



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 2024 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[2024]跟踪 1188 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 24 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	“21 新师 01”、“21 新师 02”、“21 新师 03”	AA+
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。 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，2023 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已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。	
评级观点		
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。**2023 年，兵团实现地区生产总值 3,696.58 亿元，同比增长 6.9%，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，2023 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，2023 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，2023 年其乳制品销量及收入继续稳步增长，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，2023 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。

关注

- **财务杠杆水平已较高。**跟踪期内，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，公司债务规模仍保持增长，目前财务杠杆已处于较高水平。
- **对外担保余额较大。**截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 32.90 亿元，占同期未经调整的净资产的 30.10%，对外担保余额较大，存在一定代偿风险。
- **盈利能力有待提升。**跟踪期内，受投资收益减少和资产减值损失增加的共同影响，公司净利润略有下降，EBIT 利润率虽有所上升，但整体运营效率仍有待提高。

项目负责人：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

项目组成员：李 颖 yli04@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

十二师国资（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	308.61	334.69	351.90	353.41
所有者权益合计（亿元）	106.69	109.78	111.91	111.65
负债合计（亿元）	201.91	224.91	239.99	241.76
总债务（亿元）	159.84	185.90	195.85	201.28
营业总收入（亿元）	111.73	93.68	97.11	23.29
净利润（亿元）	2.07	1.86	1.67	0.00
EBIT（亿元）	2.12	2.91	4.62	1.06
EBITDA（亿元）	5.56	5.19	7.92	1.06
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.40	10.91	12.11	-4.49
营业毛利率（%）	5.00	6.52	9.68	8.98
总资产收益率（%）	0.69	0.91	1.35	--
EBIT 利润率（%）	1.90	3.11	4.75	--
资产负债率（%）	65.43	67.20	68.20	68.41
总资本化比率（%）	60.65	63.51	64.18	64.80
总债务/EBITDA（X）	28.74	35.84	24.72	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.41	1.85	2.23	--
FFO/总债务（X）	-0.01	-0.01	0.00	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时，将“少数股东权益”和“其他权益工具”中的带息负债调整至长期债务计算；3、公司未提供 2024 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。

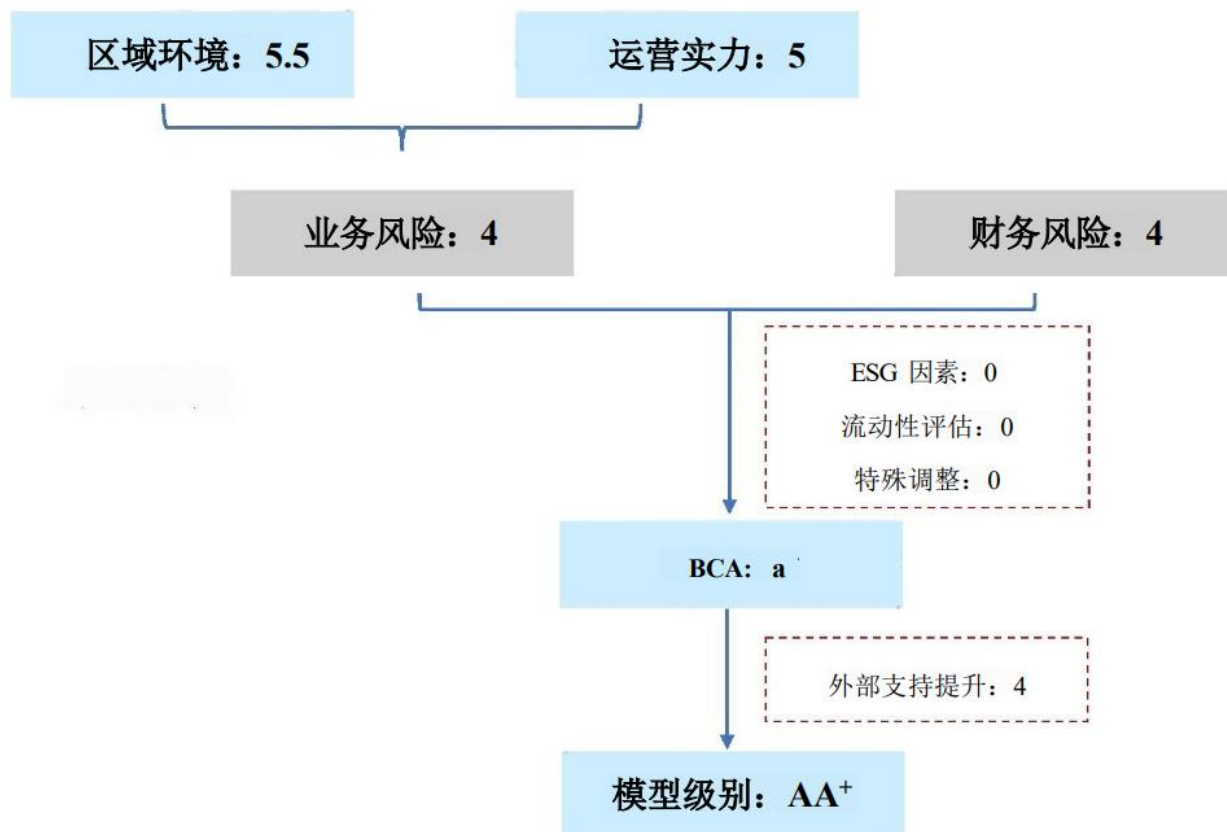
本次跟踪情况

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/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 新师 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/25 至 本报告出具日	4.50/3.37	2021/02/04~2026/02/04	回售、调整票面利率选择权
21 新师 02	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/25 至 本报告出具日	9.50/0.10	2021/04/12~2026/04/12	回售、调整票面利率选择权
21 新师 03	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/25 至 本报告出具日	6.00/6.00	2021/08/20~2026/08/20	回售、调整票面利率选择权

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
十二师国资	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/6/25 至 本报告出具日

● 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 (C210300_2024_01_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无影响

外部支持: 兵团有很强的支持能力，对公司有较强的支持意愿，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，2023 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。

方法论: 中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01¹

¹ 变更评级方法与模型的说明: 本次评级项目使用的评级方法与模型为《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》，较《2023 年度新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司信用评级报告》中所使用的评级方法与模型《中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03》发生变更，中诚信国际认为公司目前业务范围包括国有资本投资运营、产业投资运营、园区运营、贸易等，上述业务市场化属性较强，但符合区域发展方向，主要业务的开展与政府仍存在较高的关联。《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》将更有利于准确评价公司的信用水平。本次更换评级方法与模型对评级结果不产生影响。

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，兵团政治地位突出，在国家政策的大力支持下，2023 年经济实力继续增长，固定资产投资增速有所回升，潜在的支持能力很强。

在国家政策长期大力支持下，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。跟踪期内，兵团经济实力稳步增长，2023 年 GDP 达到 3,696.58 亿元，GDP 增速为 6.9%。固定资产投资方面，2023 年兵团固定资产投资（不含农户）较上年增长 10.2%，增速有所回升。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。跟踪期内，发债主体未出现债务违约事件，目前兵团整体再融资环境较好。

表 1：近年来兵团经济实力

	2021	2022	2023
GDP（亿元）	3,395.61	3,500.71	3,696.58
GDP 增速（%）	8.0	3.0	6.9
人均 GDP（万元）	9.93	9.87	10.25
固定资产投资增速（%）	16.2	6.3	10.2

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 2021~2023 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。截至目前，十二师常住人口 25.69 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。2023 年全师实现地区生产总值 264.96 亿元，同比增长 9.3%，具体分产业看，第一产业投资同比增长 9.5%，第二产业投资同比增长 8.1%，第三产业投资同比增长 10.6%，2023 年人均 GDP 为 10.31 万元。固定资产投资方面，2023 年十二师固定资产投资（不含农户）增速由负转正为 6.8%。

表 2：近年来十二师经济实力

	2021	2022	2023
GDP（亿元）	272.80	242.70	264.96
GDP 增速（%）	6.8	-12.1	9.3
人均 GDP（万元）	11.17	9.72	10.31
固定资产投资增速（%）	30.5	-45.0	6.8

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，作为十二师最重要的国有资本运营主体，公司职能定位与当地政府目标匹配度较高，可协调的产业资源在兵团体系内处于适中水平；依托上市公司天润乳业，公司乳制品加工板块在疆内具有很强的市场竞争力，贸易批发业务亦在当地区域竞争优势明显，加之贸易市场、园区逐步建成运营，租售收入有望进一步增长，公司业务综合发展质量尚可；跟踪期内，公司收入仍主要来源于乳业和贸易批发板块，核心收入保持稳步增长，利润则主要由乳业板块贡献。但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 3：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	21.09	18.88	16.35	24.10	25.72	17.89	27.14	27.95	19.11	6.40	27.50	16.43
贸易批发	82.62	73.95	2.20	61.73	65.89	2.62	62.50	64.36	6.22	16.06	68.96	5.74
电器制造	0.44	0.39	19.95	0.22	0.23	40.24	0.09	0.10	23.08	0.00	--	--
建材生产销售	1.46	1.30	14.47	1.06	1.13	6.06	1.51	1.55	7.11	0.04	0.16	-80.39
其他业务	6.12	5.48	0.41	6.58	7.02	0.42	5.87	6.05	3.38	0.79	3.38	18.46
合计/综合	111.73	100.00	5.00	93.68	100.00	6.52	97.11	100.00	9.68	23.29	100.00	8.98

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，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。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 2024 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，在疆内拥有天润科技、沙湾盖瑞及唐王城乳品公司、新农乳业四家乳品生产企业，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”、“佳丽”、“新农”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，2023 年随着年产 15 万吨乳制品加工项目一期工程投产运营，天润乳业产能进一步提升；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 4：近年来天润乳业主要乳品产能、产量情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
产能（万吨/年）	26.94	27.54	29.42	10.53
实际产量（万吨）	23.53	25.50	28.29	6.42

产能利用率（%）	87.34	92.59	96.16	60.99
----------	-------	-------	-------	-------

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 2023 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 9 家奶牛养殖企业；拥有 26 个规模化奶牛养殖场、牛只存栏 6.50 万头。截止 2023 年末，天润乳业的自有奶源率达到 92.36%。上游供应商方面，2023 年天润乳业前五大供应商采购金额 4.48 亿元，占采购总额的比例为 20.45%，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 2023 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 88.94%。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法人经销商，2023 年其前五大客户销售金额为 3.83 亿元，占销售总额的比例为 14.10%，下游客户集中度亦较低。

2023 年受益于疆外线下专卖店模式的完善以及线上宣传的大力推广，天润乳业乳制品销量和销售收入均稳步提升。跟踪期内，天润乳业继续坚持“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 28.45 万吨，同比增长 6.21%；实现营业收入 27.14 亿元、同比增长 12.62%，但受公司合并阿拉尔新农乳业有限责任公司（以下简称“新农乳业”）新增贷款利息费用所致，当期实现净利润 1.40 亿元，同比减少 27.71%；此外，疆外市场主营业务收入占比由 2022 年的 43.04%提升至 46.27%，疆外市场拓展效果较好。

表 5：近年来天润乳业乳制品销售情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
乳制品销量（万吨）	24.33	26.79	28.45	6.57
乳制品销售收入（亿元）	20.35	23.13	26.10	6.03

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

2023 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 2024 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 8.51 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后续扩产能项目投资进展及后续投产达产情况。

表 6：截至 2024 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	3.44
天润齐源乳品有限公司年产 15 万吨液态奶项目	4.90	3.32
天润科技年产 20 万吨乳制品加工项目	8.53	1.75
合计	18.93	8.51

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。2023 年 5 月，天润乳业已完成现金收购新疆塔里木农业综合开发股份有限公司和阿拉尔市沙河镇建融国有资产投资经营有限责任公司分别持有的新农乳业 97.4359%和 2.5641%股权，合计 100%股权，工商变更登记已同步完成。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 2023 年末，新农乳业总资产和所有者权益分别为 11.49 亿元和 1.44 亿元，资产负债率为 87.47%，2023 年分别实现营业收入和净利润 2.05 亿元和-0.57 亿元。中诚信国际将对天润乳业与新农乳业协同运营效果保持持续关注。

贸易批发板块，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，九鼎农业依托九鼎果、蔬、冻及小商品交易市场优势，持续优化并深入发展农产品销售及市场运营管理；中瑞恒远主要以“恒汇、宝新、金石、闽粤”等四大市场为基础，有效结合“三葛庄国际内陆港、乌鲁木齐集装箱中心站”两个铁路场站，充分运用园区优势，经营钢材、煤炭及有色金属等冶金原材料的采购及销售。2023 年，公司贸易批发收入同比基本持平，仍为公司最主要的收入构成，受九鼎农业调整经营品种毛利提升影响，2023 年公司贸易批发业务毛利率整体有所提升。

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，并通过现金、电汇、票据等方式进行结算，结算周期为 6 个月。2023 年及 2024 年 1~3 月，九鼎农业分别实现农产品销售收入 1.47 亿元和 0.09 亿元，其中受企业调整经营策略，2023 年 1-5 月未开展农产品销售，导致 2023 年销售收入同比有所下降。此外，从前五大供应商和客户情况来看，2023 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为 95.47%和 76.90%，需持续关注上下游集中度较高带来的业务风险。

表 7：2023 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
宝清县鼎晟粮食购销有限公司	玉米	7,046.12	46.22%
宝清县华全粮食收储有限公司	玉米	5,929.76	38.90%
水发浩海（北京）农业发展有限公司	黑猪，西红柿，榴莲	697.87	4.58%
重庆洪九果品股份有限公司西安分公司	水果	455.83	2.99%
乌鲁木齐市绿色安康农民专业合作社	蔬菜	423.18	2.78%
合计	--	14,552.76	95.47%
客户	销售品种	销售金额	占比
水发浩海（黑龙江）农业发展有限公司	玉米，水稻	9,949.69	67.65%
国网华原（浙江）农业发展有限公司	黑猪，西红柿，榴莲	708.24	4.82%
新疆汇嘉时代百货股份有限公司	水果	257.12	1.75%
乌鲁木齐自平果品批发有限公司	水果	205.55	1.40%
李长伟	蔬菜	190.50	1.30%
合计	--	11,311.10	76.90%

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 2024 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，2023 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，跟踪期内已调整完经营方向后重新出租。2023 年及 2024 年 1~3 月，九鼎农业分别实现租赁收入 3.01 亿元和 0.73 亿元，其中 2023 年减租政策到期后收入有所回升。

表 8：截至 2024 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			
						2021	2022	2023	2024.1~3
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%	2.90	2.25	2.80	0.68
重型汽车销售市场	30.80	5.00	物流公司	13	100%	0.01	0.03	0.02	0.002
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%	0.09	0.09	0.09	0.03
新疆九鼎国际商贸城一期	11.10	3.20	商贸城	642	95%	-	0.01	0.01	-
北屯九鼎农产品批发市场	1.67	4.08	农产品批发	62	80%	0.04	0.03	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	267	92%	0.03	0.05	0.06	0.01
合计	107.66	40.95	-	4,328	-	3.07	2.46	3.01	0.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于九鼎农业目前整体招商已接近 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 2024 年 3 月末，其累计销售面积 4.17 万平方米，尚有较大规模的可售面积，累计实现销售收入 2.02 亿元，其中 2023 年实现销售收入 0.036 亿元。出租方面，2023 年及 2024 年 1~3 月，三家园区合计实现的租金收入分别为 0.35 亿元和 0.09 亿元，其中 2023 年较上年略有增长。此外，截至 2024 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 9：截至 2024 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）			
					2021	2022	2023	2024.1~3
华威矿山机械市场	9.38	4.53	351	13.82	0.003	0.008	0.02	0.01
兵团交通物流港	1.81	3.76	54	95	0.04	0.04	0.05	0.01
兵团国际物流园	5.20	4.46	151	87.94	0.25	0.24	0.28	0.07
合计	16.39	12.75	556	-	0.29	0.29	0.35	0.09

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 10：截至 2024 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	4.17
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	4.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

子公司中瑞恒远以“恒汇、宝新、金石、闽粤”四大市场为基础，结合“三葛庄国际内陆港、乌鲁木齐集装箱中心站”两个铁路场站，以“仓储+物流园+场站”为主体，推动“公转铁、铁转公”等多种运输方式，打造现代化商贸物流中心。其中，宝新钢材物流园区被评为自治区 AAAA 级物流企业，运营 AAA 级监管仓，在钢材贸易领域具备极为丰富的资源优势，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，在乌鲁木齐市亦具备一定竞争力。除此之外，中瑞恒远亦依托市场园区资源优势进行有色金属、农资和煤炭等贸易。2023 年及 2024 年 1~3 月，中瑞恒远分别实现贸易业务收入 50.13 亿元和 9.85 亿元，其中 2023 年受企业经营政策调整及大宗商品价格波动影响，当期贸易业务收入同比下降 10.02%。其中，当年农资贸易调整经营策略，销售单价较高的品种，销量虽下降但是收入却有所上升。此外，2023 年中瑞恒远贸易业务毛利率为 2.82%，同比波动较小，且仍在 1%~3%之间，毛利水平较低。

表 11：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	2021		2022		2023		2024.1~3	
	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入
钢材	48.76	213,797.06	46.25	218,372.06	56.43	201,293.64	12.44	70,120.89
煤炭	38.00	61,113.19	51.43	38,486.50	15.40	15,381.06	20.27	13,865.25
农资	61.40	192,877.31	65.85	164,639.31	39.20	234,380.37	0.60	2,642.37
有色金属等	5.62	231,710.69	30.97	135,627.22	12.52	50,238.47	2.47	8,141.29
纸制品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.39	3,763.33
合计	153.78	699,498.25	194.50	557,125.09	123.55	501,293.54	37.17	98,533.13

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，2023 年中瑞恒远根据市场行情变动情况，对钢材贸易品类进行调整，平均采购成本和销售价格随市场行情而较上年有一定下降，采购量和销售量则同比有所上升，最终钢材销售收入同比减少 7.83%，毛利率则较上年略有上升至 3.03%；2024 年 1~3 月钢材平均采购成本和销售价格则明显回升，超过 2022 年平均水平，毛利率则保持相对稳定为 2.91%。

表 12：近年来中瑞恒远钢材购销情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
钢材采购量（万吨）	48.76	46.25	56.43	12.44
钢材平均采购成本（元/吨）	4,310.21	4,646.20	3,459.06	5,471.36
钢材销售量（万吨）	48.76	46.25	56.43	12.44

钢材平均销售价格（元/吨）	4,384.31	4,721.97	3,567.27	5,635.29
钢材销售收入（万元）	213,797.06	218,372.06	201,293.64	70,120.89

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等，2023 年前五大供应商采购金额为 15.35 亿元，占当期采购总额的比重为 78.64%。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，2023 年前五大客户销售金额为 16.19 亿元，占当期销售总额的比重为 80.43%。整体来看，2023 年中瑞恒远前五大上下游集中度进一步提高，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 13：2023 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	79,088.51	40.52%
伊犁永萱商贸有限公司	27,869.91	14.28%
新疆泰华钢铁有限公司	27,576.68	14.13%
新疆广泰钢铁有限公司	10,191.11	5.22%
陕西包钢西北钢铁销售有限公司	8,755.85	4.49%
合计	153,482.06	78.64%
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%
新疆元序国际能源有限公司	15,618.56	7.15%
新疆泰华钢铁有限公司	9,175.44	4.20%
新疆浩祥佳业钢铁有限公司	8,022.98	3.67%
合计	161,911.59	80.43%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区开发与运营板块，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 2024 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 2024 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 115.55 万平方米；同期末，中瑞恒远各园区可售面积 77.58 万平方米，累计销售 30.48 万平方米，尚有较大销售空间。截至 2024 年 3 月末，中瑞恒远各园区累计实现房地产销售收入 21.42 亿元，已回款 20.21 亿元，其中 2023 年及 2024 年 1~3 月分别实现销售收入 0.23 亿元和 0.04 亿元，2023 年各园区房地产销售收入同比基本持平。

表 14：截至 2024 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	15.62	9.69
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	17.69
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	15.42	15.42	0.92
合计	--	--	--	59.93	40.25	6,673	115.55	77.58	30.48

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 2024 年 3 月末，中瑞恒远各园区已建成并可供出租的建筑面积合计 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%。2023 年，随着减租政策到期，中瑞恒远实现的园区租赁收入同比有所回升。

表 15：截至 2024 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）			
					2021	2022	2023	2024.1~3
宝新恒源钢材市场	12.55	12.46	99.28	0.3~1.0	6,150.39	2,047.03	2,526.83	576.94
恒汇机电汽配市场	26.23	26.13	99.62	0.2~1.0	4,737.76	2,692.41	5,759.97	1,714.33
闽粤恒远建材市场	20.74	20.04	96.62	0.3~0.7	2,480.29	1,669.65	2,590.67	553.15
金石恒远石材市场	14.99	14.63	97.60	0.3~0.7	2,735.15	1,325.24	2,611.59	606.67
合计	74.51	73.26	98.32	-	16,103.59	7,734.33	13,489.06	3,451.09

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园区开发及运营业务，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 2024 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 32.48 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、冷藏保鲜库以及部分配套道路、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 2024 年 3 月末已投资 19.00 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、孵化交流等新业态的租赁收入、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 2024 年 3 月末，公司在建自营的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 16：截至 2024 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	19.00	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	5.38	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	3.00	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	0.59	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	2.41	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	2.10	2020~2023	国债资金	特许经营收入
合计	-	42.37	32.48	-	-	-

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 2024 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，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。2023 年，受进一步调整子公司发展战略的影响，收紧对电器制造产业的投入发展影响，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，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，2023 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，2023 年订单规模增加，产能利用率明显回升，达到 46%；2024 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 17：近年来宝新盛源矿渣微粉产能、产量情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
产能（万吨/年）	300	300	300	300
产量（万吨）	116.21	85.29	137.00	2.00
产能利用率（%）	38.74	28.43	46.00	0.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，宝新盛源在新疆矿渣微粉市场的占有率为 75%左右，占有率同比有所下降系市场需求总量增大所致。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。2023 年宝新盛源矿渣微粉销售均价有所下降，主要系小矿粉厂低价竞争，行业矿粉价格普遍较上年下降，但销量明显回升，推动销售收入同比增长 46.55%；同时，2023 年以来宝新盛源继续维持着较高的产销率。

表 18：近年来宝新盛源矿渣微粉销售情况

	2021	2022	2023	2024.1~3
销量（万吨）	117.93	87.37	135.00	3.88
产销率（%）	101.48	102.44	98.00	100.00
销售均价（元/吨）	106.18	105.00	100.27	94.80
销售收入（万元）	12,521.53	9,236.76	13,536.45	367.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户集中度来看，2023 年宝新盛源前五大客户销售额占比约 40.57%，客户集中度仍较高，其中

最大的销售客户为新疆和兴恒石新型建材股份有限公司，其销售金额占比约 10.36%，但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继续下降。

表 19：2023 年宝新盛源前五大销售客户（万元、%）

销售客户名称	销售金额	占比
新疆和兴恒石新型建材股份有限公司	1,401.00	10.36
新疆海购贸易有限公司	1,248.00	9.23
新疆米东天山水泥有限责任公司	1,105.00	8.17
新疆山水华景供应链有限公司	960.00	7.1
新疆新脉商贸有限公司（乌市周边）	771.00	5.7
合计	5,485.00	40.57

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，为公司收入提供一定补充。主要受运输服务收入下降影响，2023 年其他业务收入同比小幅下降。但受益于租赁板块减免租金政策到期等因素，2023 年其他业务板块毛利率提高至 3.38%，2024 年一季度企业抓住自贸区优势地位，积极拓展园区和市场租赁业务，其他业务毛利率大幅上升至 18.46%。

表 20：近年来公司其他业务收入构成情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3
建筑施工	1.13	1.12	1.07	0.23
服装生产与销售	0.41	0.50	0.56	0.13
运输服务	1.07	2.06	1.36	0.22
其他业务	3.50	2.90	2.88	0.21
合计	6.12	6.58	5.87	0.79

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、中瑞恒远和天宏资产负责运营，收入来源于产业园区开发、物业管理及建筑材料的销售，2023 年该业务收入小幅下降。

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。2023 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，受市场环境影响，2023 年该业务收入同比有所下降。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，2023 年同比基本持平，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 EBIT 利润率同比小幅上升，但运营效率仍有待提高；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，资本实力仍较强，同时因债务规模较大且持续增长，目前财务杠杆已处于较高水平，短期债务占比较高，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，且经营活动净现金流以及 EBITDA 仍能对利息支出形成有效覆盖，但 EBITDA 对债务本金的覆盖能力仍较弱。

盈利能力

跟踪期内，随着公司业务多元化逐步发展、各业务板块尤其是收入占比较高的乳制品加工和贸易批发板块收入小幅扩张，公司营业收入和综合毛利率同比均有所增长。公司期间费用以管理费用为主，2023 年由于债务规模扩张导致财务费用增加，因而期间费用率同比增长 1.22 个百分点。受益于公司对成本的有效控制，2023 年公司经营性业务利润同比增加 1.27 亿元至 2.94 亿元，但受投资收益减少和资产减值损失增加的共同影响，净利润略有下降。在非经常性损益减少的影响下，EBIT 同比增加 1.71 亿元，进而推动 EBIT 利润率上升至 4.75%，但运营效率仍有待提高。由于所有者权益均值有所上升而净利润小幅减少，公司净资产收益率同比下降 0.22 个百分点。

资本实力与结构

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，公司资产规模继续保持增长态势。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，与之相应形成了以其他应收款、存货、投资性房地产、固定资产及在建工程等为主的资产结构，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，2023 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，且主要由账面价值 47.14 亿元的房屋、建筑物及账面价值 50.51 亿元的土地使用权构成，其中房屋、建筑物主要为各市场园区内建成可供出租的房屋及建筑物，土地使用权则以用于建设各市场园区的建设用地为主，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，2023 年以来随着生产规模的扩大而有所增长，其中开发成本主要系中瑞恒远和天宏资管等子公司的房产开发成本、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、新疆联宇投资有限公司等的往来款，2023 年以来规模有所下降。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备等构成，2023 年以来规模持续上升，主要系在建工程转入以及新农乳业合并增加所致。此外，2023 年以来公司在建工程持续下降，主要系中瑞恒远物流工程项目账面余额转入投资性房地产所致。

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，2023 年末同比略有上升，资本实力整体仍较强。其中，2023 年，公司以资本公积转增股本 1.28 亿元，实收资本上升至 12.81 亿元；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，2023 年减少 0.08 亿元，主要系股权处置所致；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，2023 年末同比略有增长。

财务杠杆方面，跟踪期内公司债务规模继续保持增长，截至 2024 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。同期末，资产负债率和总资本化比率分别达 68.41%和 64.80%，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，财务杠杆比率或将进一步上升。从债务期限来看，2023 年以来公司短期债务占比波动下降，债务结构有所改善，但截至 2024 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。

表 21：截至 2024 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	143.25	52.59	38.17	17.74	34.75
债券融资	中期票据、公司债、企业债	49.17	--	3.67	27.00	18.50
应付票据	银行承兑汇票、商业承兑汇票	4.92	4.92	--	--	--
其他	租赁负债、混合型证券	3.62	0.40	--	--	3.22
合计	--	200.96	57.91	41.81	44.74	56.47

注：表中加总数和总债务之间的差异以及 1 年以内加总数和短期债务之间的差异主要是上表仅统计债务本金未考虑利息

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

受乳制品销售收入上升影响，2023 年公司营业收入同比增长 3.66%，且乳业、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，2023 年公司经营活动现金流仍呈较大规模净流入状态。2024 年一季度，公司获现能力减弱且受往来款净流出影响，公司经营活动净现金流由正转负。投资活动方面，2023 年公司在工程投入、牧场收购及升级、乳制品加工项目等方面仍有较大规模的投资支出，当期投资活动现金流仍呈净流出状态，且净流出规模明显扩大。跟踪期内，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，2023 年受公司偿还债务规模较大影响，当期筹资活动现金流转为净流出状态，对资金形成一定消耗，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。

2023 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，受费用化利息支出和折旧增加影响而同比有所上升。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

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“少数股东权益”和“其他权益工具”中的明股实债，截至 2024 年 3 月末上述两项调整项金额分别为 1.29 亿元和 1.04 亿元。

本中，2023 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，且覆盖倍数均较高。但因债务规模较大且持续增长，2023 年 EBITDA 对债务本金的覆盖能力仍较弱。

截至 2024 年 3 月末，公司授信总额 273.81 亿元，剩余额度 90.06 亿元，备用流动性较为充足。同期末，公司尚有在手债券批文 4 亿元，近年来发行债券较为活跃，直融平均成本持续下降，受资本市场认可度较高，预计其未来融资渠道仍将维持较通畅状态。同时，公司在十二师内平台地位突出，亦可获得十二师及兵团政府一定的资金支持。

表 22：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	30.57	36.61	26.02	22.80
其他应收款	35.11	37.12	35.79	34.58
存货	70.02	73.75	77.46	80.23
投资性房地产	86.64	89.36	97.65	97.65
固定资产	24.58	22.92	31.89	34.49
在建工程	22.28	31.12	30.46	27.64
非流动资产占比	51.12	50.94	54.63	54.60
资产总计	308.61	334.69	351.90	353.41
经调整的所有者权益合计	103.71	106.80	109.32	109.32
总债务	159.84	185.90	195.85	201.28
短期债务占比	35.70	31.14	27.86	28.93
资产负债率	65.43	67.20	68.20	68.41
总资本化比率	60.65	63.51	64.18	64.80
经营活动产生的现金流量净额	11.40	10.91	12.11	-4.49
投资活动产生的现金流量净额	-17.36	-10.10	-19.48	-1.72
筹资活动产生的现金流量净额	-3.72	6.06	-2.69	9.73
收现比	0.95	1.08	1.09	0.75
EBITDA	5.56	5.19	7.92	--
EBITDA 利息保障倍数	2.41	1.85	2.23	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	4.95	3.88	3.40	--
总债务/EBITDA	28.74	35.84	24.72	--
期间费用率	4.72	6.37	7.59	7.30
经营性业务利润	0.70	1.66	2.94	0.40
投资收益	0.09	0.75	0.28	0.00
营业外损益	0.27	-0.07	-0.81	-0.29
利润总额	2.78	2.58	2.48	0.09
EBIT	2.12	2.91	4.62	--
EBIT 利润率	1.90	3.11	4.75	--
净资产收益率	1.94	1.72	1.50	--

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 9.38 亿元，占当期末总资产的 2.65%，系受限货币资金 2.16 亿元和投资性房地产 7.22 亿元，分别主要系因保证金等受限和因抵押借款受限。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 32.90 亿元，占同期末经调整的净资产

³ 2021~2023 年，公司每年实际支付的利息支出分别为 6.94 亿元、7.35 亿元和 7.68 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 1.64 倍、1.48 倍和 1.58 倍。

的 30.10%，被担保对象均系十二师区域内国企，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。

表 23：截至 2024 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	320,050.00
2	十二师供销合作社联合社有限公司	国企	6,480.00
3	新疆海川麦客面粉有限责任公司	国企	1,000.00
4	新疆福乐麦客面粉有限责任公司	国企	1,000.00
5	新疆宏宇泰基建筑有限公司	国企	475.00
合计		--	329,005.00

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 2024 年 6 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。

外部支持

跟踪期内，兵团承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，经济政治地位仍较突出。同时，兵团地区生产总值和固定资产投资（不含农户）不断增长，其中 2023 年分别同比增长 6.9%和 10.2%，发展质量和效益不断提升，未来发展潜力仍很大。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。公司作为十二师最重要的国有资本运营主体，区域重要性突出，且其乳制品加工、贸易批发业务在区域内具备很强的竞争优势。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。跟踪期内，公司以资本公积转增股本 1.28 亿元，进一步夯实资本实力。财政补贴方面，2023 年公司收到政府补助 1.59 亿元，计入其他收益中，对公司利润形成一定补充。跟踪期内，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。

跟踪债券信用分析

“21 新师 01”、“21 新师 02”和“21 新师 03”募集资金分别为 4.50 亿元、9.50 亿元和 6.00 亿元，均用于偿还公司债务，截至 2024 年 3 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

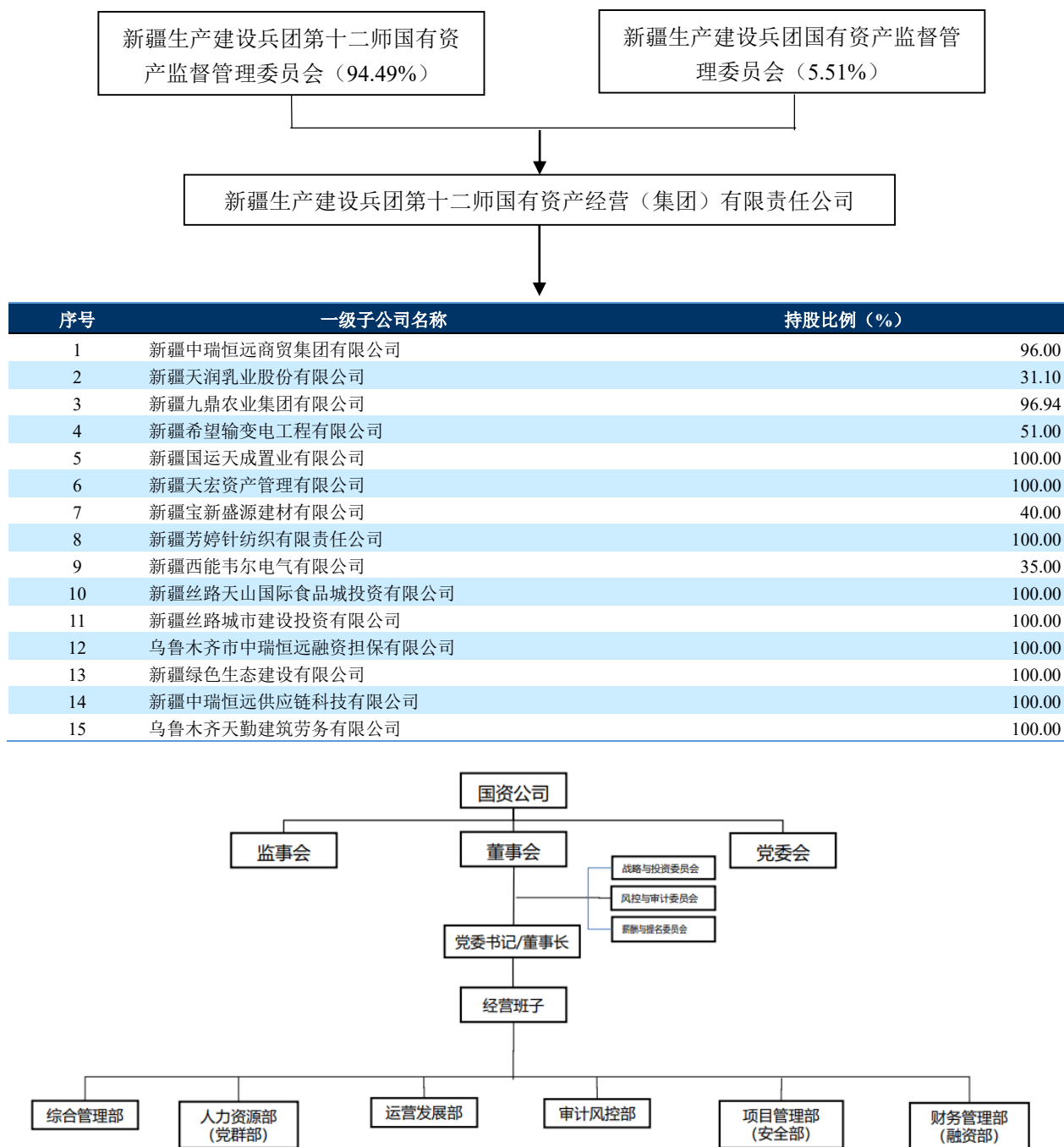
“21 新师 01”、“21 新师 02”和“21 新师 03”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

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“21 新师 01”、“21 新师 02”、“21 新师 03”的债项信

用等级为 **AA⁺**。

附一：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



注：公司对新疆宝新盛源建材有限公司、新疆西能韦尔电气有限公司持股比例低于 50%，但享有实际控制权，故将其纳入合并报表范围。

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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	305,685.71	366,059.86	260,196.94	228,034.19
应收账款	76,575.79	107,359.64	110,957.21	121,714.75
其他应收款	351,104.10	371,184.70	357,863.68	345,751.49
存货	700,201.61	737,538.17	774,569.69	802,285.78
长期投资	62,987.25	72,477.88	79,357.46	81,362.55
固定资产	245,819.52	229,170.40	318,857.17	344,897.61
在建工程	222,775.28	311,196.49	304,629.67	276,402.28
无形资产	70,071.56	67,511.16	68,492.96	73,771.19
资产总计	3,086,053.28	3,346,851.42	3,518,953.91	3,534,098.92
其他应付款	97,045.04	87,348.76	62,971.48	52,610.30
短期债务	570,581.24	578,969.32	545,655.75	582,324.70
长期债务	1,027,782.75	1,280,026.16	1,412,892.03	1,430,512.02
总债务	1,598,364.00	1,858,995.48	1,958,547.77	2,012,836.72
净债务	1,395,144.29	1,587,158.62	1,787,257.54	1,806,418.40
负债合计	2,019,141.10	2,249,052.10	2,399,850.29	2,417,554.99
所有者权益合计	1,066,912.18	1,097,799.32	1,119,103.62	1,116,543.93
利息支出	23,046.60	28,103.88	35,590.51	--
营业总收入	1,117,261.62	936,845.11	971,128.02	232,933.85
经营性业务利润	6,987.58	16,629.76	29,355.67	3,957.49
投资收益	901.17	7,466.71	2,812.88	5.09
净利润	20,696.58	18,580.90	16,655.28	26.31
EBIT	21,198.18	29,125.73	46,175.97	--
EBITDA	55,619.70	51,875.64	79,227.81	--
经营活动产生的现金流量净额	114,038.18	109,089.71	121,134.43	-44,932.42
投资活动产生的现金流量净额	-173,577.57	-101,035.12	-194,794.56	-17,247.17
筹资活动产生的现金流量净额	-37,159.99	60,562.52	-26,886.50	97,307.69
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	5.00	6.52	9.68	8.98
期间费用率（%）	4.72	6.37	7.59	7.30
EBIT 利润率（%）	1.90	3.11	4.75	--
总资产收益率（%）	0.69	0.91	1.35	--
流动比率（X）	1.77	1.99	1.91	1.93
速动比率（X）	0.95	1.10	0.98	0.97
存货周转率（X）	1.52	1.22	1.16	--
应收账款周转率（X）	14.59	10.19	8.90	--
资产负债率（%）	65.43	67.20	68.20	68.41
总资本化比率（%）	60.65	63.51	64.18	64.80
短期债务/总债务（%）	35.70	31.14	27.86	28.93
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.03	0.02	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.08	0.06	0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	4.95	3.88	3.40	--
总债务/EBITDA（X）	28.74	35.84	24.72	--
EBITDA/短期债务（X）	0.10	0.09	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.41	1.85	2.23	--
EBIT 利息保障倍数（X）	0.92	1.04	1.30	--
FFO/总债务（X）	-0.01	-0.01	0.00	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时，将“少数股东权益”和“其他权益工具”中的带息负债调整至长期债务计算；3、公司未提供 2024 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。

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
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	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