

# 第七师国有资产经营(集团)有限公司 2016 年公司 债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：周 依 [yzhou@ccxi.com.cn](mailto:yzhou@ccxi.com.cn)

项目组成员：李春辉 [chhli@ccxi.com.cn](mailto:chhli@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 24 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1100号

## 第七师国有资产经营(集团)有限公司:

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定:

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定;

维持“16 七师 01”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持第七师国有资产经营(集团)有限公司（以下简称“七师国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 七师 01”的债项信用等级为 **AA**。2020 年以来，新疆生产建设兵团第七师（以下简称“第七师”）经济实力快速增长为公司发展提供良好的外部环境，公司持续得到股东的支持等因素对公司发展起到了积极的作用。同时，中诚信国际也关注到公司在建项目较多，或面临一定资本支出压力、受限资产占比高，资产流动性较弱以及财务杠杆维持高位，短期偿债压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

#### 概况数据

| 七师国资（合并口径）     | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 237.47 | 273.24 | 283.58 | 284.87 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 65.84  | 68.87  | 73.07  | 73.88  |
| 总负债（亿元）        | 171.63 | 204.37 | 210.51 | 210.99 |
| 总债务（亿元）        | 121.43 | 143.96 | 146.88 | 143.88 |
| 营业总收入（亿元）      | 57.01  | 102.20 | 87.63  | 17.27  |
| 经营性业务利润（亿元）    | 1.56   | 1.98   | 1.06   | 0.87   |
| 净利润（亿元）        | 1.27   | 1.00   | 0.75   | 1.11   |
| EBITDA（亿元）     | 10.94  | 12.04  | 11.85  | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 1.69   | 8.79   | 7.80   | 8.00   |
| 收现比(X)         | 0.97   | 1.07   | 1.10   | 0.68   |
| 营业毛利率(%)       | 17.81  | 11.81  | 12.32  | 18.90  |
| 应收类款项/总资产(%)   | 22.23  | 14.53  | 14.59  | 14.73  |
| 资产负债率(%)       | 72.28  | 74.80  | 74.23  | 74.07  |
| 总资本化比率(%)      | 64.84  | 67.64  | 66.78  | 66.07  |
| 总债务/EBITDA(X)  | 11.09  | 11.95  | 12.39  | --     |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.27   | 1.79   | 1.80   | --     |

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径中包含长期应付款中利息债务；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充表，故相关指标无法计算。

#### 正 面

■ **良好的外部发展环境。**2020 年，第七师国民经济实力取得快速增长，实现国内生产总值为 213.9 亿元，同比增速 7.7%。第七师所在区域的地理位置重要，区位优势良好，未来随着中央加快新疆发展的政策的逐步落实，第七师所在区域发展潜力巨大，为公司提供了良好的外部发展环境。

■ **股东的持续支持。**公司作为第七师所在区域的开发主体，地位重要，2020 年在资产划转及政府补助等方面得到股东及政府

方面的持续支持。

#### 关 注

■ **在建项目较多，或面临一定资本支出压力。**截至 2020 年末，公司工程施工板块在建项目较多，投资规模较大，项目可持续性较好，但部分项目资金拨付存在一定滞后性，公司未来或面临一定的资本支出压力。

■ **受限资产占比高，资产流动性较弱。**截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 31.50 亿元，主要为受限货币资金、固定资产、融资租赁资产等，占总资产比重为 11.06%，资产流动性较弱。

■ **财务杠杆维持高位，短期偿债压力较大。**公司债务规模较大，截至 2021 年 3 月末，公司总债务为 143.88 亿元；资产负债率和总资本化比率分别为 74.07%和 66.07%，财务杠杆维持高位。此外，截至 2021 年 3 月末公司短期债务规模为 70.16 亿元，短期偿债压力较大。

#### 评级展望

中诚信国际认为，第七师国有资产经营(集团)有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**第七师经济实力显著增强，公司在第七师的业务重要性及战略地位大幅提升；公司资本实力显著增强，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司在第七师重要性下降，致使股东及各方支持意愿减弱，核心资产及子公司被划出；公司的财务指标及再融资环境均出现明显恶化，偿债安排不明朗等。

#### 同行业比较

| 同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表 |             |               |              |               |             |                  |
|----------------------------|-------------|---------------|--------------|---------------|-------------|------------------|
| 公司名称                       | 总资产<br>(亿元) | 所有者权益<br>(亿元) | 资产负债率<br>(%) | 营业总收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营活动净现金流<br>(亿元) |
| 七师国资                       | 283.58      | 73.07         | 74.23        | 87.63         | 0.75        | 7.80             |
| 新疆绿原国有资产经营集团有限公司           | 174.29      | 77.44         | 55.57        | 63.92         | 2.49        | -17.49           |

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

| 债券简称     | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 上次评级时间     | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 存续期                   | 特殊条款       |
|----------|----------|----------|------------|--------------|--------------|-----------------------|------------|
| 16 七师 01 | AA       | AA       | 2020/06/22 | 10.00        | 1.81         | 2016/10/27~2021/10/27 | 回售、票面利率选择权 |

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 七师 01”发行金额为 10.00 亿元，根据公司公开披露信息，截至 2021 年 4 月末，上述债项所募集资金已按照约定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**新疆生产建设兵团政治经济地位突出，第七师所处地理位置重要，区位优势明显，未来发展潜力巨大，为公司发展提供了良好的外部环境**

新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，是党政军企一体化的特殊社会组织。2020 年兵团生产总值 2,905.14 亿元，比上年增长 4.5%。三次产业增加值占生产总值比重分别为 23.2%、35.3% 和 41.5%。

固定资产投资方面，2020 年兵团固定资产投资（不含农户）比上年增长 22.4%。分产业看，第一产业投资比上年增长 87.1%；第二产业投资增长 11.4%；第三产业投资增长 26.2%。分区域看，南疆师市投资增长 28.5%，北疆师市投资增长 20.1%。

第七师境域分布在新疆维吾尔自治区的奎屯市、乌苏市、克拉玛依市及沙湾县、和布克赛尔蒙古自治县境内，师部驻地为准屯市。第七师所在区域在新疆地位重要，区位优势明显，近年来第七师所在区域经济快速发展，经济实力不断提升。2019 年，经国务院批准，同意设立县级胡杨河市，由新疆维吾尔自治区直辖，胡杨河市与第七师实行师市

合一管理体制，由新疆生产建设兵团管理。根据公司提供资料显示，2020 年，第七师国民经济实力取得快速增长，当年全师实现国内生产总值（现价）为 213.9 亿元，同比增速 7.7%，三产结构为 29.9:36.4:33.7。固定资产投资方面，2020 年全年固定资产投资总额 140.11 亿元，比上年增长 20.00%。

中诚信国际认为，随着中央支持新疆加快发展的诸多优惠政策逐步落实，兵团特殊的政治经济地位等优势将更加突出。第七师所处地理位置重要，区域优势明显，未来区域发展潜力巨大，为公司提供了良好的外部发展环境。

**公司发电业务经营稳健，2020 年随着供电需求的增长、营业收入稳步提升，发展潜力较好**

公司电力板块仍由控股子公司新疆锦龙电力集团有限公司（以下简称“锦龙电力”）负责运营。2020 年，公司实现电力收入 16.09 亿元。

截至 2020 年末，锦龙电力合计（含全资、控股、参股公司）拥有三座热电联产发电厂、五座水力发电站，合计总装机容量为 687.80 兆瓦。输电能力方面，截至 2020 年末，锦龙电力拥有 220 千伏线路 4 条，总长度 276 千米；110 千伏线路 50 条，总长度 588 千米；35 千伏线路 42 条，总长度 478 千米。截至 2020 年末，锦龙电力共拥有 220 千伏变电站 3 座，总容量 960 兆伏安；110 千伏变电站 30 座，总容量 2,194.15 兆伏安；35 千伏变电站 50 座，总容量 563.05 兆伏安；公司电网负荷交换最大能力为 623.98 兆瓦。

发电方面，2020 年公司发电量为 37.70 亿千瓦时，以火电为主。2020 年，火电的发电成本约为 0.25 元/千瓦时，受煤炭价格等因素影响有所波动；公司水力发电成本约为 0.23 元/千瓦时。

表 1：截至 2020 年末锦龙电力已运营项目情况（亿元、亿千瓦时）

| 项目名称       | 装机容量    | 持股比例 | 总投资  | 2020 年发电量 | 投产时间 | 发电类型 | 是否并表 |
|------------|---------|------|------|-----------|------|------|------|
| 奎屯热电二厂     | 2×25MW  | 100% | 0.93 | 3.70      | 2003 | 火电   | 是    |
| 乌苏水电分公司    | 15.75MW | 100% | 0.19 | 0.70      | 2008 | 水电   | 是    |
| 奎屯锦疆热电有限公司 | 2×135MW | 50%  | 3.20 | 13.60     | 2005 | 火电   | 是    |
| 奎屯水电分公司    | 63MW    | 100% | 1.00 | 1.50      | 2016 | 水电   | 是    |

|              |                 |           |             |              |           |           |           |
|--------------|-----------------|-----------|-------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 新疆华仪锦龙热电有限公司 | 200MW           | 51%       | 1.53        | 15.00        | 2016      | 火电        | 是         |
| 奎屯国源电力有限责任公司 | 20.05MW         | 50%       | 0.38        | 0.60         | 2009      | 水电        | 否         |
| 奎屯国能电力有限责任公司 | 18.5MW          | 50%       | 0.41        | 0.60         | 2009      | 水电        | 否         |
| 奎屯新北电力有限责任公司 | 50.5MW          | 50%       | 0.80        | 2.00         | 2009      | 水电        | 否         |
| <b>合计</b>    | <b>687.80MW</b> | <b>--</b> | <b>8.44</b> | <b>37.70</b> | <b>--</b> | <b>--</b> | <b>--</b> |

注：未并表项目因公司持股比例未达到控股要求。

资料来源：公司提供

售电方面，2020 年，公司售电量为 42.00 亿千瓦时，与上年基本持平；其中外购电量为 19.00 亿千瓦时，外购电量在总售电量中的占比为 45.24%。2020 年，公司平均售电价格为 0.313 元/千瓦时，应收电费的拖欠比例约 20%，拖欠比例偏高。

电力在建项目方面，截至 2020 年末，公司电力在建项目主要为锦龙神雾 2\*350MW 热电工程，项目总投资共计 24.00 亿元，已投资 21.00 亿元。

锦龙电力在为第七师地区供应电力的同时还负责地区的部分采暖供热业务，供热成本与供电成本一同核算，2020 年锦龙电力实现供热收入 2.38 亿元。

中诚信国际认为，公司电力业务经营稳健，2020 年来随着电力需求的增长营业收入稳步提升，未来具有较大的发展潜力。

#### 公司工程施工板块项目可持续性较好，但部分项目资金拨付存在一定滞后性，未来或存在一定资金压力

公司工程施工板块仍由新疆天北城市建设投资有限公司（以下简称“天北城投”）和新疆北方建设集团有限公司（以下简称“北方建设”）负责运营。2020 年公司实现工程板块收入 24.13 亿元，其中天北城投 0.95 亿元，北方建设 23.18 亿元。

天北城投仍采用委托代建的模式进行，通过收取管理费确认收入，通过自筹和财政拨款获取项目建设资金。截至 2020 年末，天北城投在建项目主要为 2017 胡杨河道路、2016 农业科技交流中心等，总投资规模 5.28 亿元，已投资 3.09 亿元，资金均来源于财政拨款，天北城投在建项目较少，未来该板块投资规模小。

北方建设方面，截至 2020 年末，北方建设业务

模式较上年无变化，仍采用工程总承包的模式进行建设，并通过招投标的方式获取项目。截至 2020 年末，北方建设在手合同 157 笔，合同金额合计为 50.57 亿元；2020 年，北方建设新增合同 115 笔，合同金额合计为 33.77 亿元。截至 2020 年末，北方建设在建项目总投资约 24.29 亿元，已投资约 7.45 亿元，考虑到天北城投工程施工资金来源为财政拨款，但部分项目资金拨付存在一定的滞后性，公司存在一定的资金压力。

中诚信国际认为，公司工程施工板块在建项目较多，投资规模较大，项目可持续性好，但部分项目资金拨付存在一定滞后性，公司未来或面临一定的资本支出压力。

#### 跟踪期内公司化工板块营业收入基本持平，但随着化工业务的多元化发展，未来利润水平有望得到支撑，但仍需关注行业及市场因素

公司化工板块仍由奎屯锦疆化工有限公司（以下简称“锦疆化工”）负责运营，近年来随着锦疆化工积极进行多元化发展，当前主要经营有尿素、三聚氰胺、氧化铝及铝锭贸易等业务。2020 年，公司化工板块实现收入 18.38 亿元，较上年基本持平。

原材料采购方面，锦疆化工所需原材料主要系原料煤和燃料煤，2020 年分别采购 69 万吨和 46 万吨，采购单价分别为 355 元/吨和 236 元/吨。

表 2：2018~2020 年锦疆化工原料采购情况  
(万吨、元/吨)

| 项目  | 2018 |     | 2019 |     | 2020 |     |
|-----|------|-----|------|-----|------|-----|
|     | 数量   | 单价  | 数量   | 单价  | 数量   | 单价  |
| 原料煤 | 66   | 395 | 61   | 386 | 69   | 355 |
| 燃料煤 | 47   | 218 | 45   | 218 | 46   | 236 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，锦疆化工仍以现款现货销售方式为主，客户以新疆区域范围内客户为主。2020 年，公

司尿素的产量和销量分别为 71.60 万吨和 71.76 万吨，平均售价为 1,322 元/吨，较 2019 年小幅下降；同年，公司三聚氰胺平均售价下降至 4,132 元/吨，主要受整体市场行情波动影响。2020 年，公司实现氧化铝及铝锭贸易销售收入 1.65 亿元。

**表 3：2018~2020 年锦疆化工主要化工产品产销情况**  
(万吨、%、元/吨)

|      | 项目   | 2018  | 2019  | 2020  |
|------|------|-------|-------|-------|
| 尿素   | 产量   | 55.43 | 55.00 | 71.60 |
|      | 销量   | 60.86 | 55.00 | 71.76 |
|      | 产销率  | 110   | 100   | 100   |
|      | 平均售价 | 1,537 | 1,500 | 1,322 |
| 三聚氰胺 | 产量   | 4.10  | 4.31  | 6.85  |
|      | 销量   | 3.95  | 4.44  | 6.95  |
|      | 产销率  | 96    | 97    | 100   |
|      | 平均售价 | 6,014 | 4,537 | 4,132 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司化工板块受尿素和三聚氰胺平均价格下降影响，营业收入小幅降低；但随着公司化工业务的多元化发展，产业链将得到延伸，产品结构有望进一步优化，该板块盈利水平有望得到支撑，但行业及市场因素的影响仍需关注。

### 公司种业板块具备一定技术优势，2020 年营业收入与上年基本持平；公司出售 4 个轧花厂使得 2020 年棉业收入大幅下滑

公司种业板块由仍由控股子公司新疆锦棉种业科技股份有限公司（以下简称“锦棉种业”）负责运营。截至 2020 年末，锦棉种业通过合作研发及外购等方式拥有农作物品种审定合格证的品种达 19 个，同年实现营业收入 1.51 亿元。

公司现代农业系集纺织贸易、畜牧养殖农产品加工及销售、白糖、番茄加工及出口贸易、农业机械经销及服务为一体的七师农业产业化龙头企业。2020 年，实现棉业和糖业收入分别为 18.62 亿元和 1.11 亿元，其中因公司出售 4 个轧花厂使得棉业收入大幅下滑。

中诚信国际认为，公司种业板块具备一定的技术优势，2020 年营业收入有所上升；同年由于出售轧花厂使得棉业收入大幅下降。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，财务数据报告均采用期末数。

### 2020 年公司受棉业收入大幅下滑影响，营业总收入随之下降；同年期间费用率小幅降低，利润总额受坏账损失规模降低影响小幅上升

2020 年，公司营业总收入受棉业降幅较大影响有所下降。同期，公司电力、种业等板块收入小幅增加；化工业务收入受尿素和三聚氰胺价格下降影响小幅降低。毛利率方面，受糖业毛利率大幅提高至 7.84%，带动综合毛利率小幅增加 0.51%。化工板块受行业波动影响，毛利率水平波动明显。

**表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)**

| 收入    | 2018  | 2019   | 2020  |
|-------|-------|--------|-------|
| 电力    | 12.06 | 15.76  | 16.09 |
| 化工    | 23.02 | 18.43  | 18.38 |
| 工程    | 17.43 | 17.41  | 24.13 |
| 种业    | 1.07  | 1.51   | 1.56  |
| 糖业    | --    | 1.64   | 1.11  |
| 棉业    | --    | 41.40  | 18.62 |
| 其他    | 3.43  | 6.06   | 5.52  |
| 合计/综合 | 57.01 | 102.20 | 87.63 |
| 毛利率   | 2018  | 2019   | 2020  |
| 电力    | 22.84 | 13.82  | 15.13 |
| 化工    | 19.14 | 20.28  | 15.96 |
| 工程    | 11.16 | 8.92   | 9.37  |
| 种业    | 21.81 | 8.14   | 7.69  |
| 糖业    | --    | 0.55   | 7.84  |
| 棉业    | --    | 5.13   | 5.69  |
| 其他    | 23.86 | 40.35  | 25.54 |
| 合计/综合 | 17.81 | 11.81  | 12.32 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年公司期间费用较上年基本持平，主要包括销售费用和财务费用，管理费用有所降低。公司债务规模较高，使得财务费用处于高位。同时由于 2020 年营业总收入降幅较大，期间费用率上升至 10.97%。

利润总额方面，2020 年，受棉业收入大幅下滑的影响经营性业务利润同比下降，但同时资产减值损失规模降低，带动利润总额小幅上升。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| 项目          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021.1~3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用        | 2.83  | 2.55  | 3.06  | 0.99     |
| 管理费用（含研发费用） | 2.60  | 3.17  | 2.47  | 0.49     |
| 财务费用        | 3.13  | 4.10  | 4.08  | 0.89     |
| 期间费用合计      | 8.56  | 9.83  | 9.62  | 2.37     |
| 期间费用率(%)    | 15.01 | 9.62  | 10.97 | 13.72    |
| 经营性业务利润     | 1.56  | 1.98  | 1.06  | 0.87     |
| 资产减值损失      | -0.42 | -1.63 | -0.80 | -0.01    |
| 利润总额        | 1.46  | 0.78  | 0.83  | 1.11     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司资本结构相对稳定，债务规模维持高位，财务杠杆比率较高

截至 2021 年 3 月末，公司资产以非流动资产为主，占总资产比重为 62.25%。非流动资产方面，受在建项目持续投入影响，2020 年末在建工程有所增加。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2020 年末，公司货币资金大幅减少，其中受限货币资金金额为 8.75 亿元，主要系银行承兑保证金；同期末，公司应收账款维持较高规模，主要系应收天北新区管委会、新疆生产建设兵团第七师一三零团、新疆生产建设兵团第七师一二九团、六枝华汇交通投资发展有限公司及农七师公路建管处等单位款项；受库存商品增加影响存货规模上升。

表 6：近年来公司主要资产情况（亿元）

| 项目    | 2018  | 2019  | 2020  | 2021.3 |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金  | 19.03 | 43.19 | 26.31 | 28.86  |
| 应收账款  | 29.06 | 22.82 | 22.44 | 22.97  |
| 其他应收款 | 23.24 | 15.44 | 17.74 | 18.02  |
| 存货    | 14.98 | 21.34 | 29.58 | 24.04  |
| 固定资产  | 85.60 | 96.96 | 93.65 | 101.23 |
| 在建工程  | 26.36 | 33.03 | 45.81 | 38.34  |
| 无形资产  | 14.16 | 14.15 | 14.25 | 14.25  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司负债以流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付票据和其他应付款构成。2020 年末，

受短期借款陆续到期偿还，公司短期借款有所减少，但仍维持较高规模；同期末，公司应付账款主要系未结算工程款、设备款等；其他应付款主要系与雅泰实业集团有限公司、新疆锦通融资担保有限公司、新疆生产建设兵团第七师一三零团、新疆生产建设兵团第七师胡杨河市等单位的往来款，较上年末基本持平。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2020 年末长期借款有所增加，其中主要来自于保证借款的增加；应付债券受调整至一年内到期的非流动负债影响有所下降；长期应付款主要包括融资租赁款、农发重点建设基金、国开发展基金项目款及兵团投资中心项目款等款项。

权益方面，近年来公司实收资本均为 17.28 亿元。2020 年公司收到无偿划入的胡杨河锦润农供销产业有限公司股权使得资本公积有所增长。债务方面，受在建项目持续投入等因素影响公司总债务维持高位，截至 2020 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 74.07%和 66.07%，财务杠杆率较高。

表 7：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

| 项目     | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 短期借款   | 42.58  | 52.55  | 39.98  | 36.06  |
| 应付账款   | 24.87  | 20.21  | 19.72  | 23.38  |
| 应付票据   | 9.31   | 18.86  | 18.25  | 18.92  |
| 其他应付款  | 13.76  | 17.42  | 17.68  | 19.10  |
| 长期借款   | 32.86  | 34.02  | 43.49  | 44.96  |
| 应付债券   | 20.00  | 16.81  | 5.00   | 5.00   |
| 长期应付款  | 14.32  | 24.74  | 28.09  | 28.39  |
| 实收资本   | 17.28  | 17.28  | 17.28  | 17.28  |
| 资本公积   | 23.47  | 25.29  | 28.30  | 28.86  |
| 总债务    | 121.43 | 143.96 | 146.88 | 143.88 |
| 资产负债率  | 72.28  | 74.80  | 74.23  | 74.07  |
| 总资本化比率 | 64.84  | 67.64  | 66.78  | 66.07  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2020 年，公司经营活动净现金流与上年基本持平；投资活动净现金流持续为负；受偿还较大规模债务影响，筹资活动净现金流由正转负。EBITDA 和经营活动净现金流可以有效覆盖利息支出，但货币资金无法覆盖短期债务**

经营活动现金流方面，2020 年销售商品、提供劳务收到的现金流量同比变化较小；投资活动净现

金流受构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多影响，持续为负；筹资活动受当年偿还较大规模债务影响由正转负。偿债能力指标方面，公司经营活动净现金流和 EBITDA 可以有效覆盖利息支出，但无法覆盖债务本金。截至 2021 年 3 月末，公司短期债务为 70.16 亿元，短期债务压力大，同期末货币资金/短期债务为 0.41 倍，货币资金无法对短期债务形成有效覆盖，公司面临较大的短期偿债压力。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| 项目                | 2018  | 2019  | 2020   | 2013  |
|-------------------|-------|-------|--------|-------|
| 经营活动净现金流          | 1.69  | 8.79  | 7.80   | 8.00  |
| 投资活动净现金流          | -8.45 | -9.62 | -12.34 | -1.80 |
| 筹资活动净现金流          | 49.36 | 64.27 | -9.28  | -2.88 |
| 总债务/经营活动净现金流      | 71.81 | 16.39 | 18.83  | -     |
| 经营活动净现金流/利息支出     | 0.35  | 1.31  | 1.19   | 5.48  |
| 总债务/EBITDA        | 11.09 | 11.95 | 12.39  | -     |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 2.27  | 1.79  | 1.80   | -     |
| 货币资金/短期债务         | 0.35  | 0.56  | 0.36   | 0.41  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司到期债务规模大，面临集中偿还压力，需关注偿还资金安排；公司备用流动性较好，受限资产占比高，无对外担保

到期债务分布方面，截至 2021 年 3 月末，公司合并口径债务总额 143.88 亿元，其中 2021 年 4~12 月、2022~2023 年到期金额分别为 74.46 亿元<sup>1</sup>、1.50 亿元和 7.18 亿元。总体来看，2021 年为公司债务偿还高峰期，面临集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排及后续债务结构调整情况。

表 9：截至 2021 年 3 月末公司合并口径债务到期分布（亿元）

| 到期时间 | 2021.4~12 | 2022 | 2023 | 2024 及以后 |
|------|-----------|------|------|----------|
| 到期金额 | 74.46     | 1.50 | 7.18 | 60.75    |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得各银行授信总额为 175.08 亿元，已使用额度为 86.73 亿元，未使用额度 88.35 亿元，备用流动性较好。

<sup>1</sup> 与财务统计口径略有差异。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 31.50 亿元，主要为受限货币资金、固定资产、融资租赁资产等，占总资产比重为 11.06%，受限资产占比高，资产流动性较弱。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 05 月 08 日，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。债务融资工具方面，经查询，公司最近三年未出现延迟支付债务本金及利息的情况。

## 外部支持

**公司持续获得股东在资金、股权、资产注入等方面的支持，同时部分业务已具备一定市场化运作能力，具有一定的竞争及抗风险能力**

近年来，第七师所处区域经济快速发展，经济实力不断增强。此外 2019 年，经国务院批准，同意设立县级胡杨河市，由新疆维吾尔自治区直辖，胡杨河市与第七师实行师市合一管理体制，由新疆生产建设兵团管理。公司作为第七师所在区域的开发主体，获得了较好的外部发展环境。

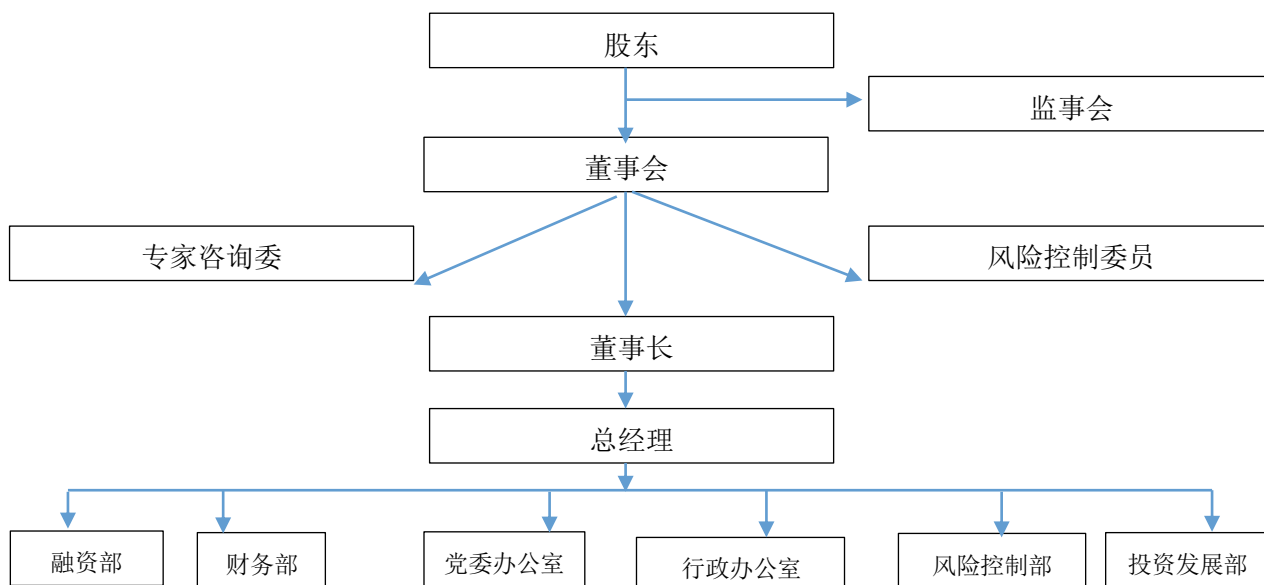
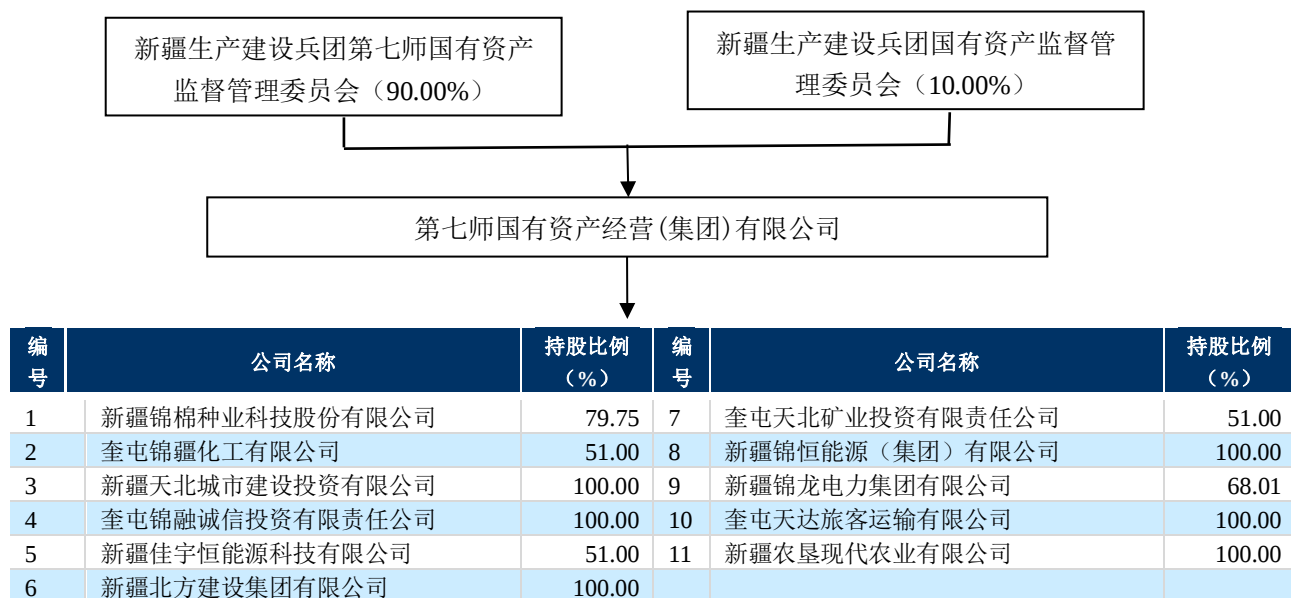
七师国资为第七师国资委下属最大的国有资产投资经营主体，其发展得到了第七师在资产注入和资金方面的大力支持。2020 年，第七师将胡杨河锦润农供销产业有限公司无偿划转至公司。资金支持方面，2020 年公司收到政府补助 0.37 亿元。

总体来看，在公司现有业务经营模式下，公司具备一定的抗风险能力，2020 年股东及政府方面对公司股权划转、政府补助等方面持续支持，公司抗风险能力进一步增强。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持第七师国有资产经营(集团)有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 七师 01”的债项信用等级为 **AA**。

## 附一：第七师国有资产经营(集团)有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：第七师国有资产经营(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）       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 190,299.55   | 431,897.15   | 263,111.51   | 288,613.00   |
| 应收账款              | 290,569.19   | 228,200.94   | 224,389.29   | 229,706.65   |
| 其他应收款             | 232,758.74   | 155,940.31   | 177,357.22   | 180,151.54   |
| 存货                | 149,777.58   | 213,373.05   | 295,751.60   | 240,373.59   |
| 长期投资              | 62,174.58    | 56,879.16    | 64,305.12    | 68,550.36    |
| 在建工程              | 263,621.18   | 330,312.76   | 458,079.67   | 383,379.63   |
| 无形资产              | 141,633.68   | 141,482.44   | 142,524.72   | 142,510.40   |
| 总资产               | 2,374,652.64 | 2,732,378.17 | 2,835,813.32 | 2,848,685.21 |
| 其他应付款             | 142,642.67   | 182,208.67   | 176,802.62   | 190,979.58   |
| 短期债务              | 545,887.05   | 768,997.22   | 735,299.52   | 701,578.93   |
| 长期债务              | 668,369.30   | 670,601.99   | 733,454.36   | 737,269.40   |
| 总债务               | 1,214,256.36 | 1,439,599.21 | 1,468,753.88 | 1,438,848.33 |
| 总负债               | 1,716,283.42 | 2,043,684.18 | 2,105,139.88 | 2,109,901.24 |
| 费用化利息支出           | 33,470.92    | 42,883.66    | 21,642.39    | 5,279.62     |
| 资本化利息支出           | 14,825.70    | 24,367.25    | 44,052.46    | 9,330.19     |
| 实收资本              | 172,828.12   | 172,828.12   | 172,828.12   | 172,828.12   |
| 少数股东权益            | 159,716.94   | 159,650.16   | 168,513.51   | 163,157.28   |
| 所有者权益合计           | 658,369.22   | 688,693.99   | 730,673.44   | 738,783.97   |
| 营业总收入             | 570,073.67   | 1,021,983.36 | 876,312.39   | 172,688.68   |
| 经营性业务利润           | 15,614.32    | 19,828.31    | 10,585.15    | 8,668.26     |
| 投资收益              | 2,796.75     | -652.68      | 5,052.44     | 2,687.61     |
| 净利润               | 12,711.18    | 10,000.45    | 7,548.15     | 11,086.76    |
| EBIT              | 48,081.57    | 50,725.35    | 29,902.70    | 16,387.54    |
| EBITDA            | 109,442.69   | 120,443.81   | 118,545.73   | --           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 550,407.52   | 1,088,641.50 | 965,139.68   | 117,370.56   |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 12,870.59    | 28,442.67    | 68,652.65    | 25,119.93    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 433,902.69   | 880,620.79   | 838,928.34   | 44,123.99    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 48,645.93    | 81,807.16    | 49,932.96    | 9,838.90     |
| 吸收投资收到的现金         | 3,000.00     | --           | 0.00         | 0.00         |
| 资本支出              | 93,253.83    | 96,872.91    | 123,409.19   | 18,022.64    |
| 经营活动产生现金净流量       | 16,909.15    | 87,854.15    | 78,016.05    | 80,030.24    |
| 投资活动产生现金净流量       | -84,496.56   | -96,244.77   | -123,409.19  | -18,022.64   |
| 筹资活动产生现金净流量       | -26,120.34   | 192,336.06   | -92,835.07   | -28,812.72   |
| 财务指标              | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
| 营业毛利率(%)          | 17.81        | 11.81        | 12.32        | 18.90        |
| 期间费用率(%)          | 15.01        | 9.62         | 10.97        | 13.72        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 22.23        | 14.53        | 14.59        | 14.73        |
| 收现比(X)            | 0.97         | 1.07         | 1.10         | 0.68         |
| 总资产收益率(%)         | 2.10         | 1.99         | 1.07         | --           |
| 资产负债率(%)          | 72.28        | 74.80        | 74.23        | 74.07        |
| 总资本化比率(%)         | 64.84        | 67.64        | 66.78        | 66.07        |
| 短期债务/总债务(%)       | 44.96        | 53.42        | 0.50         | 0.49         |
| FFO/总债务(X)        | 0.09         | 0.09         | 0.10         | 0.22         |
| FFO 利息倍数(X)       | 2.25         | 1.93         | 2.18         | 5.48         |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.35         | 1.31         | 1.19         | 5.48         |
| 总债务/EBITDA(X)     | 11.09        | 11.95        | 12.39        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.20         | 0.16         | 0.16         | --           |
| 货币资金/短期债务(X)      | 0.35         | 0.56         | 0.36         | 0.41         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 2.27         | 1.79         | 1.80         | --           |

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径中包含长期应付款中带息债务；3、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充表，故相关指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标   |                    | 计算公式                                                          |
|------|--------------------|---------------------------------------------------------------|
| 资本结构 | 短期债务               | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
|      | 长期债务               | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项                                       |
|      | 总债务                | =长期债务+短期债务                                                    |
|      | 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+所有者权益合计)                                            |
|      | 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                                      |
|      | 应收类款项/总资产          | =(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产                                       |
| 盈利能力 | 营业成本合计             | =营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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        |
|      | 营业毛利率              | =(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入                                         |
|      | 期间费用合计             | =财务费用+管理费用+销售费用+研发费用                                          |
|      | 期间费用率              | =(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入                                  |
|      | 经营性业务利润            | =营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益                  |
|      | EBIT (息税前盈余)       | =利润总额+费用化利息支出                                                 |
|      | EBITDA (息税折旧摊销前盈余) | =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                                      |
|      | 总资产收益率             | =EBIT/总资产平均余额                                                 |
|      | EBIT 利润率           | =EBIT/当年营业总收入                                                 |
| 现金流  | EBITDA 利润率         | =EBITDA/当年营业总收入                                               |
|      | FFO (营运现金流)        | =经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)                |
|      | 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 利息覆盖倍数      | =EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                     |
|      | FFO 利息覆盖倍数         | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                        |
|      | 经营活动净现金流利息覆盖倍数     | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                   |

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 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      | 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。

| 中长期债券等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| 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。

| 短期债券等级符号 | 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      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。