

信用等级公告

联合[2013] 080 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）有限公司及其拟发行的 2013 年度第一期中期票据的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

石河子国有资产经营（集团）有限公司
2013 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月二十三日
评级业务专用章

石河子国有资产经营（集团）有限公司

2013 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：6 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息、到期还本

发行目的：偿还银行借款

评级时间：2013 年 1 月 23 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	124.02	181.51	231.79	261.53
所有者权益(亿元)	42.88	49.34	55.63	69.90
长期债务(亿元)	14.50	21.82	30.09	44.58
全部债务(亿元)	43.97	85.14	125.56	124.60
营业收入 (亿元)	81.51	75.49	103.89	78.89
利润总额 (亿元)	2.01	2.95	4.78	2.88
EBITDA(亿元)	8.69	8.92	12.44	--
经营性净现金流(亿元)	18.78	-22.99	9.01	29.27
营业利润率(%)	9.79	11.81	13.21	11.43
净资产收益率(%)	3.64	4.87	4.94	--
资产负债率(%)	65.42	72.82	76.00	73.27
全部债务资本化比率(%)	50.63	63.31	69.30	64.06
流动比率(%)	99.97	117.67	106.22	124.05
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	9.54	10.09	--
EBITDA/本期发债额(倍)	1.45	1.49	2.07	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

闫昱州 丁继平

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

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。

公司目前扩张方向集中于电源建设及其上游煤炭资源开发。近年电源规模大幅增长，公司电暖板块的规模优势有望增强，市场地位将得到进一步巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好，经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。本期中期票据的本息到期不能偿付风险低。

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、供热供电等业务具有明显的区域优势和不可替代性。
4. 公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好，经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。

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。

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 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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。经历次增资,截至2012年9月底,公司注册资本为29.55亿元。出资人为农八师石河子市国有资产监督管理委员会。

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和供水、旅游等其他业务组成的其他行业板块。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2012年9月底,公司下设资本运营部、资产管理部、运行管理部等7个部门。

截至2011年底,公司合并资产总额为231.79亿元,所有者权益合计为55.63亿元。2011年,公司实现营业收入103.89亿元,利润总额4.78亿元。

截至2012年9月底,公司合并资产总额为261.53亿元,所有者权益合计69.90亿元。2012年1~9月,公司实现营业收入78.89亿元,利润总额2.88亿元。

公司注册地址:石河子市北四路23小区工商银行办公楼六楼。法定代表人:崔锋军。

二、本期中期票据概况

公司计划于2013年注册中期票据8亿元,分两次发行,其中第一期中期票据发行额度6亿元,发行期限5年(以下简称“本期中期票据”)。本期中期票据募集资金将用于偿还银行

借款,优化融资结构,降低融资成本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据,2012年1-9月GDP实现353480亿元,同比增长7.7%。2012年1-9月份,固定资产投资(不含农户)256933亿元,同比增长20.5%,比1-8月份提高0.3个百分点,而其中中央项目投资同比增长2.3%;地方项目投资同比增长21.8%。1-9月,全国房地产开发投资51046亿元,同比增长15.4%,较1-8月回落0.2个百分点。总的来看,投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面,2011年全年公共财政收入103740亿元,比上年增加20639亿元,增长

24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分

别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

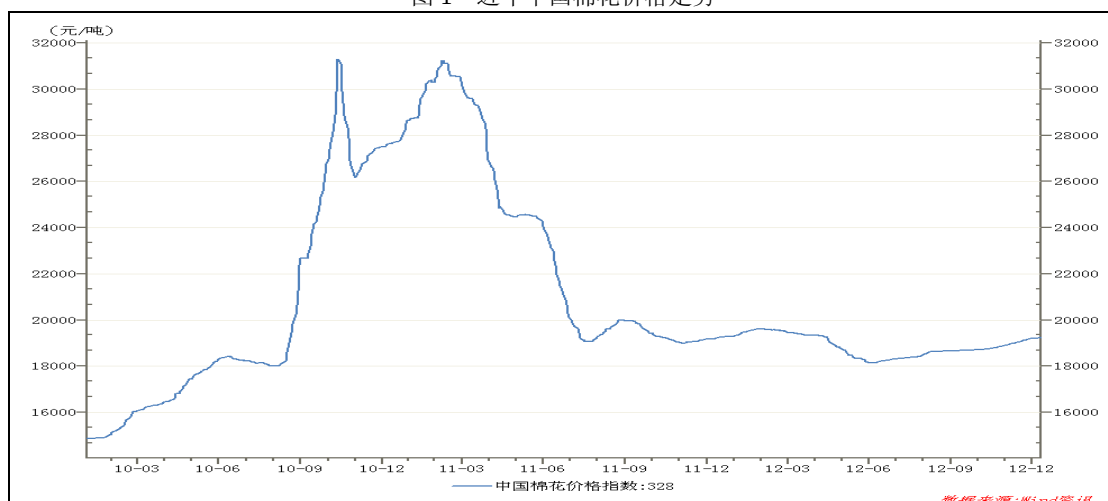
四、行业及区域经济环境

1. 棉花

棉花是关系国计民生的重要物资，在国民经济发展中具有重要地位。棉花具有产业链长的显著特征，涉及生产、加工、流通、纺织、出口等多个行业，属劳动密集型产业。作为人口大国和纺织品出口大国，我国棉花需求量巨大。

从政策层面看，自2007年起国家相继出台了棉花良种补贴、政策性保险、储备棉制度、费用补贴、纺织品出口退税率上调和农发行出台《中国农业发展银行粮棉调销贷款办法》等政策，加大了对棉花行业的支持力度。中国从2011年开始实施棉花临时收储政策，对稳定棉花市场价格大幅波动形成了有效保障。

图1 近年中国棉花价格走势



资料来源：wind 资讯

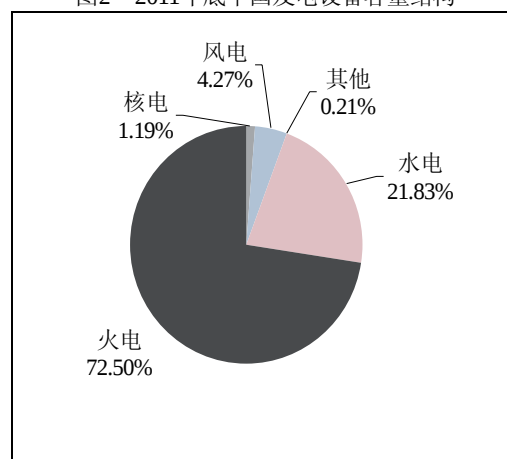
2009年全国棉花种植出现了不同程度的下滑，随着全球经济逐渐复苏，国内部分大中型纺织企业出口订单逐渐增加，棉花需求量稳步增长。棉花种植面积及产量的持续减少和用棉需求的增长导致棉花市场供应趋紧，棉花价格自2009年下半年以来出现快速上涨，且保持较快的上扬趋势。2010年棉花供求缺口的，引发了国内国际热钱资金的涌入加速了国内棉价上涨趋势，截至2010年12月31日，328棉花报价为27508元/吨，较2009年底增长84.95%。2011年以来，国际、国内棉纺行业增速减缓，用棉需求下滑，棉花价格由2011年3月份的3万元/吨左右，出现快速滑落，下滑至2011年9月初的2万元/吨左右。应对棉花价格快速回落态势，国家于2011年9月8日启动了棉花收储预案，预案价格为1.98万元/吨。在国家棉花收储支持下，棉花市场价格逐步企稳，棉花市场价格在2万元/吨左右小幅波动。国家2012年度棉花临时收储价格较2011年度增加600元/吨。2012年棉花价格在国家收储支撑下维持了稳重略升的格局。

2. 电力

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是关系国计民生的基础产业。作为一种先进的生产力和基础产业，电力行业对

促进国民经济发展和社会进步起到了重要的作用，与社会经济和社会发展有着十分密切的关系。

图2 2011年底中国发电设备容量结构

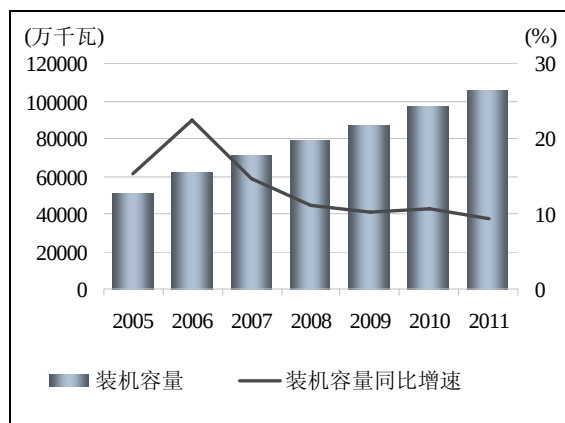


资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报。

近年中国发电装机容量增速维持在10%以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。截至2011年底，全国6000千瓦及以上电厂发电设备容量105576万千瓦，同比增长9.25%。其中，水电23051万千瓦，同比增长6.69%，占总发电设备容量的比重为21.83%；火电76546万千瓦，同比增长7.86%，占总发电设备容量的比重为72.5%；核电1257万千瓦，同比增长16.15%，占总发电设备容量的比重为1.19%；风电4505

万千瓦，同比增长52.33%，占总发电设备容量的比重为1.27%。总体来看，随着电源投资持续向清洁能源倾斜，全国发电设备装机容量结构也有所改善，清洁能源装机比重上升，截止12月底，水电、核电、风电、太阳能等清洁能源比重达到27.5%，比上年提高0.9个百分点。

图3 2005~2011年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报。

2012年1~12月份，全国电源装机容量正式投产9000万千瓦，虽然比上年同期少投产127万千瓦，但仍保持在9000万千瓦以上的较高水平；其中，水电1225万千瓦，比上年同期少投产436万千瓦；火电5886万千瓦，比上年同期多投产14万千瓦；风电1585万千瓦，比上年同期多投产186万千瓦；核电175万千瓦；并网太阳能光伏发电新增169万千瓦。

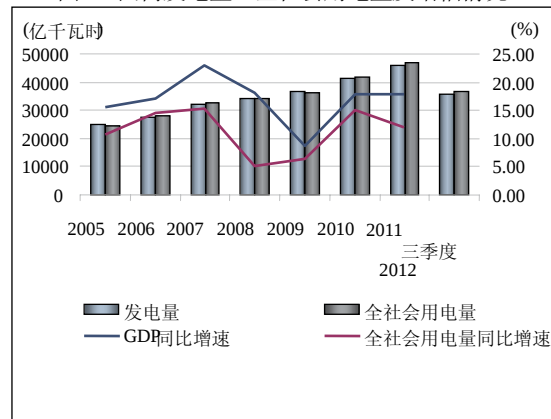
2012年1~9月份，全国电源新增生产能力较往年显著下降。具体来看，全国电源新增生产能力（正式投产）4138万千瓦，比上年同期少投产824万千瓦；其中，水电937万千瓦，较上年同期增加64万千瓦；火电2582万千瓦，较上年同期减少713万千瓦。

电力生产与销售状况

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下

降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，受电煤供应紧张、电源电网结构失调等因素的影响，全国电力供需总体仍然偏紧。

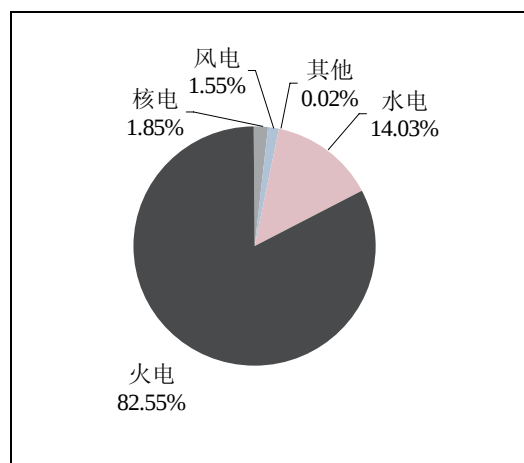
图4 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报。

电力生产方面，2011年全国全口径发电量47217亿千瓦时，比上年增长11.68%。分类型看，水电发电量占全部发电量的14.03%，比上年同期降低2.21个百分点；火电发电量占全部发电量的82.54%，比上年同期提高1.73个百分点；核电、并网风电发电量占全部发电量的比重分别为1.85%和1.55%，比上年同期分别提高0.08个百分点和0.38个百分点。

图5 2011年中国各类型发电情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报。

火电生产方面，2011年，全国累计完成火

电发电量38137亿千瓦时，同比增长13.9%；水电生产方面，2011年，全国平均降水量比常年偏少，特别是南方部分省市出现了历史罕见的汛期抗旱现象。受此影响，全国重点水电厂来水总体偏枯，水电发电量明显回落。2011年水电累计发电6108亿千瓦时，同比下降1.4%；核电生产方面，2011年，核电累计完成发电量864亿千瓦时，同比增长16.9%。

2012年1-9月份，受国民经济增速回落及季节性因素影响，中国累计发电量增速同比仍呈现显著回落态势。具体来看，全国规模以上发电企业累计完成发电量35834亿千瓦时，同比增长3.75%，增速有所回落；电源结构来看，2012年1-9月份，水电发电量占全部发电量比重为15.99%，与上年同期相比上升2.53个百分点；火电发电量占比为78.57%，与上年同期相比下降4.03个百分点；核电发电量占比为2.01%；风电发电量占比为1.97%。

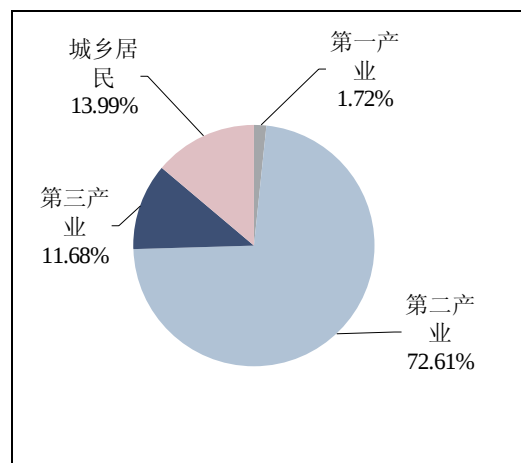
电网供电方面，近年中国电网建设成果显著，青藏直流联网工程、宁东直流输电工程、中俄直流背靠背联网工程等相继投产，电网供电能力及跨区域输送能力继续增强，大范围优化配置资源能力不断提高。2011年，全国基建新增220千伏及以上输电线路长度和变电设备容量分别为35071千米和2.09亿千伏安，分别比上年减少9654千米和0.49亿千伏安。截至2011年底，全国电网220千伏及以上输电线路回路长度、公用变电设备容量分别为48.03万千米、21.99亿千伏安，分别比上年增长7.88%和10.50%。

2011年，全国电力供需总体偏紧，部分地区、部分时段缺电比较严重。在此背景下，跨省跨区送电保持稳步增长，对保障缺点地区生产生活发挥了重要作用。2011年，中国完成跨区送电量1680亿千瓦时，同比增长12.8%；跨省送电量6323亿千瓦时，同比增长9.7%。其中，西北五省区外送电量达430.28亿千瓦时，同比增长1.6倍。其中，送华中电量158.88亿千瓦时，同比增加9%；送山东电量256.69亿千瓦时，同

比增长12倍；首次向西藏送电1.068亿千瓦时。东北送华北100亿千瓦时，同比增长13.9%。三峡电厂累计送出电量比上年减少7.3%；华中送出电量下降15.1%，其中送华东、西北、华北、南方分别下降11.0%、16.3%、69.6%和12.1%。与此同时，由于来水偏枯以及电煤问题，贵州输出电量下降11.5%，导致南方电网“西电东送”电量下降13.2%。2012年1-4月份，全国跨区送电525亿千瓦时，同比增长19.85%，总体跨省跨区建议电量保持平稳较快增长势头。

用电市场方面，2011年中国全社会用电量46928亿千瓦时，同比增长11.74%；从用电结构来看，2011年，第一产业用电量1015亿千瓦时，同比增长3.92%，所占比重为2.16%；第二产业用电量35185亿千瓦时，同比增长11.88%，所占比重为74.98%，仍是拉动全社会用电量增长的主要动力；第三产业用电量5082亿千瓦时，同比增长13.49%，保持较好增长势头，所占比重为10.83%；城乡居民生活用电量5646亿千瓦时，增速放缓至10.84%，所占比重为12.03%。

图6 2011年中国全社会用电结构



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报。

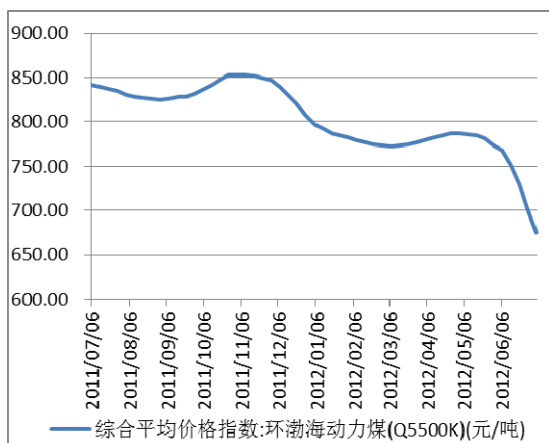
从各区域的用电量增长情况来看，2011年，中国东、中、西、东北地区用电分别增长9.6%、12.1%、17.2%和7.9%，中西部用电需求明显快于东部和东北地区，西部地区所有省份用电量增速均高于全国平均水平，东部用电大

省对全国用电带动作用减弱。

电煤价格

受金融危机影响，煤炭价格在2008年下行，后随着国内“四万亿”刺激计划及实体经济回暖，煤炭价格快速回升，至2011年11月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。受煤价的高位运行影响，火电企业发电成本居高不下，2011年出现大面积亏损。进入2012年5月，随着下游行业原料煤库存量逐渐饱和，煤炭价格出现暴跌，截至2012年7月4日，环渤海动力煤（Q5500）综合平均价格指数报收676元/吨，同比下跌19.71%，火电企业的成本压力有所降低。

图7 近期煤炭价格走势



资料来源：海运煤炭网

总体看，目前电煤价格的波动仍是影响火电企业稳定经营的主要因素，“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，煤炭企业可以根据市场供求调整价格，但发电企业却是政府定价，造成了发电企业的盈利性的波动；但长期来看，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，随国内电价体制改革的逐步推进，火电企业的盈利稳定性有望得到改善。

电价调整

电价方面，为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本部分，缓解电力企业经营困难局面，2011年4月，国家发改委调整全

国16个省（区、市）上网电价，其中山西涨幅最高，为2.6分/度，山东等五省上调2分/度，河南等两省上调1.5分/度。16个省平均上调上网电价约1.2分/度，将缓解电厂到厂标煤单价上涨36元/吨的成本压力，电厂亏损有望缩小；2011年11月，国家发改委再次上调上网电价，宣布从12月1日起上调销售电价和上网电价，其中销售电价全国平均每千瓦时3分钱，上网电价对煤电企业是(每千瓦时)2.6分，所有发电企业平均起来是2.5分，涨价幅度不大。同时发改委还对煤炭价格进行了限制（发改电[2011]299号），主要规定合同煤价在5%的幅度内可适当上涨，对市场煤价进行限价，秦皇岛北方港口的交易煤价，5500大卡的煤价，每吨不能超过800元。发改委同时还推出居民阶梯电价指导意见，已于2012年7月1日开始执行，阶梯电价的具体实施方案，具体电量的分档以及电价水平结合当地的实际情况制定。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

3. 建筑行业

建筑业是专门从事土木工程、房屋建设和设备安装以及工程勘察设计工作的生产部门，在整个经济的发展过程中处于产业链的中间环节，与宏观经济发展密切相关。2011年，中国建筑业增加值32020亿元，占GDP的比重为6.79%，较上年增加0.09个百分点，建筑业在国民经济中的地位较为稳固。

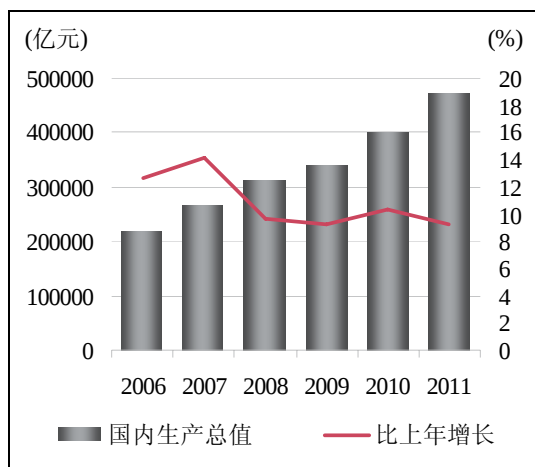
表 1 建筑业增加值占 GDP 的比重 (单位: 亿元)

年份	国内生产总值	增长率 (%)	建筑业增加值	增长率 (%)	占 GDP 比重 (%)
2006 年	216314	12.7	12409	17.2	5.74
2007 年	265810	14.2	15296	16.2	5.75
2008 年	314045	9.6	18743	9.5	5.97
2009 年	340903	9.2	22399	18.6	6.57
2010 年	397983	10.3	26661	13.5	6.70
2011 年	471564	9.2	32020	10.0	6.79

资料来源: 国家统计局

建筑业发展与固定资产投资密切相关。2001 年以来, 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 15% 以上高位运行, 尤其 2008 年到 2010 年, 全社会固定资产投资中总额增速维持在 24% 以上。进入 2011 年, 由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响, 国家加大了宏观调控力度, 全社会固定资产投资总额增速有所下降, 但仍维持在 20% 以上的高位。根据国家统计局《2011 年国民经济和社会发展统计公报》数据, 2011 年中国国内生产总值达 471564 亿元, 较上年增长 9.2% (参见图 1), 全年全社会固定资产投资较上年增长 23.6%。

图 8 2006-2011 年中国国内生产总值及增长

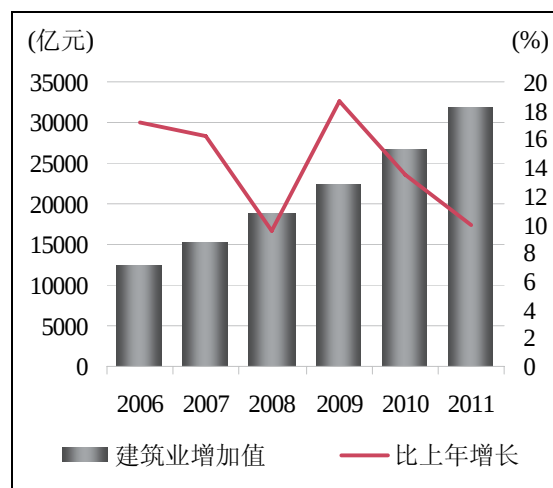


资料来源: 国家统计局

2011 年, 在国家宏观经济调控背景下, 受房地产、铁路等固定资产投资增速持续回落影响, 建筑业增速持续下降, 但在国家保障房、

水利建设等基础设施建设投资的支持下, 建筑业整体仍保持 10% 的增速。根据统计显示, 2011 年全社会建筑业实现增加值 32020 亿元, 较上年增长 10.0%; 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 4241 亿元, 增长 24.4%, 其中国有及国有控股企业 1172 亿元, 增长 36.0%。

图 9 2006-2011 年中国建筑业增加值及增长率



资料来源: 国家统计局

行业竞争加剧挤压利润空间

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、索取回扣等问题仍有发生。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。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料, 建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来, 钢材和水泥价格波动较大, 给建筑企业的成本控制带来一定压力。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点, 由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场, 垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的

一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

此外，联合资信也关注到，2011年以来中国固定资产投资增速出现放缓，未来投资增长速度尚存在不确定因素。

建筑行业发展趋势

近年来，GDP增速随宏观经济实际运行状况有所波动，但建筑业增加值占GDP比重却很稳定，对经济形成持续拉动。进入2010年，在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。中国严厉的房地产调控政策以及对政府投融资平台的管控均为防止引发系统性风险。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减少的影响，面临未来业务的缩量。

联合资信认为，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整政策也将处于灵活多变性。基于建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应加大保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，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。

4. 区域经济

新疆生产建设兵团农业第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。农八师是兵团各单位中最大的经济联合体，国民生产总值占新疆生产建设兵团的四分之一左右。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。

表 2 农八师石河子市经济增长概况

项目	2008年	2009年	2010年	2011年
GDP 增速	12.9%	16.3%	17.6%	15.3%
固定资产投资增速	21.2%	15.4%	46.2%	61.2%
第二产业增加值增速	36.7%	25.6%	25.7%	21.7%
发电量增速	50.3%	40.3%	11.7%	36.2%
人均可支配收入增速	14.8%	10.6%	13.1%	14.9%
全口径财政收入（亿元）	--	--	28.18	41.84

资料来源：农八师石河子统计局

2011年石河子垦区实现生产总值243.27亿元，比上年增长15.3%。师市实现生产总值235.30亿元，增长15.7%。第一产业增加值64.01亿元，增长7.9%；第二产业增加值97.26亿元，增长21.7%；第三产业增加值74.03亿元，增长15.6%。2011年石河子市实现全口径财政收入41.84亿元，同比增长48.47%。

2011年石河子地区完成社会固定资产投资200.36亿元，同比增长61.2%。2011年，石河子地区城镇居民人均可支配收入为1.73万元，同比增长14.9%。2011年石河子地区完成发电量126.29亿千瓦时，同比增长36.2%。石河子地区近年经济保持了高速增长，第二产业产值增速高于经济整体增速，发电量规模整体保持高速增长。人均可支配收入水平逐年持续提升。石河子地区经济快速发展为公司业务的展开提供了良好的外部条件。

此外，在产业政策上，中共中央、国务院《关于推进新疆跨越式发展和长治久安的意见》（中发[2010]9号）明确指出“加快推进东部沿海地区产业特别是劳动密集型产业向新疆转移，积极吸引内地资金、技术、人才参与新疆发展，鼓励和支持内地企业以各种方式参与新疆开发建设。对于内地产能过剩的部分行

业，新疆具备资源优势、在本地区和周边地区有市场需求的，在统筹规划和综合协调的基础上，适当放宽行业准入限制”。中央政策支持为石河子地区的经济发展提供了良好支撑，有助于石河子地区经济的持续快速发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 295549.09 万元。出资人为农八师石河子市国有资产监督管理委员会。

2. 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和供水、旅游等其他业务组成的其他行业板块。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。

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。

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。

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。

3. 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。

崔锋军同志，男，1960 年出生，中共党员，研究生学历，高级经济师。历任石河子供电公司党委副书记，石河子天富电力集团公司事业公司党委书记、副董事长，石河子惠得担保投资公司董事长、总经理，公司董事长、党委副书记、总经理。2012 年 2 月至今担任公司董事长，党委书记。

吴晓军同志，女，1966 年出生，中共党员，大学学历，国家注册税务师，高级会计师。历任石河子市麻棉公司财务科出纳、会计、主办会计，石河子供销社主任科员，石河子供销大厦副总经理、财务科长，石河子棉麻公司总会计师、财务科长，公司财务管理部副经理、经理、副总会计师、总会计师、副总经理。2012 年 2 月至今任公司总经理。

截至 2012 年 9 月底，公司本部共有员工 26 人，其中大专以上学历 25 人，占职工总数

的 96%；高级职称 8 人，中级职称 7 人；30 岁以下员工 2 人；30-50 岁员工 20 人；50 岁以上员工 4 人。

总体看，公司员工整体素质较高。

六、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一部分职权，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。总经理由董事长兼任。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、稽核算计部等 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。

七、经营分析

1. 经营现状

近年来，公司逐步构建了以棉花收储、销售为核心的农产品销售板块；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、畜牧养殖工贸一体的畜牧业板块等主要板块。目前公司上述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。

从收入构成上看，近年来，公司 95% 左右的收入来自农产品销售、建筑和供电、供暖板块。其他业务对公司收入贡献较小。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2009 年度		2010 年度		2011 年度		2012 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
农产品销售	517710.13	3.90	391002.39	3.92	497270.97	6.81	376325.43	3.96
供电、供暖	167828.95	31.37	200768.48	32.17	294092.35	33.20	250493.73	26.03
建筑业	90119.96	8.31	124388.99	9.07	206752.28	7.36	119862.64	8.00
畜牧业	26723.08	14.99	29463.36	15.21	31469.98	16.38	35341.46	17.66
粮油收储	7922.03	-0.79	3906.08	7.62	3865.33	9.96	4480.78	-2.46
供水	2681.08	23.06	2825.14	15.71	3012.76	13.00	561.69	6.59
旅游酒店	1796.89	58.75	2415.10	51.45	2235.24	71.13	1797.10	72.31
资产管理	359.01	96.46	161.02	81.93	157.51	94.04	75.35	92.94
合计	815141.13	10.58	754930.56	12.95	1038856.41	14.86	788938.18	12.33

资料来源：公司提供

主要受农业板块棉花收储业务波动影响，2009~2011 年，公司营业收入波动中快速增长，整体毛利率水平略有提升。2010 年，公司棉花农产品销售规模有所减少，影响公司营业收入规模同比出现下滑。2010 年公司营业收入合计 75.49 亿元，同比减少 7.39%。2011 年，公司实现营业收入 103.89 亿元，同比增长 32.05%，建筑业、水电暖和农产品板块等主要板块收入均实现快速增长，增幅分别为 66.21%、27.86%和 27.11%。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 78.89 亿元，毛利率为 12.33%，同比有所下降，主要是公司棉花收储业务和供电、供暖毛利率下降所致。

2. 农产品销售

公司农产品销售主要经营主体为银力集团。银力集团主要负责石河子垦区的棉花收储销售。

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。

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，实现销售收入 51.59 亿元，利润总额合计 3833.75

万元。

表 4 2009 年以来银力集团主要经营指标

项目	2009	2010	2011	12 年 1~9 月
皮棉收购(万吨)	20.96	23.19	36.16	2.50
销售皮棉(万吨)	39.68	17.53	23.38	22.70
棉花平均等级	2.73	2.83	3.06	3.00
平均长度(毫米)	28.45	28.2	27.84	28.00
销售收入(亿元)	51.59	38.9	49.44	37.51
利润总额(万元)	0.38	0.58	0.69	-0.20

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；同时公司为支持当地棉纺企业生产，加大了棉花储备规模；综合因素影响下，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。

2011 年公司收储皮棉 36.16 万吨，同比增长 55.93%；销售皮棉 23.38 万吨，同比增长 33.37%；实现销售收入 49.44 亿元，同比增长 27.10%；实现利润总额 0.69 亿元。2011 年公司整体棉花销售受下游棉花需求下降影响，出现一定滞销现象，国储启动后消化了公司部分棉花库存。总体看，2011 年公司收储规模扩大，但纺织行业用棉需求下滑对公司棉花销售产生较大影响，公司整体资金周转效率显著下降，国储启动后对公司棉花销售形势有所改善。

2012 年 1~9 月，银力集团收储皮棉 2.5 万吨，销售皮棉 22.7 万吨、实现销售收入 37.51 亿元，实现利润总额-0.20 亿元。由于尚未进入棉花采购季节，银力集团 2012 年 1~9 月皮棉收储量较小。受棉花价格波动影响，公司棉花收储板块毛利率有所下降。

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。

3. 畜牧业

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 5 2009 年~2011 年西部牧业营业收入情况

	2009 年	2010 年	2011 年
种畜销售(万元)	570.62	1275.06	1430.06
自产生鲜乳(万元)	2444.85	4258.21	6576.43
综合服务(万元)	22174.95	23635.62	20210.18
其他(万元)	1462.48	294.47	3034.99
营业收入合计(万元)	26652.90	29463.36	31251.65

资料来源：公司提供

受经营规模扩大带动，2011 年公司畜牧业收入实现 3.14 亿元。截至 2011 年底，公司牛存栏 9973 万头、羊 3432 只，猪 4865 只。2011 年，公司外购生鲜牛乳 6.72 万吨，自产生鲜牛乳 1.75 万吨；出售饲料 2.36 吨；生产排酸牛羊肉 1166 吨。

截至 2012 年 9 月底，公司存栏羊 2720 只、牛 10357 头、猪 6157 头。2012 年 1~9 月底，外购生鲜乳 3.62 万吨、自产生鲜乳 1.71 万吨。饲料 1.66 万吨。排酸牛羊肉 907 吨。

2011 年，西部牧业实现营业收入 3.15 亿元，利润总额 0.39 亿元。

2012 年 1~9 月，西部牧业实现营业收入 3.53 亿元，实现利润总额 0.29 亿元。

4. 供电供暖

公司供热供电业务主要由子公司天富电力(集团)有限责任公司(以下简称“天富集团”)负责经营。此外公司电源建设主体还包括新疆石河子市国能能源投资有限公司(以下简称“国能公司”)。

近年，石河子地区内晶鑫硅业、合盛硅业、宏远电极箔、天山铝业等一批企业的高载能项目相继建成投产，石河子用电负荷大幅增长。用电负荷大幅增长，公司发电量和销售电量快速增长带动电力销售收入快速增长。为满足石河子垦区快速增长的用电需求，公司加大了电源建设的投资力度。

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)。

国能公司为国资公司的全资子公司，其主要在建电源项目尚未获得核准文件，目前该公司仅作为一个资金归集和临时性的代建、代管平台机构。未来，以国能公司作为项目业主单位的电源项目在项目获得核准后将逐步转让、划转至天富集团。

截至 2012 年底，公司供电、供暖总规模为：总装机容量为 1684.05 兆瓦(含国能公司)，其中：火电 1569 兆瓦，水电 115.05 兆瓦。220 千伏降压变电站 1 座，变压器 1 台，变电容量 240 兆伏安。110 千伏降压变电站 17 座，变压器 33 台，变电容量 1112.5 兆伏安。35 千伏降压变电站 22 座，变压器 40 台，总变电容量 287.4 兆伏安。共有换热站 129 座，供热面积 1312 万平方米。

燃料保障上，公司拥有南山煤矿、塔西河煤矿、大白杨沟煤矿等三处煤矿拥有可采资源储量 5.12 亿吨，主要煤种为褐煤。目前公司拥有在产产能 170 万吨/年，2011 年生产煤炭 105.76 万吨。公司生产煤炭资源主要供应其电厂发电所用，但每年仍有一定的供应缺口。

电网运营上，公司负责管理运营石河子地区公用电网的运营，供电范围包括石河子市、农八师 18 个农牧团场及石河子总场、南山矿区及石场镇、红旗农场、克拉玛依市小拐乡以及

玛纳斯县、沙湾县的部分乡镇等地区。目前，石河子地区供电网络主要由公用电网和自备电厂电网构成。公用电网由公司负责运营，已经形成了发、送、变、供一体的经营格局。自备电厂电网由天业集团所有并由其负责运营，其覆盖区域主要局限于其化工厂区域内。

供暖业务上，公司火电机组均为热电联产机组，在为石河子垦区供应电力的同时还负责该地区采暖供热业务。公司拥有换热站 120 座，形成了包括热电厂、东热电厂、南热电厂、#3 热源站在内的东、西、南、北覆盖全市的四大热源，形成四片供热区域，集中供热面积 1200 万平方米。

2011 年，公司供电业务上完成发电量 34.8 亿千瓦时，同比增长 8.58%。累计销售 33.88 亿千瓦时，同比增长 26.14%。

2012 年 1~9 月，电力业务累计完成发电量 83.27 亿千瓦时，供电 117.17 亿千瓦时。受公司国能投电源项目的陆续投产。公司供电、发电规模大幅增长。2011 年公司完成供热 1500 万吉焦，2012 年 1~9 月完成供热 1629 万吉焦。2012 年 1~9 月，公司供电中外购电占比有所提升，毛利率水平相应有所下降。

5. 建筑业

建筑板块公司主要经营主体为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”)，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。

2011 年，公司承接工程总金额达 45.43 亿元，同比增长 54.95%，新增建设项目总金额合计 30.42 亿元，同比增长 29%。全年施工项目 403 个，累计施工面积达 254.71 万 m²，与 2010 年水平基本持平。竣工面积达 81.81 万 m²。实现板块收入 20.68 亿元，同比实现快速增长。截至 2012 年 9 月底，累计建筑施工面积 180.33 万平米。

此外，2011 年，天筑集团完成了金工钢构、重力新型建材公司、设备材料中心等基地的建设。三大基地的建设完成，有助于公司建筑板块产业链的延伸，盈利能力的增强。

2011 年天筑集团共实现营业收入 20.68 亿元，利润总额 0.15 亿元；2012 年 1~9 月实现营业收入 11.99 亿元，实现利润总额 0.08 亿元。

6. 其他业务

公司其他业务还包括粮油收储、供水、旅游酒店和资产管理等业务，近年，上述业务在公司营业收入及利润构成中占比较低，对公司财务状况影响不大。

2012 年 7 月 27 日，公司与新疆建设兵团农十二师国有资产经营有限责任公司(以下简称“农十二师国资公司”)签署了《股权划转协议》，以新疆石河子造纸厂(以下简称“造纸厂”)2012 年 6 月 30 日为资产评估基准日，将公司持有的造纸厂 100%股权划转至农十二师

国资公司，该项股权划转涉及的资产等移交手续已经办理完毕。

造纸厂原为公司造纸板块经营主体，但近年来受市场因素影响，其主营业务持续亏损。2009年~2011年分别实现利润总额-1437万元、-5918万元、和117万元（2011年度为政策盈利）。截至2012年6月底，造纸厂资产总额为46046万元，净资产为22534万元，分别占公司2012年6月底资产和所有者权益的1%和3%，2012年1~6月实现利润总额-815万元。

本次资产无偿划转对公司整体财务状况和经营情况影响小。

7. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所下降，三年均值分别为5.98次和2.21次；2011年分别为4.86次和1.77次。公

司总资产周转次数波动中有所下降，三年均值为0.53次，2011年为0.50次。总体看公司资产经营效率一般。

8. 未来发展

从公司在建项目看，项目建设进度稳步推进。公司在建项目主要由火电电源和上游煤炭开采项目构成。在建电源装机容量大，建成后有助于公司火电板块经营规模的进一步扩大。公司上游煤炭采掘项目的建设完成有助于公司火电板块资源自给能力的提升，从而助推公司该板块盈利能力的提升。总体看公司项目投资围绕主业进行，有助于公司整体竞争实力的提升。2013~2015年公司在建项目投资规模大，可能导致公司外部筹资压力的增长和公司债务负担的加重。

表6 公司主要建项目概况

项目	建设规模	计划总投资	已投资金额	项目新进展	拟投资金额		
					2013年	2014年	2015年
天富发电厂一期2*660MW项目	建设2*660MW发电厂工程	45.00	4.20	已完成部分土建工程	18.00	18.00	4.80
东热电厂、热电厂技改工程	建设4*135兆瓦热电联产技改项目	33.33	14.11	预计2013年完工	19.22		
天河热电一期2*330MW热电联产项目	建设2*330MW热电联产工程	27.09	19.85	预计2013年完工	7.24		
天富南热电厂二期2*300MW热电联产扩建项目	建设2台30万千瓦国产燃煤发电机组，配套建设热网工程	25.00	2.25	预计2014年完工	15.25	7.50	
大白杨沟300万吨/年煤矿项目	建设矿井生产能力300万吨/年	21.56	1.74	预计2015年完工	5.62	9.00	5.20
合计		151.98	42.15	--	65.33	34.50	10.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2009~2011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。2012年三季度财务数据未经审计。近三年及一期财务报告合并范围内未包含新疆石河子造纸厂。

根据农八师国有资产监督管理委员会师国资发〔2007〕201号文件以及师国资发〔2012〕124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。

公司在编制合并报表时，在子公司之间发生的交易事项、债权债务未作抵销，本公司与子公司之间的债权债务进行抵销。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 231.79 亿元，所有者权益合计为 55.63 亿元。2011 年，公司实现营业收入 103.89 亿元，利润总额 4.78 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 261.53 亿元，所有者权益合计 69.90 亿元。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 78.89 亿元，利润总额 2.88 亿元。

2. 资产质量

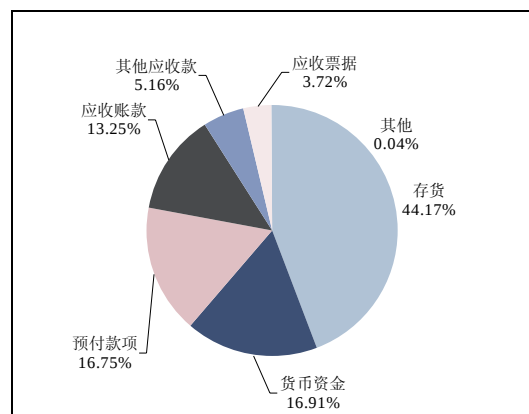
2009~2011 年，公司资产总额快速增长，年复合增长率为 36.71%。受公司主营业务中棉花经营活动特性影响，近三年公司流动资产比重波动较大。截至 2011 年底，公司资产总额合计 213.79 亿元，其中流动资产占 58.06%；非流动资产占 41.94%，公司资产以流动资产为主。

(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。2009~2011 年公司流动资产年复合增长 59.12%。主要源自存货、预付款项和应收账款的增长。截至 2011 年底，公司流动资产合计 134.57 亿元；同比增长 24.99%。主要源自存货、预付款项的增长。其中存货规模受棉花收储规模增长而快速增长。

2009~2011 年，公司货币资金年均增长 26.96%；截至 2011 年底，公司货币资金合计 22.75 亿元，主要为银行存款（占 92.53%）、和其他货币资金（占 7.46%）。

图 10 2011 年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随国家货币政策变动，公司棉花销售回款，工程回款进度和结算方式有所变动，导致近年公司经营性应收类款项（应收账款+应收票据）持续快速增长。截至 2011 年底，公司应收账款总额 18.56 亿元；其中 1 年内占 82.15%，1~2 年占 6.71%，2~3 年占 3.02%，3 年以上占 8.12%。公司共计提坏账准备 0.74 亿元，计提比例 3.99%。公司部分应收账款账龄较长，整体质量一般。

表 7 单项金额较大的欠款单位（万元）

欠款人	金额	欠款单位
新疆天盛实业有限公司	4584.40	天富电力集团
新疆西部合盛硅业有限公司	3277.02	天富电力集团
新疆天盛实业有限公司	4858.39	天筑建设集团
石河子银河纺织有限公司	13000.00	西部银力集团
新疆唐成棉业有限公司	18437.89	西部银力集团
新疆恒孚棉业有限公司	3916.57	西部银力集团

资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司预付账款年均复合增长 235.15%，截至 2011 年底，公司预付账款合计 22.55 亿元，其中 1 年内款项占 80.54%、1~2 年占 19.04%，2~3 年占 0.30%，3 年以上占 0.13%。公司预付款项规模快速增长，主要因为公司棉花收储和预付设备工程款的增长。

2009~2011 年，公司其他应收款波动中年均减少-3.28%。截至 2011 年底，公司其他应收款余额合计 7.95 亿元，其中 1 年内款项占

17.08%，1~2 年占 55.62%，2~3 年占 10.04%，3 年以上占 17.26%。公司共计提坏账准备 1.01 亿元。

表 8 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
新疆大全天富热电有限公司	5000.00	国能能源投资公司
新疆新建现代农业工程开发有限公司	4000.00	西部银力集团
新疆新润气流纺公司	1884.86	天富电力集团
北京天科合达蓝光半导体有限公司	890.50	天富电力集团

资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司存货波动中年均增长 67.26%。截至 2011 年底，公司存货余额合计 59.44 亿元，以原材料（占 3.25%）、在产品（占 22.73%）、库存商品（占 59.39%），工程施工（占 8.27%）为主。2010 年公司存货规模大幅增长，主要为银力集团为保证当地棉纺用户生产需要，加大棉花库存和天富集团可供出售房地产规模增长所致。

（2）非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年均复合增长 17.13%，主要源自固定资产和在建工程的增长。截至 2011 年底，公司非流动资产合计 97.22 亿元。三年间，公司非流动资产构成变化不大，以长期股权投资、固定资产和在建工程为主。

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。截至 2011 年底，公司固定资产原价 78.78 亿元，较 2010 年略有增长，整体构成较 2010 年变化不大，截至 2011 年底，公司固定资产累计折旧为 28.35 亿元，固定资产减值准备为 0.27 亿元。

2009~2011 年，在公司电源投入大幅增长带动下，公司在建工程保持了年均 59.56% 的增长速度。截至 2011 年底，公司在建工程合计 26.16 亿元，主要由公司供电、供暖板块投资构成。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额较 2011

年底增长 12.83%。主要来源于流动资产的增长。截至 2012 年 9 月底，公司流动资产合计 154.51 亿元，较 2011 年底增长 14.82%，主要为货币资金、预付账款和其他应收款带动的增长，存货规模大幅下降。其中预付款项的增长，主要为公司预付棉花收购款的增长。其他应收款增长，主要是财政借款增加和公司未合并抵消企业内部往来增加。非流动资产上，在公司电源项目投入增加带动下，公司在建工程持续快速增长。

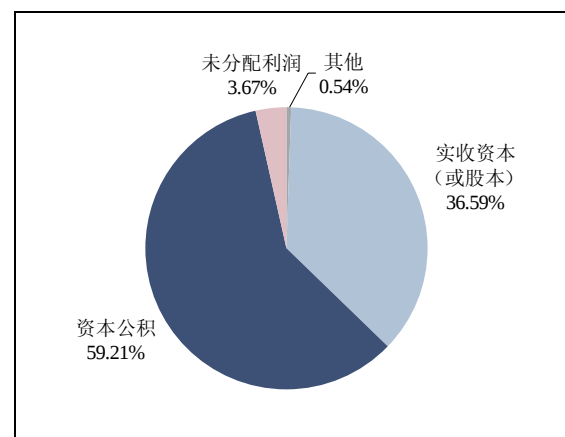
总体来看，公司流动资产中货币资金、存货规模较大；非流动资产中固定资产、在建工程占比大，稳定性好。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益复合增长率 13.89%，增长主要来自于资本公积和少数股东权益的增长。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 55.63 亿元。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 47.68%）、资本公积（占 58.92%）构成。公司资本公积中主要包括 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。

图 11 截至 2011 年底公司归属于母公司所有者权益构成



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 69.90 亿元（含少数股东权益 17.79 亿元）。主要源自实收资本的增长。截至 2012 年 9 月底，公司实收资本为 29.55 亿元，较 2011 年底增加 15 亿元，为公司股东增资所致。新疆公信天辰有限责任会计师事务所出具了《新公会所验字（2012）070 号》，《新公会所验字（2012）074 号》，《新公会所验字（2012）079 号》，《新公会所验字（2012）084 号》验资报告，新疆生产建设兵团农八师国有资产监督管理委员会于 2012 年 3 月份陆续以现金方式向公司增资合计 15 亿元。本次现金增资，体现了股东对公司发展的有效支持，增资后公司财务实力有所提升，整体债务负担有所下降。整体抗风险能力有所提升。

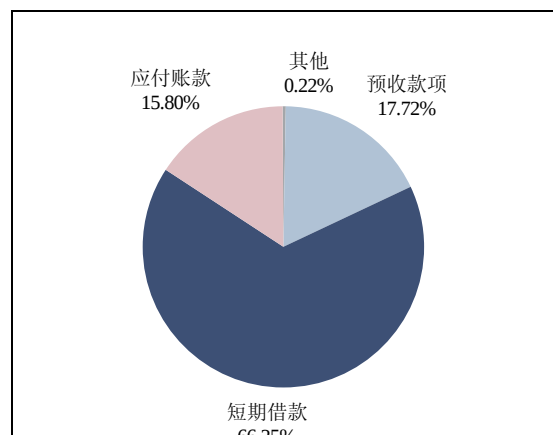
（2）负债

2009~2011 年，公司负债总额快速增长，年均增速为 47.35%，主要源自流动负债的增长。

截至 2011 年底，公司负债总额合计 176.16 亿元；三年间公司负债结构有所波动但仍以流动负债为主，截至 2011 年底公司流动负债占比 71.92%，非流动负债占 28.08%。因子公司银力集团收购棉花需要大量短期流动资金支持，因此公司流动负债占比较高。此外，公司近年大量电源项目建设投入也带动了部分短期借款增长。

截至 2011 年底，公司流动负债为 126.69 亿元，同比增长 38.47%。主要源自短期借款和应付账款的增长。受公司项目建设资金周转需求和棉花收储业务带动，公司短期借款规模大幅增长。受上游货款回流减缓影响，公司相应下游延迟了支付，2011 年应付账款快速增长。2011 年，公司非流动负债同比增长 21.61%，主要是受长期借款和应付债券增长带动。截至 2011 年底，公司应付债券 15.82 亿元中，主要为公司发行的两期短期融资券 13 亿元和子公司发行的 07 天富债 2.8 亿元。

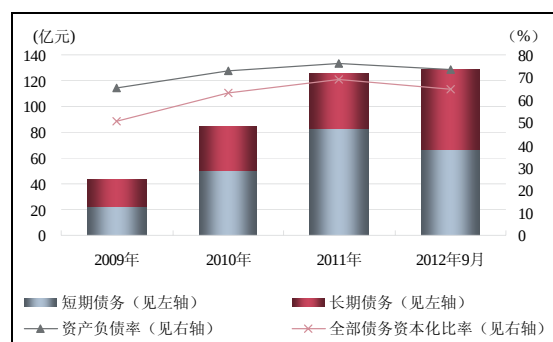
图 12 截至 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

2009~2011 年，在公司资本支出带动下，公司债务规模大幅增长，债务负担相应有所加重。近三年，公司全部债务规模年均增长 68.78%，债务期限结构有所波动但仍然以短期债务为主（公司应付债券中短期融资券金额已调整至短期债务）。截至 2011 年底，公司全部债务为 125.56 亿元，短期债务占比 76.03%。公司资产负债率、全部债务资本化比率三年平均值分别为 72.93%和 63.77%。2011 年分别为 76.00%和 69.30%。

图 13 近年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额合计 191.62 亿元，较 2011 年底增长 8.78%。非流动负债的增长。其中应付债券较 2011 年底增长 62.93%，主要为公司子公司发行的 5 亿元企业债券和 5 亿元公司债券。截至 2012 年 9 月底，公司其他非流动负债为 4.57 亿元，主要是公司收到的建设项目贴息。公司全部债务为 124.60

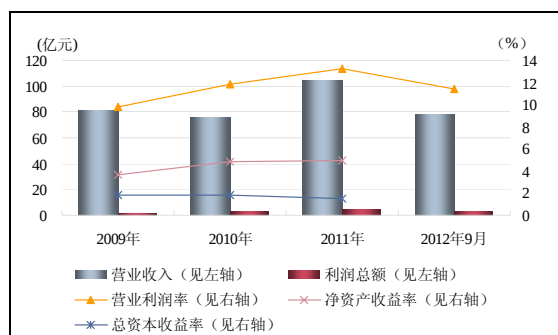
亿元，短期债务占比为 64.22%，较 2011 年底有所下降。资产负债率为 73.27%，全部债务资本化比率为 64.06%。

整体看来，近年公司债务负担有所加重，目前公司债务负担较重，债务期限结构有待改善。考虑到公司业务运营中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

建筑业、农业和水电暖三大板块构成了公司收入和利润的主要来源。近年来建筑业承揽项目数量持续增长，收入规模相应保持了良好的增长势头，但毛利水平随钢材水泥等原材料价格和人工成本的上涨而小幅波动。水电暖板块方面，在公司发电、供热规模持续增长带动下，板块收入规模持续增长。在天富集团发、供、调一体化的经营格局和新疆区域内煤炭成本优势支持下，近年公司水电暖板块保持了较高的利润水平且稳定性较好。公司农业板方面，棉花收储规模易受当地棉花播种面积产量变化影响，销售规模易受到棉花市场需求和价格波动影响。

图 14 公司盈利能力情况



资料来源：公司提供

近三年，公司营业收入规模持续快速增长。2011 年公司实现营业收入 103.88 亿元，同比增长 37.61%，主要是水电暖、建筑业和农业板块带动的增长。公司营业利润率为 11.97%，与 2010 年水平基本持平。

2009~2011 年，公司期间费用占营业收入

比有所提升。2011 年公司期间费用占营业收入比为 8.68%，较 2010 年上涨 0.78 个百分点。主要是受公司债务规模快速增长，财务费用相应大幅增加影响。

近三年，公司营业外收入规模波动中有所增长。2011 年公司实现营业外收入 1.07 亿元。公司营业外收入主要是政府补助。公司 2011 年实现利润总额 4.78 亿元，较 2010 年有所增长。2011 年公司净资产收益率为 4.94%，较 2010 年的 4.87% 略有提升。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 78.89 亿元，营业利润率为 11.43%，营业利润率水平较 2011 年同期的 15.23%，有所下降。同期公司实现利润总额 2.88 亿元，同比大幅增长。

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. 现金流

公司编制现金流量表按照合并范围内企业各科目加总小计，未合并抵消。

经营活动现金流入方面，2009~2011 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入均波动中略有增长，2011 年为 96.55 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 117.11%、124.06% 和 92.94%。2011 年，公司收现质量大幅下滑，主要受公司回款周期延长影响（应收电费金额大幅增长）。

公司其他与经营活动有关的现金流量规模较大，主要是未进行合并抵消所致。

2010 年及 2011 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金持续高于销售商品、提供劳务收到的现金，主要原因是公司棉花及粮油收储业务采购销售周期与会计周期存在不一致。收购期为 9 月至 3 月，而实际销售为次年 6 月。

近三年，公司经营活动现金流量净额分别为 18.78 亿元、-22.99 亿元和 9.01 亿元，公司经营活动现金流量净额波动大。

投资活动现金流入方面，2009~2011 年，公司投资活动现金流表现为净流出，流出规模波动中大幅增长。主要是受公司项目投入大幅增长所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-8.71 亿元、-6.34 亿元和-38.89 亿元。

筹资活动现金流方面，公司为满足投资需求加大融资力度，筹资金额维持在较高水平。2009~2011 年，公司筹资活动产生的现金入分别为 64.63 亿元、100.42 亿元和 125.60 亿元。2009~2011 年公司筹资活动产生的流量净额分别为-9.03 亿元、39.75 亿元和 28.09 亿元。公司对外筹资规模有所增长。

总体来看，公司经营活动现金流入量规模大，但受棉花价格变化和供电业务回款影响，公司经营活动现金流量净额波动较大。公司投资活动规模大，对外部融资依赖性强。

2012 年 1~9 月，公司销售商品接受劳务收到的现金 84.41 亿元，现金收入比为 117.11%，较 2011 年水平有所回升。同期，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 231.18 亿元和 29.27 亿元。

2012 年 1~9 月，在公司项目投入带动下，公司投资活动现金流持续保持流出，公司投资活动现金流量净额为-19.51 亿元。公司资本支出规模维持在较高水平。

2012 年 1~9 月，公司筹资活动现金流入量为 107.92 亿元，流出规模为 108.51 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.58 亿元。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，公司流动比率和速动比率平均值分别为 108.40%和 63.66%，2011 年公司流动比率和速动比率分别为 106.22%和 59.30%。截至 2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 124.05%和 98.50%，较 2011 年底有所提升。

公司经营活动现金流波动较大，相应地经营现金流流动负债比稳定性较弱，近三年，公司经营现金流流动负债比分别为 35.32%、-25.13%和 7.11%。经营活动产生的现金流量净额波动性大，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。

总体看，公司短期债务规模较大，存在一定集中偿付压力。

6. 偿债能力

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 分别为 8.69 亿元、8.92 亿元和 12.44 亿元，总体有所增长。近年随公司债务规模的快速增长，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力有所弱化，公司 EBITDA/利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数三年均值分别为 3.50 倍和 8.92 倍，2011 年分别为 3.33 倍和 10.09 倍。

总体看公司 EBITDA 对公司全部债务保障程度一般。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保 15.80 亿元，占 2012 年 9 月底公司所有者权益的 22.60%。

表 9 截至 2012 年 9 月底公司对外担保情况

被担保人	金额（万元）	截至 2011 年底 资产总额(亿元)	截至 2011 年底所 有者权益（亿元）	2011 年营业 收入（亿元）	2011 年净利 润（亿元）
新疆天业（集团）有限公司	41000.00	255.81	87.86	98.56	11.27
新疆石河子开发区经济建设发展总公司	66000.00	35.26	19.65	1.03	0.62
新疆石河子拓北建设投资公司	10000.00	19.42	4.61	0.81	0.22
石河子贵航农机装备有限公司	9000.00	2.25	0.25	2.26	0.02
新疆西部农资物流有限公司	12000.00	1.77	0.49	2.30	0.02
新疆生产建设兵团农业建设第八师	20000.00	610.26	118.54	303.56	22.91
合计	158000.00	--	--	--	--

资料来源：公司审计报告

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。

石河子拓北建设投资有限公司成立于 2007 年,主要经营项目:天然气的销售,对工业、建筑业、金融业的投资,化工产品的销售,市政工程承包。

石河子贵航农机装备有限公司成立于 2005 年,由中国贵州航空工业(集团)有限责任公司和新疆生产建设兵团农八师共同出资设立。主要从事采棉机等农用机械的生产销售。

新疆西部农资物流有限公司成立于 2003 年,成立的主要目的是农八师、石河子市为规范农业生产资料市场,降低农业生产资料价格,减轻农工负担,因此不以盈利为唯一目的,定位于微利、薄利,主要是为团场农业服务,主要是销售农资,包括化肥、农药、地膜。

农八师是集农、工、商为一体的大型联合体,与石河子市政府是两块牌子,一套人马,既作为一级政府行使行政职能,又是一个大型的综合企业。兵团农八师是兵团系统人口最多、行业门类最齐全的师局,国民生产总值占兵团近四分之一,经济综合实力列兵团第一。

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 2012 年 9 月底,公司在各家商业银行的授信额度为 174.68 亿元,未使用额度为 84.11 亿元。公司间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告(报告编号为: B201301080000458894),截至 2013 年 1 月 8 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近年石河子地区经济持续快速发展,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,整体具备较强的抗风险能力。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期公司计划注册并发行中期票据 6 亿元,本期中期票据发行额度分别占 2012 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 13.46% 和 4.82%。本期中期票据的发行对公司债务结构有一定影响。以 2012 年 9 月底财务数据测算,本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别 73.87% 和 65.14%,分别上升 0.60% 和 1.08%。但本期中期票据主要用于偿还银行借款,实际债务负担上升幅度将小于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

近三年,公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数均值为 1.77 倍,2011 年为 2.07 倍。

近三年,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障倍数均值为 34.48 倍,2011 年为 42.40 倍。

2009~2011 年,公司经营活动现金流量净额对本期中期票据保障倍数均值分别为 3.13 倍、-3.83 倍和 1.50 倍。

总体看公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好,公司经营活动现金流入量大,对本期中期票据保障程度高。

十、结论

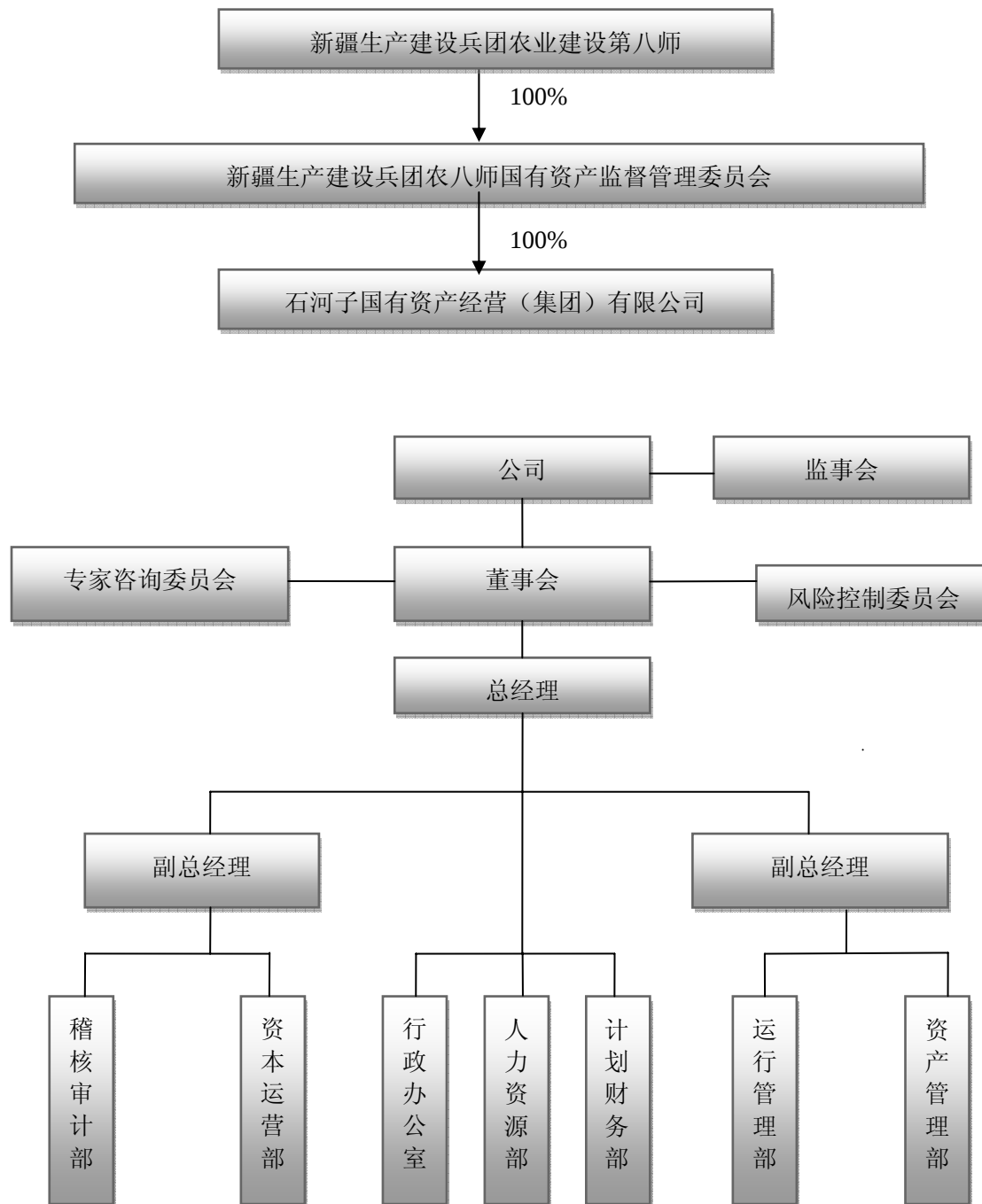
公司作为新疆建设兵团农八师石河子市

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。公司所从事的棉花收购、供热供电等业务具有明显的区域垄断优势。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，经营业务具有明显的垄断优势。

综合分析，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2011 年底公司合并范围

子公司	投资金额（元）	持股比例（%）
新疆天富电力（集团）有限责任公司	1193297991.24	
新疆石河子天筑建设（集团）有限责任公司	74951258.91	97.92
石河子泽众水务有限公司	76038859.00	100.00
新疆西部牧业股份有限公司	60385259.34	44.32
石河子市兴发资产管理有限公司	1818044.22	100.00
新疆西部银力棉业（集团）有限责任公司	115490341.42	26.81
新疆西部绿珠果蔬有限公司	14091634.01	91.51
石河子市国能能源投资有限公司	100000000.00	100.00
石河子粮油收储经营有限公司	15670740.01	100.00
新疆西部新丝路旅游（集团）有限公司	35264684.96	100.00

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	141169.92	245348.03	227538.04	26.96	319348.66
交易性金融资产					
应收票据	21832.88	137429.77	50092.24	51.47	26733.44
应收账款	61671.69	62029.04	178255.37	70.01	201199.66
预付款项	20072.75	92984.00	225463.65	235.15	429197.62
应收利息					
应收股利	72.86	113.21	478.05	156.15	561.82
其他应收款	74214.76	133413.75	69427.02	-3.28	249745.49
存货	212466.18	405265.23	594404.18	67.26	318333.91
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产		0.14	0.14		0.14
流动资产合计	531501.04	1076583.17	1345658.69	59.12	1545120.73
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款			3238.23		3238.23
长期股权投资	90447.05	91269.88	123189.95	16.71	123380.72
投资性房地产	7094.81	7169.96	5514.85	-11.83	5495.99
固定资产	445795.05	513436.93	501583.56	6.07	497667.16
在建工程	102737.31	65007.58	261552.96	59.56	345684.25
工程物资	38423.41	26116.47	23497.87	-21.80	31762.71
固定资产清理					-1.39
生产性生物资产	1820.13	3043.49	6313.95	86.25	7381.88
油气资产					
无形资产	14854.33	21644.15	16447.73	5.23	20155.51
开发支出					
商誉	2937.64	2937.64	2937.64	0.00	3092.91
合并价差					
长期待摊费用	1041.49	921.44	1323.39	12.72	1155.68
递延所得税资产	3513.72	6970.11	9338.76	63.03	9271.79
其他非流动资产			17283.98		21845.36
非流动资产合计	708664.95	738517.64	972222.87	17.13	1070130.81
资产总计	1240165.99	1815100.81	2317881.56	36.71	2615251.54

附件 2-2 合并资产负债表（负债）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	142046.29	354095.64	726746.11	126.19	587646.74
交易性金融负债					
应付票据	82182.64	146559.41	67224.00	-9.56	81525.50
应付账款	72308.14	89018.67	173351.48	54.84	162745.60
预收款项	124648.38	248279.28	194381.11	24.88	261809.38
应付职工薪酬	7698.26	7989.12	10217.40	15.21	8283.56
应交税费	-19240.36	-42636.09	-44116.48	51.42	-47346.93
应付利息	270.78	1043.24	4059.85	287.21	175.42
应付股利	230.11	443.16	435.43	37.56	1059.79
其他应付款	120797.17	107286.47	102728.93	-7.78	182291.60
预计负债					
一年内到期的非流动负债	468.92	2498.10	30701.88	709.15	1065.30
其他流动负债	232.50	330.00	1163.42	123.70	6273.03
流动负债合计	531642.83	914906.99	1266893.13	54.37	1245528.98
非流动负债：					
长期借款	187034.39	250114.80	269812.85	20.11	317988.70
应付债券	27993.81	98097.11	158205.44	137.73	257771.91
长期应付款	38878.85	39031.83	38141.04	-0.95	43037.23
专项应付款	13470.34	2346.69	4455.51	-42.49	6084.49
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	1.23	0.00	0.00	-100.00	48.28
其他非流动负债	12299.24	17212.24	24091.49	39.96	45746.14
非流动负债合计	279677.86	406802.66	494706.33	33.00	670676.73
负债合计	811320.69	1321709.66	1761599.46	47.35	1916205.71
所有者权益：					
实收资本（或股本）	145549.09	145549.09	145549.09	0.00	295549.09
资本公积	165373.75	193281.15	235536.36	19.34	202535.52
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	322.52	1044.48	2147.09	158.01	2143.46
未分配利润	-6518.17	543.62	14586.21		20944.34
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	304727.19	340418.34	397818.75	14.26	521172.42
少数股东权益	124118.10	152972.82	158463.35	12.99	177873.41
所有者权益合计	428845.30	493391.15	556282.10	13.89	699045.83
负债和所有者权益总计	1240165.99	1815100.81	2317881.56	36.71	2615251.54

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 9 月
一、营业收入	815141.13	754930.56	1038856.41	12.89	788938.18
减: 营业成本	728864.51	657138.51	884486.10	10.16	691693.67
营业税金及附加	6492.98	8656.96	17124.11	62.40	7040.90
销售费用	12509.86	9544.96	9397.02	-13.33	7397.59
管理费用	26420.59	32699.95	47178.07	33.63	31088.75
财务费用	23623.99	17372.23	33549.34	19.17	34106.63
资产减值损失	8483.87	7219.33	8053.25	-2.57	-2105.07
加: 公允价值变动收益					
投资收益	3065.99	1593.65	2347.64	-12.50	1697.47
其中: 对联营/合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	11811.34	23892.26	41416.16	87.26	21413.18
加: 营业外收入	9583.20	6652.15	10684.53	5.59	7709.81
减: 营业外支出	1305.66	1007.57	4254.65	80.52	364.38
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	20088.88	29536.84	47846.04	54.33	28758.60
减: 所得税费用	4486.94	5521.53	20357.13	113.00	6106.66
四、净利润	15601.94	24015.30	27488.91	32.74	22651.95
其中: 归属于母公司的净利润	10052.17	12319.04	17002.48	30.05	0.00
少数股东损益	5549.77	11696.26	10486.43	37.46	0.00

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 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	954621.32	936541.64	965472.50	0.57	844135.59
收到的税费返还	315.81	316.80	4.16	-88.52	745.94
收到其他与经营活动有关的现金	416611.92	805238.20	1578400.55	94.64	1466916.91
经营活动现金流入小计	1371549.06	1742096.65	2543877.22	36.19	2311798.44
购买商品、接受劳务支付的现金	546167.39	992166.52	1319678.88	55.44	560994.77
支付给职工以及为职工支付的现金	49321.72	48001.29	55260.37	5.85	47962.26
支付的各项税费	23842.83	39686.85	44479.23	36.58	38124.54
支付其他与经营活动有关的现金	564440.64	892117.77	1034324.59	35.37	1372016.04
经营活动现金流出小计	1183772.59	1971972.44	2453743.08	43.97	2019097.60
经营活动产生的现金流量净额	187776.47	-229875.79	90134.14	-30.72	292700.84
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	13363.61	5100.00	6163.30	-32.09	0.00
取得投资收益收到的现金	6455.66	4699.74	2129.60	-42.56	142.55
处置固定资产、无形资产等收回的现金	7231.27	4295.55	14170.39	39.99	123.82
处置子公司等收到的现金净额	0.00	0.00	8.59		2362.03
收到其他与投资活动有关的现金	200.01	125.28	3375.22	310.79	2541.61
投资活动现金流入小计	27250.55	14220.57	25847.10	-2.61	5170.01
购建固定资产、无形资产等支付的现金	110320.30	66476.53	261633.46	54.00	100486.12
投资支付的现金	3601.74	11106.87	23582.77	155.88	5085.40
取得子公司等支付的现金净额	147.00	0.00	3860.00	412.43	8568.24
支付其他与投资活动有关的现金	278.05	62.35	125635.97	2025.66	86091.35
投资活动现金流出小计	114347.10	77645.75	414712.19	90.44	200231.12
投资活动产生的现金流量净额	-87096.55	-63425.18	-388865.09	111.30	-195061.10
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2875.00	43519.74	9071.03	77.63	3252.60
取得借款收到的现金	556745.22	780454.67	806810.16	20.38	976384.66
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	86657.30	180213.06	440083.40	125.35	99594.16
筹资活动现金流入小计	646277.52	1004187.47	1255964.59	39.41	1079231.42
偿还债务支付的现金	706288.46	511595.16	761647.92	3.85	919574.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26459.67	26278.30	54017.84	42.88	32879.73
支付其他与筹资活动有关的现金	3817.28	68835.37	159377.86	546.16	132607.95
筹资活动现金流出小计	736565.41	606708.82	975043.62	15.06	1085061.85
筹资活动产生的现金流量净额	-90287.89	397478.65	280920.96		-5830.44
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.43	0.00		1.32
五、现金及现金等价物净增加额	10392.02	104178.11	-17809.99		91810.62
加: 期初现金及现金等价物余额	130777.90	141169.92	245348.03	36.97	227538.04
六、期末现金及现金等价物余额	141169.92	245348.03	227538.04	26.96	319348.66

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	15601.94	24015.30	27488.91	32.74
加: 资产减值准备	8483.87	7219.33	8053.25	-2.57
固定资产折旧及其他	39269.19	35892.04	38274.80	-1.27
无形资产摊销	1102.73	648.52	617.56	-25.16
长期待摊费用摊销	189.79	326.47	325.75	31.01
处置固定资产、无形资产等损失	174.57	147.15	1002.92	139.69
固定资产报废损失	-1.68	0.00	255.78	
公允价值变动损失				
财务费用	23623.99	17372.23	33549.34	19.17
投资损失	-3065.99	-1593.65	-2347.64	-12.50
递延所得税资产减少	1.23	-3456.39	-2368.65	
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	131126.98	-192799.05	-189138.96	
经营性应收项目的减少	-106635.96	-248104.98	-97746.55	-4.26
经营性应付项目的增加	169267.24	171214.81	20664.33	-65.06
其他	-91361.42	-40757.58	251503.28	
经营活动产生的现金流量净额	187776.47	-229875.79	90134.14	-30.72
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	141169.92	245348.03	227538.04	26.96
减: 现金的期初余额	130777.90	141169.92	245348.03	36.97
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	10392.02	104178.11	-17809.99	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.76	5.34	4.86	5.98	--
存货周转次数(次)	3.43	2.13	1.77	2.21	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.49	0.50	0.53	--
现金收入比(%)	117.11	124.06	92.94	107.11	117.11
盈利能力					
营业利润率(%)	9.79	11.81	13.21	12.11	11.43
总资本收益率(%)	4.82	3.48	3.58	3.80	--
净资产收益率(%)	3.64	4.87	4.94	4.66	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	25.27	30.66	35.11	31.81	38.94
全部债务资本化比率(%)	50.63	63.31	69.30	63.77	64.06
资产负债率(%)	65.42	72.82	76.00	72.93	73.27
偿债能力					
流动比率(%)	99.97	117.67	106.22	108.40	124.05
速动比率(%)	60.01	73.38	59.30	63.66	98.50
经营现金流动负债比(%)	35.32	-25.13	7.11	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	9.54	10.09	8.92	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.23	-0.34	-0.24	-0.18	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.84	-12.85	-8.00	-7.09	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.45	1.49	2.07	1.77	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	22.86	29.03	42.40	34.48	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	3.13	-3.83	1.50	0.23	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	1.68	-4.89	-4.98	-3.62	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
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/本期中期票据到期偿还额

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 7 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，石河子国有资产经营（集团）有限公司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跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

