

信用等级公告

联合[2011] 270 号

联合资信评估有限公司通过对石河子国有资产经营（集团）有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

石河子国有资产经营（集团）有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年四月十五日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与石河子国有资产经营（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与石河子国有资产经营（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因石河子国有资产经营（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由石河子国有资产经营（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、石河子国有资产经营（集团）有限公司主体长期信用等级自2011年4月15日至2012年4月14日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年四月十五日

石河子国有资产经营（集团）有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 4 月 15 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	125.15	135.16	129.01	161.07
所有者权益(亿元)	38.66	41.32	42.08	46.63
长期债务(亿元)	18.89	16.97	21.44	24.61
全部债务(亿元)	49.61	55.19	44.54	53.23
营业收入(亿元)	59.08	49.64	86.29	39.18
利润总额(亿元)	0.14	0.63	1.48	1.34
EBITDA(亿元)	8.03	9.62	6.69	--
营业利润率(%)	10.29	13.60	9.56	14.69
净资产收益率(%)	-0.04	0.91	2.46	--
资产负债率(%)	69.11	69.43	67.39	71.05
全部债务资本化比率(%)	56.20	57.19	51.42	53.30
流动比率(%)	93.10	98.72	96.43	114.54
全部债务/EBITDA(倍)	6.18	5.74	6.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	3.58	5.43	--

注：2010 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

丁继平 闫昱州

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）对石河子国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“石河子国资”或“公司”）的评级反映了公司作为新疆建设兵团农八师石河子市政府国有资产运营主体，在资源储备、生产规模、产业布局、技术水平、政策支持等方面拥有的优势。联合资信也关注到公司债务负担偏重、未来投资规模较大、盈利能力较弱及棉花和煤炭价格波动等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

近年来公司积极进行资源产能的扩张，在确保主营核心板块稳步发展的同时，向煤化工等高附加值产业延伸，并充分利用自身资源优势，减少单一产品价格波动带来的不利影响。伴随公司未来电力板块产能的扩大和下游煤化工产业链的进一步完善，公司整体抗风险能力有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司所从事的电力、农业等行业获得国家政策支持，发展前景好。
2. 作为农八师石河子市政府国有资产运营主体，石河子市政府为公司持续提供大力支持，有助于增强公司整体偿债能力。
3. 公司负责的棉花收购、供热供电、城市供水等业务具有明显的区域优势和不可替代性。

关注

1. 公司农业板块及电力板块经营受棉花及电煤价格波动影响较大。
2. 作为农八师石河子市政府国有资产运营主体，公司投资经营主要取决于政府决策，受政策指导影响较大。

3. 公司业务盈利能力较弱，对政府补贴依赖程度较大。
4. 公司投资规模较大，面临一定的资金压力。
5. 公司下属子公司较多，管理链条长，涉及行业多，对子公司实现有效管理有一定难度。

一、主体概况

石河子国有资产经营(集团)有限公司(以下简称“石河子国资”或“公司”)的前身是于1996年5月经新疆生产建设兵团农业第八师(以下简称“农八师”)石河子市人民政府师市机编字[1996]2号文件批准,成立的石河子国有资产投资经营有限公司。后经多次资产重组,于2006年12月,公司名称变更为石河子国有资产经营(集团)有限公司。截至2010年9月底,公司注册资本145549.09万元。主要出资人为农八师石河子市国有资产监督管理委员会。

公司作为农八师石河子市政府国有资产运营主体,承担对国有资产收益收缴和产权处置收入的责任,建立并合理安排国有资产投资,促使国有资产滚动增值。公司主要负责资产产权(股权)经营、引资、投资及咨询。经营行业涉及能源、纺织、造纸、建筑安装、农业产业化、房地产开发、物流运输、宾馆旅游、公用基础设施建设等领域。

截至2009年底,纳入公司合并报表范围子公司共计11家(见附件1)。公司下设办公室、人力资源部、计划财务部、资本运作部、资产管理部、运行管理部、稽核审计部等7个职能部门。

截至2009年底,公司合并资产总额为129.01亿元,所有者权益合计为42.08亿元。2009年,公司实现营业收入86.29亿元,利润总额1.48亿元。

截至2010年9月底,公司合并资产总额为161.07亿元,所有者权益合计46.63亿元(其中少数股东权益15.36亿元)。2010年1~9月,公司实现营业收入39.18亿元,利润总额1.34亿元。

公司注册地址:新疆维吾尔自治区石河子市北四路23号小区工商银行办公楼六楼;法定代表人:崔锋军。

二、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

近年来,公司逐步构建了以棉花、蔬果、畜牧为核心的农业板块,以供电、供热为核心的电力板块、以房屋、市政建筑、水利水电工程施工为核心的建筑板块,城市自来水供应的水务板块及造纸、旅游为主的其他板块等五大经营板块。公司已经发展成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型国有资产运营主体。

截至2010年9月底,纳入公司合并报表范围的子公司共11家。其中新疆西部银力棉业(集团)有限责任公司(以下简称“银力集团”)是公司下属经营籽棉收购加工、皮棉和棉短绒购销、棉花加工设备及配件和包装材料购销、仓储、纺织、商贸等进出口为一体的大型综合企业。

银力集团是农八师棉花产业的主导企业,具有较强的垄断性。目前银力集团对农八师垦区植棉团场实行棉花统一收购、统一检验、统一价格、统一品牌、统一销售,形成种植、加工、购销一体化经营,并且原棉收购受农八师政府支持,年均收购量在28万吨以上,占农八师垦区棉花总产量的80%以上。银力集团生产的“银力”牌皮棉,依托农八师近200万亩棉花种植的规模化、高科技化和集约化的生产管理已成为国内、新疆和兵团系统的知名品牌,产品主要在国内销售,销往江苏、浙江、山东、河北等纺织发达地区和石河子本地的棉纺企业,产品品质和销售渠道稳定。

银力集团承担着石河子团场所产棉花统一收购、统一加工、统一销售的经营,是农八师石河子市唯一一家集棉花收购、加工、销售为一体的龙头企业,银力集团自有“银力”棉花品牌于2009年5月被国家工商局认定为棉花系统驰名商标。截至2009年底,银力集团总资产合计25.71亿元,2009年实现营业收入51.59亿元,营业利润0.14亿元,利润总额0.38亿元。

子公司新疆天富电力（集团）有限责任公司（以下简称“天富集团”）是新疆唯一一家水、火电并举，发供调一体化的地方电力企业。天富集团是新疆建设兵团内发电能力最大、供电范围最广、调度水平最高的龙头企业。截至 2009 年底，天富集团总资产合计 75.79 亿元，共实现营业收入 16.56 亿元，营业利润 0.52 亿元，利润总额 0.77 亿元。

子公司新疆石河子天筑建设(集团)有限责任公司（以下简称“天筑集团”）是石河子市资质较高、规模较大的建筑企业之一，先后获得国家建筑最高荣誉“鲁班奖”、兵团优质工程“昆仑杯”铜奖、兵团工程质量“优胜企业”、兵团级新疆自治区“先进施工企业”等荣誉称号。凭借自身过硬技术以及优良施工质量，天筑集团得到农八师、石河子市政府的长期大力支持。天筑集团在石河子市建筑市场中占有率长期稳定在 60%以上。截至 2009 年底，天筑集团总资产合计 6.12 亿元，共实现营业收入 9.01 亿元，利润总额 0.05 亿元。

子公司石河子泽众水务有限公司（以下简称“泽众水务”）是石河子市区唯一一家负责城市供水、排水、污水处理的城市供水企业。截至 2009 年底，泽众水务总资产合计 1.38 亿元，共实现营业收入 0.27 亿元，营业利润 0.01 亿元，利润总额 0.01 亿元。泽众水务共建成城市管网 427 公里，日供水能力达 13.8 万吨，日污水处理能力 10 万吨。

2. 人员素质

公司高层管理人员共 12 人，其中董事 7 人，监事 5 人。

公司董事长崔锋军先生，50 岁，高级政工师，研究生学历。现任公司董事、总经理、党委副书记。曾任天富集团所属实业公司党委书记、石河子供电公司党委副书记、石河子惠得担保投资公司董事长、总经理。

公司副董事长、党委书记张一新先生，55 岁，高级政工师，曾任石河子市工商局办公室秘书、党委秘书，石河子市党委组织部部长、

老干局局长。

截至 2010 年底，国资公司共有员工 25 人，其中大专以上学历 24 人，占职工总数的 96%；高级职称 9 人，中级职称 11 人；30 岁以下员工 1 人，占职工总数的 4%；30-50 岁员工 19 人，占职工总数 76%；50 岁以上员工 4 人，占职工总数 16%。总体看，公司员工整体素质较高。

3. 外部环境

新疆建设兵团背景及概况

新疆建设兵团（以下简称“兵团”）组建于 1954 年，在所辖垦区内担负着屯垦戍边的职责，是西部经济建设的主力军。兵团下辖 14 个师、141 个农牧团场，分布在新疆 15 个地、州、市境内，目前总人口 257 万人，其中城市人口 103 万人。兵团在新疆具有重要的经济地位。目前，兵团拥有新疆六分之一的土地、四分之一的耕地、七分之一的粮食、二分之一的棉花、三分之一的棉纱、棉布、糖等。

2009 年兵团生产总值达到 610.69 亿元，同比增长 13.60%，三次产业结构由上年的 34.9: 31.7: 33.4 调整为 33.5: 33.8: 32.7；人均生产总值 23734 元，同比增长 13.90%。2009 城镇居民人均可支配收入 12929 元；。2009 年全年，兵团完成全社会固定资产投资 318.47 亿元。农作物播种面积 1661.55 万亩，其中棉花播种面积 731.78 万亩，粮食播种面积 460.64 万亩，高新节水灌溉面积达 979.39 万亩，棉花机采面积达 173.51 万亩。全年棉花产量 113.43 万吨，粮食产量 211.73 万吨，工业用番茄产量 464.26 万吨，油料产量 18.63 万吨，甜菜产量 145.33 万吨，牲畜存栏 586.19 万头（只），肉类总产 26.61 万吨。

兵团农业生产建设第八师背景及概况

新疆生产建设兵团农业第八师（简称“农八师”）位于天山北麓中段，古尔班古特沙漠南缘，师部位于石河子市，采用“师市合一”的行政管理模式。农八师总占地面积 7762 平方公

里，耕地面积 280 万亩，下辖 14 个农牧团场、两个河系管理处，拥有 1300 余家工交建商企业，总人口 58.44 万人，

农八师是兵团各单位中最大的经济联合体，国民生产总值占兵团的四分之一。截至 2009 年底，农八师实现生产总值 143.23 亿元，比上年增长 16.3%，占兵团生产总值的 23.47%。2009 年农八师播种面积 281.69 万亩，其中粮食作物面积 48.83 万亩、棉花面积 191.20 万亩、油料 1.69 万亩，全年粮食总产 19.81 万吨、棉花总产 29.60 万吨、油料 0.34 万吨、蔬菜 104.12 万吨。

石河子市作为天山北坡经济带的腹心城市之一，近年来工农业生产规模一直保持较快增长。2009 年全年，农八师石河子市实现生产总值 106.5 亿元，比上年增长 16.5%。全年实现全口径财政收入 19.79 亿元，比上年增长 19.3%。实现地方财政收入 11.97 亿元，增长 23.6%，其中一般预算收入 10.25 亿元，增长 19.3%；一般预算收入中税收收入完成 9.24 亿元，增长 20.0%。

自西部大开发以来，石河子市着力营造良好的投资环境，实施优势资源转换战略，在兵团范围内率先进行产业结构调整，使工农业企业创新能力和市场竞争能力不断增强。国家级开发区—石河子经济技术开发区快速发展，其“龙头”带动作用日益凸显；新疆天业股份有限公司、新疆天富热电股份有限公司、新疆天宏纸业股份有限公司三家上市公司的实力不断提升；农业、电力、化工、造纸、纺织、食品六大支柱产业格局业已形成。通过产业结构调整，石河子市已成功实现资源优势互补，以农业为基础，产业链不断延伸。

总体看，公司发展外部环境良好。

4. 外部支持

石河子国资是农八师石河子市国资委全资子公司，在多年的经营发展过程中，政府给予了持续性的有力支持。为弥补公司公益、半公益性业务亏损的状态，石河子地方财政每年给

予公司一定额度的财政补贴。2007~2009 年，公司分别收到政府专项财政补贴及税收返还款 1017.18 万元、2203.33 万元、3128.98 万元，反映在营业外收入科目中。

根据农八师财政局文件，公司对外债务出现偿债困难时，由农八师财务局安排财政资金给予流动性资金支持，以保障公司及时足额还本付息。

总体看，石河子市政府在资金补贴方面给予公司较大力度的支持，同时地方财政为公司提供资金流动性支持，有效地提高了公司整体偿债能力。

三、企业管理分析

1. 管理体制

公司是农八师石河子市人民政府授权，作为石河子市国有资产运营主体，由农八师石河子市国有资产监督管理委员会出资、直接领导并授权的国有资产经营管理机构。

公司按《中华人民共和国公司法》和《国有企业监事会暂行条例》等有关规定建立和完善法人治理结构，并按有关规定运作。公司不设股东会，由董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。

公司董事会现有 7 名董事，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长由出资人委派决定。董事会在授权范围内经营管理国有资产，决定公司的经营方针、发展规划和投资计划，审议公司年度财务预算和决算方案，是公司的权力机构。

公司设监事对公司的经营状况及资产保值、增值进行监督。监事会现有 7 名成员。公司实行董事会领导下的总经理负责制。总理由董事长兼任。目前设总经理 1 人，副总经理 2 人，下设办公室、人力资源部、计划财务部、资本运作部、资产管理部、运行管理部、稽核审计部等 7 个职能部门。

总体看，公司已设置了较合理的组织架构，法人治理结构符合国有独资企业特点。

2. 公司管理

公司以建立现代产权制度为发展方向，投资主体多元化为发展重心，确保国有资产安全和保值增值。公司制订了一系列管理制度，主要体现在财务管理、产权运作等方面。

财务管理方面，主要由公司计划财务部负责。权属企业每月、每季度需定期将财务月报、季报上报至公司计划财务部，公司计划财务部将对各权属子公司经营情况进行跟踪监督，负责制定利润分配方案及国有资本收益的收缴和解缴并上报董事会审批通过后执行。

产权运作方面，公司对权属企业所处不同行业制定标准管理型、扶持型、培育型、消极监控型等不同管理模式。由资本运作部通过规范的资本运营手段及资本运作渠道对公司的融资、投资或资产转让设计可行方案并上报董事会，经批准后实施。

权属企业的业务监督工作主要由资产管理部负责，每月、每季度定期对控股、参股企业

股权变动情况提出分析报告及实施方案，对权属企业存量资产（产权）进行跟踪监督，制定投资回收及投资收益收缴方案上报公司高层相关部门审批。

总体来看，公司管理体制较为健全，部门设置合理。同时联合资信注意到，公司下属子公司较多，管理链条过长，涉及行业多样，管理难度较大。

四、公司经营

近年来，公司逐步构建了以棉花、蔬果、畜牧为核心的农业板块，以供电、供热为核心的电力板块、以房屋、市政建筑、水利水电工程施工为核心的建筑板块、城市自来水供应的水务板块和以造纸为主的其他板块等五大经营板块。已经成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型国有资产运营主体。

表 1 近年公司营业收入情况（单位：万元）

项目	07 年		08 年		09 年		10 年 1-9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
建筑业	61062.16	9.11%	84491.28	8.57%	96143.35	8.09%	84362.50	8.69%
水电暖	127004.4	31.92%	145348.51	29.30%	174141.17	33.96%	136504.81	32.94%
农产品	344499.51	3.77%	207726.93	6.57%	515938.90	3.80%	121118.03	3.79%
林果	3054.64	28.90%	2139.78	29.29%	1771.24	32.23%	1481.64	46.54%
畜牧业	15637.45	9.37%	23562.62	13.71%	26723.08	14.99%	23288.56	15.10%
粮油收储			2616.09	1.76%	7922.03	-0.79%	3123.23	7.35%
餐饮服务	1288.32	61.05%	1497.92	54.98%	1796.89	58.75%	37.85	4.46%
造纸印刷	38170.82	7.04%	28678.5	14.16%	38140.64	7.42%	21784.86	3.98%
其他	89.91	93.69%	370.46	99.18%	359.02	96.46%	123.32	79.73%
合计	590807.22	11.01%	496432.1	14.63%	862936.32	11.04%	391824.78	15.89%

资料来源：公司审计报告

截至 2009 年底，公司营业收入合计 862916.32 万元，较上年增长 73.83%，毛利润 95257.14 万元。公司农业板块（包括农产品、林果、畜牧、粮油收储等，主要经营主体为银力集团、新疆西部绿珠果蔬有限公司、新疆西部牧业股份有限公司和石河子粮油收储经营有

限公司）2009 年共实现营业收入合计 552355.25 万元，较上年增长 134.00%。主要是 2009 年全球经济回暖，下游纺织行业对棉花需求增长较快，公司棉花销售大幅增加所致。水电暖板块（包括供热、供电、城市供水等，主要经营主体为天富集团和泽众水务）2009 年全年实现营

业收入 174141.17 万元，较上年增长 19.81%，其中供热供电合计 171460.09 万元，城市供水收入合计 2681.08 万元，较上年增长 4.23%。建筑板块（包括建筑、房地产，主要经营主体为天筑集团和石河子金龙房地产开发有限公司）2009 年完成营业收入 96143.35 万元，较 2008 年增加 13.79%，毛利率为 8.09%，较 2008 年变化不大。

2010 年 1~9 月，公司共实现营业收入 391824.78 万元，整体毛利水平回升至 15.89%，其中农业板块因棉花销售规模的减少，在公司整体收入中占比有所降低。

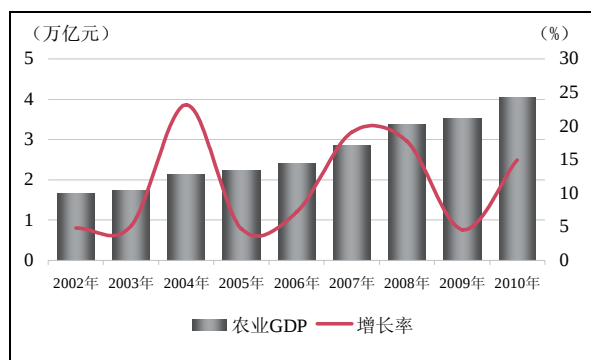
总体看，农业、电力板块占公司营业收入比率始终保持在 75%以上，是公司核心经营板块。

（一）农业

行业分析

农业是国民经济的基础产业，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国，农业问题、粮食问题关系到国计民生和社会稳定。在中国，农业是战略产业，粮食是战略资源。根据国家统计局数据，2002~2010 年，中国农业总产值持续增长，2009 年中国农业总产值达 4.05 万亿元，同比增长 14.96%（见图 1）。

图 1 2002 年~2010 年中国农业总产值情况

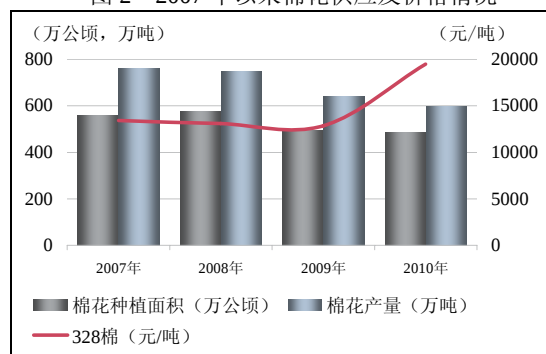


资料来源：国家统计局

2010 年中国全年粮食种植面积 10987 万公顷，比上年增加 89 万公顷；棉花种植面积 485 万公顷，减少 10 万公顷；油料种植面积 1397 万公顷，增加 32 万公顷；糖料种植面积 192 万公顷，增加 3 万公顷。粮食播种面积扩大的原因主要有两个：政府对农业积极开展各项扶持政策提高了农民种粮积极性以及充沛的雨水为部分地区扩种粮食创造了客观条件。

棉花

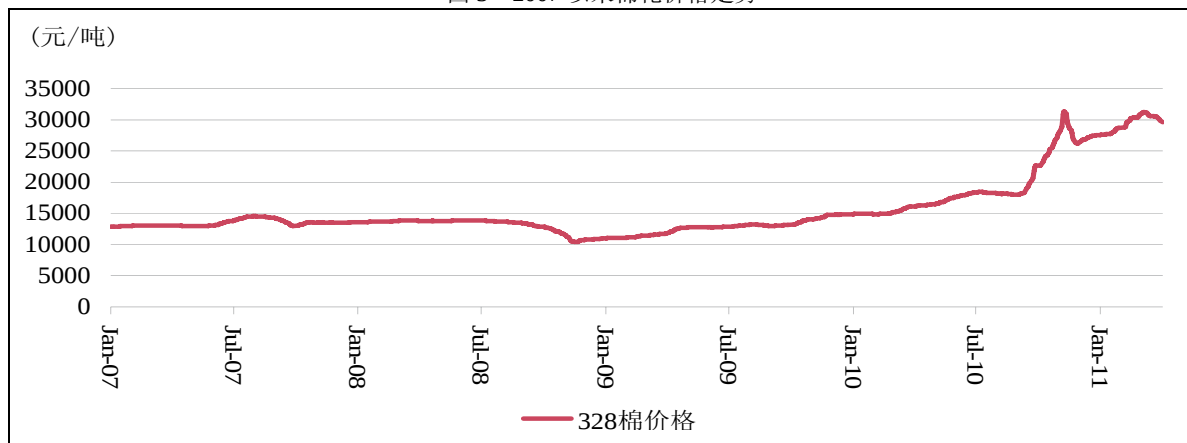
图 2 2007 年以来棉花供应及价格情况



资料来源：wind 资讯

2007 年，受纺织品服装出口继续快速增长态势影响，国内纺织生产一直保持快速增长。2007 年 7 月中下旬，黄淮、江淮流域部分棉区遭遇暴风雨袭击，部分农田受到较为严重的洪涝灾害。在农药化肥价格上升导致植棉成本上升的双重作用下棉花出现一个短期大幅上扬态势。国家为稳定棉花市场，于 2007 年 7 月 16 日，在全国棉花交易市场公开竞买 30 万吨国储棉，一定程度上缓解了皮棉资源紧张的局势。2007 年 8 月 4 日，棉花市场中具有代表性的 328 棉花曾一度达到 14553 元/吨的高位。

图3 2007以来棉花价格走势

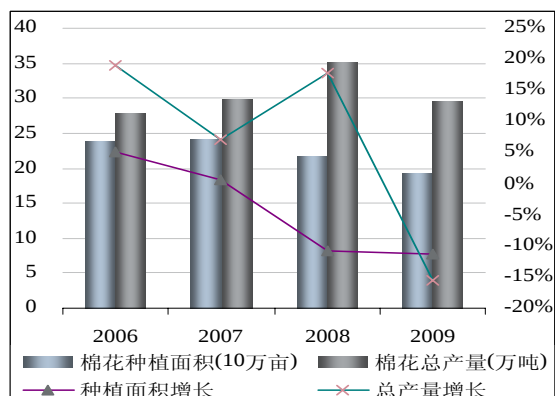


资料来源：中国棉花协会

受2008年棉价大跌影响，2009年全国棉花种植出现了不同程度的下滑，随着全球经济逐渐复苏，国内部分大中型纺织企业出口订单逐渐增加，棉花需求量稳步增长。棉花种植面积及产量的持续减少和用棉需求的增长导致棉花市场供应趋紧，棉花价格自2009年下半年以来出现快速上涨，且保持较快的上扬趋势。截至2010年12月31日，328棉花报价为27508元/吨，较2009年底增长84.95%，2011年价格进一步高企，2011年1季度，328棉花价格一度达到31241元/吨的高位。

总体看来，近年中国棉花需求虽有波动但整体呈现增长趋势，但棉花种植面积以及棉花产量逐年减少，导致了国内棉花供应趋紧，棉花价格逐步高启并保持高位运行，未来中国棉花需求仍将随纺织行业的增长保持较快增长，棉花价格的趋稳仍有待于供给面的改变。

图4 2006~2009年石河子市棉花种植情况



资料来源：农八师石河子市统计公报

2009年，新疆生产建设兵团制定了以“增粮减棉增果增畜”为核心的农业结构优化调整，应对对当前化肥、农药等农业必需品涨价导致种植成本大幅上涨及国内外宏观经济疲软对国内棉花产品需求影响等农业不利因素。农八师根据兵团要求将部分棉花种植地改为其他粮食种地。2009年，农八师石河子市垦区棉花种植面积合计191.20万亩，同比下降11.27%；棉花总产量合计29.60万吨，较上年下降15.55%，占兵团棉花产量的26.10%，是北疆主要棉花出产区。

公司经营

1. 棉花

公司棉花板块主要由子公司银力集团负责经营。

棉花生产是农八师石河子各团场的重要经济支柱，目前团场70%以上的土地均为棉花种植地。银力集团作为农八师石河子市唯一持有棉花收购权的大型综合收储加工企业，承担着各团场籽棉收购、加工，皮棉及棉短绒销售的重要任务，同时负责石河子垦区纺织企业生产原材料的供应。银力集团是石河子国资重要的经营子公司。

近年来，银力集团逐渐改变原有计划经济管理体制，对团场的棉农实行土地承包经营、对籽棉进行统一收购、统一销售。银力集团通过设置最低收购价格及“利润返还、再补贴”

等措施保证了棉农的基本利益，在充分调动棉农生产积极性的同时确保了团场籽棉的稳定供应。

但由于籽棉收购价格调整不灵活、未与市场价格接轨，银力集团存在较大的经营风险。在市场价格疲软、棉花收购价格普遍偏低时，银力集团为确保团场棉农基本利益，一定程度上上浮最低收购价格。与此同时，大量团场之外棉农所产籽棉因价格驱使不断流入银力集团权属收购站点，导致银力集团资金压力及棉花收储成本大大增加；当市场价格回升，由于银力集团受政策指导影响，短时间内无法响应并及时调整收购价格，缺乏价格竞争能力，大量团场籽棉外流，导致银力集团无法足额完成籽棉储备工作，一定程度上影响了农八师石河子垦区内棉纺织企业的生产需求。

2008 年，农八师石河子垦区皮棉总产量达 35.05 万吨，创历史新高。但因国内外宏观经济影响，纺织品出口急剧萎缩，棉花市场需求疲软。银力集团一方面确保石河子本地棉纺企业生产需要，积极利用国家对新疆外运棉花 400 元/吨财政补贴的有力政策，向山东、河南、江苏、广东等内地主要棉花消费市场提供优质优价棉花；另一方面，2008 年下半年，银力集团积极参与竞拍入储国储棉合计 7.5 万吨。一定程度上缓解了棉花市场疲软对银力集团棉花销售业务的影响。

2009 年上半年，银力集团在全棉花生产场区大面积推行棉花质量公正检验，对各籽棉加工生产线进行技术改造，以确保所有加工生产线皮棉均达到公检质量要求。2009 年 5 月，“银力”品牌被国家工商总局评为中国驰名商标，成为全国棉花行业唯一驰名商标。2009 年下半年，国内外经济逐渐回暖，大中型纺织企业出口开始复苏，棉花需求呈现快速增长态势。银力集团先后举办两次棉花竞价销售会，邀请各纺织企业参与竞价，收效明显。

2009 年全年，银力集团共收购皮棉 20.96 万吨，同比下降 29.19%。主要是因为农八师石

河子垦区积极响应兵团农业结构优化调整，棉花种植面积同比下降 11.27%，导致棉花总产量下降 15.55%。随着下游纺织品行业复苏，棉产品需求迅速回暖，推动棉花价格稳步上升。2009 年，银力集团完成棉花销售合计 39.68 万吨，较 2008 年增长 125.45%；实现销售收入 51.59 亿元，利润总额合计 3833.75 万元。

表 2 2007~2009 年银力集团主要经营指标

项目	2008	2009	2010
皮棉收购(万吨)	27.57	20.96	23.19
销售皮棉(万吨)	17.64	39.68	17.53
棉花平均等级	1.63	2.73	2.83
平均长度(毫米)	29.00	28.45	28.2
销售收入(亿元)	20.77	51.59	38.9
利润总额(万元)	-3474.91	3833.75	5788.12

资料来源：公司提供

2010 年，银力集团收购皮棉 23.19 万吨，同比增加 10.64%。销售皮棉 17.53 万吨，销量较 2009 年大幅减少。实现销售收入 38.90 亿元，利润总额 0.58 亿元。2009 年棉垦区棉花减产，公司皮棉收购量减少，造成公司可供销售棉花量有所下降，导致公司 2010 年棉花销量和收入规模同比出现大幅下降，但在棉花价格的大幅上涨带动下银力集团利润规模有所增长。

总体看，银力集团经营规模较大，是石河子国资的重要收入来源之一。但棉花收储经营活动易受宏观经济形势及棉花价格波动影响，公司现金支付压力较大。未来盈利增长存在不确定性。

2. 果蔬

新疆西部绿珠果蔬有限公司（以下简称“西部果蔬”）是石河子国资的控股子公司。主要负责石河子垦区内果蔬批发、种植，果树、种条、苗木育种，农副产品加工销售及水果蔬菜加工出口等业务。

西部果蔬目前拥有 1 个交易中心及 2 个蔬菜种植基地。其中农产品交易中心建于 2007 年 8 月，总设计规划面积为 1070 亩，总投资规模 2.2 亿元。在与荷兰政府的合作帮助下共获得 460 万美元（其中 260 多万美元设备和 195 万

现金)的无息贷款,截至2010年底,已完成建设497亩,总完成投资1.2亿元。交易中心共分为蔬菜交易区、水果交易区、综合区、粮油交易区、水产交易区、保鲜库区、熟食品加工区等7个经营区。通过配备交易用房、交易大棚、保鲜冷库、物流配送、检测检验、电子磅称、信息大屏、安全监控、卫生保洁、治安消防、信息网络等完善的配套服务设施,目前已成为北疆地区最大的农产品集散地。西部果蔬共设两个蔬菜种植基地(果蔬一、二队)各类蔬菜种植面积合计4191.50亩,主要种植西红柿、茄子、辣椒、黄瓜等时令蔬菜,为农八师石河子市内居民提供日常蔬菜供应。

2009年团场各葡萄种植地已基本栽培成功并结出果实,育苗收入降幅较大,2009年全年,西部果蔬共实现营业收入1771.24万元。

2010年1~9月,西部果蔬实现营业收入1481.64万元,利润总额338.20万元。

3. 畜牧业

行业分析

畜牧行业具有非周期性需求特征,发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40~50%之间,中国目前的比重约为34%,仍有近10个百分点的增长空间,相当于5000~6000亿元的产值,预计到“十一五”末,畜牧业产值占农业总产值比重将提高到38%以上。从中长期看,中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

传统落后的生产和经营方式一定程度上制约了现代畜牧业的发展。一家一户分散经营的传统模式因生产规模小、管理水平低、饲养技术相对落后造成产能、产品率及饲料转化率都处于较低水平,重大疫情时有发生,整体抗风险能力很差。

现代畜牧业具有“科学化、标准化、规模化、良种化、产业化、生态化”等基本特征,通过统一规划、统一种源、统一防疫规程、统一饲料、统一回收加工、统一品牌销售逐步形成产供销、科工贸为一体的完整产业链。未来

拥有完善动物防疫技术和先进的良种繁育技术将是养殖企业可持续发展的竞争力核心。规模化、集约化是未来畜牧业发展的重要方向。

总体看,农业是中国的基础产业,国家对农业的支持将是根本性的和持续性的,并从逐年加强各类资金投入和减轻农民负担两个方面落实对农业的资金和政策支持;未来农业及相关农产品加工业将持续稳步发展。

公司经营

公司畜牧业板块主要由控股子公司新疆西部牧业股份有限公司(以下简称“西部牧业”)负责经营。西部牧业已于2008年12月26日改制为股份公司,并于2010年8月在创业板上市,发行股票3000万股,募集资金3.57亿元。

西部牧业是集养殖、加工、贸易为一体的农业产业化企业。现已形成现代畜牧业综合服务、集约化养殖、种畜良种繁育为三大核心板块。作为农八师石河子市畜牧业龙头企业,西部牧业积极整合石河子垦区及周边地区畜牧资源,扶持地方奶牛养殖户,以企业加基地加养殖户的组织形式,为垦区养殖户提供优质现代畜牧综合服务,带动垦区畜牧产业化发展。

西部牧业肉种羊场利用“道赛特”、“杜泊”等国外优良肉羊品种与本地湖羊、寒羊进行杂交,培育出的良种肉杂羊具有“瘦肉多、脂肪少、鲜嫩、多汁、易消化、膻味轻”及“生长速度快、饲料报酬高”等特点,是经济杂交生产肥羔的理想品种选择。紫泥泉种羊场培育的中国美利奴(新疆军垦型)羊共有A、B、U、X(超细)、D(多胎)、DR(多胎肉用)等6个品系,可满足各种羊毛、肉用需要。细毛羊产毛品质可与澳洲羊毛媲美,其中X(超细)品系的羊毛细度达到100支,足以满足高档毛纺原料需求。

兵团优良种畜繁育中心主要以培养高产奶牛为主,其中纯种“荷斯坦”奶牛核心群共有纯种“荷斯坦”奶牛900头,平均产奶量达8吨/头每年,平均总产量达22吨/天。通过为石河子区内奶农提供优良奶牛,使石河子地区平

均产奶量由 2.1 吨/头每年提高到 5.2 吨/头每年。

现代畜牧服务业是西部牧业的重要发展内容。通过为奶农提供优良奶牛品种、先进养殖技术、优质饲料，并配以机械化挤奶设备、恒温液态奶运输车等鲜奶收储综合服务在“收、储、运”全程监控确保鲜奶品质的同时，减轻

奶农销售负担、充分调动生产积极性。并以优异的品质获得内蒙伊利、台湾明旺、新疆麦趣尔、地产花园等知名乳制品企业的认可并开展长期合作。

表 3 2008 年~2010 年西部牧业营业收入情况

	2008 年	2009 年	2010 年	年复合增长
种畜销售（万元）	371.63	570.62	1275.06	185.23%
自产生鲜乳（万元）	1821.77	2444.85	4258.21	152.89%
综合服务（万元）	20667.90	22174.95	23635.62	106.94%
其他（万元）	552.15	1462.48	294.47	73.03%
营业收入合计（万元）	23413.45	26652.90	29463.36	112.18%

资料来源：公司提供

2008~2010 年，西部牧业发展迅速，营业收入快速增长，年复合增长率达 112.18%。2010 年，西部牧业营业收入合计 29463.36 万元，综合服务收入保持了稳定增长，自产鲜乳和种畜销售销售收入大幅增长。

西部牧业未来 5 年计划投资 2000 万元用于扩建肉牛、羊生产基地、4000 万元用于屠宰场冷链配送设施建设、5000 万投资新建 50 个机械自动化挤奶厅及 70 量恒温运奶车。西部牧业上市，为其投资项目提供了充裕的资金，其经营规模有望持续扩大，为石河子国资未来收入及利润增长提供有力支持。

（二）电力

行业分析

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。据中国电力企业联合会最新统计，截至 2009 年末国内全口径装机容量合计 8.74 亿千瓦，其中火电机组占 74.60%，水电机组占 22.51%，核电机组占 1.04%，风电机组占 1.84%。

中国煤炭储量丰富的资源禀赋特点使火电成为了目前国内电力生产体系最主要的电源类型。相比于水电、核电等电源类型，火电建设周期短，技术要求相对较低，受周边自然环境限制较小，因此在 2002 年国内出现严重电力短缺后，火电成为了中国最近一轮电力投资热潮中发展最快的子行业。从 2006 年开始，随着大量新建机组投产，行业内发电设备利用效率逐

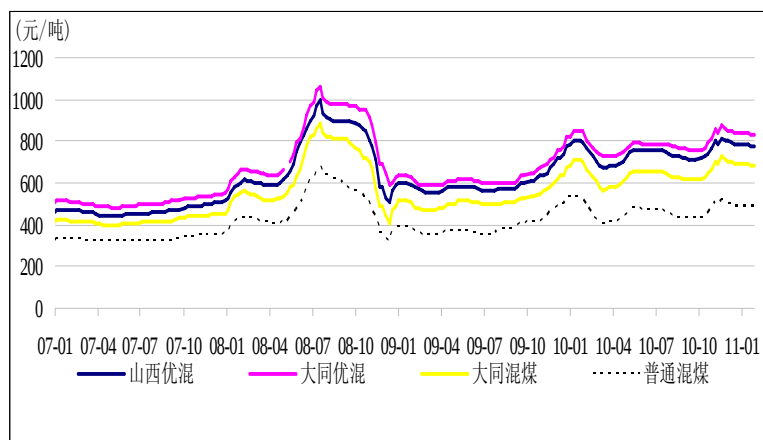
年下降。2008 年，在下游需求增速回落的作用下，国内发电设备平均利用小时数较上年减少了 334 个小时，同比跌幅超过 6%，为近年最大跌幅。2009 年，受宏观经济不景气到回暖的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年，全社会用电量增长为 5.96%。中国发电装机容量达到 8.74 亿 Kw，全口径发电量 36639 亿 Kwh，用电量 36430 亿 Kwh。2010 年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据，2010 年全年，国内累计全社会用电量 41923 亿千瓦时，同比增长 14.56%，但受节能减排等政策影响，2010 年起，全社会用电需求量增幅开始回落，其中，第二产业用电量增幅最大，全年达 31318 亿千瓦时，同比增长 15.41%，增幅提高 10.72 个百分点。第一产业用电量 984 亿千瓦时，同比增长 4.68%，增幅降低 2.22 个百分点；第三产业 4497 亿千瓦时，同比增长 14.02%，增幅提高 1.28 个百分点；城乡居民生活 5125 亿千瓦时，同比增长 12.02%，与上年基本持平。

2008 年前三季度，国内市场电煤价格大幅飙升，但受迫于 CPI 高企压力，相应的电价上调政策出台滞后，且幅度有限使发电企业 2008 年盈利水平受到严重影响。2008 年 1~11 月，全国发电企业共实现利润总额 -4.36 亿元，规模以上发电企业（含火电、风电、水电及核电）亏损

比例达到了37.85%，其中火电行业累计实现利润总额-392.02亿元，火电企业出现普遍亏损，五大发电集团亏损总额约400亿元。2009年前10个月，国内市场煤炭价格在相对低位窄幅波动，使得火电行业成本压力得到明显缓解，企业盈利状况得以回升，根据国家统计局数据，2009年1~11月国内火电企业累计实现利润总额464.89亿元，较上年同期增加了842.31亿元，但仍显著低于2007年同期的649.57亿元。2009年4

季度，煤炭价格再次进入上涨通道，2010年国内煤炭价格维持波动运行态势，但整体价格水平较2009年有所上升，2011年1季度，煤炭价格较2010年底有所下滑但仍高于2010年1季度水平，截至2011年3月底秦皇岛山西优混平仓价为780元/吨，较2010年3月底增长13.24%。整体看，火电企业利润水平易受煤炭价格波动影响，2009年4季度以来煤炭价格整体呈现上升态势，火电企业成本负担有所加重。

图5 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源: wind

总体看，未来很长一段时期内火电仍将是中国电力生产体系中最主要的电源类型，同时在目前煤、电价格形成机制下，电煤价格的波动仍是影响火电企业稳定经营的主要因素。长期来看，由电煤价格市场化、电价管制所导致的电力企业政策性亏损不具有持续性，未来电价形成机制改革的推进，将有助于改善电力企业尤其是火电企业盈利的稳定性。电力行业是国民经济的现行行业，随着经济的发展和人民生活结构的升级，电力需求未来仍将稳步增长。

公司经营

公司供热供电业务主要由子公司天富集团负责经营。

天富集团作为农八师石河子市重要的能源基础支柱企业，多年来形成了完善的煤炭生产、供电、供热生产传输供应网络，成为新疆建设兵团现代化程度最高、规模最大的煤炭生产、发电、供暖多元化产业集团。天富集团担负着

农八师石河子市电、热、天然气集中统一经营以及部分煤炭的生产经营管理。其发电能力及煤炭生产能力都位居新疆建设兵团之首，同时天富集团也是新疆唯一一家热电联产，水火电并举、发、供、调一体化的能源工业企业。

天富集团现有权属全资及控股子公司 6 个，参股公司 3 个，分公司 2 个。其中控股子公司新疆天富热电股份有限公司于 2002 年 2 月 28 日上市（股票代码 600509）。

截至 2010 年底，天富集团共拥有变电站 41 座、供电半径 150 公里，已运行和在建可控发电总装机总容量 56.2 万千瓦，其中火电装机总容量 44.7 万千瓦，水电设计装机总容量 11.5 万千瓦。2010 年全年，南热电一期项目产能释放，天富集团共完成发电量 32.05 亿千瓦时，较 2009 年增长 18.70%。截至 2010 年底，天富集团共拥有换热站 120 个，供热半径 8 公里，供热总面积 1177 万平方米；2010 年，天富集

团共完成供热 1516.86 万吉焦，较 2009 年增长 11.62%。2010 年 1~9 月，天富集团营业收入合计 134505.65 万元，实现利润总额 101019.85 万元。

天富集团在持续发展电、热主业的同时，加大了自身煤矿资源开发力度。2010 年，天富集团累计产煤 94.5 万吨，同比增长 28.75%；销煤 95.2 万吨，同比增长 42.40%。

近年，天富集团加大了煤矿改扩建、发电机组改扩建和热电联产项目的投入，预计项目投资完成之后，天富集团煤炭产能及热电生产规模将得到较大提升，未来天富集团营业收入有望增长，从而为公司未来收入、利润增长提供有力支持。

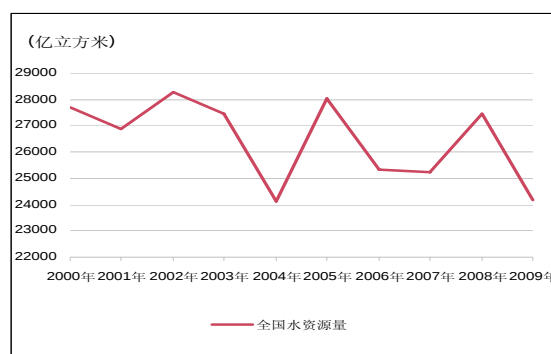
（三）水务

行业分析

水务包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。水务行业具有投资规模大、回收期长、回报稳定等特点，水务项目一般易受排水管网分布地域限制，且具有自然垄断属性，总体抗风险能力较强。

“水资源短缺、水污染严重”一直是制约中国社会发展的突出矛盾之一。根据国家统计局统计，2009 年中国总用水量 5933 亿立方米，比上年增长 0.4%。截至 2009 年底，中国城市污水处理厂日处理能力达 8664 万立方米，比上年末增长 6.9%；城市污水处理率达到 72.3%，提高 2.1 个百分点。水资源总量方面 2000 年以来，中国水资源总量整体呈现波动下降态势。2009 年，中国水资源总量为 24180.20 亿立方米，较 2008 年减少 11.86%。2009 年，中国人均水资源量只有 1816.20 立方米/人，约为世界平均水平的 1/4，整体缺水。

图 6 2000 年以来中国水资源总量



资料来源：wind

近年来，随着对资源及环保问题重视程度的提高，政府相继出台了鼓励水务发展的城市供水价格改革措施及污水处理等政策措施。此外，国家还采取了逐步推行水价的市场化定价机制，提高污水处理费等措施。

从水务定价模式来看，当前，各地水价尚未放开，普遍采用的是各地政府举行听证会的方式进行确定，无法完全做到与成本挂钩。水务企业面临的各项成本、费用在持续上升，而水价又只能是阶段性的上调，这决定了目前的水务企业的盈利状况整体仍然处于保本微利，甚至亏损的状态。

从产品价格看在国家相关政策的推动下，水价改革取得了一定进展。根据中国水网十年来对中国水价的统计，中国 35 个重点城市（除拉萨）水价年增长速度维持在 7.14%。2009 年以来，已有多个城市和地区上调了自来水价格（见表 4），进入 2010 年，部分地区水价持续出现上调，2010 年 11 月上海综合水价上涨为 2.80 元/立方米。2010 年 10 月统计数据显示，全国 36 个大中城市平均水价为 1.90 元/吨，较 2009 年底上涨 7.34%

表 4 2009 年以来部分地区水价调整情况（元/吨）

地区	价格类别	调整后价格	调整前价格	幅度	实施时间
上海	综合水价	2.3	1.84	25%	09 年 7 月
北京	综合水价	4.00	3.70	7.5%	09 年 12 月
沈阳	综合水价	1.4	1.8	29%	09 年 7 月
昆明	综合水价	3.45	2.8	23%	09 年 6 月

天津	综合水价	3.08	2.6	18%	09 年 4 月
南京	综合水价	2.8	2.5	12%	09 年 4 月
保定	综合水价	3.5	2.9	21%	09 年 1 月
宝鸡	污水处理费	0.8	0.57	41%	09 年 4 月
贵州凯里	污水处理费	0.65	0.2	225%	09 年 3 月
都匀	污水处理费	0.6	0.2	200%	09 年 3 月
宜春	污水处理费	0.6	0.25	140%	09 年 1 月
泸州	污水处理费	0.4	0.2	100%	09 年 1 月
惠州大亚湾	污水处理费	0.65	0.45	44%	09 年 1 月

资料来源：国家发改委价格检测中心

从政策支持看，2008 年 4 月 19 日，国家发改委在批复水利部《全国中型水库建设规划》中明确指出将加快水价改革，促进水资源可持续利用的水价机制；按照节约用水、补偿成本、合理盈利、市场竞争、用水户参与的原则，调整水利工程供水和城市供水价格，全面开征污水处理费。2009 年 7 月 24 日，国家发展与改革委员会与住房城乡建设部联合下发《关于做好城市供水价格管理等有关问题的通知》，明确要求水价调整要以建立有利于促进节约用水、合理配置水资源和提高用水效率为核心的水价形成机制，促进水资源的可持续利用为目标，重点缓解污水处理费偏低的问题。2011 年 1 月 29 日，中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》正式公布。该文件提出，要建立用水总量控制制度，全国年用水总量力争控制在 6700 亿立方米以内；积极推进水价改革，充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整。工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价。合理调整城市居民生活用水价格，稳步推进阶梯式水价制度。

总体看，未来水价改革将成为中国价格改革的重点之一，水价进一步上涨已成为必然趋势，这将为水务行业创造更为可观和稳定的盈利空间，水务环保行业的利润率有望进一步提升。

公司经营

泽众水务是石河子国资全资子公司，承担着石河子市日常自来水供应及污水处理的任务，在当地市场具有绝对主导地位，区域内规模优势和垄断优势显著。

2009 年底，泽众水务北区水厂 15 万吨/日供水项目主体施工及辅助设施建设基本完成，公司供水能力大幅增长。截至 2010 年底，泽众水务共拥有水厂 2 座，设计供水能力 31 万吨/天，污水处理厂 1 座，目前尚处试运行阶段，设计污水处理能力 10 万吨/天。供水管道 210 公里，排水管道总长度 103 公里。

2010 年，泽众水务公司全年完成供水销售收入 2720.7 万元，出厂水水质综合合格率达到 100%，出厂水压合格率 97%，共征收污水处理费 297.2 万元，水资源费 135 万元。

目前石河子市区旧住宅中 90%的住户依然使用精度较差的老式水表，普遍计量不准，部分甚至长期滴漏水，对泽众水务水费回收造成一定程度的影响。

（四）建筑

行业分析

自 2001 年以来，中国宏观环境进入新一轮景气周期，与建筑行业密切相关的全社会固定资产投资总额增速持续在 16%以上高位运行，2005 至 2009 年全社会固定资产投资中总额增速更是维持在 24%以上。《2010 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2010 年中国国内生产总值达 397983 亿元，实现 10.3%的高增长（参见图 1），全年全社会固定资产投资 278140 亿元，比上年增长 23.8%。

图 7 中国生产总值及增长率



资料来源：国家统计局

2008年11月政府提出了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，并出台了配合十项措施的巨额投资计划，提出到2010年底完成投资4万亿元。根据国家发改委投资研究所就“4万亿元投资对各行业的初次拉动作用”进行测算的结果显示，在各行业中，4万亿元投资对建筑业的初次拉动作用最大，将使建筑业增加值达到5940亿元，占初次拉动总量的14.85%。

2010年全年全社会建筑业增加值26451亿元，比上年增长12.6%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润3422亿元，增长25.9%，其中国有及国有控股企业990亿元，增长35.0%。自2009年第一季度开始，中国建筑业景气指数和企业景气指数呈现连续回升态势。在良好的宏观环境和产业政策下，中国建筑行业将维持景气运行状态。

行业风险方面，首先，中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题时有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。其次，钢铁、水泥等主要建材价格波动性较大，加大了建筑企业的成本控制难度。

从行业发展来看，近年宽松货币政策刺激

下，全球经济得以回升，但由此带来的流动性过剩也加大国内经济发展“过热”的风险。中国国内政策也由以投资带动的“保增长”转向“调结构”、“保民生”方向。中国陆续加大对房地产、政府投融资平台的管控，以防引发系统性风险。同时，通过上调存贷利率、提高银行存款准备金以及加强信贷管控等措施遏止市场上过剩的流动资金。在此背景下，建筑企业一方面将面临利率上调带来的成本压力；另一方面也将面临贷款控制的资金压力；同时建筑企业还将受房地产和政府主导基建投资的减少的影响，面临未来业务的缩量。

联合资信认为，建筑行业与宏观经济的相关性高，长期看，建筑行业仍伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

公司经营

公司建筑板块主要由子公司天筑集团负责经营。

天筑集团是以房屋建筑为核心，集水利水电工程、公路、市政工程施工为一体的建筑企业，拥有房屋建筑工程施工总承包壹级，水利水电工程施工总承包叁级，市政建筑工程总承包贰级，公路工程施工总承包叁级。天筑集团是石河子市资质等级较高，规模较大的建筑企业之一，长期以来受到农八师、石河子市政府的大力扶持。天筑集团承担着农八师石河子市主要市政形象工程、高层建筑、公路、办公大楼等重要工程建设，施工工程包括政府办公楼、银力大厦、克拉玛依双子楼、综合电信楼、石河子大学等项目，全部都按期保质完成。目前天筑集团已荣获国家建筑最高荣誉“鲁班奖”、兵团优质工程“昆仑杯”铜奖、兵团工程质量“优胜企业”、兵团及新疆自治区“先进施工企业”等荣誉称号。

天筑集团凭借自身优良施工质量，得到农八师石河子市政府的长期大力支持，在农八师市场占比一致高居60%左右，在区域内竞争优势明显。2010年天筑集团完工项目中有2项工程通过自治区“天山奖”优质工程评审，4项

工程通过兵团“昆仑杯”优质工程评审，4项工程通过石河子“明珠杯”优质工程评审。公司工程质量保持优良水平。

2010年底，天筑集团共获得工程项目总额合计28.72亿元，同比增长76.20%，2010年，天筑集团全年累计施工项目414个，累计施工面积为249.54万M²，较上年同期增长72.31%；累计竣工面积126.36万M²，竣工率为50.64%。

2010年1~9月，天筑集团共实现营业收入84362.50万元，利润总额合计639.91万元。

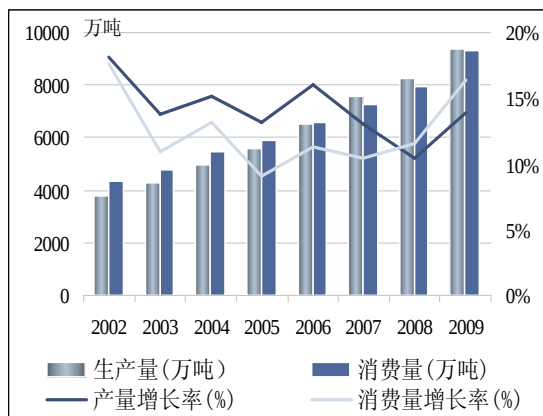
（五）造纸及其他板块

造纸业

行业概况

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80%以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。

图8 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源：中国造纸协会、Wind 资讯

目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2000~2008年，纸及纸板生产量增长161.64%，年均增长12.76%；纸及纸板消费量增长121.96%，年均增长10.48%。自2000~2007年来，因造纸供给增长快于消费增长，供需缺口逐渐缩小，全国纸及纸板

需求缺口从525万吨减少到2006年的100万吨，而2007年则供略大于求。2008年上半年，造纸行业下游需求仍保持增长，同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度，市场整体供需状况进一步改善，各细分纸品价格均有不同程度的提高，行业整体收入规模和利润规模均有较大幅度的增长；2008年下半年，由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力，行业内出现量价齐跌的局面。进入2009年，受益于宏观经济的企稳复苏，造纸行业的景气度呈现逐季回升的态势。根据Wind资讯数据显示，2009年中国机制纸及纸板产量9388.70万吨，同比增长13.94%；销量9292.10万吨，同比增长16.44%。

进入2010年，下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位，行业内产能利用率进一步提高，至一季度末多种主要纸品的价格均接近历史峰值水平，行业整体的盈利水平得到进一步恢复。随着下游需求的回升，造纸企业主要原材料废纸、木浆的价格也被顺势推高，并在二季度重新站到了历史高位。由于原料价格上升过快，下游企业在短期无法承受原纸价格持续上涨带来的经营压力，加之全球经济一些不确定因素的出现，使得行业内需求旺盛的情况在二季度起开始有所降温，而快速推高的原材料价格，也在一定程度上压缩了业内企业的盈利空间，企业经营业绩在全年呈现前高后低的态势，但整体已经逐步回归平稳态势。

总体来看，近年来，造纸行业整体发展较快，但受2008年下半年宏观经济减速导致产品需求萎缩和价格回落的影响，造纸行业步入持续低迷，业内企业盈利状况呈现恶化趋势。2009年以来，宏观经济逐步回暖，造纸行业景气度也逐季回升，进入2010年，景气度持续好转，生产经营稳定发展。2011年延续着这一健康的发展趋势。长期看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集

中度仍然较低，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业在竞争中保持较好的发展。

公司经营

新疆石河子造纸厂成立于 1989 年 7 月，是公司的全资子公司。主要经营各种机制纸，其中包括双胶纸、胶印书刊纸、书写纸等。经过多年发展，石河子造纸厂已成为北疆地区较大的国有中型造纸企业，共拥有 2 家控股子公司、1 家分公司、4 家参股公司。2010 年，石河子造纸厂共计生产机制纸 29798 万吨，较 2009 年增长 14.17%，其中胶印书刊纸 1374 吨、双胶纸 2747 吨、书写纸 23355 吨、生活纸 2322 吨。

石河子造纸厂于 1999 年发起成立了新疆天宏纸业股份有限公司（以下简称“天宏纸业”），并于 2001 年 6 月在上市，股票代码 600419。

作为石河子造纸厂的主要子公司，天宏纸业的造纸业发展迅速，近两年相继完成了对 6 号、7 号 1760 长网纸机的节能提速技改项目，使机制纸产能和质量得到了快速提高。除此之外，2009 年天宏纸业进行了制备高效减水剂的中试，2009 年实施该项目高效减水剂(改性木质素磺酸钠)项目，年可生产高效减水剂 2.4 万吨。

2010 年 1~9 月，石河子造纸厂实现营业收入 21784.86 万元，利润总额 1391.99 万元。

（六）公司经营效率

从经营效率指标看，2007~2009 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动中小幅增长，三年平均值分别为 7.78 次和 2.20 次，2009 年分别为 9.11 次和 2.63 次。近三年，公司总资产周转次数波动增长，三年平均值为 0.54 次，2009 年为 0.65 次。综合看，公司经营效率较好，随着在建项目逐渐投产，资产周转指标有望进一步提升。

（七）公司未来发展及投资项目

1. 公司未来发展

公司将以经济结构战略性大调整和发展方式战略性大转变为主线，加快推进新型工业化

和农业产业化发展；加强科学管理，以重大项目为突破口，加快支柱产业发展，采用高新技术改造提升传统产业。

一是农业产业化龙头板块。2011 年公司支持西部牧业利用上市公司的平台，整合新疆畜牧资源，将西部牧业公司打造成全国著名的业产业化龙头企业，做好 6000 头高产奶牛标准化养殖基地项目建设，提升附加值。支持西部果蔬蔬菜瓜果批发市场建设向综合市场方向发展，不断完善市场功能，努力创建为国家级标准化农产品加工销售物流中心；支持银力集团完成国家级棉花纺织品物流园的建设，使之成为新疆乃至西部最大的棉花纺织产业交易平台，成为石河子经济发展的新亮点。

二是电力板块。2011 年加快稳步推进高科技项目，新建团场热电联产项目，及早规划部署南区供热管网。全力以赴推进在建的电源建设项目、煤矿改扩建工程、220 电网建设，确保按期投产。力争完成发电量 34.8 亿千瓦时，增长 8.6%；供电量 49 亿千瓦时，增长 70.7%；供热量 1565 万吉焦，增长 3%；产煤量 150.5 万吨，增长 65.38%，产销率 100%。

三是建筑板块。力争 2011 年完成施工面积 136 万平方米，实现营业收入 97000 万元，实现利润总额 700 万元。

2. 公司未来主要投资项目

（1）天富集团南热电有限公司二期 2×300MW 热电联产项目

天富集团拟新建 2×300MW 热电联产项目，采用 300MW 亚临界空冷供热机组，锅炉为亚临界一次中间再热自然循环汽包炉，最大连续蒸发量 1065t/h，并入石河子电网及热网。该项目目前正在进行开工前期招标等准备工作，项目建设资金来源为银团贷款及发行人自筹。

（2）肯斯瓦特水利枢纽工程

肯斯瓦特水利枢纽工程位于玛纳斯河的中游河段，距石河子市约 70 公里，工程由大坝、溢洪道、泄洪洞、发电引水建筑物、发电厂房

等组成，水库正常蓄水位 990 米，总库容 1.88 亿立方米。工程最大坝高 129.4 米，电站装机容量为 100 兆瓦，设计年发电量 2.76 亿千瓦时。项目建成后可使玛纳斯河中下游河道的防洪标准由现在的 5-10 年一遇提高到 50 年一遇，可有效控制和调蓄山区洪水，提高下游地区防洪标准，优化灌区水资源配置以及承担起石河子垦区电力系统的调峰任务。该项目预计 2010 年正式开工，整个工程施工期为 58 个月；估算总投资为 16.30 亿元，申请国家投资 9 亿元，其余拟由银行贷款解决。

(3) 天富集团大白杨沟 300 万吨/年煤矿项目

项目建设地点为新疆玛纳斯县南约 50 公里，该煤矿煤碳储量 3 亿吨，项目设计年产原煤 300 万吨。该项目预计 2011 年开工建设；建设期 3 年，估算总投资 14.96 亿元，企业自筹 36.75%，其余资金银行贷款等多渠道解决。

(4) 塔西河煤矿 120 万吨/年扩建项目

项目建设地点为新疆玛纳斯县，该煤矿煤炭储量约为 2.4 亿吨，扩建完成后达到年产原煤 120 万吨。目前项目已完成了综采工作面的设备安装和刮板机的安装和调试工作，正在为竣工验收做好各项准备工作。

(5) 泽众水务北工业园区供水工程

该项目计划在石河子开发区北工业园区新建水厂及相关配套管网，近期供水 15 万吨/日，

远期供水 30 万吨/日。目前该项目整体工程已完工，现正在做决算工作，计划 2011 年 6 月完成验收。

(6) 石河子应急供水工程

该项目计划在石河子乡十户窑村以南约 2 公里处，新凿水源井 16 眼，输水管道总长 18 公里，日供水 15 万吨/日。目前整体工程已完工，现在正在进行工程决算工作，计划 2011 年 6 月竣工验收。

(7) 西部牧业新建 6000 头高产奶牛标准化养殖基地项目

在农八师石河子总场、农八师 134 团、农八师 147 团新建牛场 3 座，新增奶牛 6000 头，单产由 7 吨提高到 7.5 吨/年/头。该项目总投资 9000 万元，项目建设资金由西部牧业上市募集资金解决。

(8) 西部牧业新建草食动物用环保型中草药新制剂产业化项目

建设地点为农八师石河子总场，建成年产兽药中药粉剂 500 吨。该项目 2009 年 3 月开工建设，项目建设期 18 个月；项目总投资 1000 万元，全部由企业自筹，目前项目已建设完毕。

总体看，公司各板块业务在新疆地区具有较强的竞争优势，公司投资项目有利于公司整体经营规模的扩大和抗风险能力的提升，但公司未来计划投资规模较大，面临较大的筹资压力。

表 5 公司主要项目投资计划表（单位：亿元）

	项 目	建设规模	计划总投资	已投金额	拟投金额		
					2011	2012	2013
1	天富南热电有限公司二期 2×300MW 热电联产项目	建设 300MW 亚临界空冷供热机组 2 台	27.5	-	10.5	17	-
2	肯斯瓦特水利枢纽工程	防洪标准 50 年一遇，年发电量 10 万千瓦	15.98	0.36	2.4	4.5	5.8
3	大白杨沟 300 万吨/年煤矿项目	建设矿井生产能力 300 万吨/年	12.34	0.5	3.5	4.5	3.84
4	塔西河煤矿 120 万吨/年扩建项目	建设矿井生产能力 120 万吨/年	4.35	3.88	0.47	-	-
5	北工业园区供水工程	2012 年供水规模 15 万方/日，远期(2020 年)设计供水规模 30 万方/日	2.13	2.03	0.10	-	-
6	石河子应急供水工程	日供水 15 万吨	1.5	1.5	-	-	-
7	新建 6000 头高产奶牛标准化养殖基地	新增奶牛 6000 头，单产达 7.5 吨/年/头	0.9	0	0.9	-	-
8	草食动物用环保型 中草药新制剂产业化	年产兽药中药粉剂 500 吨	0.15	0.10	0.05	-	-

资料来源：公司提供

六、财务状况

1. 财务概况

公司 2007~2009 年财务报表经新疆公信天辰有限责任会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2010 年 9 月财务数据未经审计。

根据农八师国有资产监督管理委员会师国资发[2007] 201 号文件《关于新疆天富电力(集团)有限公司纳入石河子国有资产经营(集团)有限公司合并报表范围核算的通知》的要求，天富集团于 2007 年划归师市国有资产监督管理委员会直接持有。由于国资委没有具体的核算体系，国资委持有的天富集团所属权益仍纳入本公司的合并报表范围。天富集团生产经营仍由公司直接管理，公司拥有对天富集团资产及收益的相应处置权。公司预计未来较长一段时间内仍将保持对天富集团现有控制力。

截至 2009 年底，公司合并资产总额为 129.01 亿元，所有者权益合计为 42.08 亿元。2009 年，公司实现营业收入 86.29 亿元，利润总额 1.48 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司合并资产总额为 161.07 亿元，所有者权益合计 46.63 亿元（其中少数股东权益 15.36 亿元）。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 39.18 亿元，利润总额 1.34 亿元。

2. 资产质量

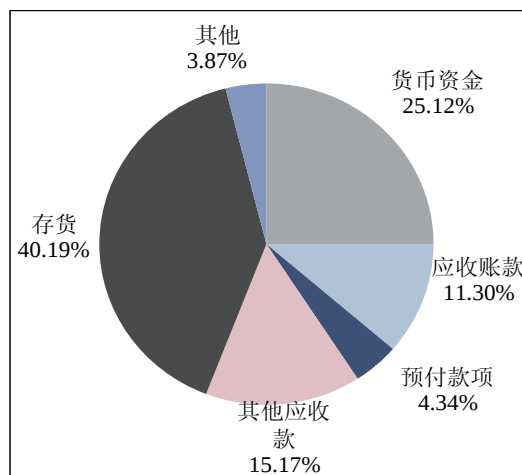
2007~2009 年，公司资产总额波动增长，年复合增长率为 1.53%。受公司主营业务中棉花经营活动特性影响，近三年公司流动资产比重波动较大。截至 2009 年底，公司资产总额合计 1290137.33 万元，其中流动资产占 44.04%，较 2008 年底降低 4.99 个百分点；非流动资产占 55.96%，公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

受公司主营业务中棉花经营活动特性影响，公司流动资产中存货及货币资金占比较大。

2007~2009 年公司流动资产波动较大，年复合增长率为 1.53%。截至 2009 年底，公司流动资产合计 568115.28 万元。流动资产构成以货币资金（占 25.12%）、应收账款（占 11.30%）、预付款项（占 4.34%）、其他应收款（占 15.17%）和存货（占 52.16%）为主。

图 9 2009 年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，公司货币资金波动减少，年复合减少 6.19%。主要是公司旗下天富热电股份有限公司 2007 年 12 月配股共募集资金 111470 万元，使得公司 2007 年底货币资金大幅增加；2008 年随着募集资金陆续投入相应项目建设，公司货币资金一定程度回落；2009 年公司棉花销售活动较为顺利，公司货币资金较 2008 年有一定程度增长。截至 2009 年底，公司货币资金合计 142734.04 万元，主要为银行存款（占 92.78%）、和其他货币资金（占 6.93%）。

2007~2009 年，公司应收账款波动下降，年复合下降 3.00%，主要是 2007、2008 年公司棉花销售及电费、工程应收款增长导致应收账款规模较大。2009 年，公司加大棉花销售货款回收力度，公司应收账款较 2008 年底下降 34.50%。截至 2009 年底，公司应收账款总额 72813.86 万元。其中 1 年内占 59.49%，1~2 年占 21.24%，2~3 年占 3.69%，3 年以上占 15.31%。公司应收账款账龄较长，关联方占款较多，公司共计提坏账准备 8609.20 万元，计提比例 11.82%。

表 6 单项金额较大的欠款单位（万元）

欠款人	金额	欠款单位
新疆石河子八棉纺织有限公司	143.47	天富电力集团
新疆晶鑫硅业有限公司	1055.41	天富电力集团
新疆天盛实业有限公司	1084.30	天富电力集团
新疆天盛实业有限公司	5107.00	银力棉业集团
华芳石河子纺织有限公司	5665.02	银力棉业集团
新疆石河子八棉纺织有限公司	2366.19	银力棉业集团
农八师一四三团	1150.00	天筑建设集团

资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，公司预付账款大幅下降，年复合下降 25.98%，截至 2009 年底，公司预付账款合计 24647.38 万元，其中 1 年内款项占 85.03%，主要为公司棉花收购工作所需支付的订购款；1 年以上款项占 14.97%，主要为子公司天富集团的项目设备及工程款。

2007~2009 年，公司其他应收款波动增长，年复合增长 19.06%。截至 2009 年底，公司其他应收款余额合计 88930.44 万元，其中 1 年内款项占 58.01%，1~2 年占 12.09%，2~3 年占 10.09%，3 年以上占 19.81%。公司共计提坏账准备 2745.70 万元。

表 7 单项金额较大的欠款单位（单位：万元）

欠款人名称	金额	所欠单位
农网完善项目	3290.38	天富电力集团
北京天科合达蓝光半导体有限公司	3066.33	天富电力集团
新疆新润气流纺公司	1884.86	天富电力集团
华隆农林业开发有限公司	1810.08	天富电力集团
新疆新建现代农业工程开发公司	3133.25	银力棉业集团
金石期货有限公司	1150.00	银力棉业集团

资料来源：公司审计报告

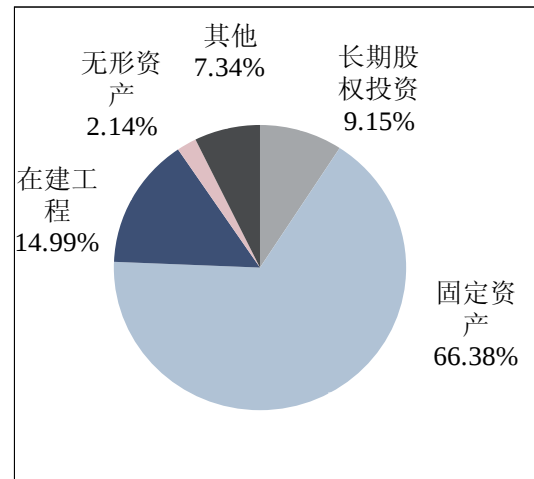
2007~2009 年，公司存货波动下降，年复合下降 1.07%。截至 2009 年底，公司存余额合计 361496.29 万元，以原材料占（7.27%）、在产品（占 21.18%）、库存商品（占 47.35%），开发商品（占 14.44%）为主。主要是银力集团收购的籽棉、棉花加工半成品及天富集团购买的部分电煤燃料等。

（2）非流动资产

2007~2009 年，公司非流动资产波动增长，

年复合增长 3.74%。截至 2009 年底，公司非流动资产合计 722022.05 万元。非流动资产构成以长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产为主。

图 10 2009 年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近几年，随着公司 2x125MW 热电联产机组、煤矿技改项目的完工，并正式投产，公司固定资产保持稳定增长。2007~2009 年，公司固定资产年复合增长 5.69%。

2007~2009 年，公司在建工程稳定增长，年复合增长 13.48%，2009 年底为 108239.95 万元，主要自 2007 年 12 月以来，公司加快项目建设，新增天富集团煤矿改造、农网改善、城网改造等工程所致。

2007~2009 年，公司无形资产大幅下降，年复合下降 21.54%，2009 年底为 15483.57 万元，其中土地使用权占 73.55%，专利技术占 15.49%、采矿权 6.45%，软件占和商标权占 4.52%。

为响应农八师各团场产业结构优化调整，公司于 2008 年开始减少对石河子市南山水泥厂、新疆天和种业有限责任公司等子公司的全部或部分长期投资。2007~2009 年，公司长期股权投资大幅下降，年复合减少 24.62%，2009 年底按成本法核算长期股权投资余额为 46857.87 万元，按权益法核算长期股权投资余额合计 20578.87 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 1610747.32 万元，较 2009 年底增长 24.85%。主要来源于流动资产的增长，资产构成上公司流动资产占比上升至 53.86%。

截至 2010 年 9 月底，公司流动资产合计 867541.19 万元，较 2009 年底增长 52.71%。主要为货币资金预付账款的增长。流动资产构成上，货币资金占比上升至 28.06%，预付账款占比大幅上升至 22.43%，存货规模大幅减，占比相应大幅下降至 19.77%。

截至 2010 年 9 月底，公司非流动资产合计 743206.13 万元，与较 2009 年底相比，规模小幅增长，构成变化不大。但在资产总额中占比相应下降。

总体来看，公司流动资产中货币资金、存货规模较大，流动性较好；非流动资产中固定资产、在建工程占比大，稳定性好。公司整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益复合增长率 4.32%，增长主要来自于资本公积。2009 年公司所有者权益合计 420765.17 万元（含少数股东权益合计 129921.19 万元）。归属于母公司的所有者权益由实收资本（占 50.04%）、资本公积（占 56.66%）、盈余公积（占 0.07%）、未分配利润（-6.78%）为主。2008 年，根据《关于银力集团银行贷款转为资本公积的通知》相关文件，银力集团 60000.00 万元银行贷款在到期时由农八师地方财政一次性支付偿还本金，转入资本公积。

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益合计 466316.12 万元（含少数股东权益 153609.83 万元）。归属母公司所有者权益权益主要由实收资本和资本公积构成，较 2009 年底变化不大，整体看，所有者权益稳定性较好。

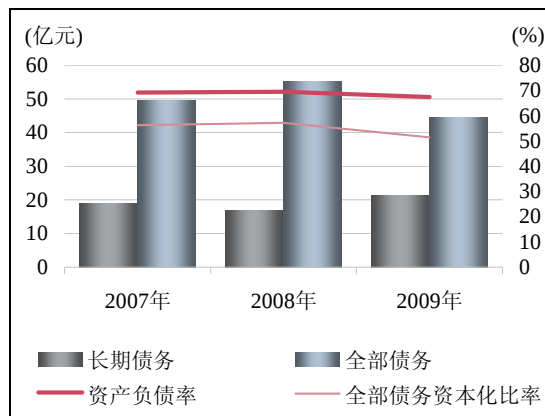
(2) 负债

2007~2009 年，公司负债总额小幅波动，基本保持稳定，三年年复合增长 0.26%。截至 2009 年底，公司负债总额合计 869372.16 万元，其中流动负债占 67.77%，非流动负债占 32.23%。公司负债以流动负债为主。因子公司银力集团收购棉花需要大量短期流动资金支持，未来公司流动负债仍将占有较大比例。

截至 2009 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 25.17%）、应付票据（占 13.95%）、应付账款（占 13.16%）、预收款项（占 23.04%）、应付职工薪酬（占 1.40%）、应交税费（占 -3.15%）、其他应付款（占 26.17%）等构成。

截至 2009 年底，公司非流动负债合计 280229.39 亿元，主要由长期借款（占 66.54%）、应付债券（占 9.99%）和长期应付款（占 14.07%）构成。

图 11 近年公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2007~2009 年，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基本保持稳定，三年平均值分别为 68.34%、54.11%和 32.18%，2009 年为 67.39%、51.42%和 33.76%。三年间，公司债务规模波动中有所减少，长期债务占比有所上升，2009 年公司全部债务为 44.54 亿元，其中长期债务占比 48.15%，债务期限结构有所改善。

截至 2010 年 9 月底，公司负债总额合计 1144431.20 万元，较 2009 年底增长 31.64%。其中流动负债占 66.18%，非流动负债占

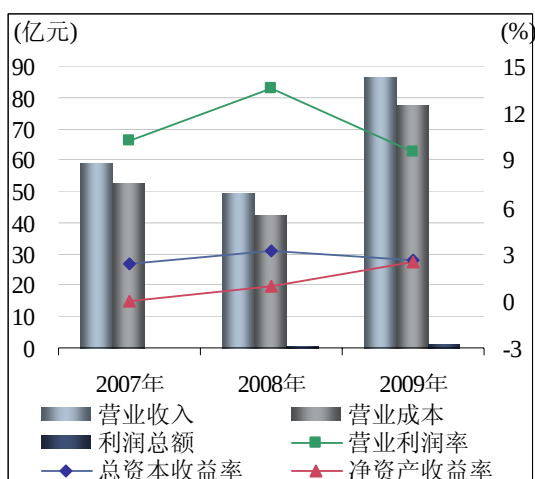
33.82%。公司负债以流动负债为主，较 2009 年底变化不大。公司全部债务为 466316.12 万元，较 2009 年底增长 10.83%。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 71.05% 和 53.30%，公司债务负担有所加重。

整体看来，公司债务负担较重，考虑到公司营业收入中农业板块占比较大，棉花收购经营活动对流动资金需求较大，以及公司未来投资规模较大，公司未来负债仍将保持较高水平。

4. 盈利能力

2007～2009 年公司营业收入分别为 590807.22 万元、496432.10 万元和 862916.31 万元，三年营业收入波动较大，年复合增长 20.85%。2007 年因棉花市场良好发展，公司农业板块棉花销售收入大幅增加，营业收入快速增长；2008 年因宏观经济影响，棉花需求萎缩导致公司棉花销售收入下滑；2009 年全球经济复苏，下游纺织业对棉花需求量回升导致公司棉花销售收入大幅增加。由于 2009 年棉花销售大幅增加，公司营业成本也相应大幅上升。2007～2009 年，公司营业成本波动上升，年复合增长 21.79%。

图 12 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

2007～2009 年，公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）不断增长，年复合增长 9.12%。截至 2009 年，公司销售费用、管理费

用、财务费用占营业收入比重分别为 1.66%、3.73% 和 2.78%。在期间费用增加及营业成本增速大于营业收入增速的双重作用下，公司三年营业利润率波动下滑，截至 2009 年底，公司营业利润率为 9.56%。

2007～2009 年，公司营业外收入持续快速增长，年复合增长 100.77%。三年分别为 3071.88 万元、7145.09 万元和 11178.48 万元。主要为处置非流动资产收入、罚没收入及政府补助收入。其中政府补助收入主要是财政专项补贴款及税收返还款项，2007～2009 年分别为 1017.18 万元、2203.33 万元和 3128.98 万元。

2010 年 1～9 月，公司实现营业收入 391824.78 万元，受银力集团销售下降影响，公司营业收入规模出现大幅下降，公司营业利润率为 14.69%，较 2009 年快速增长，实现利润总额 13388.85 万，为 2009 年全年的 90.32%，公司利润水平有所回升，利润规模维持稳定。

总体看，公司农业、电力板块是公司主要收入来源，但易受棉花、煤炭价格波动影响。公司整体盈利能力较弱且波动较为明显，一定程度上仍然依赖于政府财政补贴。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007～2009 年，公司流动比率和速动比率平均值分别为 96.45% 和 54.14%，2009 年公司流动比率和速动比率分别为 96.43% 和 57.67%。截至 2010 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 114.54% 和 91.89%，较 2009 年有所上升。

公司经营活动现金流波动较大，相应地经营现金流负债比稳定性较弱，2008 年为 0.55%，2009 年大幅上升至 27.90%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力一般。总体看，目前公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2007～2009 年公司 EBITDA 分别为 81651.73 万元和 97584.60 万元和 66894.28 万元，呈波动下降趋势。2009 年公司 EBITDA 利息倍数为 5.43 倍，公司 EBITDA 对利息保护能力较强。2009 年，公司

全部债务/EBITDA 倍数为 6.66 倍，公司 EBITDA 对全部债务保护能力一般。考虑到地方政府对公司支持力度较大，公司长期偿债能力较强。

截止 2010 年底，公司对外担保 78810.00 万元，占 2010 年 9 月底公司所有者权益的 16.90%。公司对外担保对象主要是新疆天业股份有限公司、石河子开发区经济发展总公司和新疆爱立泽纺织有限公司。

新疆天业股份有限公司于 1997 年 6 月再上海证券交易所登记上市（股票代码 600807），是国内氯碱行业的大型企业及节水器材行业的龙头企业；石河子开发区经济建设发展总公司是石河子开发区管委会全资设立的国有企业，主要负责开发区房地产开发、物业管理、市长工程建设、建筑材料销售等；新疆爱立泽纺织有限公司是石河子开发区管委会引进的外商独资企业，主营业务是生产销售棉纱。

整体看，公司对外担保企业为上市公司、国有企业及优质合资企业，目前生产经营情况良好，发生代偿风险的可能性较小。

公司下属 2 家上市公司，直接融资便利。此外，公司与银行建立良好的合作关系，截至 2011 年 3 月底，公司本部从银行获得授信额度共计 26.30 亿元，未使用额度 11.41 亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、综合评价

农业、电力是国家经济基础及核心产业，受国家政策大力支持，发展前景好。公司作为新疆建设兵团农八师石河子市政府国有资产运营主体，是农八师石河子地区重要的龙头企业。近年来，公司逐步确立了以农业、电力等基础产业为主，建筑、造纸、城市供水等多元化经济为辅的经营模式，具备较强的综合竞争实力。公司所从事的棉花收购、供热供电、城市供水等业务具有明显的区域优势和不可替代性。受棉花、煤炭价格影响，公司收入规模波动较大，但未来公司供电供热、煤炭产能进一步扩大以

及下游煤化工产业链的建设，将有助于收入水平和结构的改善。

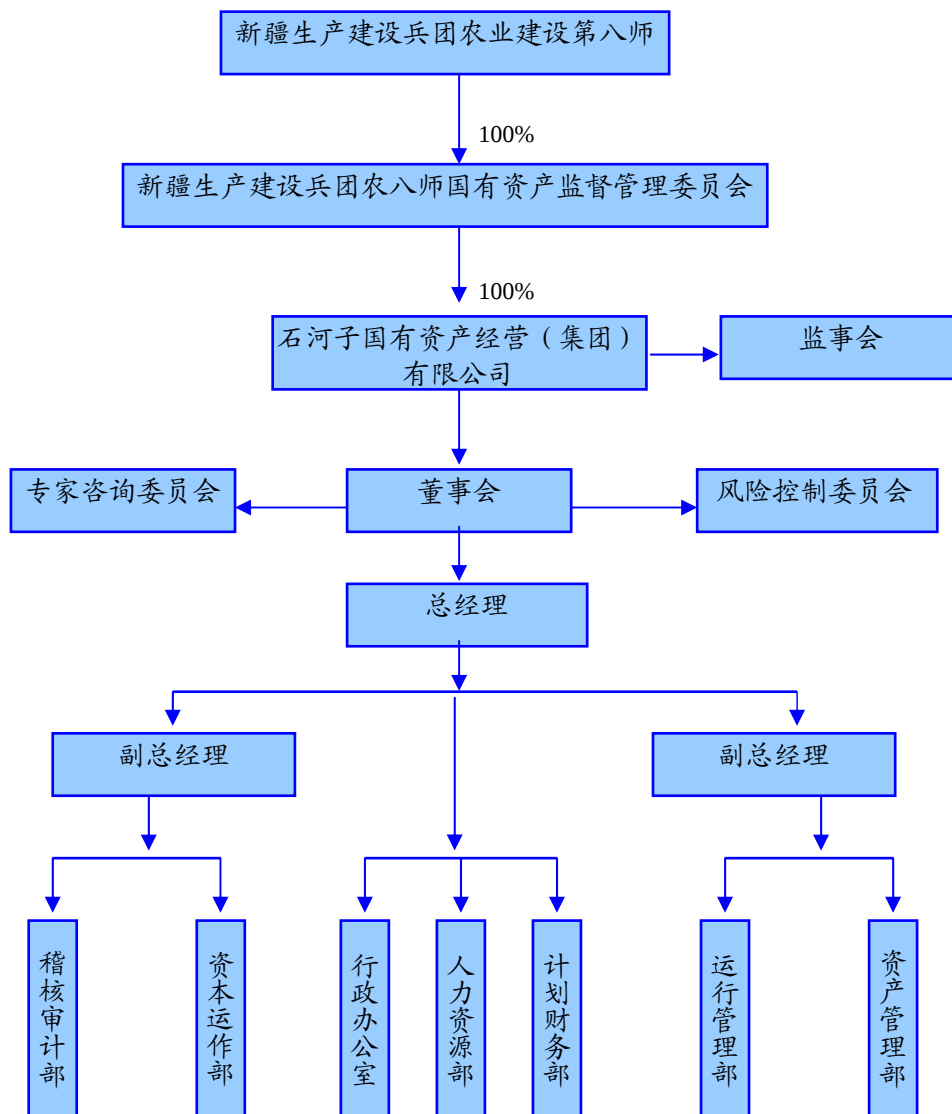
公司资产质量较好，债务负担较重，短期债务占比较高，存在一定的集中偿付压力。公司自身盈利能力较弱，对政府财政补贴依赖程度较高。但考虑到公司经营活动现金流入规模较大，以及农八师石河子市政府为公司提供流动性支持，有助于公司保持相对稳定的信用基本面。

综合分析，公司主体信用风险低。

附件 1 截至 2009 年底公司合并子公司明细

序号	企业名称	持股比例(%)	注册资本(万元)	业务范围
1	新疆天富电力（集团）有限责任公司	100.00	98,000.00	电力能源资产经营等
2	新疆石河子造纸厂	100.00	23,864.00	机制纸制造等
3	新疆石河子天筑建设（集团）有限责任公司	97.92	7,487.53	房屋建筑工程施工总承包壹级；水利水电工程施工总承包叁级；市政公用工程施工总承包贰级；公路工程施工总承包叁级
4	石河子泽众水务有限公司	99.50	7,652.60	生活饮用水，城镇供水、排水、污水处理等
5	新疆西部牧业股份有限公司	63.05	8,700.00	种畜繁育；生鲜乳收购与销售；牲畜饲养等
6	石河子市兴发资产管理有限公司	100.00	130.00	不良或闲置资产管理、处置等
7	新疆西部银力棉业（集团）有限责任公司	26.81	46,017.90	棉花、棉籽收购加工销售等
8	新疆西部绿珠果蔬有限公司	91.50	1,059.56	果蔬批发，种植业等
9	石河子金龙房地产开发有限公司	79.31	1,450.00	房地产开发、销售与租赁等
10	石河子粮油收储经营有限公司	100.00	1,000.00	粮食收购，粮油收储加工等
11	新疆西部新丝路旅游（集团）有限责任公司	52.42	3,526.47	餐饮、宾馆、饭店、旅游景区的整体策划和咨询等

附件 2 组织机构图



附件 3-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	162187.78	131857.18	142734.04	-6.19	243427.44
交易性金融资产	3316.99	3297.68	16.23	-93.00	16.23
应收票据	7559.01	5242.81	21866.88	70.08	15473.68
应收账款	68234.05	98029.25	64204.67	-3.00	68636.75
预付款项	45029.41	39290.77	24674.38	-25.98	194619.41
应收利息					
应收股利	125.75	124.52	72.86	-23.88	339.65
其他应收款	60804.26	51701.24	86184.74	19.06	173469.82
存货	233302.64	359336.59	228350.48	-1.07	171551.20
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.19		11.00	656.91	7.01
流动资产合计	580560.09	688880.05	568115.28	-1.08	867541.19
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资		100.00			
长期应收款					
长期股权投资	116315.09	67318.23	66088.12	-24.62	78981.31
投资性房地产	10517.13	7901.59	7727.12	-14.28	7469.15
固定资产	429047.15	469489.75	479248.05	5.69	471570.39
在建工程	84056.67	93004.87	108239.95	13.48	127132.23
工程物资	2567.93	1821.25	38510.35	287.25	38764.68
固定资产清理	-4.72				
生产性生物资产	1115.73	1536.52	1820.13	27.72	2958.18
油气资产					0.00
无形资产	25153.99	17757.35	15483.57	-21.54	11810.64
开发支出	419.06	1063.82			
商誉			349.55		
合并价差					
长期待摊费用	206.02	279.48	1041.49	124.84	1005.83
递延所得税资产	1503.60	2459.08	3513.72	52.87	3513.72
其他非流动资产	23.93				
非流动资产合计	670921.59	662731.93	722022.05	3.74	743206.13
资产总计	1251481.68	1351611.98	1290137.33	1.53	1610747.32

附件3-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	280382.45	366339.29	148308.24	-27.27	176014.95
交易性金融负债					
应付票据	21894.58	15625.95	82182.64	93.74	109777.58
应付账款	80345.42	77138.30	77505.39	-1.78	105552.29
预收款项	74586.41	110092.49	135746.75	34.91	180043.45
应付职工薪酬	8437.33	7088.13	8224.41	-1.27	7038.61
应交税费	-17230.48	-35619.26	-18585.90	3.86	-15263.76
应付利息	1583.11	920.94	270.78	-58.64	2295.23
应付股利	161.49	277.29	230.20	19.40	157.37
其他应付款	168425.55	155784.48	154179.82	-4.32	191500.54
预计负债					
一年内到期的非流动负债	5000.00	166.98	468.92	-69.38	373.93
其他流动负债			611.50		-95.12
流动负债合计	623585.84	697814.60	589142.77	-2.80	757395.07
非流动负债：					
长期借款	162003.17	141743.35	186452.61	7.28	218380.72
应付债券	26858.73	27982.19	27993.81	2.09	27714.31
长期应付款	42859.78	51216.77	39423.55	-4.09	110927.01
专项应付款	5729.65	8857.66	14172.84	57.28	16197.06
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债			1.23		1.23
其他非流动负债	3840.89	10839.41	12185.35	78.12	13815.79
非流动负债合计	241292.23	240639.38	280229.39	7.77	387036.13
负债合计	864878.07	938453.97	869372.16	0.26	1144431.20
所有者权益：					
实收资本(或股本)	150549.09	145549.09	145549.09	-1.67	145549.09
资本公积	95331.14	157995.65	164795.10	31.48	185949.84
减：库存股					
盈余公积	2707.42	1637.86	212.45	-71.99	909.10
未分配利润	-19446.39	-22301.78	-19712.66	0.68	-19701.74
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	229141.26	282880.81	290843.98	12.66	312706.29
少数股东权益	157462.35	130277.19	129921.19	-9.17	153609.83
所有者权益合计	386603.61	413158.00	420765.17	4.32	466316.12
负债和所有者权益总计	1251481.68	1351611.98	1290137.33	1.53	1610747.32

附件4 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	590807.22	496432.10	862916.32	20.85	391824.78
减：营业成本	525786.07	423800.06	773542.31	21.29	329545.28
营业税金及附加	4250.36	5134.84	6845.65	26.91	4733.13
销售费用	10691.92	12167.69	14342.83	15.82	6353.33
管理费用	27929.66	31313.76	32170.43	7.32	25908.98
财务费用	20570.96	25325.21	23963.74	7.93	16183.10
资产减值损失	3258.50	1948.80	9582.26	71.48	1898.57
加：公允价值变动收益	22.30	-18.90	8.14	-39.56	0.00
投资收益	898.67	3279.20	2693.67	73.13	2319.65
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	-759.28	2.03	5170.91		9522.03
加：营业外收入	3071.88	7145.09	11178.48	90.76	4229.41
减：营业外支出	904.40	797.44	1525.37	29.87	362.59
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	1408.20	6349.69	14824.03	224.45	13388.85
减：所得税费用	1565.66	2581.48	4488.50	69.32	4498.20
四、净利润	-157.46	3768.20	10335.53		8890.65
其中：归属于母公司的净利润	-605.82	-866.22	6424.96		-421.30
少数股东损益	448.36	4634.43	3910.57	195.33	9311.96
被合并方合并前的净利润					

附件 5-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
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	632997.91	594965.60	1012589.53	26.48	468957.23
收到的税费返还	3467.09	2942.95	3124.00	-5.08	282.22
收到其他与经营活动有关的现金	46142.10	118951.35	416147.02	200.31	622804.58
经营活动现金流入小计	682607.10	716859.90	1431860.55	44.83	1092044.04
购买商品、接受劳务支付的现金	512558.81	609185.75	655889.24	13.12	393505.54
支付给职工以及为职工支付的现金	32204.69	31813.94	48467.89	22.68	31392.44
支付的各项税费	23900.29	24514.48	25477.20	3.25	30575.25
支付其他与经营活动有关的现金	38490.04	47512.55	537658.50	273.75	589328.84
经营活动现金流出小计	607153.83	713026.72	1267492.83	44.49	1044802.07
经营活动产生的现金流量净额	75453.26	3833.18	164367.72	47.59	47241.97
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	35889.01	14663.84	12519.59	-40.94	-12299.09
取得投资收益收到的现金	1206.73	1768.73	6427.49	130.79	2758.52
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	948.27	227.90	852.00	-5.21	242.56
处置子公司及其他单位收到的现金净额	-159.02				0.00
收到其他与投资活动有关的现金	8720.25	610.56	2815.60	-43.18	5221.19
投资活动现金流入小计	46605.24	17271.03	22614.68	-30.34	-4076.82
购建固定资产、无形资产等支付的现金	78710.37	77509.89	67433.82	-7.44	81007.99
投资支付的现金	13616.00	25713.18	15950.83	8.23	289.99
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	147.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	25177.75	2085.47	285.67	-89.35	554.53
投资活动现金流出小计	117504.12	105308.54	83817.32	-15.54	81852.52
投资活动产生的现金流量净额	-70898.87	-88037.51	-61202.64	-7.09	-85929.34
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	72243.71	9440.39	860.00	-89.09	39190.06
取得借款收到的现金	491049.41	578959.52	578339.92	8.52	356524.69
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	2063.52	17128.95	77959.78	514.65	5913.76
筹资活动现金流入小计	565356.64	605528.86	657159.70	7.81	401628.51
偿还债务支付的现金	468024.92	449072.32	718770.68	23.93	236920.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23554.00	36349.96	26839.37	6.75	18151.08
支付其他与筹资活动有关的现金	1061.80	66232.86	3837.88	90.12	7175.78
筹资活动现金流出小计	492640.72	551655.13	749447.93	23.34	262247.74
筹资活动产生的现金流量净额	72715.91	53873.72	-92288.22		139380.77
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	77270.30	-30330.60	10876.86	-62.48	100693.40
加: 期初现金及现金等价物余额	84917.48	162187.78	131857.18	24.61	142734.04
六、期末现金及现金等价物余额	162187.78	131857.18	142734.04	-6.19	243427.44

附件 5-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	-157.46	3768.20	10335.53
加: 资产减值准备	3270.96	1948.80	6476.23
固定资产折旧及其他	56219.40	62466.00	38440.21
无形资产摊销	344.21	327.82	1127.52
长期待摊费用摊销	1599.54	206.02	175.13
处置固定资产、无形资产等损失			-6.50
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	-22.30	18.90	14953.53
财务费用	20570.96	25325.21	9417.53
投资损失	-898.67	-3279.20	458.92
递延所得税资产减少	477.27	-955.49	1.23
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	5926.91	-126033.96	137886.95
经营性应收项目的减少	-34026.10	-24056.75	21885.70
经营性应付项目的增加	21684.04	22865.01	39236.31
其他	464.50	41232.60	-116020.58
经营活动产生的现金流量净额	75453.26	3833.18	164367.72
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	162187.78	131857.18	142734.04
减: 现金的期初余额	84917.48	162187.78	131857.18
加: 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	77270.30	-30330.60	10876.86

附件 6 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	7.80	5.54	9.11	7.78	--
存货周转次数(次)	2.25	1.43	2.63	2.20	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.38	0.65	0.54	--
盈利能力					
营业利润率(%)	10.29	13.60	9.56	10.92	14.69
总资本收益率(%)	2.33	3.17	2.62	2.73	--
净资产收益率(%)	-0.04	0.91	2.46	1.49	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	32.82	29.12	33.76	32.18	34.54
全部债务资本化比率(%)	56.20	57.19	51.42	54.11	53.30
资产负债率(%)	69.11	69.43	67.39	68.34	71.05
偿债能力					
流动比率(%)	93.10	98.72	96.43	96.45	114.54
速动比率(%)	55.69	47.23	57.67	54.14	91.89
经营现金流流动负债比(%)	12.10	0.55	27.90	16.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	3.58	5.43	4.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.18	5.74	6.66	6.29	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	-0.15	0.23	0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.22	-3.14	8.37	3.29	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

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)
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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-营业税金及附加) / 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
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
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%
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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 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+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在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

联合资信评估有限公司关于 石河子国有资产经营（集团）有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在石河子国有资产经营（集团）有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

石河子国有资产经营（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。石河子国有资产经营（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注石河子国有资产经营（集团）有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现石河子国有资产经营（集团）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如石河子国有资产经营（集团）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至石河子国有资产经营（集团）有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如石河子国有资产经营（集团）有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送石河子国有资产经营（集团）有限公司、主管部门、交易机构等。

