

信用评级公告

联合〔2022〕7086号

联合资信评估股份有限公司通过对新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“22 兵国资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十八日

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 兵国资 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 兵国资 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025-04-28

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”或“兵团国资”）作为新疆生产建设兵团的国有独资公司，持有和经营授权范围内的国有资产，在资金拨付方面持续获得股东较大支持。跟踪期内，公司商贸流通业务、饲料业务与玉米收储业务拉动营业收入保持增长，经营获现能力同比明显提升；下属上市公司天康生物股份有限公司（以下简称“天康生物”）非公开发行股票增厚其资本实力。同时，联合资信关注到，公司主业盈利水平受生猪养殖行业周期波动影响大，其他应收款存在一定回收风险等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

未来，随着生猪养殖行业景气度的回升，天康生物养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市，公司综合实力有望得以巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“22 兵国资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **战略地位显著，获得的股东支持力度较大。**公司是新疆生产建设兵团的国有独资公司，持有和经营授权范围内的国有资产，在资金拨付方面能够持续获得新疆生产建设兵团较大力度的政策支持，2022 年 4 月获得资本金注入 2 亿元。

2. **成品油销售业务区域优势突出；高科技农业板块已实现 4 个关键环节的完整闭环和全产业链架构，综合竞争优势较强。**公司下属子公司新疆生产建设兵团石油有限公司为兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业；天康生物在产业链的饲料、养殖、疫苗和屠宰加工环节具有一体化布局，对各环节掌控力度较强。

3. **天康生物非公开发行股票提升其资本实力。**天康生物于 2021 年非公开发行股票募集 20.67 亿元资金，用于生猪养殖行业建设项目。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果		AA ⁺	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	2		
财务风险	F2	现金流	资产质量	1		
			盈利能力	3		
			现金流量	1		
		资本结构		2		
		偿债能力		2		
调整因素和理由					调整子级	
--					--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：王晴 闫力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1.生猪养殖行业上下游价格易波动，且面临多种风险。天康生物所处生猪养殖行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2.公司主业盈利水平受生猪养殖行业周期波动影响大，2022 年盈利承压。2021 年以来，受猪肉价格大幅下跌，叠加饲料原料价格连续上涨、外购仔猪育肥成本高，以及计提存货跌价准备等因素综合影响，天康生物出现大额亏损，导致公司 2021 年利润总额同比大幅下降。根据天康生物 2022 年上半年业绩预告，其归属于上市公司股东的净利润预计为亏损 8000 万元~11000 万元。

3.其他应收款存在一定回收风险。公司其他应收款以对政府及兵团系统内主体的往来款为主，账龄较长，其中部分债权处于重组阶段。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.82	23.30	42.20	35.99
资产总额（亿元）	207.35	241.97	260.58	262.96
所有者权益（亿元）	81.83	98.13	106.72	106.17
短期债务（亿元）	43.70	66.58	71.86	74.52
长期债务（亿元）	45.39	28.67	29.76	33.44
全部债务（亿元）	89.09	95.25	101.62	107.96
营业收入（亿元）	140.67	183.38	237.04	52.45
利润总额（亿元）	5.58	18.83	-5.93	-0.60
EBITDA（亿元）	15.05	29.59	7.14	--
经营性净现金流（亿元）	7.09	-4.28	22.70	-7.73
营业利润率（%）	18.81	24.16	9.65	8.90
净资产收益率（%）	6.05	17.89	-6.58	--
资产负债率（%）	60.54	59.45	59.05	59.63
全部债务资本化比率（%）	52.12	49.26	48.78	50.42
流动比率（%）	150.21	133.84	123.09	125.66
经营现金流动负债比（%）	9.32	-3.86	19.01	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.35	0.59	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	3.02	7.34	2.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.92	3.22	14.23	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	64.51	54.01	59.72	62.89
所有者权益（亿元）	25.48	24.31	27.82	27.19
全部债务（亿元）	32.51	23.17	23.80	29.79
营业收入（亿元）	0.09	0.19	0.14	0.00
利润总额（亿元）	0.56	0.03	0.98	-0.04
资产负债率（%）	60.50	54.98	53.42	56.77
全部债务资本化比率（%）	56.06	48.80	46.10	52.28
流动比率（%）	190.67	119.05	86.98	85.70
经营现金流动负债比（%）	-9.16	-5.03	8.20	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 兵国资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/1/26	王晴 闫力	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司(以下简称“公司”或“兵团国资”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

兵团国资原名新疆生产建设兵团国有资产经营公司,成立于 2001 年,系根据新疆生产建设兵团(以下简称“兵团”)制定出台的《关于加快国有工交建商企业改革与发展的意见(试行)》设立,以兵团下属 15 家企业划归后评估的国有权益 112340.21 万元作为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”)的投资。后经兵团国资委历次通过货币或资产划转形式增资,截至本报告出具日,公司注册资本 135156.44 万元,实收资本 176381.20 万元(尚未办理工商登记变更),唯一股东为兵团国资委,实际控制人为新疆生产建设兵团。

截至 2022 年 3 月底,公司对天康生物股份有限公司(股票代码:002100.SZ,以下简称“天康生物”)持股比例为 20.97%,未质押。

公司主营业务为新疆生产建设兵团授权范围内国有资产经营管理。

截至 2022 年 3 月底,公司本部设战略发展部、财务资产部和风险管控部等职能部门。

截至 2021 年底,公司合并资产总额 260.58 亿元,所有者权益 106.72 亿元(含少数股东权益 67.04 亿元);2021 年,公司实现营业收入 237.04 亿元,利润总额-5.93 亿元。

截至 2022 年 3 月底,公司合并资产总额 262.96 亿元,所有者权益 106.17 亿元(含少数股东权益 66.66 亿元);2022 年 1-3 月,公司实现营业收入 52.45 亿元,利润总额-0.60 亿元。

公司注册地址:新疆乌鲁木齐市沙依巴克区扬子江路 188 号;法定代表人:赵丽静。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续债券见表 1。跟踪期内,“22 兵国资 MTN001”变更募集资金用途为偿还公司本部有息债务,尚未到付息日。截至本报告出具日,“22 兵国资 MTN001”已使用完毕。

表 1 公司存续期内债券情况(单位:亿元)

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
22 兵国资 MTN001	10.00	10.00	2022-04-28	2025-04-28

资料来源:Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022 年一季度,中国国内生产总值 27.02 万亿元,按不变价计算,同比增

长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政

策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算

的几何平均增长率，下同。

8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 饲料和生猪养殖

（1）饲料行业

中国饲料行业年产值近万亿。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。受多方面因素影响，主要饲料原材料自 2020 年以来大幅增长，预计后续玉米和豆粕价格仍将维持高位。2021 年，猪料、反刍料市场需求良好，禽料需求下

降。国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

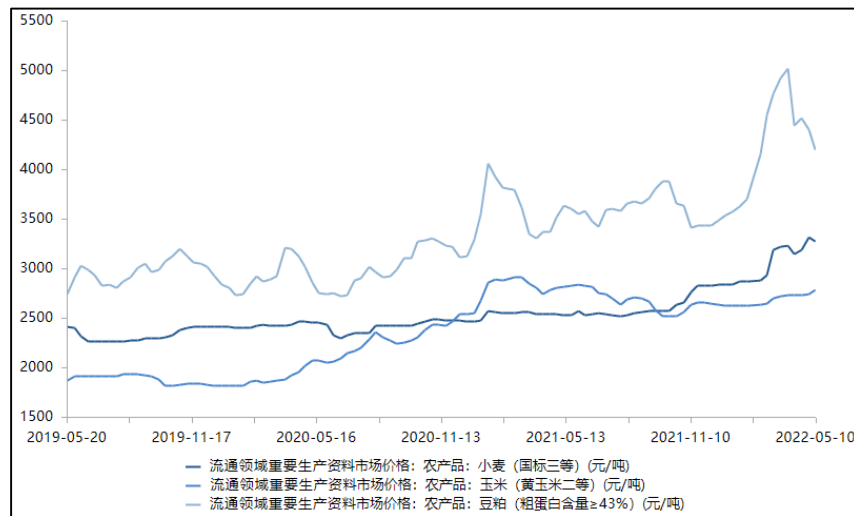
中国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年中国饲料总产量跃居世界第一位。截至 2021 年末，中国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。2021 年度，全国饲料总产量 29344.3 万吨，较上年增长 16.1%。分品种来看，猪饲料产量 13076.5 万吨，增长 46.6%；蛋禽饲料产量 3231.4 万吨，下降 3.6%；肉禽饲料产量 8909.6 万吨，下降 2.9%；反刍动物饲料产量 1480.3 万吨，增长 12.2%。

2021 年，中国饲料工业产值 12234.1 亿元较上年增长 29.3%。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，中国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。中国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来中国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，中国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。

价格方面，受生猪产能恢复饲料需求增加、种植面积下降、天气因素、中美贸易摩擦及国际形势不确定等多方面因素影响，玉米、豆粕等原材料价格自 2019 年以来呈上升态势，截至 2021 年末，小麦、玉米和豆粕价格分别为 2832.40 元/吨、2624.30 元/吨和 3539.20 元/吨，较 2019 年末均大幅增长。2022 年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格继续攀升。

图 1 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Choice，联合资信整理

饲料行业下游为禽畜养殖行业。

猪饲料方面，2021 年上半年北方地区生猪存栏已至高位，南方地区因产能加速恢复使得猪饲料需求快速增长；下半年，随着猪价的大幅下跌，生猪养殖规模增速得到控制，猪饲料需求增速放缓。

禽料方面，2021 年，鸡蛋价格延续弱势，

老鸡集中淘汰，在产蛋鸡存栏大幅下降，蛋鸡料需求萎缩。肉鸡出栏虽有增长，但出栏体重显著减小，料肉比亦随之降低，致使肉鸡料需求微降。

反刍饲料方面，2021 年，牛羊等反刍动物养殖效益良好，农户补栏积极，存栏量逐步增长，饲料需求量不断提升。

2021 年，单厂年产 10 万吨以上的饲料厂 957 家，同比增加 208 家；其产量占全行业的 60.3%，同比提高 7.5 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 39 家，同比增加 6 家，其产量占全行业的 59.7%，同比提高 5.1 个百

分点。随着中国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度处于动态提升进程中。

表 1 2021 年以来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2021 年 2 月	《关于全面推进乡村振兴加快农业现代化的意见》	国务院	鼓励发展青贮玉米等优质饲草饲料，稳定大豆生产，多措并举发展油菜、花生等油料作物；健全产粮大县支持政策体系；明确耕地利用优先序，永久基本农田重点用于粮食特别是口粮生产，一般耕地主要用于粮食和棉、油、糖、蔬菜等农产品及饲草饲料生产
2021 年 3 月	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	丰富乡村经济业态，推进农村一二三产业融合发展，提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平
2021 年 11 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	推进兽药抗菌药使用减量化，规范饲料和饲料添加剂生产使用。全面实施秸秆综合利用行动，健全秸秆收储运体系，提升秸秆能源化、饲料化利用能力。适当扩大优势区玉米种植面积，鼓励发展饲用玉米等优质饲草饲料
2022 年 2 月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	推广苜蓿与无芒雀麦混播、粮食作物与优质饲草轮作等种植模式，推进农作物秸秆与优质饲草混贮，提高秸秆饲料化利用率

资料来源：联合资信整理

（2）生猪养殖行业

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但 2020 年末 CR10 仅 12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。本轮猪周期自 2018 年开始；2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至 2021 年末，中国生猪养殖行业 CR10 仅为约 12.34%。因此目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

本轮猪周期自 2018 年开始。根据农业农村部数据，2018—2021 年末，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头和 4329 万头。2021 年以来，能繁母猪存栏

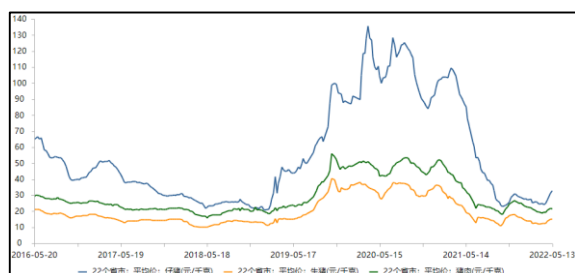
量持续增加，截至 2021 年末，能繁母猪存栏量约相当于正常保有量的 104.78%，未来一段时期内生猪出栏量仍将保持高位。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2021 年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头和 6.71 亿头。2021 年生猪出栏量同比大幅增加，一方面受 2020 年末行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。

进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），于 10 月 8 日下探至 10.78 元/公斤的年内低点。2021 年四季度—2022 上半年，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及新冠肺炎疫情影响运输等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2021 年 12 月 31 日，22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 28.74 元/千克、16.30 元/千克、25.18 元/千克；2022 年 5 月 13 日，22 个省市自出、生猪和猪肉平均价格分别为元 32.79/千克、15.20 元/

千克和 21.58 元/千克。

图 2 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况
(单位: 元/千克)



资料来源: Choice, 联合资信整理

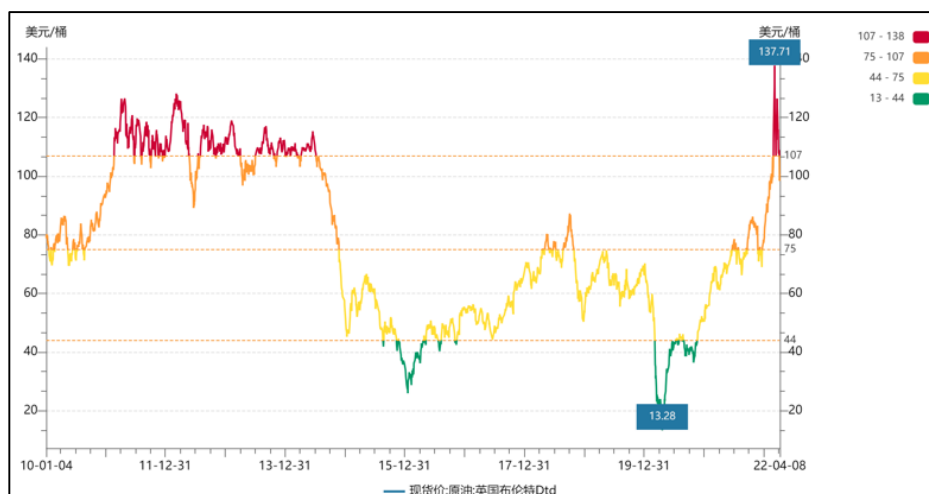
2. 成品油行业

2021年,受多重因素影响,油气价格大幅

上升,国内成品油供应平稳,市场供过于求形势缓解。2022年以来,地缘政治事件推动上游原油价格进一步上升。

成品油为石油化工行业下游。2021 年,世界石油需求渐进复苏,库存大幅下降,市场供求基本面持续改善。全球流动性充裕、叠加年底欧洲能源危机带来超预期提振,共同支撑国际油价同比大幅上涨,2022 年以来,在俄乌冲突升级的影响下,原油价格进一步上升,截至 2022 年 4 月 8 日,布伦特原油现货价格为 100.70 美元/桶。据国家发展与改革委员会(“国家发改委”)资料显示,2021 年,国内原油产量 19898 万吨,同比增长 2.4%。

图 3 2010 年以来布伦特原油价格(现货价)走势



数据来源: Wind

成品油市场方面,2021 年,国内宏观经济继续呈现稳中向好态势,推动成品油需求逐步复苏,国内成品油供应平稳,市场供过于求形势缓解。成品油出口配额大幅收缩 36%,成品油净出口量出现近十年以来首次回落。据国家发改委和国家统计局资料显示,2021 年原油加工量 70355 万吨,同比增长 4.3%;成品油表观消费量 34148 万吨,同比增长 3.2%,其中汽油同比增长 5.7%,柴油同比增长 0.5%。国内成品油价格随国际市场油价上涨,国家 21 次调整国内汽油、柴油价格,汽油标准品价格累计上调人民币 1485 元/吨,柴

油标准品价格累计上调人民币 1430 元/吨。

在成品油需求增速放缓的背景下,国内成品油过剩的趋势将进一步延续。在此过程中,拥有全产业链和终端产品市场优势的企业将具备更强的竞争力。

3. 区域经济概况

新疆生产建设兵团经营发展稳定,公司区域环境良好。

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,实行党政军企合一体制,在所辖垦区内,依照国家和新疆

维吾尔自治区（以下简称“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，为国家实行计划单列的特殊社会组织，受中央政府和新疆维吾尔自治区人民政府双重领导。兵团机关设在乌鲁木齐市，目前兵团下辖14个师、149个团场；其中实施“师市合一”管理体制的师市为11个。目前，兵团所辖师、团场分布在新疆14个地、州、市境内，有完善的公检法司监机构和成建制的戍边维护稳定队伍。同时，兵团亦拥有新疆维吾尔自治区六分之一土地的使用权、六分之一的人口以及四分之一的耕地。

2021年，兵团生产总值3395.61亿元，比上年增长8.0%，两年平均增长6.2%。其中，第一产业增加值786.48亿元，比上年增长6.3%；第二产业增加值1285.56亿元，增长8.0%；第三产业增加值1323.57亿元，增长8.9%。全年人均生产总值99265元，比上年增长5.2%。

2021年，兵团猪牛羊禽肉类总产量59.08万吨，增长20.9%。禽蛋产量14.72万吨，下降2.2%。牛奶产量78.02万吨，增长5.7%。年末猪牛羊存栏682.57万头（只），比上年增长5.3%。年内猪牛羊出栏1039.32万头（只），比上年增长11.9%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司注册资本135156.44万元，实收资本176381.20万元，唯一股东为兵团国资委，实际控制人为新疆生产建设兵团。

2. 企业规模和竞争力

公司作为兵团国资委下属国有独资公司，战略地位显著，跟踪期内，公司主业仍以商贸流通和高科技农业为主，拥有全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业和上市公司天康生物。成品油销售业务保持突出

的区域优势，天康生物养殖业务产业链完整，综合竞争力仍较强。

兵团国资委为公司唯一股东，根据兵团授权，对公司履行国有资产出资人职责。公司在兵团国资委的授权下，持有和经营授权范围内的国有资产，并对兵团国资委授权经营的权属企业国有资产承担保值增值责任，现阶段经营格局以成品油贸易及高科技农业为主。

成品油销售业务经营主体新疆生产建设兵团石油有限公司（以下简称“兵团石油公司”）是经国家商务部批准，全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业，营销网点广泛分布在兵团农牧团场及疆内主要城市 and 高等级公路，承担着兵团辖区内社会及工农业生产、战备用油的供应，市场占有率在新疆位居第三，在兵团系统石油销售总量中占比约为95%。

高科技农业经营主体天康生物主要围绕养殖业的关键环节，为养殖户提供全面解决方案，已形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售4个关键环节的完整闭环。天康生物主要经营地点为新疆，生物疫病防控形势好，具备天然养殖优势。生物制药业务方面，天康生物在新疆、上海设立两大研发中心，专业研发和技术人员约200人。截至2021年末，天康生物共获得20项国家新兽药证书、84项发明和实用新型专利。2021年，天康生物自主研发、自主生产的猪流行性腹泻灭活疫苗（XJ-DB2株）获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》，对于预防猪流行性腹泻有很好的免疫效果。

天康生物投资超过2亿元的国家高等级生物安全三级实验室（P3）于2020年完成建设并投入使用，并于2022年3月通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，取

得其授予的实验室认可证书和认可决定书。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版）（中征码：6501020000181107），截至2022年7月22日，公司本部未结清关注类账户1个；已结清关注类账户29个、不良类账户2个。根据公司提供的说明，本部已结清不良及关注类账户系历史遗留问题，未结清关注类账户在国家开发银行新疆维吾尔自治区分行（以下简称“国开行”），系公司代表兵团取得并拨付的项目贷款，实际使用贷款的主体是各个项目主体单位，公司仅作为该类贷款平台的贷款主体，因涉及该类贷款的贷款实际使用单位经营异常，国开行将其贷款纳入关注类贷款，实际在贷款使用过程中从未发生过本息逾期情况。上述事项对公司当前征信无负面影响。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年7月22日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理团队发生变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司管理团队减少1名副总经理，董事长变更为赵丽静。

赵丽静，女，1972年出生，中央党校研究生学历，高级政工师；曾任兵团第三师党委委员、纪委书记、监察委员会主任，兵团党委统战部副巡视员；2022年2月至今任公司党委书记、董事长。

八、重大事项

根据天康生物2021年12月发布的《天康生物股份有限公司非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书》公告，天康生物发行股票数量2.77亿股，发行股票的对象为12家符合中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、境内法人以及其他合格投资者，发行价格为7.45元/股。募集资金总额为20.67亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表4 非公开发行股票募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	拟投资总额	拟利用募集资金额
1	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	6.66	5.56
2	天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目	5.23	4.30
3	甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	5.82	4.84
4	补充流动资金	5.97	5.97
合计		23.68	20.67

资料来源：联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告》

2021年12月24日，天康生物新增股份上市。发行后，天康生物的总股本由10.76亿股增至13.54亿股，其中限售流通股增加2.77亿股，占发行后总股本的20.49%。发行前后，天康生物控股股东及实际控制人未发生变化。发行前，公司持有天康生物26.38%股份，发

行后，公司持有天康生物股份降至20.97%。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业收入有所增长，生猪

养殖行业周期波动对综合毛利率水平影响大。

跟踪期内，公司主营业务仍主要由商贸流通和高科技农业板块组成，2021年营业收入同比增长29.26%。分板块来看，2021年，公司商贸流通板块业务开展良好，收入同比增长24.45%，毛利率同比略有下降；高科技农业业务规模扩大，收入同比增长31.43%，毛利率

同比减少21.01个百分点，主要是由于当期生猪价格大幅下跌，叠加饲料原料价格连续上涨、外购仔猪育肥成本高等因素推高养猪成本；其余板块收入规模较小。

2022年1—3月，公司营业收入同比增长12.33%，猪价继续低位震荡，饲料等原材料价格高企，综合毛利率同比减少11.48个百分点。

表5 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

板块	2020年			2021年			2022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
商贸流通	61.64	33.61	13.34	76.71	32.36	11.45	18.10	34.51	12.65
高科技农业	120.94	65.95	30.72	158.95	67.06	9.71	34.18	65.17	8.03
基础设施建设	0.59	0.32	71.52	1.15	0.48	28.93	0.14	0.27	62.11
非银行金融	0.20	0.11	100.00	0.21	0.09	99.85	0.02	0.04	86.46
矿产资源	0.02	0.01	89.40	0.02	0.01	91.28	0.00	0.01	100.00
合计	183.38	100.00	25.09	237.04	100.00	10.45	52.45	100.00	9.81

资料来源：公司提供

2. 商贸流通板块

跟踪期内，公司商贸流通业务主要仍为成品油和烟草的批发零售，区域优势突出，2021年收入同比增长，毛利率水平略有下降。

公司商贸流通板块控股公司主要包括兵团石油公司、新疆生产建设兵团烟草有限责任公司等。

2021年，公司成品油收入同比增长33.44%，

毛利率同比略有下降；烟草收入同比增长7.51%，毛利率水平稳定；其他收入包括农副产品、天然气销售等，同比下降13.77%，毛利率略有下降。

2022年1—3月，公司商贸流通板块实现收入18.10亿元，毛利率为12.65%。其中，成品油毛利率较2021年水平继续下降。

表6 公司商贸流通板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年			2022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
成品油	46.68	75.73	10.56	62.29	81.20	9.14	13.93	76.94	5.36
烟草	7.19	11.66	22.03	7.73	10.08	22.01	2.69	14.86	22.06
其他	7.77	12.61	22.02	6.70	8.73	20.75	1.48	8.20	64.03
合计	61.64	100.00	13.34	76.71	100.00	11.45	18.10	100.00	12.65

资料来源：公司提供

（1）成品油

兵团石油公司（公司直接持股54.59%）是公司成品油业务的运营主体，是经原国家计委批准成立的成品油单列经营企业，是四大国有石油成品油经营企业之一，全兵团系统内唯一

一家具有石油批发销售资质的企业，承担着兵团辖区内社会及工农业生产、战备用油的供应。

跟踪期内，公司成品油供应商仍为中石油新疆销售有限公司、中国石油天然气股份有限公司西北销售新疆分公司、中国石化销售股份

有限公司新疆石油分公司3家，结算模式未变化；成品油销售价格为国家发改委统一规定的指导价，公司成品油销售中零售占比为95%。兵团石油市场销量在新疆仍位居第三，在兵团系统内成品油销售市场仍居于主导地位。

从采购和销售金额来看，2021年，兵团石油公司汽油采购和销售金额同比分别增长46.31%和44.92%，柴油采购和销售金额同比分别增长22.21%和24.47%。

表7 公司成品油采购及销售情况（单位：亿元）

业务板块	2020年		2021年		2022年1—3月	
	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额
汽油	17.49	19.99	25.59	28.97	6.82	7.41
柴油	24.27	26.69	29.66	33.32	5.87	6.52
合计	41.76	46.68	55.25	62.29	12.69	13.93

资料来源：公司提供

（2）烟草

新疆烟草兵团石河子有限公司（以下简称“兵团烟草公司”）是公司烟草业务运营主体，属国家卷烟二级批发企业，享有从全国各卷烟厂直接进货的权力。跟踪期内，公司采购烟草进价和销售烟草的价格均按照国家指导价执行，上下游结算模式均未变化。目前兵团烟草公司销售区域仅限于新疆石河子市（兵团农八师及附属团场）范围，下游客户包括为石河子区域内的烟草批发经销商、个体商户及加油站，集中度很低，一般在2%以内。

表8 公司烟草经营情况

项目	2020年	2021年	2022年1—3月
购入量（箱）	2.74	2.88	0.73
销售量（箱）	2.72	2.79	0.80
营业收入（亿元）	7.24	7.78	2.69
利润总额（亿元）	0.18	0.20	0.07

资料来源：公司提供

3. 高科技农业板块

公司高科技农业板块运营主体主要为天康生物。2021年以来，天康生物收入有所增长，但受猪肉价格大幅下跌，叠加饲料原料价格连

续上涨、外购仔猪育肥成本高，以及计提存货跌价准备等因素综合影响，其利润总额由大额盈利转为大额亏损。2022年一季度，天康生物亏损情况延续。

天康生物主要围绕养殖业的关键环节，包括饲料饲养、良种繁育、动保以及养殖服务体系 and 金融服务体系支持，为养殖户提供全面解决方案，目前已形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售4个关键环节的完整闭环。

2021年，天康生物营业总收入及营业成本同比均大幅增长，主要系业务规模扩大所致；实现利润总额-6.47亿元。2021年以来，生猪养殖行业进入下行周期，天康生物由2020年的盈利转为大额亏损，亏损的主要原因为：（1）生猪价格大幅下跌，叠加饲料原料价格连续上涨、外购仔猪育肥成本高等因素推高养猪成本，肉猪养殖业务呈现较大亏损；（2）天康生物按照企业会计准则的有关规定对存栏的消耗性生物资产计提了大额减值准备。

表9 天康生物营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入同比增长率
饲料	42.15	35.17	14.13	51.35	32.62	13.35	21.83

兽药	8.46	7.06	68.98	9.80	6.22	68.38	15.80
屠宰加工及肉制品	10.36	8.64	65.17	17.34	11.01	3.85	67.40
农副产品加工	11.15	9.30	8.63	16.40	10.42	6.50	47.07
生猪养殖	24.41	20.36	54.28	17.61	11.18	-22.93	-27.86
玉米收储业务	19.68	16.42	20.90	38.31	24.33	8.63	94.64
其他主营业务	3.38	2.82	19.58	6.16	3.91	7.75	82.05
其他业务	0.27	0.22	79.81	0.47	0.30	72.16	76.89
合计	119.87	100.00	30.99	157.44	100.00	9.77	31.35

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告》

2021 年，天康生物饲料收入同比增长主要系新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致，占营业总收入的比重同比略有下降；兽药收入同比增长主要系天康生物加强大客户合作，以及圆-支二联苗、腹泻苗等新品上市所致，占营业总收入的比重同比变化不大；屠宰加工及肉制品收入同比大幅增长，主要系天康生物屠宰场投入使用，屠宰生猪量增加所致，占营业总收入的比重同比略有上升；农副产品加工收入同比增长 47.09%，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致，占营业总收入的比重同比上升 1.12 个百分点；生猪养殖收入同比下降主要系生猪行业处于下行周期所致，占营业总收入的比重同比下降 9.18 个百分点；玉米收储业务收入同比大幅增长，主要系价格上涨所致，占营业总收入的比重同比上升 7.91 个百分点；其他主营业务与其他业务收入占比较小，影响不大。

从毛利率来看，2021 年，饲料、兽药和农副产品加工业务毛利率较上年变化不大；屠宰加工及肉制品与生猪养殖业务毛利率同比大幅下降，主要系生猪价格大幅下降所致；玉米收储业务毛利率同比下降 12.27 个百分点，主要系收储的玉米价格大幅上升及运输费用调整至营业成本所致。综上，天康生物综合毛利率同比下降 21.22 个百分点。

2022 年一季度，猪价继续低位震荡，饲料等原材料价格高企，天康生物亏损情况延续，天康生物实现营业总收入 33.92 亿元，同比增

长 1.58%；实现利润总额-0.98 亿元，净利润-1.09 亿元。

根据 2022 年半年度业绩预告，天康生物 2022 年上半年归属于上市公司股东的净利润为亏损 8000 万元~11000 万元，扣除非经常性损益后的净利润为亏损 8500 万元~11500 万元。2022 年上半年，天康生物累计销售生猪 93.15 万头，同比增长 26.53%，但当期生猪价格仍持续低位运行，6 月末才逐步回升，导致生猪养殖业务仍处于亏损状态。同时，饲料业务受内部养殖规模减少及生猪市场行情影响，产销量同比均略有下降，实现销量 110 万吨，同比下降 2.6%；动物疫苗业务产品销量及盈利能力同比持平，研发投入持续增长。

（1）饲料业务

2021 年，饲料原材料价格上升，天康生物饲料板块原材料采购量同比基本稳定，饲料产能与产量较上年均有所增加，但产能利用率仍有待提高；受益于猪料和禽料销量增长，天康生物饲料销量有所提升，产销率维持在很高水平。

采购方面，2021 年，天康生物玉米和豆粕的采购量同比变化不大；采购均价方面，2021 年，受粮食价格增长影响，天康生物玉米采购均价较上年增长 15.57%，豆粕采购均价较上年增长 19.37%。天康生物玉米采购一般采用现款现货的方式，其他原材料采用货到付款的方式赊购，一般账期在 30 天左右。

表 10 天康生物饲料业务主要原材料采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2020 年	2021 年
玉米	采购数量	88.00	87.48
	采购均价	2222.88	2568.94
豆粕	采购数量	20.74	21.65
	采购均价	3227.93	3853.24

资料来源: 联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告》

生产方面, 从产能来看, 2021 年, 天康生物饲料产能 359.00 万吨/年, 较上年底增长 10.56%; 产量为 234.95 万吨, 同比增长 21.81%; 产能利用率方面, 天康生物饲料业务产能利用率为 65.45%, 较上年增加 6.04 个百分点, 产能利用率仍有待提高。

销售方面, 2021 年, 天康生物饲料销售量为 231.25 万吨, 同比增长 21.08%。其中, 猪饲料销量为 127.91 万吨, 同比增长 52.09%; 禽用饲料销量为 45.80 万吨, 同比下降 23.60%; 水产饲料销量为 5.24 万吨, 同比下降 4.20%; 反刍饲料销量为 45.43 万吨, 同比增长 27.22%。产销率方面, 2021 年, 天康生物饲料产销率为 98.43%, 仍处于很高水平。2021 年, 天康生物饲料销售均价为 2220.54 元/吨, 同比增长 0.62%, 变化不大。天康生物对于大部分客户采用先款后货的结算方式, 对于少数信誉度高、经销潜力大的经销商经天康生物审批后, 给予一定的信用期, 并对其进行较为严格的应收账款催收管理。

(2) 兽药业务

2021 年, 因生猪存栏量增加, 为提前应对疫苗市场需求可能出现的增长, 天康生物兽药业务中血清和佐剂采购量均大幅增加, 培养基采购金额大幅增加; 兽药产销量变化不大, 产能利用率仍较低, 但产销率维持在高水平。

从采购情况看, 2021 年, 全国生猪存栏规模大, 带动天康生物兽药疫苗销量增长, 天康生物血清采购量与佐剂采购量较上年分别增长 1.88 倍和 2.16 倍。采购价格方面, 2021 年, 天

康生物血清采购均价同比增长 6.67%, 佐剂采购均价同比下降 2.53%; 培养基采购金额大幅增加。

从采购集中度来看, 2021 年, 天康生物兽药业务原材料前五大供应商采购金额为 1.65 亿元, 占兽药原材料采购金额的 40.67%, 集中度变化不大。结算方面, 天康生物原材料主要采用电汇的结算方式, 一般在收到货后 3~6 个月之内付清。

表 11 天康生物疫苗主要原材料采购情况

原材料	项目	单位	2020 年	2021 年
血清	采购数量	万毫升	1596.90	4592.93
	采购均价	元/毫升	0.90	0.96
	采购金额	万元	1437.93	4409.21
佐剂	采购数量	吨	153.65	485.80
	采购均价	万元/吨	8.31	8.10
	采购金额	万元	1277.25	3934.98
培养基*	采购金额	万元	2074.80	6020.32

注: 由于天康生物采购的培养基种类较多, 根据配方的差异, 采购数量存在升、公斤、克等多种单位, 具体数量难以统计

资料来源: 联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告》

生产方面, 截至 2021 年底, 天康生物兽药疫苗产能较上年无变化; 产量较上年增长 5.75%, 产能利用率增加 2.36 个百分点至 43.38%。

销售方面, 2021 年, 天康生物兽药疫苗销量较上年增长 2.35%, 变化不大; 销售均价较上年增长 13.24%, 主要系客户集中采购价格增加所致。其中, 口蹄疫疫苗销量 76736.12 万头份, 同比增长 2.24%; 小反刍兽疫疫苗销量 28157.11 万头份, 同比减少 5.63%; 猪蓝耳病疫苗销量 773.77 万头份, 同比下降 25.49%; 猪瘟疫苗销量 2246.7 万头份, 同比增长 0.85%; 布病疫苗销量 15062.12 万头份, 同比下降 4.38%; 其他疫苗销量 8791.81 万头份, 同比增长 82.03%。从客户集中度看, 前五名客户销售额占兽药销售金额的 13.27%, 销售集中度较低。

表 12 天康生物兽药疫苗产能、产量及产能利用率情况

项目	单位	2020 年	2021 年
产能	万毫升	335000.00	335000.00
产量	万毫升	137430.00	145338.00
产能利用率	%	41.02	43.38
销量	万毫升	128738.00	131768.00
销售均价	元/毫升	0.68	0.77
产销率	%	93.68	90.66

资料来源：联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告》

(3) 其他业务

天康生物其他业务以生猪养殖及食品加工、油脂加工和玉米收储为主。2021 年，随着养殖产能释放，天康生物生猪出栏量大幅增加，但种猪和仔猪对外销售数量大幅减少；受疫情政策影响，屠宰和代宰数量大幅增加。

采购方面，天康生物采购渠道及采购政策较上年均未发生变化。养殖方面，2021 年，天康生物共出栏生猪 160.33 万头，较上年增长 19.20%，主要系天康生物前期扩大养殖规模所致。

养殖产能建设方面，天康生物于 2017 年发行可转债 10.00 亿元、2021 年定向增发募集资金 20.67 亿元用于向疆外扩大生猪养殖产能规模。跟踪期内，天康生物生猪产能主要位于新疆、河南和甘肃，每个区域内产业链较为完整，具有原种猪、三级繁育、育肥和饲料厂的配套建设基地，目前在新疆和甘肃的屠宰场已投入使用，屠宰产能均为 100 万头/年，河南屠宰场尚在规划中。截至 2021 年末，天康生物在新疆、河南、甘肃的生猪产能分别约为 150 万头、100 万头和 70 万头；新疆与甘肃相对地广人稀，养殖密度较低，非瘟疫情控制压力较小，河南基地非瘟疫情防控较为复杂，目前产能以繁育场为主，配套育肥比例较低，随着河南基地疫情防控水平提升，天康生物将逐步提高配套育肥产能²。

销售方面，2021 年，天康生物种猪对外销

售数量为 0.30 万头，较上年大幅下降，主要系养殖规模扩大，留种需求增加所致；销售均价为 5281.89 元/头，较上年下降 8.83%；仔猪对外销售数量为 37.31 万头，较上年下降 44.72%，主要系猪价下行，需求下降所致；销售均价为 1163.54 元/头，较上年下降 14.73%。

屠宰及食品加工方面，2021 年，天康生物生猪屠宰量为 91.63 万头，较上年大幅增长。其中代宰数量为 2.73 万头；肉制品销售为 11.07 万吨。

玉米收储业务方面，贸易冲突与争端加大了农产品等大宗商品价格波动的不确定性，为应对原材料价格波动风险，天康生物于 2018 年下半年开展了玉米收储业务，对玉米于四季度进行采购加工，并于次年出售。2021 年，因原材料价格大幅上涨，天康生物玉米收储业务收入大幅增至 38.31 亿元，毛利率 8.63%。

4. 非银行金融

公司非银行金融业务主要为担保业务，代偿回收情况一般。

公司担保、拍卖、典当等非银行的金融业务开展以新疆生产建设兵团融资担保有限公司（以下简称“兵团担保”）为主。兵团担保本部、天康生物下属子公司河南富桥投资担保有限公司、新疆天康融资担保有限公司主要开展流动资金贷款担保、银行票据担保及法律诉讼保全担保等业务；天康生物下属孙公司新疆天康典当有限责任公司开展各类拍卖和典当业务。

截至 2022 年 3 月底，公司担保余额 3.52 亿元，其中有抵押物的担保余额为 2.39 亿元。2021 年和 2022 年 1—3 月分别发生代偿 3438.44 万元和 1685.68 万元。截至 2021 年底，公司累计发生代偿 23626.17 万元，累计回收金额 11931.17 万元。

5. 在建项目

2021 年，公司主要在建项目以天康生物旗

² 资料来源：公司机构调研公告。

下项目为主，其中甘肃生猪产业化项目建成后有望进一步提升生猪产能；疫苗研发生产项目投资金额较大，具有持续性资金投入需求。

截至 2021 年底，天康生物在建项目拟投资 41.98 亿元，尚需投资 13.30 亿元，主要为甘肃基地生猪产业化建设项目和苏州科技园项目。

甘肃基地生猪产业化项目 2022 年预计完成 30 万头生猪产能建设，项目建成后，预计截至 2022 年底，甘肃省生猪产能将达到 100 万头/年；苏州科技园项目为新建综合性制药基地，主要进行疫苗的研发、生产制造。

表 13 截至 2021 年底天康生物主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程累计投入 占预算比例	工程进度	尚需投资	资金来源
甘肃天康农牧科技有限公司 42 万头现代化生猪繁育场、20 万头现代化生猪育肥产业基地	5.56	72.35	80.00	1.11	募股资金
天康制药兽用生物安全三级防护升级改造项目	2.22	86.35	98.00	0.04	募股资金
苏州科技园项目	10.00	0.47	0.47	9.95	其他
汝南天康饲料年产 24 万吨饲料项目	0.91	56.74	56.74	0.39	其他
永昌天康饲料有限公司年产 57 万吨饲料加工项目	1.07	68.69	68.69	0.34	其他
达拉特旗 10 万吨仓储项目	0.33	6.27	6.27	0.31	其他
FMD 乳化分包装生产线升级改造	0.56	67.00	67.00	0.18	其他
活疫苗车间升级改造项目	0.47	76.29	76.29	0.11	其他
宁夏吴忠年产 30 万吨饲料厂项目	0.91	57.93	90.00	0.09	其他
宁夏常新农业 20 万吨级粮食烘干仓储物流项目	0.53	87.62	87.62	0.07	其他
高新北区灭活苗生产线改造	0.30	80.91	80.91	0.06	其他
北泉饲料散装仓土建款项目	0.05	21.26	21.26	0.04	其他
阿克苏天康畜牧有限责任公司年产 24 万吨畜禽饲料生产线项目	0.70	94.98	94.98	0.04	其他
乌拉特前旗天康农业发展 2021 年仓储项目	0.33	82.32	90.00	0.03	其他
通辽天康年产 9 万吨饲料设备项目	0.10	68.94	68.94	0.03	其他
鄂托克前旗 10 万吨仓储项目	0.34	80.05	91.55	0.03	其他
乌拉特前旗 2021 年仓储项目	0.27	70.81	90.00	0.03	其他
新疆天康食品中央厨房设备及装修工程	0.09	73.22	73.22	0.02	其他
五原县 10 万吨仓储建设	0.17	80.80	90.00	0.02	其他
北泉饲料制粒机设备项目	0.04	69.41	69.41	0.01	其他
内蒙古饲料技改项目	0.03	78.79	78.79	0.01	其他
水源镇柴家沟村 2400 头 GGP 核心场	1.00	57.75	70.00	0.30	/
新疆天康生猪遗传改良中心（500 头种公猪站）建设项目	0.16	54.23	54.23	0.07	/
芳草湖曾祖代繁育场项目	1.21	97.00	99.00	0.01	/
呼图壁猪舍服务用房改建及维修项目	0.04	80.00	80.00	0.01	/
其他	14.62	/	/	0.00	/
合计	41.98	/	/	13.30	/

注：1. 表中其他项目为多个较小的在建项目合并；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信《天康生物股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告》

6. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率指标表现良好。

2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均略有上升，分别为 49.62 次、3.33 次和 0.94 次。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2021 年底，公司新纳入合并范围子公司 3 家，不再纳入合并范围子公司 2 家。截至 2022 年 3 月底，公司不再纳入合并范围子公司 1 家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 260.58 亿元，所有者权益 106.72 亿元（含少数股东权益 67.04 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 237.04 亿元，利润总额-5.93 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 262.96 亿元，所有者权益 106.17 亿元（含少数股东权益 66.66 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.45 亿元，利润总额-0.60 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，随着天康生物非公开发行完成以及对生猪养殖项目建设投入增加，公司资产规模保持增长，以流动资产为主，其他应收款中应收政府及兵团系统内主体往来款规模仍较大且未计提坏账准备，部分债权处于重组阶段，存在一定款项回收风险。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 260.58 亿元，较上年底增长 7.69%。其中，流动资产占 56.39%，非流动资产占 43.61%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

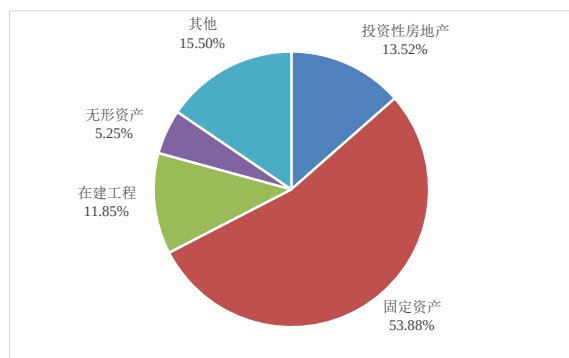
截至 2021 年底，流动资产 146.94 亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 29.55%）、其他应收款（占 14.49%）和存货（占 40.87%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 43.42 亿元，较上年底增长 77.53%，主要系天康生物非公开发行股票募集资金到账所致。

公司其他应收款主要包括垫付款、质保金、货款、转贷给新疆生产建设兵团系统内主体、兵团国资公司外所属单位的国家开发银行贷款等。其中，公司作为国有资产代表取得的国家开发银行贷款拨付时有部分在其他应收款中反映，该类款项主要是用于新疆生产建设兵团系统内所属单位。截至 2021 年底，公司其他应收款 21.30 亿元，较上年底下降 16.59%。从集中度看，余额前五名占 43.22%；综合坏账计提比例为 20.26%，较上年底增加 5.79 个百分点。2021 年底，公司其他应收款中关联方及政府单位往来款项的组合占 45.86%，均未计提坏账准备。其中，对新疆徕远房地产开发有限公司（以下简称“徕远房地产”）借款为 7.16 亿元（占其他应收款总额的 26.82%），因徕远房地产无法偿还此笔借款，由兵团国资委主导对该笔债权进行重组。公司已接收徕远房地产旗下徕远广场 A 座区域内产权面积与人防设施建筑面积合计约 11 万平方米的重组资产，根据《新疆生产建设兵团国有资产经营公司与新疆徕远房地产开发有限公司关于重组债权及徕远广场 A 区资产的框架协议》约定，目前公司正在办理徕远广场 A 区产权证书，待取得产权证书后办理抵账手续。

截至 2021 年底，公司存货 60.05 亿元，较上年底下降 10.97%，主要系 2021 年玉米价格较高，收储量减少所致。主要由库存商品和消耗性生物资产构成，库存商品主要是石油制品、饲料、种子等，生猪类消耗性生物资产包括乳猪、仔猪、育肥猪、商品种猪。跌价准备 4.52 亿元，主要为肉品和生猪。

图 4 截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2021 年底，公司非流动资产 113.64 亿元，较上年底增长 21.50%。投资性房地产 15.36 亿元，较上年底下降 3.06%，全部为公允价值计量，以房屋建筑物为主。固定资产 61.23 亿元，较上年底增长 18.34%，以房屋建筑物和机械设备为主，累计折旧 28.74 亿元。在建工程 13.46 亿元，较上年底增长 39.40%，主要系甘肃生猪基地等项目增加所致。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 262.96 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产为货币资金 0.60 亿元，为保证金，受限规模很小。

3. 资本结构

截至 2021 年底，公司少数股东权益占所有者权益比重高，权益稳定性一般；公司负债以流动负债为主，有息债务有所增长，结构以短期为主，整体债务负担可控。

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益 106.72 亿元，较上年底增长 8.75%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 37.18%，少数股东权益占比为 62.82%。在所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 13.24%和 18.28%。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 106.17 亿元，较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债总额 153.87 亿元，较上年底增长 6.97%。其中，流动负债占

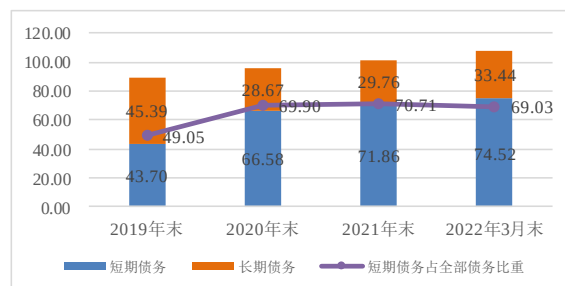
77.59%，非流动负债占 22.41%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 119.38 亿元，较上年底增长 7.64%，主要由短期借款（占 53.47%）和其他应付款（占 19.05%）构成。短期借款 63.83 亿元，较上年底增长 3.80%。其他应付款 22.74 亿元，主要是与集团外、兵团下属单位的往来款。

截至 2021 年底，公司非流动负债 34.49 亿元，较上年底增长 4.71%，主要为长期借款 25.75 亿元（占 74.67%），较上年底增长 46.16%，仍以信用借款为主。

截至 2021 年底，公司全部债务 101.62 亿元，较上年底增长 6.69%。债务结构方面，短期债务占 70.71%，长期债务占 29.29%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.05%、48.78%和 21.81%，较上年底变化不大。

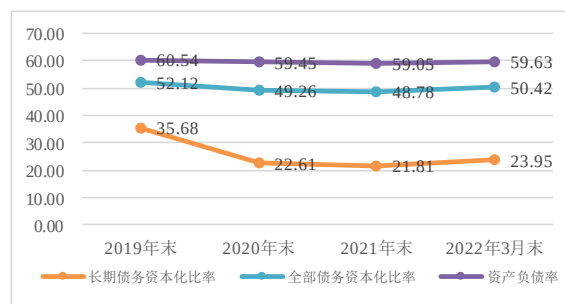
图 5 公司债务规模（单位：亿元）



注：比重数据为百分数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图 6 公司债务负担指标（单位：亿元）



注：比重数据为百分数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

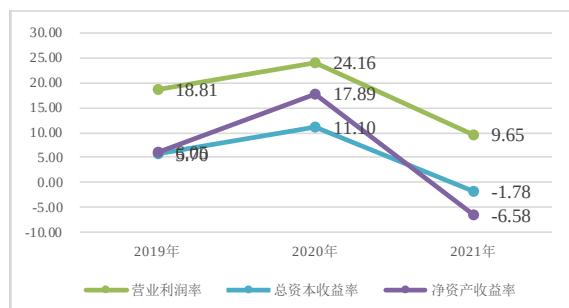
截至 2022 年 3 月底,公司负债总额 156.79 亿元,规模和结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底,公司全部债务 107.96 亿元,较上年底增长 6.24%,仍以短期债务为主。从债务指标来看,截至 2022 年 3 月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.63%、50.42%和 23.95%,较上年底分别提高 0.58 个百分点、提高 1.64 个百分点和提高 2.14 个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入保持增长,费用控制能力较强。2021年以来,猪价步入下行通道,粮食等原材料价格高企,同时天康生物计提大额资产减值损失,导致公司发生亏损。2022 年一季度,公司亏损情况延续。公司盈利水平受生猪养殖行业周期波动影响大。

2021年,公司实现营业总收入237.04亿元,同比增长29.26%。

图 7 公司主要盈利能力指标



注:比率数据为百分数
资料来源:联合资信整理

2021年,公司期间费用总额为24.01亿元,同比下降8.14%。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为40.22%、40.71%、6.13%和12.93%。其中,销售费用为9.66亿元,同比下降14.92%,主要系天康生物执行新收入准则,将运输费调至成本所致。2021年,公司期间费用率为10.13%,同比下降4.12个百分点。

2021 年,公司实现投资收益 0.95 亿元,其他收益 0.97 亿元。信用减值损失全部为新增

的坏账损失 1.56 亿元;资产减值损失 4.22 亿元主要为存货跌价准备 2.02 亿元和消耗性生物资产减值准备 1.88 亿元,主要系生猪养殖行业处于下行周期,天康生物按照企业会计准则的有关规定对存栏的消耗性生物资产计提了大额减值准备所致。

2021 年,公司实现利润总额-5.93 亿元。从盈利指标看,2021 年,公司营业利润率为 9.65%,同比下降 14.51 个百分点;总资本收益率和净资产收益率均为负。

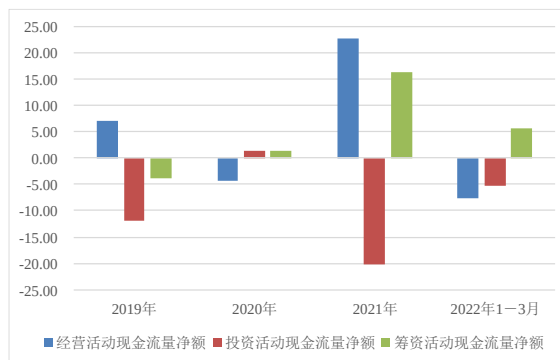
2022 年 1—3 月,公司实现营业收入 52.45 亿元,同比增长 12.33%;营业利润率为 8.90%,同比下降 11.50 个百分点;利润总额-0.60 亿元。

5. 现金流

跟踪期内,公司经营获现能力同比明显提升;投资活动现金净流量随着固定资产投资支出上升转为大额净流出;天康生物非公开发行募集资金到账,筹资活动现金流呈现净流入。

从经营活动来看,随着收入的增长,2021 年,公司经营活动现金流入 250.40 亿元,同比增长 22.91%;经营活动现金流出 227.70 亿元,同比增长 9.47%。2021 年,公司经营活动现金净流入 22.70 亿元,同比净流出转为净流入,主要系 2021 年农产品业务收购量较上年收购量减少,上年收入体现在 2021 年所致。2021 年,公司现金收入比为 104.00%,同比下降 5.74 个百分点。

图 8 近年来公司现金流量净额情况(单位:亿元)



资料来源:联合资信整理

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入 1.74 亿元, 规模不大; 投资活动现金流出 22.03 亿元, 同比增长 63.86%, 主要系固定资产投资规模增加所致。2021 年, 公司投资活动现金净流出 20.29 亿元, 同比净流入转为净流出。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入 123.14 亿元, 同比增长 58.67%, 主要系天康生物非公开发行股票募集资金到账所致; 筹资活动现金流出 106.68 亿元, 同比增长 39.97%。2021 年, 公司筹资活动现金净流入 16.47 亿元。

2022 年 1—3 月, 公司实现经营活动现金净流出 7.73 亿元, 现金收入比为 98.30%, 同比下降 4.61 个百分点; 投资活动现金净流出 5.25 亿元; 筹资活动现金净流入 5.68 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标尚可, 受亏损影响, 长期偿债指标弱化, 融资渠道畅通。

截至2021年底, 公司流动比率与速动比率分别由上年底的133.84%和73.02%分别下降至123.09%和下降至72.79%。2021年, 公司经营现金流动负债比率为19.01%, 同比提高22.88个百分点。截至2021年底, 公司现金短期债务比由上年底的0.35倍提高至0.59倍。截至2022年3月底, 公司流动比率与速动比率分别为125.66%和70.18%, 较上年底分别提高2.57%和下降2.61%。截至2022年3月底, 公司现金短期债务比为0.48倍, 较上年底下降0.10倍。

2021 年, 公司 EBITDA 为 7.14 亿元, 同比下降 75.86%。2021 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 7.34 倍下降至 2.07 倍, 全部债务/EBITDA 由上年的 3.22 倍上升至 14.23 倍。

表 14 近年来公司偿债指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期偿债指标				
流动比率(%)	150.21	133.84	123.09	125.66

速动比率(%)	97.43	73.02	72.79	70.18
经营现金流动负债比(%)	9.32	-3.86	19.01	-6.52
现金短期债务比(倍)	0.57	0.35	0.59	0.48
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	15.05	29.59	7.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	7.34	2.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.92	3.22	14.23	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

截至 2022 年 3 月底, 公司无对外担保。

截至 2022 年 3 月底, 公司共获得银行授信 242.03 亿元, 未使用额度 138.89 亿元, 间接融资渠道畅通; 公司下属子公司天康生物为上市公司, 公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至 2021 年底, 母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主, 债务负担尚可, 权益结构稳定性强。母公司业务收入规模小, 利润来源主要为投资收益。考虑到公司区域战略地位显著, 融资渠道通畅, 母公司偿债压力可控。

截至 2021 年底, 母公司资产总额 59.72 亿元, 较上年底增长 10.57%。其中, 流动资产 25.66 亿元, 非流动资产 34.06 亿元。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占 15.87%)和其他应收款(占 81.84%)构成; 非流动资产主要由长期股权投资(占 78.33%)构成。

截至 2021 年底, 母公司所有者权益为 27.82 亿元, 较上年底增长 14.42%。所有者权益中, 实收资本为 14.13 亿元(占 50.78%), 资本公积合计 15.86 亿元(占 57.02%)。

截至 2021 年底, 母公司负债总额 31.90 亿元, 较上年底增长 7.42%。其中, 流动负债 29.50 亿元。从构成看, 流动负债主要由短期借款(占 71.19%)和其他应付款(合计)(占 24.69%)构成; 非流动负债主要由长期借款(占 99.23%)构成。截至 2021 年底, 母公司资产负债率为 53.42%, 较 2020 年底下降 1.57 个百分点, 全部债务资本化比率 46.10%。截至 2021 年底, 母公司全部债务 23.80 亿元。其中, 短期债务占

89.98%，长期债务占 10.02%。

2021 年，母公司营业收入为 0.14 亿元，利润总额为 0.98 亿元。同期，母公司投资收益为 2.15 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 2.42 亿元，投资活动现金流净额 1.75 亿元，筹资活动现金流净额-0.63 亿元。

十、外部支持

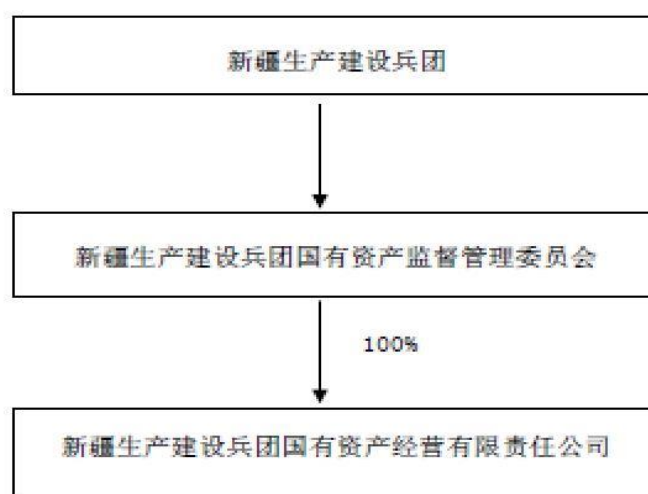
公司作为兵团的国有独资公司，在资金拨付方面持续获得兵团较大力度的政策支持。

2016—2021 年，兵团国资委多次以货币形式向公司增资；2022 年 4 月，根据兵国资发〔2022〕14 号文件，公司增加实收资本 2.00 亿元。

十一、结论

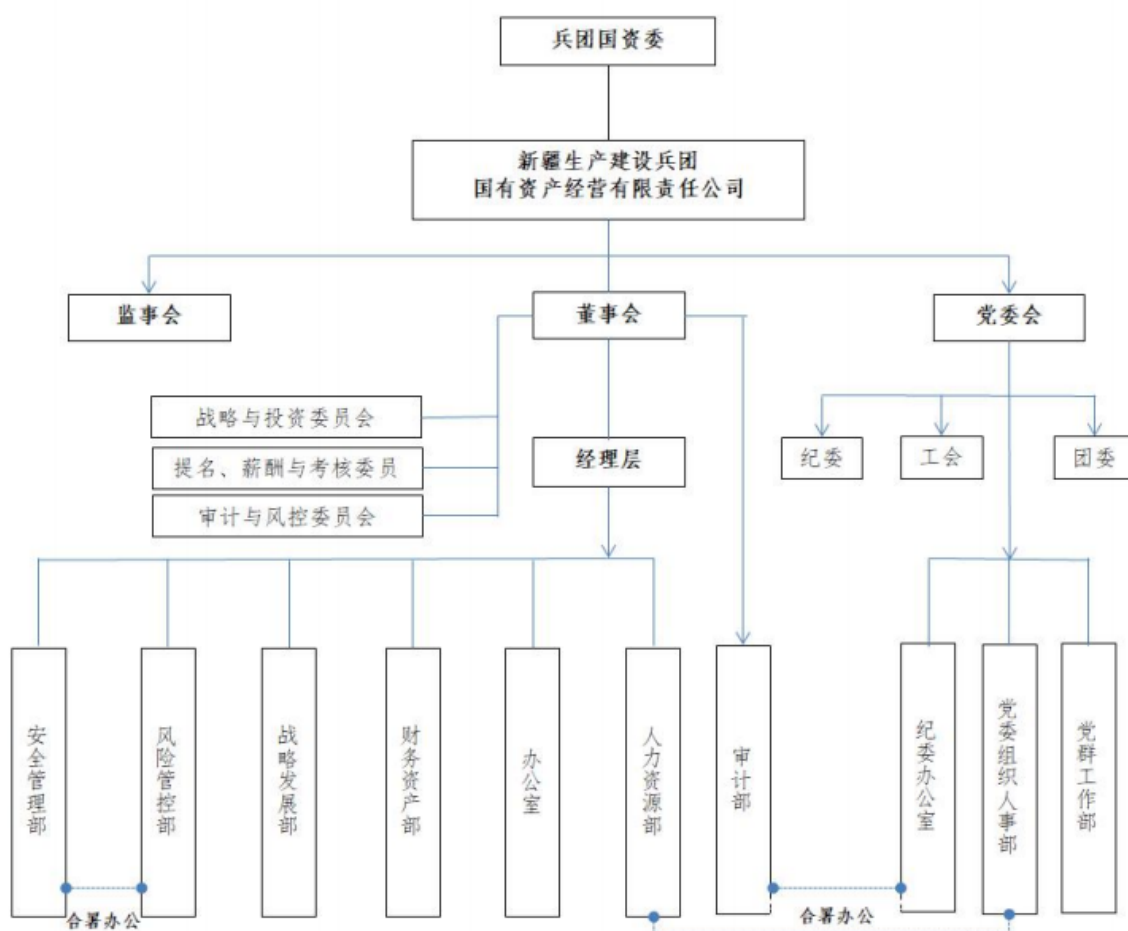
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“22兵国资MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.82	23.30	42.20	35.99
资产总额(亿元)	207.35	241.97	260.58	262.96
所有者权益(亿元)	81.83	98.13	106.72	106.17
短期债务(亿元)	43.70	66.58	71.86	74.52
长期债务(亿元)	45.39	28.67	29.76	33.44
全部债务(亿元)	89.09	95.25	101.62	107.96
营业收入(亿元)	140.67	183.38	237.04	52.45
利润总额(亿元)	5.58	18.83	-5.93	-0.60
EBITDA(亿元)	15.05	29.59	7.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.09	-4.28	22.70	-7.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.94	39.78	49.62	--
存货周转次数(次)	2.99	2.55	3.33	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.82	0.94	--
现金收入比(%)	112.72	109.74	104.00	98.30
营业利润率(%)	18.81	24.16	9.65	8.90
总资本收益率(%)	5.70	11.10	-1.78	--
净资产收益率(%)	6.05	17.89	-6.58	--
长期债务资本化比率(%)	35.68	22.61	21.81	23.95
全部债务资本化比率(%)	52.12	49.26	48.78	50.42
资产负债率(%)	60.54	59.45	59.05	59.63
流动比率(%)	150.21	133.84	123.09	125.66
速动比率(%)	97.43	73.02	72.79	70.18
经营现金流动负债比(%)	9.32	-3.86	19.01	--
现金短期债务比(倍)	0.57	0.35	0.59	0.48
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	7.34	2.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.92	3.22	14.23	--

注：2022 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.61	0.53	4.07	8.01
资产总额(亿元)	64.51	54.01	59.72	62.89
所有者权益(亿元)	25.48	24.31	27.82	27.19
短期债务(亿元)	7.20	12.37	21.41	27.41
长期债务(亿元)	25.31	10.80	2.39	2.38
全部债务(亿元)	32.51	23.17	23.80	29.79
营业收入(亿元)	0.09	0.19	0.14	0.00
利润总额(亿元)	0.56	0.03	0.98	-0.04
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-1.26	-0.95	2.42	0.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	/	/	/	/
存货周转次数(次)	/	/	/	/
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	80.99	63.49	82.74	/
营业利润率(%)	72.39	50.24	16.93	/
总资本收益率(%)	0.96	-1.02	1.91	/
净资产收益率(%)	2.19	-1.99	3.53	/
长期债务资本化比率(%)	49.83	30.76	7.90	8.05
全部债务资本化比率(%)	56.06	48.80	46.10	52.28
资产负债率(%)	60.50	54.98	53.42	56.77
流动比率(%)	190.67	119.05	86.98	85.70
速动比率(%)	190.67	119.05	86.98	85.70
经营现金流流动负债比(%)	-9.16	-5.03	8.20	/
现金短期债务比(倍)	0.36	0.04	0.19	0.29
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/

注：2022 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 4 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持