



内部编号:2024060681

## 新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司

2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）

# 定期跟踪评级报告

分析师：翁斯喆  
王婷亚

wsz@shxsj.com  
wty@shxsj.com

评级总监：张明海

联系电话：(021) 63501349

联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站：[www.shxsj.com](http://www.shxsj.com)



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担责任。

# 跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100561】

评级对象: 新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)

22四师02

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2024年6月28日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2023年6月26日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2022年11月17日



## 跟踪评级观点

### 主要优势:

- 政策支持力度大。党中央高度重视新疆长治久安和经济发展，新疆生产建设兵团政治地位突出，历年来获得的中央财政扶持和内地省市对口支援力度大。
- 区域市场竞争优势。可克达拉国投公司农业相关业务在第四师辖区内居于龙头地位，其中白酒业务在疆内具有较高的市场地位及品牌知名度。
- 经营稳定。跟踪期内，可克达拉国投公司经营整体稳定，营业收入和净利润持续增长。
- 股东支持。跟踪期内，可克达拉国投公司持续获得股东在业务、财务、资金等方面的支持。

### 主要风险:

- 部分业务经营压力较大。可克达拉国投公司农业业务经营业绩易受农产品及棉花价格波动影响；建筑板块业务量面临下滑风险；白酒业务竞争压力较大。
- 资产负债率显著上升。跟踪期内，可克达拉国投公司债务规模持续增长，在无偿划出林地、草地等土地资产以及水利和交通资产后，使得资产负债率显著上升。公司刚性债务规模大且期限偏于短期，持续面临较大的债务偿付压力。
- 资本性支出压力仍较大。目前可克达拉国投公司在建项目仍较多，投资规模较大，公司仍面临较大的资本性支出压力。
- 其他应收款回收风险。跟踪期内，可克达拉国投公司的其他应收款规模仍较大，存在一定的回收风险。

## 跟踪评级结论

通过对可克达拉国投公司主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AA+，评级展望稳定，并维持上述债券AA+信用等级。

## 未来展望

本评级机构预计可克达拉国投公司信用质量在未来12个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 主要产品市场需求明显减弱，产品价格明显下降，原材料价格上涨，并导致公司盈利能力持续大幅下滑；
- ② 公司刚性债务与或有负债规模快速扩大且明显超出企业自身偿付能力范围；
- ③ 外部融资环境发生显著变化并导致公司债务滚续压力和流动性风险明显上升。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司经营业绩和现金流状况显著提升；
- ② 公司资本实力显著增强，债务规模大幅压降且债务偿付能力明显提升。

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年
				第一季度/末
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金(亿元)	0.65	3.32	7.11	3.15
刚性债务(亿元)	47.14	56.00	72.17	65.16
所有者权益(亿元)	47.27	148.83	21.42	21.89
经营性现金净流入量(亿元)	5.51	0.36	0.07	0.03
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产(亿元)	378.26	733.31	403.03	397.61
总负债(亿元)	199.97	215.19	290.69	283.96
刚性债务(亿元)	111.18	137.40	208.31	205.15
所有者权益(亿元)	178.29	518.12	112.34	113.65
营业收入(亿元)	124.68	142.37	191.70	43.94
净利润(亿元)	5.06	0.92	2.29	1.36
经营性现金净流入量(亿元)	0.28	0.49	1.72	5.87
EBITDA(亿元)	18.16	16.95	20.88	—
资产负债率[%]	52.87	29.35	72.13	71.42
权益资本与刚性债务比率[%]	160.37	377.07	53.93	55.40
流动比率[%]	129.90	97.02	97.96	103.11
现金比率[%]	35.60	26.39	23.62	19.95
利息保障倍数[倍]	2.39	2.06	1.65	—
净资产收益率[%]	2.85	0.27	0.73	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.26	0.36	0.90	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.77	-11.10	-19.58	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.74	3.20	2.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.12	—

注：根据可克达拉国投公司经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022 年数据采用 2023 年审计报告经追溯调整后的期初数。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（食品饮料）FM-GS018（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	0
		其中：①流动性因素	0
		③ ESG 因素	0
		④ 表外因素	0
		⑤ 其他因素	0
	个体信用级别		aa
外部支持	支持因素	↑ 1	
主体信用级别		AA <sup>+</sup>	

调整因素：

无。

支持因素：(+1)

- ① 公司作为新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会下属最主要的经营主体，收入利润贡献大，可持续获得股东在业务、财务、资金等方面较大的支持。

## 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listtype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（食品饮料）FM-GS018（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26758&amp;mid=4&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26758&amp;mid=4&amp;listtype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>
《2023 年食品饮料行业信用回顾与 2024 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29984&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29984&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>

## 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）（简称“22 四师 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据提供的经审计 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对可克达拉国投公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，该公司待偿付债务融资工具本金余额 38.43 亿元，其中公司本部待偿还本金余额 36.00 亿元、子公司待偿还本金余额 2.43 亿元。目前各类债券付息正常。其中，23 可克达拉 SCP002 将于 2024 年 9 月到期，本金余额为 5.00 亿元；24 可克达拉 SCP001 将于 2024 年 11 月到期，本金余额为 5.00 亿元；22 四师 02 的债券持有人有权在本期债券存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人，该债券的下一行权日为 2024 年 11 月 30 日，本金余额为 6.00 亿元，以上将于 2024 年度到期或行权的债券，公司主要计划通过债券借新还旧以及银行借款来进行偿还。公司尚在存续债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司尚在存续债务融资工具概况（截至本评级报告出具日）

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
22 四师 02	6.00	3 年 (2+1)	4.07	2022.11.28	2025.11.30	10 亿/2021 年	正常付息
23 可克达拉 SCP002	5.00	270 天	3.05	2023.12.12	2024.09.09	15 亿/2021 年	尚未到付息日
23 可克达拉 MTN001	5.00	3 年	3.49	2023.12.20	2026.12.22	10 亿/2023 年	尚未到付息日
24 可克达拉 MTN001	5.00	3 年	3.03	2024.02.01	2027.02.05		尚未到付息日
24 可克达拉 SCP001	5.00	270 天	2.65	2024.02.04	2024.11.02	20 亿/2024 年	尚未到付息日
24 可克达拉 SCP002	5.00	270 天	2.28	2024.04.18	2025.01.17		尚未到付息日
24 可克达拉 CP001	5.00	1 年	2.49	2024.04.01	2025.04.03	10 亿/2024 年	尚未到付息日
伊力转债	8.76	6 年	0.50	2019.03.15	2025.03.15	8.76 亿元/2018 年	正常，余额 2.43 亿元

资料来源：可克达拉国投公司

### 发行人信用质量跟踪分析

#### 1. 数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021~2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则。本评级报告中 2022 年数据采用 2023 年审计报告经追溯调整后期初数。

会计政策变更方面，该公司自 2023 年 1 月 1 日起采用《企业会计准则解释第 16 号》（财会〔2022〕31 号）中关于“一、关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”的规定，对首次执行日租赁负债和使用权资产产生的应纳税暂时性差异和可抵扣暂时性差异对比较报表及累积影响数进行了追溯调整；前期差错更正方面，公司调整以前年度多计提的利息收入，具体数据调整如下表所示：

图表 2. 公司主要财务数据与指标调整前后对照表（单位：万元）

数据与指标	调整前	调整后
	2022 年末	2022 年末
递延所得税资产	10,602.81	13,091.93
递延所得税负债	360.39	34,715.90

数据与指标	调整前	调整后
	2022年末	2022年末
未分配利润	247,069.66	153,290.67
少数股东权益	1,217,681.15	1,184,243.31
所得税费用	16,639.03	48,505.42
归母净利润	27,641.44	3,856.11
少数股东损益	20,990.52	5,375.04
其他应收款	225,176.22	207,436.40

资料来源：可克达拉国投公司

2022年，根据新疆兵团第四师可克达拉市人民政府文件《关于划转师市各团场林地、草地、其他土地和经营地土地资产的通知》(师市发[2022]98号)及第四师可克达拉市办公室文件“师市办发[2022]45号文”，政府将林地、草地以及草场等土地资产划拨至该公司，上述划转使得公司净资产增加376.42亿元，无形资产增加376.42亿元。

根据2024年4月，新疆生产建设兵团第四师可克达拉市办公室《关于划转师市部分林地、草地等土地资产的通知》(师市办发[2024]8号)及《关于将国投公司合并报表内交通水利资产无偿划转的批复》(师市国资发[2024]25号)，决定将公司、新疆可克达拉市城市建设发展有限公司和新疆可克达拉融创农业投资发展有限公司(两家均为公司的控股子公司)持有的林地、草地等土地资产(总面积共计1,817,936.87亩，经评估的资产价值共计376.42亿元)分别划转至新疆生产建设兵团第四师相关团场；将公司合并报表内交通和水利资产(资产价值共计42.86亿元)无偿划转给新疆生产建设兵团第四师交通运输事业发展中心和新疆生产建设兵团第四师水利工程管理服务中心。以上划转事项导致截至2023年末，公司无形资产减少376.42亿元，其他非流动资产减少37.18亿元，在建工程减少5.68亿元，所有者权益减少419.28亿元，且触发公司21可克达拉MTN001、23可克达拉MTN001、24可克达拉MTN001、23可克达拉SCP002等债券(债务余额共计35亿元)债务融资工具持有人会议，其中21可克达拉MTN001(余额5亿元)由于出席会议的债务融资工具持有人所持有的表决权数额未达到本期债务融资工具总表决权的2/3以上，结合该期债券发行文件约定，公司已于2024年5月22日按照票面利率4.19%提前兑付此期中票，其余债券目前无需提前兑付。

图表3. 2022年以来公司重大资产变化对财务科目影响(单位：亿元)

2023年划出资产			2022年划入资产		
项目	对应财务科目	金额	项目	对应财务科目	金额
<b>资产端：</b>					
林地、草地等土地资产	无形资产	376.42	林地、草地等土地资产	无形资产	376.42
水利和交通资产	其他非流动资产	37.18	—	—	—
在建市政交通运输工程	在建工程	5.68	—	—	—
<b>所有者权益端：</b>					
林地、草地等土地资产，水利和交通资产	所有者权益	419.28	林地、草地等土地资产，水利和交通资产	所有者权益	376.42

资料来源：可克达拉国投公司

截至2023年末，该公司合并范围内一级子公司14家，其中新设立新疆中鑫国贸集团有限公司(简称“中鑫国贸”)和新疆可克达拉顺源水利投资发展有限公司，根据新疆生产建设兵团第四师可克达拉市《关于新疆中鑫国贸有限公司注资的通知》【师市国资发(2023)34号】文件，公司以其持有的可克达拉市恒信物流集团有限公司55.81%股权、可克达拉市通合供应链管理有限公司100%股权，注入新疆中鑫国贸有限公司，公司于2023年7月进行了工商变更，二级子公司可克达拉市恒信物流集团有限公司、可克达拉市通合供应链管理有限公司变更为三级子公司。2024年第一季度，公司合并范围内一级子公司无变化。

## 2. 业务

该公司经营呈现多元化发展格局，跟踪期内，公司农业、酒类和建筑施工等主要业务收入均有所上升，但受原材料及人工成本和产品销量因素影响，毛利率有所波动。从各业务看，农业板块的经营业绩易受农产品及棉花价格波动的影响；建筑施工板块业务拓展情况需持续关注。另外，目前公司在建项目仍较多，仍面临较大的资本性

支出压力。

## (1) 外部环境

### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

### 行业因素

我国食品饮料行业门类较多，产业链条较长，包含上游农林牧渔和下游食品、饮料加工等多个子行业。食品饮料行业周期性整体较弱，其发展状况与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好紧密相连，其中上游农林牧渔行业仍受供求关系影响而表现出较强的周期性特征。2022 年及 2023 年前三季度，食品饮料行业规模和营业收入水平保持增长态势，行业经营环境和运营质量总体稳定。近年来，我国农业主要粮食作物供需基本平衡，行业信用质量仍保持稳定。价格方面，玉米等价格持续攀升，我国以进口为主的豆类价格大幅波动，对下游价格产生较大影响。

展望 2024 年，随着我国国内居民人均可支配收入增加，食品饮料行业仍将处于稳定发展阶段，但细分行业分化将更为明显。农业方面，我国持续推进农业供给侧结构性改革、乡村振兴，加快建设农业强国，将持续有利于龙头企业的发展，但自然灾害、地缘政治危机及全球经济增速放缓等，仍将对全球粮食安全造成影响，从而影响我国农产品价格，并延伸至下游行业。

详见：《2023 年食品饮料行业信用回顾与 2024 年展望》

### 区域市场因素

新疆生产建设兵团组建于 1954 年，承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，是新疆维吾尔自治区的重要组成部分。作为中央一级预算单位和国家计划单列单位，兵团在所辖垦区内依照国家和新疆维吾尔自治区的法律、法规自行管理内部的行政、司法事务，受中央和自治区人民政府的双重领导。中央对其的“铁壁铜墙、中流砥柱、生产大军”定位，明确了兵团在当前环境下不仅是我国安全稳定的重要力量，同时也是西部经济建设生力军的重要政治和经济地位。2010 年 5 月的中央新疆工作座谈会，进一步明确了中央支持新疆发展的政府同样适用于兵团，并要求把城镇化、新型工业化和农业现代化作为兵团特殊体质和社会主义市场经济体制紧密结合的有效措施，通过安排中央预算内投资和国有资本经营预算等渠道扶持兵团产业发展，加大对兵团的综合财力补助力度，提高中央财政对兵团公共事业发展的保障水平，加强兵团干部人才队伍建设，增强兵团自我发展能力，支持兵团切实履行好屯垦戍边的重要职责。

兵团作为从军队整体转业而建立的党、政、军、企合一的特殊社会组织，其管理体制带有浓厚的计划性、集中性和组织性，这种管理体制使其在社会经济生产中具有强有力的组织协调能力和集中力量办大事的能力。近年来兵团积极推进财务改革，建立了兵、师、团三级财务预算管理体制，增强了兵团对系统内财务的调控能力。

新疆生产建设兵团第四师是新疆生产建设兵团下属师，成立于 1954 年，是兵团在疆北的重要分支，拥有丰富的资源优势和独特的地缘优势，诸多产业位居兵团、全疆乃至全国前列。2015 年 3 月，国务院批准在新疆维吾

尔自治区设立县级市可克达拉市，实行新疆兵团城市“师市合一”模式，归属新疆生产建设兵团第四师管理。可克达拉市位于新疆伊犁哈萨克自治州境内，是新疆兵团建设的第八座城市。2016年新疆生产建设兵团第四师改名为新疆生产建设兵团第四师可克达拉市（简称“第四师可克达拉市或第四师”）。

2021~2023年第四师实现地区生产总值分别为212.73亿元、221.34亿元和239.68亿元，同比分别增长1.4%、3.3%和7.4%；实现社会消费品零售总额分别为32.23亿元、29.78亿元和33.68亿元，同比分别增长1.7%、下降7.6%和增长13.1%；实现城镇居民人均可支配收入分别为4.32万元、4.40万元和4.73万元，同比分别增长5.8%、1.8%和7.5%。第四师主要产业为农业，第一产业占比相对较高，但第二产业尤其是工业发展较快。

图表4. 近年第四师可克达拉市经济发展情况（单位：亿元，%）

指标	2021年		2022年		2023年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比
地区生产总值	212.73	1.4	221.34	3.3	239.68	7.4
第一产业增加值	57.72	4.6	63.35	7.8	68.03	6.6
第二产业增加值	68.13	-2.8	65.41	-3.6	72.95	11.9
第三产业增加值	86.88	2.7	92.58	5.8	98.70	4.7
三次产业结构	27.1:32.0:40.9		28.6:29.6:41.8		28.4:30.4:41.2	
工业增加值	51.50	0.3	47.01	-8.0	—	18.6
固定资产投资完成额	—	-13.9	—	5.4	—	11.1
社会消费品零售总额	32.23	1.7	29.78	-7.6	33.68	13.1
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.32	5.8	4.40	1.8	4.73	7.5

资料来源：第四师可克达拉市国民经济和社会发展统计公报。

2023年，第四师师市地方财政收入12.4亿元，同比增长23.6%。政府性基金预算收入3.72亿元，国有资本经营预算收入12亿元。一般公共预算支出96.89亿元，同比增长0.2%。其中，民生领域支出65.49亿元，占一般公共预算的82.2%。

此外，根据新疆兵团党委印发的《关于印发中共新疆生产建设兵团委员会关于推进团场综合配套改革的实施方案》（师市党发(2017)16号），近年来兵团逐步实施并大力推行团场综合配套改革，取消“五统一”（统一种植计划、统一农资采供、统一产品收购、统一农机作业、统一产品销售），实行团场“四分开”（政企、政资、政事、政社）政策，推进团场行政与企业经营彻底脱钩，取消团场企业法人资格。近年来，第四师逐步开展对团场的清产核资工作，团场不再承担业务经营，原有业务清理后划分到下属企业。

## (2) 业务运营

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
营业收入合计	124.68	142.37	191.70	43.94	32.43
其中：核心业务营业收入合计	92.00	114.32	157.79	31.33	23.73
其中：(1) 农业	37.04	52.89	76.32	18.54	12.00
在核心业务营业收入中占比	40.26	46.26	48.37	59.18	50.57
(2) 酒类	19.61	16.16	22.27	8.38	7.50
在核心业务营业收入中占比	21.32	14.14	14.11	26.75	31.61
(3) 建筑施工	35.35	45.27	59.20	4.41	4.23
在核心业务营业收入中占比	38.42	39.60	37.52	14.08	17.84
毛利率	16.44	13.66	12.41	14.63	18.45
其中：农业	10.65	4.15	4.98	4.28	7.18
酒类	51.39	49.45	48.76	51.87	51.41
建筑施工	6.74	10.91	8.13	8.83	12.50

注：根据可克达拉国投公司提供的数据整理、计算。

该公司核心业务为农业、酒类、建筑施工，还涉及电力、化工等业务。跟踪期内，公司主业经营整体稳定，2023年及2024年第一季度，公司实现营业收入分别为191.70亿元和43.94亿元，同比分别增长34.65%和35.48%。2023年，公司农业、酒类、建筑施工和电力收入合计占比82.31%。

### ① 经营状况

#### A. 农业

该公司农业板块主要运营主体为新疆生产建设兵团第四师创锦农业开发集团有限公司（简称“创锦农业”）<sup>1</sup>，主业包括农资购销、棉麻销售及畜牧业等，合计收入约占农业板块收入的90%。公司农业板块收入和利润易受农资、棉麻等产品销量及价格波动影响，2023年及2024年第一季度，农业板块收入分别为76.32亿元和18.54亿元，同比分别增长44.30%和54.50%，增长主要系棉麻销售和农资业务加大销售力度，产品销量及销售价格均上升所致；同期毛利率分别为4.98%和4.28%，同比分别增长0.83个百分点和下降2.90个百分点。

##### a. 棉麻销售

创锦农业下属子公司新疆生产建设兵团第四师创锦棉业有限公司（简称“棉麻公司”）是该公司棉花销售业务的主要运营主体。棉麻公司是第四师辖区内唯一具有棉花收购权的棉花收储加工企业，承担着第四师各个团场棉花的收购、检验、加工、销售任务。2023年及2024年第一季度，棉麻公司营业收入分别为43.56亿元和13.31亿元，同比分别增长42.21%和64.73%，2023年主要是棉花销量有所增加所致，2024年第一季度主要是销售价格增加所致；同期毛利率分别为4.69%和1.07%，同比分别增加3.02个百分点和下降3.93个百分点，其中2024年第一季度毛利率较低主要是当期毛利较低的进口皮棉销量增加所致。

棉麻公司对棉花等大宗农产品的生产经营实行供种、播种（机耕）、种植灌溉、施肥和购销五统一模式。棉麻公司主要收购第四师辖区内棉农籽棉，此外第四师辖区外的棉花轧花厂主要位于南疆棉花主产区，部分按照当地市场价格向周边地区棉农收购籽棉，籽棉的供应较有保障。截至2024年3月末，第四师下属各种植团场总计共有11.6万亩棉田。2023年棉麻公司向棉农收购籽棉9.02万吨，棉花销售量为13.94万吨，分别较上年下降15.22%和增长13.61%。2024年第一季度，由于未到棉籽收成季节，尚未进行棉籽收购；同期棉花销售量为3.11万吨，同比减少12.89%。货款结算上，籽棉采购由棉农向轧花厂自行交售，轧花厂按照现货现款的形式向农户支付采购款。

<sup>1</sup> 截至2024年3月末，新疆生产建设兵团第四师创锦农业开发集团有限公司由公司持股51%，由新疆生产建设兵团第四师可克达拉市供销合作社联合社持有49%（为第四师国资委全资企业）。

图表 6. 棉麻公司籽棉收购情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
收购量(万吨)	9.72	10.64	9.02	—
收购金额(亿元)	9.91	6.13	6.89	—

资料来源：可克达拉国投公司

棉麻公司通过 3 个植棉团场轧花厂和 5 个下属轧花厂<sup>2</sup>进行棉花加工后，向市场提供皮棉产品。棉麻公司以批发形式进行销售，在济南和浙江各设有 1 个销售分公司，客户主要分布在河南、江苏、浙江、四川及山东等地，客户集中度较低，但关系较为稳固。

图表 7. 棉麻公司棉花销售情况表

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
销量(万吨)	10.63	12.27	13.94	3.11
销售额(亿元)	16.70	20.47	20.94	8.38

资料来源：可克达拉国投公司

棉麻公司采购和销售价格均为随行就市，2023 年，棉麻公司棉籽采购均价有所上升，当年籽棉采购均价为 0.76 万元/吨，同比上升 32.58%。销售价格方面，主要受棉花市场价格波动的影响，2023 年及 2024 年第一季度棉花销售均价分别为 1.50 万元/吨和 2.69 万元/吨，同比分别下降 9.96% 和增长 51.49%，其中 2024 年第一季度，棉花销售单价同比增加较多主要系当期销售进口皮棉 1.33 万吨，单价约为 3.23 万元/吨，跟踪期内，棉花价格整体呈现先低后高态势。

#### b. 农资购销

创锦农业下属子公司新疆生产建设兵团第四师创锦农资有限公司（简称“农资公司”）是该公司农资购销业务的主要运营主体，其主要从事化肥、农药等农业生产资料的批发零售。2023 及 2024 第一季度，农资公司营业收入分别为 10.06 亿元和 0.95 亿元，同比分别增长 18.03% 和 155.81%，跟踪期内收入均上升主要系化肥的销售量和销售价格同比均增加所致；同期毛利率分别为 5.65% 和 7.69%，同比分别减少 2.50 个百分点和 6.31 个百分点，主要系毛利较低的液态肥销量增加所致。

采购方面，农资公司目前已与贵州瓮福集团有限责任公司、新疆金牛粮桥农资有限公司、奎屯锦疆化工有限公司、中化化肥有限公司西北分公司等农资产品生产商建立了稳定的合作关系，并拥有云南祥丰磷肥系列产品在新疆自治区的独家代理权，锦疆氮肥系列和瓮福磷肥系列在伊犁自治州的独家代理权。农资公司主要采用预付款的形式向化肥生产企业采购，一般提前 5~10 天预付 90.00% 货款，待对方发货后结清余款。

产品品类及销售区域方面，农资公司为第四师辖区内规模最大的农业生产资料渠道商，凭借其在第四师辖区和伊犁周边地区的龙头经营地位农资公司，主要经营品种包括尿素、磷酸铵、复合肥等化肥产品，以及各种规格农膜和农药等百余种产品。2023 年及 2024 年第一季度，化肥、农药、地膜和农副产品合计销售量分别为 25.61 万吨和 2.55 万吨，以化肥销售为主。其中，2023 年化肥和农副产品销售量同比有所增加，地膜销量有所下降，农药销量变化较小，无金属材料销售。2024 年第一季度，化肥、农药和农副产品销量同比均增加。农资公司销售的农资产品主要面向第四师区域内各团场农户，另外还成立了伊宁市直销店面向伊宁市除兵团以外的县乡村进行销售，2023 年向团场农户销售额占比为 47%。销售方式方面，除 76、77 团团场外，农资公司在第四师区域内均设有分公司。此外，农资公司还在伊犁州及周边地区建立农资超市和农资销售网络，基本覆盖农四师全部辖区，截至 2024 年 3 月末，农资公司共有加盟农资销售网点 186 个、农资超市 21 个，跟踪期内，农资销售网点较上年度增加 11 个。货款结算上，农资公司根据农户作物种植季节，一般在七、八月份和年终收回销售款。

图表 8. 农资公司主要产品销售量和销售价格情况表（单位：万吨、元/吨）

种类	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度		2023 年第一季度	
	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格
化肥	30.00	2,519.00	22.59	3,413.16	23.68	3,791.09	2.50	3,656.46	1.15	3,200.00
农药	0.12	22,994.00	0.20	23,938.14	0.20	21,357.86	0.01	19,510.15	—	—
地膜	0.04	9,582.00	0.09	10,252.98	0.05	10,315.21	—	—	—	—

<sup>2</sup> 由于第四师下属 65 团和 68 团调整种植结构，不再种植棉花，因此其中 2 个轧花厂目前处于停产状态。

种类	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度		2023 年第一季度	
	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格
金属材料	0.06	23,014.00	—	—	—	—	—	—	—	—
农副产品	0.39	2,385.00	0.77	2,216.83	1.52	2,424.82	0.04	2,410.00	—	—
<b>合计</b>	<b>30.61</b>	—	<b>23.65</b>	—	<b>25.61</b>	—	<b>2.55</b>	—	<b>1.15</b>	—

资料来源：可克达拉国投公司

从价格因素来看，农资公司的产品销售价格在进货价格、运输成本和装卸成本之上加上一定目标利润来确定，其中化肥销售价格随市场行情波动而波动，2023 年及 2024 年第一季度化肥销售均价分别为 3,791.09 元/吨和 3,656.46 元/吨，同比均有所增加；同期，地膜销售价格呈上升态势，农药有所下降，但销售规模小，其价格变动对业务影响不大。整体来看，为了支持团场农户的发展，农资公司在销售产品时制定了较为优惠的价格，此外，农资价格的波动易对盈利水平产生影响，一定程度上影响了农资公司的经营效益。

### c. 畜牧业

该公司畜牧业的经营主体为新疆创锦农牧业有限公司（简称“创锦牧业”，曾用名：可克达拉市创锦牧业有限公司）。2017 年，公司下属子公司新疆生产建设兵团第四师创锦农业开发有限公司（简称“创锦农业”）与新疆伊犁巴口香实业有限责任公司（简称“巴口香”）合资成立，注册资本为 5,000.00 万元，分别持股 51% 和 49%。2018 年 4 月，创锦农业以 0.50 亿元平价收购巴口香所持有的 49% 股权，公司实现对创锦牧业 100% 控股。公司分别于 2020 年 4 月和 2023 年 12 月，引入多名战略投资者，注册资本变更为 12,500.00 万元（实收资本为 11,146.04 万元），公司持股比例变更为 40.00%。

创锦牧业主营农副产品的生产加工，主要收入来源于肉牛销售，截至 2024 年 3 月末，创锦牧业肉牛存栏量为 41,808 头，2023 年及 2024 年第一季度肉牛出栏量分别为 33,573 头和 9,517 头。创锦牧业肉牛销售客户包括个人客户和企业客户，分别约占 77% 和 23%。2023 年及 2024 年第一季度，创锦牧业实现营业收入分别为 9.01 亿元和 2.50 亿元，同比分别增加 3.44% 和 19.05%；实现净利润分别为 0.39 亿元和 0.03 亿元，同比分别下降 0.06 亿元和 0.03 亿元。

### B. 酒类

新疆伊力特实业股份有限公司（简称“伊力特股份”）是该公司白酒业务的主要运营主体。伊力特股份主要从事“伊力”牌系列白酒生产和销售业务，是新疆区域龙头白酒企业。2023 年以来，白酒消费市场持续回暖、产品提价以及高档酒销量增加推动跟踪期内公司酒类收入均同比增长，2023 年及 2024 年第一季度，酒类收入分别为 22.27 亿元和 8.38 亿元，同比分别增长 37.81% 和 11.73%，毛利率分别为 48.76% 和 51.87%，同比分别下降 0.69 个百分点和增长 0.46 个百分点。

产品组合多样性方面，伊力特属于浓香型白酒，产品分为 6 大系列、300 多种单品，从结构来看，2023 年伊力特股份高档（王酒类、老窖类）、中档（老陈类、特曲类）、低档（大曲类）的产品销量占比分别为 30.72%、44.62% 和 24.67%，分别较上年增加 5.59 个百分点、减少 11.62 个百分点和增加 7.23 个百分点；销售收入占比分别为 67.08%、25.19% 和 7.73%，分别较上年增加 4.36 个百分点、减少 6.46 个百分点和增加 2.11 个百分点。其中“伊力老窖”和传统“伊力大曲”是其主要产品，定位中低端市场；此外，伊力特股份还有柔雅青花、婚礼红瓶、浓酱兼香型等时尚概念产品及柔雅型、兼香型白酒，产品体系较为丰富。品牌方面，伊力特股份拥有“王酒”、“老窖”、“伊力”等多个品牌，其中“伊力”牌系列白酒被誉为“新疆第一酒”，“伊力”商标为“中国驰名商标”，在新疆地区及国内市场具有一定的品牌知名度。

区域多样性方面，截至 2024 年 3 月末，伊力特股份拥有 6 个酿酒厂、13 条白酒生产线，具有年产 5.3 万千升白酒的生产能力，均集中在伊犁地区，产线及产能增加主要系当期南疆草湖酒文化产业园部分投产所致。2023 年伊力特股份白酒产量 21,628.36 千升，同比上升 14.64%，其中高档白酒产量同比上升 4.19%，中档白酒和低档白酒同比分别增长 1.29% 和 74.99%。2024 年第一季度，伊力特股份白酒产量 8,545.81 千升，同比增长 19.56%。伊力特股份销售仍主要集中在新疆境内，2023 年疆内销售收入占比 77.62%。在稳固疆内市场的基础上，伊力特股份继续开拓疆外市场，主要集中在北京、上海、湖南、山东、陕西、浙江等地区，2023 年疆内、疆外白酒销售收入同比分别上升 50.28% 和 5.19%。伊力特股份产品销售全部采取专营商代理的模式（买断经营），截至 2023 年末伊力特股份在全国共拥有 69 家经销商，其中疆内 55 家、疆外 14 家，主要以预收款的方式进行结算，同时采取部分赊销方式。近年来，为扩大产品销售，伊力特股份除采用部分赊销方式外还制定销售任务奖惩等办法

调动经销商积极性，并逐步将营销网络渠道中心下移至三、四级市场，将原先只在省、市级市场设立经销商方式延伸至县、乡（镇），进行营销渠道和管理优化。

图表 9. 近年来伊力特股份白酒产能及产销情况

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年第一季度（末）
生产线（条）	10	10	12	13
产能（万千升/年）	5	5	5 <sup>3</sup>	5.3
产量（千升）	19,152.12	18,866.75	21,628.36	8,545.81
其中：高档（千升）	6,919.69	5,528.05	5,759.55	—
中档（千升）	9,277.91	10,138.83	10,269.34	—
低档（千升）	2,954.52	3,199.87	5,599.47	—
销量（千升）	18,994.32	18,160.88	22,603.44	8,203.40
其中：高档（千升）	6,675.81	4,778.32	6,942.95	—
中档（千升）	8,456.36	10,214.51	10,085.03	—
低档（千升）	3,862.15	3,168.05	5,575.46	—
库存量（千升）	1,774.37	2,480.24	1,505.16	1,847.57
其中：高档（千升）	437.79	1,187.52	4.12	—
中档（千升）	1,074.54	998.86	1,183.17	—
低档（千升）	262.04	293.86	317.87	—

资料来源：可克达拉国投公司

原辅助材料采购方面，伊力特股份粮食采购以高粱、小麦、大米、玉米、豌豆为主，主要采购区域为第四师及周边地区，其中高粱采购以订单农业模式采购自第四师各团场，原材料供应较稳定，且采购成本相对可控。2023 年以来，伊力特股份粮食原材料采购价格有所分化。伊力特股份包装材料主要由下属子公司生产，受到环保政策及纸张原材料价格波动影响，造纸行业成本波动较大。

图表 10. 伊力特股份粮食采购情况表（单位：万吨，元/吨）

类型	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
小麦	1.18	2,607.70	0.74	2,916.00	0.78	2,872.95	—	—
高粱	2.19	3,685.47	3.45	3,670.00	3.81	3,988.10	0.37	4,112.96
大米	0.56	4,557.55	0.36	4,514.00	0.37	4,506.09	0.09	4,504.18
玉米	0.19	2,606.63	0.12	2,522.00	0.13	2,606.67	0.03	2,557.22
豌豆	0.01	5,997.01	0.01	6,800.00	0.01	7,100.00	—	—

资料来源：可克达拉国投公司

议价能力方面，伊力特股份原材料成本占比较低，主要为农产品，价格基本随行就市。近年来，伊力特股份跟随市场消费偏好，对部分中高档白酒进行提价，在一定程度上缓解原材料价格上涨带来的压力。

### C. 建筑施工

该公司建筑施工业务主要由新疆宏远建设集团有限公司（简称“宏远建设”）运营，宏远建设于 2000 年 6 月由第四师国资委出资成立，并于 2010 年 3 月由公司托管并纳入公司合并报表范围，2021 年 4 月第四师国资委将其持有的 92.6% 股权无偿划转给公司。目前宏远建设正在筹划引进战略投资者，但尚未有进展。宏远建设主要承担第四师辖区内的道路、房屋、水利水电及市政公用工程施工项目的建设，已成为第四师规模最大、资质最齐全的施工单位，年施工能力超过 150 亿元。2023 年及 2024 年第一季度公司建筑施工业务收入分别为 59.20 亿元和 4.41 亿元，同比分别增长 30.77% 和 4.26%。宏远建设系由 20 世纪 70 年代的老国企转制而来，一直承担着自办社区等社会职能，企业政策性负担沉重。另外公司承接的第四师项目较多，受投标限价影响，公司中标工程多以超低价中标，影响了其自身的盈利能力，同期业务毛利率分别为 8.13% 和 8.83%，同比分别减少 2.78 个百分点和 3.67 个百分点。

<sup>3</sup> 2023 年新增 2 条生产线但并未投产。

资质方面，宏远建设系经自治区建设厅核准的工民建、公路、水利水电和装饰装璜工程全二级的综合型施工企业；且拥有房屋建筑施工一级资质。宏远建设业务模式以工程总承包为主，即通过招投标获得项目后与客户签订合同，对工程项目的工作设计、采购、施工等实行全程承包，并对工程的质量、安全、工期和造价等全面负责。宏远建设承揽工程均采用公开招投标的形式进行。结算方面，宏远建设一般在合同签订后，预收建设单位合同造价 20~30% 的备料款；工程施工期间，建设方按监理实际审核的工程量支付工程进度款（期间分批扣回预付款）；工程竣工时支付到合同总价款的 85~90%；最后留有 5% 质保金在 1~3 年内收回。受新疆当地雨雪天气影响，宏远建设承接项目一般集中在每年的 4、5 月份开工，并在 10 月份冬季来临之前完工，施工期相对较短。同时，宏远建设承接项目多为第四师批建项目，总体回款较及时且有保障。

订单保障方面，宏远建设主要承接项目为可克达拉市城市基础设施和第四师所属各团场工程项目，相关收入占宏远建设营业收入的 70% 以上，2023 年以来，第四师外项目亦有拓展，当年第四师外部中标量占比约为 40%，较上年度增加 15 个百分点。2023 年及 2024 年第一季度宏远建设中标项目合同金额分别为 59.54 亿元和 29.36 亿元，合同金额同比分别下降 48.32% 和增长 37.32%。截至 2024 年 3 月末，宏远建设尚可履行合同金额合计 90.45 亿元，预计能够支撑短期的经营业绩，宏远建设整体订单保障度高，后续经营状况有待关注。

图表 11. 截至 2024 年 3 月末宏远建设主要在建施工项目表（单位：亿元）

工程名称	中标价
可克达拉市宏远绿色智能装配式产业园建设项目	8.84
可克达拉市宏远·观天岳（望岳居）住宅项目（EPC）	3.39
可克达拉市宏远·玖序 833·栖欣苑（EPC）	2.67
宏远·未来城（一期）住宅项目（EPC）	3.81
霍尔果斯经济开发区兵团分区自由贸易试验区企业服务中心（一期）建设项目（EPC）	2.07
雅安市名山区城市综合停车场项目	1.04
喀什经济开发区喀什书城综合楼建设项目	0.72

资料来源：可克达拉国投公司

2023 年以来，宏远建设自建项目增多，主要有可克达拉市普惠养老建设项目和可克达拉市宏远惠农智慧物流园等项目。预计总投资 16.68 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 2.35 亿元，其中普惠养老项目总投资为 7.90 亿元，资金来源为银行借款和自有资金。该项目总建筑面积约为 7.82 万平方米，总占地面积为 833.79 亩，建设内容主要包括：家庭陪护中心、康复运动中心和全托中心、自理疗养区等。项目建设期为 2 年，预计于 2025 年 10 月完工，建设完成后收入来源主要为养老服务费，其中家庭陪护中心 213 套，居家套房租金收入 3.6 万元/套；康复中心和全托中心、自理疗养区分别有 412 张床位和 3,540 张床位，每个床位养老服务费分别为 2.76 万元/个和 2.40 万元/个，均为每 5 年递增，根据该项目可研报告显示，项目建成后，财务内部收益率为 10.08%，所得税前的静态投资回收期为 11.23 年（包括建设期 2 年），目前规划通过第三方进行运营。可克达拉市宏远惠农智慧物流园项目总投资为 8.78 亿元，建设期 2 年，预计于 2025 年 12 月完工，建设资金来源于自有资金和银行借款。项目包含物流与商贸两大核心功能以及相关配套设施，包括仓售一体化模块化商贸中心、农产品仓储及物流用房、展示及综合零售、行政办公及生活设施等，总用地面 18.94 万平方米，总建筑面积 20.10 万平方米。收入主要来源于租赁收入、分红收入<sup>4</sup>和装卸费收入等，根据该项目可研报告显示，项目建成后，年平均销售收入为 1.28 亿元，年均利润总额为 0.66 亿元，税前财务内部收益率为 10.06%，所得税前的静态投资回收期为 9.61 年（包括建设期 2 年），目前规划通过第三方进行运营。

图表 12. 截至 2024 年 3 月末宏远建设自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	规划投资总额	预计完工时间	截至 2024 年 3 月末已投资额	资金来源	
				自有资金	外部融资
可克达拉市普惠养老建设项目	7.90	2025 年 10 月	1.12	1.72	6.18
可克达拉市宏远惠农智慧物流园	8.78	2025 年 12 月	1.23	3.48	5.30
<b>合计</b>	<b>16.68</b>	—	<b>2.35</b>	<b>5.20</b>	<b>11.48</b>

资料来源：可克达拉国投公司

<sup>4</sup> 可克达拉市宏远惠农智慧物流园项目已与中麟建设集团有限公司、邛崃市四泓农业开发有限公司签订《可克达拉市宏远惠农智慧物流园合作经营合同》，通过向这两家企业提供园区 12.3 万平方米场地用于企业运营，同时提供园区管理服务、业务相关服务等，合同年分红收入 0.90 亿元。

#### D. 其他业务

该公司电力业务运营主体为新疆生产建设兵团第四师电力公司（简称“电力公司”）。电力公司目前负责 18 个农牧团场 6 个边防部队及 4 个地方乡场的工业、农业、居民、商业供电任务，营业面积 4929 平方公里，居民用户 11.19 万户，一般工商业 1.63 万户，重要企业用户 35 户，形成了以 220 千伏和 110 千伏为主的网架结构。电力公司自建有小型水电站进行供电。截至 2024 年 3 月末，电力公司自有电源包括小水电站 23 座，发电机组 45 台，总装机容量 100.08 兆瓦，火电装机容量 546 兆瓦，光伏装机容量 250 兆瓦。跟踪期内，随着 63 团、73 团硅厂及 71 团钢铁厂用电需求的上升，电力公司供电量保持增长态势，2023 年及 2024 年第一季度分别完成供电量 43.75 亿千瓦时和 13.48 亿千瓦时，同比分别增长 20.59% 和 31.77%。2023 年及 2024 年第一季度公司电力业务收入分别为 15.76 亿元和 4.58 亿元，同比分别增长 4.03% 和 19.21%；毛利率分别为 21.34% 和 9.98%，同比分别增加 11.23 个百分点和减少 0.51 个百分点，毛利率波动主要受煤炭价格影响。

该公司化工业务的经营主体为新疆南岗投资有限责任公司（简称“南岗投资”），目前已形成集煤矿开采、氯碱化工、PVC 树脂、电石等多种产品于一体的煤电化工循环产业链。南岗投资拥有喀赞其煤矿的开采权，煤炭储量 0.39 亿吨，目前仍未开采。南岗投资通过子公司伊犁南岗化工有限责任公司（简称“南岗化工”）从事电石、PVC 树脂和烧碱等化工产品的生产和销售，具有年产 12.00 万吨 PVC 树脂和 10.00 万吨烧碱的生产能力。2023 年及 2024 年第一季度，公司化工产品营业收入分别为 8.16 亿元和 1.64 亿元；毛利率分别为 -31.95% 和 -24.67%，毛利率下滑主要系产品销售价格下降所致。

图表 13. 近年南岗化工销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2021 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年第一季度	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
PVC	8.28	7,033.75	7.87	6,602.17	2.76	5,926	2.30	5,345
烧碱	8.00	1,604.93	2.87	2,751.79	1.00	3,160	0.82	2,576
合计	<b>16.28</b>	—	<b>10.74</b>	—	<b>3.76</b>	—	<b>3.12</b>	—

资料来源：可克达拉国投公司

该公司承担了部分第四师辖区内基础设施建设及支援地区经济发展的重要任务，截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 25.08 亿元，资金来源主要为财政拨款及自筹，累计已投资 14.63 亿元，后续尚需投资 10.54 亿元，仍面临一定的资本性支出压力。拟建项目方面，主要为 2\*350MW 热电联产项目，项目建设总投资预计为 30.00 亿元，预计于 2024 年 7 月动工，建设期为 2 年，建设资金来源于自筹和银行融资。

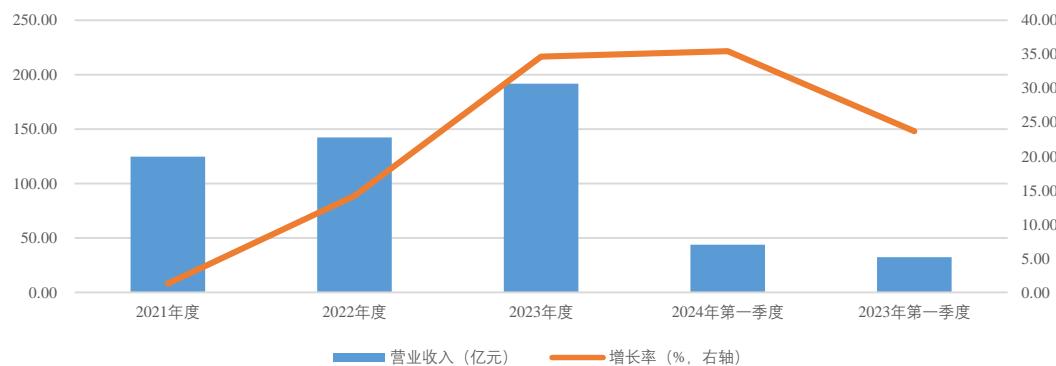
图表 14. 截至 2024 年 3 月末，公司重大投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资额	资金来源	项目状态
国投大厦项目	2.00	1.16	自筹	在建
伊犁南岗化工有限责任公司电石厂节能减排升级改造项目	5.30	3.75	自筹	在建
可克达拉市智慧农业建设项目	1.50	1.21	项目贷款	在建
伊力特草湖酒文化产业园项目	1.28	0.65	自筹	在建
2020 农网改造升级工程	1.42	1.19	专项资金	在建
可克达拉南区开闭所建设工程	2.17	2.00	自筹	在建
2022 年农村电网改造升级项目	0.95	0.93	专项资金	在建
兵团分区 220 千伏变电站工程	0.96	0.59	自筹	在建
2*50MW 热电联产总承包 EPC 项目	6.80	1.48	自筹	在建
2023 年高标准农田建设项目	2.70	1.67	自筹	在建
合计	<b>25.08</b>	<b>14.63</b>	—	—

资料来源：可克达拉国投公司。

## ② 竞争地位

图表 15. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



注：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、绘制。

该公司直属第四师管理，在新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会（简称“第四师国资委”）授权范围内进行国有资产经营、管理与托管。公司各业务的运营由下属子公司负责，在第四师辖区内均长期居于龙头地位。近年来，公司主业经营状况良好，经营规模呈逐年增长态势，2023 年及 2024 年第一季度公司实现营业收入分别为 191.70 亿元和 43.94 亿元，同比分别增长 34.65% 和 35.48%。

该公司业务涉及农业、建筑施工、酒类、电力和化工等，产品分布于多个子行业，品类多样，其中农业涉及棉麻销售、农资购销和畜牧业等；白酒产品覆盖高中低档，分为 6 大系列、300 多种单品，拥有“王酒”“老窖”“伊力”等多个品牌，产品结构全面，品牌数量多，能够很好满足不同消费需求。

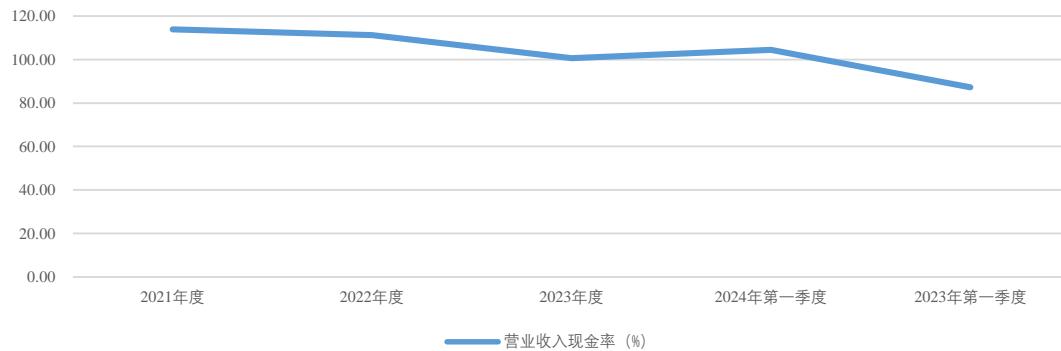
销售区域多样性方面，该公司农业、建筑、电力等主要市场均在第四师区域内，酒类业务超过 70% 的销售来源于疆内，其余分布于江苏、浙江、河南、河北等地。整体来看，公司业务销售集中于疆内地区。

原材料保障方面，该公司原材料大部分依靠外购来满足生产需求。公司农业中棉麻销售业务主要原材料为棉籽，主要从第四师辖区内及南疆棉花主产区向棉农收购籽棉，籽棉的供应较有保障。酒类业务原材料主要为农产品和包装材料，农产品以高粱、小麦、大米、玉米、豌豆为主，主要采购区域为第四师及周边地区，其中高粱采购以订单农业模式采购自第四师各团场，原材料供应较稳定，且采购成本相对可控。

议价能力方面，农业上游较难议价，但成本上升可以传导至终端。酒类原材料成本占比较低，主要为农产品，价格基本随行就市。近年来，伊力特股份跟随市场消费偏好，对部分中高档白酒进行提价，在一定程度上缓解原材料价格上涨带来的压力。

## ③ 经营效率

图表 16. 反映公司经营效率要素的主要指标值



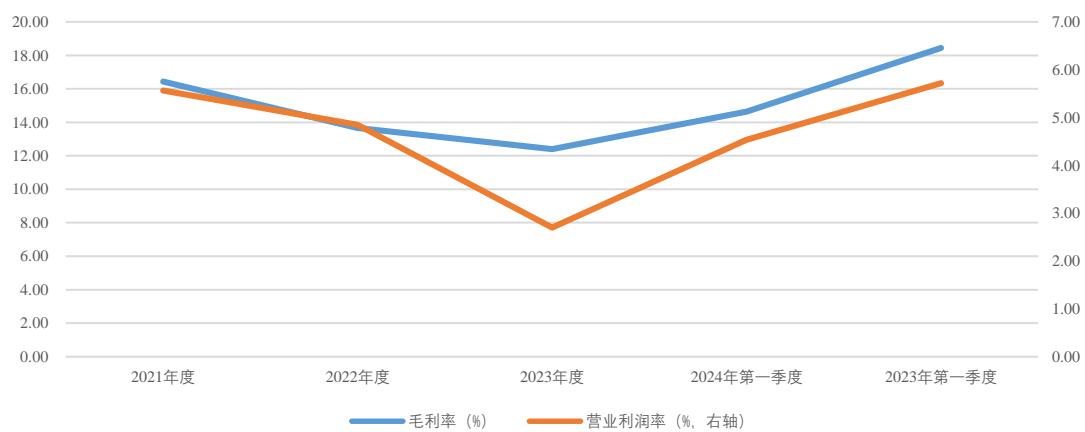
资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、绘制。

该公司主业总体具有一定的现金获取能力，近年来营业收入现金率保持较好状态，2023 年及 2024 年第一季度营

业收入现金率分别为 100.68% 和 104.46%，同比下降 10.55 个百分点和上升 17.16 个百分点，虽有波动但整体经营收现水平较高。分业务看，公司主业中农业、酒业以及建筑施工经营主体创锦农业、伊力特股份和宏远建设 2023 年营业收入现金率分别为 108.60%、103.35% 和 115.55%。2023 年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 45.07 天和 146.77 天，同比上升 3.03 天和 5.99 天。

#### ④ 盈利能力

图表 17. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、绘制。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 23.79 亿元和 6.43 亿元，同比分别增长 22.31% 和 6.93%，2023 年以来毛利增加主要是酒类及电力业务毛利增加所致，实现毛利率分别为 12.41% 和 14.63%，同比分别下降 1.25 个百分点和 3.82 个百分点。期间费用方面，同期公司期间费用分别为 14.80 亿元和 3.41 亿元，同比分别增长 31.37% 和 7.49%，期间费用率分别为 7.72% 和 7.76%，同比分别减少 0.19 个百分点和 2.03 个百分点。其中，同期管理费用分别为 6.42 亿元和 1.22 亿元，同比有所增长主要是人员费用增加所致；同期销售费用分别为 2.72 亿元和 0.81 亿元，同比增长 5.07% 和下降 13.18%；财务费用分别为 5.31 亿元和 1.35 亿元，因债务规模的上升导致同比增长 34.08% 和 15.63%。此外，2023 年及 2024 年第一季度，公司产生资产减值损失分别为 0.32 亿元和 0.007 亿元，其中 2023 年主要为计提的存货跌价及合同履约成本减值准备 0.30 亿元；同期，信用减值损失为 0.69 亿元和 0.08 亿元，其中 2023 年主要为计提应收账款坏账准备 0.59 亿元。受上述因素综合影响，2023 年及 2024 年第一季度，公司实现经营收益分别为 4.02 亿元和 1.62 亿元，同比分别下降 12.32% 和增长 5.05%。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
营业收入合计（亿元）	124.68	142.37	191.70	43.94	32.43
营业毛利（亿元）	20.49	20.14	23.79	6.43	5.98
期间费用率（%）	8.40	7.91	7.72	7.76	9.79
其中：财务费用率（%）	2.43	2.78	2.77	3.06	3.59
全年利息支出总额（亿元）	4.86	5.29	7.23	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.18	0.17	0.11	—	—

资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理。

该公司利润主要来自主业经营，投资净收益、政府补助等非经常性损益对该公司盈利影响较小。2023 年及 2024 年第一季度，公司实现投资净收益分别为 0.62 亿元和 0.34 亿元，同比分别下降 63.00% 和增长 155.85%，其中 2023 年主要来源于理财收益，另外当期子公司当期处置所持新疆天南能源化工有限公司全部股权（计入长期股权投资）亏损 0.54 亿元。同期营业外收入及其他收益合计分别为 0.81 亿元和 0.08 亿元，其中政府补助分别为 0.61 亿元和 0.04 亿元。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
投资净收益	0.23	1.68	0.62	0.34	0.13
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.32	0.39	0.09	0.34	—
处置长期股权投资产生的投资收益	-0.43	0.40	-0.54	—	—
理财收益	0.03	0.87	0.41	—	—
营业外收入及其他收益	0.53	0.63	0.81	0.08	0.06
其中：政府补助	0.40	0.58	0.61	0.04	0.06

资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理。

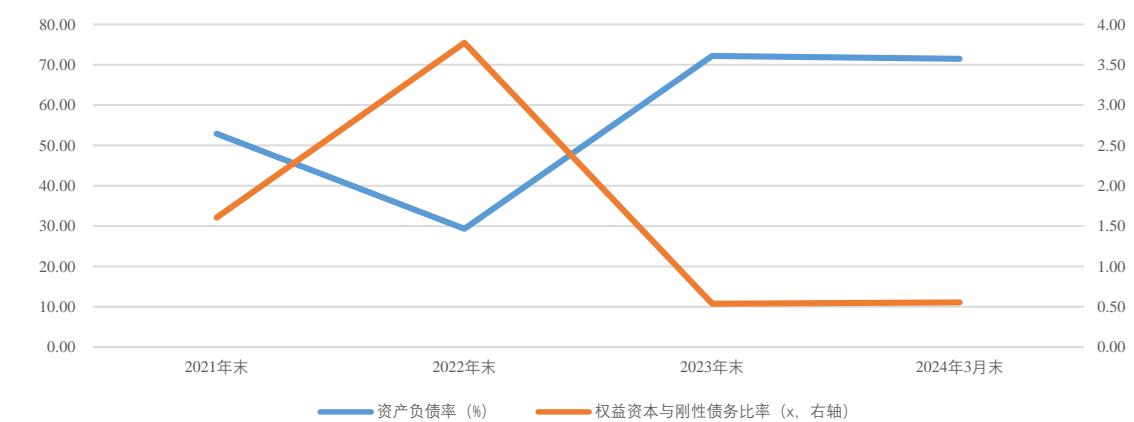
总体看，2023 年，该公司主业盈利能力及投资收益同比有所下滑，当年实现营业利润为 5.18 亿元，同比下降 24.98%，营业利润率为 2.70%，同比下降 2.15 个百分点，但由于当期所得税同比下降 48.28% 至 2.51 亿元，当期实现净利润 2.29 亿元，同比增长 147.88%。2024 年第一季度，公司主业盈利能力及投资收益同比有所提升，当期实现营业利润 1.99 亿元、营业利润率 4.54%，分别同比增长 7.38% 和下降 1.18 个百分点，同期实现净利润 1.36 亿元，同比增长 0.24%。

### 3. 财务

跟踪期内，该公司债务规模持续增长，受林地、草地等土地资产以及水利和交通资产划出影响，资产负债率明显上升。公司刚性债务规模大幅增加，期限结构偏于短期，持续面临较大的债务偿付压力。但公司主业经营获现能力较强，经营性现金呈净流入状态，且拥有较充足的货币资金存量，可为到期债务偿付提供一定保障。

#### （1）财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据可克达拉国投公司所提供的数据整理、绘制。

跟踪期内，随着该公司业务规模扩大，在建项目持续投资建设，公司债务规模整体较 2022 年末大幅增长，2023 年末及 2024 年 3 月末负债总额分别为 290.69 亿元和 283.96 亿元，较上年末分别增长 35.09% 和下降 2.32%。由于公司无偿划出林地、草地等土地资产以及水利和交通资产等，所有者权益出现明显下降，公司资产负债率显著上升，2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 72.13% 和 71.42%，较上年末分别增加 42.78 个百分点和减少 0.71 个百分点。同期末，公司权益资本与刚性债务的比率分别为 0.54 倍和 0.55 倍，分别较上年末减少 3.23 倍和增加 0.01 倍。

## ① 资产

图表 21. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	143.55	157.97	214.05	210.23
	37.95	21.54	53.11	52.87
其中：现金类资产（亿元） <sup>5</sup>	39.34	42.97	51.61	40.67
应收账款（亿元）	17.10	15.70	31.64	33.64
预付款项（亿元）	12.20	14.89	20.04	22.13
其他应收款（亿元） <sup>6</sup>	26.68	20.72	25.90	25.48
存货（亿元）	42.25	60.64	74.40	76.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	234.71	575.34	188.98	187.38
	62.05	78.46	46.89	47.13
其中：固定资产（亿元）	76.58	80.11	91.92	90.41
在建工程（亿元）	37.45	17.41	21.23	22.21
无形资产（亿元）	35.07	412.25	46.38	45.55
其他非流动资产	75.83	40.15	4.36	4.22
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.75	0.40	0.09	0.09
受限资产账面余额/总资产（%）	0.20	0.05	0.02	0.02

注：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、计算。

2023 年末，由于该公司无偿划出林地、草地等土地资产以及水利和交通资产等，非流动资产大幅减少并导致资产总额较上年末大幅减少 45.04% 至 403.03 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 53.11% 和 46.89%。期末，公司流动资产较上年末增长 35.50% 至 214.05 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。其中，期末现金类资产为 51.61 亿元，其中货币资金余额 46.15 亿元（受限货币资金为 0.09 亿元），现金比率为 23.62%；应收账款较上年末大幅增长 101.57% 至 31.64 亿元，主要系当期宏远建设业务规模扩大导致应收账款增加 13.58 亿元所致；预付款项为 20.04 亿元，主要是预付的农资和工程等款项，账龄主要在一年以内（占比 89.42%）；其他应收款较上年末增长 25.04% 至 25.90 亿元，主要为往来款（期末占比为 92.93%），账龄主要分布在 2 年以下和 5 年以上，其中政府机构、关联方等其他应收款合计 25.70 亿元，计提坏账准备 1.75 亿元，期末其他应收款前五大对象合计占比 26.81%，包括伊犁永丰能源科技有限责任公司（3.42 亿元）、霍尔果斯南岗热电有限责任公司（2.97 亿元）、新疆生产建设兵团第四师七十团（0.38 亿元）、新疆生产建设兵团第四师六十四团（0.34 亿元）和伊力特煤化工有限责任公司（0.31 亿元），利率分别为 6.50%、5.45%、4.35%、4.35% 和 6.50%<sup>7</sup>；期末存货余额较上年末增长 22.69% 至 74.40 亿元，主要为收储的棉花、化肥等，存货中库存商品余额 20.16 亿元，占比为 27.10%，棉花、化肥产品价格波动较大，存在一定的存货跌价风险，当期计提存货跌价准备 0.31 亿元，此外期末开发成本为 13.00 亿元，主要是土地出让金；开发产品 5.84 亿元，主要是宏远建设的商品房，生物资产 7.07 亿元主要是创锦农业新增的肉牛。

2023 年末，该公司非流动资产较上年末减少 67.15% 至 188.98 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中，固定资产主要为房屋及建筑物以及机器设备，净额较上年末增长 14.74% 至 91.92 亿元，主要是购置房屋及建筑物和机器设备共增加 11.08 亿元，主要包括创锦农业的房屋及建筑物 5.89 亿元和机器设备 2.08 亿元，及在建工程转入的房屋及建筑物和机器设备 8.32 亿元，主要为可克达拉市智慧农业建设项目、草湖酒文化产业园项目和 2020 农网改造升级工程陆续转固所致；在建工程较上年末增长 21.93% 至 21.23 亿元，其中主要对国投大厦项目、草湖酒文化产业园项目和电石厂节能减排改造项目持续投入，期末三个项目在建工程余额分别为 1.16 亿元、1.49 亿元和 3.75 亿元，此外还新增 2023 年高标准农田建设项目（1.67 亿元）、融创农业投资发展有限公司新增种植面积项目（1.42 亿元）和可克达拉经开区 2\*50MW 热电联产总承包 EPC 项目

<sup>5</sup> 现金类资产包括货币资金、交易性金融资产和应收票据及应收款项融资中的应收银行承兑汇票。

<sup>6</sup> 不含应收股利和应收利息。

<sup>7</sup> 该公司已于霍尔果斯南岗热电公司通过法律手段达成共识，签订分期还款协议；永丰能源和伊力特煤化工由于处于尼勒克县黑蜂保护区，前期一直无法正常生产，目前黑蜂保护区已解除，永丰能源和伊力特煤化工均准备复产，待复产后形成收益可逐步清偿欠款。

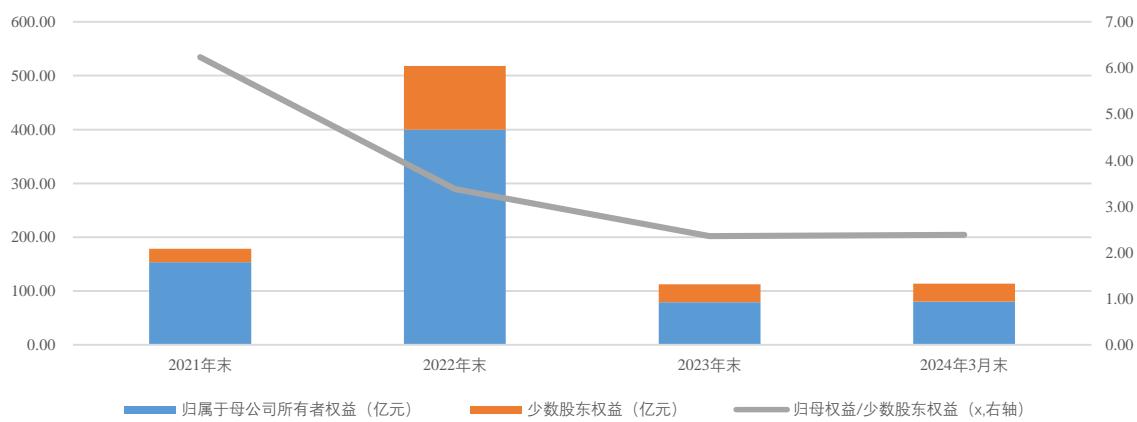
(1.20 亿元) 等, 当期无偿划出在建市政交通运输工程使得在建工程减少 5.68 亿元; 公司无形资产主要为土地使用权, 2023 年末较上年末减少 365.81 亿元至 46.38 亿元, 主要是当年公司无偿划出林地、草地等土地资产所致。此外, 其他非流动资产较上年末减少 89.13% 至 4.36 亿元, 主要是当期无偿划出水利和交通资产 37.18 亿元所致。

2024 年 3 月末, 该公司资产总额为 397.61 亿元, 较上年末下降 1.35%, 其中货币资金较上年末下降 22.15% 至 35.92 亿元, 主要系当期归还债务较多所致。其余科目虽有变化但影响较小。

2023 年末及 2024 年 3 月末, 该公司受限资产总额均为 0.09 亿元, 全部为受限的货币资金。总体看, 公司受限资产规模很小。

## ② 所有者权益

图表 22. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注: 根据可克达拉国投公司所提供的数据整理、绘制。

从权益资本看, 跟踪期内该公司所有者权益大幅下降, 2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 112.34 亿元和 113.65 亿元, 较上年末分别下降 78.32% 和增长 1.17%。其中, 实收资本均为 11.26 亿元, 没有变化。同期末, 资本公积分别为 52.57 亿元和 52.91 亿元, 其中 2023 年末较上年末大幅下降 85.91%, 主要是无偿划出林地、草地等土地资产以及水利和交通资产合计减少 329.65 亿元所致, 此外当年第四师国资委向公司注资 5.30 亿元, 政府无偿划入资产合计增加 3.68 亿元, “伊力转债”转股增加资本公积 0.03 亿元。同期末未分配利润分别为 15.06 亿元和 15.94 亿元, 同比下降 1.75% 和增长 5.85%; 少数股东权益分别为 33.51 亿元和 33.58 亿元, 2023 年末较上年末减少 84.92 亿元, 主要系林地、草地等土地资产划出减少 89.63 亿元所致; 其他权益工具均为 0.49 亿元, 仍为“伊力转债”, 变化不大。

图表 23. 公司主要资产划入和划出对 2023 年末所有者权益影响明细 (单位: 亿元)

项目	金额	附注
<b>无偿划出资产</b>	<b>419.28</b>	
其中: 林地、草地等土地资产	376.42	根据新疆兵团第四师可克达拉市人民政府文件《关于划转师市部分林地、草地等土地资产的通知》(师市办发[2024]8 号), 将资产划出
交通资产	31.28	根据新疆兵团第四师可克达拉市国资委文件《关于将国投公司合并报表内交通水利资产无偿划转的批复》(师市国资发[2024]25 号), 将资产划出
水利资产	11.58	根据新疆兵团第四师可克达拉市国资委文件《关于将国投公司合并报表内交通水利资产无偿划转的批复》(师市国资发[2024]25 号), 将资产划出
<b>无偿划入资产</b>	<b>3.68</b>	
其中: 新疆生产建设兵团第四师电力公司中央农网预算资金	0.64	—
新疆创锦农牧业有限公司增资款	1.50	—

项目	金额	附注
新疆创锦种业有限公司增资款	1.22	—
其他	0.32	—

资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据绘制。

### ③ 负债

图表 24. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	111.18	137.40	208.31	205.15
其中：短期刚性债务	63.56	92.08	145.10	133.71
中长期刚性债务	47.62	45.32	63.20	71.44
应付账款	25.77	37.72	42.30	42.13
合同负债	6.29	17.06	14.90	14.80
其他应付款 <sup>8</sup>	8.91	8.21	8.33	6.31
综合融资成本（年化，%）	4.05	3.80	3.83	3.74

资料来源：可克达拉国投公司。

跟踪期内，该公司负债期限结构仍以短期为主。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 33.03% 和 39.28%，较上年末分别下降 0.87 个百分点和增加 6.25 个百分点。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款、合同负债、其他应付款和专项应付款为主。其中，2023 年末及 2024 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 71.66% 和 72.25%，较 2022 年末占比有明显提升。同期末，应付账款分别为 42.30 亿元和 42.13 亿元，主要是业务规模扩大导致增长；合同负债分别为 14.90 亿元和 14.80 亿元，主要是预收货款和已结算未完工工程施工，较 2022 年末有所下降主要是已结算未完工工程施工减少所致；其他应付款余额分别为 8.33 亿元和 6.31 亿元，公司其他应付款主要为往来款、保证金及押金、工程款及维保费等。截至 2024 年 3 月末主要包括应付中港（霍尔果斯）投资有限公司垫付款 1.17 亿元，无利率，以及与第四师财政局的往来款 0.91 亿元，（为历年欠付的借款及利息，不计息），其余金额较小。公司专项应付款对应的主要原因是拨款建设项目，2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 3.52 亿元和 3.71 亿元，2023 年末主要包括农网改造升级工程项目（2.21 亿元）、中哈合作区综合体建设项目（0.69 亿元）和 2023 年第四师高标准农田建设项目（0.37 亿元）等。

图表 25. 公司 2024 年 3 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年)	(2~3 年)	(3~5 年)	>5 年	合计
合并口径	133.71	6.59	23.32	0.98	37.93	202.53
母公司口径	46.75	0.80	17.61	—	—	65.16

资料来源：可克达拉国投公司（不含其他中长期刚性债务）。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 208.31 亿元和 205.15 亿元，较上年末分别增长 51.60% 和 4.95%。其中，公司短期刚性债务分别为 145.10 亿元和 147.17 亿元，较上年末分别增长 57.58% 和下降 1.52%，其中 2023 年末主要是短期借款、应付短期债券以及一年内应偿还债券增加所致。同期末，公司短期借款余额分别为 98.73 亿元和 96.74 亿元，较上年末分别增长 59.17% 和下降 2.01%，2023 年末大幅增加主要系宏远建设业务和创锦农业拓展业务规模，补充流动性资金所致；应付短期债券余额分别为 23.05 亿元和 15.51 亿元，2024 年 3 月末包括发行本金均为 5.00 亿元的“23 可克达拉 CP002”、“23 可克达拉 SCP002”和“24 可克达拉 SCP001”，此外，2024 年 3 月末其他短期刚性债务中主要包含从应付债券转入的发行本金为 5.00 亿元的“21 可克达拉 MTN001”（已于 2024 年 5 月全额兑付）及其他应付款中的应付银行供应链贷款 7.69 亿元。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司中长期刚性债务分别为 63.20 亿元和 71.44 亿元，较上年末分别增长 39.45% 和 13.04%，增量主要是长期借款。公司中长期刚性债务主要为长期借款和应付债券，同期末长期借款分别为 47.68

<sup>8</sup> 不包括应付利息、应付股利和银行的供应链贷款，其中银行的供应链贷款 2023 年末和 2024 年 3 月末分别为 5.57 亿元和 7.69 亿元。

亿元和 50.93 亿元，较上年末分别增长 98.80% 和 6.80%；应付债券分别为 12.90 亿元和 17.90 亿元，2024 年 3 月末主要包括本部发行的“21 可克达拉 MTN001”、“24 可克达拉 MTN001”和“22 四师 02”以及伊力特股份发行的“伊力转债”。公司其他中长期刚性债务为应付融资租赁款（计入长期应付款），2024 年 3 月末为新疆可克达拉建设投资经营有限公司和电力公司的融资租赁款，年利率 1.20%~4.74%。

从借款方式看，该公司银行借款以保证借款为主，2024 年 3 月末银行借款 149.72 亿元，其中保证借款和信用借款分别为 111.49 亿元和 31.60 亿元，保证借款主要是本部为子公司贷款提供的担保。公司银行借款利率区间为 1.20%~5.50%。此外公司及子公司还通过发行各类债券进行融资，截至本评级报告出具日，公司合并口径待偿还债券余额为 38.43 亿元，目前各类债券付息正常。

从债务期限结构和融资成本来看，该公司刚性债务以 1 年以内为主，2023 年末及 2024 年 3 月末综合融资成本为 3.83% 和 3.74%，整体较之前略有降低。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 26. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.28	0.49	1.72	5.87	5.10
其中：业务现金收支净额（亿元）	4.28	3.54	2.16	5.82	5.08
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-16.88	-23.54	-51.24	-2.19	-3.54
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	16.73	24.37	45.17	7.67	2.85
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	10.55	28.14	55.03	-13.90	0.41

资料来源：可克达拉国投公司。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司主业总体具有较强的现金获取能力，2023 年及 2024 年第一季度营业收入现金率分别为 100.68% 和 104.46%，同比下降 10.55 个百分点和上升 17.16 个百分点。同期公司经营性现金流净额分别为 1.72 亿元和 5.87 亿元，同比有所增加。

该公司作为第四师国有资产运营的重要主体，承担了支援地方经济建设的重要任务，公司投资环节支出保持在较大规模，2023 年及 2024 年第一季度，公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为 45.17 亿元和 7.67 亿元，同比分别增长 83.11% 和 168.70%，2023 年同比大幅增长主要是项目建设投资持续增加所致，2024 年第一季度同比增加主要系电力公司项目建设投资增加，下属子公司购买办公楼以及伊力特股份草湖酒文化产业园项目持续投资增加所致。2024 年第一季度，投资支付的现金 6.06 亿元主要包括公司对子公司可克达拉市润泰农业科技开发有限公司、可克达拉市汇金投资有限责任公司、新疆可克达拉顺源水利投资发展有限公司和新疆中鑫国贸集团有限公司的投资款。2023 年及 2024 年第一季度，公司投资活动产生的现金流净额分别为 -51.24 亿元和 -2.19 亿元。后续随着在建项目的持续推进，预计公司投资性现金流仍将保持净流出状态。

该公司项目投资对外部融资依赖程度仍大，近年来公司非筹资性资金缺口较大。2023 年及 2024 年第一季度，公司筹资活动现金流量净额分别为 55.03 亿元和 -13.90 亿元。2023 年，筹资活动现金流量净额呈现大额净流入主要是当年取得与偿还债务收到的现金净额显著增加所致，当期为 54.42 亿元，同比增长 8.49 亿元。此外，2023 年公司吸收投资收到的现金同比增长 163.46% 至 8.54 亿元，主要是第四师国资委给公司及下属子公司注入的资本金。2024 年第一季度呈现大额净流出状态主要系当期偿还债务支付的现金较多所致。

## ② 偿债能力

图表 27. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	18.16	16.95	20.88
EBITDA/利息支出（倍）	3.74	3.20	2.89
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.14	0.12

资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、计算。

2023 年，该公司 EBITDA 为 20.88 亿元，同比增长 23.15%，公司 EBITDA 对刚性债务覆盖、利息支出的覆盖水平略有下降，同期分别为 0.12 倍和 2.89 倍。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率（%）	129.90	97.02	97.96	103.11
速动比率（%）	80.62	50.63	54.74	54.67
现金比率（%）	35.60	26.39	23.62	19.95

资料来源：根据可克达拉国投公司所提供数据整理、计算。

从资产流动性看，该公司资产集中为固定资产、在建工程等非流动资产，而债务以流动负债为主，流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱；同时流动资产中存货占比较大，速动资产对流动负债的覆盖程度一般。跟踪期内，公司资产流动性偏弱。2023 年及 2024 年 3 月末，公司流动比率分别为 97.96% 和 103.11%，较上年末分别上升 0.94 个百分点和 5.15 个百分点；速动比率分别为 54.74% 和 54.67%，较上年末分别增加 4.11 个百分点和减少 0.07 个百分点。

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得的银行综合授信额度共计 240.22 亿元，尚有 90.50 亿元综合授信额度未使用，其中属于大型国有金融机构的授信额度和尚未使用授信额度分别为 125.65 亿元和 36.82 亿元，可为公司的发展提供一定的资金来源。公司旗下拥有上市公司伊力特股份，具有资本市场融资能力，融资手段灵活，融资渠道呈现多元化。

### (2) ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定。高管变动方面，根据《关于调整新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司董事会成员的通知》[2023]12 号，2023 年公司内部董事由宋亚楠、许瑛和贾军调整为王立革、刘伟和宋亚楠，其中王立革为公司董事长；外部董事中齐天会、君洁和巫晓梅调整为文国强、林萍和李江玲。根据《关于调整新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司董事会成员的通知》[2024]16 号，2024 年李江玲不再担任外部董事，增补张荣华为外部董事。

近年来，该公司未出现延期披露财务报表。社会责任方面，近年来内公司未发生重大安全生产事故。环境方面，近年来公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

### (3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保合计 14.83 亿元，担保对象主要为霍尔果斯兵团分区下属企业及第四师下属企业，主要为对新疆丝路新能源开发有限公司担保 7.00 亿元，对新疆那拉提花果山旅游开发有限公司担保 0.16 亿元，霍尔果斯经济开发区兵团分区国有资本运营有限公司担保 6.43 亿元，对新疆可克达拉文化旅游投资公司

担保 0.25 亿元和对可克达拉市众鑫园区服务有限责任公司担保 0.99 亿元，均不存在反担保。除此之外，公司不存在重大未决诉讼等表外事项。

#### (4) 其他因素

关联交易方面，跟踪期内，该公司关联担保全部为合并范围内的担保，为公司本部为下属公司提供的借款担保。

跟踪期内，根据该公司提供的 2024 年 5 月 28 日、6 月 3 日和 6 月 4 日的《企业信用报告》，公司本部和主要子公司不存在欠贷、欠息情况。跟踪期内，公司无重大不良行为记录。

该公司本部主要承担投融资及股权管理职能，具体业务由下属子公司运作，公司对子公司在业务、资金等方面的管控能力较好。公司本部营业收入和净利润规模相对较小，2023 年本部营业收入为 0.26 亿元，净利润为 0.13 亿元，主要来源于投资收益；经营性净现金流为 0.07 亿元。2023 年末，公司本部资产总额为 94.06 亿元，较上年末下降 53.89%，主要系无偿划出林地、草地等土地资产以及水利和交通资产所致，其中货币资金余额 7.11 亿元；本部刚性债务余额 72.17 亿元，主要为发行的各类债券和银行借款，公司本部面临较大的资金压力。

### 5. 外部支持

#### (1) 政府支持

该公司作为第四师下属重要的国有资产经营主体，承接了第四师辖区内绝大部分优质资产，且能够得到其在资产注入、财政补助等方面的支持。2023 年，第四师国资委向公司现金注资 5.30 亿元，无偿划入资产合计增加资本公积 3.68 亿元。公司下属多家企业为辖区内龙头企业，每年可获得一定的政府补助，其中 2023 年及 2024 年第一季度获得政府补助分别为 0.61 亿元和 0.04 亿元。此外，所得税方面，公司下属子公司新疆绿华糖业有限责任公司（简称“绿华糖业”）、霍尔果斯天源水电开发有限公司、新疆伊力特印务有限责任公司、伊犁花城勘测设计研究有限责任公司和新疆伊珠葡萄酒股份有限公司等因符合国家深入实施西部大开发战略等，可享有所得税税率 15% 或减免的优惠政策。增值税方面，子公司可克达拉市彩丰印务有限责任公司（简称“彩丰公司”）属于安置残疾人增值税即征即退的范围，2023 年享受增值税即征即退的税收优惠政策；公司的酒糟销售属于免征增值税的范围，享受免征增值税的税收优惠政策；子公司绿华糖业粕类产品（非豆粕）免征增值税；子公司新疆鑫诚银通融资担保有限公司适用 3% 预征率的预缴增值税项目，减按 1% 预征率预缴增值税。其他税项方面，子公司彩丰公司免征 2023 年度城镇土地使用税；彩丰公司、新疆伊力特文化旅游有限公司、新疆伊力特南疆销售有限公司、霍城县晶鼎矿业开发有限责任公司、新疆鑫诚银通融资担保有限公司和新疆伊力特草湖酒文化有限公司可以在 50% 的税额幅度内减征资源税、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税（不含证券交易印花税）、耕地占用税和教育费附加、地方教育附加等。

### 6. 同业比较分析

新世纪评级选取了光明食品（集团）有限公司、宁夏农垦集团有限公司和广东省农垦集团公司作为该公司农业行业的同业比较对象，选取安徽古井集团有限责任公司和泸州老窖集团有限责任公司作为公司白酒行业的同业比较对象。

该公司在农业行业中规模适中，主业盈利稳定性较强。在债务保障方面，公司刚性债务较多，资产负债率较高，权益资本对债务规模的保障程度较低。伊力特股份在白酒行业中规模较小，但在债务保障方面，伊力特股份刚性债务规模较小，资产负债率低，权益资本对债务规模的保障程度较高。公司直属第四师管理，农业及白酒业务在第四师辖区内均长期居于龙头地位。

## 债项信用跟踪分析

### 1. 22农四02：调整票面利率选择权和投资者回售选择权

发行人有权在本期债券存续期的第 2 年末调整本期债券后续计息期间的票面利率。债券持有人有权在本期债券存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。本期债券下一行权日为 2024 年 11 月 30 日，截至 2024 年 3 月末，债券本金余额为 6.00 亿元，利率为 4.07%，需关注公司偿债资金准备情况。

### 2. 偿债保障措施跟踪分析

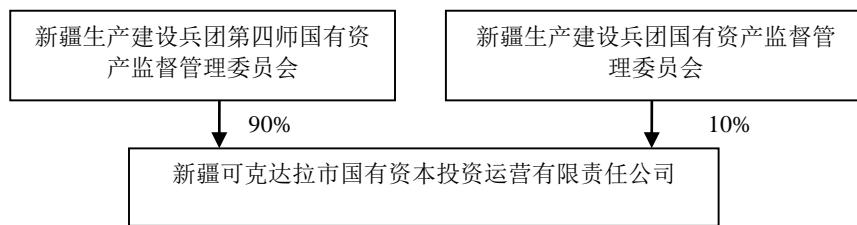
该公司经营收现水平较高，货币资金较为充裕，截至 2024 年 3 月末，公司未受限货币资金为 35.84 亿元，可用授信较为充足，可为公司即期债务偿付提供一定支撑。2021~2023 年，公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.74 倍、3.20 倍和 2.89 倍，能够形成一定保障。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定可克达拉国投公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，22农四02信用等级为AA<sup>+</sup>。

附录一：

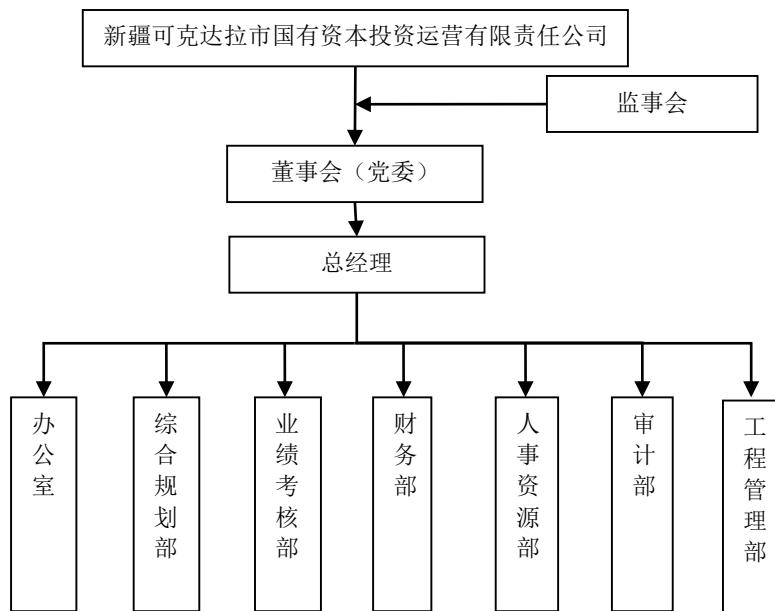
### 公司与实际控制人关系图



注：根据可克达拉国投公司提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据可克达拉国投公司提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

基本情况					2023年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
新疆可克达拉市国有资本投资运营有限责任公司	可克达拉国投公司	本级	—	国有股(产)权管理	72.17	21.42	0.26	0.13	0.07	母公司口径
霍尔果斯天源水电开发有限公司	天源水电	控股子公司	100.00	水力发电	—	0.57	0.1	-0.03	0.02	
伊犁新岗热电能源有限责任公司	新岗热电	全资子公司	100.00	火力发电	—	-0.21	3.67	-0.17	-0.24	
新疆生产建设兵团第四师创锦农业开发集团有限公司	创锦农业	控股子公司	51.00	农业	60.42	19.27	72.17	1.31	-2.22	
新疆绿华糖业有限责任公司	绿华糖业	控股子公司	75.50	农业	1.75	2.34	4.85	0.04	0.66	
新疆南岗投资有限责任公司	南岗投资	控股子公司	100.00	工业生产	1.00	-4.75	4.03	-0.84	0.31	
新疆伊力特集团有限公司	伊力特集团	控股子公司	100.00	白酒酿造	1.90	43.52	22.48	3.40	3.10	
伊犁南岗化工有限责任公司	南岗化工	参股公司	42.67 <sup>9</sup>	工业生产	2.72	-7.04	8.16	-2.88	-0.34	
新疆可克达拉建设投资经营有限公司	建投公司	控股子公司	100.00	园区建设	33.61	50.92	78.84	2.47	-0.96	

注：根据可克达拉国投公司 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>9</sup> 该公司直接、间接持股南岗化工 42.67%，但根据第四师国资委划拨文件，公司部分其他股东的股权由公司进行管理、考核，故公司合计表决权比例为 51.00%。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务一：农产品 归属行业：食品饮料

企业名称（全称）	最新主体信用等级/展望	2023 年度经营数据			2023 年末财务数据/指标				
		营业收入（亿元）	营业收入现金率（%）	营业利润率（%）	权益资本/刚性债务（×）	资产负债率（%）	刚性债务（亿元）	EBITDA/利息支出（x）	EBITDA/刚性债务（x）
光明食品(集团)有限公司	AAA/稳定	1,324.31	107.41	3.03	0.96	64.30	995.83	3.55	0.13
宁夏农垦集团有限公司	AA+/稳定	44.01	94.47	3.00	1.06	58.04	104.93	5.02	14.56
广东省农垦集团公司	AAA/稳定	268.83	103.30	1.21	2.00	59.85	85.18	7.84	0.30
发行人	AA+/稳定	191.70	100.68	2.70	0.54	72.13	208.31	2.89	0.12

注：宁夏农垦集团有限公司和广东省农垦集团公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

核心业务二：白酒 归属行业：食品饮料

企业名称（全称）	最新主体信用等级/展望	2023 年度经营数据			2023 年末财务数据/指标				
		营业收入（亿元）	营业收入现金率（%）	营业利润率（%）	权益资本/刚性债务（×）	资产负债率（%）	刚性债务（亿元）	EBITDA/利息支出（x）	EBITDA/刚性债务（x）
安徽古井集团有限责任公司	AA+/稳定	215.68	99.48	31.32	16.27	41.06	15.41	2,044.16	4.36
泸州老窖集团有限责任公司	AAA/稳定	936.69	102.73	20.46	6.42	65.90	115.78	38.95	1.64
新疆伊力特实业股份有限公司	AA/稳定	22.31	103.35	20.35	19.99	20.90	1.95	55.34	2.93
发行人	AA+/稳定	191.70	100.68	2.70	0.54	72.13	208.31	2.89	0.12

注：安徽古井集团有限责任公司、泸州老窖集团有限责任公司和新疆伊力特实业股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

## 附录五：

### 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年第一季度/末
资产总额[亿元]	378.26	733.31	403.03	397.61
货币资金[亿元]	36.18	40.96	46.15	35.92
刚性债务[亿元]	111.18	137.40	208.31	205.15
所有者权益 [亿元]	178.29	518.12	112.34	113.65
营业收入[亿元]	124.68	142.37	191.70	43.94
净利润 [亿元]	5.06	0.92	2.29	1.36
EBITDA[亿元]	18.16	16.95	20.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.28	0.49	1.72	5.87
投资性现金净流入量[亿元]	-16.88	-23.54	-51.24	-2.19
资产负债率[%]	52.87	29.35	72.13	71.42
权益资本与刚性债务比率[%]	160.37	377.07	53.93	55.40
流动比率[%]	129.90	97.02	97.96	103.11
现金比率[%]	35.60	26.39	23.62	19.95
利息保障倍数[倍]	2.39	2.06	1.65	—
担保比率[%]	0.57	1.44	13.21	13.05
营业周期[天]	167.63	194.80	191.84	—
毛利率[%]	16.44	13.66	12.41	14.63
营业利润率[%]	5.57	4.85	2.70	4.54
总资产报酬率[%]	3.17	1.96	2.10	—
净资产收益率[%]	2.85	0.27	0.73	—
净资产收益率*[%]	2.04	0.14	0.33	—
营业收入现金率[%]	113.88	111.23	100.68	104.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.26	0.36	0.90	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.77	-11.10	-19.58	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.74	3.20	2.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.12	—

注：表中数据依据可克达拉国投公司经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022 年数据采用 2023 年审计报告经追溯调整后的期初数。

### 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

净资产收益率\*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录六：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

## 附录七：

### 发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2014年8月5日	AA'稳定	朱侃、陈婷婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见附件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	2023年8月15日	AA'稳定	翁斯喆、朱侃	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(食品饮料) FM-GS018</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA'稳定	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(食品饮料) FM-GS018</a>	<a href="#">报告链接</a>
债项评级 (22四师02)	历史首次评级	2022年11月17日	AA <sup>+</sup>	朱侃、黄梦蛟	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">食品饮料行业信用评级方法(2018版)</a> <a href="#">工商企业评级模型(食品饮料) MX-GS018 (2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	首次评级	2023年6月26日	AA <sup>+</sup>	翁斯喆、朱侃	<a href="#">新世纪评级方法与模型(食品饮料) FM-GS018</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA <sup>+</sup>	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(食品饮料) FM-GS018</a>	<a href="#">报告链接</a>

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。