



# 昌吉州国有资产投资经营集团有限公司 公司债 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0963 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 21 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	昌吉州国有资产投资经营集团有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”、“21 昌投 G1”	AA <sup>+</sup>
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	<p>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”）地州市前列，且 2023 年保持稳步增长，潜在支持能力仍强；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。中诚信国际预计，在良好的区域环境支撑以及政府的大力支持下，昌吉国投将保持目前多元化的业务布局，资产规模继续增长，融资渠道保持较畅通状态；同时，需关注部分基建项目进展仍缓慢，收入确认和回款进度仍较为滞后；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以及对下属子公司的管控情况等对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>昌吉州经济财政实力显著增强；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。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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，公司及下属子公司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。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>区域发展环境仍良好。</b>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，2023 年其经济财政实力持续增长，且仍均位于自治区地州市前列，为公司发展提供了良好的外部环境。</li> <li>■ <b>地位仍重要，继续获得有力的外部支持。</b>跟踪期内，公司仍为昌吉州最重要的城市开发建设和国有资产经营主体，地位突出，2023 年以来在资金注入、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。</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>部分基建项目建设进度仍缓慢，收入确认及回款仍较为滞后。</b>跟踪期内，公司基础设施建设业务展业范围仍主要集中于昌吉州下辖县市，目前部分在建项目推进仍缓慢，且部分已完工项目收入确认及回款仍较为滞后，中诚信国际将对此保持关注。</li> <li>■ <b>资本支出压力仍较大。</b>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，投资回收期较长，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。</li> <li>■ <b>对外担保和资金拆借均存在一定风险。</b>截至 2023 年末，公司对外担保余额为 35.25 亿元，占当期末净资产的 12.94%，其中对民营企业担保余额合计 2.47 亿元，存在一定的或有负债风险；同时，公司对外拆借资金规模亦较大，且曾出现过风险，需对此保持关注。</li> <li>■ <b>对子公司管控情况仍值得关注。</b>公司下属多家昌吉州县市平台，且对其主要为行政管理，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，需持续关注公司对下属子公司的管控情况。</li> </ul>		

项目负责人：陈 涛 tchen@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	724.62	772.23	812.12	808.45
经调整的所有者权益合计（亿元）	257.71	267.47	272.44	271.51
负债合计（亿元）	466.91	504.75	539.68	536.94
总债务（亿元）	257.78	273.49	278.84	281.18
营业总收入（亿元）	57.66	93.64	75.25	12.73
经营性业务利润（亿元）	0.18	1.68	1.41	-0.81
净利润（亿元）	1.46	1.43	1.14	-0.95
EBITDA（亿元）	9.14	9.09	11.20	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.87	-9.15	2.24	0.59
总资本化比率（%）	50.01	50.56	50.58	50.87
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.16	1.04	1.34	--

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 2021~2022 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 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、中诚信国际分析时将“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 2024 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

## 同行业比较（2023 年数据）

	昌吉国投	巴州国信	阿克苏绿色实业
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	昌吉回族自治州	巴音郭楞蒙古自治州	阿克苏地区
GDP（亿元）	2,329.52	1,601.20	1,876.15
一般公共预算收入（亿元）	227.35	102.85	169.52
所有者权益合计（亿元）	272.44	176.61	460.50
资产负债率（%）	66.45	33.67	40.80
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.04	1.50	2.02

中诚信国际认为，昌吉州与巴音郭楞蒙古自治州、阿克苏地区行政地位相当，经济财政实力较为接近，区域环境整体相似；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；公司权益规模处于比较组适中水平，资本实力相对较强；但财务杠杆水平相对较高，且 EBITDA 对利息支出的覆盖能力弱于可比公司。同时，当地政府的支持能力均强，并对上述公司具有强的支持意愿。

注：1、巴州国信系“巴州国信建设发展投融资有限公司”简称，阿克苏绿色实业系“阿克苏地区绿色实业开发集团有限公司”简称；2、EBITDA 利息保障倍数均为 2022 年数据。

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

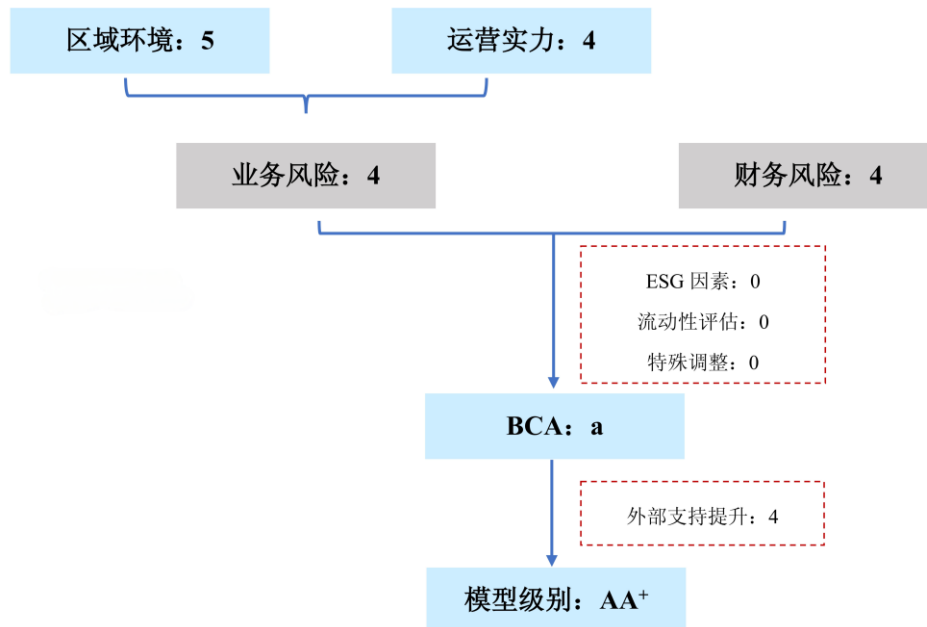
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	评级有效期	发行金额/债券 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 昌投 G1	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/25 至 本报告出具日	10.00/10.00	2020/11/11~2025/11/11 (3+2)	回售，调整票面利率
20 昌投 G2	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/25 至 本报告出具日	5.00/5.00	2020/12/22~2025/12/22 (3+2)	回售，调整票面利率
21 昌投 G1	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/25 至 本报告出具日	10.00/10.00	2021/12/08~2026/12/08 (3+2)	回售，调整票面利率， 事先承诺

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 <sup>+</sup> /稳定	AA <sup>+</sup> /稳定	2023/06/25 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\_2024\_01)



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，昌吉州政府具有强的支持能力，同时对公司有强的支持意愿，主要体现在 2023 年昌吉州经济财政实力持续增长，且仍均位于自治区地州市州前列；昌吉国投系昌吉州最重要的城市开发建设和国有资产经营主体，2023 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，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?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 2023 年保持增长，整体再融资环境较好，潜在的支持能力强。

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，2023 年昌吉州固定资产投资增速进一步提升，驱动经济实力继续增长，当期 GDP 增速为 7.7%。2023 年，昌吉州一般公共预算收入同比略有增长，在全疆仍排名第二，仅次于乌鲁木齐市，但税收占比和财政平衡率有所下降。此外，当期昌吉州政府性基金收入稳中有升，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

	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,698.21	2,169.52	2,329.52
GDP 增速（%）	7.0	4.2	7.7
人均 GDP（万元）	9.65	12.43	13.42
固定资产投资增速（%）	5.0	15.2	24.0
一般公共预算收入（亿元）	157.91	222.14	227.35
税收收入占比（%）	71.50	73.59	67.42
政府性基金收入（亿元）	41.87	43.99	53.71
公共财政平衡率（%）	53.05	61.58	58.98
地方政府债务余额（亿元）	436.49	547.84	598.38

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；公司职能定位和业务稳定，在建项目较多且投资规模较大，业务稳定性和持续性仍较好。值得注意的是，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；大宗商品贸易市场化程度仍较高，面临一定的市场波动风险；此外，资金拆借业务已出现风险，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、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	1.04	1.81	-2.19	1.41	1.51	19.00	1.83	2.43	6.14	0.42	3.27	2.44
商品销售	41.07	71.22	4.40	72.81	77.75	3.46	50.54	67.17	1.64	9.52	74.77	0.49
土地开发整理	2.61	4.52	100.00	2.14	2.28	100.00	2.96	3.93	100.00	-	-	-
房屋销售	3.71	6.44	14.80	3.08	3.29	12.31	2.03	2.70	10.73	0.10	0.78	11.82
其他业务	9.23	16.00	53.15	14.21	15.17	50.34	17.88	23.76	45.46	2.70	21.19	44.71
<b>合计/综合</b>	<b>57.66</b>	<b>100.00</b>	<b>17.07</b>	<b>93.64</b>	<b>100.00</b>	<b>13.30</b>	<b>75.25</b>	<b>100.00</b>	<b>16.27</b>	<b>12.73</b>	<b>100.00</b>	<b>10.01</b>

注：1、其他业务包括租赁、资金拆借、水暖销售等；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，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”）<sup>1</sup>主要负责 2022 年新开展的风光电项目建设与运营工作，下属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。2023 年，公司确认基础设施建设业务收入 1.83 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 2.50 亿元，亦均为工程施工业务回款。

业务模式方面，各县市子公司负责的基建业务模式为委托代建模式，委托方为昌吉州下辖各县市人民政府部门或国有企业，跟踪期内业务模式未发生变化。但目前公司部分完工项目收入确认仍较为滞后，中诚信国际将对上述项目收入确认及回款进度保持关注。

表 3：近年来公司基础设施建设业务收入及回款情况（亿元）

	2021	2022	2023
确认收入	1.04	1.41	1.83
当期回款	2.41	3.72	2.50
其中：代建业务	1.37	2.70	0.00
工程施工业务	1.04	1.02	2.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司主要在建基础设施项目总投资合计 55.35 亿元，进度约 50%，项目整体推进缓慢。此外，公司部分在建基础设施建设项目尚未签订委托建设协议，未来协议签订及资金平衡情况值得关注。

<sup>1</sup> 其中，鑫能源为公司 2021 年新设立的 100%控股子公司，奇鑫能源和新能源为公司 2022 年新设立的控股子公司，目前公司对两者分别持股 100%和 51%。

**表 4：截至 2023 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）**

项目名称	是否签署代建协议	开工年份	计划总投资	已投资
呼图壁县东部新区锦华园旅游小城镇建设项目	是	2016	22.57	1.75
奇台县 2017 年棚户区改造工程	否	2016	18.76	23.00
阜康市 2016 年棚户区（城中村）改造项目	是	2016	14.02	2.83
<b>合计</b>	--	--	<b>55.35</b>	<b>27.58</b>

注：根据实际投资情况，部分项目存在已投资额超过总投资额的情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部方面，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。公司拥有昌吉州西部南山伴行公路项目收费的特许经营权，该项目已于 2023 年达到通车条件，但目前路产附属设施仍在修建中，尚未开始收取通行费。截至 2023 年末，公司在建公路项目共 4 个，均已通车，项目实际投资 35.78 亿元，其中政府资金 32.08 亿元。同期末，公司无拟建公路项目。

**表 5：截至 2023 年末公司在建公路项目情况（亿元）**

项目名称	建设周期	总投资	已投资	其中政府资金	是否有特许经营权	实际通车时间
昌吉州西部南山伴行公路项目	2020~2023	24.23	15.87	14.70	是	2023.09
昌吉州西部南山伴行公路项目二期	2020~2022	3.10	2.18	2.18	否	2022.06
G331 线鸣沙山至乌拉斯台至塔克什肯口岸公路项目	2020~2022	9.07	6.99	6.99	否	2021.11
G312 线呼图壁至玛纳斯线公路工程项目	2020~2022	11.94	10.74	8.21	否	2021.12
<b>合计</b>	--	<b>48.35</b>	<b>35.78</b>	<b>32.08</b>	-	-

注：1、上述项目已完工，但因尚未决算故仍列在在建项目中；2、部分项目总投额与实际投资额存在差异；3、根据新疆维吾尔自治区人民政府办公厅《关于同意昌吉州西部南山伴行公路项目设站收费车辆通行费的复函》（昌州政发〔2019〕28 号）和《昌吉回族自治州人民政府会议纪要》（昌州政阅〔2020〕10 号），公司为昌吉州西部南山伴行公路项目建设法人并拥有该收费公路的特许经营权，收费期限暂定为 18 年；4、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，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。截至 2024 年 3 月末，公司在建及拟建的风光电项目共 5 个，装机总容量达 275 万千瓦，总投资超过 162 亿元，已投资 40.76 亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力，因此将分阶段稳步推进项目建设；其中木垒县 10 万千瓦风电项目和新能木垒四十个井子 15 万千瓦风电项目已于 2023 年投入运营，并于当期分别取得运营收入 2,314.75 万元和 2,224.30 万元，中诚信国际将该业务投融资进展和资金平衡情况保持关注。同期末，公司无拟建风光电项目。

**表 6：截至 2024 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	立项主体	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	鑫能源	已建成	10	1 年	4.65	3.09
新能木垒四十个井子 15 万千瓦风电项目	新能源	已建成	15	1 年	7.51	5.05
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	鑫能源	在建	50	1 年	30.54	16.24
奇台县 12.5 万千瓦储能+50 万千瓦（风光同场）新能源项目（20 万千瓦风电场）	奇鑫能源	在建	20	1 年	11.92	2.78



奇台 180 万风光氢储一体化项目	奇鑫能源	在建	180	2 年	107.60	13.61
<b>合计</b>	-	-	<b>275</b>	-	<b>162.22</b>	<b>40.76</b>

注：1、项目总投资额或与立项批复略有差异；2、已投资额为账面金额，与项目实际产值存在差异；3、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

工程施工业务方面，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、钢结构工程专业承包贰级、市政公路工程施工总承包贰级、建筑装饰装修工程专业承包贰级、建筑幕墙工程专业承包贰级等工程施工资质，展业区域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。2023 年以来，公司确认的基础设施建设收入均为工程施工收入，且因原材料价格上涨等因素导致成本上升，该业务毛利率呈明显下降趋势。

**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。2023 年，公司土地开发整理面积有一定增加，实现的土地开发整理收入随之增长。

表 7：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
2021	2,312.00	26,079.36
2022	1,893.53	21,359.02
2023	2,613.84	29,590.64

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，2023 年该业务收入同比下降约 31%，主要系占比较大的农产品销售收入和大宗商品贸易收入分别受市场环境变动和政策影响下降较明显所致，同时毛利率仍处于较低水平，且继续下滑。

表 8：近年来公司商品销售业务收入及毛利率（亿元、%）

收入	2021	2022	2023	2024.1~3
农产品销售	22.62	39.21	30.28	2.77
大宗商品贸易	14.99	28.31	18.41	6.33
药品销售	1.56	2.96	0.62	0.15
其他	1.90	2.32	1.23	0.27
<b>合计</b>	<b>41.07</b>	<b>72.81</b>	<b>50.54</b>	<b>9.52</b>
毛利率	2021	2022	2023	2024.1~3
农产品销售	4.86	3.85	1.78	-3.20
大宗商品贸易	1.79	1.28	0.96	1.45
药品销售	20.75	20.30	17.79	24.85
其他	6.07	1.93	0.02	2.36
<b>综合</b>	<b>4.40</b>	<b>3.46</b>	<b>1.64</b>	<b>0.49</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是昌吉州最大的农产品购销企业，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。跟踪期内，昌粮集团业务模式未发生变化，但油脂业务产能随着铁门关工厂投产而有所增长。

2023 年，公司农产品销售收入同比下降约 23%，主要系一方面农产品价格上涨导致利润空间被压缩，粮食等采购量减少，销量随之下降；另一方面油脂业务当期营业收入亦下降约 3 亿元至 13.18 亿元，净利润亏损 1.08 亿元，较上年亏损有所扩大，主要系当期油脂加工仍未能达到设计产能，昌吉工厂、沙湾工厂设备陈旧导致生产不连续，使得产品成本高于市场价，同时计提一定规模的存货跌价准备等所致，因此也进一步拉低了农产品销售业务当期的毛利率。从上下游集中度来看，2023 年昌粮集团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约为 69%和 17%，其中供应商以农户为主，相对而言上下游集中度不高，与行业特点匹配。

表 9：近年来昌粮集团主要业务开展情况

种类	指标	2021	2022	2023
粮食	采购量（万吨）	60.93	74.91	71.58
	销量（万吨）	48.67	57.36	55.82
	购销率（%）	79.87	76.57	77.99
	销售均价（元/吨）	小麦：2,780 玉米：1,930	小麦：2,860 玉米：2,460	小麦：3,100 玉米：2,600
面粉	产量（万吨）	13.28	13.10	10.40
	销量（万吨）	13.06	13.10	10.50
	产销率（%）	98.34	100.00	101.00
	销售均价（元/吨）	3,390	3,307	3,499
种子	产量（万吨）	2.01	1.93	2.29
	销量（万吨）	1.56	2.32	1.85
	产销率（%）	77.48	119.92	80.80
	销售均价（元/吨）	5,679	5,070	5,250
粕品	产量（万吨）	3.19	11.16	6.79
	销量（万吨）	2.65	10.75	6.56
	产销率（%）	83.17	96.28	96.61
	销售均价（元/吨）	2,793	3,325	3,627
油品	产量（万吨）	0.86	2.87	2.56
	销量（万吨）	0.63	2.20	1.89
	产销率（%）	73.83	76.49	73.75
	销售均价（元/吨）	7,601	8,215	7,049

注：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2023 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	占采购总额比重
农户（小麦）	85,308	30.26%
农户（玉米）	56,838	20.16%
新疆利华（集团）股份有限公司	24,459	8.68%
夏津兴财商贸有限公司	22,587	8.01%
石河子市永鑫商贸有限公司	4,828	1.71%
<b>合计</b>	<b>194,020</b>	<b>68.82%</b>
客户名称	销售金额	占销售总额比重
新疆仓麦园有限责任公司	14,557	4.36%
新疆中泰农业发展有限责任公司	12,993	3.89%
新疆盛丰利商贸有限公司	11,364	3.40%

新疆阜丰生物科技有限公司	9,888	2.96%
天津农垦龙呈嘉益国际贸易有限公司	8,316	2.49%
<b>合计</b>	<b>57,118</b>	<b>17.10%</b>

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，并主要通过配送商品的进销差价获取利润。跟踪期内，久康物流业务模式未发生明显变化，但受政策和市场环境的影响，2023 年其调整经营策略，压缩农产品等贸易规模，当期收入下降较明显，同时随着毛利率较低的有色金属贸易量占比的上升，当期该业务毛利率同比有所下滑。从上下游集中度来看，2023 年久康物流前五大供应商采购金额合计约 15 亿元，占采购总额的比重约 71%；前五大客户销售金额合计约 17 亿元，占销售总额的比重约 77%，上下游集中度仍较高，需对相关风险保持关注。

表 11：近年来久康物流主要产品销售情况（亿元）

销售金额	2021	2022	2023
煤焦类产品	0.87	3.05	3.07
石油产品	4.43	3.86	2.07
农产品	8.90	16.45	5.58
有色金属	0.56	8.00	10.01
运输服务	0.28	0.83	0.73
配送业务	--	--	0.06
<b>合计</b>	<b>15.04</b>	<b>32.19</b>	<b>21.53</b>

注：1、运输服务收入未纳入商品销售板块收入核算；2、此表为久康物流口径销售数据，或与公司合并层面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 12：2023 年久康物流前五大供应商和客户情况（亿元、%）

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
新疆中泰新建新丝路农业投资有限公司	4.51	21.20
赣州市鸿富新材料有限公司	4.38	20.61
深圳川能供应链管理有限公司	3.28	15.40
广西泛糖科技有限公司	1.67	7.85
新疆惠典锦商贸有限公司	1.19	5.59
<b>合计</b>	<b>15.03</b>	<b>70.66</b>

客户名称	销售金额	占销售总额比重
贵阳市外贸发展集团有限公司	5.58	25.90
乌鲁木齐德信铭源金属材料有限公司	4.44	20.64
金磁新材料（内蒙古）有限公司	4.42	20.53
新投华瀛石油化工（深圳）股份有限公司	1.21	5.60
阜康市恒昌隆供应链有限公司	0.88	4.09
<b>合计</b>	<b>16.53</b>	<b>76.76</b>

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 2024 年 3 月末，惠康医药共经营连锁药店 33 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 260 家，取得的药品经销种类为 5,200 种<sup>2</sup>。2023 年以来，随着特殊因素不再，居民药品需求量回落至正常水平，公司药品销售收入明显下滑。

**房地产开发板块**，跟踪期内，公司房地产开发业务仍包括商品房、商业地产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及新疆全优文化信息产业园有限公司（以下分别简称“庭州工程”、“奇台城建”、“呼图壁住投”及“全优文化”）等县市子公司。2023 年，公司确认的房地产开发收入主要来源于庭州天悦住宅小区、庭州碧玉府住宅小区、嘉兴花园等项目，受销售进度减缓影响，当期结转的收入继续下降。

已完工项目方面，截至 2023 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，公司主要已完工商品房项目为嘉兴花园和金奇阳光小区，去化率分别为 76%和 60%，尚有部分待售房屋。此外，同期末，公司还有已完工商业地产项目融投小镇，实际投资 8.76 亿元，目前主要通过对外出租平衡前期收益，整体出租率为 84%，2023 年获得租金收入 2,085 万元。

在建及拟建项目方面，截至 2023 年末，公司主要在建房地产项目共 4 个，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 & 资金平衡情况。

表 13：截至 2023 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%
金奇阳光小区	奇台城建	商品房	2.54	2.54	60%
融投小镇	全优文化	商业地产	9.14	8.76	-
<b>合计</b>	-	-	<b>24.22</b>	<b>22.66</b>	-

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，嘉兴花园的住宅销售进度已达到 99%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2023 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
庭州天悦住宅小区	庭州工程	商品房	5.04	2020.05	1.17	1.07	0.98
庭州养心苑	庭州工程	商品房	2.58	2022.05	0.47	0.43	0.51
庭州碧玉府住宅小区项目	庭州工程	商品房	11.28	2021.10	4.50	1.77	1.10
幸福家园	呼图壁住投	保障房	23.51	2020.11	10.60	8.62	2.17
<b>合计</b>	--	--	<b>42.41</b>	--	<b>16.74</b>	<b>11.89</b>	<b>4.76</b>

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，2023 年以来整体经营变化不大，且收入规模继续呈扩大趋势，对公司收入仍形成良好补充。

<sup>2</sup> 统计口径包含民生医药。

表 15：近年来公司其他业务收入主要构成（亿元）

销售金额	2021	2022	2023	2024.1~3
水暖销售	2.26	2.89	2.05	0.27
资金占用费	2.64	3.75	5.29	0.78
租赁业务	1.00	1.17	2.68	0.25
其他	3.33	6.40	7.85	0.70
<b>合计</b>	<b>9.23</b>	<b>14.21</b>	<b>17.88</b>	<b>2.00</b>

注：1、其他包括道路服务、贷款利息、运输、检测及监理等业务；2、尾差系四舍五入所致。

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（以下简称“阜康时代”）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、昌吉州粮油购销（集团）物业服务有限公司等负责，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。2023 年，该业务收入同比下降较多，主要系从事该业务主体之一的准东投建子公司新疆准东水务发展有限公司 100% 股权被无偿划出所致。

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 2023 年末，公司本部对外拆借资金规模较大，拆借对象中大多为昌吉州国有企业，目前经营情况良好，款项回收风险较小。但其中公司对民营企业新疆印象西域国际文化旅游产业园开发有限公司（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。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。

表 16：截至 2023 年末公司本部主要资金拆借情况（亿元）

借款对象	借款期限	借款余额	增信方式	坏账准备	回款情况
昌吉庭州文化旅游投资集团有限公司	2023/01/01~2023/12/31	18.51	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，正在执行中
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
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>35.15</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

注：1、除印象西域文旅产发借款余额为本息合计外，其余均为本金；2、2022 年 4 月，昌吉庭州文化旅游投资集团有限公司更名为“新疆世纪恒房地产开发有限公司”。

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、全优文化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。2023 年，受益于不再减免租金，公司租赁业务收入同比增长较快。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，在项目建设持续推动以及政府支持下，公司资产和权益规模整体保持增长，资本实力仍较强；债务规模亦有所推升，但总资本化比率仍处于较合理水平，且综合融资成本适中；此外，2023 年公司偿债指标表现有所改善，EBITDA 能完全覆盖利息支出。**

### 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、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。在自营项目建设的持续投入以及资金拆借等往来款规模扩大的背景下，2023 年公司其他应收款、在建工程等科目保持增长，共同推动期末总资产规模的扩大。

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项目工程款，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款，2023 年公司将原先计入应收账款中的对外拆借资金调整至其他应收款核算，因此科目之间变动较大。截至 2023 年末，公司应收类款项占总资产的比重约 23%，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，需对该笔款项的实际回收情况保持关注。2023 年以来，存货规模呈小幅波动增长趋势，仍为公司资产的最主要构成，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，2023 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，2023 年随着风光电等项目建设的持续投入而增长较快，同时主要因风光电项目部分投入运营而转固，期末固定资产规模亦有一定增长。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，随着项目建设的持续推进，公司保持较大的对外融资力度，债务规模有所增长。从债务种类来看，截至 2024 年 3 月末，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，综合融资成本适中。从债务期限结构来看，2023 年以来随着债务的集中到期，公司短期债务占比明显上升，截至 2024 年 3 月末仍超过 33%，债务期限结构有待优化。

2023 年，受益于政府注资和划拨资产，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<sup>3</sup>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，

<sup>3</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，近三年一期昌吉国投调整项为 0。

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，2023 年以来，随着负债和债务规模的扩大，公司财务杠杆整体略有上升，目前总资本化比率仍较为合理。

表 17：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

余额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上	
银行借款	165.80	64.48	6.35	3.26	91.71
债券融资	98.26	28.26	40.15	19.90	9.94
其他	17.12	1.61	--	1.93	13.58
<b>合计</b>	<b>281.18</b>	<b>94.35</b>	<b>46.50</b>	<b>25.10</b>	<b>115.23</b>

注：1、其他系应付票据、租赁、国开基金及农发基金等的棚改转贷款等；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

### 现金流及偿债能力

2023 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，与主营业务有关的现金支出降幅大于现金流入，因此 2023 年以来公司经营活动净现金流扭负为正，但净流入规模小。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，2023 年以来公司投资支出仍较多，投资活动现金流净流出规模呈扩大趋势。在此背景下，2023 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，但净流入规模缩减较明显，使得现金流量表未实现基本平衡，因此消耗了账面货币资金。

2023 年，公司 EBITDA 仍主要由利润总额、费用化利息支出及折旧构成，并因后两者的增长而有所增长，对利息支出的覆盖能力有所提升，且能完全覆盖利息支出。此外，2023 年公司小额的经营活动净现金流对利息支出的保障能力十分有限，2023 年以来整体明显下降的非受限货币资金对较快增长的短期债务覆盖能力亦较弱。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用的账面货币资金约 14 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，截至 2023 年末公司获得银行授信总额约 364 亿元，未使用授信额度约 168 亿元，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 40 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 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
<b>总资产</b>	<b>724.62</b>	<b>772.23</b>	<b>812.12</b>	<b>808.45</b>
流动资产占比	67.59	66.32	63.25	63.00
货币资金	29.86	34.86	19.47	15.04
应收账款	49.35	56.78	27.65	29.12
其他应收款	87.56	90.82	134.09	133.47
存货	303.91	307.52	315.20	312.86
固定资产	32.06	32.47	44.27	44.97
在建工程	115.11	134.97	155.42	155.51
长期应收款	24.71	25.52	26.70	26.74
<b>经调整的所有者权益合计</b>	<b>257.71</b>	<b>267.47</b>	<b>272.44</b>	<b>271.51</b>
<b>总债务</b>	<b>257.78</b>	<b>273.49</b>	<b>278.84</b>	<b>281.18</b>

短期债务占比	17.57	19.40	37.13	33.55
资产负债率	64.44	65.36	66.45	66.42
总资本化比率	50.01	50.56	50.58	50.87
经营活动产生的现金流量净额	6.87	-9.15	2.24	0.59
投资活动产生的现金流量净额	-44.79	-21.83	-32.24	-5.96
筹资活动产生的现金流量净额	42.74	35.53	15.65	0.94
收现比	0.94	0.95	0.86	1.03
EBITDA	9.14	9.09	11.20	--
EBITDA 利息保障倍数	1.16	1.04	1.34	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.87	-1.04	0.27	--
非受限货币资金/短期债务	0.62	0.62	0.18	0.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产账面价值共计 13.02 亿元，主要系因质押借款受限的存货、无形资产、固定资产等，占当期末总资产的 1.60%。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 35.25 亿元，占当期末净资产的 12.94%，被担保单位系昌吉州国有企业以及部分当地民企，其中对民企担保余额为 2.47 亿元，因对外担保规模较大且存在部分对民企的担保，公司面临一定的或有负债风险。此外，截至本报告出具日，公司无重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

表 19：截至 2023 年末公司受限资产情况（亿元）

科目	账面价值	受限原因
存货	5.19	银行借款质押
无形资产	3.21	银行借款质押
固定资产	3.04	银行借款质押
货币资金	1.15	银行承兑汇票保证金、定期存款等
在建工程	0.43	银行借款质押
<b>合计</b>	<b>13.02</b>	<b>--</b>

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》及本部企业征信报告，截至 2024 年 5 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。但需关注到，公司作为担保人存在 4,100 万元的关注类贷款，均为公司对子公司呼图壁县庭州印象文化旅游管理有限责任公司的担保，涉及 2 笔贷款，分别为乌鲁木齐银行昌吉分行和新疆呼图壁农村商业银行股份有限公司的贷款，余额分别为 600 万元和 3,500 万元。根据两家银行提供的情况说明，两笔贷款均因贷款人受不可抗力影响资金周转困难，目前两笔贷款均已正常展期，但两家银行根据相关制度要求将贷款调整为关注类，中诚信国际将对两笔贷款偿还情况保持关注。

### 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等级评估等级无影响。

### 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，因此备用流动性尚可，能覆盖短期债务本息。综上，公司流动性尚可，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**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，因此需关注公司对子公司的管控情况。**

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。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。

## 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和国有资产经营主体，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，并作为昌吉州棚改项目的转贷主体，向各区县平台转贷农发重点建设基金、国开基金等棚改贷款，平台地位突出，根据政府意图承担重大基础设施投融资建设任务，股权结构和业务开展均与昌吉州政府具有高度的关联性。2023 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。2023 年，公司收到昌吉州政府现金增资 0.91 亿元，计入实收资本中，收到财政补贴或拨款以及政府无偿划转的资产，共增加资本公积 4.17 亿元<sup>5</sup>，进一步夯实了公司的资本实力；同期，公司还获得项目建设拨款 18.00 亿元，计入专项应付款中；此外，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司分别收到各类政府补助 0.90 亿元和 0.12 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仍具备强的支持能力，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 4 月末，本期债券募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 但 2023 年，公司亦因国有股权划拨、资产划拨和清理减少资本公积 1.24 亿，故综合来看，2023 年末公司资本公积同比增加 2.92 亿元。

“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 4 月末，本期债券募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

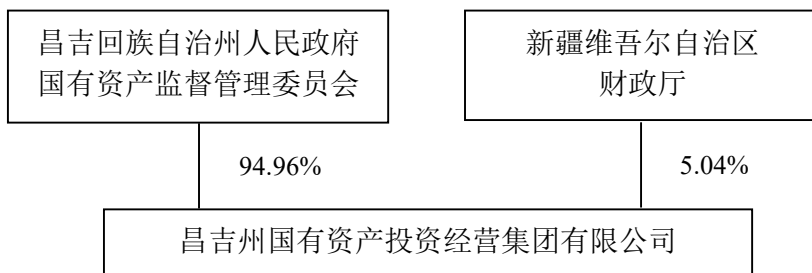
“21 昌投 G1”募集资金 10.00 亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司到期债务。根据公司提供的数据，截至 2024 年 4 月末，本期债券募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”、“21 昌投 G1”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，同时债务增速控制得较好，加上公司可持续获得有力的外部支持，融资渠道较为畅通，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险很低。

## 评级结论

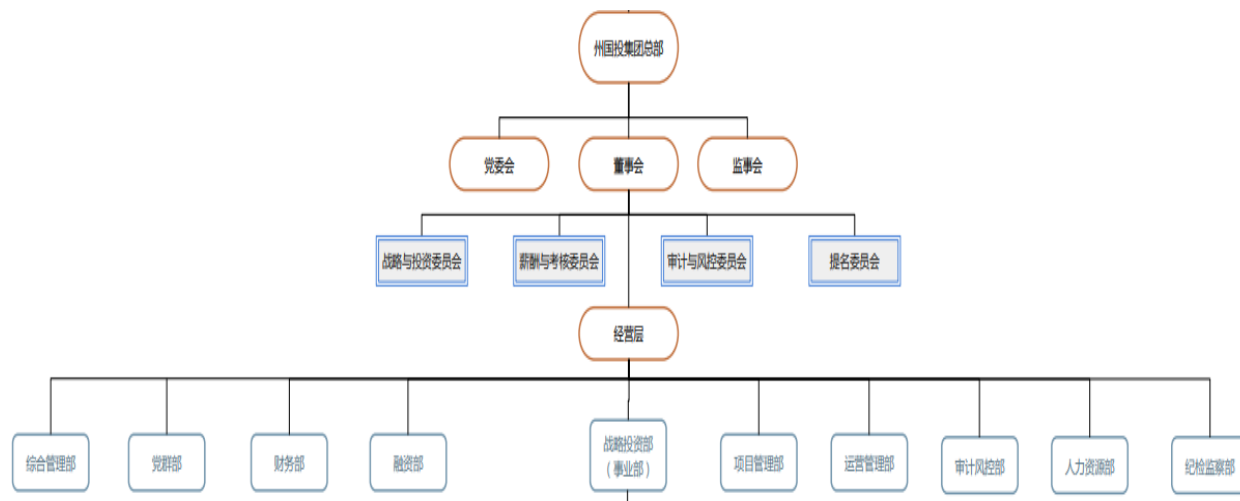
综上所述，中诚信国际维持昌吉州国有资产投资经营集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 昌投 G1”、“20 昌投 G2”及“21 昌投 G1”的债项信用等级为 **AA+**。

### 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 2024 年 3 月末）



序号	主要子公司名称	持股比例
1	昌吉回族自治州粮油购销（集团）有限责任公司	51.00%
2	昌吉州久康物流有限公司	100.00%
3	新疆新丝路惠康医药连锁有限公司	100.00%
4	阜康市时代发展有限公司	100.00%
5	木垒县城发城市建设投资有限责任公司	100.00%
6	吉木萨尔县天源投资开发经营有限公司	100.00%
7	奇台县城市建设投资发展有限责任公司	100.00%
8	新疆庭州工程建设开发有限公司	100.00%
9	新疆准东投资建设（集团）有限公司	100.00%
10	昌吉州庭州能源投资（集团）有限公司	100.00%

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 2023 年审计报告保持一致，公司尚未对 2023 年增资事项完成工商登记变更。



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：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	298,615.78	348,561.55	194,679.10	150,359.85
非受限货币资金	281,012.05	326,563.72	183,133.49	138,853.48
应收账款	493,548.26	567,763.14	276,527.43	291,198.86
其他应收款	875,629.35	908,159.98	1,340,901.85	1,334,686.79
存货	3,039,113.83	3,075,220.23	3,151,998.20	3,128,553.70
长期投资	203,576.66	213,889.67	212,697.31	208,551.91
在建工程	1,151,138.77	1,349,685.01	1,554,229.32	1,555,114.67
无形资产	72,128.97	67,199.82	78,358.25	80,029.35
资产总计	7,246,210.71	7,722,275.88	8,121,229.28	8,084,454.21
其他应付款	894,822.16	974,295.04	1,138,490.20	1,131,473.70
短期债务	452,823.28	530,610.53	1,035,319.27	943,460.96
长期债务	2,124,953.20	2,204,289.00	1,753,059.17	1,868,335.62
总债务	2,577,776.47	2,734,899.53	2,788,378.44	2,811,796.58
负债合计	4,669,099.25	5,047,536.34	5,396,846.48	5,369,370.04
利息支出	78,682.91	87,552.20	83,501.69	--
经调整的所有者权益合计	2,577,111.46	2,674,739.54	2,724,382.80	2,715,084.18
营业总收入	576,575.51	936,409.34	752,452.65	127,264.50
经营性业务利润	1,811.79	16,776.29	14,102.05	-8,141.80
其他收益	9,588.73	9,646.32	8,996.57	1,198.70
投资收益	17,578.16	1,784.43	9,460.96	2,124.62
营业外收入	1,830.38	2,661.23	1,745.65	25.34
净利润	14,587.35	14,342.10	11,398.35	-9,531.51
EBIT	68,083.66	73,701.96	89,450.10	--
EBITDA	91,352.90	90,881.02	111,985.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金	540,377.44	886,475.32	649,601.92	130,941.23
收到其他与经营活动有关的现金	139,299.19	93,696.02	129,596.00	87,041.63
购买商品、接受劳务支付的现金	452,343.62	925,557.97	599,639.10	112,433.07
支付其他与经营活动有关的现金	118,263.46	105,776.65	102,660.16	78,859.70
吸收投资收到的现金	81,781.99	108,202.75	34,624.95	0.00
资本支出	410,715.42	218,850.08	310,598.72	59,589.81
经营活动产生的现金流量净额	68,712.25	-91,468.80	22,438.63	5,853.07
投资活动产生的现金流量净额	-447,859.05	-218,293.16	-322,399.08	-59,569.62
筹资活动产生的现金流量净额	427,392.09	355,313.64	156,530.21	9,436.54
现金及现金等价物净增加额	48,245.30	45,551.68	-143,430.23	-44,280.02
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	17.07	13.30	16.27	10.01
期间费用率（%）	17.47	12.02	14.98	16.52
应收类款项占比（%）	22.31	22.42	23.20	23.42
收现比（X）	0.94	0.95	0.86	1.03
资产负债率（%）	64.44	65.36	66.45	66.42
总资本化比率（%）	50.01	50.56	50.58	50.87
短期债务/总债务（%）	17.57	19.40	37.13	33.55
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.87	-1.04	0.27	--
总债务/EBITDA（X）	28.22	30.09	24.90	--
EBITDA/短期债务（X）	0.20	0.17	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.16	1.04	1.34	--

注：1、中诚信国际根据公司 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；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 2024 年一季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

### 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 2023 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	吉木萨尔县庭源保障性住房投资建设管理有限公司	国企	4.00
3	呼图壁县锦华盛业农业发展有限公司	国企	3.86
4	新疆阜清康源水务有限公司	国企	2.68
5	新疆恒力能源有限责任公司	国企	2.40
6	新疆蓝山屯河能源有限公司	国企	2.14
7	九圣禾控股集团有限公司	民企	2.07
8	阜康市蓝天热力有限责任公司	国企	1.74
9	木垒县富垒建设有限责任公司	国企	1.43
10	玛纳斯县西海国有资产投资经营有限公司	国企	1.20
11	呼图壁县汇通达水务有限公司	国企	1.13
12	昌吉州庭州印象文化旅游管理有限责任公司	国企	1.08
13	玛纳斯县金凤城市投资发展有限公司	国企	1.04
14	木垒县阳光保障性住房运营管理有限公司	国企	0.94
15	奇台县金奇阳光土地开发利用有限责任公司	国企	0.90
16	昌吉市经济发展投资有限责任公司	国企	0.84
17	吉木萨尔县北庭热力有限公司	国企	0.80
18	呼图壁县西域锦华投资有限公司	国企	0.51
19	奇台县美丽乡村旅游开发有限公司	国企	0.46
20	奇台县金奇阳光供热有限责任公司	民企	0.40
21	奇台县新景园林绿化工程有限公司	国企	0.16
<b>合计</b>		-	<b>35.25</b>

注：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

## 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)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“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