



昌吉州国有资产投资经营集团有限公司 2025 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[2025]跟踪 0459 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

2025 年 6 月 12 日

本次跟踪发行人及评级结果

昌吉州国有资产投资经营集团有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”

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。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为昌吉回族自治州（以下简称“昌吉州”）经济财政实力位于新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆”或“自治区”）地市州前列，且 2024 年保持稳步增长，潜在支持能力很强；昌吉州国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“昌吉国投”或“公司”）在推进昌吉州城市建设和国有资产经营中发挥重要作用，对昌吉回族自治州人民政府（以下简称“昌吉州政府”）的重要性高，与昌吉州政府维持高度的密切关系。同时，需关注资本支出压力仍较大，对外担保和资金拆借均存在一定风险，对下属子公司的管控情况以及部分子公司和项目出表等对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，昌吉州国有资产投资经营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著扩充，财务杠杆大幅下降，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司重要资产或重要子公司划出，公司主要财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。

正面

- 区域发展环境仍良好。**昌吉州是新疆实施西部大开发战略率先发展的天山北坡经济带核心区域以及乌昌经济一体化的重要组成部分，也是新疆东联西出的黄金通道，同时油气、煤炭等自然资源丰富，2024 年其经济财政实力持续增长，且仍均位于自治区地市州前列，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 地位仍重要，继续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司仍为昌吉州最重要的城市开发建设国有资产经营主体，地位突出，并在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面继续得到昌吉州政府的有力支持。2024 年，受益于昌吉州政府无偿划入的煤矿参股股权等资产，期末公司资本实力进一步提升。

关注

- 资本支出压力仍较大。**目前公司自营的风光电项目尚需投资规模仍较大，且项目建设周期普遍较短，投资回报期较长，公司仍面临较大的资本支出压力，项目未来资金平衡情况亦有待关注。
- 对外担保和资金拆借均存在一定风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额为 34.81 亿元，占当期末净资产的 10.78%，其中对民企担保余额合计 2.84 亿元，亦有个别被担保对象存在被纳入被执行人名单等负面舆情，公司面临一定的或有负债风险。同时，同期末公司对外拆借资金规模亦较大，且曾出现过回收风险，需对款项回收情况保持关注。
- 对子公司管控情况仍值得关注。**公司下属多家昌吉州县市平台，对其主要行使行政管理，且部分子公司业务市场化程度较高，面临一定的经营波动风险，需持续关注公司对下属子公司的实际管控情况。
- 部分子公司及项目出表，业务稳定性值得关注。**跟踪期内，公司部分子公司控股权和部分风光电项目划出，虽然暂未改变公司的职能定位及主营业务，但仍需对后续公司业务稳定性保持关注。

项目负责人：刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

● 财务概况

昌吉国投（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	772.23	812.12	735.19	737.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	267.47	272.44	322.93	321.30
负债合计（亿元）	504.75	539.68	412.26	415.72
总债务（亿元）	273.49	278.84	204.09	207.40
营业总收入（亿元）	93.64	75.25	89.00	14.91
经营性业务利润（亿元）	1.68	1.41	0.30	-0.27
净利润（亿元）	1.43	1.14	1.22	-0.40
EBITDA（亿元）	9.09	11.20	11.74	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-9.15	2.24	5.80	0.76
总资本化比率（%）	50.56	50.58	38.72	39.23
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.04	1.34	1.45	--

注：1、中诚信国际根据昌吉国投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 2022 年度审计报告，经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数。2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算。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。4、公司未提供 2025 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。

● 同行业比较（2024 年数据）

	昌吉国投	同安控股	丽水城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	昌吉回族自治州	安庆市	丽水市
GDP（亿元）	2,509.23	3,156.00	1,964.40
一般公共预算收入（亿元）	250.27	203.40	186.06
所有者权益合计（亿元）	322.93	671.07	311.37
资产负债率（%）	56.07	52.79	58.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.45	0.93	0.93

中诚信国际认为，昌吉州与安庆市、丽水市行政地位相当，经济财政实力处于可比区间；公司与可比公司均为当地政府实际控制的最主要的平台，业务运营实力基本相当；公司权益规模和财务杠杆水平均处于比较组适中水平，EBITDA 对利息支出的覆盖能力强于可比公司。同时，当地政府的支持能力很强，并对上述公司具有强的支持意愿。

注：1、同安控股系“同安控股有限责任公司”简称，丽水城投系“丽水市城市建设投资集团有限公司”简称；2、与昌吉国投、同安控股相关的数据均为 2024 年度数据，丽水城投则为 2023 年度数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

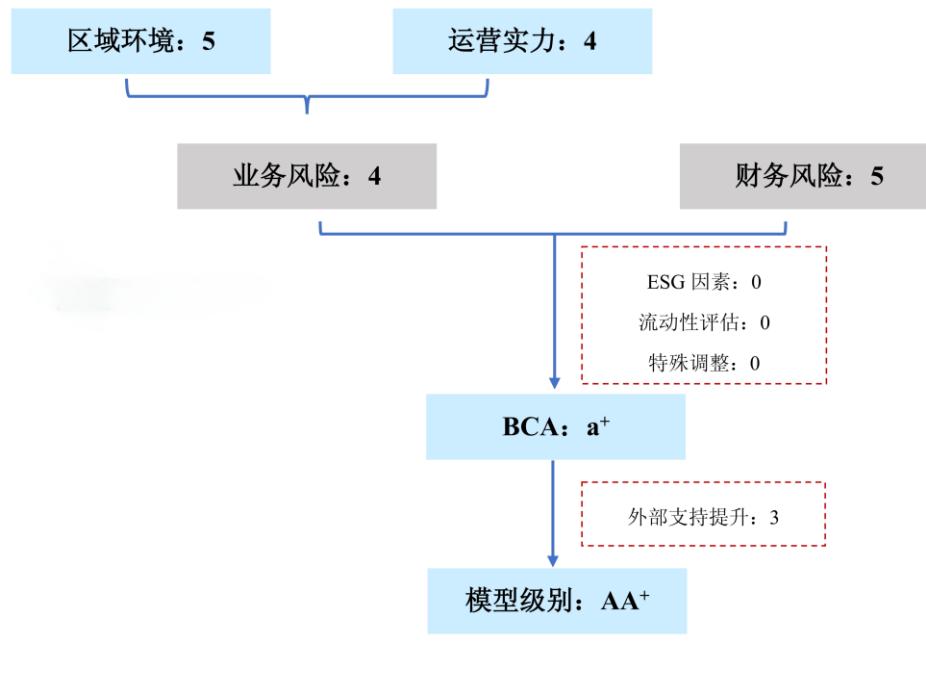
● 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	评级有效期	发行金额/债券 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 昌投 G1	AA ⁺	AA ⁺	2024/06/21 至 本报告出具日	10.00/10.00	2020/11/11~2025/11/11 (3+2)	回售，调整票面利率
20 昌投 G2	AA ⁺	AA ⁺	2024/06/21 至 本报告出具日	5.00/5.00	2020/12/22~2025/12/22 (3+2)	回售，调整票面利率

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
昌吉国投	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/06/21 至本报告出具日

● 评级模型

昌吉州国有资产投资经营集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为, 跟踪期内, 昌吉州政府具有很强的支持能力, 同时对公司有强的支持意愿, 主要体现在 2024 年昌吉州经济财政实力继续增长, 且仍均位于自治区地市州前列; 昌吉国投仍为昌吉州最重要的城市开发建设和国有资产经营主体, 2024 年以来继续获得昌吉州政府在资金及资产注入、财政补贴等方面的大大力支持, 具备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。

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_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力；在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步推进的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。政策环境方面，2025 年一季度基投行业政策“控增化存”主基调依然延续，同时化债与发展再平衡已渐成共识，多政策协同发力助推基投企业转型发展；受益于“一揽子化债”政策持续落地，基投行业整体风险有所收敛，融资结构逐步调整优化，基投企业流动性边际改善，退平台和转型步伐加速；展望未来，政策主基调预计延续，动态调整增量政策或适时出台，但仍需重点关注非标置换进度及负面舆情演绎趋势。

详见《2025 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，昌吉州区位优势突出，经济财政实力在自治区地市州中排名前列，且 2024 年保持增长，整体再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

昌吉州区位优势突出，是新疆东联西出的黄金通道，其从东、西、北三面环抱自治区首府乌鲁木齐市，州府昌吉市距乌鲁木齐市中心 35 公里，距乌鲁木齐国际机场 18 公里，且州境内有乌拉斯台国家一类口岸和亚中商城国家二类通商口岸。同时，昌吉州自然资源丰富，尤其以油气和煤炭资源为甚。产业发展方面，近年来昌吉州现代农业、工业及服务业均蓬勃发展。在良好的资源禀赋及有力的产业支撑下，2024 年昌吉州固定资产投资增速仍较高，驱动经济实力继续增长，当期 GDP 增速达到近三年最高值。2024 年，昌吉州一般公共预算收入同比增长 10.1%，在全疆仍排名第二，仅次于乌鲁木齐市，但税收占比继续有所下降，财政平衡率则与上年基本持平。此外，当期昌吉州政府性基金收入虽有所下滑，但仍对其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，目前昌吉州广义债务率在全疆排名较为靠前；考虑到区域内城投企业主要依赖银行和直融等渠道融资，其中债券发行利差处于偏低水平，且发债主体未出现风险事件，昌吉州整体再融资环境较好。

表 1：近年来昌吉州经济财政实力

	2022	2023	2024
GDP（亿元）	2,169.52	2,329.52	2,509.23
GDP 增速（%）	4.2	7.7	8.0
人均 GDP（万元）	12.43	13.42	14.36
固定资产投资增速（%）	15.2	24.0	17.8
一般公共预算收入（亿元）	222.14	227.35	250.27
税收收入占比（%）	73.59	67.42	63.14
政府性基金收入（亿元）	43.99	53.71	48.04
公共财政平衡率（%）	61.57	58.98	59.01
地方政府债务余额（亿元）	548.46	598.34	804.19

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：昌吉州政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为昌吉州最重要的城市开发建设和国有资产经营主体，公司仍主要开展基础设施建设、土地开发整理、房地产开发及商品销售等业务，但基础设施建设及土地开发整理展业区域主要为昌吉州下属县市，业务竞争力整体一般；公司职能定位稳定，在建项目较多且投资规模较大，业务持续性仍较好。值得注意的是，跟踪期内，部分子公司控股权和部分项目被划出，虽然对公司经营影响有限，但仍需关注后续业务的稳定性；公司前期已完工基础设施项目收入确认及回款进度仍较为滞后，同时部分在建项目推进仍缓慢，且风光电项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力，需关注后续项目投融资情况及资金平衡情况；此外，资金拆借业务已出现回收风险，款项回收情况仍值得关注。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率									
基础设施建设	1.41	1.51	19.00	1.83	2.43	6.14	2.38	2.67	1.35	0.19	1.28	1.68
商品销售	72.81	77.75	3.46	50.54	67.17	1.64	57.76	64.89	-3.84	10.82	72.57	2.25
土地开发整理	2.14	2.28	100.00	2.96	3.93	100.00	4.53	5.09	100.00	0.00	0.00	--
房屋销售	3.08	3.29	12.31	2.03	2.70	10.73	2.43	2.73	16.21	0.03	0.20	19.30
其他业务	14.21	15.17	50.34	17.88	23.76	45.46	21.91	24.62	36.42	3.87	25.95	40.94
合计/综合	93.64	100.00	13.30	75.25	100.00	16.27	89.00	100.00	12.04	14.91	100.00	12.32
投资收益	0.18			0.95			2.30			0.00		

注：1、其他业务包括租赁、资金拆借、水暖销售、水利工程建设、道路服务、供电等；2、加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块，跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由公司本部及子公司负责，其中公司本部主要受昌吉州政府委托负责州内部分公路项目的建设、运营和养护等工作，同时子公司昌吉国投鑫能源开发有限公司、昌吉国投奇鑫能源有限公司、昌吉国投新能源开发有限公司（以下分别简称“鑫能源”、“奇鑫能源”和“新能源”）等主要负责风光电等新能源项目建设与运营工作，各县市子公司则负责各自区域内的基础设施项目建设以及市场化的工程施工业务，其中工程施工业务主要由新疆准东投资建设（集团）有限公司（以下简称“准东投建”）子公司新疆准东建设发展有限公司（以下简称“准东建发”）负责。此外，跟踪期内，公司还新增了高标准农田建设业务，具体由子公司昌吉州交投建设集团有限公司（以下简称“交投公司”）负责。

2024 年，公司确认基础设施建设业务收入 2.38 亿元，同比有所增长，且仍均来源于市场化的工程施工业务；同期，公司收到相关回款 1.76 亿元，亦均为工程施工业务回款，但同比有所下降。子公司准东建发拥有水利水电工程施工总承包叁级、建筑工程施工总承包贰级、市政公路工程施工总承包贰级等工程施工资质，跟踪期内展业区域仍主要在昌吉州各县市，承接的项目类型主要为建筑相关工程。2024 年，随着工程项目量的增加，公司确认的工程施工收入同比有所增长，但毛利率因原材料价格上涨等原因继续大幅下降。

表 3：近年来公司基础设施建设业务收入及回款情况（亿元）

	2022	2023	2024
确认收入	1.41	1.83	2.38
当期回款	3.72	2.50	1.76

其中：代建业务	2.70	0.00	0.00
工程施工工业务	1.02	2.50	1.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司下属县市子公司仍主要通过委托代建模式承接昌吉州下辖各县市政府部门或国有企业的基础设施建设项目，业务模式未发生变化。目前县市子公司主要在建项目包括呼图壁县东部新区锦华园旅游小城镇建设项目、奇台县 2017 年棚户区改造工程、阜康市 2016 年棚户区（城中村）改造项目等，总投资规模超过 50 亿元，但存在项目推进缓慢、收入确认及回款较滞后、部分项目尚未签署委托代建协议等问题，需对此类项目的上述问题保持关注。

跟踪期内，公司本部及直管子公司主要开展道路、高标准农田等基础设施以及风光电等新能源项目建设。其中，受昌吉州政府委托，公司本部自 2020 年以来负责州内部分公路项目的建设、运营及养护等工作，项目资金部分来源于中央车购税补助资金、地方政府债券资金，剩余由公路沿线县市负责筹集。项目建设阶段公司不进行垫资，亦不确认相关收入。截至 2024 年末，公司本部负责建设的公路项目共 4 个，目前均已通车，项目实际已投资 37.36 亿元，均来源于政府资金。此外，2024 年，公司将 G331 线鸣沙山至乌拉斯台至塔克什肯口岸公路、G312 线呼图壁至玛纳斯线公路工程移交至昌吉州公路管理局。

表 4：截至 2024 年末公司本部负责建设的公路项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	实际已投资	其中政府资金	实际通车时间	是否移交
昌吉州西部南山伴行公路项目	2020~2023	17.02	17.02	2025.05	否
昌吉州西部南山伴行公路项目二期	2020~2022	2.30	2.30	2022.06	否
G331 线鸣沙山至乌拉斯台至塔克什肯口岸公路项目	2020~2022	7.30	7.30	2021.11	是
G312 线呼图壁至玛纳斯线公路工程项目	2020~2022	10.74	10.74	2021.12	是
合计	-	37.36	37.36	-	-

注：1、昌吉州西部南山伴行公路项目曾于 2023 年 9 月短暂停通，后因准备工作延长，实际通车时间为 2025 年 5 月；2、加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司于 2022 年开始开展风光电项目建设，建设主体系子公司鑫能源、奇鑫能源及新能源等，项目建设资金来源于公司自有及自筹资金，其中资本金均为 20%，余下主要通过银行贷款筹集，拟通过并网发电收入平衡前期投资支出。2024 年初，公司已完工及在建风光电项目共 5 个，装机容量达 275 万千瓦，总投资超过 160 亿元。2024 年，根据昌州国资发〔2024〕68 号和 69 号文件，公司将木垒县 12.5 万千瓦/50 万千瓦时储能+50 万千瓦风光同场项目、奇台县 12.5 万千瓦储能+50 万千瓦（风光同场）新能源项目均无偿划转至昌吉回族自治州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昌吉州国资委”），涉及装机容量共 70 万千瓦。但同时，2024 年公司亦新建了部分风光电项目，使得期末完工和在建项目装机容量仍为 275 万千瓦。目前公司在建风光电项目尚需投资规模仍大，虽然均已匹配项目贷款等资金，但仍需对项目投融资压力保持关注。同期末，公司无拟建的风光电项目。

运营方面，2023 年木垒县 10 万千瓦风电项目和新能木垒四十个井子 15 万千瓦风电项目已开始投入运营，2024 年公司共实现供电收入 1.81 亿元，毛利率高达 71%，但因项目投资规模大，回报周期普遍较长，仍需对后续风光电项目资金平衡情况保持关注。

表 5：截至 2025 年 3 月末公司在建的风光电项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	项目状态	装机容量	建设周期	总投资	已投资
木垒县 10 万千瓦风电项目	已建成	10	1 年	4.65	4.11
新能木垒四十个井子 15 万千瓦风电项目	已建成	15	1 年	7.51	5.58
昌吉国投木垒 50 万千瓦风电项目	在建	50	1 年	21.50	9.78
昌吉国投 20 万千瓦/80 万千瓦时共享储能项目	在建	20	1 年	9.65	4.32
奇台 180 万风光氢储一体化项目	在建	180	2 年	107.60	22.53
合计	-	275	-	150.91	46.33

注：1、项目总投资额与立项批复略有差异；2、已建成项目尚未完成竣工决算，因此仍作为在建项目列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2024 年以来，公司还新增了高标准农田建设项目，具体由子公司交投公司负责，项目采用 EPC 工程总承包模式。2024 年，交投公司中标了多个项目，包括木垒县 2024 年高标准农田建设项目、奇台县 2024 年高标准农田建设项目等，当期共确认水利工程收入 3.13 亿元，结转成本 3.00 亿元。

土地整理板块，跟踪期内，公司土地开发整理业务仍由公司本部及下属各县市子公司负责，主要根据昌吉州及下辖各县市政府制定的土地利用计划，对相关区域内土地进行一级开发整理，业务模式未发生变化。2024 年，公司土地开发整理面积同比增加较多，实现的土地开发整理收入随之增长。

表 6：近年来公司土地开发整理业务情况（亩、万元）

年份	土地开发整理面积	土地开发专项经费
2022	1,893.53	21,359.02
2023	2,613.84	29,590.64
2024	3,999.00	45,271.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块，跟踪期内，公司商品销售业务仍主要包括农产品销售、大宗商品贸易和药品销售，且随着大宗商品贸易规模的扩大，该业务收入同比有所增长，但受农产品销售毛利率大幅下滑影响，商品销售板块毛利率随之下降且由正转负。

表 7：近年来公司商品销售业务收入及毛利率（亿元、%）

收入	2022	2023	2024
农产品销售	39.21	30.28	28.23
大宗商品贸易	28.31	18.41	27.00
药品销售	2.96	0.62	0.65
其他	2.32	1.23	1.87
合计	72.81	50.54	57.76
毛利率	2022	2023	2024
农产品销售	3.85	1.78	-9.45
大宗商品贸易	1.28	0.96	1.01
药品销售	20.30	17.79	26.40
其他	1.93	0.02	0.33
综合	3.46	1.64	-3.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，农产品销售业务仍主要由子公司昌吉回族自治州粮油购销（集团）有限责任公司（以

下简称“昌粮集团”）及其下属各分公司和子公司负责运营。昌粮集团是昌吉州最大的农产品购销企业，其主要从事粮食购销、面粉加工销售、种子培育销售、油脂加工和销售等业务，并掌控昌吉州近 80% 的市场商品粮源，为乌昌地区面粉消费市场的主要“粮仓”，对全疆小麦价格起主导作用。经营方面，2024 年昌粮集团面粉、种子产销量及销售均价均小幅波动，而粮食采购量则因清理库存大幅下滑，导致当期购销率显著上升，此外当期粮食销售均价亦下降较明显。2024 年 10 月，根据昌州国资发〔2024〕190 号文件，昌粮集团将分别负责油脂板块和食品板块的子公司新疆昌粮生物科技集团有限责任公司和新疆金天山食品有限责任公司的 100% 股权无偿划转至昌吉州国资委，目前工商登记已变更，受此影响，2024 年公司实现的农产品销售收入同比有所下降。此外，当期该业务毛利率继续下降且由正转负，主要系粮食销售价格下降较明显，利润空间被大幅压缩所致，因此 2024 年昌粮集团净利润亏损 4.69 亿元，需关注其后续经营改善情况。

表 8：近年来昌粮集团主要业务开展情况

种类	指标	2022	2023	2024
粮食	采购量（万吨）	74.91	71.58	38.71
	销量（万吨）	57.36	55.82	57.33
	购销率（%）	76.57	77.99	148.10
	销售均价（元/吨）	小麦：2,860 玉米：2,460	小麦：3,100 玉米：2,600	小麦：2,605 玉米：1,783
面粉	产量（万吨）	13.10	10.40	10.62
	销量（万吨）	13.10	10.50	10.54
	产销率（%）	100.00	101.00	99.25
	销售均价（元/吨）	3,307	3,499	3,088
种子	产量（万吨）	1.93	2.29	2.11
	销量（万吨）	2.32	1.85	1.91
	产销率（%）	119.92	80.80	90.40
	销售均价（元/吨）	5,070	5,250	5,101
粕品	产量（万吨）	11.16	6.79	-
	销量（万吨）	10.75	6.56	-
	产销率（%）	96.28	96.61	-
	销售均价（元/吨）	3,325	3,627	-
油品	产量（万吨）	2.87	2.56	-
	销量（万吨）	2.20	1.89	-
	产销率（%）	76.49	73.75	-
	销售均价（元/吨）	8,215	7,049	-

注：1、表中数据包含内部销售部分，内部销售与对外销售的均价相同；2、因 2024 年油脂板块和食品板块划出，故不再更新粕品和油品采购销售数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：2024 年昌粮集团前五大供应商和客户情况表（万元）

供应商名称	采购金额	是否关联方
农户（小麦）	78,601.57	否
农户（玉米）	20,753.11	否
新疆利华（集团）股份有限公司	17,155.97	否
沙湾利华棉业有限公司	4,315.05	否
乌苏市昊辉粮油商贸有限责任公司	2,901.00	否
合计	123,726.70	-
客户名称	销售金额	是否关联方

新疆仓麦园有限责任公司	18,827.35	是
天津农垦龙呈嘉益国际贸易有限公司	17,607.20	否
新疆华麦新粮面粉有限责任公司	10,154.00	否
零售玉米	8,458.34	否
天津农垦小站稻产业发展有限公司	5,769.38	否
合计	60,816.27	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司大宗商品贸易业务仍由子公司昌吉州久康物流有限公司（以下简称“久康物流”）及其子公司负责，其主要从事全国范围内煤焦类产品、石油产品、农产品和有色金属等产品的采购、配送和销售，业务模式未发生明显变化。2024年，受市场环境影响，公司主要贸易品种贸易量回升较多，使得大宗商品贸易收入随之增长，但毛利率与上年基本持平。从上下游集中度来看，2024年久康物流前五大供应商和客户占比分别约为57%和65%，均较上年有所下降，但上下游集中度仍较高，需对相关风险保持关注。

表 10：近年来久康物流主要产品销售情况（亿元）

销售金额	2022	2023	2024
煤焦类产品	3.05	3.07	0.52
石油产品	3.86	2.07	6.54
农产品	16.45	5.58	9.33
有色金属	8.00	10.01	13.04
运输服务	0.83	0.73	0.50
其他	--	0.06	0.01
合计	32.19	21.53	29.93

注：1、运输服务收入未纳入商品销售板块收入核算；2、此表为久康物流层面含税销售数据，与公司合并层面不含税大宗商品贸易收入存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2024 年久康物流前五大供应商和客户情况（亿元、%）

供应商名称	主要商品	采购金额	占采购总额比重
赣州市鸿富新材料有限公司	氧化镨钕	5.98	22.36
新疆恒润邦和能源科技有限公司	PTA、铝锭	3.03	11.32
新疆惠典锦商贸有限公司	PTA、铝锭	2.62	9.79
新疆久大供应链有限公司	PTA、铝锭	1.88	7.02
江西溪望田野生态农业有限公司	玉米	1.82	6.80
合计	--	15.31	57.29

客户名称	主要商品	销售金额	占销售总额比重
金磁新材料（内蒙古）有限公司	氧化镨钕	6.02	22.31
上海新投石油化工有限公司	PTA、铝锭	3.47	12.86
新投华瀛石油化工（深圳）股份有限公司	PTA、铝锭	3.18	11.78
上海新投企业发展有限公司	PTA、铝锭	3.07	11.35
新疆塔城重点开发开放试验区进出口贸易有限公司	玉米	1.67	6.19
合计	--	17.41	64.50

注：占比数据系根据营收明细中的大宗商品贸易收入和成本计算，或存在一定偏差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司药品销售业务仍由新疆新丝路惠康医药连锁有限公司（以下简称“惠康医药”）及其子公司新疆新丝路民生医药有限公司（以下简称“民生医药”）负责，其中惠康医药主要通过连

锁药店经营的方式从事医药零售业务，民生医药主要从事医药流通业务，两者业务模式未发生明显变化。截至 2025 年 3 月末，惠康医药共经营连锁药店 31 家，覆盖昌吉州大部分区域；同期末，惠康医药长期合作的医药供应商为 230 家，取得的药品经销种类为 7,012 种¹。此外，2024 年以来，惠康医药新增线上 B2B 批发业务，取得 14 个代理品种疆域内配送权，销售区域从新疆逐步扩大到全国范围，累计开发疆内大小型连锁 85 家开户配送，与疆外 5 家商业及 3 家大型连锁建立良好的合作关系，同时赋能直营门店线上店铺运营，开展 B2C 业务，自 2025 年 4 月上线以来，已累计销售 232 单。受益于此，2024 年公司药品销售收入有所增长，且毛利率亦有所提升。

房地产开发板块，跟踪期内，公司房地产开发业务主要包括商品房和保障房等多种业态，经营主体仍为新疆庭州工程建设开发有限公司、奇台县城市建设投资发展有限责任公司、呼图壁县景华新隆保障性住房投资管理有限公司（以下分别简称“庭州工程”、“奇台城建”、“呼图壁住投”）等县市子公司。2024 年，根据昌州国资发〔2024〕132 号文件，原房地产开发及运营主体之一的子公司新疆全优文化信息产业园有限公司（以下简称“全优文化”）100% 股权被无偿划转至昌吉州国资委，由其作为开发主体的项目包括商业地产项目融投小镇等，同时庭州工程亦整体出售了庭州碧玉府住宅小区项目，导致期末公司主要已完工和在建项目数量有一定下降。2024 年，公司确认的房地产开发收入主要来源于嘉兴花园、庭州养心苑以及金奇阳光小区等项目，受销售和结转进度影响同比有所增长。

已完工项目方面，截至 2024 年末，公司主要已完工保障房项目为吉祥花园和惠民小区，已基本销售完毕；同期末，公司主要已完商品房项目为嘉兴花园、金奇阳光小区、庭州天悦住宅小区，整体去化进度尚可。在建及拟建项目方面，截至 2024 年末，公司主要在建房地产项目尚有一定投资需求，整体去化情况一般。同期末，公司无拟建房地产项目，中诚信国际将持续关注公司房地产开发业务的可持续性及资金平衡情况。

表 12：截至 2024 年末公司主要已完工房地产项目情况（亿元）

项目名称	开发主体	项目类型	总投资	已投资	销售进度
吉祥花园	呼图壁住投	保障房	4.50	3.34	99%
惠民小区	奇台城建	保障房	0.82	0.82	100%
嘉兴花园	庭州工程	商品房	7.22	7.20	76%
庭州天悦住宅小区	庭州工程	商品房	1.17	1.07	88%
金奇阳光小区	奇台城建	商品房	2.54	2.54	60%
合计	-	-	16.25	14.97	-

注：1、项目总投资为立项时预计，或与实际投资额存在一定差异；2、销售进度使用已售面积/可售面积计算，上述项目销售进度包含商业部分，嘉兴花园的住宅销售进度已达到 99%，庭州天悦住宅小区的住宅销售进度已达到 94.52%；3、因全优文化 100% 股权划出，由其作为开发主体的商业地产项目融投小镇不再此表列示，该项目 2023 年末实际已投资 8.76 亿元，整体出租率为 84%，2023 年实现租金收入 2,085 万元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：截至 2024 年末公司主要在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	开发主体	项目类型	建筑面积	预售时间	计划 总投资	已投资	累计回款
庭州养心苑	庭州工程	商品房	2.58	2022.05	1.50	0.93	0.60
幸福家园	呼图壁住投	保障房	23.51	2020.11	10.60	8.62	2.17
合计	--	--	26.09	--	12.10	9.55	2.77

¹ 统计口径包含民生医药。

注：原先作为在建项目列示的庭州碧玉府住宅小区项目，开发主体为庭州工程，2024 年根据昌吉州国资委批复（昌州国资发〔2024〕19 号），庭州工程将该项目公司以不低于净资产评估值 1.01 亿元整体出售，故 2024 年末未再列示该项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块，公司其他业务主要包括水暖销售、资金拆借和租赁业务等，2024 年各业务收入均有不同程度的下滑，但仍对公司收入形成较良好补充。

表 14：近年来公司其他业务收入主要构成（亿元）

销售金额	2022	2023	2024
水暖销售	2.89	2.05	1.15
资金占用费	3.75	5.29	3.34
租赁业务	1.17	2.68	1.16
合计	7.81	10.02	5.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司水暖销售业务仍分为供水和供热两部分，其中供水业务仍主要由子公司准东投建、吉木萨尔县吉源水务有限公司和阜康市时代发展有限公司等负责，上述公司从当地供水公司采购水源后，向当地企业及个人提供用水，每月末根据用水量确认供水收入；供热业务仍主要由准东投建等负责，上述公司从当地热电公司采购热源后，向当地企业及个人提供冬季暖气，根据供暖面积、按政府规定收费标准收取并确认收入。2024 年，因供暖面积缩减，公司水暖销售业务收入同比下降较多。

跟踪期内，公司资金拆借业务仍由公司本部及各县市子公司负责，公司作为昌吉州政府直属的最大国有投融资公司，受昌吉州政府授权委托，为昌吉州内国有企业及中小微企业提供有偿的流动性支持，并确认相关资金占用费。为规范资金拆借行为，公司制定了相关管理制度并按此签署借款协议、约定借款期限及借款利率。截至 2024 年末，公司本部对外拆借资金规模较大，拆借对象中大多为国有企业，但目前部分拆借对象已出现负面舆情，需关注款项回收情况。其中，公司对新疆印象西域国际文化旅游产业园开发有限公司²（以下简称“印象西域文旅产发”）的借款已于 2017 年逾期，后根据昌吉州中级人民法院裁定，将印象西域文旅产发及第三人名下商业房地产以物抵债，因涉及资产较多，目前整体执行尚未结束，预计本金部分可通过以物抵债方式得到覆盖，利息部分尚在执行中，因此公司未对该笔拆借款项计提坏账准备。同时，拆借对象中奇台县国企新疆金奇阳光建设投资（集团）有限责任公司目前有限高消费和终本案件的负面舆情。此外，2023 年因补确认以前年度对外资金拆借形成的占用费，当期公司资金占用费收入同比增长较多，但 2024 年该影响因素不再，资金占用费收入回归正常水平。

表 15：截至 2024 年末公司本部主要资金拆借情况（亿元）

借款对象	借款期限	余额	增信方式	坏账准备	回款情况
新疆世纪恒房地产开发有限公司	2023/01/01~2023/12/31	21.52	以房产、土地抵押	-	部分借款利息已实际支付，借款本金已展期
新疆金奇阳光建设投资（集团）有限责任公司	2021/10/28~2022/10/27	8.53	以矿权抵押	-	部分借款利息已实际支付，借款本金已展期
新疆印象西域国际文化旅游产业园开发有限公司	2016/01/01~2016/12/31	7.11	以抵押方式提供担保	-	根据昌吉州中级人民法院裁定，将借款人及第三人名下商业房地产以物抵债，正

² 该公司原先为民企，2024 年 12 月，其控股股东由民企变更为新旅昌吉文化旅游开发有限公司（由自治区区属国企新疆文化旅游投资集团有限公司持股 51%），企业性质变更为国企。

昌吉州农业投资开发（集团）有限公司	2017/12/21~2019/12/20	1.00	以土地抵押	部分借款利息已实际支付，借款本金均已展期
合计		38.16		

注：1、“新疆世纪恒房地产开发有限公司”曾用名“昌吉庭州文化旅游投资集团有限公司”；2、新疆世纪恒房地产开发有限公司、印象西域文旅产发借款余额为本息合计，其余均为本金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司租赁业务仍主要由公司本部、子公司准东投建及昌吉回族自治州高新技术产业发展有限责任公司等负责，上述公司向当地企业及个人提供房屋、场地租赁，并根据与租赁对象签订的租赁协议收取租赁费用。2024年，受全优文化控股权划出影响，公司租赁业务收入同比明显下降。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司资产规模有一定下降，但受益于政府大力支持，资本实力进一步增强，资产质量仍有待提升；公司债务规模缩减较明显，财务杠杆随之下降，综合融资成本优化，2024年偿债指标整体有所改善，但因短期债务占比较高，公司短期偿债指标表现仍欠佳。

资本实力与结构

跟踪期内，作为昌吉州最重要的城市开发建设及国有资产经营主体，公司仍主要从事基础设施建设、土地整理、房地产开发、商品销售等业务，资产仍由与之相匹配的应收类款项、存货、在建工程等构成，并仍呈现出以流动资产为主的资产结构。2024年，主要受部分子公司和项目出表以及棚改资金提前偿还影响，期末公司资产规模同比下降约9%。

具体来看，公司应收账款主要系应收昌吉州县市政府的基础设施建设工程项目款，其他应收款主要系与昌吉州政府部门或同区域国企的往来款，长期应收款主要系公司应收昌吉州县市政府的棚改项目款及融资租赁应收款，2024年以来应收类款项规模有所下降，但2024年末占总资产的比重约23%，与上年末持平，对公司资金仍形成较大占用。此外，公司对印象西域文旅产发的拆借资金已出现逾期，但尚未计提坏账准备，同时个别资金拆借对象已出现限高消费、终本案件等负面舆情，需对公司对外资金拆借款项的实际回收情况保持关注。2024年以来，主要受县市子公司收到化债资金后提前偿还棚改贷款以及昌粮集团食品、油脂板块划出影响，公司存货规模下降明显，但仍为公司资产的主要构成，主要系项目开发成本、消耗性生物资产以及库存商品，其中项目开发成本主要由基础设施项目建设成本和土地资产构成，后者主要系位于昌吉州各县市的工业用地、商业用地及商服用地，部分尚未缴纳土地出让金；生物性消耗资产系政府无偿划拨的林权，2024年末账面价值约64亿元。公司在建工程主要系基础设施、道路、供排水、风光电等项目建设成本，2024年以来仍有较大规模的继续投入，但因2024年部分风光电项目被划出以及公路项目投资额经审计核定后按净额法入账³，期末在建工程同比大幅减少。固定资产主要系公司持有的房屋及建筑物、机器设备等，2024年以来规模有所波动，其中2024年末同比一定下降，主要系部分子公司控股权划出所致，2025年1~3月随着在建工程完工转固而有一定增长。此外，因

³ 即按公司收到的财政资金扣减实际支出的财政资金后入账，但因4个公路项目建设资金实际均来源于财政资金，故2024年末在建工程中4个公路项目的已投资额调减至0。

接受昌吉州国资委无偿划转的新疆天隆希望能源有限公司 29.92%的股权，2024 年末公司长期股权投资同比大幅增长；因接受昌吉州国资委无偿划转的新疆宜化矿业有限公司 5%的股权，同期末公司其他非流动金融资产亦同比大幅增长。总体来看，跟踪期内，公司存货、应收类款项占比仍较大，其中部分款项回收进度较慢，同时存货中的土地资产开发价值一般，资产流动性和收益性整体仍较弱，未来需关注应收类款项的回收情况。

跟踪期内，受益于化债资金的到位以及部分子公司的划出，公司合并口径债务规模整体下降明显。从债务种类来看，公司债务仍以银行贷款和应付债券为主，债务类型和渠道仍较为多元，2024 年综合融资成本有所下降。从债务期限结构来看，2024 年以来随着债务的集中到期，公司短期债务占比波动上升，截至 2025 年 3 月末接近 40%，债务期限结构有待优化。

2024 年，受益于政府注资⁴和划拨资产，期末公司实收资本和资本公积均保持增长，带动经调整的所有者权益⁵规模扩大，资本实力进一步夯实。预计未来随着政府持续对公司增资以及划转资产，叠加自身利润的积累，公司所有者权益将整体呈增长态势。财务杠杆方面，2024 年以来，随着负债及债务规模的较明显缩减以及权益规模的较快增长，公司财务杠杆下降明显，目前整体处于适中水平。

表 16：截至 2024 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

类别	1 年以内（含）	超过 1 年（不含）	金额合计	占比
债券	41.55	54.74	96.30	47.30
银行贷款	40.13	63.16	103.29	50.74
非银行金融机构贷款	2.00	2.00	4.00	1.96
合计	83.69	119.90	203.59	100.00

注：加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：《昌吉州国有资产投资经营集团有限公司公司债券年度报告（2024 年）》，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2024 年以来，受商品销售等主营业务回款进度影响，公司收现比呈波动状态，整体水平尚可。同时，经营活动现金流仍维持一定规模净流入状态。整体来看，跟踪期内，公司获现能力较一般。在风光电等自营基础设施等项目的持续推进下，2024 年以来公司投资支出仍较多，投资活动现金流净流出规模仍较大。在此背景下，2024 年以来公司仍使用较大力度的外部融资满足投资活动资金缺口及债务的还本付息，筹资活动净现金流仍为正。

2024 年，公司 EBITDA 仍主要由利润总额、费用化利息支出及折旧构成，并因利润总额和折旧的增长而同比略有增长，仍能完全覆盖利息支出，且覆盖能力有所提升。此外，2024 年经营活动净现金流的增长使得其对利息支出的保障能力明显提升，但仍无法足额覆盖利息支出，而 2024 年以来非受限货币资金对短期债务的覆盖能力仍然较弱，公司仍面临一定的短期偿债压力。

截至 2024 年末，公司可动用的账面货币资金接近 19 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供一定的直接资金来源。同时，同期末公司获得银行授信总额约 335 亿元，未使用授信额度约 183 亿

⁴ 根据昌吉州国资委《关于将准东煤田五彩湾矿区 4 个煤矿参股股权出资至州国投集团的通知》（昌州国资发〔2024〕156 号），昌吉州国资委将持有的新疆宜化矿业有限公司 5%的国有股权、新疆天隆希望能源有限公司 29.92%的国有股权、新疆兖矿其能煤业有限公司 5%的国有股权、新疆国泰新华五彩湾矿业有限责任公司 5%的国有股权对本公司出资，其中 15.68 亿元计入实收资本，余下 40.2870 亿元按股权的暂估值计入资本公积。

⁵ 经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整，近三年一期昌吉国投调整项为 0。

元，备用流动性较为充裕。加之近年来公司在债券市场表现较为活跃，目前尚有在手批文 45 亿元，预计公司未来再融资渠道将保持较畅通状态，但仍需持续关注相关行业政策及区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表 17：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

科目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产	772.23	812.12	735.19	737.02
流动资产占比	66.32	63.25	63.00	61.94
货币资金	34.86	19.47	19.45	18.27
应收账款	56.78	27.65	26.71	27.79
其他应收款	90.82	134.69	123.23	122.28
存货	307.52	315.20	271.15	267.54
长期应收款	25.52	26.70	22.79	21.46
长期股权投资	2.17	3.29	43.72	43.72
其他非流动金融资产	4.66	3.44	18.88	18.76
固定资产	32.47	44.27	36.62	47.85
在建工程	134.97	155.42	81.42	79.73
经调整的所有者权益合计	267.47	272.44	322.93	321.30
总债务	273.49	278.84	204.09	207.40
短期债务占比	19.40	37.13	40.27	39.60
资产负债率	65.36	66.45	56.07	56.41
总资本化比率	50.56	50.58	38.72	39.23
经营活动产生的现金流量净额	-9.15	2.24	5.80	0.76
投资活动产生的现金流量净额	-21.83	-32.24	-22.57	-3.57
筹资活动产生的现金流量净额	35.53	15.65	17.10	1.63
收现比	0.95	0.86	0.94	0.87
EBITDA	9.09	11.20	11.74	--
EBITDA 利息保障倍数	1.04	1.34	1.45	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.04	0.27	0.72	--
非受限货币资金/短期债务	0.62	0.18	0.23	0.21

资料来源：公司财务报告及公司提供，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年末，公司受限资产账面价值共计 10.87 亿元，主要系因质押借款受限的存货、固定资产和投资性房地产等，占当期末总资产的 1.48%。或有负债方面，截至 2024 年末，公司对外担保余额为 34.81 亿元，占当期末净资产的 10.78%，被担保对象系昌吉州国有企业以及部分当地民企⁶，其中对民企担保余额为 2.84 亿元，亦有个别被担保对象存在被纳入被执行人等负面舆情，公司面临一定的或有负债风险。

表 18：截至 2024 年末公司受限资产情况（亿元）

科目	账面价值	受限原因
存货	6.74	银行借款抵押
无形资产	0.58	银行借款抵押
固定资产	1.17	银行借款抵押
货币资金	0.80	银行保证金、定期存款等

⁶ 担保明细见附件三。

投资性房地产	1.57	银行借款抵押
合计	10.87	--

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》及企业本部征信报告，截至 2025 年 4 月，公司本部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。

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

目前公司账面货币资金保有量相对短期债务规模而言较少，但未使用银行授信额度较为充裕，且有一定规模的在手债券批文，因此备用流动性较为充裕，能覆盖短期债务本息。综上，公司流动性较良好，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求。

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司 ESG 对持续经营和信用风险负面影响较小，但公司区县子公司较多且部分子公司市场化程度较高，公司对其主要为行政管理，需关注公司对子公司的管控情况，同时公司对外资金拆借曾出现过逾期风险，相关风控仍有待优化。

环境方面，公司基础设施建设、房地产开发等业务可能会面临一定的环境风险，但目前尚未受到监管处罚。

社会方面，近年来公司未发生过重大社会负面事件，但需关注可能出现的工程纠纷和工程诉讼等情况。

治理方面，公司战略规划清晰，且建立了较为完善的治理结构，管理体系亦较为健全，信息披露较为及时。对子公司管理方面，虽然公司制定了对控股子公司的综合管理制度，涵盖股权管理、财务管理、内部审计监督、投资决策管理、信息管理、人事管理、合同管理以及考核奖惩管理等多方面，但公司对下属子公司主要为行政管理，且区县子公司较多，同时部分子公司业务市场化程度较高，面临一定的经营风险，需对子公司管控情况保持关注。此外，公司对外资金拆借已出现逾期风险，相关风控仍有待优化。

外部支持

跟踪期内，昌吉州区域优势仍突出，经济财政实力仍位于新疆地市州前列且保持增长。公司作为昌吉州最重要的城市开发建设国有资产经营主体，承担了昌吉州主要区县的基础设施建设、土地开发整理等业务，平台地位突出，股权结构和业务开展均与昌吉州政府具有高度的关联性。2024 年以来，公司在资产及资金注入、财政补贴等方面继续得到昌吉州政府的大力支持。2024 年，公司收到昌吉州国资委划转的股权资产及拨付的财政资金，其中实收资本增加 16.13 亿元，资本公

⁷ 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。

积增加 56.96 亿元⁸，进一步夯实了公司的资本实力；同期，公司还获得项目建设等拨款 27.59 亿元，计入专项应付款中；此外，2024 年及 2025 年 1~3 月，公司分别收到各类政府补助 2.10 亿元和 0.35 亿元，计入其他收益中，上述资金等方面的支持为公司资本支出和还本付息提供了一定支撑。综上，跟踪期内昌吉州政府具备很强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“20 昌投 G1”募集资金 10.00 亿元，募集资金扣除发行费用后不低于 6.00 亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于补充营运资金。根据公司提供的数据，截至 2024 年末，本期债券募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

“20 昌投 G2”募集资金 5.00 亿元，募集资金扣除发行费用后不低于 3.00 亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于补充营运资金。根据公司提供的数据，截至 2024 年末，本期债券募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

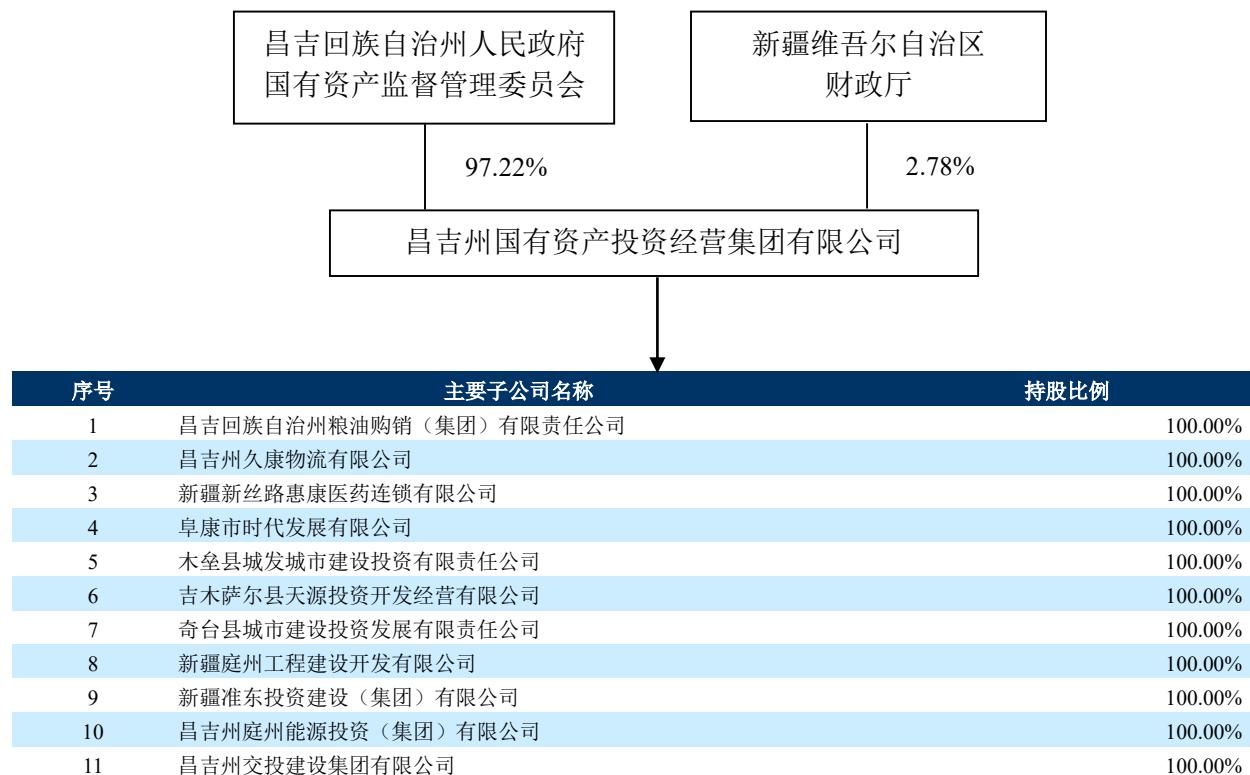
“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位在昌吉州内持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，加上公司可持续获得有力的外部支持，资本实力因此增强，债务规模下降较明显，同时融资渠道较为畅通，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量保持稳定，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

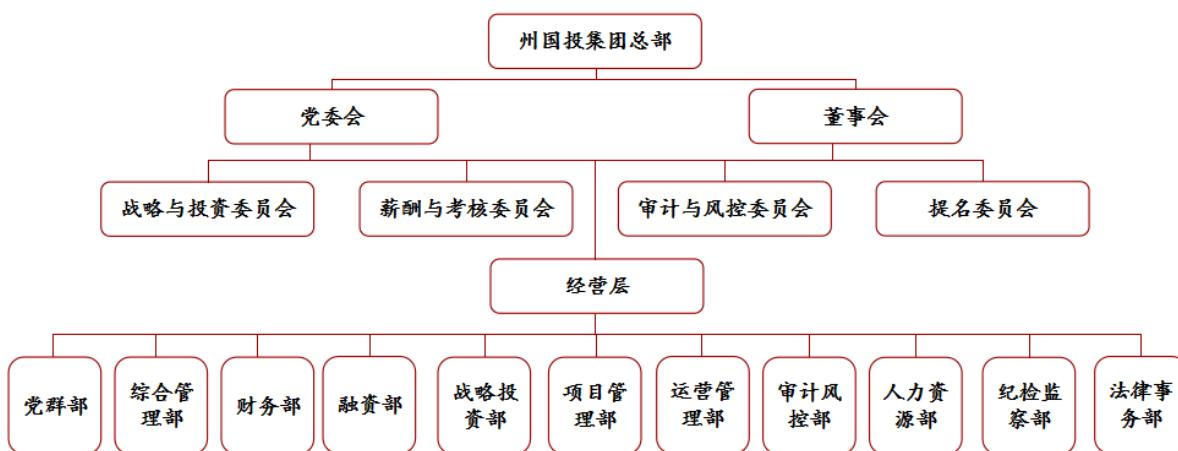
综上所述，中诚信国际维持昌吉州国有资产投资经营集团有限公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”的债项信用等级为 AA⁺。

⁸ 但 2024 年，公司亦因国有股权划拨、资产划拨和清理减少资本公积 21.15 亿，因此 2024 年末公司资本公积同比增加 35.81 亿元。

附一：昌吉州国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：昌吉回族自治州人民政府国有资产监督管理委员会和新疆维吾尔自治区财政厅对公司的持股比例与 2024 年审计报告保持一致。



资料来源：公司提供

附二：昌吉州国有资产投资经营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	34.86	19.47	19.45	18.27
非受限货币资金	32.66	18.31	18.65	17.47
应收账款	56.78	27.65	26.71	27.79
其他应收款	90.82	134.69	123.23	122.28
存货	307.52	315.20	271.15	267.54
长期投资	21.39	21.27	82.34	82.52
在建工程	134.97	155.42	81.42	79.73
无形资产	6.72	7.84	9.84	9.90
资产总计	772.23	812.12	735.19	737.02
其他应付款	97.43	113.88	125.50	125.52
短期债务	53.06	103.53	82.18	82.14
长期债务	220.43	175.31	121.90	125.26
总债务	273.49	278.84	204.09	207.40
负债合计	504.75	539.68	412.26	415.72
利息支出	8.76	8.35	8.11	--
经调整的所有者权益合计	267.47	272.44	322.93	321.30
营业总收入	93.64	75.25	89.00	14.91
经营性业务利润	1.68	1.41	0.30	-0.27
其他收益	0.96	0.90	2.10	0.35
投资收益	0.18	0.95	2.30	0.00
营业外收入	0.27	0.17	0.15	0.04
净利润	1.43	1.14	1.22	-0.40
EBIT	7.37	8.95	8.83	--
EBITDA	9.09	11.20	11.74	--
销售商品、提供劳务收到的现金	88.65	64.96	83.56	12.98
收到其他与经营活动有关的现金	9.37	12.96	10.85	6.28
购买商品、接受劳务支付的现金	92.56	59.96	73.51	12.27
支付其他与经营活动有关的现金	10.58	10.27	8.97	4.69
吸收投资收到的现金	10.82	3.46	14.24	0.00
资本支出	21.89	31.06	25.06	3.71
经营活动产生的现金流量净额	-9.15	2.24	5.80	0.76
投资活动产生的现金流量净额	-21.83	-32.24	-22.57	-3.57
筹资活动产生的现金流量净额	35.53	15.65	17.10	1.63
现金及现金等价物净增加额	4.56	-14.34	0.34	-1.18
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	13.30	16.27	12.04	12.32
期间费用率（%）	12.02	14.98	13.26	15.92
应收类款项占比（%）	22.42	23.28	23.49	23.27
收现比（X）	0.95	0.86	0.94	0.87
资产负债率（%）	65.36	66.45	56.07	56.41
总资本化比率（%）	50.56	50.58	38.72	39.23
短期债务/总债务（%）	19.40	37.13	40.27	39.60
经营活动产生的现金流量净额/利息保障倍数（X）	-1.04	0.27	0.72	--
总债务/EBITDA（X）	30.09	24.90	17.38	--
EBITDA/短期债务（X）	0.17	0.11	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.04	1.34	1.45	--

注：1、中诚信国际根据公司 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、公司未提供 2025 年一季度现金流量表补充资料、利息支出金额，故相关指标失效。

附三：昌吉州国有资产投资经营集团有限公司对外担保明细(截至 2024 年末)

序号	被担保对象	企业性质	担保余额（亿元）
1	新疆将淖铁路有限公司	国企	5.47
2	呼图壁县锦华盛业农业发展有限公司	国企	4.10
3	新疆昌粮生物科技集团有限责任公司	国企	4.00
4	新疆阜清康源水务有限公司	国企	2.02
5	呼图壁县西域锦华投资有限公司	国企	1.99
6	呼图壁县汇通达水务有限公司	国企	1.79
7	奇台县美丽乡村旅游开发有限公司	国企	1.78
8	奇台县金奇阳光供热有限责任公司	民企	1.68
9	奇台县新景园林绿化工程有限公司	国企	1.68
10	新疆恒力能源有限责任公司	国企	1.24
11	奇台县金奇阳光土地开发利用有限责任公司	国企	1.23
12	铁门关市昌粮汇通农业科技有限责任公司	国企	1.21
13	九圣禾控股集团有限公司	民企	1.16
14	阜康市蓝天热力有限责任公司	国企	1.15
15	玛纳斯县西海国有资产投资经营有限公司	国企	1.05
16	新疆蓝山屯河能源有限公司	国企	0.91
17	吉木萨尔县北庭热力有限公司	国企	0.80
18	玛纳斯县金凤城市投资发展有限公司	国企	0.79
19	昌吉市经济发展投资有限责任公司	国企	0.78
合计		--	34.81

注：1、加总数与合计数存在尾差系四舍五入所致；2、截至 2025 年 5 月 26 日，部分被担保对象存在负面舆情，其中奇台县美丽乡村旅游开发有限公司曾被限高消费，并存在 2 起终本案件，执行标的总金额为 499.25 万元；九圣禾控股集团有限公司曾于 2024 年 12 月被纳入被执行人，执行标的为 1,606.03 万元；昌吉市经济发展投资有限责任公司分别于 2025 年 3 月、4 月、5 月被纳入被执行人，执行标的合计 679.49 万元；3、据公司反馈，2025 年 5 月，公司对九圣禾控股集团有限公司的担保已解除。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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)
盈利能力	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
	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
现金流	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-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
	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：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者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。

附五：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