

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1621 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将石河子国有资产经营(集团)有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻,评级展望为负面,并将“13石河子MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年八月十五日



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

石河子国有资产经营（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：负面
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 石 河 子 MTN001	6 亿元	2013/9/3 ~2018/9/3	AA ⁻	AA

跟踪评级时间：2014 年 8 月 15 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
石河子国资				
现金类资产(亿元)	27.76	37.46	40.14	40.65
资产总额(亿元)	231.79	287.51	335.88	326.10
所有者权益(亿元)	55.63	65.31	82.31	83.68
短期债务(亿元)	89.47	89.35	81.24	75.76
全部债务(亿元)	125.27	119.40	137.69	140.55
营业收入(亿元)	103.89	127.62	185.67	30.84
利润总额 (亿元)	4.78	2.09	3.88	1.38
EBITDA(亿元)	10.99	10.51	13.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.01	22.23	29.56	1.65
营业利润率(%)	13.21	8.79	8.22	12.80
净资产收益率(%)	4.94	2.04	2.82	--
资产负债率(%)	76.00	77.29	75.50	74.34
全部债务资本化比率(%)	69.25	64.64	62.59	62.68
流动比率(%)	106.22	104.85	92.95	94.17
全部债务/EBITDA(倍)	11.40	11.36	10.11	--
经营现金流动负债比(%)	7.11	13.19	16.04	--
天富集团				
现金类资产(亿元)	16.73	28.58	25.73	26.55
资产总额(亿元)	125.37	145.32	204.39	212.07
所有者权益(亿元)	25.32	26.92	43.57	44.91
短期债务(亿元)	37.52	37.24	57.35	53.59
全部债务(亿元)	68.57	81.90	108.54	112.93
营业收入(亿元)	29.41	32.60	40.11	9.47
利润总额 (亿元)	3.23	3.15	4.51	1.69
EBITDA(亿元)	7.90	8.04	8.46	--
经营性净现金流(亿元)	0.06	1.86	6.64	0.73
营业利润率(%)	29.95	25.93	28.41	30.38
净资产收益率(%)	5.55	9.17	7.34	--

评级观点

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”）作为农八师石河子市政府国有资产运营主体，主要业务在区域具有明显的垄断优势。

2014 年 7 月 21 日，新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会下发《关于进一步明确新疆天富电力（集团）有限公司产权关系的通知》，通知明确新疆天富电力（集团）有限公司（以下简称“天富集团”）将不再纳入公司合并报表范围。天富集团为公司供电和供暖业务的核心经营实体和利润的重要组成部分。天富集团出表后，公司整体业务范围有所收缩，债务规模有所下降，未来电源支出压力大幅下降。同时联合资信评估有限公司（以下简称：“联合资信”）也关注到，天富集团出表后，公司资产规模将大幅下降，经营业绩由盈利转为亏损，偿债能力弱化，尤其是留存业务中电源资产质量差，财务弹性弱，未来盈利能力可能持续弱化，对公司盈利能力形成较大拖累。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁻，评级展望调整为负面；并将“13 石河子 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA⁻。

优势

1. 新疆国家政策扶持力度大，且持续性强。
2. 跟踪期内，石河子地区经济增长快，为公司提供了较好的外部环境。
3. 天富集团划出合并范围后，公司合并口径债务规模大幅下降，且电源项目建设支出压力有所下降。

资产负债率(%)	79.80	81.48	78.68	78.82
全部债务资本化比率(%)	73.03	75.26	71.36	71.55
流动比率(%)	103.17	125.60	112.04	118.27
全部债务/EBITDA(倍)	8.68	10.19	12.84	--
经营现金流流动负债比(%)	0.09	2.75	6.56	--

注：1.石河子国资未就天富集团出表事宜提供模拟报表；2.报告中天富电力相关数据来源于公开资料；3.2014 年一季报未经审计；4.石河子国资长期应付款中有息债务计入长期债务；5.天富集团 2011 年记入“其他应付款”和 2011-2014 年 3 月计入“长期应付款”的有息债务在指标计算中已计入当期短期和长期债务。

分析师

闫昱州 田业钧

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

关注

1. 公司农业板块经营受棉花价格波动影响较大。
2. 天富集团出表后公司业务范围，资产规模大幅下降，留存业务整体呈亏损状态，偿债能力弱化。
3. 公司剩余存留电源资产质量差，债务规模较大，未来盈利能力可能持续弱化，对公司盈利形成较大拖累。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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2013年底，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2014年3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2013年底，公司合并资产总额为335.88亿元，所有者权益合计为82.31亿元。2013年，公司实现营业收入185.67亿元，利润总额3.88亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为326.10亿元，所有者权益合计83.68亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入30.84亿元，利润总额1.38亿元。

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：郭峰。

三、重大事项

1. 新疆天富电力（集团）有限公司不再纳入公司合并报表范围事项

公司于2014年7月23日发布《关于新疆天富电力（集团）有限公司不再纳入石河子国有资产经营（集团）有限公司合并报表范围的公告》，根据新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会《关于进一步明确新疆天富电力（集团）有限公司产权关系的通知》（师国资发[2014]136号），石河子市国资委为新疆天富电力（集团）有限公司（以下简称“天富集团”）的出资人，由国资委直接行使出资人权利进行监督，天富集团不再纳入公司合并报表范围。

2. 天富集团不再纳入合并报表范围对公司的影响

截至2013年底，公司合并范围内有11家子公司（其中6家为全资子公司），具体如下：

表1 2013年底合并范围子公司情况

（单位：万元、%）

公司名称	持股比例	享有的表决权	注册资本
新疆天富电力（集团）有限责任公司	--	100.00	104124.20
石河子市国能能源投资有限公司	100.00	100.00	10000.00
新疆石河子天筑建设（集团）有限公司	97.92	97.92	7486.53
石河子泽众水务有限公司	100.00	100.00	7652.61
新疆西部牧业股份有限公司	44.32	44.32	11700.00
新疆西部银力棉业（集团）有限责任公司	26.81	100.00	46017.90
新疆西部绿珠果蔬有限公司	91.51	91.51	1059.56
新疆西部新丝路旅游（集团）有限责任公司	100.00	100.00	3526.47
石河子市粮油收储有限公司	100.00	100.00	1000.00
石河子国有产权交易有限责任公司	100.00	100.00	30.00
石河子市兴发资产管理有限公司	100.00	100.00	130.00

资料来源：公司审计报告

天富集团主要经营业务包括基础能源设施项目建设、火力发电、供热供气、煤矿开采、

新能源开发等。目前，天富集团拥有一级子公司7家，其中新疆天富热电股份有限公司（以下简称“天富热电”）于2002年在上海证券交易所上市（证券代码：600509）。截至2013年底，天富集团（合并）资产总额204.39亿元，所有者权益合计43.57亿元（其中少数股东权益28.46亿元）；2013年天富集团实现营业收入40.11亿元，实现利润总额4.51亿元。

由于公司未提供天富集团划出合并报表范围后的模拟报表，根据2013年底公开市场数据测算¹，天富集团划出公司合并范围后，石河子国有资产总额、负债、所有者权益、营业收入和利润总额分别为131.49亿元、92.76亿元、38.74亿元、145.56亿元和-0.63亿元；分别下降60.85%、63.42%、52.93%、21.60%和116.24%。

总体看，天富集团作为供电和供暖业务的核心经营实体和利润的重要组成部分。天富集团由国资委直接行使出资人权利进行监督管理后，天富集团不再纳入公司合并范围，公司资产、收入、利润规模将大幅减少。公司整体业务在石河子经济、社会发展中重要性明显弱化。此外石河子市国能能源投资有限公司（以下简称“国能公司”）经营持续亏损，短期内亏损可能持续，且亏损规模较大，对公司合并报表业绩形成较大拖累。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值

568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年全年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操

¹由于公司未提供天富集团划出合并报表范围后的模拟报表，本报告数据测算未考虑合并抵消等情形，均采用石河子国资财务、经营数据直接减去天富集团财务、经营数据的简单算法。

作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全年社会融资规模为17.29万亿，比上年多1.53万亿；其中人民币贷款增加8.89万亿，同比多增6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加2.55亿元和1.84亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照

“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

五、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。

2013 年，石河子垦区实现生产总值 351.07 亿元，比上年增长 16.9%。师市实现生产总值 332.02 亿元，增长 18.7%。第一产业增加值 74.68 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 150.12 亿元，增长 26.8%；第三产业增加值 107.22 亿元，增长 19.6%。第一产业增加值占生产总值的比重为 22.5%，比上年下降了 3.2 个百分点，第二产业增加值比重为 45.2%，提高了 3 个百分点；第三产业增加值比重为 32.3%，提高了 0.2 个百分点。人均生产总值 57634 元，增长 17.1%。2012 年石河子市实现全口径财政收入 41.52 亿元，同比下降 1.3%。

2013 年完成全社会固定资产投资 299.47 亿元，比上年增长 24.2%。在完成投资中：第一产业 18.38 亿元，比上年增长 40.4%；第二产业 188.66 亿元，增长 20.7%；第三产业 92.43 亿元，增长 28.7%。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，国家政策和对口援疆工作的支持，为新疆及其地区经济发展提供了良好的政策支持。2010 年中央新疆工作座谈会召开后，伊犁州进入“大建设、大开发、大发展”的新时期。截至目前，全国对口支援新疆工作会议已经召开了四次，第一次于 2010 年 3 月 29 日至 30 日

召开；第二次为 2011 年 5 月 27 日至 29 日；第三次在 2012 年也是五月底；第四次为 2013 年 9 月 23 日至 24 日。国家政策和对口支援已成为推动新疆经济跨越发展的重要动力。

据统计，自 2010 年到 2014 年一季度末，53 家中央企业在疆计划投资项目 685 个，计划投资总额 1.85 万亿元，已完成投资 5903.86 亿元，超过“十一五”时期总投资额 1800 多亿元，累计缴纳税费 1981.1 亿元。其中，已完工项目 148 个，占项目总数的 21.61%，累计完成投资 1033.33 亿元，占已完成投资总额的 17.5%；在建项目 216 个，占项目总数的 31.53%，累计完成投资 2097.62 亿元，占已完成投资总额的 35.54%；前期准备和未开工项目 321 个，占项目总数的 46.86%，累计完成投资 2772.55 亿元，占已完成投资总额的 46.96%。2013 年，中央驻疆企业完成投资近 2000 亿元，完成承建项目合同额 768.09 亿元，缴纳税费 1047.63 亿元。

2014 年 1 月，国务院国资委牵头建立 19 援疆省市产业援疆工作平台，推动 19 援疆省市国有企业积极参与新疆石油化工、煤电煤化工、等产业发展；进一步创新合作方式，支持受援地州国有企业积极参与产业援疆项目，推动新疆自治区、兵团国有企业与 19 援疆省市国有企业开展多种方式的 合作，实现互利双赢，从而为新疆经济社会又好又快发展不断作出新的更大贡献。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 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。

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。公司在关系地方经济发展的多个命脉、重要行业处于主导地位。在石河子经济发展过程中经济和社会重要性突出。

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 20 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。

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。

天富集团由国资委直接行使出资人权利进行监督管理后，天富集团不再纳入公司合并范围。公司整体业务在石河子市重要地位有所削弱，但其依然保持了在棉花、粮油收储、建筑

业等业务方面的主导优势地位。

七、管理分析

跟踪期内，根据中共八师石河子市委员会组织部师市党组干仍函【2014】43 号文件，任命郭峰为石河子国资董事长，郭峰，男，汉族，1964 年 6 月生，大学学历，会计师，历任财政局科员、副科长、副局长等值，现任石河子国资董事长、党委副书记。公司在其他高层管理人员和管理体制方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2013 年公司实现营业收入 185.67 亿元，同比增长 45.49%，主要是农产品销售收入大幅增长所致。毛利率方面，农产品销售、建筑和供电、供暖板块三个重点板块毛利率均有不同程度的提升，但受农产品销售业务占比高、低盈利因素影响，公司整体毛利率为 9.77%，较 2012 年略有下滑。

从收入构成上看，公司营业收入主要来自农业板块和电力板块，农产品销售和供电、供暖是上述板块的主要业务，对整体收入规模和盈利水平的影响较大。农产品销售方面，以棉花、蔬果、畜牧为核心的农业板块是公司最主要收入来源，2013 年实现营业收入 114.18 亿元，占比为 61.50%。电力板块为天富集团与石河子市国能能源投资有限公司运营的供电和供暖业务，2013 年该业务实现营业收入 40.12 亿元，占营业收入的比重为 21.61%。2013 年公司建筑业务实现营业收入 30.19 亿元，占比为 16.26%。公司供水等其他业务收入规模较小，对公司收入规模影响小。

盈利能力方面，公司整体盈利能力偏弱，2013 年毛利率为 9.77%。利润来源方面，公司农业板块营业收入规模大，但受制于棉花销售业务类型以及政策因素影响，整体毛利率低，

2013 年为 0.40%。公司电力板块包括发电、供电及暖气供应等业务，在石河子地区具有一定

的垄断优势，盈利能力较强，2013 年毛利率为 33.29%，供电、供暖业务为公司核心利润来源。

表 2 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2012 年		2013 年		14 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农产品销售	595136.27	0.33	1091329.57	0.4	165937.94	0.2
畜牧业	48103.89	15.18	45146.03	16.91	15400.21	14.68
粮油收储	5033.95	-1.65	5351.50	13.97	638.76	12.03
供电、供暖	378235.95	25.23	401165.04	33.29	98553.24	37.87
建筑业	241689.02	8.38	301945.25	9.36	25807.34	6.31
供水	3938.09	28.13	5012.04	41.17	327.27	46.14
旅游酒店	2193.02	71.11	2872.71	57.66	617.59	68.38
资产管理	1833.53	93.43	3895.49	79.42	1150.54	30.86
合计	1276163.72	10.13	1856717.62	9.77	308432.9	13.79

资料来源：公司提供

2014 年 1~3 月公司实现营业收入 30.84 亿元，为 2013 年全年的 16.61%，主要是公司农产品销售大幅下滑所致，公司整体毛利率水平上升至 13.79%。

整体看，公司主营业务收入规模大，但整体盈利能力弱。供电、供暖业务为公司核心利润来源。

2. 核心业务

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。

由于籽棉收购受到收储政策的影响，收购价格与市场价格未接轨，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，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，受收储政策指导影响，短时间内无法响应并及时调整收购价格，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。

表 3 2011 年以来银力集团主要经营指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
皮棉收购(万吨)	36.16	9.52	56.00	9.30
销售皮棉(万吨)	23.38	32.04	56.00	9.30
棉花平均等级	3.06	2.61	2.85	2.85
平均长度(毫米)	27.84	28.49	28.00	28.00
销售收入(亿元)	49.44	59.28	109.13	16.59
利润总额(亿元)	0.69	-1.70	-1.34	-0.23

资料来源：公司提供

公司棉花购销业务主要受国储棉收购政策影响，具有很强的政策性，目前公司皮棉购销业务处于亏损状态。2013 年，银力集团皮棉购销 56 万吨、实现营业收入 109.13 亿元，利润

总额-1.34 亿元。根据国储棉收储政策，2013 年银力集团国储棉收购补贴提高至 50 元/吨，新政策执行后可在一定程度上提高银力集团国储棉收购毛利率。

总体看，银力集团经营规模较大，是公司重要收入来源之一。但棉花收储经营活动易受宏观经济形势、棉花价格波动和地方政府政策干预影响，公司现金支付压力较大，盈利状况差。未来盈利水平的提升有赖于政府政策的进一步支持。

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。

表 4 近年来西部牧业营收情况（万元）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
种畜销售	1430.06	1700.00	1238.96	600.00
自产生鲜乳	6576.43	8114.00	10116.07	3813.00
综合服务	20210.18	37281.00	25229.47	8846.83
其他	3034.99	1684.00	8561.53	2140.38
合计	31251.65	48779.00	45146.03	15400.21

资料来源：公司提供

2013 年公司销售外购生鲜牛乳 19938 吨、自产生鲜牛乳 25289 吨、新增花园乳业销售乳制品 32779 吨、牛、羊肉制品 1100 吨、饲料 24593 吨、完成牧草收割作业 5.3 万余亩、销售种畜 433 头；实现营业收入 45146.03 万元，较上年同期下降 7.45%，主要是由于综合服务业

务收入下降所致；实现利润总额 0.31 亿元。

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。

2013 年，公司承接工程总金额达 58.819 亿元，同比增长 19.33%，其中，新增建设项目总金额合计 33.47 亿元。全年施工项目 421 个，累计施工面积达 356.34 万 m²。竣工面积达 150.65 万 m²，实现板块收入 30.19 亿元，实现利润总额 0.34 亿元。

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。

供电供暖

公司供热供电业务主要由子公司天富集团负责经营。此外公司电源建设主体还包括国能公司。

近年来，主要受用电需求增长，公司电力销量增速较快，带动供电、供暖业务收入实现快速增长。2013 年公司供电、供暖业务实现营业收入 40.12 亿元，毛利率水平为 33.29%；2014 年 1~3 月，实现营业收入 9.86 亿元，毛利率为 37.87%。

截至 2013 年底，公司供电总规模为：总装机容量为 1887.05 兆瓦。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。天富集团集中了公司主要优质在运营电源、供暖资产和全部电网业务及煤炭资源业务。

电网运营上，天富集团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。供暖业务上，天富集团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。天富集团拥有换热站 140 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 1357 万平方米。

燃料保障上，天富集团拥有南山煤矿、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。目前天富集团拥有在产产能 170 万吨/年，2013 年生产煤炭 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。2013 年，公司电煤用量为 170.60 万吨、外购电煤约 139.46 万吨。煤炭市场方面，2012 年全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至 2013 年三季

度；2013 年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平；进入 2014 年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌。原材料煤炭价格低位徘徊，有助于公司盈利能力的提高。

截至 2014 年 3 月底，天富集团在运行发电机组装机总容量为 562.05MW；电网总长度 1292 千米，供电半径 150 千米。2013 年，天富集团实现发电量 28.81 亿千瓦时，供电量 84.66 亿千瓦时（包括外购电量，主要为国能投发电量）；供热 1587 万吉焦。

截至 2013 年底，天富集团（合并）资产总额 204.39 亿元，所有者权益合计 43.57 亿元（其中少数股东权益 28.46 亿元）；2013 年天富集团实现营业收入 40.11 亿元（其中，供电、供暖收入 27.69 亿元），实现利润总额 4.51 亿元。截至 2014 年 3 月底，天富集团（合并）资产总额 212.07 亿元，所有者权益合计为 44.91 亿元（其中少数股东权益 29.28 亿元）；2014 年 1~3 月，天富集团实现营业收入 9.47 亿元，实现利润总额 1.69 亿元。

目前天富集团主要在建电源项目 6 项，计划总投资 91.31 亿元。截至 2014 年 3 月底，以完成投资 41.30 亿元，尚需投入资金 50.01 亿元，天富集团计划 2014 年 4-12 月和 2015 年分别投入资金 26.26 亿元和 23.75 亿元，投资支出压力较大。

表 5 截至 2014 年 3 月底天富集团主要投资项目进展情况（单位：万元）

	项目	计划 总投资	截至 2014 年 3 月底已 投资额	拟投金额	
				2014 年 4-12 月	2015 年
1	2011 年 2×660MW 工程	485170.00	169692.41	155163.00	160314.59
2	南热电二期 2×300MW 工程	257200.00	171797.00	46640.00	38763.00
3	热网改造	61150.00	21358.70	9233.00	30558.30
4	燃气工程	26050.00	9349.32	8850.68	7850.00
5	城网改造工程	45443.00	20913.63	24529.37	--
6	2011 垃圾焚烧发电工程	38060.00	19900.00	18160.00	--

	项目	计划总投资	截至 2014 年 3 月底已投资额	拟投资金额	
				2014 年 4-12 月	2015 年
	合计	913073.00	413011.06	262576.05	237485.89

资料来源：天富集团 2014 年跟踪

国能公司作为一个资金归集和临时性的代建、代管平台机构，主要项目已获得新疆兵团工信委和国家能源局批复。截至 2013 年底，国能公司总装机容量为 1325 兆瓦，运营装机容量 1190 兆瓦；2013 年，国能公司实现发电量 59.17

亿千瓦时，供电量 52.50 亿千瓦时。

目前国能公司主要在建电源项目 7 项，计划总投资 60.34 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司已完成投资 49.87 亿元，尚需投入资金 10.47 亿元。

表 6 截至 2014 年 3 月底国能公司主要投资项目进展情况（单位：万元）

	项目	计划总投资（万元）	截至 2014 年 3 月底已投资额	2014 年 4-12 月拟投资金额
1	121 热电联产项目	19000.00	17897.52	1102.48
2	142 热电联产项目	19000.00	17913.31	1086.69
3	147 热电联产项目	27000.00	25161.09	1838.91
4	148 热电联产项目	19000.00	17342.55	1657.45
5	东电技改项目	131384.00	129420.14	1963.86
6	热电厂技改项目	138000.00	102858.32	35141.68
7	天河 330 项目	250000.00	188115.92	61884.08
	合计	603384.00	498708.83	104675.17

资料来源：公司提供

近年国能公司电源项目逐步投产，尚处于投产初期，产能未得到有效释放。此外国能公司所发电量主要销售给天富集团，其整体收入规模相对资产规模较小。同时，国能公司电源建设资金主要来源于公司和天富集团资金及外部筹资，整体债务负担较重，财务费用规模相对较大。综合因素影响下，国能公司近年持续亏损，净资产已为负值。

截至 2013 年底，国能公司资产总额 60.28 亿元，所有者权益 -0.97 亿元，2013 年实现营业收入 9.95 亿元，营业成本 9.40 亿元，期间费用 2.12 亿元（其中财务费用 1.23 亿元），实现净利润 -1.59 亿元，形成亏损的主要原因是国能公司外售电价相对上网电价偏低导致主营业务利润率偏低且财务费用相对偏高。

根据国能公司 2013 年报表，目前公司营业成本仅包含人力成本、原材料成本以及部分折旧费用，由于公司实际已运营装机容量尚未完全转固导致报表反映的折旧费用以及财务费用

并不能真实反映成本及费用，所以国能公司实际亏损规模将大于账面真实反映值。

根据公司电源项目建设规划，2014 年底国能公司规划总投资 60.34 亿元的电源项目将建成达产并转固，按照机组利用小时数 5500 小时计算，国能公司全部产能达产后年发电量为 72.88 亿千瓦时，按照国能公司目前平均销售电价 0.20 元/度计算，国能公司将实现收入 14.58 亿元，毛利润为 0.80 亿元。按照固定资产 20 年折旧年限和 7.00% 的长期借款利率测算，国能公司电源建设项目完全达产并转固后的固定年折旧额和费用化利息支出分别为 3.02 亿元和 4.20 亿元，在不考虑其他因素情况下，国能公司亏损将进一步扩大，对石河子国资整体盈利能力拖累较大。

整体看，供电、供暖业务在石河子地区具有一定的垄断性，是公司利润和核心，对公司整体盈利能力影响大；天富集团作为公司供电、供暖业务的核心，集中了公司主要优质运营电

源、供暖资产和全部电网业务及煤炭资源业务；国能公司作为一个资金归集和临时性的代建、代管平台机构，经营持续亏损，对公司盈利形成较大拖累。目前，公司在建电源项目尚需投资资金 60.48 亿元（其中，天富集团 50.01 亿元，国能公司 10.47 亿元），金额较大，投资支出压力大。若不考虑，天富集团电源项目投资支出，石河子国资整体投资支出将大幅下降。

3. 天富集团不再纳入合并范围对公司经营的影响

天富集团为供电和供暖业务的核心经营实体，是公司的利润核心。天富集团由国资委直接行使出资人权利进行监督管理后，天富集团不再纳入公司合并范围，公司资产、收入、利润规模将大幅减少。公司整体业务在石河子经济，社会发展中重要性明显弱化。此外国能公司经营持续亏损，短期内亏损可能持续，亏损规模较大，可能影响公司整体合并报表持续亏损。

表 7 石河子国资、天富集团和国能公司 2013 年主要经营数据

（单位：亿元、%）

科目	石河子国资	天富集团	国能公司
营业收入	185.67	40.11	9.95
利润总额	3.88	4.51	-1.59
主营业务毛利率	9.77	31.56	5.49

资料来源：石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

总体看，中国中央政府对新疆发展政策支持强，石河子市区域经济保持快速增长。为公司提供了良好的经营发展外部环境。天富集团不再纳入公司合并范围后，公司整体业务的区域重要性有所削弱。天富集团占公司资产、权益、收入、利润比重大，是公司利润核心，其不再纳入公司合并范围后，公司资产、权益规模将大幅下降。收入规模有所减少，利润规模大幅减少。

同时，公司依然保持了在棉花、粮油收储、建筑业等业务方面的主导优势地位。跟踪期内，公司农产品销售、粮油收储、建筑业等业务收

入规模大，其持续快速增长，但整体业务盈利能力较弱，石河子经济持续快速发展，有望带动公司上述业务规模的持续增长。但是公司供电供暖板块剩余的国能公司经营持续亏损，短期内可能影响公司整体盈利状况恶化，经营持续亏损。公司未来整体经营发展和盈利状况的改善有赖于石河子政府的进一步支持。

九、募集资金使用情况

公司于 2013 年 9 月发行了 5 年期 6 亿元“13 石河子 MTN001”，用于偿还发行人本部及下属子公司金融机构借款，目前已全部使用完毕。

十、财务分析

公司 2013 年审计报告已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，公司提供的 2014 一季报未经审计。根据《关于新疆天富电力（集团）有限公司不再纳入石河子国有资产经营（集团）有限公司合并报表范围的公告》天富集团将不再纳入公司合并报表范围，对公司财务状况、资产质量影响大。

由于公司未提供天富集团不再纳入公司合并报表范围的模拟表报，本文无法具体展开分析此事件对公司财务数据的影响。以下分析基于划出前 2013 年财务数据为主，并对划出天富集团后对公司资产质量等作简要的对比分析。

1. 盈利能力

石河子国资

石河子国资营业收入主要来自农产品销售和供电、供暖业务，2013 年在农产品销售收入大幅增长带动下公司营业收入增长至 185.67 亿元，其中以棉花购销为核心的农业板块实现营业收入 114.07 亿元，供电、供暖业务实现营业收入 40.12 亿元，其他业务收入形成良好补充；同期，公司营业利润率为 8.22%。2013 年，石河子国资实现利润总额 3.88 亿元，其中，营业

外收入 1.02 亿元，主要为政府补贴。

盈利指标方面，2013 年石河子国资总资本收益率和净资产收益率分别为 3.15% 和 2.82%。

总体看，公司收入规模大，但盈利能力弱，利润总额对政府补贴收入依赖性强，未来盈利持续性有待观察。

表 8 2013 年石河子国资与天富集团主要盈利数据

(单位：亿元、%)

科目	石河子国资	天富集团	占比
营业收入	185.67	40.11	21.60
营业成本	167.53	27.02	16.13
期间费用	12.39	6.60	53.27
利润总额	3.88	4.51	116.24
营业利润率	8.22	28.41	--
总资产收益率	3.03	4.20	--
净资产收益率	2.82	7.34	--

资料来源：石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

天富集团

2013 年，天富集团实现营业收入 40.11 亿元，营业利润率为 28.41%；同期，实现利润总额 4.51 亿元，其中营业外收入 0.56 亿元（主要为政府补助），占比 12.42%；盈利指标方面，2013 年天富集团总资本收益率和净资产收益率分别为 4.20% 和 7.34%。

天富集团 2013 年营业收入 40.11 亿元占石河子国资营业收入的 21.60%，比重较低；利润总额 4.51 亿元占石河子国资 2013 年利润总额的 116.24%。

整体看，天富集团盈利能力较强，划出石河子国资并表范围，对石河子国资盈利能力影响大，收入规模将有所下降，利润总额将出现持续亏损。

2. 现金流及保障

石河子国资经营活动现金流主要受棉花购销影响，收到/支付其他与经营活动有关的现金影响较小。2013 年经营活动现金流入、流出分别为 168.60 亿元和 139.04 亿元。同期，公司经营活动现金净流量为 29.56 亿元。获现质量方面，2013 年公司现金收入比为 81.49%，获现质

量一般。

公司投资活动现金流表现为净流出，2013 年公司投资活动现金净流量为 -54.27 亿元，主要是电源项目投资。

筹资活动现金流量方面，2013 年，公司筹资活动产生的现金流入量 162.23 亿元，主要借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出 133.54 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2013 年，公司筹资活动现金流净额为 28.69 亿元。

总体来看，公司经营活动产生的现金流量规模大；由于电源项目建设投入使得公司投资活动现金流出规模大，对外部融资依赖性强。天富集团划出并表范围，对公司经营活动现金流影响较小，同时可以在一定程度上减轻公司投资支出压力。

表 9 石河子国资与天富集团主要现金流量表科目

(单位：亿元)

科目	石河子国资	天富集团
经营活动现金流入量	168.60	48.08
经营活动现金流出量	139.04	41.44
经营活动产生的现金流量净额	29.56	6.64
投资活动现金流入量	1.52	0.24
投资活动现金流出量	55.78	46.64
投资活动产生的现金流量净额	-54.27	-46.39
筹资活动现金流入量	162.23	91.52
筹资活动现金流出量	133.54	53.38
筹资活动产生的现金流量净额	28.69	38.15

资料来源：石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，石河子国资资产总额合计 335.88 亿元，其中流动资产占 50.99%，非流动资产占比 49.01%。

表 10 石河子国资与天富集团主要资产数据

(单位：亿元)

科目	石河子国资	天富集团
流动资产	171.25	113.32
非流动资产	164.63	91.07
资产总额	335.88	204.39

资料来源：石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

流动资产方面，截至 2013 年底公司流动资

产合计 171.25 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2013 年底，公司货币资金合计 37.52 亿元，主要为银行存款（占 94.56%）。公司应收账款主要为应收棉花销售款，截至 2013 年底为 41.53 亿元，应收账款以 1 年以内为主（占 83.45%）；前 5 名合计 22.61 亿元，均为银力集团应收新疆生产建设兵团棉麻公司等的棉花销售款。截至 2013 年底，公司共计提坏账准备 0.21 亿元。公司预付账款主要为预付电力设备工程款和棉花收储款项。截至 2013 年底，公司预付账款合计 16.62 亿元，其中 1 年内款项占 54.80%、1~2 年占 18.81%，2~3 年占 1.97%，3 年以上占 24.42%。跟踪期内，公司预付款项规模大幅增长，主要因为预付棉花收购款下降所致。公司未对预付款项计提坏账准备。截至 2013 年底，公司其他应收款余额合计 42.18 亿元，主要是公司石河子财政局等单位之间的往来款项。其中，1 年内款项占 34.80%，1~2 年占 57.52%，2~3 年占 3.64%，3 年以上占 4.04%。前 5 名债务人合计 19.55 亿元，占 63.95。总体看，公司其他应收款规模大且主要为公司与石河子财政局之间的往来款，形成不良的风险低。截至 2013 年底，公司存货价值合计 30.57 亿元，主要为自制半成品及在产品占 43.28%，库存商品占 13.81%，以及工程施工 24.19%。

2013 年，公司非流动资产 164.63 亿元，构成上以固定资产和在建工程为主。近年来，随着公司 2x125MW 热电联产机组、煤矿技改项目、各团场小机组热电联产工程的完工，并正式投产，公司固定资产保持稳定增长。截至 2013 年底，公司固定资产账面价值 62.25 亿元，累计折旧为 35.01 亿元，固定资产减值准备为 0.27 亿元。公司在建工程主要是南热电一、二期工程、2*660MW 电力工程，截至 2013 年底合计 81.33 亿元。

截至 2013 年底，天富集团资产总额 204.39 亿元，其中流动资产 171.25 亿元，非流动负债 164.63 亿元。天富集团划出公司合并范围，公

司资产总规模将大幅下降，资产质量将显著下降。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 82.31 亿元（其中少数股东权益 33.53 亿元），归属于母公司所有者权益中，以股本（占 60.59%）和资本公积（占 39.63%）为主。

截至 2013 年底，天富集团所有者权益合计 43.57 亿元（其中少数股东权益 28.47 亿元），归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 68.94%，资本公积占 26.42%，未分配利润占 4.64%。

天富集团不再纳入石河子国资合并报表范围后，石河子国资所有者权益规模将大幅下降，公司所有者权益将降至 38.74 亿元，降幅为 52.93%，公司资本实力将大幅受损。

表 11 石河子国资与天富集团所有者权益数据

（单位：亿元）

科目	石河子国资	天富集团
所有者权益	82.31	43.57

资料来源：石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 253.58 亿元，以流动负债为主（占 72.66%）。

截至 2013 年底，公司流动负债为 184.24 亿元，以短期借款、应付账款和预收账款为主。由于公司银力集团收购棉花和电源项目建设需要大量的资金支持，导致公司短期借款规模较大，截至 2013 年底为 73.24 亿元。公司应付账款主要为应付棉花收购款和应付工程款，截至 2013 年底为 51.71 亿元。公司预收账款主要为棉花收购款，2013 年底为 24.01 亿元。截至 2013 年底，公司其他应付款 28.10 亿元，其中往来款 25.28 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动负债 69.34 亿元，以长期借款（37.33 亿元）和应付债券（18.94 亿元）为主。

表 12 石河子国资与天富集团主要债务数据

(单位: 亿元)

科目	石河子国资	天富集团
流动负债	184.24	101.15
非流动负债	69.34	59.67
负债总额	253.58	160.82
短期债务	81.24	57.35
长期债务	64.79	51.19
全部债务	137.69	108.54
资产负债率	75.50	78.68
全部债务资本化比率	62.59	71.36

资料来源: 石河子国资与天富集团 2013 年审计报告

有息债务方面,截至 2013 年底石河子国资全部债务为 137.69 亿元,债务构成上以短期债务为主(占 59.00%)。债务指标方面,截至 2013 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.50%、62.59%和 40.68%,整体债务负担较重。

截至 2013 年底,天富集团负债总额 160.82 亿元,其中流动负债 101.15 亿元,非流动负债 59.67 亿元;有息债务方面,截至 2013 年底,天富集团全部有息债务 108.54 亿元,其中短期债务 57.35 亿元,资产负债率为 78.68%,债务负担较重。

天富集团划出后,根据测算石河子国资长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别下降至 25.98%和 42.94%,电源项目建设资金是石河子国资有息债务主要来源之一,天富集团划出并表范围后石河子国资整体债务负担将大幅下降。考虑到,国能公司电源项目建设资金基本来源于天富集团(体现为国能公司其他应付款,截至 2013 年底为 44.87 亿元),假设该部分资金全部为长期有息债务,石河子国资的长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 60.15%和 65.64%,整体债务负担适宜。

整体看,天富集团划出公司合并报表范围后,石河子国资有息债务大幅下降;考虑到,国能公司电源项目建设资金基本来自天富集团,天富集团出表后应视为石河子国资有息债务,且国能公司持续亏损,目前已资不抵债,综合考虑公司整体债务压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,截至 2013 年底,公司流动比率和速度比率分别为 92.95%和 76.36%;2013 年公司经营现金流动负债比为 16.04%,对公司流动负债的保障程度低。总体看,公司短期支付压力大,短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面,2013 年公司 EBITDA13.62 亿元,全部债务/EBITDA 分别为 10.11 倍,公司 EBITDA 对全部债务的保障程度一般。天富集团出表后,石河子国资 EBITDA 将大幅下降,公司长期偿债能力将弱化。

表 13 石河子国资与天富集团主要偿债资本

(单位: 亿元、%)

科目	石河子国资	天富集团
流动比率	92.95	112.04
速度比率	76.36	92.69
EBITDA	13.62	8.46

资料来源: 根据石河子国资与天富集团审计报告数据计算

截至 2014 年 3 月底,公司对外担保 19.59 亿元,占 2014 年 3 月底公司所有者权益的 23.41%。公司对外担保比率较高,考虑到公司对外担保企业为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。

表 14 截至 2014 年 3 月底公司对外担保情况

被担保人	金额
农八师玛纳斯河肯斯瓦特水利枢纽工程建设管理局	66856.00
石河子拓北建设投资有限公司	2000.00
新疆生产建设兵团农业建设第八师	20000.00
新疆石河子开发区经济建设总公司	6000.00
新疆天业(集团)有限公司	41000.00
新疆石河子开发区经济建设总公司	600000.00
合计	195856

资料来源: 公司审计报告

其他或有事项方面,根据石河子国资 2014 年 7 月 2 日发布的《关于石河子国有资产经营(集团)有限公司及其权属企业涉及重大诉讼进展

跟踪情况的公告》，及其权属企业合计申报债权10.24亿元，由于石河子市财政局出具相关支持文件，对申报债权形成一定保障。

天富集团划不再纳入公司合并报表范围后，公司整体偿债能力将有所弱化。

5. 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（公司信用代码：G1065900100003360C），截至2014年8月12日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 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，天富集团划出后公司在棉花收储、粮油收购等方面仍具有较为显著的主导优势，整体具备较强的抗风险能力。

十一、债券偿债能力分析

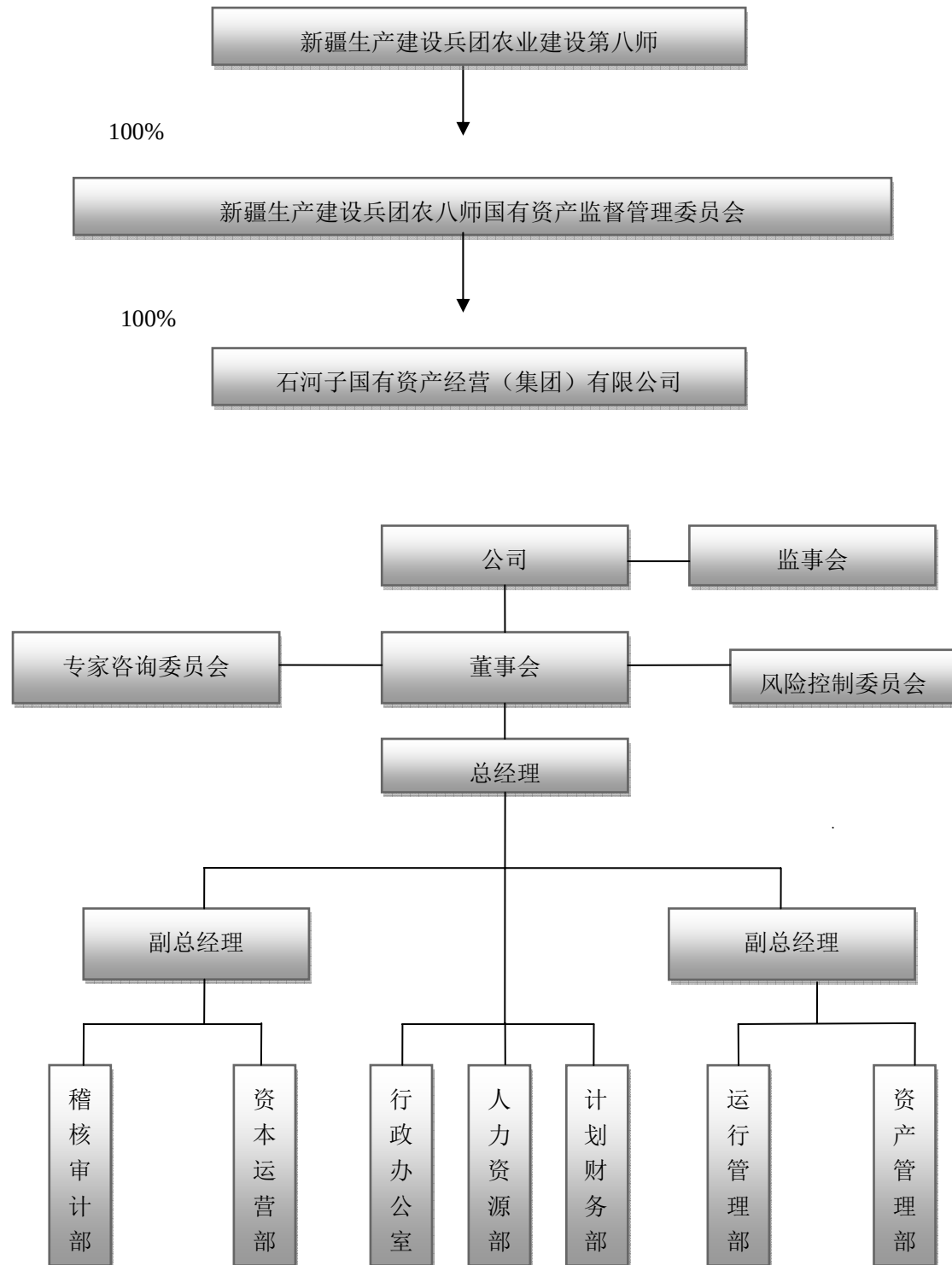
2013年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为公司6亿元存续期内债券（“13石河子MTN001”）的覆盖倍数的28.10倍和4.93倍。2013年公司EBITDA13.62亿元，为公司存续期内债券本金的2.27倍。

天富集团划不再纳入公司合并报表范围后，公司经营活动现金流入量和净流量将有所下降，对存续期内债务（“13石河子MTN001”）的覆盖倍数将有所下降，但仍具备较好的保障能力；公司EBITDA大幅下降，对存续期内债务本金保障能力将大幅下降。

十二、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望调整为负面；将“13石河子MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁻。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 石河子国资主要财务数据与计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.76	37.46	40.14	40.65
资产总额(亿元)	231.79	287.51	335.88	326.10
所有者权益(亿元)	55.63	65.31	82.31	83.68
短期债务(亿元)	89.47	89.35	81.24	75.76
长期债务(亿元)	92.94	129.98	56.45	64.79
全部债务(亿元)	125.27	119.40	137.69	140.55
营业收入(亿元)	103.89	127.62	185.67	30.84
利润总额(亿元)	4.78	2.09	3.88	1.38
EBITDA(亿元)	10.99	10.51	13.62	--
经营性净现金流(亿元)	9.01	22.23	29.56	1.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.86	5.27	5.32	--
存货周转次数(次)	1.77	2.72	6.03	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.49	0.60	--
现金收入比(%)	92.94	129.98	81.49	159.55
营业利润率(%)	13.21	8.79	8.22	12.80
总资本收益率(%)	2.78	2.74	3.15	--
净资产收益率(%)	4.94	2.04	2.82	--
长期债务资本化比率(%)	39.16	31.51	40.68	43.64
全部债务资本化比率(%)	69.25	64.64	62.59	62.68
资产负债率(%)	76.00	77.29	75.50	74.34
流动比率(%)	106.22	104.85	92.95	94.17
速动比率(%)	59.30	89.99	76.36	79.39
经营现金流动负债比(%)	7.11	13.19	16.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.40	11.36	10.11	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计

附件 3 天富集团主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.73	28.58	25.73	26.55
资产总额(亿元)	125.37	145.32	204.39	212.07
所有者权益(亿元)	25.32	26.92	43.57	44.91
短期债务(亿元)	37.52	37.24	57.35	53.59
长期债务(亿元)	31.05	44.66	51.19	59.34
全部债务(亿元)	68.57	81.90	108.54	112.93
营业收入(亿元)	29.41	32.60	40.11	9.47
利润总额(亿元)	3.23	3.15	4.51	1.69
EBITDA(亿元)	7.90	8.04	8.46	--
经营性净现金流(亿元)	0.06	1.86	6.64	0.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.42	4.86	5.03	--
存货周转次数(次)	1.71	1.70	1.52	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.24	0.23	--
现金收入比(%)	87.72	108.69	117.38	118.12
营业利润率(%)	29.95	25.93	28.41	30.38
总资本收益率(%)	3.37	4.14	4.20	--
净资产收益率(%)	5.55	9.17	7.34	--
长期债务资本化比率(%)	55.08	62.40	54.02	56.92
全部债务资本化比率(%)	73.03	75.26	71.36	71.55
资产负债率(%)	79.80	81.48	78.68	78.82
流动比率(%)	103.17	125.60	112.04	118.27
速动比率(%)	85.71	101.94	92.69	99.28
经营现金流动负债比(%)	0.09	2.75	6.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.68	10.19	12.84	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；公司 2011 年记入“其他应付款”和 2011-2014 年 3 月计入“长期应付款”的有息债务在指标计算中已计入当期短期和长期债务。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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/营业收入×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
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%

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+应付短期融资券

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

附件 5 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级