

信用评级公告

联合〔2023〕7454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

二〇二三年七月二十七日

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司

2023 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：2023 年 7 月 27 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

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	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA ⁺	

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

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。2022 年，公司商贸流通业务、饲料业务与屠宰加工业务拉动营业总收入保持增长，利润总额同比转正。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，重要子公司出表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回升，公司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。**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。

2. **高科技农业板块已实现全产业链架构，综合竞争优势较强。**公司下属子公司天康生物股份有限公司（以下简称“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。

关注

1. **生猪养殖行业周期波动大，对公司经营业绩稳定性影响大。**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。2023 年上半年，天康生物预计归属于上市公司股东的净利润亏损 3.90~4.50 亿元，主要系当期生猪价格持续下跌，导致生猪养殖业务仍处于亏损状态。

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
控股股东	新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	威海市人民政府国有资产监督管理委员会
资产总额 (亿元)	262.82	405.46	377.94
所有者权益 (亿元)	112.66	175.25	135.83
营业总收入 (亿元)	256.66	122.52	51.39
营业利润率 (%)	9.58	20.16	-5.67
利润总额 (亿元)	1.36	11.23	1.82
资产负债率 (%)	57.13	56.78	64.06
全部债务资本化率 (%)	49.21	41.02	55.13
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	4.73	2.25
全部债务/EBITDA(倍)	8.27	6.11	12.75

注: 公司 1 为深圳市特发集团有限公司, 公司 2 为威海产业投资集团有限公司

资料来源: Wind, 联合资信整理

分析师: 王晴 王喜梅

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

2.2023 年, 公司重要子公司出表, 收入规模将下降。新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会将公司持有的新疆生产建设兵团石油有限公司 54.59%股权等子公司股权无偿划出, 对公司收入规模影响较大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	23.30	42.20	43.51	43.82
资产总额 (亿元)	241.97	260.58	262.82	271.65
所有者权益 (亿元)	98.13	106.72	112.66	112.88
短期债务 (亿元)	66.58	71.86	48.16	57.55
长期债务 (亿元)	28.67	29.76	61.01	58.69
全部债务 (亿元)	95.25	101.62	109.17	116.25
营业总收入 (亿元)	183.38	237.04	256.66	43.58
利润总额 (亿元)	18.83	-5.93	1.36	0.26
EBITDA (亿元)	29.59	7.14	13.19	--
经营性净现金流 (亿元)	-4.28	22.70	4.73	-3.43
营业利润率 (%)	24.16	9.65	9.58	9.56
净资产收益率 (%)	17.89	-6.58	0.62	--
资产负债率 (%)	59.45	59.05	57.13	58.45
全部债务资本化率 (%)	49.26	48.78	49.21	50.74
流动比率 (%)	133.84	123.09	174.40	160.85
经营现金流流动负债比 (%)	-3.86	19.01	5.48	--
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.59	0.90	0.76
EBITDA 利息倍数(倍)	7.34	2.07	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.22	14.23	8.27	--
公司本部 (母公司)				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	54.01	59.72	55.35	54.93
所有者权益 (亿元)	24.31	27.82	19.10	18.90
全部债务 (亿元)	23.17	23.80	30.11	29.91
营业总收入 (亿元)	0.19	0.14	0.17	0.00
利润总额 (亿元)	0.03	0.98	-1.82	0.01
资产负债率 (%)	54.98	53.42	65.50	65.60
全部债务资本化率 (%)	48.80	46.10	61.19	61.28
流动比率 (%)	119.05	86.98	92.43	87.79
经营现金流流动负债比 (%)	-5.03	8.20	-8.23	--

注: 2023 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关数据未年化; 合并口径其他应付款中的有息债务计入短期债务及相关债务指标

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	2022/7/28	王晴 闫力	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	阅读全文
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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

2023 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 2023 年 3 月底，公司注册资本 13.52 亿元，实收资本 17.64 亿元（尚未办理工商登记变更，暂计入资本公积），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 2023 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 21.29%，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 2023 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 2022 年底，公司合并资产总额 262.82 亿元，所有者权益 112.66 亿元（含少数股东权益 79.47 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 256.66 亿元，利润总额 1.36 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 271.65 亿元，所有者权益 112.88 亿元（含少数股东权益 79.34 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 43.58 亿元，利润总额 0.26 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且使用完毕。跟踪期内，公司正常付息。

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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资

产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

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超万亿，饲料产品以肉禽料和猪饲料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。饲料行业的上游主要为玉米、小麦和豆粕等饲料原料。2022 年，饲料原料和饲料价格波动上行，2023 年以来价格有所下降，整体仍处于较高水平。2022 年，饲料需求端呈现先降后升趋势。

中国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年我国饲料总产量跃居世界第一位。截至 2021 年底，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，

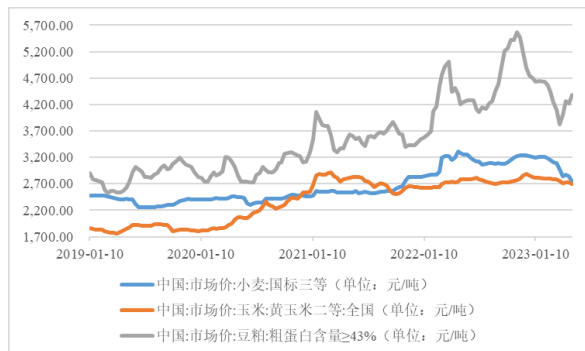
也已进入了行业生命周期的成熟期。2022 年，中国饲料工业总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种来看，猪饲料产量 13597.5 万吨，同比增长 4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，同比下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，同比增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，同比增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，同比增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，同比增长 9.5%；其他饲料产量 223.3 万吨，同比下降 7.2%。

2022 年，中国饲料工业产值 13168.5 亿元，同比增长 7.6%。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，我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。

饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我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，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。

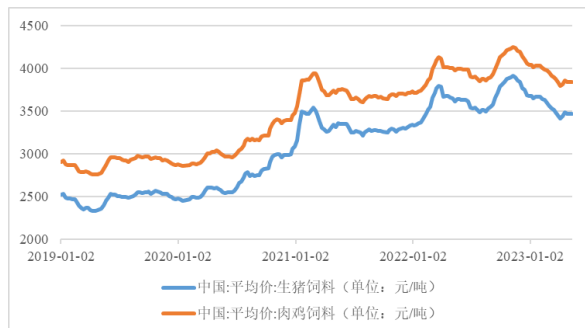
价格方面，2022 年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价格快速上涨，于 3 月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底 11 月初，其后至 2023 年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022 年，受原料价格变动影响，饲料价格震荡上行，2023 年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图1 中国小麦、玉米和豆粕价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

饲料行业下游为禽畜养殖行业。2022 上半年,受现金流偏紧、成本端大幅上涨等因素影响,畜禽养殖户补栏积极性降至冰点,叠加多个地区物流运输受阻等因素的影响,饲料需求陷入低迷;下半年,宏观环境好转,畜禽价格快速上涨,养殖端盈利水平大幅改善,规模养殖场率先扩产,散养户陆续进场,生猪养殖二次育肥及压栏等现象逐渐增多,肉禽补栏积极性增强,畜禽存栏回升拉动饲料需求增长,饲料销量逐步恢复。

(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,但仍较低,导致其具有较大的周期波动性。本轮猪周期自 2018 年开始,周期波动剧烈。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。中国能繁母猪存栏量在 2021 年 7 月达到峰值后,开始逐步下降,2022 年 4 月底已接近正常保有量区间。

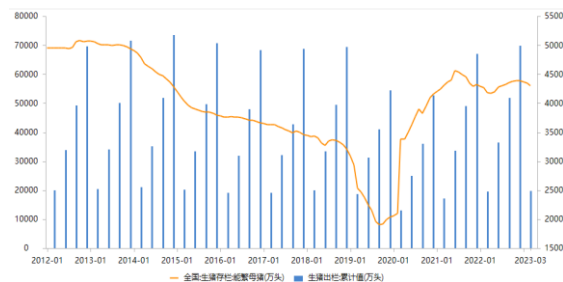
生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关,并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首,无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上,总产值已接近 2 万亿。

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 2022 年底,中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%,但整体处于较低水平。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。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动,每轮猪周期持续时间约 3~4 年,在猪周期运行逻辑中,能繁母猪存栏量是先行指标,后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月,能繁母猪受孕分娩约需 114 天,仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量,从而影响市场生猪供应。

截至 2022 年底,我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照,农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头;截至 2022 年底,能繁母猪存栏量 4329 万头,约相当于正常保有量的 105.59%,2022 年全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域(3895 万头~4305 万头)上限。

图3 2012 年以来中国能繁母猪存栏(左轴)及生猪出栏(右轴)情况



资料来源: Choice, 联合资信整理

出栏生猪方面,根据国家统计局公布数据,2018—2022 年,中国生猪出栏头数先降

后升，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头和 7.00 亿头。其中 2019 年同比下降 21.57% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 3.15% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年生猪出栏量同比大幅增加 27.37%，一方面受 2020 年底行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 年以来猪价持续下降，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。2022 年，生猪出栏量同比增长 4.27%，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量继续增加，但增速有所下降。

2. 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。

2022 年，新疆生产建设兵团实现地区生产总值（GDP）17741.34 亿元，比上年增长 3.2%。其中：第一产业增加值 2509.27 亿元，增长 5.3%；第二产业增加值 7271.08 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 7960.99 亿元，增长 1.5%。第一产业增加值占地区生产总值比重为 14.1%，第二产业增加值比重为 41.0%，第三产业增加值比重为 44.9%。全年人均地区生产总值 68552 元，比上年增长 3.3%。

2022 年，兵团猪牛羊禽肉产量 190.94 万吨，比上年增长 4.3%。其中：猪肉产量 57.01 万吨，增长 14.4%。年末猪牛羊存栏 5985.65 万头（只），比上年末增长 6.5%。其中：生猪存栏 469.53 万头，增长 7.7%。猪牛羊出栏 4431.39 万头（只），比上年下降 1.6%。其中：生猪出栏 734.74 万头，增长 10.4%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 13.52 亿元，实收资本 17.64 亿元（尚未办理工商登记

变更，暂计入资本公积），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，拥有上市公司天康生物。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。

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。天康生物主要经营区域在新疆，生物疫病防控形势好，具备天然养殖优势；拥有“国家级企业技术中心”。生物制药业务方面，公司在新疆、上海、江苏设立三大研发中心，连续 3 年每年产品研发与技术创新投入占生物制药业务销售收入的 10% 以上。截至 2022 年末，公司拥有研发人员 400 余人，取得 21 项国家新兽药证书、200 余项（含子公司）发明和实用新型专利。

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 2023 年 7 月 7 日，公司本部已结清关注类账户 30 个、不良类账户 2 个。根据公司提供的说明，本部已结清 29 个关注类账户和 2 个不良类账户系历史遗留问题，已结清 1 个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。

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 2023 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，公司管理团队未发生变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、重大事项

根据兵团国资委《关于划转兵团石油公司、兵团天然气公司、兵团矿业集团股权的通知》（兵国资发〔2022〕40 号），将公司持有的新疆生产建设兵团石油有限公司（以下简称“兵团石油公司”）54.59%股权、新疆生产建设兵团天然气有限公司 60%股权、新疆生产建设兵团矿业集团有限公司 100%股权无偿划转至新疆生产建设兵团能源集团有限责任公司。2022 年 12 月上述股权完成变更，2022 年公司利润表将上述三家公司纳入合并范围，资产负债表未纳入。

其中，兵团石油公司对公司收入贡献较高。截至 2022 年底，兵团石油公司资产总额 11.82 亿元，净资产 7.10 亿元。2022 年，实现营业收入 73.19 亿元，净利润 0.93 亿元。未来出表后，公司营业收入规模将有所下降。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业总收入有所增长，综合毛利率变化不大。

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，2022 年营业总收入同比增长 8.28%。分板块来看，2022 年，公司商贸流通板块业务收入同比增长 11.67%，毛利率同比略有下降；高科技农业收入同比增长 6.60%，毛利率同比微增；其余板块收入规模较小。

2023 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 16.91%，主要系商贸流通板块因兵团石油公司出表导致收入下降；高科技农业收入同比增长 16.79%。公司综合毛利率同比略有上升。

2023 年上半年，天康生物预计归属于上市公司股东的净利润亏损 3.90~4.50 亿元，主要系当期生猪价格持续下跌，继续低位运行，导致生猪养殖业务仍处于亏损状态。

表 2 公司营业总收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

板块	2021 年			2022 年			2023 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	76.71	32.36	11.45	85.66	33.37	9.18	3.42	7.84	28.02
高科技农业	158.95	67.06	9.71	169.44	66.02	10.56	39.92	91.60	9.00
基础设施建设	1.15	0.48	28.93	1.43	0.56	36.86	0.23	0.54	61.17
非银行金融	0.21	0.09	99.85	0.12	0.05	90.02	0.01	0.03	76.35
矿产资源	0.02	0.01	91.28	0.01	0.00	100.00	—	—	—
合计	237.04	100.00	10.45	256.66	100.00	10.29	43.58	100.00	10.79

资料来源：公司提供

2. 商贸流通板块

2022年，公司商贸流通业务主要仍为成品油和烟草的批发零售，2022年收入同比增长，毛利率水平略有下降。2023年1-3月，因兵团石油公司出表，商贸流通收入降幅较大。

2022年，公司成品油收入同比增长14.24%，毛利率同比略有下降；烟草收入同比增长

3.36%，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2.84%，毛利率有所下降。

2023年1-3月，公司商贸流通板块收入同比减少14.68亿元，系兵团石油公司出表所致；板块毛利率同比增加15.37个百分点。

表3 公司商贸流通板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 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	62.29	81.20	9.14	71.16	83.07	7.24	—	—	—
烟草	7.73	10.08	22.01	7.99	9.32	22.05	2.93	85.87	22.41
其他	6.70	8.73	20.75	6.51	7.60	14.55	0.48	14.13	62.13
合计	76.71	100.00	11.45	85.66	100.00	9.18	3.42	100.00	28.02

资料来源：公司提供

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4 公司烟草经营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
购入量（万箱）	2.88	2.89	0.63
销售量（万箱）	2.79	2.80	0.82
营业收入（亿元）	7.78	8.02	2.96

利润总额（亿元）	0.20	0.19	0.10
----------	------	------	------

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。2022年，受饲料与屠宰加工及肉制品业务收入增长拉动，天康生物营业总收入有所增长，天康生物综合毛利率同比微增；利润总额同比扭亏为盈。

2022年，天康生物主营业务未发生变化，仍为饲料、兽药、屠宰加工及肉制品、农副产品加工、生猪养殖和玉米收储等业务。天康生物营业总收入及营业成本同比均有所增长，主要系业务规模扩大所致。2022年，饲料价格震荡上行，猪肉价格有所反弹，天康生物利润总额扭亏为盈，实现利润总额2.36亿元。

表5 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			2022 年			
	收入	占比	毛利率	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	55.31	33.06	9.81	7.71
兽药	8.46	7.06	68.98	9.80	6.22	68.38	9.27	5.54	64.08	-5.41
屠宰加工及肉制品	10.36	8.64	65.17	17.34	11.01	3.85	38.05	22.74	9.23	119.46

农副产品加工	11.15	9.30	8.63	16.40	10.42	6.50	17.60	10.52	5.01	7.32
生猪养殖	24.41	20.36	54.28	17.61	11.18	-22.93	10.61	6.34	9.71	-39.73
玉米收储业务	19.68	16.42	20.90	38.31	24.33	8.63	29.75	17.78	0.69	-22.36
其他主营业务	3.38	2.82	19.58	6.16	3.91	7.75	6.41	3.83	6.51	4.03
其他业务	0.27	0.22	79.81	0.47	0.30	72.16	0.31	0.19	48.99	-34.50
合计	119.87	100.00	30.99	157.44	100.00	9.77	167.32	100.00	10.50	6.27

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 2023 年跟踪评级报告》

从收入构成来看，2022 年，天康生物饲料收入同比有所增长，主要系饲料价格上涨、新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致；兽药收入同比有所下降；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；农副产品加工收入同比有所增长，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致；生猪养殖收入同比有所下降，主要系生猪对外销售数量下降；玉米收储业务收入同比有所下降，主要系销量减少所致；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，2022 年，天康生物综合毛利率同比变化不大。分板块看，兽药和农副产品加工业务毛利率同比变化不大；饲料业务毛利率同比有所下降，主要系饲料原材料价格上涨所致；屠宰加工及肉制品与生猪养殖业务毛利率同比增长，主要系生猪价格有所反弹；玉米收储业务毛利率同比有所下降，主要系收储的玉米价格上升所致。

2023 年一季度，受益于饲料和油脂业务销量同比有所增长及生猪出栏量增加，天康生物实现营业总收入 38.91 亿元，同比增长 14.71%；实现利润总额 0.04 亿元。

（1）饲料业务

2022 年，饲料原材料采购价格同比上升，采购量基本稳定；产能较上年底有所增加，产量保持相对稳定，产能利用率有待提高；公司饲料销量维持稳定，产销率维持在很高水平。

采购方面，2022 年，公司玉米和豆粕的采购量同比变化不大；采购均价方面，2022 年，

受粮食价格增长影响，公司玉米和豆粕采购均价较上年均有所增长。公司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 6 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	2022 年
玉米	采购数量	88.00	87.48	91.39
	采购均价	2222.88	2568.94	2702.34
豆粕	采购数量	20.74	21.65	20.81
	采购均价	3227.93	3853.24	4872.23

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 2023 年跟踪评级报告》

生产方面，从产能来看，2022 年底，公司饲料产能 500.00 万吨/年，较上年底增长 39.28%，主要系为未来规划所做准备；2022 年产量为 233.00 万吨，同比下降 0.83%；产能利用率方面，公司饲料业务产能利用率为 46.60%，较上年下降 18.85 个百分点，产能利用率有待提高。

销售方面，2022 年，公司饲料销售量为 232.22 万吨，同比增长 0.42%。其中，猪饲料销量为 128.14 万吨，同比增长 0.18%；禽用饲料销量为 44.33 万吨，同比下降 3.21%；水产饲料销量为 6.27 万吨，同比增长 19.66%；反刍饲料销量为 46.74 万吨，同比增长 2.88%。产销率方面，2022 年，公司饲料产销率为 99.67%，仍处于很高水平。2022 年，公司饲料销售均价为 2381.87 元/吨，同比增长 7.27%。公司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公司审批后，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

2022 年，受下游需求减少影响，公司兽药产销量有所下降，产能利用率仍较低。

从采购情况看，2022 年，公司血清与佐剂采购量较上年均有所下降。采购价格方面，2022 年，公司血清采购均价同比增长 13.54%，佐剂采购均价同比增长 56.91%；培养基采购金额有所下降。

从采购集中度来看，2022 年，公司兽药业务原材料前五大供应商采购金额为 0.84 亿元，占兽药原材料采购金额的 51.46%，集中度较高。结算方面，公司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 7 天康生物疫苗主要原材料采购情况

原材料	项目	单位	2021 年	2022 年
血清	采购数量	万毫升	4592.93	2933.05
	采购均价	元/毫升	0.96	1.09
	采购金额	万元	4409.21	3198.14
佐剂	采购数量	吨	485.80	170.00
	采购均价	万元/吨	8.10	12.71
	采购金额	万元	3934.98	2161.00
培养基*	采购金额	万元	6020.32	4058.00

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 2023 年跟踪评级报告》

生产方面，2022 年底，公司兽药疫苗产能较上年无变化，当期产量较上年下降 15.36%，产能利用率下降 6.66 个百分点至 36.72%。

销售方面，2022 年，受下游需求减少影响，全年动物疫苗销售量为 130867.26 万头份（毫升），同比下降 0.29%。其中，口蹄疫疫苗销量 73924.73 万头份，同比下降 2.33%；小反刍兽疫疫苗销量 24921.96 万头份，同比下降 7.25%；猪蓝耳病疫苗销量 1051.60 万头份，同比增长 14.95%；猪瘟 E2 疫苗销量 2036.72 万头份，同比下降 23.38%；布病疫苗销量 13543.62 万头份，同比下降 6.56%；其他疫苗销量 15388.64 万头份，同比增长 44.83%。从客户集中度看，

前五名客户销售额占兽药销售金额的 14.85%，销售集中度较低，单一大客户依赖度低。

表 8 天康生物兽药疫苗产销情况

项目	单位	2021 年	2022 年
产能	万毫升	335000.00	335000.00
产量	万毫升	145338.00	123007.00
产能利用率	%	43.38	36.72
销量	万毫升	131768.00	118523.00
销售均价	元/毫升	0.77	0.75
产销率	%	90.66	96.35

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 2023 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。2022 年，公司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；屠宰和代宰数量大幅增加。

采购方面，公司采购渠道及采购政策较上年均未发生变化。养殖方面，2022 年，公司共出栏生猪 202.72 万头，较上年增长 26.44%，主要系公司扩大养殖规模所致。

养殖产能建设方面，公司于 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。目前，公司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，目前在新疆和河南的屠宰场已投入使用，屠宰产能均为 100 万头/年，甘肃屠宰场尚在规划中。截至 2022 年末，公司在新疆、河南、甘肃的生猪产能分别约为 100 万头、100 万头和 70 万头。

销售方面，2022 年，公司种猪对外销售数量为 0.17 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；销售均价较上年有所下降；仔猪对外销售数量为 32.85 万头，较上年下降 11.95%，主要系市场需求低迷所致；销售均价较上年有所下降。

屠宰及食品加工方面，2022 年，公司生猪

屠宰量为 171.00 万头，较上年大幅增长。其中代宰数量为 21.00 万头；肉制品销售为 16.00 万吨。

玉米收储业务方面，2022 年，因销量减少，公司玉米收储业务收入 29.75 亿元，同比有所下降。

4. 非银行金融

公司非银行金融业务主要为担保业务，担保项目具有反担保措施，风险敞口较小。

公司担保、拍卖、典当等非银行的金融业务开展以天康生物下属子公司新疆天康融资担保有限公司（以下简称“天康担保公司”）为主。天康担保公司、天康生物下属子公司河南富桥投资担保有限公司、新疆生产建设兵团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。

截至 2023 年 3 月底，公司担保余额 3.07 亿元，全部有抵押物。2022 年和 2023 年 1—3 月公司分别发生代偿 5914.29 万元和 1332.51 万

元。截至 2022 年底，公司累计发生代偿 29540.46 万元（2021 年底为 23626.17 万元），累计回收金额 12501.63 万元（2021 年底为 11931.17 万元）。

5. 在建项目

2022 年，公司主要在建项目以天康生物旗下项目为主，其中甘肃生猪产业化项目在建设，建成后甘肃生猪产能将进一步增加；公司会根据疫苗研发生产项目进展控制投资节奏。

截至 2022 年末，公司主要在建项目拟投资 40.56 亿元，尚需投资 9.54 亿元，主要为苏州科技园项目和甘肃基地生猪产业化建设项目。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，资金来源为自筹资金；该项目规划为分期建设，公司会根据项目进展控制投资节奏。甘肃基地生猪产业化项目 2023 年预计完成 30 万头生猪产能建设，项目建成后，预计公司甘肃省生猪产能将达到 100 万头/年。

表 9 截至 2022 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程进度	尚需投资
苏州科技园项目	9.55	28.78	6.80
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	83.17	0.94
永昌天康饲料有限公司年产 57 万吨饲料加工项目	1.07	95.44	0.05
水源镇柴家沟村 2400 头 GGP 核心场	1.00	86.28	0.14
宁夏吴忠年产 30 万吨饲料厂项目	0.91	83.03	0.15
肉类城乡冷链物流建设项目	0.90	49.05	0.46
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	0.04
FMD 乳化和包装生产线升级改造	0.56	89.95	0.06
宁夏常新农业 20 万吨级粮食烘干仓储物流项目	0.53	90.13	0.05
活疫苗车间升级改造项目	0.47	93.97	0.03
其他	19.33	95.70	0.83
合计	40.56	/	9.54

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 2023 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。

2022 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 47.66 次、3.62 次和 0.98 次。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 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 2023 年 1—3 月财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2022 年底，公司新纳入合并范围子公司 2 家，不再纳入合并范围子公司 5 家，其中兵团石油公司对收入贡献较高。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围无变化。总体看，公司合并范围变化对 2022 年财务数据可比性影响不大，对 2023 年一季度财务数据可比性有一定影响。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 262.82 亿元，所有者权益 112.66 亿元（含少数股东权益 79.47 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 256.66 亿元，利润总额 1.36 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 271.65 亿元，所有者权益 112.88 亿元（含少数股东权益 79.34 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 43.58 亿元，利润总额 0.26 亿元。

2. 资产质量

截至 2022 年底，公司资产规模变化不大，以库存商品为主的存货及固定资产占比较高，其他应收款中部分债权重组后计入在建工程，存货存在一定减值风险。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 262.82 亿元，较上年底增长 0.86%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 57.23%，非流动资产占 42.77%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2022 年底，公司流动资产 150.40 亿元，较上年底增长 2.35%。公司流动资产主要由

货币资金（占 24.83%）和存货（占 44.66%）构成。

截至 2022 年底，公司货币资金 37.35 亿元，较上年底下降 13.97%，主要系偿还借款所致。公司其他应收款 13.44 亿元，较上年底下降 36.90%，主要系对新疆徕远房地产开发有限公司（以下简称“徕远房地产”）应收款下降至 1.77 亿元（2021 年底为 7.16 亿元）所致。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，计入在建工程，目前公司正在办理徕远广场 A 区产权证书。

截至 2022 年底，公司存货 67.16 亿元，较上年底增长 11.85%，主要系生猪养殖规模扩大，存栏量增加所致。主要由库存商品 40.88 亿元和消耗性生物资产 13.56 亿元构成，累计计提跌价准备 2.07 亿元，计提比例为 2.99%。考虑到生猪养殖行业景气度波动，存在一定减值风险。

（2）非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产 112.41 亿元，较上年底下降 1.08%，公司非流动资产主要由固定资产（占 52.11%）构成。截至 2022 年底，公司固定资产 58.58 亿元，较上年底下降 4.33%，以房屋建筑物和机械设备为主，累计折旧 29.36 亿元。截至 2022 年底，公司在建工程 15.28 亿元，较上年底增长 13.55%，增长主要为徕远广场 A 座 6.54 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 271.65 亿元，较上年底增长 3.36%，规模和结构均较上年底变化不大。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产为货币资金 1.23 亿元，为保证金，资产受限规模很小。

3. 资本结构

截至 2022 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；公司负债结构相对均衡，有息债务有所增长，结构以长期为主，整体债务负担可控。

（1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益 112.66 亿元，较上年底增长 5.57%，主要系天康生物少数股东权益增加所致。其中，实收资本、资本公积和少数股东权益分别占 12.54%、13.67%和 70.54%。资本公积的增加主要系接受注资 2.00 亿元，减少主要系子公司出表所致。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 112.88 亿元，较上年底变化不大。

（2）负债

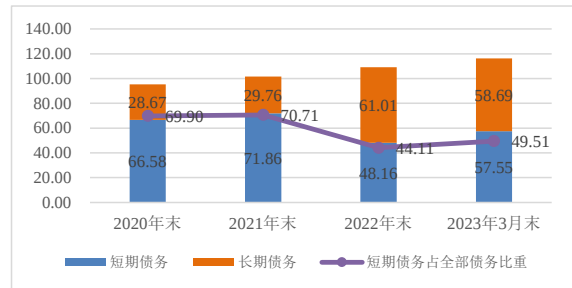
截至 2022 年底，公司负债总额 150.15 亿元，较上年底下降 2.41%。其中，流动负债占 57.44%，非流动负债占 42.56%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至 2022 年底，公司流动负债 86.24 亿元，较上年底下降 27.76%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 45.86%）、其他应付款（占 21.09%）构成。其他应付款 18.19 亿元，主要是与集团外、兵团下属单位的往来款。

截至 2022 年底，公司非流动负债 63.91 亿元，较上年底增长 85.32%，主要系长期借款增长和新发债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 61.02%）、应付债券（占 29.70%）构成。长期借款中，信用借款 26.50 亿元，保证借款 9.61 亿元，抵押借款 2.89 亿元。应付债券为 10 亿元中期票据“22 兵国资 MTN001”、3 亿元公司债“22 兵国 01”和 6 亿元公司债“22 兵国 02”。

截至 2022 年底，公司全部债务 109.17 亿元，较上年底增长 7.43%。债务结构方面，短期债务占 44.11%，长期债务占 55.89%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2022 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 57.13%、49.21%和 35.13%，较上年底分别下降 1.91 个百分点、提高 0.44 个百分点和提高 13.32 个百分点。

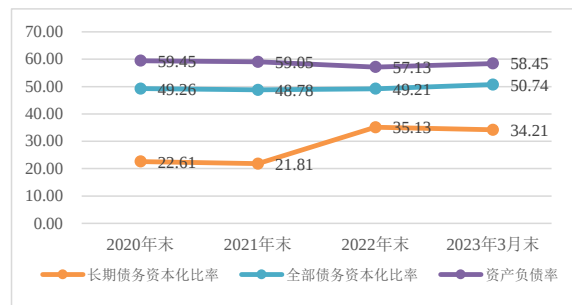
图 4 公司债务规模（单位：亿元）



注：比重数据为百分数

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图 5 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的资料整理

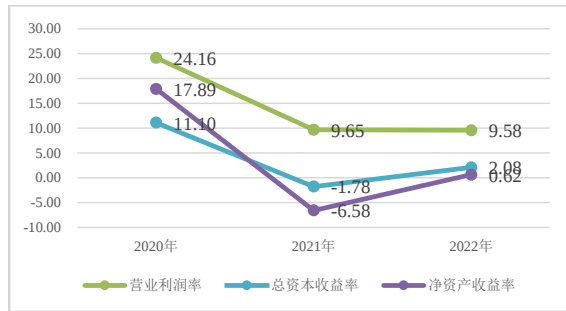
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 158.77 亿元，较上年底增长 5.74%，负债结构较上年底变化不大。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 116.25 亿元，较上年底增长 6.49%，债务结构变化不大。从债务指标来看，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.45%、50.74%和 34.21%，较上年底分别提高 1.31 个百分点、提高 1.52 个百分点和下降 0.92 个百分点。

4. 盈利能力

2022年以来，天康生物业绩回暖带动公司扭亏。2023年一季度，受兵团石油公司出表影响，公司收入水平同比有所下降。公司盈利水平受生猪养殖行业周期波动影响大。

2022年，公司实现营业总收入256.66亿元，同比增长8.28%。

图 6 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

2022年，公司费用总额为21.09亿元，同比下降12.15%。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43.58%、31.55%、8.66%和16.21%。其中，销售费用为9.19亿元，同比下降4.82%，主要系天康生物业务招待费减少所致；管理费用为6.65亿元，同比下降31.92%，主要系2022年度会计政策进行变更，消耗性生物资产的死亡成本由活体承担，将其计入营业成本后，资产报损大幅减少所致；研发费用为1.83亿元，同比增长24.04%，主要系天康生物研发投入增加所致；财务费用为3.42亿元，同比增长10.07%。2022年，公司期间费用率为8.22%，同比下降1.91个百分点。

2022年，公司实现投资收益0.56亿元，其他收益0.94亿元。信用减值损失全部为新增的坏账损失2.20亿元；资产减值损失1.20亿元，主要为天康生物存货跌价准备1.06亿元。

2022年，公司利润总额1.36亿元，同比扭亏。从盈利指标看，营业利润率为9.58%，同比变化不大；总资本收益率和净资产收益率分别为2.08%和0.62%，同比分别提高3.86个百分点和提高7.21个百分点。

2023年1—3月，公司实现营业总收入43.58亿元，同比下降16.90%，主要系兵团石油公司出表所致；营业利润率为9.56%，同比略有上升；利润总额0.26亿元。

5. 现金流

2022年，公司经营获现能力同比略有下

降；投资活动现金净流量随着购建固定资产和闲置资金购买理财，净流出规模有所增长；发行债券使得筹资活动现金流呈现净流入。2023年一季度，兵团石油公司出表导致公司经营活动现金流入规模下降。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入同比变化不大；经营活动现金流出同比增长10.89%。2022年，公司经营活动现金净流入4.73亿元，同比下降79.17%，主要系兵团石油公司出表所致。2022年，公司现金收入比为98.51%，同比下降5.50个百分点。

表 10 公司现金流量净额情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	250.40	257.22	42.58
经营活动现金流出小计	227.70	252.49	46.02
经营活动现金流量净额	22.70	4.73	-3.43
投资活动现金流入小计	1.74	1.55	5.47
投资活动现金流出小计	22.03	28.21	1.76
投资活动现金流量净额	-20.29	-26.67	3.71
筹资活动前现金流量净额	2.41	-21.94	0.27
筹资活动现金流入小计	123.14	126.42	20.19
筹资活动现金流出小计	106.68	110.62	13.85
筹资活动现金流量净额	16.47	15.80	6.35
现金收入比	104.00	98.51	92.28

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入规模不大；投资活动现金流出28.21亿元，同比增长28.07%，主要系公司使用闲置自有资金购买理财产品所致。2022年，公司投资活动现金净流出同比增长31.43%。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长2.66%，其中发行债券收到现金19.00亿元；筹资活动现金流出同比变化不大。2022年，公司筹资活动现金净流入同比变化不大。

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流出同比下降55.59%，主要系兵团石油公司出表所致，现金收入比为92.28%，同比下降6.02个百分点；投资活动现金净流入3.71亿元；筹

资活动现金净流入 6.35 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标表现较好，融资渠道畅通。

截至2022年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有所提高；经营现金流动负债比率同比下降13.53个百分点；现金短期债务提高至0.90倍。

2022 年，公司 EBITDA 利息倍数有所上升，全部债务/EBITDA 有所下降。

表 11 近年来公司偿债指标情况

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标	流动比率(%)	123.09	174.40	160.85
	速动比率(%)	72.79	96.52	84.56
	经营现金/流动负债(%)	19.01	5.48	-3.53
	经营现金/短期债务(倍)	0.32	0.10	-0.06
	现金短期债务比(倍)	0.59	0.90	0.76
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	7.14	13.19	--
	全部债务/EBITDA(倍)	14.23	8.27	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.22	0.04	--
	EBITDA/利息支出(倍)	2.07	3.26	--
	经营现金/利息支出(倍)	6.56	1.17	--

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 2023 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2023 年 3 月底，公司共获得银行授信 273.43 亿元，未使用额度 163.47 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 2022 年底，母公司资产以其他应收款、长期股权投资和在建工程为主，行使债务融资职能，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 2022 年底，母公司资产总额 55.35 亿元，较上年底下降 7.31%。母公司资产以非流动资产 43.24 亿元为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 80.58%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 70.87%）和在建工程（合计）（占 17.81%）构成。

截至 2022 年底，母公司所有者权益为 19.10 亿元，较上年底下降 31.35%，主要系资本公积下降所致。在所有者权益中，实收资本为 14.13 亿元、资本公积合计 9.76 亿元、未分配利润合计-6.31 亿元。

截至 2022 年底，母公司负债总额 36.25 亿元，较上年底增长 13.65%。其中，流动负债 13.11 亿元（占 36.16%），非流动负债 23.15 亿元（占 63.84%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 45.77%）、其他应付款（合计）（占 40.35%）、构成；非流动负债主要由长期借款（占 17.90%）、应付债券（占 82.02%）构成。截至 2022 年底，母公司全部债务 30.11 亿元。其中，长期债务占 76.80%。截至 2022 年底，母公司全部债务资本化比率 61.19%。

2022 年，母公司营业总收入为 0.17 亿元，利润总额为-1.82 亿元。同期，母公司投资收益为 1.37 亿元。

现金流方面，2022 年，母公司经营活动现金流净额为-1.08 亿元，投资活动现金流净额-7.23 亿元，筹资活动现金流净额 5.23 亿元。

十一、外部支持

1. 支持能力

2022 年，兵团一般公共预算收入 1889.17 亿元，比上年增长 14.9%。其中：税收收入 1221.76 亿元，增长 11.8%；非税收入 667.41 亿元，增长 21.1%。一般公共预算支出 5726.08 亿元，增长 6.5%。

2. 支持可能性

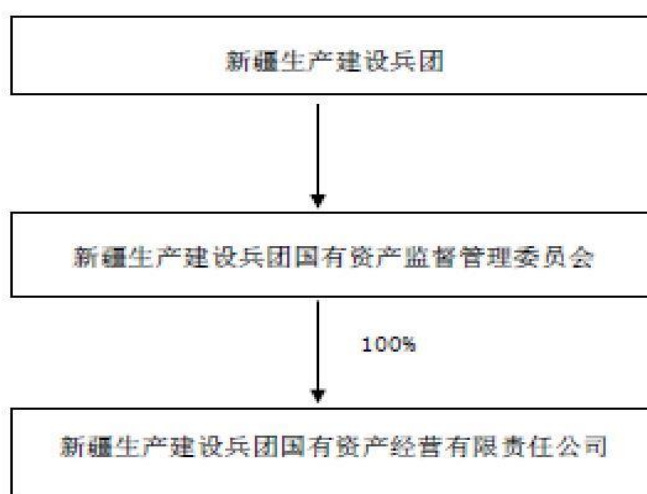
公司作为兵团的国有独资公司，在资金拨付方面持续获得兵团较大力度的政策支持。

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，公司获得增资 2.00 亿元，计入资本公积。

十二、结论

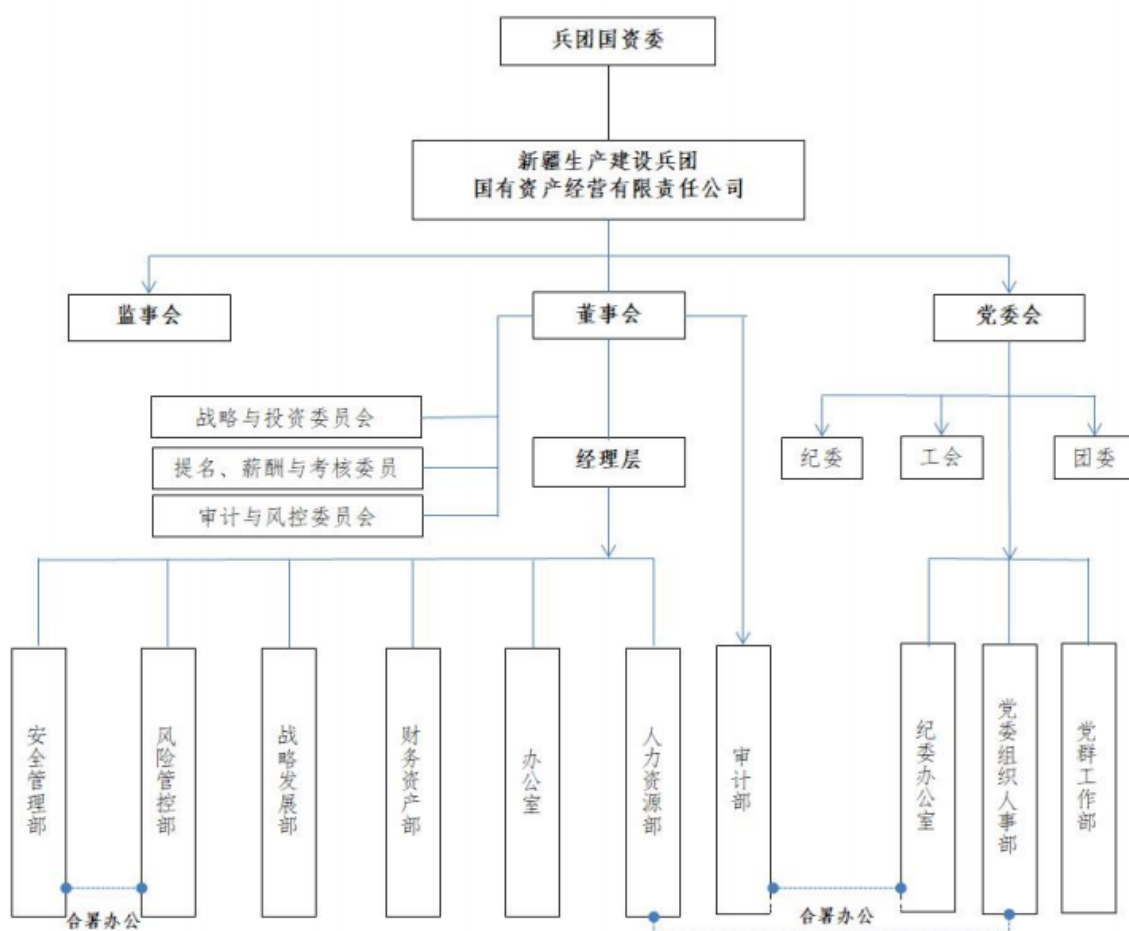
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“22兵国资MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.30	42.20	43.51	43.82
资产总额(亿元)	241.97	260.58	262.82	271.65
所有者权益(亿元)	98.13	106.72	112.66	112.88
短期债务(亿元)	66.58	71.86	48.16	57.55
长期债务(亿元)	28.67	29.76	61.01	58.69
全部债务(亿元)	95.25	101.62	109.17	116.25
营业总收入(亿元)	183.38	237.04	256.66	43.58
利润总额(亿元)	18.83	-5.93	1.36	0.26
EBITDA(亿元)	29.59	7.14	13.19	--
经营性净现金流(亿元)	-4.28	22.70	4.73	-3.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	39.78	49.62	47.66	--
存货周转次数(次)	2.55	3.33	3.62	--
总资产周转次数(次)	0.82	0.94	0.98	--
现金收入比(%)	109.74	104.00	98.51	92.28
营业利润率(%)	24.16	9.65	9.58	9.56
总资本收益率(%)	11.10	-1.78	2.08	--
净资产收益率(%)	17.89	-6.58	0.62	--
长期债务资本化比率(%)	22.61	21.81	35.13	34.21
全部债务资本化比率(%)	49.26	48.78	49.21	50.74
资产负债率(%)	59.45	59.05	57.13	58.45
流动比率(%)	133.84	123.09	174.40	160.85
速动比率(%)	73.02	72.79	96.52	84.56
经营现金流动负债比(%)	-3.86	19.01	5.48	--
现金短期债务比(倍)	0.35	0.59	0.90	0.76
EBITDA 利息倍数(倍)	7.34	2.07	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.22	14.23	8.27	--

注：2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；其他应付款中的有息债务计入短期债务及相关债务指标

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.53	4.07	1.89	1.78
资产总额(亿元)	54.01	59.72	55.35	54.93
所有者权益(亿元)	24.31	27.82	19.10	18.90
短期债务(亿元)	12.37	21.41	6.98	6.78
长期债务(亿元)	10.80	2.39	23.13	23.12
全部债务(亿元)	23.17	23.80	30.11	29.91
营业总收入(亿元)	0.19	0.14	0.17	0.00
利润总额(亿元)	0.03	0.98	-1.82	0.01
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-0.95	2.42	-1.08	0.30
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(%)	63.49	82.74	20.26	/
营业利润率(%)	50.24	16.93	30.28	/
总资产收益率(%)	-1.02	1.91	-3.70	/
净资产收益率(%)	-1.99	3.53	-9.54	/
长期债务资本化比率(%)	30.76	7.90	54.77	55.03
全部债务资本化比率(%)	48.80	46.10	61.19	61.28
资产负债率(%)	54.98	53.42	65.50	65.60
流动比率(%)	119.05	86.98	92.43	87.79
速动比率(%)	119.05	86.98	92.43	87.79
经营现金流动负债比(%)	-5.03	8.20	-8.23	/
现金短期债务比(倍)	0.04	0.19	0.27	0.26
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：2023 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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