北缘，总面积 13.13 万平方公里，占新疆面积的 8%，下辖 7 县 2 市，即乌什县、柯坪县、温宿县、拜城县、新和县、沙雅县、阿瓦提县、库车市和阿克苏市，截至 2022 年末，常住人口为 272.57 万人。阿克苏是新疆南北要冲和东西贯通的关节点，国道、高速、铁路连接南北疆，拥有机场 3 座（阿克苏红旗坡机场、库车龟兹机场、阿拉尔塔里木机场），已形成集公路、铁路、航空于一体的立体交通网络，是国家“一带一路”向西开放和连通欧亚国际经贸大通道的桥头堡，区位、地缘优势十分突出。

阿克苏地区资源富集，是新疆水土光热、煤电油气、林果棉花等资源最为富集的地区之一。水土光热资源得天独厚，是国家优质商品棉基地、新疆特色林果基地；矿产资源丰富，是“西气东输”的主气源地、国家油气资源重要接替区，境内探明石油地质储量 31 亿吨，天然气储量 2.2 万亿立方，煤炭储量 53 亿吨。

立足于良好的资源禀赋和区位优势，阿克苏地区着力培育油气生产加工、煤炭煤电煤化工、绿色矿业、纺织服装、战略性新兴产业、粮油、绿色果蔬、畜牧产业“八大产业集群”，推动区域经济保持增长。2022 年，阿克苏地区实现地区生产总值 1,739.54 亿元，同比增长 5.50%，GDP 总量在新疆下辖地市中居第 3 位；同期，三次产业结构由 2021 年的 25.3:32.1:42.6 调整为 24.3:35.7:40.0，第三产业对经济发展的贡献程度较大；全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 26.3%。

表 1：2022 年新疆地州市经济财政概况

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	8	151.32	3
伊犁哈萨克自治州	1,548.00	4	5.43	10	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	12	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	13	48.28	10

哈密市	868.99	9	13.44	3	93.89	6
吐鲁番市	526.56	10	7.57	7	58.92	9
和田地区	490.55	11	1.96	14	42.18	11
博尔塔拉蒙古自治州	481.66	12	9.87	4	38.80	12
阿勒泰地区	399.71	13	5.98	9	35.79	13
克孜勒苏柯尔克孜自治州	217.12	14	3.49	11	18.86	14

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。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，阿克苏地区财政实力稳步提升，2022 年受益于石油、天然气等能源价格上升，全年一般公共预算收入增加 17.63 亿元至 151.32 亿元，在全疆排名第三。同时，阿克苏地区税收收入占比逐年上升，一般公共预算收入质量持续向好，但财政平衡率仍处于较低水平，对上级政府补助的依赖性强。此外，近年来阿克苏地区政府性基金收入能够对综合财力形成一定补充。再融资环境方面，在较快的投资增速驱动下，近年来阿克苏地区地方政府债务规模不断扩大，债务率不断上升，考虑到区域内城投企业主要依赖银行和直融等渠道融资，且发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来阿克苏地区经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,315.05	1,564.54	1,739.54
GDP 增速（%）	5.90	8.40	5.50
人均 GDP（元）	48,447	57,639	63,820
固定资产投资增速（%）	17.70	16.00	26.30
一般公共预算收入（亿元）	121.62	133.69	151.32
税收收入占比（%）	62.39	68.50	75.59
政府性基金收入（亿元）	46.30	59.22	40.82
公共财政平衡率（%）	27.42	30.15	30.73
地方政府债务余额（亿元）	310.55	401.58	546.81

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：阿克苏地区政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事节水灌溉、基础设施代建代管和保障房建设等业务，同时开展农业、市政工程等业务，业务类型较为多元，业务竞争力很强；公司业务具有垄断性优势，基础设施、保障房在建项目充足，业务稳定性和可持续性较强；但基础设施自建项目后续仍存在一定投资压力，未来保障房项目销售回款情况及自营项目的资金平衡情况亦有待关注。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月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
节水灌溉	6.59	38.36	57.65	5.89	23.89	50.25	9.19	33.27	55.90	1.02	45.12	62.44
代管代建	2.14	12.46	84.38	2.40	9.73	85.91	2.01	7.26	83.84	0.31	13.67	89.02
房屋、商铺销售	1.49	8.67	4.66	1.28	5.20	13.50	0.72	2.61	21.17	0.02	1.04	42.73
农业	1.71	9.95	24.11	4.24	17.19	20.85	4.91	17.79	27.05	0.16	7.02	57.30
其他业务	5.25	30.56	30.54	10.85	43.98	6.89	10.79	39.07	9.47	0.75	33.15	32.30

合计	17.18	100.00	37.45	24.66	100.00	27.68	27.62	100.00	33.75	2.25	100.00	55.52
----	-------	--------	-------	-------	--------	-------	-------	--------	-------	------	--------	-------

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、其他业务收入主要来自工程施工、商品销售等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

节水灌溉

跟踪期内，公司节水灌溉业务模式及水费价格稳定，仍具有较强可持续性和区域专营性；受益于业务范围增加，2022 年供水量和水费收入大幅增长。

跟踪期内，公司仍是阿克苏地区最大的节水灌溉投资运营主体，在节水灌溉业务方面具有较强的区域专营性。公司节水灌溉业务具体由阿克苏地区下属县域负责国有资产投资经营的子公司及阿克苏纺城水务发展有限公司负责，业务范围覆盖新和县、拜城县、阿瓦提县、温宿县、乌什县、柯坪县和阿克苏纺织工业城（以下简称“纺织城”）。各县域国资公司作为水利资产的所有权人，为阿克苏地区各县域提供灌溉用水，并依据供水量和供水价格确认水费收入。2022 年 6 月，公司将沙雅县振兴国有资产投资集团有限责任公司（简称“沙雅国投”）纳入合并范围，节水灌溉业务范围增加沙雅县，当期供水量和水费收入大幅增长。

水费价格方面，公司各个县域内的子公司依据新疆维吾尔自治区人民政府《关于印发新疆维吾尔自治区农业水价综合改革实施方案的通知》（新政发[2017]29 号）、阿克苏地区行政公署办公室《阿克苏地区农业水价综合改革指导意见》（阿行署办[2015]161 号）精神和水资源管理制度要求，在终端用水环节推行分类水价和超定额累进加价制度。依据新疆政府及当地政府政策，各县农业用水有一定的自主定价权，具体用水价格依据每年用水量及水源资源情况，由当地政府依据实际情况给予定价。2022 年以来各县域的水价保持稳定，价格范围在 0.06~0.12 元/立方米之间。具体的水费收取流程为用水户向当地水务局及其下属机构（水管站等）缴纳水费，水务机构收到水费并扣除 5%或 10%的委托管理费后，将水费返还至公司。

表 4：近年来公司水费收入情况表（亿元）

县域	供水价格（元/立方米）	2020	2021	2022	2023.1~3
沙雅县	0.12	--	--	2.87	0.28
阿瓦提县	0.12	2.72	1.96	1.82	0.07
温宿县	0.10	1.03	1.14	1.57	0.27
拜城县	0.08	1.00	1.00	0.99	0.19
乌什县	0.06	0.37	0.81	0.91	0.08
新和县	0.12	1.35	0.81	0.83	0.09
纺织城	--	0.09	0.13	0.16	0.03
柯坪县	0.06	0.04	0.04	0.04	0.01
合计	--	6.59	5.89	9.19	1.02

注：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 5：近年来各县域灌溉用水销售量情况（亿立方米）

县域	2020	2021	2022	2023.1~3
沙雅县	--	--	23.92	2.33
温宿县	10.40	11.4	15.70	2.70
阿瓦提县	22.58	16.33	15.17	0.58
乌什县	6.17	13.50	15.17	1.33
拜城县	12.50	12.50	12.38	2.38
新和县	11.25	6.75	6.92	0.75
柯坪县	0.67	0.67	0.67	0.17
纺织城	--	--	--	--

合计	63.57	61.15	89.91	10.24
----	-------	-------	-------	-------

注：纺织城供水主要为工业、生活用水，未纳入灌溉用水统计；2、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

从各县域灌溉水销售量及收入情况来看，由于各区县灌溉水需求量和当地降水量存在一定的关联性，因此受当地降水量影响，各区县每年灌溉用水需求量存在一定差异。具体来看，2022 年温宿县、乌什县和新和县受当地降水量减少影响，灌溉用水销售量均呈增长态势，并带动水费收入上升。

阿克苏地区农业用地面积及可耕地较多，其中，拥有耕地 52.26 万公顷，园林地 18.50 万公顷，牧草地 467.79 万公顷，农林牧副渔用地人均近 40 亩，公司节水灌溉业务具有较强的可持续性。此外，由于近年来阿克苏地区农业快速发展，地区农户对灌溉水需求始终处于较高水平，未来随着阿克苏地区农业生产规模提升，公司灌溉水业务收入有望提升，但需关注降水量对公司灌溉用水销售量及水费收入的影响。

代管代建

跟踪期内，公司代建业务模式稳定，代管业务管理资产规模及收入基本稳定，自建项目后续仍存在一定投资压力。

跟踪期内，公司仍承担阿克苏地区辖属保障房和城市基础设施的代建、代管业务，由各县政府出具框架协议，授权公司位于各县域的子公司负责各自县域范围内基础设施的代建、代管工作。

代建业务模式为政府确定相关建设项目后，由公司子公司选定的施工单位进行项目建设，项目资本金由各县政府以财政资金解决，项目建设资金由公司按工程进度支付给相关施工单位。待项目竣工验收后，子公司将项目移交各县政府，由相关县域财政部门向子公司按照项目投资金额加成 3%或 5%支付项目代建服务费。公司按净额法确认代建收入，即每年按照代建项目合同约定，按当年已投资额的一定比例确认当期实际的代建收入和回款金额。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施代建项目包括拜城县喀普斯浪河综合整治工程建设项目、拜城镇城北新区基础设施建设项目和温宿县新城区道路及附属工程等，计划总投资规模为 19.59 亿元，尚需投资 4.15 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司暂无拟建基础设施代建项目。

表 6：截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施代建项目情况（亿元）

在建项目名称	建设周期	总投资	已投资	累计确认收入	累计回款金额
拜城镇热斯坦村二区富民安居工程	2013.4~2023.12	1.75	1.71	0.09	0.01
拜城县喀普斯浪河综合整治工程建设项目	2014.3~2023.12	4.51	3.36	0.17	0.08
拜城镇城北新区基础设施建设项目	2014.4~2023.11	5.80	5.53	0.28	0.03
温宿县新城区道路及附属工程	2015.3~2023.10	3.00	2.88	0.09	0.03
温宿县新城区景观河项目	2014.9~2023.10	4.53	1.95	0.06	0.02
合计	--	19.59	15.44	0.68	0.17

注：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

代管业务方面，阿克苏地区下属部分县域政府将部分国有资产委托公司下属子公司代管，代管业务收入与代管资产规模直接挂钩。公司代管业务所管理的资产主要为水利资产和保障房资产。截至 2023 年 3 月末，公司代管资产账面价值为 27.12 亿元，2022 年以来未发生变化。2022 年及 2023

年 1~3 月，公司分别确认代管收入 1.09 亿元和 0.27 亿元，其中，2022 年收入与上年持平。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司代管资产情况（亿元、%）

县城	资产类别	资产价值	管理费率
温宿县	水利资产及保障房资产	13.46	3.00
拜城县	水利资产及保障房资产	1.64	5.00
新和县	水利资产及保障房资产	9.19	5.00
沙雅县	保障房资产	2.83	5.00
合计	--	27.12	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还有部分自建项目，资金平衡方式尚未明确，截至 2023 年 3 月末，公司自建项目计划总投资 118.90 亿元，尚需投资 38.78 亿元，后续仍存在一定投资压力。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要自建项目情况（亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	建设周期
阿瓦提县 2017 年农村路网建设项目	10.00	6.08	2019.7~2023.12
阿克苏纺织城供排水有限公司污水处理厂二期	7.00	2.40	2022.5~2025.12
阿克苏纺织城供排水有限公司染整区工程	1.50	0.96	2019.7~2023.12
阿克苏纺织城供排水有限公司纺织工业城一期供水项目	4.00	1.56	2019.7~2023.12
红旗坡冷链物流及果品深加工基地（二期）建设项目	7.90	5.44	2020.4~2024.5
市政基础设施建设项目	3.00	2.16	2020.6~2023.12
红旗特色小镇建设项目	3.00	2.44	2020.8~2023.12
沙雅县公租房	3.00	2.48	2017.5~2023.12
沙雅县 2022 年棚户区改造项目	3.00	2.29	2022.5~2025.12
柯坪县苏巴什水库	2.50	1.97	2016.4~2024.12
温宿县台兰河灌区“十四五”续建配套与现代化改造项目	3.00	1.59	2022.6~2024.12
阿瓦提县经济技术开发区基础设施建设项目	1.50	1.31	2020.4~2023.12
阿瓦提县农村扶贫富余劳动力培训基地建设项目	2.00	1.50	2020.4~2024.12
阿瓦提保障房项目（廉租、公租、回迁、棚户）	10.00	6.20	2018.4~2024.6
阿瓦提特色小镇建设项目	2.50	1.40	2018.5~2024.5
温宿县洼地水库项目	15.00	9.78	2018.7~2024.12
其他工程	40.00	30.56	--
合计	118.90	80.12	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋、商铺销售

跟踪期内，受市场需求较小影响，房屋、商铺销售收入规模仍较小，未来保障房项目销售回款情况有待关注。

跟踪期内，公司房屋及商铺销售业务仍主要由新和国资、拜城国资、阿瓦提天宏和温宿国资等各县域子公司负责，主要通过保障房项目及周边商铺的销售实现收入。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现房屋及商铺销售业务收入 0.72 亿元和 0.02 亿元，受阿克苏地区房屋租赁价格长期处于合理水平及公租房市场房屋资源较多影响，当地居民购房意愿较低，故公司房屋销售业务规模整体较小，且 2022 年收入规模有所下滑。

公司及下属子公司作为阿克苏地区保障性住房项目的重点投资建设单位，在阿克苏下属县域承担了一系列的保障房建设项目。保障房建设的业务模式为公司以自有土地进行开发建设，资金来源为配套资金、自行筹资或银行贷款，在相关批文及资金到位后，公司采取招标方式确定并委托承包商进行相关工程设计与建设，项目竣工后，公司委托销售代理公司对部分房屋、商铺进行销售、

另一部分为公司自行持有或对外出租，不存在政府回购的情况。

截至 2023 年 3 月末，公司已完工保障房项目账面价值 8.37 亿元，主要系绿色家园二区（住宅）项目、沙雅城南城乡一体化（商铺）等。同期末，公司在建保障房计划总投资 15.00 亿元，已投资 9.80 亿元。随着在建项目逐步完工，公司保障房项目的销售情况有待关注。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工保障房销售情况（万元）

资产类别	总投资	已销售金额
拜城热斯坦一区（商铺）	4,171.70	628.40
拜城热斯坦二区（商铺）	3,051.72	1,602.60
拜城热斯坦二区（回迁安置房）	858.60	480.00
拜城绿色家园（住宅）	11,700.89	8,236.78
拜城回购房（老干部集资楼）	166.55	166.55
拜城绿色家园二区（住宅）	20,089.62	15,151.70
拜城绿色家园二区（商铺）	2,186.13	480.11
拜城滨河水韵小区（住宅）	6,286.65	897.32
拜城滨河水韵小区（商铺）	668.30	379.36
拜城清风苑 2#高层（住宅）	3,350.11	3,234.06
拜城清风苑 2#高层（商铺）	1,632.90	886.96
拜城周转房	114.41	114.41
拜城滨河水韵休闲商业街	5,136.29	2,986.21
沙雅幸福里小区	9,567.08	5,573.61
沙雅城南城乡一体化（商铺）	14,679.20	1,912.13
合计	83,660.16	42,730.19

注：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

农业板块

2022 年承包租赁业务运营平稳，收入规模同比基本持平；随着红旗坡农业逐步完善规模化的生产模式，果品销售收入快速增长。

农业板块包括承包租赁业务和果品销售，承包租赁业务是指子公司阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司将农业土地出租给农户，并向农户收取土地租金，租金标准按照与农户签订的生产经营承包合同约定，每年收取一次。2022 年，公司实现承包租赁业务收入 3.30 亿元，与上年基本持平。

果品销售仍主要由红旗坡农业负责运营，红旗坡农业成立于 2015 年，主营业务为阿克苏“冰糖心”红富士的林果种植、销售和深加工。红旗坡农业所在区域面积达 31 万亩，耕地面积 21.6 万亩，草场 5,000 亩，属南疆规模较大的国有农业企业，主产区特有的暖温带大陆性气候，干旱少雨昼夜温差大，全年无霜期长、光照时间长的气候条件和依托天山山脉托木尔峰冰川、远离污染的地域条件，为红旗坡农业生产种植阿克苏“冰糖心”苹果提供了得天独厚的自然条件。

业务模式上，红旗坡农业主要从承包农户和周边地区农户收购果品，并开展果品分选及深加工业务，统一对外销售。近年来，红旗坡农业逐步建设冷链物流及果品深加工一期、二期项目，截至 2023 年 3 月末，拥有低温油炸、果品冻干、膨化食品等三条果品深加工生产线、3 万吨冷库建设及冷藏车 10 辆，并拥有进口分选线一条。上述设备的引进解决了“冰糖心”红富士苹果及其他果品的冷藏、分选、残次果深加工、运输等环节的问题。

目前，红旗坡农业已经在乌鲁木齐、上海、北京、广州、深圳、长沙等地建立了销售网点，并明确了果品销售阵线前移的战略。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现果品销售收入 1.61 亿元和 0.16 亿元，其中 2022 年收入同比大幅增长 72.05%。

其他业务

跟踪期内公司承接的市政工程项目增加，市政工程收入大幅增长；商品销售业务收入快速增长，但业务毛利率仍较低，相关业务收入对公司营业收入形成良好的补充。

除主营业务外，公司及下属子公司还承担了市政工程业务、土地转让、液化气销售、保安服务等其他业务。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现其他业务收入 10.79 亿元和 0.75 亿元，对公司营业收入形成良好的补充。

市政工程业务仍由子公司拜城国资的全资子公司拜城县城市建设投资发展（集团）有限公司（以下简称“拜城城投”）负责，拜城城投具有建筑工程施工总承包贰级资质等，主要负责拜城县的市政工程建设。业务模式方面，拜城城投通过招投标方式参与工程项目建设，与业主方签订建设工程施工合同，双方依据合同内容开展相关工程建设工作，业主方按照工程量支付合同约定的相应工程款。拜城城投主要业主方为拜城县教育局、拜城县公安局、拜城县住房和城乡建设局等政府委托方，以及拜城县市政建设投资有限公司、拜城县城乡水务建设投资有限公司、拜城县温泉小镇生态开发有限公司、拜城县给排水公司等非政府委托方。2022 年，随着公司承接的市政工程项目增加，当期实现市政工程收入 5.58 亿元，同比大幅增长 84.16%。

2022 年，公司拓展商品销售业务，主要开展农业附属品及其他商品的采购与销售，贸易品种包括果酱、煤炭、种子、红酒、肥料等。商品销售运营主体主要为红旗坡农业，业务模式采用以销定采，销售账期一般为 3 个月以内。同期公司实现商品销售收入 1.71 亿元，同比大幅增长 293.54%，但业务毛利率仍较低。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平。首先，跟踪期内公司将沙雅国投纳入合并范围，资本实力大幅增强；其次，公司债务规模快速增长，但财务杠杆仍处于较低水平，且债务期限结构较为合理；EBITDA 对利息支出的保障能力仍较强。

资本实力与结构

跟踪期内，公司持续获得政府支持，并将沙雅国投纳入合并范围，资本实力大幅增强，加之继续推进阿克苏地区城市基础设施、保障房等项目建设，资产总额大幅增长，但整体资产质量较低；财务杠杆率仍处于较低水平，资本结构合理。

作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，跟踪期内政府无偿划入沙雅国投 90.00% 股权，公司合并范围有所增加，同时公司继续推进阿克苏地区城市基础设施、保障房等项目建设，当期资产总额大幅增长 31.19%。

截至 2023 年 3 月末，公司资产仍主要由基础设施、保障房建设等业务形成的应收类款项、存货、

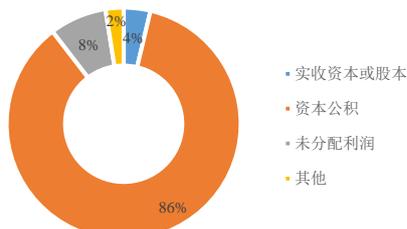
投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产为主，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 60%。具体而言，公司应收账款仍主要为应收阿克苏地区下属各县水利局和财政局的水费及代建、代管服务费，其他应收款主要系应收阿克苏地区其他国有企业及政府相关单位的往来款，截至 2023 年 3 月末公司应收类款项规模增至 140.36 亿元，占总资产的比重为 18.57%。公司存货主要为土地资产、开发成本及库存商品，截至 2023 年 3 月末三者规模分别为 43.02 亿元、21.38 亿元和 7.57 亿元，其中土地资产主要为划拨工业及农业用地，开发成本主要为基础设施建设代建项目，库存商品主要为保障房和商铺资产，跟踪期内存货规模保持稳定。除存货中的土地外，投资性房地产中尚有土地使用权 81.59 亿元，为投资性房地产的主要构成，跟踪期内规模亦保持稳定。公司固定资产主要为保障房等房屋建筑物，2022 年随着合并范围的扩大及在建工程转固而大幅增长；在建工程主要由水利工程、保障房工程和基础设施项目等投入构成，2022 年随着项目建设的推进亦稳步增长；无形资产主要由土地资产构成，2022 年受合并沙雅国投及政府注入水利资产等影响而大幅增长。此外，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，截至 2023 年 3 月末非受限货币资金为 48.49 亿元。整体来看，公司基础设施、保障房建设等业务形成的资产收益性不强，且资产中应收类款项、存货等资产规模较大，相关资产难以在短期内变现，资产流动性仍较弱，公司资产质量整体较低。

图 1：截至 2023 年 3 月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 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，公司收到阿克苏地区财政局注入货币资金 6.21 亿元，实收资本增至 16.21 亿元；同期受益于无偿划入沙雅国投股权增加资本公积 63.88 亿元，获得政府划转水利资产等增加资本公积 32.87 亿元，公司资本公积大幅增加，有力增强了公司资本实力。此外，未分配利润随公司利润积累而实现稳步增长，亦是所有者权益的重要构成。

财务杠杆方面，2022 年公司债务规模增长较快，但同时资本实力大幅增强，使得财务杠杆水平小幅下降，仍处于较低水平；2023 年 3 月末财务杠杆水平小幅上升。随着基础设施、保障房项目建设的持续推进，公司建设资金对外部融资的依赖性较强，预计公司债务规模将保持增长，财务杠杆率面临一定上升压力。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	538.07	565.96	742.50	755.92
非流动资产占比	56.08	57.90	64.42	63.49
所有者权益	321.99	323.90	439.55	439.78
资产负债率	40.16	42.77	40.80	41.82
总资本化比率	29.85	32.67	30.38	32.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2022 年公司收入规模稳步增长，回款情况有所改善，但收入质量仍一般；经营活动与投资活动均存在资金缺口，资金需求对外部融资的依赖性较高，需持续关注监管政策及融资环境变化对公司再融资能力的影响。

2022 年公司节水灌溉业务收入增加带动营业收入规模稳步增长，且当期业务回款情况有所改善，但当期收现比仍小于 1，公司收入质量一般。2023 年 1~3 月公司收现比下降至 0.77。

经营活动净现金流方面，虽然 2022 年公司收到的业务回款有所增加，但公司与政府单位、地方国有企业的往来款净流出规模扩大，导致经营活动现金流仍呈净流出状态且净流出规模进一步增加。2023 年 1~3 月公司往来款流入流出规模基本持平，当期经营活动现金流转为净流入。

跟踪期内，随着公司放缓在建项目的投资，投资活动现金流净流出规模有所减少，但投资活动仍存在较大的资金缺口。根据公司的业务定位及发展规划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持净流出态势。

如前所述，跟踪期内，经营活动与投资活动均存在不同程度的资金缺口，加之债务偿还规模仍较大，公司资金需求对外部融资的依赖性较高。目前，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补资金缺口，2022 年以来公司债券发行较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。总体来看，跟踪期内，公司筹资活动现金净流入规模能够满足经营活动和投资活动的资金需求。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-0.09	-0.33	-4.40	0.31
投资活动产生的现金流量净额	-32.30	-22.99	-17.72	-3.03
筹资活动产生的现金流量净额	40.28	29.57	22.48	14.02
现金及现金等价物净增加额	7.89	6.24	0.36	11.30
收现比	0.91	0.77	0.91	0.77

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快速增加，但债务期限结构较为合理，与公司业务特征相匹配；EBITDA 对利息支出的保障能力仍较强，但经营活动净现金流无法覆盖利息支出。

由于项目建设投入存在较大的资金需求，近年来公司主要通过银行借款和发行债券等方式对外融资，带动债务规模快速上升。债务结构方面，公司债务以银行借款和债券为主，同时保有一定规模的非标借款，公司债务类型及融资渠道较多元；2022 年以来，公司债务仍以长期债务为主，占比超过 95%，债务期限结构较为合理，与公司业务特征相匹配。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	金额	2023 年 4~12 月	2024 年	2025 年	2026 年及以后	
银行借款	信用/抵押/质押借款	87.68	7.95	1.51	2.09	76.13
债券融资	企业债/公司债	110.69	0.00	10.05	19.71	80.93
非标融资	融资租赁	9.75	0.00	0.00	0.00	9.75

合计	--	208.12	7.95	11.56	21.80	166.81
----	----	--------	------	-------	-------	--------

注：1、19 阿克苏 PPN001、G20 阿地 1 及 20 阿地 01 投资者可能于 2023 年行使回售权，表中 2023 年到期债务未考虑回售情况；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，费用化利息支出、折旧摊销以及利润总额依然是 EBITDA 的主要构成，上述科目增加带动 EBITDA 稳步增长。同期，公司 EBITDA 对利息的保障能力仍较强，能够完全覆盖利息支出。但由于经营活动净现金流仍呈净流出状态，无法覆盖利息支出。

表 13：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	137.02	157.16	191.77	208.12
短期债务占比	6.63	2.65	4.15	3.82
EBITDA	9.17	13.44	18.01	--
EBITDA 利息保障倍数	1.98	1.94	2.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.02	-0.05	-0.49	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产为 68.75 亿元，占当期末总资产的 9.09%，包括因银行借款抵押而受限的土地资产 59.98 亿元、应收款项 7.53 亿元、固定资产 0.38 亿元以及受限货币资金 0.85 亿元。

或有负债方面，除新疆鑫源融资担保有限责任公司担保业务外，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 36.22 亿元，占净资产的比例为 8.24%，被担保企业均为阿克苏地区内国有企业或政府单位下属子公司。同期末，公司对新疆维吾尔自治区阿克苏地区红旗坡农场（以下简称“红旗坡农场”）担保余额为 0.39 亿元，红旗坡农场自 2022 年以来频繁被纳入被执行人名单，且无可执行财产，需持续关注对外担保带来的或有负债风险；除上述担保外，其他担保事项均系子公司新疆鑫源融资担保有限责任公司的担保业务形成，截至 2023 年 3 月末被担保企业均正常运营。

表 14：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	担保金额
1	阿克苏信诚资产投资经营有限责任公司	国有	17.30
2	拜城县种羊场	--	6.98
3	阿克苏绵城投资建设管理有限公司	国企	5.69
4	阿克苏纺织城发展有限责任公司	国企	4.05
5	阿克苏云上数字集团有限责任公司	国企	1.05
6	拜城县市政建设投资有限公司	国企	0.66
7	新疆维吾尔自治区阿克苏地区红旗坡农场	--	0.39
8	拜城县兴科农牧业有限责任公司	--	0.10
	合计	--	36.22

注：拜城县种羊场、新疆维吾尔自治区阿克苏地区红旗坡农场为全民所有制企业，拜城县兴科农牧业有限责任公司为拜城县种羊场控股子公司。

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 5 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¹

假设

- 2023 年，公司仍作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司农业板块稳步发展，收入及盈利水平有所增长；节水灌溉、代管代建、房屋商铺销售及其他业务运营平稳，收入规模保持稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 10~20 亿元，股权类投资规模 0~10 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年无权益类融资，新增债务类融资 20~30 亿元。

预测

表 15：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（%）	32.67	30.38	28.82~35.22
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.94	2.02	1.54~2.32

资料来源：公司提供，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，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 48.49 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 154.71 亿元，尚未使用授信额度为 49.85 亿元，备用流动性较为充足。此外，阿克苏地区内企业有一定企业间临时拆借资金的空间；作为阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，可持续获得政府的资金支持，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及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项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于阿克苏地区城市基础设施、保障房等项目建设，同时，公司 2023 年到期债务约 8 亿元。综上所述，公司流动性强，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²

中诚信国际认为，公司注重可持续发展、环境保护以及安全管理，法人治理结构相对完善，但对子公司的管控能力有待提升；目前公司 ESG 整体表现适中，未来仍有优化空间。

¹ 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。

² 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。

环境方面，公司的基础设施及保障房项目建设可能会面临一定环境风险，但截至目前公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，近年来公司未发生安全生产事故，无重大诉讼。

治理方面，公司战略规划清晰，符合阿克苏地区财政局对公司的定位。公司按照《公司法》及有关法律法规的规定建立了完善的法人治理结构，设董事会、监事会、经理层，但公司目前下属子公司数量较多且较为分散，子公司业务覆盖阿克苏地区下属多个区县的城市基础设施和民生领域，存在一定管理难度，公司对控股子公司的管控能力有待提升。

外部支持

中诚信国际认为，阿克苏地区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

依托于良好的资源禀赋和区位优势，近年来阿克苏地区经济财政实力持续提升，2022 年能源价格上升推动一般公共预算收入快速增加，经济财政实力稳定居于新疆下属地市州前列，为区域内财政支出与企业发展提供了有力的支撑。

同时，阿克苏地区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司是阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要承担阿克苏地区的节水灌溉业务、基础设施代建代管业务和保障房建设等，具有一定区域专营性，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由阿克苏地区财政局直接控股，根据政府规划参与基础设施、保障房建设等任务，股权结构和业务开展均与阿克苏地区政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得股权划转、资产及资金注入等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2022 年，公司收到货币增资 6.21 亿元；同期政府无偿划入沙雅国投 90.00% 股权增加资本公积 63.88 亿元，获得政府划转资产增加资本公积 32.87 亿元；此外，2022 年公司获得政府补助 3.20 亿元。

表 16：阿克苏地区平台比较（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
绿色实业	阿克苏地区财政局 100%	阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体	742.50	439.55	40.80	27.62	3.77	99.80
阿克苏地区投资建设集团有限公司	阿克苏地区国资委 93.77%	--	--	--	--	--	--	--
阿克苏（能源）集团有限公司	阿克苏地区国资委 100%	--	--	--	--	--	--	--

注：1、阿克苏地区国资委为“阿克苏地区国有资产监督管理委员会”简称；2、债券余额为截至本报告出具日数据，且为本部发行的债券。

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，阿克苏地区政府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，绿色实业与昌吉国投、巴州国信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，阿克苏地区与巴音郭楞蒙古自治州、昌吉回族自治州的行政地位、经济财政实力基本相当，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。绿色实业与昌吉国投、巴州国信均为当地政府实际控制的最主要的平台公司，当地政府对其均有强的支持意愿。

其次，绿色实业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，公司与可比对象均具有业务竞争优势。公司是阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要承担阿克苏地区的灌溉水业务、基础设施代建代管业务和保障房建设等，区域专营性强，但同时也存在基础设施自建项目后续存在一定投资压力，未来保障房项目销售回款情况有待关注等问题。

然后，绿色实业的财务风险在同行业中处于较低水平。公司资产及权益规模高于可比对象，资本实力整体较强；财务杠杆处于比较组中等偏下，财务杠杆较低；公司净利润高于可比对象，EBITDA 能够完全覆盖利息支出，保障能力处于比较组最高水平；此外，公司债券余额高于可比对象，仍有一定可用银行授信余额，资本市场融资渠道较畅通。

表 17：2022 年同行业对比表

	绿色实业	昌吉国投	巴州国信
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	阿克苏地区	昌吉回族自治州	巴音郭楞蒙古自治州
GDP (亿元)	1,739.54	2,169.52	1,519.84
GDP 增速 (%)	5.50	4.20	1.80
人均 GDP (元)	6.38	13.45	9.42
一般公共预算收入 (亿元)	151.32	222.14	90.97
公共财政平衡率 (%)	30.73	61.58	31.70
政府债务余额 (亿元)	546.81	547.84	533.95
控股股东及持股比例	新疆维吾尔自治区阿克苏地区财政局 100%	昌吉回族自治州人民政府国有资产监督管理委员会 94.71%	新疆巴音郭楞蒙古自治州人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	阿克苏地区最重要的基础设施建设及国有资产运营主体	昌吉州最重要的城市开发和国有资产经营主体	巴州最重要的城市开发、公用事业运营和国有资产经营主体
核心业务及收入占比	节水灌溉 (33.27%)、农业 (17.79%)、代管代建 (7.26%)	商品销售 (77.75%)、房地产开发 (3.28%)、土地开发整理 (2.28%)、基础设施建设 (1.51%)	建筑及安装工程 (25.17%)、供水及污水处理 (16.89%)、粮油销售 (16.00%)
总资产 (亿元)	742.50	772.23	294.05
所有者权益合计 (亿元)	439.55	267.47	181.86
总债务 (亿元)	191.77	273.49	46.40
总资本化比率 (%)	30.38	50.56	20.33
营业总收入 (亿元)	27.62	93.64	13.55
净利润 (亿元)	3.77	1.43	0.40
EBITDA (亿元)	18.01	9.09	2.68
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.02	1.04	1.50

经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-4.40	-9.15	17.04
可用银行授信余额（亿元）	49.85	165.63	16.90
债券融资余额（亿元）	99.80	95.00	10.20

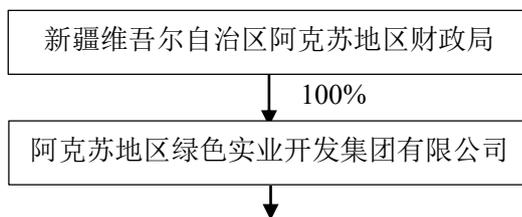
注：1、绿色实业、昌吉国投可用银行授信余额系截止 2023 年 3 月末数据；2、债券余额为截至本报告出具日数据，且均为本部发行的债券。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

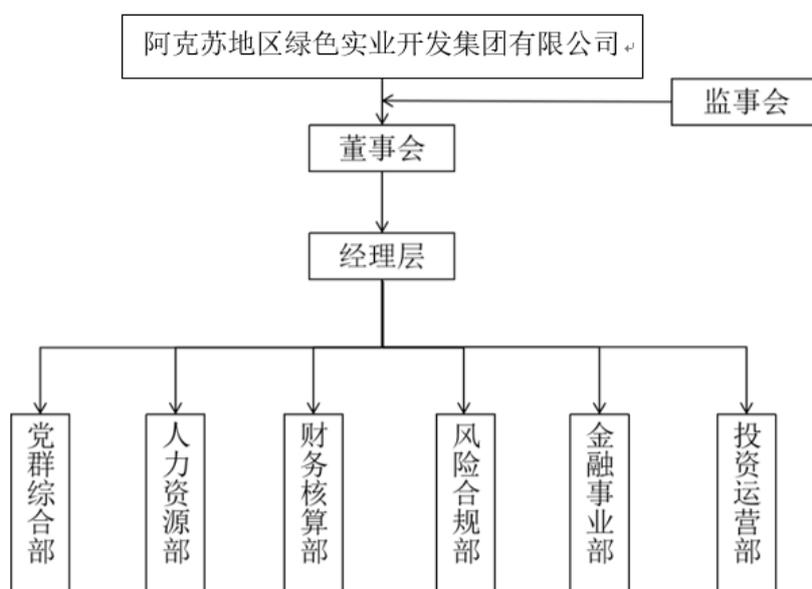
评级结论

综上所述，中诚信国际维持阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 阿克苏债 01/22 绿色 01”和“22 阿克苏债 02/22 绿色 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



名称	持股比例
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	97.56%
温宿县国有资产经营投资有限责任公司	96.00%
拜城县国有资产投资经营有限公司	100.00%
沙雅县财健保障性住房投资有限公司	88.14%
新和县国有资产经营管理有限公司	75.66%
乌什县燕山资产经营有限责任公司	87.25%
柯坪县国有资产经营管理有限责任公司	100.00%
阿克苏纺城水务发展有限公司	97.46%
新疆鑫源融资担保有限责任公司	88.18%
沙雅县振兴国有资产投资集团有限责任公司	90.00%
阿克苏天山神木果业发展有限责任公司	100.00%
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	100.00%
阿克苏西域牧业发展有限责任公司	100.00%
库车经济技术开发区投资有限公司	100.00%
阿克苏绿融资产运营管理有限公司	100.00%
阿克苏地区振兴产业投资基金有限公司	100.00%
阿克苏地区绿诚私募股权投资基金管理有限公司	100.00%



资料来源：公司提供

附二：阿克苏地区绿色实业开发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	309,325.59	374,382.22	380,168.05	493,386.50
非受限货币资金	305,800.83	368,237.93	371,833.66	484,868.05
应收账款	299,538.30	364,839.65	442,831.76	449,866.85
其他应收款	551,800.78	741,453.93	872,518.31	870,581.69
存货	1,091,473.66	793,627.90	788,259.18	789,015.82
长期投资	52,590.92	104,009.54	186,573.16	186,853.16
在建工程	535,626.99	565,983.65	801,251.34	806,186.15
无形资产	1,263,556.71	414,053.60	1,028,210.06	1,024,158.17
资产总计	5,380,684.85	5,659,594.62	7,424,970.98	7,559,233.19
其他应付款	334,800.77	320,797.02	285,885.75	262,939.13
短期债务	90,780.71	41,658.85	79,506.62	79,506.62
长期债务	1,279,459.89	1,529,941.11	1,838,203.59	2,001,666.36
总债务	1,370,240.60	1,571,599.96	1,917,710.21	2,081,172.98
负债合计	2,160,812.16	2,420,567.90	3,029,455.95	3,161,482.70
利息支出	46,310.72	69,205.62	89,005.41	22,600.80
经调整的所有者权益合计	3,219,872.69	3,239,026.72	4,395,515.02	4,397,750.49
营业总收入	171,809.28	246,644.24	276,197.89	22,516.58
经营性业务利润	18,149.50	28,586.37	42,160.33	2,320.87
其他收益	--	13,836.12	25,674.48	--
投资收益	1,422.14	-849.12	1,957.39	--
营业外收入	26,910.84	8,364.59	8,408.36	105.49
净利润	35,940.66	24,169.73	37,726.81	2,025.47
EBIT	51,837.87	87,036.47	116,044.87	--
EBITDA	91,676.28	134,446.50	180,054.91	--
销售商品、提供劳务收到的现金	156,124.98	190,818.62	250,855.62	17,225.42
收到其他与经营活动有关的现金	84,212.24	70,988.96	81,581.84	14,706.34
购买商品、接受劳务支付的现金	152,306.66	184,775.41	195,184.19	6,811.48
支付其他与经营活动有关的现金	69,792.55	62,674.22	152,693.93	14,782.61
吸收投资收到的现金	38,114.00	68,450.69	73,260.50	--
资本支出	276,520.74	234,174.22	107,243.15	6,217.48
经营活动产生的现金流量净额	-923.24	-3,335.20	-44,017.68	3,106.69
投资活动产生的现金流量净额	-323,036.36	-229,925.38	-177,216.14	-30,317.48
筹资活动产生的现金流量净额	402,828.95	295,697.90	224,829.54	140,245.18
现金及现金等价物净增加额	78,869.34	62,437.32	3,595.72	113,034.39
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	37.45	27.68	33.75	55.52
期间费用率（%）	25.58	20.55	26.36	45.01
应收类款项占比（%）	15.82	20.97	18.84	18.57
收现比（X）	0.91	0.77	0.91	0.77
资产负债率（%）	40.16	42.77	40.80	41.82
总资本化比率（%）	29.85	32.67	30.38	32.12
短期债务/总债务（%）	6.63	2.65	4.15	3.82
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.02	-0.05	-0.49	--
总债务/EBITDA（X）	14.95	11.69	10.65	--
EBITDA/短期债务（X）	1.01	3.23	2.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.98	1.94	2.02	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款、其他非流动负债中的有息债务。

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