



2022 年第一期新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展集团有限公司 公司债券 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 0812 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 20 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投资发展集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 新师债 01/22 新师 01”	AA+
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，经济实力保持增长，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投资发展集团有限公司（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；但需关注财务杠杆水平已较高，债务期限结构有待改善以及盈利能力有待提升对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展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	<p>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。</p> <p>可能触发评级下调因素：兵团及十二师经济实力大幅下滑且不可逆；公司在兵团及十二师重要性下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱，核心资产及子公司被划出；公司财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。</p>	

正 面

- **区域经济实力稳步增长。**2024 年前三季度，兵团实现地区生产总值 2,370.41 亿元，同比增长 5.9%，固定资产投资亦保持较高增速，区域经济的稳步增长为公司发展提供了良好支撑；此外，十二师地处天山北坡经济腹地核心区，是兵团在乌鲁木齐市的一整建制师，也是乌鲁木齐市现代服务业集聚区和城市功能优化区，区位优势明显。
- **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，跟踪期内继续获得股东在资产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，2024 年其乳制品销量及收入继续保持增长，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。
- **贸易批发及园区业务优势仍明显。**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，2024 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，债务期限结构有待改善。**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。受债务集中到期影响，跟踪期内，公司短期债务规模整体大幅增长，截至 2025 年 3 月末短期债务占比达 38.44%，公司面临一定的集中偿债压力，债务期限结构有待改善。
- **盈利能力有待提升。**2024 年，受毛利率下降及期间费用增长影响，公司利润总额及净利润有所下降；同时公司非经常性损益有所增长，当期 EBIT 利润率由 4.75% 下降至 2.10%，整体运营效率仍有待提高。

项目负责人：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

项目组成员：司恩泽 eksi@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

十二师国资（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
资产总计（亿元）	334.69	351.90	368.06	386.39
所有者权益合计（亿元）	109.78	111.91	110.57	109.46
负债合计（亿元）	224.91	239.99	257.49	276.94
总债务（亿元）	185.90	195.85	214.23	233.55
营业总收入（亿元）	93.68	97.11	120.28	28.14
净利润（亿元）	1.86	1.67	0.25	-1.18
EBIT（亿元）	2.91	4.62	2.52	--
EBITDA（亿元）	5.19	7.92	6.49	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.91	12.11	4.56	2.23
营业毛利率（%）	6.52	9.68	6.85	6.59
总资产收益率（%）	0.87	1.35	0.70	--
EBIT 利润率（%）	3.11	4.75	2.10	--
资产负债率（%）	67.20	68.20	69.96	71.67
总资本化比率（%）	63.51	64.18	66.43	68.56
总债务/EBITDA（X）	35.84	24.72	33.03	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.85	2.23	1.59	--
FFO/总债务（X）	-0.01	0.00	0.00	--

注：1、中诚信国际根据十二师国资提供的其经希格玛会计师事务所（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“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 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；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。

本次跟踪情况

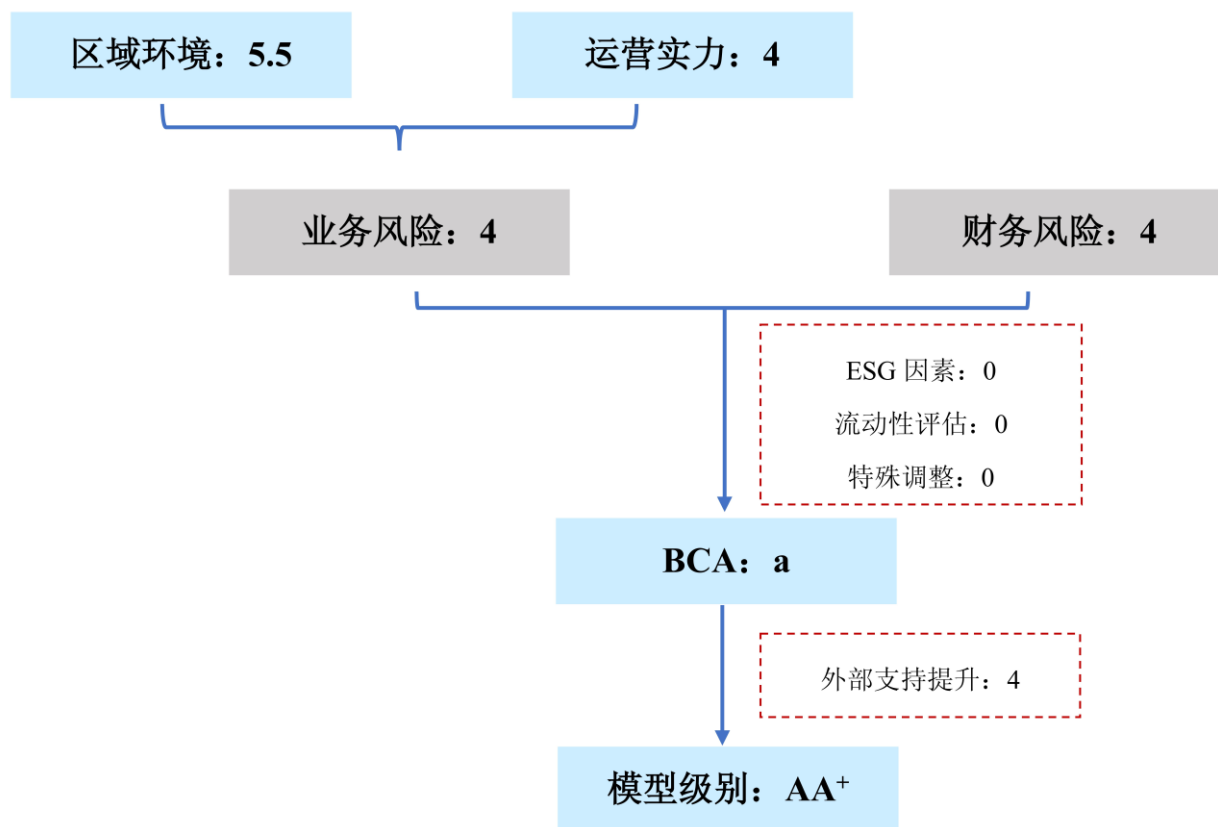
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 新师债 01/22 新师 01	AA ⁺	AA ⁺	2024/06/24 至 本报告出具日	5.00/4.40	2022/03/28~2029/03/28	回售、调整票面利率选择权

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	2024/6/24 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投资发展集团有限公司评级模型打分

(C210300_2024_01_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无影响。

外部支持: 跟踪期内,兵团仍具有很强的支持能力,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,2024 年以来公司在资产划转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_01

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扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，跟踪期内，兵团政治地位突出，在国家政策的大力支持下，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，经济实力稳步增长。2024 年前三季度，兵团 GDP 达到 2,370.41 亿元，增速为 5.9%，其中，第一产业增加值 341.95 亿元，同比增长 5.4%；第二产业增加值 970.17 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 1,058.29 亿元，增长 6.3%。2024 年 1~11 月，兵团经济运行稳中向好，其中规模以上工业增加值同比实际增长 7.5%，工业生产增速回升；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.3%，固定资产投资稳定增长；限额以上单位社会消费品零售额同比增长 13.9%，消费市场增长趋缓。再融资环境方面，兵团广义债务率相对不高，债务风险可控，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，整体再融资环境良好。

表 1：近年来兵团经济实力

	2022	2023	2024.1~9
GDP（亿元）	3,500.71	3,696.58	2,370.41
GDP 增速（%）	3.0	6.9	5.9
人均 GDP（万元）	9.87	10.25	--
固定资产投资增速（%）	6.3	10.2	8.8

注：1、兵团未披露 2022~2024 年财政数据及 2024 年全年经济数据；2、部分年度的人均 GDP 系根据常住人口测算而来；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，是兵团在乌鲁木齐市的唯一整建制师，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。因此，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，十二师实现地区生产总值 264.96 亿元，同比增长 9.3%。

重大事项

跟踪期内，公司名称发生变更。2025 年 5 月 9 日，公司发布《新疆生产建设兵团第十二师国有资

产投资发展集团有限公司关于名称变更的公告》称，公司名称由“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”变更为“新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展集团有限公司”，并已完成工商变更登记程序。本次公司名称变更暂未改变公司的职能定位和主责主业。此外，根据 2025 年 6 月 4 日公司披露的《新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展集团有限公司关于当年累计新增借款超过上年末净资产百分之二十的公告》，截至 2025 年 5 月 31 日，公司当年累计新增借款金额为 31.30 亿元，累计新增借款占 2024 年末净资产的 28.30%，公司新增借款主要用于提前筹措偿债资金，系公司正常生产经营、业务发展及债务结构调整所需。上述事项短期内将抬升公司财务杠杆，但随着债务的陆续偿还，对公司资本结构影响不大。

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仍较高，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，公司综合业务发展质量较好；跟踪期内，公司收入仍主要来源于乳业和贸易批发板块，其中贸易批发板块业务收入实现大幅增长，但需关注天润乳业净利润持续下滑，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 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	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	24.10	25.72	17.89	27.14	27.95	19.11	28.04	23.31	16.76	6.25	22.19	14.63
贸易批发	61.73	65.89	2.62	62.50	64.36	6.22	85.54	71.11	5.94	21.06	74.84	5.14
电器制造	0.22	0.23	40.24	0.09	0.10	23.08	0.05	0.05	80.41	0.15	0.52	14.47
建材生产销售	1.06	1.13	6.06	1.51	1.55	7.11	1.27	1.06	8.29	0.07	0.23	-95.35
其他业务	6.58	7.02	0.42	5.87	6.05	3.38	5.38	4.47	-31.43	0.62	2.21	-15.73
合计/综合	93.68	100.00	6.52	97.11	100.00	9.68	120.28	100.00	6.85	28.14	100.00	6.59

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 2025 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，在疆内拥有新疆天润生物科技股份有限公司、沙湾盖瑞乳业有限责任公司及新疆天润唐王城乳品有限公司、阿拉尔新农乳业有限责任公司（以下简称“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的天润齐源乳品加工项目已初步投产运营，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。

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 2024 年末，新农乳业总资产和所有者权益分别为 11.48 亿元和 0.61 亿元，资产负债率为 94.71%，2024 年分别实现营业收入和净利润 3.97 亿元和-0.81 亿元，受资产减值影响仍有所亏损。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。

产能和产量方面，跟踪期内，随着新农乳业产线并入及山东天润齐源乳品加工项目工程投产运营，天润乳业产能大幅提升；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。但齐源乳品作为新品牌，跟踪期内，尚在开拓市场阶段；同时受市场竞争影响，新农乳业部分产品产线实际未投入使用，上述因素导致天润乳业产能利用率有所下滑。中诚信国际将对齐源乳品市场开拓情况以及新农乳业的产品定位及后续产线利用情况持续保持关注。

表 3：近年来天润乳业主要乳品产能、产量情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
产能（万吨/年）	27.54	34.82	42.11	45.71
实际产量（万吨）	25.51	28.18	29.74	6.50
产能利用率（%）	92.63	80.93	70.63	56.84

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 2024 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等 9 家奶牛养殖企业；拥有 26 个规模化奶牛养殖场、牛只存栏 6.48 万头。收购新农乳业后，天润乳业的自有奶源率已基本达到 100%。上游供应商方面，2024 年天润乳业前五大供应商采购金额 6.41 亿元，占采购总额的比例为 27.44%，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 2024 年末，天润乳业仍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 93.76%。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，2024 年其前五大客户销售金额为 4.01 亿元（含税），占销售总额的比例为 14.31%，下游客户集中度亦较低。

跟踪期内，天润乳业坚持实施“用新疆资源，做全国市场”战略，以区域深耕与场景创新突围，积极拓展线上线下销售渠道，加大品牌宣传和行销推广力度，打造差异化产品矩阵以满足不同消

费者需求，有力带动销售额的提升。2024 年，天润乳业实现乳制品销量 29.43 万吨，同比增长 3.43%；实现营业收入 28.04 亿元、同比增长 3.33%，但当期归母净利润同比减少 69.26%，主要系牛群淘汰处置形成大额处置亏损所致；此外，天润乳业疆外市场占比持续提升，2024 年疆外市场主营业务收入实现 13.65 亿元，同比增长 9.25%，占比为 50.10%，疆外市场拓展效果较好。

表 4：近年来天润乳业乳制品销售情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
乳制品销量（万吨）	26.79	28.45	29.43	7.45
乳制品销售收入（亿元）	23.13	26.10	26.17	5.86

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

2024 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 2025 年 3 月末，天润乳业主要在建项目共 3 个，总投资 13.79 亿元，已投资 7.80 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 5：截至 2025 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
唐王城二期扩建项目	0.60	0.51
新疆天润年产 20 万吨乳制品加工项目	8.53	4.05
新农乳业四团田园特色小镇万头奶源基地建设项目	4.66	3.24
合计	13.79	7.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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商贸物流集团有限责任公司和新疆中瑞商贸物流集团有限责任公司¹（以下分别简称“九鼎农业”和“中瑞商贸”）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；中瑞商贸主要以“恒汇、宝新、金石、闽粤”等四大市场为基础，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。2024 年，公司依托新疆商贸物流优势扩大贸易规模，贸易批发收入同比大幅增长，占到总营业收入的 71.11%，是公司最重要的收入来源。

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。2024 年及 2025 年 1~3 月，九鼎农业分别实现农产品销售收入 6.25 亿元和 0.74 亿元。从前五大供应商和客户情况来看，2024 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 76.10%和 74.44%，上下游集中度情况有所改善，但单一客户占比仍较高。

表 6：2024 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
邛崃桑园文化旅游发展有限公司	鸡蛋	38,727.51	62.79%

¹ 2024 年 6 月 14 日，新疆中瑞恒远商贸集团有限公司更名为新疆中瑞商贸物流集团有限责任公司。

吐鲁番亚鑫食品加工有限公司	葡萄干	2,935.24	4.76%
河南牧之源贸易有限公司	肉类冻货	2,347.12	3.81%
邳州墨恒食品有限公司	大蒜	1,525.19	2.47%
温宿县泰安果业农民专业合作社	苹果	1,402.90	2.27%
合计	--	46,937.96	76.10%
客户	销售品种	销售金额	占比
华侨友谊零售（广州）有限公司	鸡蛋	38,911.83	62.26%
吐鲁番火洲商贸有限公司	葡萄干	2,984.26	4.77%
乌鲁木齐长兴诚食品有限公司	牛肉冻货	1,798.57	2.88%
乌鲁木齐经济技术开发区五丰行水产经销部（冯辉）	鸡肉冻货	1,531.43	2.45%
新疆医科大学第一附属医院（配送业务）	农副产品	1,297.64	2.08%
合计	--	46,523.73	74.44%

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 2025 年 3 月末，九鼎农业投资运营的贸易市场共有 8 个，其中华威矿山机械市场和兵团交通物流港系由中瑞商贸转让，一定程度上弥补九鼎农业物流的短板，也扩展了其后续发展空间；此外，九鼎农业在接手华威矿山机械市场后对其业态进行了调整，以自持和出售为主，出租部分占比较小。2024 年九鼎农业贸易市场仍维持较高的整体出租率，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；重型汽车销售市场调整为九鼎物流园，定位的经营方向为物流领域，目前已调整完经营方向后重新出租。2024 年及 2025 年 1~3 月，九鼎农业分别实现租赁收入 3.19 亿元和 0.82 亿元，整体收入稳定。

表 7：截至 2025 年 3 月末九鼎农业贸易市场运营情况（万平方米、元/平方米/天、亿元）

贸易市场	建筑面积	总投资	市场定位	出租率	平均租金	租金收入			
						2022	2023	2024	2025.1~3
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	96.00%	0.21-2.56	2.25	2.80	2.95	0.75
九鼎物流园	30.80	5.00	物流公司	100.00%	0.14-0.40	0.03	0.02	0.01	0.003
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	84.00%	0.40-0.70	0.09	0.09	0.11	0.03
新疆九鼎国际商贸城一期	11.10	3.20	商贸城	95.00%	0.30-0.70	0.01	0.01	0.02	0.004
北屯九鼎农产品批发市场	1.67	4.08	农产品批发	96.50%	0.40-0.50	0.03	0.03	0.02	0.002
克拉玛依九鼎农产品批发市场	4.80	2.37	农产品批发	85.00%	0.44-0.61	0.05	0.06	0.02	0.004
华威矿山机械市场	9.38	4.53	矿山机械机电	9.03%	0.30-1.00	0.008	0.02	0.02	0.004
兵团交通物流港	1.81	3.76	物流信息中心	95.00%	0.30-1.30	0.04	0.05	0.04	0.02
合计	118.85	49.24	--	--	--	2.51	3.08	3.19	0.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

子公司中瑞商贸以“恒汇、宝新、金石、闽粤”四大市场为基础，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，在乌鲁木齐全市亦具备一定竞争力。除此之外，中瑞商贸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。2024 年及 2025 年 1~3 月，中瑞商贸分别实现贸易业务收入 66.08 亿元和 12.25 亿元，其中 2024 年中瑞商贸开展煤炭外运业务导致煤炭贸易量

大幅增长，当期贸易业务收入同比大幅增长 31.81%。此外，受钢材市场价格下跌影响，2024 年中瑞商贸贸易业务毛利率有所下滑，毛利水平较低。

表 8：近年来中瑞商贸贸易业务品种及收入构成（万吨、万元）

贸易品种	2022		2023		2024		2025.1~3	
	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入
钢材	46.25	218,372.06	56.43	201,293.64	68.89	254,053.85	6.58	21,937.45
煤炭	51.43	38,486.50	15.40	15,381.06	241.08	239,958.63	101.31	88,841.47
农资	65.85	164,639.31	39.20	234,380.37	25.49	119,539.62	2.71	11,430.19
有色金属等	30.97	135,627.22	12.52	50,238.47	31.09	47,220.65	1.18	266.36
合计	194.50	557,125.09	123.55	501,293.54	366.55	660,772.75	111.78	122,475.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游结算方面，中瑞商贸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。由于中瑞商贸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，2024 年中瑞商贸根据市场行情变动情况，对钢材贸易品类进行调整，钢材平均采购成本和销售价格随市场行情较上年有一定上升，采购量和销售量同比亦有所上升。整体来看，中瑞商贸 2024 年钢材销售收入同比增加 26.21%，毛利率则较上年下降至 2.14%，盈利能力有所弱化；2025 年 1~3 月，受市场行情影响，中瑞商贸钢材平均采购成本和销售价格明显下降，毛利率则保持相对稳定。

表 9：近年来中瑞商贸钢材购销情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
钢材采购量（万吨）	46.25	56.43	68.89	6.58
钢材平均采购成本（元/吨）	4,646.20	3,459.06	3,610.08	3,253.24
钢材销售量（万吨）	46.25	56.43	68.89	6.58
钢材平均销售价格（元/吨）	4,721.97	3,567.27	3,687.44	3,331.77
钢材销售收入（万元）	218,372.06	201,293.64	254,053.85	21,937.45

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，中瑞商贸上游客户主要包括新疆八一钢铁股份有限公司等，2024 年前五大供应商采购金额为 16.31 亿元，占当期采购总额的比重为 65.58%。下游销售方面，中瑞商贸下游客户主要包括山东墨龙石油机械股份有限公司等，2024 年前五大客户销售金额为 15.74 亿元，占当期销售总额的比重为 62.00%。整体来看，2024 年中瑞商贸前五大上下游集中度有所压降，客户结构有所调整，国企数量有所增加，但仍以民企居多，且部分企业存在负面舆情，需关注贸易款项实际回收情况及后续潜在经营风险。

表 10：2024 年中瑞商贸钢材贸易前五大供应商和客户情况（万元）

供应商	企业性质	采购金额	占比
新疆八一钢铁股份有限公司	国企	52,592.82	21.15%
新疆瑞阳科技发展有限公司	民企	42,584.08	17.12%
新疆善若水投资有限责任公司	民企	32,274.32	12.98%
新疆和钢钢铁股份有限公司	民企	23,126.88	9.30%
新疆喀钢集团有限公司	民企	12,541.16	5.04%
合计	--	163,119.27	65.58%

客户		销售金额	占比
山东墨龙石油机械股份有限公司	国企	49,154.94	19.35%
乌鲁木齐市久合泰贸易有限公司	民企	35,142.76	13.83%
新疆国龙贸易有限公司	国企	33,713.94	13.27%
新疆量正明力商贸有限公司	民企	29,419.51	11.58%
中铁二局集团有限公司	国企	10,013.99	3.94%
合计	--	157,445.14	62.00%

注：新疆和钢钢铁股份有限公司曾出现债券违约（已全部偿还），且存在被纳入被执行人名单、有破产案件、终本案件等负面舆情；新疆喀钢集团有限公司已被纳入被执行人名单，并被限制高消费；新疆国龙贸易有限公司实际控制人河南能源集团有限公司存在债券展期等负面舆情。

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，中瑞商贸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。中瑞商贸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等贸易园区；此外，根据集团战略发展规划，兵团国际物流园重新划入中瑞商贸交由其运营管理。上述园区土地均系招拍挂获取，由中瑞商贸自行筹资建设园区并进行运营、出租及出售。

截至 2025 年 3 月末，中瑞商贸各园区规划总投资合计 64.39 亿元，已投资 44.52 亿元，规划面积合计 9,873 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 120.75 万平方米；同期末，中瑞商贸各园区可售面积 77.58 万平方米，累计销售 30.48 万平方米，尚有较大销售空间。2024 年及 2025 年 1~3 月中瑞商贸各园区实现房地产销售收入分别为 0.08 亿元和 0.12 亿元，销售进度有所减缓。

表 11：截至 2025 年 3 月末中瑞商贸各园区概况（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
兵团国际物流园	物流、同城配送	自持/出租	2014~2017	4.46	4.27	3,200	5.20	--	--
合计	--	--	--	64.39	44.52	9,873	120.75	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，中瑞商贸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 2025 年 3 月末，中瑞商贸各园区已建成并可供出租的建筑面积合计 83.41 万平方米，已出租面积合计 81.09 万平方米，园区出租率达 97.22%。随着减租政策到期，预计中瑞商贸实现的园区租赁收入将保持增长趋势。

表 12：截至 2025 年 3 月末中瑞商贸各园区物业出租概况（万平方米、元/平方米/天、亿元）

园区	总可租赁面积	已出租面积	出租率	平均租金	租金收入			
					2022	2023	2024	2025.1~3
宝新恒源钢材市场	12.55	12.46	99.28%	0.3~1.0	0.20	0.25	0.26	0.02
恒汇机电汽配市场	26.23	26.13	99.62%	0.2~1.0	0.27	0.58	0.65	0.08
闽粤恒远建材市场	20.74	20.04	96.62%	0.3~0.7	0.17	0.26	0.29	0.06
金石恒远石材市场	14.99	14.63	97.60%	0.3~0.7	0.13	0.26	0.30	0.04

兵团国际物流园	8.90	7.83	87.98%	0.3~1.3	0.24	0.28	0.36	0.05
合计	83.41	81.09	97.22%	--	1.01	1.63	1.86	0.25

注：兵团国际物流园总可租赁面积计量时含空余土地，因此大于已建设面积。

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筹资金、项目贷款以及财政资金，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 2025 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目共 5 个，总投资 41.77 亿元，已投资 33.60 亿元，其中财政资金共 8.10 亿元，尚需一定投资规模。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 2025 年 3 月末已投资 19.21 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 2025 年 3 月末，公司在建自营的园区开发项目尚需一定的投资规模，且投资进度放缓，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 13：截至 2025 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	19.21	2020~2025	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	6.88	2021~2025	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	2021~2024	自筹资金+专项债+项目贷款	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	--	41.77	33.60	--	--	--

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 2025 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；3、2024 年 9 月，新疆芳婷针织纺织有限责任公司（以下简称“芳婷纺织”）被划转至新疆昆仑纺织服装有限责任公司，芳婷纺织园项目随之划出；4、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；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能源电力有限公司（以下简称“希望能源”）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。随着十二师新区及工业园区建设的不断推进，希望能源目前主要在十二师范围内提供配套电力设备，同时其业务重点也逐步向电力施工领域过渡，并向十二师外部市场拓展。2024 年，受子公司发展战略调整持续影响，公司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；同时，希望能源主动增加高附加值的电器产品项目及电力施工占比，毛利率得到大幅提升。

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，近年来其产能保持稳定，但由于该业务采用“以销定产”模式生产，产量及产能利用率与订单规模成正比，2024 年产能利用率有所下降；2025 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 14：近年来宝新盛源矿渣微粉产能、产量情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
产能（万吨/年）	300	300	300	300
产量（万吨）	85.29	137.00	111.68	4.50
产能利用率（%）	28.43	46.00	37.23	1.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 年 3 月末，宝新盛源在新疆矿渣微粉市场的占有率为 95%左右，占有率同比大幅增长系市场竞争主体减少所致。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。2024 年受行业竞争影响，宝新盛源矿渣微粉销售均价仍有所下降，销量亦有所下滑，导致销售收入同比下降 17.22%；2024 年以来，宝新盛源继续维持着较高的产销率。

表 15：近年来宝新盛源矿渣微粉销售情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
销量（万吨）	87.37	135.00	113.06	4.65
产销率（%）	102.44	98.00	101.24	103.33
销售均价（元/吨）	105.00	100.27	99.10	104.91
销售收入（万元）	9,236.76	13,536.45	11,204.80	488.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户集中度来看，2024 年宝新盛源前五大客户销售额占比约 35.84%，客户集中度进一步下降，其中最大的销售客户仍为新疆和兴恒石新材料有限责任公司，其销售金额占比约 9.49%，较上年继续下降。

表 16：2024 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
新疆和兴恒石新材料有限责任公司	1,063.61	9.49%
新疆山水华景供应链有限公司	775.59	6.92%
新疆宸润商贸有限公司	738.20	6.59%
新疆新脉商贸有限公司	727.80	6.50%
新疆丹娜恒业建材有限公司	710.27	6.34%
合计	4,015.48	35.84%

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。2024 年以来，公司对非主营业务板块进行调整，业

务收入构成有所变化；同时，公司加大对地方扶持力度，市场利率下行亦导致公司对外拆借利率降低，受此影响，公司资金拆借及租金收入有所减少，毛利率亦大幅下滑，2024 年公司其他业务呈亏损状态。

表 17：近年来公司其他业务收入构成情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.1~3
建筑施工	1.12	1.07	2.27	0.21
服装生产与销售	0.50	0.56	0.25	--
运输服务	2.06	1.36	1.85	0.06
其他业务	2.90	2.88	1.01	0.35
合计	6.58	5.87	5.38	0.62

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、中瑞商贸和新疆天宏资产管理有限公司（以下简称“天宏资管”）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，2024 年因业务板块调整，同时天宏资管当期确认收入较多，该业务收入大幅上升，但受市场环境影响，毛利率跌幅较大。

跟踪期内，芳婷纺织于 2024 年 9 月划出，服装生产和销售业务随之剥离，未来将不再确认相关收入。

跟踪期内，运输服务业务仍主要由子公司九鼎农业和中瑞商贸负责，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，收入仍主要由公路短驳运输收入、站内装卸+铁路运输收入和城际配送收入构成。2024 年市场环境有所好转，该业务收入同比上升。

跟踪期内，其他业务收入仍主要系公司本部和天宏资管的资金拆借收入及租金收入。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。2024 年，其他业务收入同比有所下滑，主要系当年市场利率下降导致资金拆借利息收入减少所致。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司 EBIT 利润率同比有所下滑，运营效率仍有待提高；在生产扩张及项目建设推动下，公司资产规模仍保持增长，权益规模因少数股东权益减少同比略有下降，但整体资本实力仍较强；同时因债务规模较大且继续增长，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，但覆盖能力有所下滑，且 EBITDA 对债务本金的覆盖能力仍较弱。

盈利能力

跟踪期内，受益于贸易批发板块业务扩张，公司营业收入同比实现较快增长；但由于贸易批发业务毛利率相对较低，加之乳制品加工业务毛利率亦有所降低，公司综合毛利率有所下降。同期，

公司债务规模持续扩张，利息支出增加导致财务费用进一步增加，期间费用同比有所增长，但由于公司营收规模增长幅度较大，期间费用率小幅下降至 6.92%。受毛利率下降及期间费用增长影响，2024 年公司经营性业务利润同比减少 2.75 亿元，进而导致利润总额及净利润有所下降；同时公司非经常性损益有所增长，导致 EBIT 同比减少 2.10 亿元，当期 EBIT 利润率由 4.75%下降至 2.10%，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减少，2024 年公司净资产收益率同比下降 1.27 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，与之相应形成了以存货、投资性房地产、存货、其他应收款、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，且非流动资产占比稍高于流动资产占比。具体来看，投资性房地产仍为公司最主要的资产构成，2024 年以来由于中瑞商贸园区房产存货转入及股东划入资产，公司投资性房地产规模继续扩大，仍主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，其中房屋、建筑物主要为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，2024 年以来随着中瑞商贸贸易规模的扩大，货物储备需求导致采购量增加，库存商品规模大幅增长；跟踪期内存货开发成本仍主要系中瑞商贸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，2024 年随着部分项目的完工转出有所下降。公司其他应收款主要系与北京工美集团有限责任公司、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，2024 年以来规模有所下降，公司款项后续回收情况需保持关注。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备等构成，2024 年规模保持小幅增长。此外，2024 年以来，虽然公司持续加大项目投入，但由于项目完工结转规模较大，公司在建工程仍略有下降。此外，公司仍保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，2025 年一季度由于公司提前举债以偿还到期债务，期末公司货币资金增至 38.05 亿元，其中受限规模为 5.50 亿元。

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，2024 年末因少数股东权益减少同比略有下降，但资本实力整体仍较强。其中，2024 年，公司实收资本维持不变；公司资本公积仍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有企业的股权，2024 年增加 1.01 亿元，主要系无偿划入的十二师常州街范围内师部资产；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，2024 年末同比略有下降。

财务杠杆方面，跟踪期内公司债务规模继续保持增长，截至 2025 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为 71.67%和 68.56%，处于较高

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 2025 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。

水平，资本结构有待进一步优化。从债务期限结构来看，2024 年，受债务集中到期影响，公司短期债务规模大幅增长，截至 2024 年末短期债务占比上升至 44.54%，2025 年 3 月末回落至 38.44%，但占比仍较高，公司面临一定的集中偿债压力，需持续关注行业政策和区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表 18：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
银行借款	157.72	68.65	34.64	21.34	33.09
债券融资	56.99	7.60	9.67	8.50	31.22
应付票据	11.46	11.46	--	--	--
其他	7.01	2.07	1.54	--	3.40
合计	233.17	89.78	45.85	29.84	67.70

注：1、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；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

现金流及偿债能力

2024 年，公司乳制品加工、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。2024 年以来，公司进一步拓展贸易批发类业务，营业收入增加的同时，经营活动业务支出有所增加且往来款现金支出由正转负，导致经营活动现金净流入规模有所下滑。投资活动方面，2024 年，公司在工程投入、乳制品加工项目等方面继续保持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，但净流出规模有所缩减。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，但由于偿还债务规模有所减少，筹资活动现金流由负转正，且 2025 年 1~3 月呈较大规模净流入状态，主要系当期公司提前筹措偿债资金所致。

2024 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，受利润总额下滑和当期公允价值变动损益等非经常性损益增加的影响，同比有所下降。因平均融资成本相对较低，以及部分实际利息支出被计入营业成本中，2024 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有效覆盖。

截至 2025 年 3 月末，公司授信总额 305.39 亿元，剩余额度 119.00 亿元，备用流动性较为充足。公司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 19：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	6.37	7.59	6.92	6.52
经营性业务利润	1.66	2.94	0.18	0.16
投资收益	0.75	0.28	0.16	0.00
公允价值变动收益	1.32	1.28	2.82	0.00
利润总额	2.58	2.48	1.42	-1.08
营业外损益	-0.07	-0.81	-1.11	-1.16
EBIT	2.91	4.62	2.52	--

³ 2022~2024 年，公司每年实际支付的利息支出分别为 7.35 亿元、7.68 亿元和 7.70 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 1.48 倍、1.58 倍和 0.59 倍。

EBIT 利润率	3.11	4.75	2.10	--
净资产收益率	1.69	1.50	0.23	--
货币资金	36.61	26.02	21.28	38.05
其他应收款	37.12	35.79	35.52	34.60
存货	73.75	77.46	76.14	73.89
投资性房地产	89.36	97.65	109.20	109.22
固定资产	22.92	31.89	34.85	34.34
在建工程	31.12	30.46	30.22	29.69
非流动资产占比	50.94	54.63	57.11	54.17
资产总计	334.69	351.90	368.06	386.39
经调整的所有者权益合计	106.80	109.32	108.24	107.12
总债务	185.90	195.85	214.23	233.55
短期债务占比	31.14	27.86	44.54	38.44
资产负债率	67.20	68.20	69.96	71.67
总资本化比率	63.51	64.18	66.43	68.56
经营活动产生的现金流量净额	10.91	12.11	4.56	2.23
投资活动产生的现金流量净额	-10.10	-19.48	-10.73	-1.87
筹资活动产生的现金流量净额	6.06	-2.69	4.13	17.09
收现比	1.08	1.09	1.10	0.99
EBITDA	5.19	7.92	6.49	--
EBITDA 利息保障倍数	1.85	2.23	1.59	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.88	3.40	1.12	--

其他事项

受限情况方面，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 12.74 亿元，占当期末总资产的 3.30%，系受限货币资金 5.50 亿元和投资性房地产 7.24 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 2025 年 3 月末，公司对外担保余额为 35.99 亿元，占同期末经调整的净资产的 33.60%，被担保对象均系兵团区域内国企，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 20：截至 2025 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	330,940.00
2	新疆兵粮麦客农业发展有限公司	国企	15,999.73
3	新疆润丰供销合作社联合社有限公司	国企	5,655.00
4	新疆福乐麦客面粉有限责任公司	国企	3,000.00
5	新疆天恒基汽车城运营管理有限公司	国企	2,900.00
6	新疆海川麦客面粉有限责任公司	国企	1,000.00
7	新疆宏宇泰基建筑有限公司	国企	425.00
合计		--	359,919.73

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 2025 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

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，发展质量和效益不断提升，未来发展潜力仍很大。由于兵团的特殊体制，兵团下属 14 个师与兵团本级的关联度高，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，经济指标在兵团排名靠前。公司作为十二师重要的国有资本运营主体，具备较强的竞争优势。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 5.51% 股权。跟踪期内，公司获得 1.01 亿元师部资产无偿转入并计入资本公积；财政补贴方面，2024 年以来，公司共收到政府补助 1.24 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

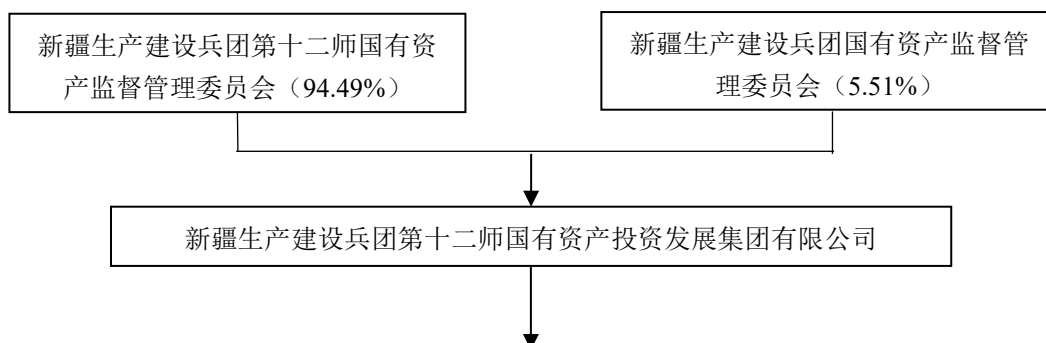
“22 新师债 01/22 新师 01” 募集资金为 5.00 亿元，用于偿还或置换公司 2021 年内到期的“14 十二师债” 本金及利息，截至 2025 年 3 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“22 新师债 01/22 新师 01” 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，职能定位与当地政府目标匹配度仍较高，综合业务发展质量较好，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

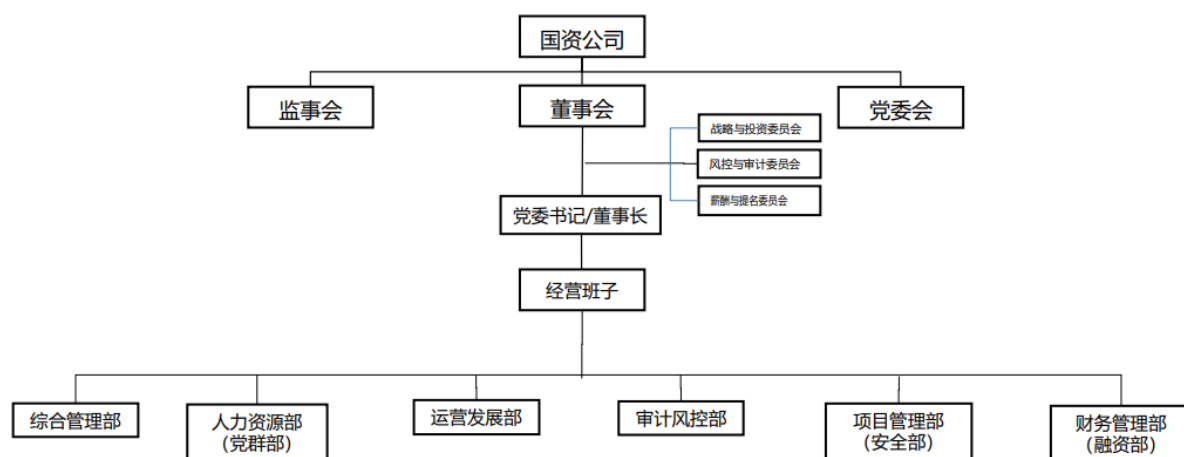
综上所述，中诚信国际维持新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 新师债 01/22 新师 01” 的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：新疆生产建设兵团第十二师国有资产投资发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	持股比例（%）
1	新疆中瑞商贸物流集团有限责任公司	96.00
2	新疆天润乳业股份有限公司	31.10
3	新疆九鼎商贸物流集团有限责任公司	96.94
4	新疆希望能源电力有限公司	100.00
5	新疆国运天成置业有限公司	100.00
6	新疆天宏资产管理有限公司	100.00
7	新疆宝新盛源建材有限公司	40.00
8	新疆西能韦尔电气有限公司	35.00
9	新疆丝路天山国际食品城投资有限公司	100.00
10	新疆丝路城市建设投资有限公司	100.00
11	新疆天成国际经贸有限公司	100.00
12	新疆天恒基能矿集团有限公司	100.00
13	乌鲁木齐悦华尊享酒店管理有限公司	100.00

注：公司对新疆西能韦尔电气有限公司、新疆宝新盛源建材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投资发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
货币资金	366,059.86	260,196.94	212,836.50	380,465.55
应收账款	107,359.64	110,957.21	143,809.16	171,262.16
其他应收款	371,184.70	357,863.68	355,182.47	346,032.37
存货	737,538.17	774,569.69	761,433.40	738,859.14
长期投资	72,477.88	79,357.46	92,370.48	108,761.55
固定资产	229,170.40	318,857.17	348,549.56	343,404.35
在建工程	311,196.49	304,629.67	302,213.55	296,909.78
无形资产	67,511.16	68,492.96	77,528.70	77,197.02
资产总计	3,346,851.42	3,518,953.91	3,680,629.55	3,863,911.69
其他应付款	87,348.76	62,971.48	56,893.05	59,204.46
短期债务	578,969.32	545,655.75	954,230.96	897,837.85
长期债务	1,280,026.16	1,412,892.03	1,188,027.87	1,437,672.47
总债务	1,858,995.48	1,958,547.77	2,142,258.83	2,335,510.32
净债务	1,587,158.62	1,787,257.54	1,991,410.49	2,010,069.14
负债合计	2,249,052.10	2,399,850.29	2,574,883.98	2,769,357.47
所有者权益合计	1,097,799.32	1,119,103.62	1,105,745.58	1,094,554.22
利息支出	28,103.88	35,590.51	40,773.20	--
营业总收入	936,845.11	971,128.02	1,202,834.95	281,397.79
经营性业务利润	16,629.76	29,355.67	1,815.25	1,564.32
投资收益	7,466.71	2,812.88	1,606.01	23.34
净利润	18,580.90	16,655.28	2,548.09	-11,816.36
EBIT	29,125.73	46,175.97	25,204.57	--
EBITDA	51,875.64	79,227.81	64,856.93	--
经营活动产生的现金流量净额	109,089.71	121,134.43	45,585.17	22,345.80
投资活动产生的现金流量净额	-101,035.12	-194,794.56	-107,305.71	-18,664.91
筹资活动产生的现金流量净额	60,562.52	-26,886.50	41,278.65	170,911.97
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业毛利率（%）	6.52	9.68	6.85	6.59
期间费用率（%）	6.37	7.59	6.92	6.52
EBIT 利润率（%）	3.11	4.75	2.10	--
总资产收益率（%）	0.87	1.35	0.70	--
流动比率（X）	1.99	1.91	1.29	1.52
速动比率（X）	1.10	0.98	0.67	0.88
存货周转率（X）	1.19	1.16	1.46	--
应收账款周转率（X）	8.73	8.90	9.44	--
资产负债率（%）	67.20	68.20	69.96	71.67
总资本化比率（%）	63.51	64.18	66.43	68.56
短期债务/总债务（%）	31.14	27.86	44.54	38.44
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.02	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.06	0.08	-0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.88	3.40	1.12	--
总债务/EBITDA（X）	35.84	24.72	33.03	--
EBITDA/短期债务（X）	0.09	0.15	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.85	2.23	1.59	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.04	1.30	0.62	--
FFO/总债务（X）	-0.01	0.00	0.00	--

注：1、中诚信国际根据十二师国资提供的其经希格玛会计师事务所（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“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 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；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。

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
经营效率	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)
偿债能力	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