

信用等级公告

联合[2006] 505 号

联合资信评估有限公司通过对新疆天业股份有限公司 2006 年度信用状况进行综合分析和评估, 确定

新疆天业股份有限公司
2006 年度企业主体长期信用等级为
A

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零六年十一月八日



地址: 北京市朝阳区安慧里四区 15 楼五矿大厦 16 层 (100101)

电话: 010-64912118

传真: 010-64912663

<http://www.lianheratings.com.cn>

新疆天业股份有限公司

2006 年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果:

A

评级时间:

2006 年 11 月 8 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	06 年中期
资产总额(万元)	337181.38	387169.53	471091.14	473306.23
所有者权益(万元)	113586.02	118923.61	133466.09	121111.32
主营业务收入(万元)	185969.56	258655.59	304776.13	143939.36
利润总额(万元)	7661.96	11183.40	18862.09	14697.03
负债比率(%)	61.02	63.46	67.11	65.00
全部债务资本化比率(%)	54.35	53.54	58.06	58.45
净资产收益率(%)	5.21	6.29	12.00	8.72
流动比率(%)	145.18	113.23	91.56	109.11
EBITDA 利息倍数(倍)	3.86	4.62	5.16	4.57
债务保护倍数	0.11	0.12	0.14	0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.02	-0.07	-0.33	-0.04
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.41	-1.78	-9.11	-1.49

分析员

张 弛 刘文炳 刘雪城

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层 (100101)

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

新疆天业股份有限公司(以下称“公司”或“新疆天业”)是我国最大的电石法聚氯乙烯(PVC)生产企业之一,同时也是我国最大的节水滴灌器材生产企业。氯碱化工是重要的基础化工材料,目前正处于高速发展期,发展前景较好;节水灌溉符合国家有关农业的发展政策,受到政府的大力支持。近年,公司氯碱产品产销大幅增长,节水灌溉推广面积逐年增加,公司整体经营良好。

公司资产质量良好,但债务负担重。公司盈利水平高,通过经营活动获取现金的能力强。总体上看,公司整体信用风险较低。

优势

1. 公司地处新疆,生产所需的石灰石、煤炭等资源丰富,电力价格低。
2. PVC 产品生产成本优势明显,在国内同行业中竞争优势较为突出。
3. 节水灌溉器材生产具有国内领先的规模优势和技术优势,符合国家农业发展需要,发展空间广阔。

关注

1. 国内 PVC 产能增加过快,可能会发生供过于求的状况。
2. 公司所处地理位置较为偏远,运输成本较高,对公司产品销售产生一定负面影响。
3. 公司债务负担较重。

一、主体概况

新疆天业股份有限公司是经新疆生产建设兵团经济体制改革委员会于 1996 年 12 月 30 日以兵体改发[1996]20 号文批准，由新疆石河子天业塑化总厂（以下称“塑化总厂”）独家发起募集设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发[1997]第二季度 5 号文批准，公司于 1997 年公开发行人民币普通股 2700 万股（股票简称：新疆天业；股票代码：600075）。根据国家财政部财企[2002]206 号文件和新疆生产建设兵团新兵函（2002）3 号文的批准，将塑化总厂所持公司的国有法人股股权划至新疆天业（集团）有限公司（以下称“天业集团”），同时塑化总厂予以撤销，天业集团成为公司控股股东。2006 年上半年，公司实施了股权分置改革，天业集团持有公司股份由 57.14% 下降至 43.27%。目前，天业集团仍为公司第一大股东。天业集团是新疆生产建设兵团农八师、石河子市国有资产监督管理委员会的全资子公司，因此，公司实际控制人是新疆生产建设兵团农八师和石河子市国有资产监督管理委员会。截至 2006 年 6 月，公司拥有 11 家控股子公司、5 家参股公司和 4 家分公司。

公司主营业务为：塑料制品、化工产品的生产和销售，商贸、农业种植和番茄制品加工、建筑安装及房地产开发。

截至 2005 年底，公司合并资产总额 471091.14 万元，股东权益 133466.09 万元。2005 年公司实现主营业务收入 304776.13 万元，利润总额 18862.09 万元。2005 年度公司经营活动产生的现金流量净额为 26132.92 万元。

截至 2006 年 6 月 30 日，公司合并资产总额 473306.23 万元，所有者权益 121111.32 万元。2006 上半年，公司实现主营业务收入 143939.36 万元，利润总额 14697.03 万元；经营活动产生的现金流量净额为 28015.88 万元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区石河子经济技术开发区北三东路 36 号。法人代表：郭庆人。

二、行业分析

公司主营业务为氯碱化工产品和节水成套器材等塑料产品的生产和销售，主要产品为聚氯乙烯（PVC）、烧碱和节水器材。

1. 氯碱工业

氯碱工业是传统的原料化工行业，主要包括 PVC 和烧碱两种产品。

PVC 是我国消费量最大的合成树脂产品之一，其具有良好的物理及机械性能，广泛应用于工业、农业、建筑、交通运输、电力通讯和包装日用等各个领域。PVC 生产工艺主要有乙烯法和电石法两种，其中电石法生产具有较为明显的成本优势。据不完全统计，我国电石法 PVC 产量在 PVC 总产量中占到 70% 以上的比例。其中，西南、西北和华中等地区几乎全部采用电石法生产，东北地区的电石法 PVC 生产也占到 80% 以上，而华东和华北地区的电石法 PVC 生产所占比重较低，约为 30%。

“十五”期间我国 PVC 产量的年均增长率为 17.08%，保持了较高的增长速度。2005 年，我国 PVC 产量达到 649 万吨，总消费量达到 857 万吨，同比增长速度都超过 20%。一直以来，我国 PVC 市场一直保持着供不应求的状况，每年均需大量进口以满足国内不断增长的需求。PVC 产品进口数量在总消费量的比重一度超过 40%，尽管最近年度有所下降，但目前仍占有 20% 以上的比重。随着近两年国内 PVC 产能的不断扩张，市场供应量会越来越大，PVC 的进口比例将会逐步降低。近几年我国 PVC 的生产和消费情况见表 1。

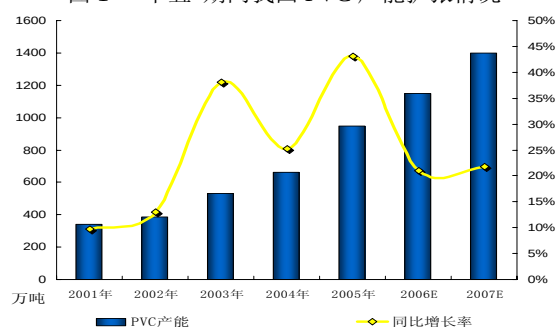
表 1 近年我国 PVC 产量、消费量情况
单位: 万吨

年份	产量	消费量
2000 年	265	454
2001 年	295	542
2002 年	339	541
2003 年	401	618
2004 年	503	701
2005 年	649	857

资料来源: 中国石油和化工工业协会

2006 年, 截至 8 月底, 我国 PVC 累计总产量为 521.71 万吨, 较去年同期增长 24.28%。按照 1 月~8 月份的生产速度初步预计, 至 2006 年末, 我国 PVC 总产量将达到 780 万吨, 较 2005 年增长 20%。根据中塑在线的监测数据, 2006 上半年我国 PVC 价格保持平稳, 出厂价集中在 6300~6700 元/吨, 而自二季度末开始, PVC 出厂价出现大幅上涨, 三季度 PVC 出厂价集中在 7100~7500 元/吨。总体上看, 2006 年前三季度我国 PVC 工业运行良好。随着我国经济的稳定发展, 未来几年建筑、包装、汽车、线缆等行业对 PVC 仍有较稳定的需求, 未来几年我国是世界最大 PVC 消费大国的地位不会改变, PVC 行业的发展前景较好。但是, 也需要注意, 根据相关部门的预计, 2006 年我国 PVC 的产能为 1150 万吨, 并将在 2007 年达到 1400 万吨, 产能的平均增长速度为 19.52%, 远高于“十五”期间我国 PVC 消费量的年均增长速度 9.60% (“十五”期间, 我国 PVC 生产能力的变化情况见图 1)。即使考虑到企业开工率的问题, 我国 PVC 产品的供不应求的状况也有可能发生改变, 供需关系将实现平衡, 亦有可能出现供过于求的现象。

图 1 “十五”期间我国 PVC 产能扩张情况



数据来源: 中国氯碱工业协会、联合资信整理

烧碱是我国重要的基础化工原料, 90 年代以前, 每年需要大量进口; 90 年代以后, 我国烧碱工业实现了全部自给并有部分出口; 近几年我国烧碱工业发展迅速, 产量不断增长, 国内烧碱市场有趋于饱和的趋势 (见表 2)。目前, 我国烧碱生产主要以离子膜法和隔膜法为主, 由于离子膜法生产具有能耗低、产品质量高、污染小等优点, 我国烧碱离子膜法生产所占比重逐年提高, 已由“十五”初期的 30% 提高到 2005 年的近 50%。

表 2 近年我国烧碱产量、表观消费量情况
单位: 万吨

年份	产量	表观消费量
2000 年	650	630
2001 年	732	674
2002 年	823	796
2003 年	940	913
2004 年	1060	1035
2005 年	1240	1176

资料来源: 中国氯碱工业协会

作为重要的基础化工原料, 烧碱在我国国民经济中得到广泛应用, 其中轻工、纺织、化工、医药等领域的应用量占到烧碱消费总量的近 70%。目前, 我国纺织、造纸、氧化铝等需大量消耗烧碱的产业发展势头良好, 对烧碱有着稳定的需求。根据有关部门的预测, “十一五”期间, 我国烧碱产品的消耗量将保持年均 6% 的增长速度。

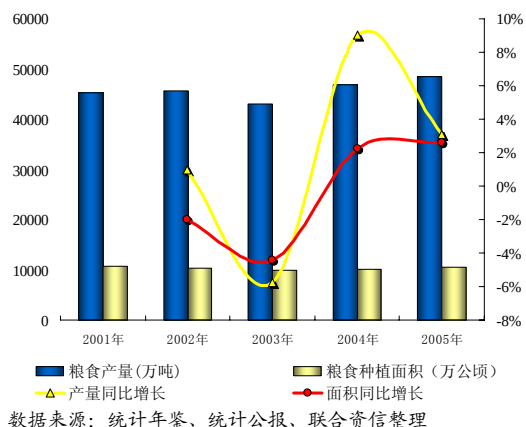
2. 节水灌溉

节水灌溉系统与农业发展息息相关。我国是一个发展中国家和人口大国, 农业是战略产业, 粮食是战略物资, 农业问题、粮食问题关系到我国的国计民生和社会稳定。

近十年来, 我国粮食产量增速波动较大。在 1998 年达到历史最高水平后出现连年下降, 至 2003 年下降至近十五年以来的最低点 (近年我国粮食产量与种植面积变化情况见图 2)。2005 年我国粮食产量再次实现恢复性增产, 但与历史最高产量相比, 仍有较大差距, 粮食缺

口依然存在。国家粮食局相关数据显示，近两年我国每年粮食产需缺口均在 2000 万吨～2500 万吨之间。在粮食耕种面积基本保持稳定的情况下，提高粮食单产量将是我国未来一段时间粮食生产发展的核心任务，也是平衡粮食供需关系的关键所在。

图 2 我国粮食产量与种植面积情况



提高粮食单产，除了精选粮食种子、提高种植技术、优化肥料组合等环节外，科学合理的灌溉也是亟待改进的环节。

我国是全球 13 个人均水资源最贫乏的国家之一，人均水资源占有量仅为世界平均水平的四分之一。农业是我国的用水大户，约占我国总用水量的 70%（近 90% 是灌溉用水），我国水资源短缺的大环境直接导致了农业用水形势的紧张，因此，在干旱、半干旱农区推行节水灌溉技术是提高种植效率、提升粮食产量的有效途径。

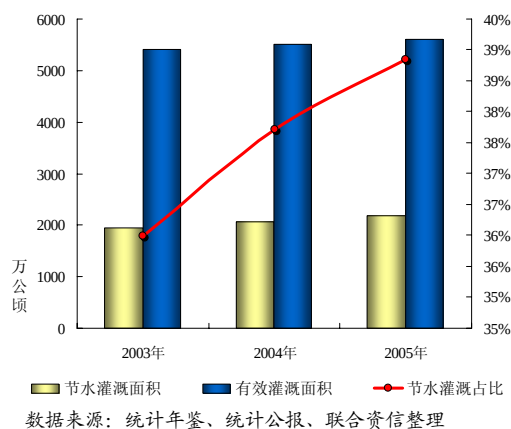
新疆属典型的大陆性干旱气候，其面积占国土总面积的 17%，而水资源总量仅为全国水资源总量的 3.4%。同时，农业生产在新疆地方经济中所占地位突出，2005 年占当年地区 GDP 的 19.39%，高于 12.60% 的全国平均水平。因此，推广节水灌溉对发展新疆地区的农业生产意义尤为重要。

我国节水灌溉主要包括低压管道输水灌溉、喷灌、微灌以及节水的地面灌溉等方式，由于各种灌溉方式均存在一定的弊端，暂时还没有主导灌溉方式的出现。目前，我国节水灌

溉企业有 200 多家，企业生产的微灌灌水器、过滤器、施肥器以及塑料管材和管件等设备和产品，已基本满足不同地区、不同生产水平的需要。

在相关政策的大力支持下，近年来我国耕地节水灌溉面积不断增加，在总有效灌溉面积中所占比重不断提升，2005 年为 5601 万公顷，在总有效灌溉面积中占 39%（近年全国节水灌溉面积增长情况见图 3）。

图 3 近年全国节水灌溉面积增长情况



2005 年，《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》要求“加快发展节水灌溉，继续把大型灌区续建配套和节水改造作为农业固定资产投资的重点”。根据水利部“十一五”规划，未来五年，我国要新增节水灌溉面积 1.5 亿亩。预计“十一五”期间，我国农业节水灌溉器材市场将继续保持较快增长。需要注意的是，我国的节水灌溉产品与技术与国外先进水平仍有较大差距，目前我国在推广节水灌溉上，仍存在着节水灌溉产品价格高与节水增效不突出等问题。

三、基础素质

1. 企业规模

自 1997 年上市以来，公司经过多年的发展和资产并购重组，由单一的化工企业逐步发展为集氯碱化工、塑料节水器材、农业及农产品加工、建筑安装和商贸流通等多种业务于一体

的多元化经营企业。近年来，公司在氯碱化工和节水灌溉行业中实现了重大突破，企业生产经营规模显著提升。

公司依托本地丰富的石灰石、盐、煤炭等资源优势，致力于氯碱化工行业的发展。2003年，公司启动了“天业化工城”项目建设，建设总规模为年产 20 万吨电石法 PVC，配套年产 16 万吨离子膜烧碱。项目工程分期建设，分别于 2004 年 11 月和 2005 年 8 月建成并投入生产。经过扩建和技改，公司目前已拥有 30 万吨 PVC 和 25 万吨烧碱的年生产能力，进入我国最大的电石法 PVC 生产企业行列，是中国石油和化学工业协会以及国家统计局工业交通司评定的“2005 年度中国石油和化工百强企业”。

公司是我国最早从事节水灌溉技术研发推广以及相关产品生产的企业之一，具体经营由天业节水灌溉股份有限公司（以下称“天业节水”）承担。作为我国率先提出节水灌溉系统一体化解决方案的生产商，天业节水从事设计、制造及销售滴灌膜、PVC/PE 管及用于灌溉系统的滴灌配件产品，并向客户提供节水灌溉系统的安装服务。公司自主研发的膜下滴灌技术，较常规灌溉节水 50%、提高肥效 30-40%、提高土地利用率 5-7%、节省劳务 50%。目前，公司已形成年产 500 万亩膜下滴灌器材生产能力，其中，滴灌带年产可达 32 亿米，已成为世界上最大的农业节水器材生产和推广企业。2006 年 2 月，天业节水成为新疆自治区第一家在海外发行股票的公司，并在香港联合交易所创业板成功上市，公司为第一大股东，持股 38.91%。天业节水的上市，标志着公司节水业务进入一个新的发展时期。

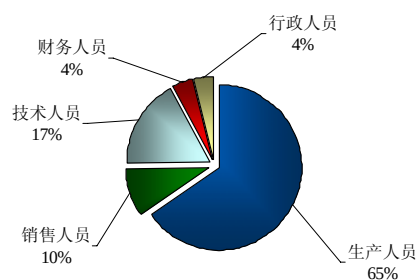
截至 2005 年末，天业节水拥有滴灌膜生产线 182 条，年生产能力 2.48 万吨；PE 管生产线 15 条，年生产能力 0.41 万吨；滴灌配件生产线 21 条，年生产能力 0.19 万吨。天业节水长期保持着我国节水灌溉器材生产和技术推广领域的龙头位置，其产品质量和生产技术均处于国际同行业先进水平。

2. 人力资源

公司现有高级管理人员共 4 人，均为大专以上学历，拥有丰富的化工生产企业经营管理经验，包括董事长郭庆人、总经理余天池在内的公司核心管理人员均在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向。公司高级管理人员构成稳定，相互间协作配合默契。

截至 2005 年底，公司拥有职工总数 4731 人，其中拥有本科及以上学历的占职工总数的 13.68%。按专业岗位划分，最多的为一线生产人员，占职工总数的 65.25%；其次为技术人员，占职工总数的 17.35%（公司员工分布见图 4）。公司员工文化素质与专业构成比例符合化工行业生产经营特点。

图 4 公司员工按专业岗位分布情况



3. 技术水平与研发实力

公司的技术中心是国家认定的企业技术中心、国家级节水农业工程技术研究中心，拥有国家批准设立的博士后流动工作站，在塑料节水器材、化工方面具备很强的科技研发及技术创新能力。

新疆天业技术中心成立于 1997 年，2000 年被认定为国家级企业技术中心，目前下辖塑料、化工、农业、节水工程、机械自动控制、食品等六个研究所，信息推广部、技术协作部、项目研发部三个部门，另有检测中心及中心办公室，拥有专业科技开发人员 140 多人，聘请国内外知名专家 30 余名，与浙江大学、四川大学、日本千叶大学、早稻田大学、中国农科院农田灌溉研究所、中国机械学院、中国食品发

醇工业研究所、上海有机化学研究所等国内外数十所高等科研院所建立了稳固而又广泛的技术和人才交流、合作关系。新疆天业技术中心已成为公司发展最有力的核心科技支撑力量。

4. 地理位置与资源优势

公司地处新疆维吾尔自治区石河子市，拥有得天独厚的资源优势。新疆地区石油、天然气、煤、金、铬、铜、镍、稀有金属、盐类矿产、建材非金属等蕴藏丰富，开发前景广阔。据全国第三次资源评价的初步结果显示，新疆石油资源量 208.6 亿吨，占全国陆上石油资源量的 30%；天然气资源量为 10.3 万亿立方米，占全国陆上天然气资源量的 34%；煤炭预测资源量 2.19 万亿吨，占全国的 40%；原盐储量 3.18 亿吨。此外还有丰富的石灰石资源储量。丰富的资源蕴藏为发展氯碱化工提供了天然的原料基础。

由于新疆地处我国边陲，远离其他内陆省份，交通运输紧张，使得资源直接输出困难较大且成本较高。因此，将资源优势转化为高附加值的高载能产品是新疆地区长期坚持的核心产业政策，同时符合我国西部开发的大背景。可以看出，作为公司主业的氯碱化工既能充分利用当地丰富的天然资源，又能够获得国家和当地政府的产业政策支持。尤其在我国多数内陆省份和东部沿海地区，高耗能产业广泛受到当地产业政策调控的情况下，公司拥有的资源和政策优势更加突出。

5. 税收优惠

根据新疆维吾尔自治区石河子国家税务局石国税办[2006]77 号文件，公司符合财政部、国家税务总局、海关总署《关于西部大开发税收优惠政策的通知》（财税[2001]202 号）和《自治区国家税务局关于转发〈财政部 国家税务总局 海关总署关于西部大开发税收优惠政策问题的通知〉的通知》（新国税发[2002]25 号）文件的规定，石河子国家税务局同意对公司所

得按 15% 的税率征收企业所得税，期限为 2005 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日。

四、公司管理

公司自上市以来严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》以及其他有关规定、准则的要求规范运作，建立起了符合现代企业制度的法人治理结构。公司根据相关的法律法规对公司股东大会、董事会和监事会的职权和议事规则进行了具体规定，并建立起了董事会审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会。公司控股股东天业集团是国有独资企业，代表新疆生产建设兵团农八师和石河子市国有资产监督管理委员会行使国有资产出资人职能。

公司主要通过分公司和控股子公司实现具体生产经营，结合近年来国家对上市公司管理的规定和自身的实际情况，公司不断完善符合自身经营特点的管理体系。公司设综合管理部、贸易部、运行管理部、财务部、审计部、技术开发部等职能部门，职责分工明确，部门机构设置较为合理。

公司通过向分公司和控股子公司派驻高层管理人员实现对下属公司的控制和管理。公司制定了《控股子公司综合管理办法》等一系列管理办法，并根据各控股子公司董事会授权，认真履行对各子公司日常生产经营进行管理的重要职责，对下属公司的控制力度和管理质量较好。

公司下属公司的财务负责人实行总部委派制，同时通过开展财务整顿、加强审计监督，规范下属公司的投资行为，确保经营指标真实。日常管理方面，公司强化增收节支，严格执行《预算管理办法》，层层落实预算管理责任，通过编制滚动预算，建立预警机制，强化成本控制。公司目前预算管理的执行水平较高，基本能够确保成本目标的可控、在控。

公司制定了财务管理制度、资金管理制度、

投资决策权限管理规定和内部牵制管理制度等一系列详细的规章制度以规范、完善内部管理程序。同时，公司本部重点强调自身的资本运营、战略研究和统一协调管理职能，在允许范围内对公司内部的资金、技术、共同市场、采购和人力资源等方面实行统筹运作管理，以实现内部优势资源的集中利用和合理分配。

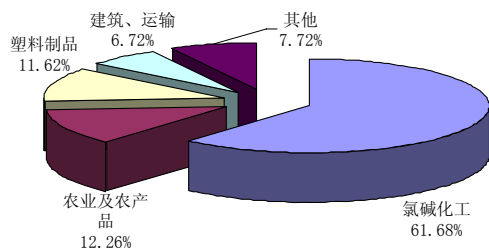
总体上看，公司建立起了较为完善的法人治理结构，管理体系运行流畅，整体管理水平较高。

五、公司经营

1. 业务运营

随着近两年公司化工项目的陆续建成投产，氯碱产品在公司主营业务中的主导地位已经确立；天业节水在海外的成功上市，也使得节水器材的地位逐渐显现。2005 年，公司氯碱产品在主营业务收入中所占比重为 61.68%，塑料制品所占比重为 11.62%（2005 年公司业务构成见图 5）。

图 5 2005 年公司业务构成图



氯碱产业

公司在上市之初以氯碱化工行业为主业，1997 年拥有 PVC 年生产能力 1 万吨。在随后的一段时期，公司对外投资高速扩张，涉及农业种植、农产品加工、化工、商业、国际贸易、房地产和金融投资等多种行业，氯碱化工在公司生产经营中的主导地位不断弱化。但从实际效果看，这种多元化扩张并未给公司带来明显的经济效益，反而导致资产利用率的下降。针对这种情况，公司自 2002 年起开始对资产进行

整合调整，重新确立了以氯碱化工和节水器材为主要发展方向的经营方针。经过 2004、2005 年的生产扩建和 2006 上半年的技术改进，公司目前已拥有 PVC 年生产能力 30 万吨，配套烧碱年生产能力 25 万吨，已经跻身于我国产能最大的电石法 PVC 生产企业行列。2005 年，公司生产 PVC18 万吨，烧碱 16 万吨，同比分别增长 190.32% 和 184.69%。

2006 上半年，公司销售 PVC17.06 万吨，实现销售收入 91782.28 万元；销售烧碱 20.43 万吨，实现销售收入 28718.55 万元；2006 上半年，公司 PVC 和烧碱销售收入合计占到公司销售总收入的 69.34%，两者主营业务利润合计占到公司主营业务利润总额的 80.02%。公司氯碱产业运行良好。

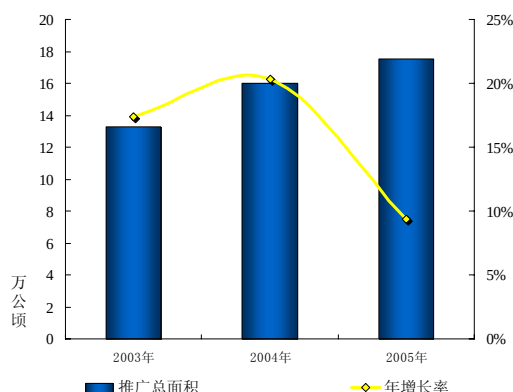
但是也要注意，我国 PVC 主要消费地区集中在东部沿海地区，公司地处新疆，对外货物运输主要依靠铁路，运力较为紧张，给公司 PVC 销售造成一定的压力。作为生产建设兵团农八师的核心企业和石河子市重点工业企业，公司受到了农八师和当地政府的有力支持，乌鲁木齐铁路局已将公司列为重点大客户，定期提供专列保证产品对外发送，从目前情况看，基本能够保证公司 PVC 产品对外运输的需求。但与内地和东部沿海氯碱企业相比，公司产品运输成本高，在一定程度上抵消了生产成本优势。随着公司产能的不断扩建和产量的增加，现有铁路运力对公司发送货物的保障力度应予以关注。

塑料制品

公司塑料制品主要包括节水器材、排水管、燃气管、农膜、建材等，年产销量可达 7 万吨。其中，节水灌溉器材是公司塑料制品的最主要组成部分，所占比重超过 60%。

公司近三年节水器材推广面积逐年增长，至 2005 年末推广面积为 17.5 万公顷，发展形势良好（推广面积增长情况见图 6）。

图6 公司节水滴灌推广面积增长



公司的实际控制人新疆生产建设兵团农八师是新疆生产建设兵团（以下称“新疆兵团”）的主要组成部分。新疆兵团是我国现行中央级四大农业垦区之一，拥有土地面积 690 万公顷，耕地总面积 106 万公顷，在四大垦区中地域最为广阔（见表 3）。

表 3 我国中央级直属四大垦区概况

单位：万公顷

四大垦区	主要农作物	土地面积	耕地面积
新疆兵团	棉花、甜菜	690	106
黑龙江农垦	水稻、小麦、大豆	540	212
广东农垦	橡胶、糖蔗	22	20
海南农垦	橡胶、水果	85	24

资料来源：四大垦区互联网站、联合资信整理

节水滴灌系统作为农业增产增收的有效技术措施，在推广过程中得到新疆兵团的大力支持。而且，作为新疆兵团内部乃至全国最大的节水滴灌器材生产商，预计新疆兵团对公司节水滴灌业务的支持仍将长期保持。截至 2005 年末，公司节水滴灌推广面积为 17.5 万公顷，仅为新疆兵团耕地总面积的 16.50%。可以看出，仅在新疆兵团内部推广便已为公司节水器材业务提供了广阔的空间。此外，天业节水还在甘肃成立子公司，致力于向甘肃、宁夏等缺水地区推广节水灌溉产品，向吉尔吉斯和巴基斯坦推广节水技术，并截至 2005 年底，公司在塔吉克斯坦累计完成了 800 多公顷节水滴灌棉花田项目，为日后市场拓展奠定了良好基础。

2006 上半年，天业节水实现主营业务收入

25771.60 万元，同比增长 14.93%；实现利润总额 3118.20 万元，同比增长 12.06%（天业节水财务报表按香港会计准则编制），公司节水器材业务经营状况良好。

农业及农产品

公司的农业及农产品包括棉花制品、番茄酱、胡萝卜汁和柠檬酸等。公司充分利用新疆特殊的地理环境、优越的光热气资源及兵团、农八师做大做强“红色产业”的政策，积极开展以食品工业为龙头的农产品深加工工作，大力发展加工番茄的品种选用、原料基地建设及深加工技术，积极发展技术密集型、技术含量高和附加值高的新型工业化食品，并带动农业生产结构调整，提高农业的竞争力。

目前，公司已拥有番茄酱生产规模 7 万吨，柠檬酸生产规模 1.2 万吨。公司番茄酱产业的资产规模 3 亿元，利润水平处于番茄制品行业第三位，具有较强的竞争力；公司柠檬酸产品基本全部出口国外，主要经济指标在行业内名列前茅。由于产品结构的调整，公司在近两年已逐步退出棉花制品和胡萝卜汁市场。

公司农业及农产品业务收入波动较大，近三年分别为 3.10 亿元、1.81 亿元、3.23 亿元。2006 上半年，公司番茄酱和柠檬酸营业收入分别为 7552.72 万元和 2848.85 万元。

2. 经营效率

近三年，公司资产总额和主营业务收入的年均增长率分别为 18.20% 和 28.02%，均保持了较高的增长速度；营业利润、利润总额和净利润的年均增长率都超过 50%，主要原因在于公司在成本费用控制方面取得了良好的效果，近三年，公司管理费用逐年下降，年均下降 11.30%。同时，公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率均有不同程度的提高，具体情况见表 4。总体上看，公司经营状况良好，经营效率较高。

表 4 近年公司经营效率变化情况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
资产总额	337181.38	387169.53	471091.14	18.20
应收账款	29994.55	19260.81	37232.80	11.41
存货	47126.97	65769.37	66673.93	18.94
主营业务收入	185969.56	258655.59	304776.13	28.02
主营业务成本	151358.11	224100.47	248619.58	28.16
管理费用	16689.12	9958.72	13131.96	-11.30
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
存货周转率	3.25	3.97	3.75	3.66
应收账款周转率	6.40	10.50	10.79	9.23
总资产周转率	0.60	0.71	0.71	0.67
管理费用率	8.97%	3.85%	4.31%	5.71

注：此处，应收账款金额包括应收票据

3. 未来发展

公司未来将适当调整产业结构，重点发展方向仍以氯碱化工和节水器材为主。

为降低成本、整合公司上下游业务链，减少关联交易，实现公司 PVC 产业的快速发展，公司拟定向发行 12000 万股普通股，筹资额约 6.2 亿元，用于收购天业集团 32 万吨电石项目。公司预计，若收购成功，2007 年将减少关联交易 8 亿元，主营业务成本降低 3.27%。该收购方案已获得股东大会决议通过，有待证监会的批准。

“十一五”期间，公司将研制新型塑料节水灌溉器材，扩大节水器材的使用范围，使其在大田、草场、果园等应用中均能发挥优势，使农用塑料节水器材达到 5 万吨，并推广膜下滴灌技术面积 1000 万亩，力争在国外推广面积达到 100 万亩，预计投资 2 亿元。

公司计划利用新疆丰富优质的玉米原料扩大柠檬酸生产规模，使生产能力由现在的 1.2 万吨提高到 3 万吨，以跻身行业第二位。该项目预计投资 1.9 亿元，计划 2007 年底之前投产。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2003 年会计报表由上海万隆众天会计师事务所有限公司审计，2004 年～2005 年会计报表由深圳大华天诚会计师事务所审计。两家审计机构均出具了标准无保留意

见的审计结论。公司近三年会计报表合并范围、会计政策未发生实质性变化，会计报表的可比性强。

截至 2005 年底，公司合并资产总额 471091.14 万元，所有者权益 133466.09 万元；2005 年实现主营业务收入 304776.13 万元，利润总额 18862.09 万元，经营活动产生的现金流量净额 26132.92 万元。

截至 2006 年 6 月 30 日，公司合并资产总额 473306.23 万元，所有者权益 121111.32 万元；2006 上半年，公司实现主营业务收入 143939.36 万元，利润总额 14697.03 万元，经营活动产生的现金流量净额为 28015.88 万元。

截至 2006 年 6 月 30 日，公司本部资产总额 397313.03 万元，所有者权益 125992.07 万元；2006 上半年，公司实现主营业务收入 105591.36 万元，利润总额 10908.46 万元，经营活动产生的现金流量净额为 18173.27 万元。

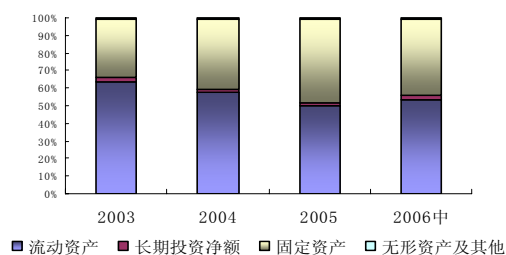
公司 2006 年中期财务报表未经审计。

以下财务分析所引用数据来自公司合并报表。

2. 资产质量

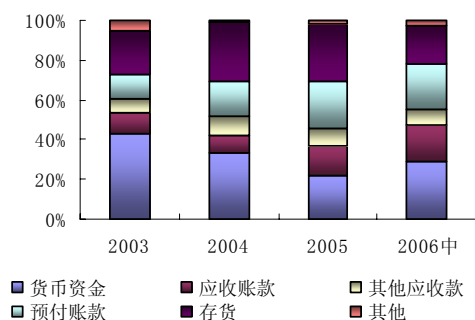
近三年公司资产结构变化比较明显，固定资产占比逐年上升，流动资产占比逐年下降（参见图 7）。截至 2005 年底，公司流动资产和固定资产占比分别为 49.60% 和 47.21%，长期投资净额和无形资产及其他占比很小。2006 上半年，公司资产构成有所变化，流动资产比例连续下降、固定资产比例连续上升的趋势得以改变，流动资产所占比重上升至 53.64%，固定资产比重下降至 43.82%。

图 7 近年公司资产结构图



公司近三年流动资产构成中货币资金占比下降明显，预付账款和存货占比上升，应收账款占比 2005 年较上年有较大幅度增长，见图 8。截至 2005 年底，公司流动资产合计 233683.75 万元，其中货币资金占比 21.80%，应收账款占比 14.93%，其他应收款占比 9.13%，预付账款占比 23.87%，存货占比 28.53%，其他占比 1.74%。截至 2006 年 6 月 30 日，公司流动资产合计 253868.15 万元，货币资金、应收账款分别占比 28.58% 和 18.93%，较 2005 年底有明显提高；存货占比 18.73%，较 2005 年底有明显下降，预付账款及其他项目变化不大。

图 8 近年公司流动资产构成图



截至 2005 年底，公司应收账款 34880.57 万元，其中 1 年以内的占比 86.33%，1-3 年的占比 9.39%，3-4 年的占比 2.92%，5 年以上的占比 1.36%，公司应收账款以 1 年以内的为主，3 年以上的占比较小。公司按账龄法提取坏账准备，其中 1-3 年的按 5% 提取，3-5 年的按 50% 提取，5 年以上的按 100% 提取，应计提坏账准备 1217.59 万元，实际计提 2016.96 万元，坏账准备计提充分。截至 2006 年 6 月底，公司应收账款为 48045.25 万元，较 2005 年底增长 37.74%；公司坏账准备余额 2025.44 万元，平均计提比例为 4.21%。

截至 2005 年底，公司其他应收款 21345.78 万元，其中 1 年以内的占比 56.94%，1-3 年的占比 38.86%，3-5 年的占比 3.87%，5 年以上的占 0.33%。公司其他应收款坏账提取比例与应收账款提取比例相同，应计提坏账准备 616.02 万元，实际计提 1103.99 万元。截至 2006 年 6

月底，公司其他应收款 20116.38 万元，较 2005 年底减少 5.76%，其中新疆建设兵团农八师石河子总厂欠款 5162.23 万元。

截至 2005 年底，公司存货净额 66673.93 万元，其中原材料 24416.20 万元，主要为塑料及节水器材原料；库存商品 29209.31 万元，主要是节水器材和番茄酱。节水器材是国家大力推广的产品，国家已出台对农民购买节水器材支出进行补贴政策，存货增值潜力较大。公司存货质量较好。截至 2006 年 6 月底，公司存货净额 47557.90 万元，较 2005 年底减少 28.67%，主要是原材料、在产品、在途物资等大幅减少所致。

截至 2005 年底，公司固定资产 222415.87 万元，主要为机器设备和房屋及建筑物，整体成新率 74.52%。其中资产净额为 96657.65 万元的固定资产抵押给贷款银行，资产净额 7676.75 万元的资产托管给新疆建设兵团农八师石河子总厂；在建工程 48356.33 万元，主要为二期 10 万吨高抗冲聚氯乙烯树脂及 10 万吨离子膜烧碱项目。截至 2006 年 6 月底，公司固定资产 207387.51 万元，较 2005 年底减少 6.76%，主要是下属东阜城农场退出公司；公司在建工程 2818.24 万元，较 2005 年底大幅减少，主要是工程竣工结算转出。

综合看，公司整体资产构成正常，资产质量较好。

3. 负债与所有者权益

2003 年~2005 年，公司负债逐年增长，年均增长率为 23.96%，增长主要来自流动负债。截至 2005 年底，公司负债合计 316161.90 万元，其中流动负债占 80.73%。流动负债中，占比较大的依次为短期借款（43.57%）、应付账款（25.72%）、应付票据（10.31%）、其他应付款（7.07%）、一年内到期的长期负债（6.88%）。公司长期负债主要是长期借款。截至 2006 年 6 月 30 日，公司负债总额为 307653.34 万元，与 2005 年底基本持平，其中流动负债占 75.63%，

长期负债占 24.36%，公司负债结构有所改善；流动负债中，短期借款所占比重上升至 53.89%，其他主要项目所占比重均有不同程度的下降。

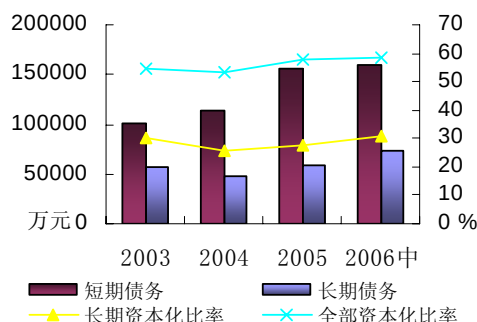
近三年公司所有者权益年均增长率为 8.40%（见表 5），增幅明显低于负债。所有者权益的增长主要来源于盈余公积和未分配利润的增长。2006 上半年，公司实施了股权分置改革，公司股本减少 750.40 万元，较 2005 年底降低 3.31%。

表 5 近年公司负债与所有者权益情况

项目(万元)	2003 年	2004 年	2005 年	06 年 6 月
所有者权益	113586.02	118923.61	133466.09	121111.32
少数股东权益	17833.22	22536.69	21463.15	44541.57
短期债务	100338.47	114646.57	155074.00	159170
长期债务	56100.00	48350.00	59400.00	73900
负债总额	205762.14	245709.24	316161.90	307653.34
资产总额	337181.38	387169.53	471091.14	473306.23
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	06 年 6 月
长期债务资本化比率(%)	29.92	25.47	27.71	30.85
全部债务资本化比率(%)	54.35	53.54	58.06	58.45
资产负债率(%)	61.02	63.46	67.11	65.00

近年来公司快速发展，上马项目较多，自有资金难以完全满足项目投资的需要，外部融资需求较大。从表 4 看，2003~2005 年，公司资产负债率逐年增高，三年平均值为 63.86%，2005 年为 67.11%，负债水平偏高。公司近三年有息债务一直以短期债务为主且增幅较大（参见图 9）。截至 2005 年底，公司总债务 214474.00 万元，其中短期债务占比为 72.30%，短期债务占比较大。近三年，公司长期债务资本化比率逐年下降，全部债务资本化比率波动中上升，2005 年两项指标分别为 27.71%和 58.06%，债务负担较重。2006 上半年，债务比率进一步小幅上升，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别小幅上升至 30.85%和 58.45%，资产负债率小幅下降至 65%，公司债务负担依然较重。

图 9 近年公司债务结构图



根据发展计划，公司拟以定向增发股票的方式完成天业集团 32 万吨电石收购项目，如增发方案不获证监会批准，公司将寻求其他融资方式以实现收购。因此，公司债务负担有进一步加重的可能。

4. 盈利能力

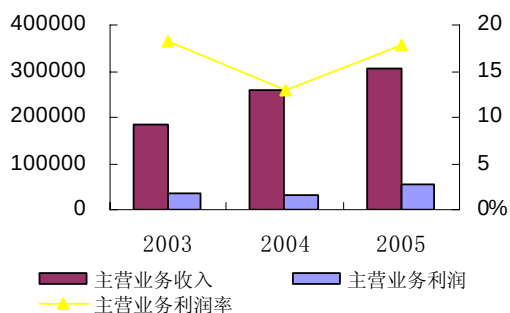
近三年，公司主营业务收入快速递增，年均增长率达 28.02%。公司主营业务收入的增长主要源于化工产品产能的持续扩张。从化工产品价格走势来看，公司主导产品聚氯乙烯价格自 2005 年下半年起开始下滑，副产品烧碱价格也有所下跌。化工产品价格的下跌在一定程度上抵消了公司化工产品扩能带来的收入、利润增长。2005 年公司实现主营业务收入 304776.13 万元，较上年增长 17.83%。

公司所在地石河子市周边地区拥有丰富廉价的焦炭、石灰石、原盐资源，成本远低于我国东部地区；公司生产用电和原料电石按市场价优惠 5% 的价格水平从母公司天业集团购买。即使考虑运输成本因素，公司与东部化工企业相比仍然具有较为明显的成本优势。2005 年公司主营业务成本 248619.58 万元，仅比上年增长 10.94%，远低于同期主营业务收入的增速。

2004 年公司主营业务利润较上年有所波动，主要原因是公司主营业务结构发生变动，其中毛利率水平较低的贸易收入在主营业务收入中比重较上年增加。2005 年公司二期 10 万吨高抗冲聚氯乙烯树脂及 10 万吨离子膜烧碱

项目开始投产运营,主营业务利润率明显回升。公司近三年主营业务利润率平均值为 16.30% (见图 10), 2005 年为 17.90 %, 公司主营业务盈利能力较强。

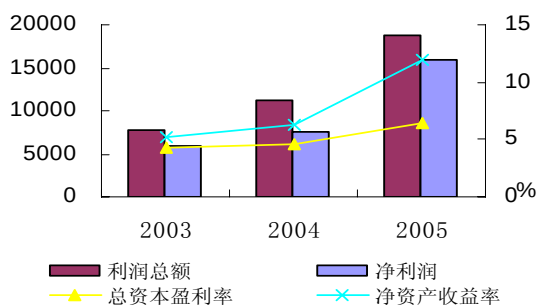
图 10 近年公司主营业务盈利情况



2006 上半年,我国 PVC 价格出现先抑后扬的走势,基本扭转了 2005 年价格连续下滑的趋势。2006 上半年,公司实现主营业务收入 143939.36 万元,主营业务利润 33137.73 万元,分别较上年同期增长 8.58%和 50.50%;上半年主营业务利润率为 23.02%,公司主营业务的成本优势及盈利能力进一步得到体现。

在主营业务利润增长的同时,公司采取了一系列措施控制各项费用尤其是管理费用的支出,近三年管理费用年均降低 11.30%。近三年公司利润总额、净利润增长率明显高于主营业务利润增长率(见表 6)。由图 11 可以看出,2005 年公司盈利有较大幅度增长,主营业务利润、营业利润、利润总额、净利润均有明显增长,其中利润总额和净利润较上年增幅分别高达 68.66%、114.15%,远高于近三年平均增幅。

图 11 近年公司利润增长情况



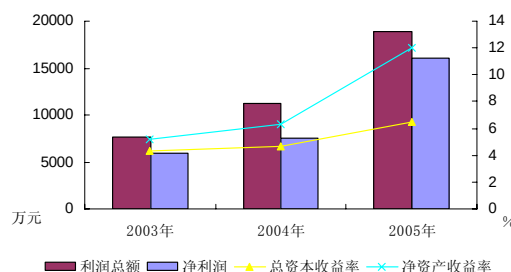
2006 上半年,公司在管理费用控制方面继续取得成效,上半年公司发生管理费用 3414.39 万元,较上年同期减少 24.85%,仅占上年全年的 26%。但是,营业费用和财务费用增加明显,分别比上年同期增长 93.89%和 133.72%,主要原因是产品销售运费增加和借款利息增加。总体上看,公司 2006 上半年期间费用明显高于上年同期水平,但公司上半年营业利润、利润总额和净利润仍较上年同期分别增长 50%以上。

表 6 近年公司盈利能力情况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	185969.56	258655.59	304776.13	28.02
主营业务成本	151358.11	224100.47	248619.58	28.16
主营业务利润	33761.61	33266.76	54554.38	27.12
营业利润	6872.51	10812.32	19967.28	70.45
利润总额	7661.96	11183.40	18862.09	56.90
净利润	5921.18	7480.14	16018.76	64.48
利息支出	6595.26	6638.91	7813.27	8.84
少数股东权益	17833.22	22536.69	21463.15	9.71
所有者权益	113586.02	118923.61	133466.09	8.40
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
主营业务利润率	18.15	12.86	17.90	16.30
总资本收益率	4.35	4.64	6.45	5.15
净资产收益率	5.21	6.29	12.00	7.83

与净利润增幅相一致,近三年公司总资本盈利率和净资产收益率逐年提高,尤以 2005 年增幅明显(参见图 12),2005 年总资本收益率、净资产收益率分别为 6.45%、12.00%。2006 年上半年,公司总资本收益率、净资产收益率分别达到 4.24%和 8.72%。公司整体盈利能力强。

图 12 近年公司盈利能力情况



从未来发展看,公司将集中力量做大做强化工产业和节水灌溉产业,其他产业将适当收缩。公司将利用新疆丰富廉价的煤炭、盐、石

灰石等矿产资源，发挥成本优势，提高规模效益。公司节水农具产品与国内外同类产品相比具有较高的性价比，属国家大力推广的品种，在中国西北缺水地区和中亚国家有很强的实用性。随着节水灌溉推广面积的不断扩大，未来几年公司农膜塑料制品的收入有望取得较大增长。

按照公司预测（见表 7），2006 年～2008 年主营业务收入、主营业务利润、营业利润、利润总额年均增长率将分别达到 10.85%、25.00%、43.55%、38.53%。2006 上半年，公司主营业务收入 143939.36 万元，利润总额 14697.03 万元，分别占到预测水平的 42.86% 和 62.30%。参考公司近三年、2006 上半年的经营情况以及公司未来的发展规划，我们认为，公司上述预测基本合理，实现的可能性较大。公司预计的 2006 年投资额为 90000 万元，主要是考虑了拟增发的资金用于 32 万吨电石收购项目。

表 7 公司未来三年经营指标预测

项目（万元）	2006 年	2007 年	2008 年	变动率（%）
计划投资数额	90000	20000	10000	-66.67
主营业务收入	335800	374209	412618	10.85
主营业务利润	68248	87441	106634	25.00
营业利润	25393	38861	52329	43.55
利润总额	23590	34430	45270	38.53
净利润	20148	29006	37864	37.09
折旧	19055	28582	42873	50.00
摊销	1082	1299	1559	20.04
利息支出	11051	10498	9448	-7.54
总资产	556480	580480	624480	5.93
所有者权益	197294	236739	276204	18.32
当年应偿还的长期债务	9050	10000	10000	5.12
短期债务	152010	155000	155000	0.98
长期债务	79400	69400	59400	-13.51
指标	2006 年	2007 年	2008 年	平均值
净资产收益率 %	10.21	12.25	13.71	12.06
资产负债率 %	56.07	53.53	53.53	54.38
EBITDA 倍数	4.96	7.13	10.49	7.53
债务保护倍数	0.17	0.26	0.38	0.27
期内长期债务偿还倍数	4.45	5.89	8.23	6.19

注：预测数据考虑了上文提及的股票增发事项。

5. 现金流量

公司销售商品、提供劳务收到的现金稳步

增长，近三年年均增长率为 23.82%，比同期主营业务收入增幅低 4.20 个百分点，其中 2005 年公司销售商品、提供劳务收到的现金比上年增长 20.67%，高于同期主营业务收入增幅 2.84 个百分点。公司近三年现金收入比率有所波动，2004 年较上年下降明显，2005 年有所回升。近三年公司现金收入比率平均值为 109.01%，2005 年为 107.38%，收入实现质量正常。

从经营活动产生的现金流量净额看，2004 年随着销售商品、提供劳务收到的现金的增长和支付的其他与经营活动有关的现金的减少，此项指标转负为正（见表 8）；2005 年由于支付部分上年原料款导致经营活动产生的现金流量净额较 2004 年下降明显。

公司近年来投资活动频繁，近三年投资活动产生的现金流出年均增长率高达 156.44%，远远高于经营活动产生的现金流入年均增长率 23.55%，2005 年投资活动现金流出 101217.76 万元。同时，公司投资活动收回的现金逐年大幅下降。投资活动现金流出的逐年快速增加以及现金流入的逐年减少，导致公司投资活动产生的现金流量净额加速减少。2005 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-97288.06 万元，经营活动产生的现金流量净额与公司的投资资金需求差距较大。

公司近三年筹资活动前现金流量净额均为负值，且绝对值呈现逐年大幅增长趋势，公司对外融资的需求较为强烈。

从筹资活动现金流入看，公司近三年资金来源渠道较为单一，借款收到的现金是筹资活动现金流入的主要来源，并有少量吸收投资所收到的现金。公司借款以短期借款为主，因此每年大量现金流入的同时还有大量现金流出以偿还债务。近三年公司每年都有一定规模的分配股利或利润所支付的现金。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 42434.88 万元、-5960.77 万元和 47842.11 万元。

表8 近年公司现金流量情况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
主营业务收入	185969.56	258655.59	304776.13	28.02
净利润	5921.18	7480.14	16018.76	64.48
销售商品、提供劳务收到的现金	213478.72	271203.37	327268.43	23.82
经营活动产生的现金流量净额	-3768.14	51105.01	26132.92	-
投资活动产生的现金流量净额	1039.10	-62944.95	-97288.06	-
筹资活动产生的现金流量净额	42434.88	-5960.77	47842.11	6.18
筹资活动前现金流量净额	-2729.04	-11839.94	-71155.14	410.62
现金及现金等价物净增加额	39705.84	-17800.72	-23313.03	-
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
现金收入比率 (%)	114.79	104.85	107.38	109.01

2006 上半年,公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 54.50%,现金流量净额超过 2005 全年水平;现金收入比率达到 112.53%,收入质量进一步提高;投资活动产生的现金流量净额绝对值较上年同期有所增加,但仅占 2005 全年的 38.55%,主要是公司生产扩建明显减少;筹资活动产生的现金流量基本与上年同期持平。

总体看,过去三年公司经营活动创造现金的能力较强,投资活动资金需求持续增长,筹资活动是公司维持现金流平衡的主要措施。

公司提供了 2006 年~2008 年的现金流量预测情况(见表 9)。从经营活动看,氯碱产品将支撑着公司未来两年经营活动现金流入的稳定增长。公司对现金流量的预测数据与表 7 情况基本保持一致,销售商品提供劳务收到的现金与主营业务收入的比率,购买商品接受劳务支付的现金与主营业务成本的比例,均为 1.07 倍。投资活动方面,公司发生的重要投资集中在 32 万吨电石收购、节水器材以及柠檬酸扩建项目,这与公司预测的投资活动产生的现金流量净额基本一致;考虑到 2006 年将要完成的股票增发,公司预计 2006 年筹资活动净额会有较大的增长。

表 9 2006 年~2008 年公司现金流量预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
销售商品提供劳务收到的现金	360582	401825	443069	10.85
购买商品接受劳务支付的现金	288199	308702	329204	6.88
经营活动产生的现金流量净额	38458	55134	71810	36.65
投资活动产生的现金流量净额	-90000	-20000	-10000	-66.67
筹资活动产生的现金流量净额	85000	-15000	-20000	-
现金及现金等价物净增加额	33458	20134	41810	11.79

6. 偿债能力

近三年,公司投资活动频繁,资金来源主要银行短期借款,导致流动资产的低速增长和流动负债的快速增长,流动负债年均增长率远远高于流动资产年均增长率(见表 10)。公司近三年流动比率下滑幅度较大。2005 年公司流动比率为 91.56%,速动比率为 65.44%,短期偿债能力较弱。

表10 近年公司偿债能力情况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
流动资产	215123.05	222073.90	233683.75	4.22
流动负债	148180.53	196119.78	255225.56	31.24
折旧	10260.02	12085.86	12703.22	11.27
摊销	929.30	776.99	902.36	-1.46
利息支出	6595.26	6638.91	7813.27	8.84
利润总额	7661.96	11183.40	18862.09	56.90
EBITDA	25446.54	30685.16	40280.94	25.82
筹资活动前现金流量净额	-2729.04	-11839.94	-71155.14	410.62
总债务	156438.47	162996.57	214474.00	17.09
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
流动比率 (%)	145.18	113.23	91.56	116.66
速动比率 (%)	113.37	79.70	65.44	86.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.86	4.62	5.16	4.55
债务保护倍数 (倍)	0.11	0.12	0.14	0.12
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-0.41	-1.78	-9.11	-3.77
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.02	-0.07	-0.33	-0.14

随着近三年公司利润总额的快速增长,EBITDA 稳步增长,年均增长率为 26.95%。2003 年~2005 年公司 EBITDA 分别为 25446.54 万元、30685.16 万元、40280.94 万元。近三年公司 EBITDA 利息倍数平均值为 4.55 倍,2005

年为 5.16 倍，利息支付保护能力基本正常。筹资活动前现金流量净额利息偿还能力均为负值，绝对值逐年增加，筹资活动前现金流量净额不具备对利息的保护能力。险较低。

近三年公司债务保护倍数逐年增加，2005 年为 0.14 倍，近三年公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数均为负值，目前公司对全部债务的保障能力较弱。

根据公司的预测（见表 7），公司未来三年的主营业务收入、利润总额保持稳步增长，EBITDA 规模也大幅增长，预计未来三年的 EBITDA 利息倍数分别为 4.96 倍、7.13 倍和 10.49 倍，债务保护倍数分别为 0.17 倍、0.26 倍、0.38 倍，期内长期债务偿还倍数分别为 4.45 倍、5.89 倍和 8.23 倍。公司未来的偿债能力逐渐增强。但是，由于公司未考虑在 32 万吨电石收购项目上股票增发未成功而可能引起的债务增加，所以公司的偿债能力仍需要关注。

公司与中国银行、农业银行、建设银行、国家开发银行等十几家银行保持着良好的合作关系。截至 2006 年 6 月，公司获得的授信总额为 282250 万元，目前已使用授信额度 230500 万元，剩余 51750 万元，公司间接融资渠道较为畅通。

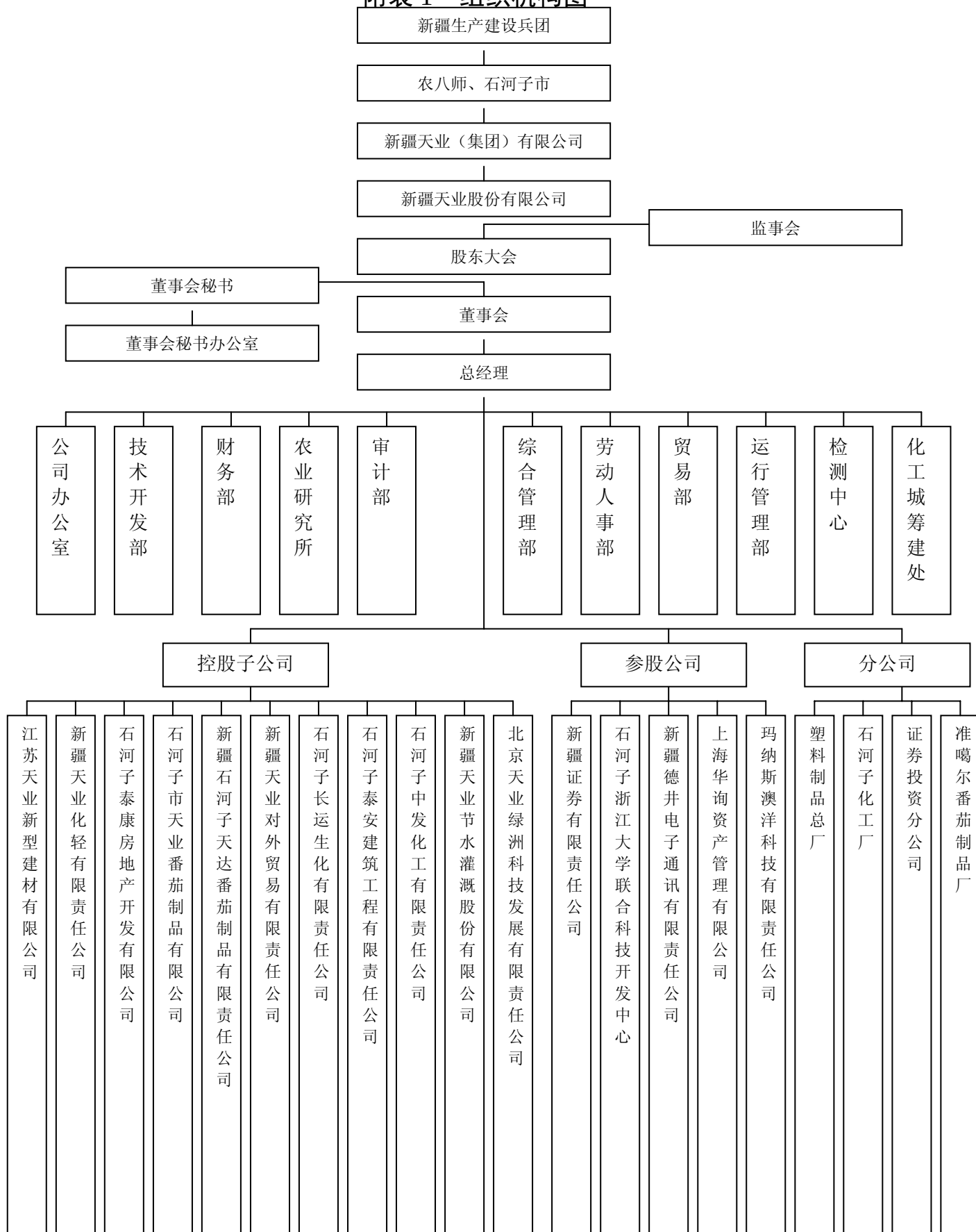
截至 2006 年 6 月，公司对外无担保。

七、综合评价

公司是我国最大的电石法聚氯乙烯生产企业之一，同时也是我国最大的节水滴灌器材生产企业。氯碱化工是重要的基础化工材料，目前正处于高速发展期，发展前景较好；节水灌溉符合国家有关农业的发展政策，受到政府的大力支持。近年，公司氯碱产品产销大幅增长，节水灌溉推广面积逐年增加，公司整体经营良好。

根据前述分析，公司资产质量良好，但债务负担重。公司盈利水平高，通过经营活动获取现金的能力强。我们认为，公司整体信用风

附表 1 组织机构图



附表 2-1 资产负债表(资产)

(单位: 万元)

资 产	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
流动资产					
货币资金	92055.01	74254.30	50941.27	-25.61	72563.33
短期投资	3387.67	1570.40	973.74	-46.39	1629.31
应收票据	7369.53	248.50	2352.23	-43.50	4593.59
应收股利	382.8	738.91	544.46	19.26	544.46
应收利息					
应收账款	22625.02	19012.31	34880.57	24.16	48045.25
其他应收款	14911.98	21150.76	21345.78	19.64	20116.38
预付账款	26927.51	39218.93	55774.44	43.92	57957.77
应收补贴款	246.16				
存货	47126.97	65769.37	66673.93	18.94	47557.90
待摊费用	90.39	110.43	197.33	47.74	860.16
待处理流动资产净损失					
其他流动资产					
流动资产合计	215123.05	222073.90	233683.75	4.22	253868.15
长期投资					
长期股权投资	8177.45	8390.09	9949.76	10.31	9878.59
长期债权投资	0.80	0.40	100.00	1018.03	
长期投资合计	8178.25	8390.49	10049.76	10.85	9878.59
合并价差					
固定资产					
固定资产原值	141122.65	152126.38	234603.69	28.93	264485.68
减: 累计折旧	31844.23	41475.21	59773.29	37.01	59424.66
固定资产净值	109278.42	110651.17	174830.40	26.49	205061.02
固定资产净值减值准备	2810.11	2714.77	2815.65	0.10	2814.44
固定资产净额	106468.32	107936.40	172014.74	27.11	202246.58
工程物资	64.70	7171.08	2044.79	462.19	2322.69
在建工程	5505.11	38382.8	48356.33	196.38	2818.24
固定资产清理					
固定资产合计	112038.12	153490.28	222415.87	40.90	207387.51
无形资产及其他资产					
无形资产	606.71	536.40	490.06	-10.13	551.39
开办费					
长期待摊费用	1235.25	2678.47	4451.70	89.84	1620.59
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	1841.96	3214.87	4941.76	63.80	2171.98
递延税项					
递延税项借项					
资产总计	337181.38	387169.53	471091.14	18.20	473306.23

附表 2-2 资产负债表(负债及股东权益)

(单位: 万元)

负债及所有者权益	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 年 6 月
流动负债					
短期借款	68400.00	73665.00	111200.00	27.50	125400.00
应付票据	29938.47	34981.57	26324.00	-6.23	28720.00
应付账款	13821.39	41229.10	65638.95	117.92	42976.16
预收账款	18864.43	24350.26	9990.46	-27.23	10164.26
代销商品款					
应付工资	147.07	1111.77	707.41	119.31	311.47
应付福利费	1044.51	1454.15	1132.30	4.12	1043.73
应付股利	383.31	428.80	801.71	44.62	736.65
应交税金	873.63	-102.01	1548.93	33.15	3089.48
其他应交款	50.40	155.99	139.37	66.29	99.24
其他应付款	11959.40	11481.43	18047.05	22.84	12202.49
预提费用	697.91	1363.72	2145.38	75.33	2883.8
一年内到期的长期负债	2000.00	6000.00	17550.00	196.23	5050.00
其他流动负债					
流动负债合计	148180.53	196119.78	255225.56	31.24	232677.28
长期负债					
长期借款	56100.00	48350.00	59400.00	2.90	73900.00
应付债券					
长期应付款	1000.00	750.00	750.00	-13.40	750.00
专项应付款	442.50	450.35	747.23	29.95	286.96
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计	57542.50	49550.35	60897.23	2.87	74936.96
递延税项					
递延税项贷款	39.11	39.11	39.11	0.00	39.10
负债合计	205762.14	245709.24	316161.90	23.96	307653.34
少数股东权益	17833.22	22536.69	21463.15	9.71	44541.57
所有者权益					
股本	22680.00	22680.00	22680.00	0.00	21929.60
资本公积	64916.80	64916.80	65028.98	0.09	43331.88
盈余公积	8745.22	10234.45	13272.02	23.19	13272.02
其中: 公益金	3872.20	4616.81	6135.60	25.88	6135.60
现金股利	2268.00				
未分配利润	15135.46	21092.37	33242.66	48.20	43295.37
未确认投资损失	-159.45		-757.57	117.97	-717.55
所有者权益合计	113586.02	118923.61	133466.09	8.40	121111.32
负债及所有者权益合计	337181.38	387169.53	471091.14	18.20	473306.23

附表3 利润及利润分配表

（单位：万元）

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 上半年
一、主营业务收入	185969.56	258655.59	304776.13	28.02	143939.36
减：折扣与折让					
主营业务收入净额	185969.56	258655.59	304776.13	28.02	143939.36
减：主营业务成本	151358.11	224100.47	248619.58	28.16	110253.30
主营业务税金及附加	849.84	1288.35	1602.16	37.3	548.32
二、主营业务利润	33761.61	33266.76	54554.38	27.12	33137.74
加：其他业务利润	1457.06	570.94	638.13	-33.82	1763.78
减：存货跌价损失					
营业费用	5951.96	7765.56	15019.35	58.85	10949.6
管理费用	16689.12	9958.72	13131.96	-11.30	3414.39
财务费用	5705.09	5301.10	7073.92	11.35	6041.14
三、营业利润	6872.51	10812.32	19967.28	70.45	14496.39
加：投资收益	778.60	-23.47	-956.74		24.51
补贴收入	388.52	410.68	30.00	-72.21	
营业外收入	262.06	119.39	74.42	-46.71	181.03
减：营业外支出	639.74	135.51	252.87	-37.13	4.90
其他支出					
加：以前年度调整					
四、利润总额	7661.96	11183.40	18862.09	56.90	14697.03
减：所得税	214.62	1463.66	1392.40	154.71	2153.37
减：少数股东损益	1516.73	2386.23	2208.51	20.67	1946.55
加：未确认的投资损失	-9.41	146.63	757.57		-40.02
五、净利润	5921.18	7480.14	16018.76	64.48	10557.09
加：年初未分配利润	13987.46	15108.25	20427.66	20.85	33242.66
盈余公积转入数					
减：合资企业提取奖福基金					
其他调整因素					
六、可供分配的利润	19908.65	22588.39	36446.41	35.30	43799.75
减：提取法定盈余公积	1319.90	748.01	1601.88	10.17	
提取法定公益金	1185.29	748.01	1601.88		
七、可供股东分配的利润	17403.46	21092.37	33242.66	38.21	43799.75
减：应付优先股股利					
提取任意盈余公积					
应付普通股股利	2268.00				504.38
转作股本的普通股股利					
其他					
八、未分配利润	15135.46	21092.37	33242.66	48.20	43295.37

附表 4-1 现金流量表

（单位：万元）

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 上半年
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	213478.72	271203.37	327268.43	23.82	161977.91
收到的税费返还	2183.14	903.22	1141.47	-27.69	1236.57
收到的其他与经营活动有关的现金	2796.10	3364.74	5065.25	34.59	6899.91
现金流入小计	218457.97	275471.32	333475.15	23.55	170114.39
购买商品、接受劳务支付的现金	175284.30	193682.37	269800.42	24.07	124606.34
支付给职工以及为职工支付的现金	9970.70	10058.59	11459.64	7.21	4043.82
支付的各项税费	7216.69	6010.51	9248.62	13.21	6338.72
支付的其他与经营活动有关的现金	29754.43	14614.86	16833.55	-24.78	7109.63
现金流出小计	222226.11	224366.32	307342.23	17.60	142098.51
经营活动产生的现金流量净额	-3768.14	51105.01	26132.92		28015.88
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	159.12	7641.05	2430.92	290.86	2730.24
取得投资收益所收到的现金	871.82	54.00	1413.73	27.34	24.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	4985.48	194.97	85.05	-86.94	21.00
收到的其他与投资活动有关的现金	10414.12				
现金流入小计	16430.54	7890.02	3929.70	-51.09	2775.54
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	13305.90	61644.30	99097.79	172.90	37033.85
投资所支付的现金	2085.53	9190.68	2119.98	0.82	3243.63
支付的其他与投资活动有关的现金					0.45
现金流出小计	15391.44	70834.98	101217.76	156.44	40277.93
投资活动产生的现金流量净额	1039.10	-62944.95	-97288.06		-37502.39
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	10710.00	1040.00	300.00	-83.26	23198.08
借款所收到的现金	130800.00	70765.00	138085.00	2.75	73700.00
收到的其他与筹资活动有关的现金		1160.31			
现金流入小计	141510	72965.31	138385	-1.11	96898.08
偿还债务所支付的现金	92648.00	68200.00	77950.00	-8.27	57500.00
分配股利或利润所支付的现金	6427.12	10724.43	12592.89	39.98	8239.03
减少注册资本所支付的现金					
支付的其他与筹资活动有关的现金		1.64			
现金流出小计	99075.12	78926.08	90542.89	-4.40	65789.51
筹资活动产生的现金流量净额	42434.88	-5960.77	47842.11	6.18	31108.57
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	39705.84	-17800.72	-23313.03		21622.06

附表4-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)	2006 上半年
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
以固定资产偿还债务					
以投资偿还债务					
以固定资产进行长期投资					
以存货偿还债务					
融资租赁固定资产					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	5921.18	7480.14	16018.76	64.48	10557.09
加: 少数股东损益	1516.73	2386.23	2208.51	20.67	1946.54
计提的资产减值准备	2819.44	1486.05	1077.29	-38.19	-203.44
固定资产折旧	10260.02	12085.86	12703.22	11.27	7538.83
无形资产摊销	44.37	70.31	48.44	4.48	11.12
长期待摊费用摊销	884.93	706.68	853.92	-1.77	424.38
处置固定资产、无形资产和其他长期 资产的损失(减:收益)	384.02	104.48	69.43	-57.48	-36.94
待摊费用减少(减:增加)	497.84	-20.04	-86.91		-662.82
预提费用增加(减:减少)	-461.34	665.8	781.66		738.42
固定资产报废损失					
财务费用	5839.12	5301.1	7073.92	10.07	6041.14
投资损失(减:收益)	778.6	-273.47	956.74	10.85	-24.51
递延税款贷项(减:借项)	39.11	39.11	39.11	0.00	
存货的减少(减:增加)	-4360.63	-19340.34	-933.12	-53.74	19116.03
经营性应收项目的减少(减:增加)	-52417.25	8665.58	-33196.17	-20.42	-28359.99
经营性应付项目的增加(减:减少)	24476.29	31747.52	18518.12	-13.02	10930.03
其他					
减: 未确认的投资损失	-9.41				
经营性活动产生的现金流量净额	-3768.14	51105.01	26132.92		28015.88
三、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	92055.01	74254.30	50941.27	-25.61	72563.33
减: 货币资金的期初余额	52349.17	92055.01	74254.30	19.1	50941.27
现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	39705.84	-17800.72	-23313.03		21622.06

附表 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
应收账款周转次数	主营业务收入净额 / (应收账款 + 应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 资产总计
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息支出}) / (\text{股东权益} + \text{少数股东权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数 = EBITDA / 支出利息
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力	
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 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

附表 6 长期信用等级符号设置及其含义

企业长期信用等级分成 10 级，分别用 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级表示，其中 AA-CCC 级可用“+”、“-”号微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
AAA 级	AAA 级企业为最高级企业，其还本付息能力最强。
AA 级	AA 级企业属高级企业，其还本付息能力很强，基本无风险。
A 级	A 级企业还本付息能力较强，尽管其还本付息能力易受内外部不确定因素不良变化的影响，但风险较低。
BBB 级	BBB 级企业还本付息能力一般，内外部不确定因素不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下所能接受的最低信用等级。
BB、B、CCC 和 CC 级	BB、B、CCC 和 CC 级企业属于投机级企业。BB 级企业的投机性最低，CC 级企业的投机性最高。投机级企业的还本付息能力在内外部不确定因素不断变化的情况下，具有很大的不确定性，违约风险很大。
C 级	C 级企业濒临违约，其还本付息的能力极弱。
D 级	D 级企业属违约企业。