

新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司

2017 年度第一期及第二期短期融资券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA 级
17 兵团六师 CP001 信用等级：	A-1 级
17 兵团六师 CP002 信用等级：	A-1 级
评级时间：	2018 年 1 月 22 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100003】

跟踪对象: 新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司 2017 年度第一期及第二期短期融资券

	本 次		首 次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
17 兵团六师 CP001:	AA/稳定/A-1	2018 年 1 月	AA/稳定/A-1	2017 年 4 月
17 兵团六师 CP002:	AA/稳定/A-1	2018 年 1 月	AA/稳定/A-1	2017 年 4 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	0.58	13.60	1.99	6.90
短期刚性债务	26.72	31.60	32.91	35.60
所有者权益	45.54	56.64	59.25	61.00
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.02	0.43	0.06	0.19
发行人合并数据及指标:				
流动资产	99.84	122.67	129.19	132.69
货币资金	6.20	24.92	11.87	14.52
流动负债	82.66	79.92	67.24	56.27
短期刚性债务	57.91	49.17	49.43	47.14
所有者权益	57.92	78.41	101.85	103.28
营业收入	31.82	31.98	27.52	17.84
净利润	1.03	-4.02	1.24	0.54
经营性现金净流入量	-0.36	6.44	-5.32	-4.39
EBITDA	9.13	4.29	9.68	—
资产负债率[%]	66.17	61.00	48.59	49.11
流动比率[%]	120.79	153.49	192.14	235.79
现金比率[%]	8.36	31.36	17.88	26.29
利息保障倍数[倍]	1.40	0.39	1.66	—
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-0.46	7.92	-7.22	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-3.19	9.20	-7.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.78	0.91	1.97	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.16	0.08	0.20	—

注: 根据六师国资经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

林 婧
Tel: (021)63501349-841
E-mail: lyj@shxsj.com

单玉柱
Tel: (021)63501349-843
E-mail: shanyuzhu@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司(简称“六师国资”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2017 年度第一期、第二期短期融资券的跟踪评级反映了 2017 年以来六师国资在外部环境、平台地位、业务结构优化和融资渠道等方面所具有的优势,同时也反映了公司在往来款占用、或有债务、商誉减值等方面继续面临的压力与风险。

➤ 主要优势:

- **第六师区位优势显著,区域经济增长较快。**受益于中央对新疆经济发展的政策支持和西部大开发战略部署,近年来第六师经济、财政增长较快,且第六师靠近乌鲁木齐,区位优势较好。
- **股东支持力度大。**六师国资在地方政府国资体系中地位较高,能够在资金、资源配置等方面得到持续稳定的支持。
- **业务结构优化。**跟踪期内,得益于前期将煤炭等资产置出,以及旅游餐饮、医药业务收入较快增长,公司业务结构得到优化,盈利能力出现提升。
- **财务弹性较好。**六师国资融资渠道多元化,跟踪期内,公司通过发行债券,债务期限结构得到一定程度的改善,公司与多家银行建立了良好的合作关系,拥有授信规模较大,财务弹性较好。

➤ 主要风险:

- **往来款规模较大,存在一定的回收风险。**2016 年末,六师国资拆借给第六师及关联方企业的资金为 49.59 亿元,占净资产的比例为 48.69%,对公司资金形成占用,且面临一定的回收风

险。

- **房地产项目及工程代建项目资金回笼进度慢。**
六师国资的保障房项目以及承建的青湖路、恒大路等工程项目资金回笼进度慢，需关注后续此部分项目的资金回笼情况。
- **或有债务风险。**跟踪期内，六师国资对外担保金额大，担保对象主要为第六师及第六师下属企业，存在一定的代偿风险。
- **委托贷款回收风险。**2017年9月末，六师国资存在委托贷款3.88亿元，由于贷款对象主要为当地民营企业，公司面临委托贷款回收风险。
- **商誉减值风险。**百花村重大资产重组，六师国资形成商誉17.48亿元，存在一定的商誉减值风险。

➤ 未来展望

通过对六师国资及其发行的17兵团六师CP001及17兵团六师CP002主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为17兵团六师CP001及17兵团六师CP002还本付息安全性最高，并维持17兵团六师CP001及17兵团六师CP002债券A-1信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章

声明

本评级机构对新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司 2017 年度第一期及第二期短期融资券的跟踪评级作如下声明:

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外, 本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务, 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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断, 未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《工商企业评级方法概论》, 该评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料, 评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司 2017 年度第一期及第二期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性, 本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内, 评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料, 本评级机构将按照相关评级业务规范, 进行后续跟踪评级, 并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料, 其版权归本评级机构所有, 未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司

2017 年度第一期及第二期短期融资券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司(简称“六师国资”、“该公司”或“公司”)2017 年度第一期及第二期短期融资券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据六师国资提供的经审计的2016 年财务报表及未经审计的2017 年前三季度财务报表及相关经营数据,对六师国资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下,整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,通胀预期走高,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,美国经济、就业表现强韧,美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地,经济增长有望保持强劲,需谨防地产和资本市场泡沫风险;欧盟经济复苏势头良好且前景乐观,但内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松缩减,或为继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,增长基础仍不稳固,超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中,相关央行普遍降息刺激经济,其中印度经济仍保持中高速增长,增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转;俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政

治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对GDP增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有

望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

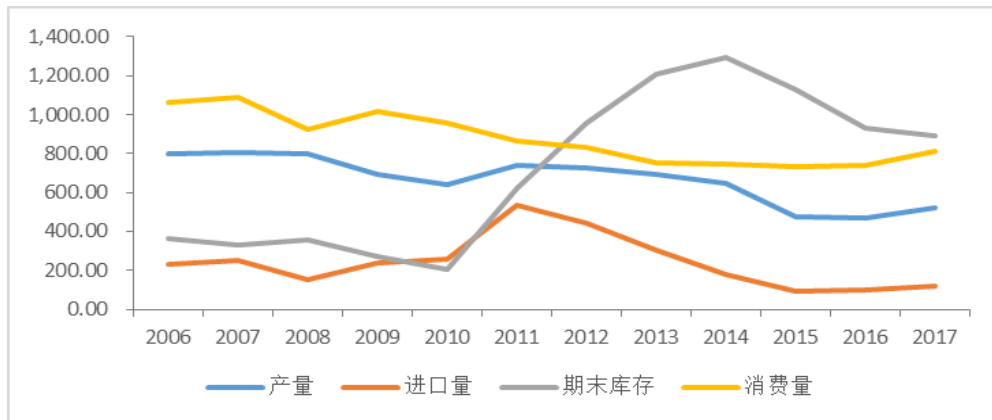
该公司主要从事授权范围内国有资产的运营管理，下属企业主要经营棉花购销、旅游餐饮和医药研发等业务，我国相关行业状况将对公司的生产经营产生较大的影响。

1.棉花产业

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。近年来，受到国内外经济形势及政策变动影响，棉花消费需求波动较大。

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。我国的棉花生产主要分布在新疆、河北、湖北、江苏、山东和安徽等省。国内棉农的生产积极性随棉花价格的变化呈现明显的波动性，从而引起国内棉花产量的变化。新疆是我国最大的优质商品棉生产基地，2014-2016年，新疆棉花产量分别为367.70万吨、350.30万吨和381.40万吨，分别占国内总产量的59.68%、62.50%和78.20%，其作为我国棉花主产区地位进一步巩固。2006年以来，我国棉花进口量有所波动，2011年进口量达到峰值534.20万吨，之后持续下降至2015年最低点96.00万吨后有所微升至2017年的118万吨。我国棉花期末库存在2006-2010年间有所波动，于2010年大幅上升至2014年最高点为1291.70万吨后大幅回落至2017年的893万吨。我国棉花消费量在2006-2015年波动下滑至733.00万吨后又缓慢回升至2017年的812.00万吨。

图表 1. 近年来国内棉花产量、进口量、消费量及库存情况 (单位: 万吨)



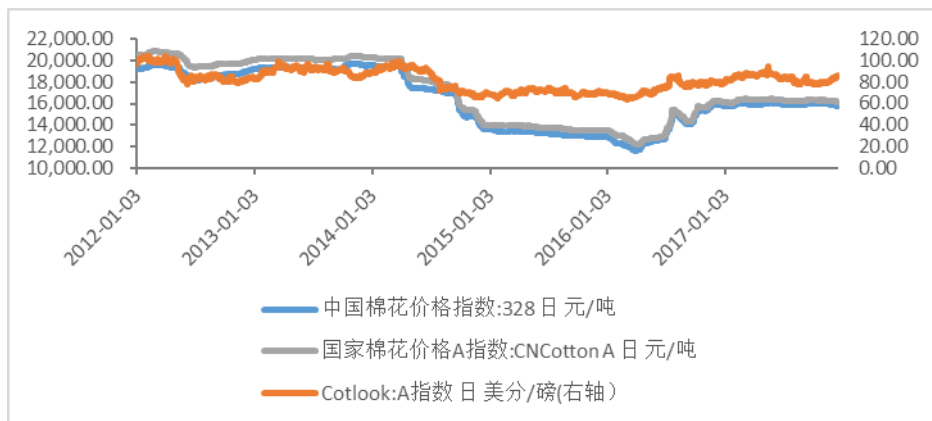
资料来源: wind

从下游需求来看, 纺织行业在棉花消费中的占比达到 95% 以上, 因此纺织行业的景气度直接决定棉花的需求状况。2011 年以来, 受外需低迷、生产成本上升、人民币汇率连创新高、订单转移等因素影响, 我国纺织业和纺织服装、服饰业利润增速均呈下滑趋势。2015 年原材料价格下行使得纺织业利润总额增速提升, 而 2016 年棉花、化纤价格上涨, 纺织业利润总额增速再次回落, 当年利润总额为 2194.10 亿元, 同比增长 3.50%, 增速较上年下降 1.60 个百分点。2017 年 1-8 月我国纺织行业规模以上企业主营业务收入 49643.07 亿元, 同比增长 8.39%; 利润总额 2542.06 亿元, 同比增长 10.35%; 利润率为 5.12%, 同比增长 0.10 个百分点。2017 年来, 纺织全行业继续保持平稳的发展势头, 主营业务收入、利润等重点经济指标都保持稳定增长。

受到行业供需形势的影响, 2009 年以来, 国内棉花价格波动较大。2011-2013 我国连续实行了 3 年棉花临时收储政策, 导致国内棉价比国际市场棉价高出近 45%。2014 年我国取消了棉花临时收储政策, 棉价开始回归市场, 国内市场棉花价格持续下滑, 内外棉价差持续收窄。2015 年以来国内棉价延续下滑态势, 328 级棉花价格指数由年初约 13607 元/吨降至年末约 12922 元/吨。2016 年 4 月 25 日, 全国棉花交易市场、中储棉、中纤局公布国储棉轮出细则, 规定 2016 年出库总量不超过 200 万吨, 出库储备棉为 2011 至 2012 年度储备棉及部分 2013 年度储备棉, 交易价格在挂牌报价基础上由买方自主加价, 以最高购买价成交。此次国储棉轮出政策将向市场释放部分棉花供给, 棉花价格进一步承压, 但因近两年来棉价持续下跌已大量消耗了棉花库存, 棉花需求已产生缺口, 且储备棉存放时间较长, 质量受到一定影响, 此次棉花供给的释放对棉价影响有限。加之新疆、长江流域等产棉区供给减少, 2016 年 3-4 月, 棉花

价格成功筑底，之后棉花价格波动上扬。在新棉上市暂难增量背景下，2016年328级棉花价格指数由年初的12922元/吨上升至年末的15798元/吨。2017年春节后，皮棉销售市场较节前好转，销售量价均有上升，但因棉价上涨、储备棉3月轮出等因素影响，纺织企业采购较为谨慎。2017年9月末中国棉花价格指数进一步上涨至15996元/吨。

图表 2. 2012 年以来国内外棉花价格走势



资料来源: wind

2. 旅游业

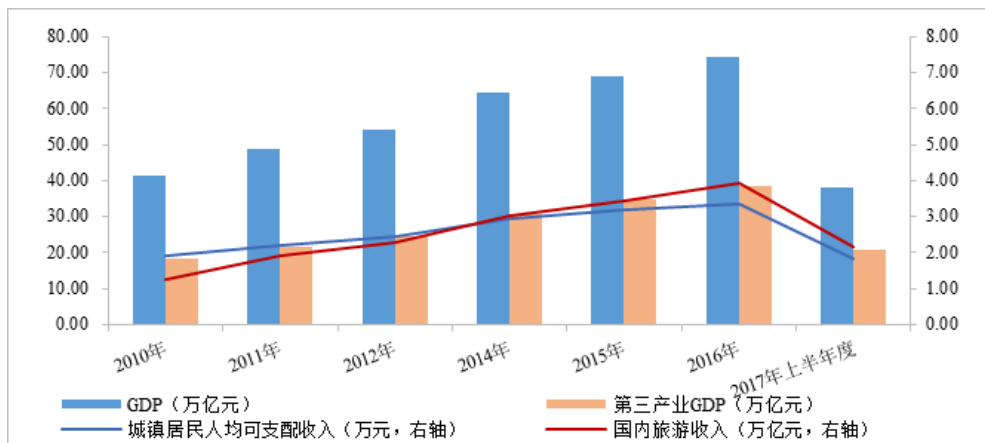
从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力，近年来我国国内旅游收入呈逐年递增趋势。但旅游业易受突发事件影响，加之宏观经济增速呈放缓趋势，近年来旅游业收入增速呈现较大波动。

GDP 和人均可支配收入的增长是旅游业发展的根本动力，根据世界旅游组织对旅游与 GDP 发展关系的研究表明，当人均 GDP 达到 1000 美元，观光游剧增；当人均 GDP 达到 3000 美元，休闲游骤升；当人均 GDP 达到 5000 美元，度假游逐渐旺盛。2011 年，我国人均 GDP 超过 5000 美元，我国开始迈入从休闲游逐步向度假游过渡的阶段。但我国区域经济发展不均衡、城乡二元化结构广泛存在，尤其是不同省份之间、同一省份内部不同区域之间人均收入水平有较大差距。因此，一线城市及省内发达地区度假游逐步兴起，二三线城市休闲游高速发展，中西部地区及三线落后地区则呈现出观光游向休闲游逐步过度的趋势。

从游客性质和旅游目的地来看，旅游活动可分为国内游（组织国内游客在本国进行旅行游览活动）、出境游（组织国内游客到国外进行旅行游览活动）和入境游（接待外国人到本国进行旅行游览活动）。其中，

国内游方面，在我国 GDP 和城镇居民人均可支配收入不断增长的推动下，我国居民旅游消费需求不断增加，近年来国内旅游人数和收入规模均保持稳定增长。据国家旅游局公开数据显示，2014-2016 年及 2017 年上半年度，我国国内旅游人数分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次、44.40 亿人次和 25.37 亿人次，同期国内旅游收入分别实现 3.03 万亿元、3.42 万亿元、3.94 万亿元和 2.17 万亿元。

图表 3. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入的趋势对比



资料来源：wind，新世纪评级整理、绘制

出境游方面，随着我国外交地位的不断提高，对我国开放入境的国家持续增加，签证申请流程也逐步简化。2015 年末，我国出境游目的地已扩大到 151 个国家和地区，并于 2016 年内新增马其顿、亚美尼亚、塞内加尔、哈萨克斯坦 4 个目的地国家。随着出境旅游目的地可选范围的扩大，近年来我国公民出境旅游人数也不断增加，2014-2016 年分别为 1.17 亿人次、1.28 亿人次和 1.35 亿人次，是世界重要的客源输出国之一。同期，我国出境游花费分别为 896.4 亿美元、1045.0 亿美元和 1098.0 亿美元，在出境旅游消费额的排名中连续占据世界第一。但 2016 年受外围目的地恐怖活动频发、地缘政治等因素的影响，我国公民出境旅游人数和出境游花费增速均有所放缓，同比分别较上年下降 4.7 个百分点和 11.5 个百分点至 4.3% 和 5.1%。2017 年上半年度，我国公民出境旅游人数为 6203.00 万人次，同比增长 5.1%。

入境游方面，我国是世界第四大旅游入境接待国。在人民币贬值、空气质量改善、外围目的地恐怖活动频发等因素推动下，近年来入境旅游发展态势较好。2014-2016 年，我国入境游接待人次（含入境过夜游客，下同）分别为 1.28 亿人次、1.34 亿人次和 1.38 亿人次，增速分别

为-0.4%、4.1%和 3.5%；同期，国际旅游收入分比为 1053.8 亿美元、1136.5 亿美元和 1200.0 亿美元，与入境游接待人次的变动趋势基本保持一致。2017 年上半年度，我国入境旅游人数 0.70 亿人次，同比增长 2.4%；当期实现国际旅游收入 601.0 亿美元，同比增长 4.3%。

根据“十三五”旅游业发展规划和专题测算，“十三五”期间我国将产生约 14 亿入出境游客，其中入境游客 7.2 亿人次，出境游客 6.8 亿人次，入境游客超出出境游客 0.4 亿人次。国家旅游局近期做出了明确判断：我国入境旅游已经走出了 2008 年金融危机后的萧条期，正在从全面恢复转向持续增长的新阶段，出境旅游则从高速增长步入稳定增长期，国际旅游顺差有望进一步扩大。

新疆地处欧亚腹地，外与 8 个国家接壤，内与三省相连，有着丰富的自然景观和民族风情，是举世闻名的歌舞之乡、瓜果之乡、黄金玉石之邦。旅游资源非常丰富，全疆共有景点一千一百余处，居全国首位。新疆幅员辽阔，冰川雪岭与戈壁瀚海共生，高原山水景观蕴含在天山、阿尔泰山、昆仑山等世界名山之中，有这众多的雪域冰川、叠嶂雄峰、飞泉瀑布、珍奇异兽。新疆旅游业起步于改革开放之初，发展至今已是硕果累累，为新疆的经济、社会、文化等方面的发展做出了重大的贡献。

2015 年以来，在国内经济企稳回暖，全国旅游经济运行良好，新疆经济快速增长的大背景下，新疆旅游产业各项经济指标增长迅猛，成为新疆发展稳定新常态下新的强劲经济引擎。2016 年，新疆全年接待旅游总人数 8,102 万人次，增长 24.3%。其中，接待入境旅游 201 万人次，增长 19.6%；国内旅游 7,901 万人次，增长 24.5%。实现旅游总消费 1,401 亿元，增长 24.6%。其中，国内旅游消费 1,340 亿元，增长 24.8%；入境旅游消费 9.01 亿美元，增长 23.4%。

未来随着“丝绸之路经济带”战略设想的不断实现，将有利于促进沿线各国经济繁荣与区域经济合作，加强不同文明交流互鉴。根据“第二次中央新疆工作座谈会”的精神，将会把新疆建设成丝绸之路经济带核心区，这将推动新疆自治区的旅游业发展，打造具有丝绸之路特色的国际精品旅游线路和旅游产品，提高“丝绸之路经济带”沿线各国游客签证便利化水平。

3.医药产业

城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促

进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。

近年来随着我国经济不断发展，人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 4. 近年来影响医药行业重要影响因素变化情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.48
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36
医疗机构诊疗人次及入院人数 (亿人次) ¹	62.71	68.88	73.14	76.02	77.00	64.20
卫生费用 (亿元)	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	42,145.00

数据来源：Wind 资讯

近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011-2016 年，我国医药制造业的销售收入从 14522.05 亿元增至 28062.90 亿元，年复合增长率为 14.08%；利润总额从 1494.30 亿元增长至 3002.90 亿元，年复合增长率为 14.98%。2017 年 1-9 月，我国医药行业主营业务收入达到 21715.3 亿元，同比增长 12.1%，行业实现利润总额达到 2419.9 亿元，同比增长 18.4%。

近年来，我国不断出台质量及环保政策及规范，加强对医药行业的监管。医药质量方面，《国家药品安全十三五规划》和《仿制药质量一

¹ 其中 2016 年医疗机构诊疗人次及入院人数 64.20 亿人次为 2016 年 1~10 月数据。

致性评价工作方案（征求意见稿）》等行业政策要求不断提高了医药制造业的准入门槛，有技术优势和规模优势的企业有更好的市场空间，但是医药制造企业的技改投入也增加了其运营成本。伴随着新版 GMP（2015）认证的收官，药品生产企业经历了一场洗牌。2017年2月，国家食药监总局发布的《2016年全国收回药品 GMP 证书情况统计表》数据显示，2016年全国共有162家药企170张 GMP 证书被收回，较2015年的140家药企144张 GMP 证书被收回情况数量有所提升。环境保护方面，随着2015年1月1日新版《环境保护法》正式实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备设施，否则就会受到严厉的处罚。一系列医药质量控制政策的出台将进一步促进医药行业资源向优势企业集中，淘汰落后生产力，并且有利于调整医药经济结构，促进产业升级。

2016年为我国医药行业改革年，国家围绕“医疗、医保、医药”密集出台了多项政策，伴随着医药工业“十三五”规划以及2017新医保医药目录的出台，目前医药发展基调已基本形成：国家政策不断鼓励提高医疗受益面，降低终端售价；加快行业产业升级，促进医药制造业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。2016年9月，由中国药科大学、当代中医药发展研究中心、重庆市经济和信息化委员会指导，药智精英俱乐部主办“2016中国医药研发·创新峰会暨医药企业研发实力百强榜发布会”揭晓了《2016中国药品研发综合实力百强榜》，公司通过资产置换置入的南京华威医药科技开发有限公司排名第九位。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司新增股东中国农发重点基金有限公司，公司实际控制人、法人治理结构及管理水平的未发生重大变化。

2017年7月，中国农发重点基金有限公司（简称“农发基金”）通过增资形式对该公司投资1.55亿元²，持有公司7.26%的股份。截至2017年9月末，公司注册资本21.36亿元，其中新疆生产建设兵团第六师持有公司92.74%的股份，仍为公司的实际控制人。此外，跟踪期内，根据中共农六师国有资产监督管理委员会文件，王道君出任六师国资董事长

² 根据《中国农发重点建设基金投资协议》，2017年10月后，农发基金有权行使收购选择权或者减资退出，本次投资年投资收益率为1.2%。

(法定代表人)，王长江出任六师国资总经理，本次人员变动系正常人事任免，对公司正常经营不产生重大影响。公司整体管理水平未发生重大变化。

截至 2017 年 9 月末，该公司持有上市子公司新疆百花村股份有限公司（简称“百花村”，上市代码：600721.SH）股份 0.80 亿股，占总股本比例为 19.86%，同时持有上市公司中基健康产业股份有限公司（简称“中基健康”，上市代码：000972.SZ）股份 1.19 亿股，占总股本比例为 15.46%。公司所持上市公司股份均无质押。公司产权关系请见附录一。

（二）经营状况

跟踪期内，受棉花需求变化及政策影响，该公司棉花业务收入波动较大，得益于行业景气度提升，公司旅游餐饮、医药业务收入规模继续扩大，公司房地产业务收入受销售进度及结算周期影响出现波动，综上所述，公司业务收入规模有所波动，但业务结构逐渐优化。

跟踪期内，该公司主业包括农业、旅游餐饮及医药业务板块，此外公司还从事房地产、草种销售、贸易和公交运营等业务。2016 年及 2017 年前三季度，公司主营业务收入分别为 26.43 亿元和 17.52 亿元，同比分别下降 15.39% 和上升 15.11%，其中 2016 年收入降幅较大主要系农业板块收入出现下滑（受棉花需求下降及不再经营农资购销业务影响）以及煤炭业务持续亏损，公司于当年置出煤炭业务所致。得益于棉花行业景气度回暖及前期对旅游餐饮业务持续投入，2017 年前三季度，公司农业板块、旅游餐饮及医药业务较上年同期均有大幅增长，但房地产业务受结转进度影响收入下滑，总体而言，公司主营业务收入有所波动，但业务结构明显优化。

图表 5. 公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

主业	2015 年		2016 年		2017 年 前三季度		2016 年 前三季度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
农业板块	16.40	5.40	8.27	5.66	7.39	3.56	5.74	4.43
煤炭业务板块	7.37	-12.13	5.77	-8.69	-	-	4.09 ³	-5.40
房地产业务	1.47	19.36	3.43	10.75	0.07	29.01	1.38	7.39
旅游餐饮业务	4.80	36.49	5.65	42.68	3.74	36.27	2.52	26.64
医药业务	-	-	0.77	76.42	1.49	70.92	0.24 ⁴	69.66

³ 由于公司煤炭业务置出，此处煤炭业务板块收入统计为 2016 年 1-7 月数据。

⁴ 统计数据为 2016 年 8-9 月。

主业	2015 年		2016 年		2017 年 前三季度		2016 年 前三季度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
其他	1.21	43.51	2.54	19.36	4.84	16.54	1.25	42.29
合计	31.24	8.16	26.43	14.46	17.52	19.94	15.22	9.88

注：根据六师国资提供资料整理，合计数与加总数不同系四舍五入所致。

1. 农业板块

该公司农业板块主要为皮棉的收购与销售，跟踪期内，受棉花需求变化及政策影响，公司棉花业务收入波动较大。2017 年来，得益于棉花行业景气度回暖，公司棉花购销业务收入出现上升。

该公司收入中农业板块收入占比较大，主要为棉花购销业务，由于公司新疆建设兵团第六师棉麻公司（简称“棉麻公司”）负责运营。公司棉花购销业务为皮棉的收购与销售，作为第六师棉花经销的主渠道，棉麻公司经过多年经营已发展成为集棉花收购、加工、检验、存储和销售为一体的综合性公司。目前，新疆棉花形成了北疆以第六师生产的“准噶尔”棉花为代表、南疆以农一师“新农”棉花为代表的格局，棉麻公司主要购买第六师辖区内植棉团场生产的棉花。近年来受棉花收储政策取消及下游行业需求不足影响，公司棉花购销业务呈下行趋势。2016 年，公司棉花购销业务收入为 8.27 亿元，同比下降 33.09%，但受销售均价提升影响，当年毛利率较上年上升 0.78 个百分点至 5.66%。2017 年前三季度，得益于棉花消费量提升，棉花价格反弹，行业景气度回暖，公司棉花购销业务收入为 7.39 亿元，同比上升 28.75%，同期毛利率下降 0.87 个百分点到 3.56%。

由于棉麻公司主要根据棉花市场价格的走势安排同期的销量，因此棉花收入在年度间的波动较大。2016 年，受棉花需求低迷影响，该公司当年实现皮棉销售量为 7.13 万吨，同比下降 31.44%，受新棉供给减少影响，当年公司皮棉销售均价为 1.39 万元/吨，较上年上升 0.23 万元/吨。采购方面，受棉花需求下降影响，2016 年公司皮棉采购量为 6.17 万吨，同比下降 31.06%，当年公司皮棉采购均价为 1.26 万元/吨，较上年上升 0.20 万元/吨。2017 年前三季度，受棉花需求回升影响，公司实现皮棉销售量 5.32 万吨，较上年同期上升 12.24%，由于供给不足，公司皮棉销售均价较上年同期上升 0.18 万元/吨至 1.39 万元/吨；同期由于需求增加，公司皮棉采购量为 1.08 万吨，同比大幅增长，皮棉采购均价为 1.25 万元/吨，与上年同期基本持平。

图表 6. 公司皮棉购销情况 (单位: 万吨, 万元/吨)

	销量	销售均价	采购量	采购均价
2015 年	10.40	1.16	8.95	1.06
2016 年	7.13	1.39	6.17	1.26
2017 年前三季度	5.32	1.39	1.08	1.25
2016 年前三季度	4.74	1.21 ⁵	0.12	1.26

资料来源: 六师国资

2. 旅游餐饮业务

该公司旅游板块主要包括旅行社业务、酒店餐饮业务和景区运营等。得益于公司近年来对旅游餐饮业务的大力投入, 跟踪期内, 公司旅游餐饮业务实现较大幅度增长。

该公司旅游餐饮业务主要由下属子公司新疆青格达生态区投资开发集团有限公司(简称“青投公司”)负责, 具体包括旅行社业务、酒店餐饮业务和景区运营等。2016 年和 2017 年前三季度, 公司旅游餐饮业务实现收入分别为 5.65 亿元和 3.74 亿元, 同比分别增长 17.65% 和 48.41%。

该公司旅行社业务由新疆生产建设兵团中国青年旅行社⁶(以下简称“兵青旅”)负责, 兵青旅具有国家旅游局授权独立组织中国公民出境、赴台湾旅游、承揽外国人入境和国内旅游业务资质, 是新疆唯一获得韩国驻中国大使馆授权新疆赴韩国旅游团队签证的总代理, 也是全国唯一一家带有“兵团”字样的旅行社, 曾先后获得乌鲁木齐市十大优秀旅游先进单位、自治区旅游企业十强单位和新疆首家 5A 级诚信旅行社等奖项, 2016 年区域市场份额约为 20%。公司旅行社业务主要集中在出境游和国内游, 入境游业务较少, 其中出境游客户主要来自乌鲁木齐和北疆地区, 以及经济相对发达城市, 比如克拉玛依、库尔勒、阿克苏等, 国内游客户则主要为到新疆旅游的国内游客。由于门槛较低, 近年来国内游业务竞争较为激烈, 加上选择自由行、自驾游的客户增加, 公司国内游游客人数较少且波动较大, 但得益于机票、车票、酒店和门票预订等服务收入增长, 公司国内游收入总体呈增长趋势。得益于新疆地区居民生活水平的提高以及旅游政策的放松, 公司出境游游客人数总体保持稳定, 但受出境游客线路不同影响, 公司出境游收入有所波动。综上影响,

⁵ 公司销售的棉花主要为库存棉, 且 2016 年前三季度公司皮棉采购量小, 使得皮棉销售价格低于采购均价。

⁶ 兵青旅是 2003 年经中国青年旅行社总社授权, 由新疆生产建设兵团团委青少年发展基金会和新疆农六师青格达生态区投资开发有限公司以及自然人共同出资设立, 2012 年被公司收购成为合营子公司, 公司占股 34%, 为最大股东, 其他股东股权占比较小且较为分散。

2015-2016 年及 2017 年前三季度，公司旅行社业务接待人次分别为 2.00 万人次、3.19 万人次和 2.09 万人次，实现业务收入分别为 2.69 亿元、2.95 亿元和 2.14 亿元。2017 年前三季度，公司旅行社业务收入较上年同期增长 13.23%，主要系费用较高的出境游人数增加所致。

该公司目前共经营 3 家酒店，分别为乌鲁木齐环球国际大酒店（简称“环球酒店”）、乌鲁木齐中和大酒店（简称“中和酒店”）和新疆青格达圣泉酒店有限公司（简称“圣泉酒店”）。其中环球酒店位于乌鲁木齐市北京南路 76 号，属于市区核心地段之一。酒店于 2013 年开业，酒店楼高 28 层，占地面积 3.70 万平方米，拥有 358 间（套）房，以及三个风格各异的餐厅，此外，酒店内环球会展中心拥有 2500 平米的会议及宴会场地，其中包括 1 个大型宴会厅和 8 个多功能厅；中和酒店位于乌鲁木齐市北京南路 499 号，与环球酒店相距不远，为市区核心地段之一。酒店于 2009 年开业，属于中高档酒店，酒店楼高 19 层，拥有 199 间（套）房，以及四个餐厅，分别为咖啡厅、西餐厅、中餐厅和清真餐厅，此外，酒店还拥有 2 个多功能会议厅；圣泉酒店位于新疆昌吉州奇台县奇台农场育英路 366 号，拥有 51 间（套）房，酒店服务对象定位为散客、商务人士，该酒店收入规模小，酒店物业为公司自有。2016 年，公司酒店餐饮业务收入为 1.94 亿元，同比增长 16.87%；2017 年前三季度，公司酒店餐饮业务收入为 1.20 亿元，同比减少 4.00%，主要系上半年为旅游淡季且环球酒店被用作人民代表大会会议接待酒店，会议期间不对外营业所致。

该公司景区业务主要是指对奇台一万泉 4A 级景区（简称“一万泉景区”）的运营管理，一万泉景区位于新疆兵团农六师奇台中心团场以南天山万泉峰下，距乌鲁木齐约 250 公里，为国家 4A 级景区。景区占地面积 4 平方公里，是北疆东部天山北坡最好的天然草场之一，景区内神仙泼水石、情侣河和夫妻树等景点，公司目前已在山上大面积种下椴樱花、油菜花、薰衣草和郁金香等多种植物，欲将其打造成为新疆知名的特色生态旅游和健康休闲旅游的旅游胜地。目前景区仍处于培育期，加上距离乌鲁木齐较远，现阶段景区游客人数较少，且收入规模较小。

4. 医药业务

子公司百花村重大资产重组后，该公司置入医药业务资产。公司医药业务主要从事药物发现、研究、技术服务的高端药物研发，跟踪期内，公司医药业务收入大幅上升，毛利有所下降但仍维持在较高水平。

2016年8月，该公司上市子公司百花村置出下属子公司新疆大黄山豫新煤业有限责任公司51.00%的股权、新疆天然物产贸易有限公司100%的股权、新疆大黄山鸿基焦化有限责任公司66.08%的股权以及对一零一煤矿的债权（置出资产作价2.55亿元），并置入南京华威医药科技开发有限公司（简称“华威医药”）100%股权，置入资产与置出资产的差额部分（16.90亿元）以发行股份⁷及支付现金方式进行支付。置换对方华威医药全体股东同意将与百花村进行资产置换取得的资产无偿赠与新疆准噶尔物资公司⁸。截至2016年9月末，相关资产过户事宜已履行工商变更登记手续，公司从2016年8月开始不再经营煤炭业务板块业务。

该公司医药业务主要由子公司华威医药，华威医药是一家专业从事药物发现、研究、技术服务的高端药物研发企业，自成立以来，至今已完成近200多项临床前研究，业务结构主要涉及3个领域：医药研发、临床试验、医药中间体贸易业务。近年来，国家出台《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》等一系列政策，鼓励药品开发，制药企业加大对药品研发投入，公司医药研发收入快速增长。2016年及2017年前三季度，华威医药主营业务收入分别为1.59亿元和1.49亿元，同比增长43.05%和40.00%，毛利率为78.23%和70.91%，同比分别下降4.72个百分点和8.99个百分点。2016年及2017年前三季度，公司医药研发毛利率分别下降2.08%和7.65%，主要为市场竞争加剧导致合同价格有所下降；临床试验毛利率分别下降5.54%和12.62%，主要系临床业务处于前期开发投入阶段所致；医药中间体贸易毛利率分别下降39.35%和26.80%，主要系需求不稳定所致。

图表 7. 华威医药业务情况（单位：万元；%）

业务类别	2015 年度		2016 年度		2017 年 前三季度		2016 年 前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药研发	10510.50	87.09	14608.32	85.01	13452.67	78.54	9753.09	86.19
临床试验	512.40	5.31	1226.60	-0.23	1278.57	-2.35	866.38	10.27
医药中间体贸易	68.48	28.42	25.09	-10.93	68.03	8.30	16.68	35.10
其他	--	--	5.66	-32.13	61.98	-3.64	5.66	27.59
合计	11091.38	82.95	15865.67	78.23	14,861.25	70.91	10614.81	79.90

资料来源：六师国资

⁷ 非公开发行股份募集配套资金总额不超过交易总额的61.61%。

⁸ 为新疆生产建设兵团农六师贸易局全资控股企业。

华威医药主营业务均为直销模式，通过自主创新能力和服务为客户提供服务，其定价方式通常采用“一事一议”方式，盈利水平较高。下游客户包括浙江金华康恩贝生物制药有限公司、江西青峰药业有限公司、四川科伦药业股份有限公司、兆科药业（合肥）有限公司和扬子江药业集团有限公司等众多国内外知名企业集团和上市公司。华威医药采购原材料主要有试验设备及外协服务采购，一般根据业务需要和工作安排进行采购，上游供应商主要由南京艾杰尔色谱科技有限公司、南京新化原化学有限公司等。

根据 2016 年 8 月百花村公告的《新疆百花村股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案修订稿）》华威医药承诺，2016 年-2018 年累计实现净利润不低于 3.7 亿元，且 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现净利润不低于 1.00 亿元、1.23 亿元和 1.47 亿元，若三年累计净利润小于业绩承诺，则自然人张孝清⁹应对百花村进行股份或现金补偿，但优先以股份补偿。2016 年华威医药实现净利润 0.91 亿元，完成承诺业绩比率为 88.38%，该公司根据约定，待华威医药 2018 年度专项审计报告出具后，再行根据补偿协议约定的方式计算确定张孝清应补偿股份数量或现金补偿金额。

5.房地产业务

该公司房地产板块包括房地产开发业务及工程承包业务，受项目结算周期及房地产市场销售景气度波动等因素影响，公司房产销售收入和毛利率波动较大。

该公司房地产板块包括房地产开发业务及工程承包业务，主要由下属子公司青投公司负责，公司目前房地产项目主要为政府保障房项目。2016 年及 2017 年前三季度，公司房地产业务结转收入分别为 3.43 亿元和 0.07 亿元，同期毛利率为 10.75% 和 29.01%。受项目结算周期及房地产市场销售景气度波动等因素影响，公司房产销售收入和毛利率波动较大。

该公司房地产开发业务目前在售项目主要有青湖尚城、青湖铭城和青湖万泉颐景住宅项目，且主要位于五家渠市。其中，青湖尚城项目主要面向五家渠及农六师团场低收入住房困难群体，项目总投资 4.20 亿元，并于 2013 年 6 月完工，截至 2017 年 9 月末累计销售收入 3.83 亿元。青

⁹ 百花村重大资产重组前华威医药的实际控制人。

湖铭城项目为经适房和限价商品房项目，是经住建部批准的兵团唯一一家住房公积金支持的保障房项目。根据 2012 年 8 月 8 日新疆生产建设兵团农六师五家渠市师市函[2012]12 号《关于承诺回购“青湖·铭城棚户区改造安置用房”项目的函》，如公司获得住房公积金贷款后，未能按期归还本息，农六师五家渠市承诺将回购青湖铭城棚户区改造安置用房项目，确保按时偿还贷款本息。该项目计划总投资为 8.27 亿元，截至 2017 年 9 月末已投资 8.00 亿元，累计销售收入 3.10 亿元。青湖万泉颐景项目为保障性住房建设项目，主要用于奇台农场约 2800 户中低收入家庭及被征收户的居住用房。根据 2013 年 1 月 10 日，奇台农场及青投签订的《委托代建及项目回购协议书》，青湖万泉颐景项目建设完工后由奇台农场负责回购，该项目于 2014 年开工，计划总投资约 1.48 亿元，截至 2017 年 9 月末，项目已投资 1.88 亿元¹⁰，累计销售收入为 1.08 亿元，目前三个房地产项目仍然在售。

图表 8. 2017 年 9 月末公司主要在售房地产项目情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	计划总投资	已投资	建筑面积	开售日期	累计销售收入	备注
青湖尚城	4.20	4.20	18.08	2012.06	3.83	完工
青湖铭城	8.27	8.00	25.99	2013.11	3.10	在建
青湖万泉颐景	1.48	1.88	8.28	2014.12	1.08	在建
合计	13.95	14.08	52.35	-	8.01	-

资料来源：六师国资

此外，该公司通过与五家渠市人民政府签署委托代建与项目回购协议，明确双方权利义务，由公司管理、组织、实施第六师辖区内的青湖路工程、恒大路工程、北塔山牧场项目工程等项目建设，由五家渠市财务局向公司支付项目回购款。五家渠市青湖路改扩建工程建设内容为对青湖路环湖路实施改扩建。截至 2016 年底，项目总投资 2.36 亿元，已投资 2.36 亿元，已确认 3.16 亿元收入，实际到账 2.36 亿元¹¹；恒大路项目包含恒大基础设施配套设施道路及管网新建工程投资，对恒大用地进行拆迁；新建恒大用地青格达园区一期道路工程等。截至 2016 年末，该项目总投资 1.96 亿元，已投资 1.96 亿元，已确认 2.63 亿元收入，暂无资金回笼。山西北塔山项目包括富民安居工程、职工文化中心、综合服务楼、饮水工程、暖气自来水及排水工程、桥梁及道路工程、绿化亮

¹⁰ 已投资大于计划总投资主要系实际施工成本大于前期规划所致。

¹¹ 根据项目进度确认收入，收入大于已回笼资金部分计入应收账款。

化工程等 17 项内容。截至 2016 年底，该项目总投资 0.96 亿元，已投资 0.96 亿元，已确认 1.28 亿元收入，暂无资金回笼。2016 年，受益于承建项目结算影响，公司工程建设业务收入¹²为 2.57 亿元，较上年末增长 54.29%，同期毛利率为 24.82%。

6. 其他业务

该公司子公司青投公司于 2017 年 1 月完成对克劳沃（北京）生态科技有限公司（简称“克劳沃”）70%的股权收购，收购对价为 1.30 亿元。克劳沃成立于 1994 年 11 月，初始注册资本 0.10 亿元，为全国畜牧总站（为农业部直属正厅级事业单位）的全资子公司，主营业务为草业技术开发，花卉、草籽、苗木销售等业务，与美国、加拿大、荷兰、丹麦、德国等国家相关企业建立了长期稳定的合作关系，为国内引进和推广大量适合中国气候、土壤条件的优质草种和相关产品，目前经销和代理多个优良草坪草和牧草品种。克劳沃经营范围主要为草业技术开发、咨询服务、技术培训等。截至 2016 年末，克劳沃注册资本 1.33 亿元，总资产为 2.70 亿元，资产负债率为 28.93%，2016 年实现营业收入 2.49 亿元，毛利率为 17.02%，当年实现净利润 0.11 亿元。2017 年 9 月末，克劳沃总资产为 2.48 亿元，资产负债率为 19.39%，2017 年前三季度实现营业收入 1.90 亿元，毛利率为 17.50%，当期实现净利润 0.08 亿元。

该公司其他业务主要包括草种销售、贸易业务、运输业务、小贷收入和物业收入等。2016 年和 2017 年前三季度，公司其他业务收入分别为 2.54 亿元和 4.84 亿元，同比增长 111.61%和 287.20%，主要系新增子公司克劳沃及贸易业务增长所致，此部分业务毛利率分别为 19.36%和 16.54%，较上年同期下降 24.15 个百分点和 25.75 个百分点，主要系贸易业务及草种销售业务毛利率偏低所致。

（三） 财务质量

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照企业会计准则的规定进行确认和计量。

截至 2016 年末，该公司经审计的资产总额为 198.12 亿元，所有者权益为 101.85 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 73.04 亿元）；当年度实现营业收入 27.52 亿元，净利润为 1.24 亿元（其中归属于母公司

¹² 公司工程业务收入、成本均于年底入账。

的净利润为 0.63 亿元); 当年度公司经营活动产生的现金流量净额为-5.32 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-0.05 亿元。

截至 2017 年 9 月末, 该公司未经审计的资产总额为 202.96 亿元, 所有者权益为 103.28 亿元 (其中归属于母公司的所有者权益为 74.76 亿元); 2017 年前三季度实现营业收入 17.84 亿元, 净利润 0.54 亿元 (其中归属于母公司的净利润为 0.17 亿元); 同期公司经营活动产生的现金流量净额为-4.39 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-2.63 亿元。

(四) 公司抗风险能力

该公司主业在区域内具有一定的竞争优势, 且公司在第六师及新疆兵团体系内地位相对较高, 成立以来获得政府多方面支持, 整体抗风险能力较强。

该公司在第六师地区收储的“准噶尔”棉花因质量好而具有较高的市场知名度和认可度, 同时, 随着区域经济和新疆旅游业的发展以及“丝绸之路经济带”建设的推动, 公司旅游餐饮业务收入保持增长, 业务结构出现优化。

该公司在第六师以及新疆兵团体系内的地位相对较高, 这能够使公司在资金、资源配置等方面得到政府的长期支持。2016 年, 公司获得政府补助 3.34 亿元, 其中六师财务局财政贴息资金 1.60 亿元, 以及财务局对公司子公司五家渠诚信融资担保有限公司补充小额贷款担保基金支出补贴 0.04 亿元。政府支持力度较大, 能有效地增强公司整体抗风险能力。

五、公司盈利能力与偿债能力

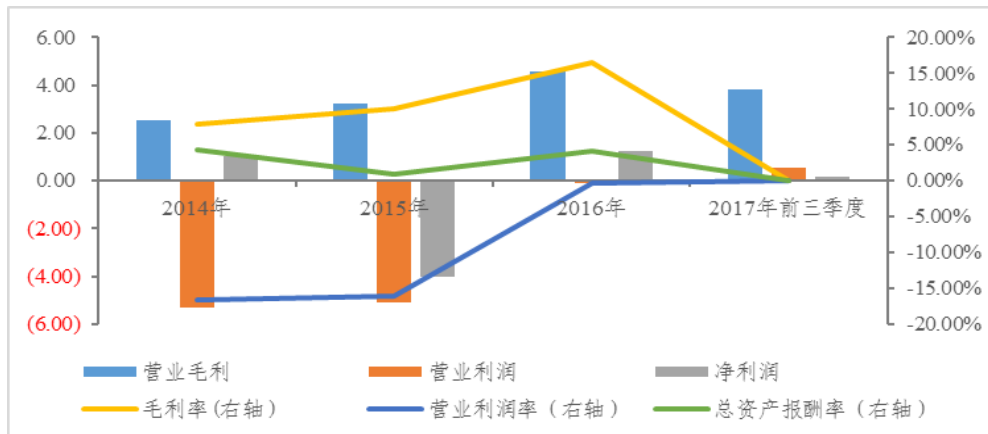
跟踪期内, 得益于业务结构调整, 该公司盈利能力出现提升, 但主业盈利能力仍偏弱, 对非经营性收益具有很强的依赖性。得益于政府长期稳定的支持以及煤炭等资产置出, 公司的负债水平有所下降, 债务杠杆处于可控水平, 但受刚性债务占比高、关联方资金占款较大等影响, 公司整体偿债压力仍较大。

1. 盈利能力

2016 年和 2017 年前三季度, 该公司营业收入分别为 27.52 亿元和 17.84 亿元, 同比分别增长-13.94%和 13.39%, 其中 2016 年收入下降主要系煤炭相关资产置出以及当年棉花销量大幅下滑所致, 2017 年前三季

度收入增长主要得益于棉花市场景气度回升以及旅游餐饮、医药业务收入持续增长。同期公司毛利率分别为 16.52%和 21.35%，较上年同期分别增长 6.44 个百分点和 8.62 个百分点，公司毛利率上升主要得益于毛利率低的煤炭业务置出及盈利能力较强的旅游餐饮、医药业务收入占比上升所致。

图表 9. 2014 年以来公司盈利情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 根据六师国资所提供数据整理、绘制

跟踪期内, 得益于煤炭资产置出及子公司百花村非公开发行股票募集资金到位, 该公司管理费用和财务费用明显下降, 期间费用规模有所减小。2016 年和 2017 年前三季度, 公司的期间费用合计分别为 7.92 亿元和 3.16 亿元, 较上年同期分别减少 1.22 亿元和 2.46 亿元, 同期公司期间费用率分别为 28.78%和 17.73%, 受收入下滑影响, 公司 2016 年期间费用率较 2015 年基本持平。2017 年前三季度, 公司期间费用率较上年同期下降 18.01 个百分点, 主要系财务费用大幅减少所致。此外, 2016 年及 2017 年前三季度, 公司公允价值变动净收益分别为 1.32 亿元和 0.00 亿元, 公司投资净收益分别为 2.48 亿元和 0.03 亿元。其中, 2016 年投资净收益主要系子公司百花村置出鸿基焦化、豫新煤业和天然物产而产生的收益。综上影响, 2016 年及 2017 年前三季度, 公司营业利润分别为 -0.10 亿元和 0.57 亿元, 营业利润率分别为 -0.37%和 3.17%, 较上年同期分别上升 15.65 个百分点和 16.43 个百分点, 营业利润实现扭亏。

该公司是第六师下属核心的国有资产管理平台, 每年能够获得政府多项补贴, 2016 年, 公司获得政府补助 3.34 亿元, 其中六师财务局财政贴息资金 3.00 亿元, 政府支持力度较大。2017 年前三季度, 公司获得政府补助 0.17 亿元, 公司利润对非经常性收益依赖度高。

2. 偿债能力

跟踪期内，得益于部分刚性债务到期偿还及子公司百花村非公开发行股票，该公司债务规模有所缩减，且债务杠杆水平下降。2015-2016 年末及 2017 年 9 月末，公司负债总额分别为 122.62 亿元、96.27 亿元和 99.68 亿元，资产负债率分别为 61.00%、48.59% 和 49.11%。

图表 10. 公司财务杠杆水平变化趋势

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
流动负债（亿元）	82.66	79.92	67.24	56.27
非流动负债（亿元）	30.60	42.69	29.03	43.40
所有者权益（亿元）	57.92	78.41	101.85	103.28
资产负债率（%）	66.17	61.00	48.59	49.11

资料来源：根据六师国资所提供数据整理、绘制

从负债期限结构看，2016 年末和 2017 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 43.18% 和 77.13%，其中，2017 年 9 月末较上年末长期债务增加主要系长期借款及应付债券增加，公司负债期限结构较为合理。从负债构成来看，公司的负债主要由刚性负债构成，其他债务还包括应付施工款、关联方借款等。截至 2016 年末，公司刚性债务为 75.23 亿元，其中短期刚性债务为 49.43 亿元，主要包括 40.03 亿元短期借款、0.16 亿元应付票据、1.63 亿元一年内到期的银行借款、5.00 亿元短期融资券和 1.70 亿元股票质押回购款。公司较大的刚性债务规模使得利息负担较重，致使盈利对银行借款利息的保障程度低，2016 年公司利息保障倍数为 1.66 倍。2016 年末公司应付账款为 3.34 亿元，主要为应付工程款，较上年末减少 59.39%；其他应付款为 9.56 亿元，主要为向新疆五家渠城市建设投资经营有限公司的借款和对 LAV Riches (Hong Kong) Co. Ltd¹³ 的应付股权款¹⁴。截至 2017 年 9 月末，公司专项应付款较上年末增长至 1.44 亿元主要系新增 1 亿元应付产业发展基金款项¹⁵；应付债券较上年末大幅增加 65.68% 至 25.26 亿元主要系公司新发行 17 兵团六师 CP001 和 17 兵团六师 CP002 两只债券；其他应付款较上年末下降 42.07% 至 5.54 亿元主要系公司归还新疆五家渠城市建设投资经营有限公司借款 5.00 亿元；其他流动负债为 0 亿元，较上年末下降 1.72 亿元，主要系公司本部归还借款 1.70 亿元。除此之外，公司债务结构与 2016 年末未发生明显

¹³ LAV Riches (Hong Kong) Co. Ltd 系原华威医药的股东之一。

¹⁴ 系因百花村重组公司应付往来款。

¹⁵ 该产业发展基金系股权类地方政府产业基金，用于支持地方政府招商引资企业，资金来源是地方政府预算内拨款。

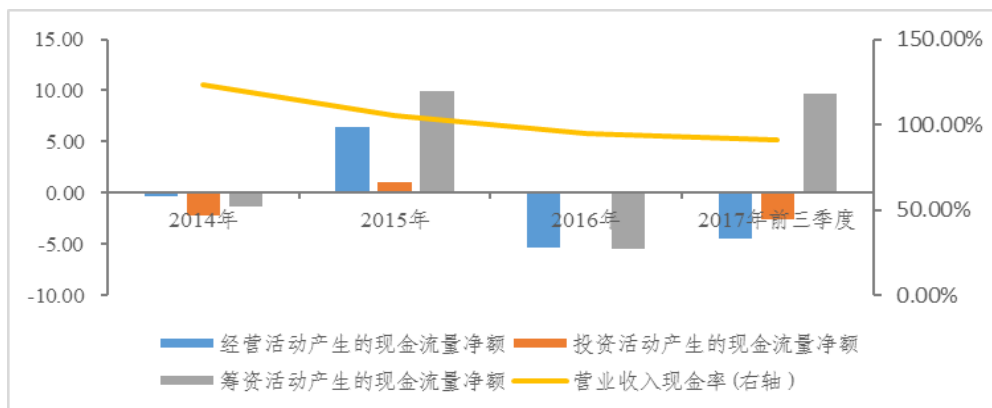
变化。

截至 2017 年 9 月末，该公司对外担保余额为 35.99 亿元，被担保企业主要为第六师¹⁶和第六师下属企业（主要为五家渠城投公司、蒙鑫水泥有限公司、五家渠中基公司和新疆生产建设兵团投资有限责任公司），担保比率高达 34.84%，公司面临一定的或有负债风险。此外，公司出具担保函为子公司青投公司 2017 年公开发行公司债券（发行金额为 10 亿元）提供连带责任保证担保，截至 2017 年末，该债券尚未发行。

3. 现金流分析

该公司的主营业务以现金结算为主，现金获取能力尚可。2015 年、2016 年和 2017 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 104.99%、94.66% 和 90.94%。

图表 11. 2014 年以来公司现金流量情况（单位：亿元，%）



资料来源：根据六师国资所提供数据整理、绘制

由于皮棉、农资产品销售业务在公司营业收入中占比高，该公司经营活动产生的现金流量净额随农业业务波动而呈现出较大的波动性，此外，公司往来款规模大，对经营现金流造成一定影响。2015 年、2016 年和 2017 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.44 亿元、-5.32 亿元和 -4.39 亿元，其中 2015 年公司减少皮棉采购量，使得预付账款大幅减少，经营活动中购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少，同时当年公司加大库存去化，使得经营性现金净流入大幅增加；2016 年公司经营性现金净流出系购买商品支付的现金大幅增加且往来款净额减少所致；2017 年前三季度公司经营性现金净流出较 2016 年前三季度减少主要系往来款变化所致。从投资性现金流来看，随着百花村重组对三家子公司股权置出的资金流入，公司资本性支出规模有所减少，2016 年

¹⁶ 公司对第六师的担保主要为连带责任保证担保，担保金额为 18.00 亿元。

投资活动现金流净额为-0.05 亿元。2017 年前三季度，公司投资性现金净流出 2.63 亿元，主要系支付了 1.23 亿元中合供销八期（上海）股权投资基金合伙企业投资款¹⁷所致。

4. 资产质量分析

跟踪期内，该公司资本实力进一步增强，截至 2016 年末，公司所有者权益分别为 101.85 亿元，较上年末增长 29.90%，主要系百花村重组后，公司少数股东权益大幅增长所致。2016 年末公司资本公积增加主要系公司出售部分百花村股票实现股票交易收益 2.65 亿元计入资本公积所致。截至 2017 年 9 月末，公司所有者权益为 103.28 亿元，较上年末增加 1.55 亿元，主要系农发基金增资所致。

图表 12. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.20	3.62	24.92	12.40	11.87	5.99	14.52	7.15
其他应收款	35.04	20.47	43.82	21.80	60.80	30.69	62.17	30.63
存货	32.80	19.16	40.22	20.01	39.00	19.68	35.08	17.28
其他流动资产	9.53	5.57	7.61	3.79	7.40	3.73	7.35	3.62
长期股权投资	5.97	3.49	6.12	3.05	5.51	2.78	5.39	2.66
投资性房地产	7.35	4.30	16.07	7.99	17.63	8.90	17.63	8.69
固定资产	26.53	15.50	24.11	12.00	4.10	2.07	4.00	1.97
无形资产	24.96	14.58	23.49	11.69	19.64	9.91	19.62	9.67
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	17.04	8.60	17.04	8.40

资料来源：根据六师国资所提供数据整理、绘制

2016 年及 2017 年 9 月末，该公司资产总额分别为 198.12 亿元和 202.96 亿元，流动资产占比分别为 65.21%和 65.38%。截至 2016 年末，公司流动比率和速动比率分别为 192.14%和 131.72%，分别较上年末提高 38.65 个百分点和 30.34 个百分点。截至 2016 年末，公司流动资产为 129.19 亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成，其中货币资金为 11.87 亿元，较上年末减少 52.38%，主要系当年多期债券到期偿付所致，公司货币资金中受限的货币资金为 0.17 亿元，主要系银行承兑汇票保证金，同期末公司的现金比率降至 17.88%；其他应收款为 60.80 亿元，较上年末增长 38.75%，主要应收第六师财务局借款大幅增加所致，其中应收第六师财务局余额为 48.33 亿元，后续回款进度对公司资

¹⁷ 主要用于收购公司债权或经基金管理人书面通知的其他投资项目。

金周转影响大；存货为 39.00 亿元，较上年末基本持平，主要为房地产开发成本 26.34 亿元和收储的棉花 6.38 亿元；其他流动资产为 7.40 亿元，较上年末略有下降，其中主要为委托贷款 4.28 亿元以及待抵扣的进项税额 2.22 亿元，公司委托贷款对象有新疆昆仑钢铁有限公司、新疆恒发纸业有限公司和新疆光大山河化工科技有限公司等，贷款对象主要为竞争性民营企业，且此部分委贷大部分处于逾期和诉讼阶段，存在很大的回收风险。

截至 2016 年末，该公司非流动资产为 68.93 亿元，主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉。其中，长期股权投资为 5.51 亿元，主要为对中基健康的股权投资；投资性房地产为 17.63 亿元，较上年末增加 9.75%，主要系当年资产评估增值所致；固定资产为 4.10 亿元，较上年末减少 83.00%，主要系煤炭相关资产置出所致；无形资产为 19.64 亿元，较上年末减少 16.41%，其中土地使用权为 19.48 亿元，公司土地使用权以农用地为主，因此变现能力相对较弱；公司当年商誉新增 17.04 亿元，主要为置入华威医药价格 19.45 亿元与取得华威医药可辨认净资产公允价值份额 1.97 亿元的差额部分，公司商誉存在一定的减值风险。

截至 2017 年 9 月末，该公司可供出售金融资产较上年末增加 1.24 亿元，主要系投资新增中合供销八期（上海）股权投资基金合伙企业股权所致；公司其他应收款为 62.17 亿元，其中应收第六师财务局款项为 50.16 亿元；其他流动资产为 7.35 亿元，其中，委托贷款为 3.88 亿元，较上年末减少 0.40 亿元，系收回新疆兵团五家渠市富强中小企业融资担保有限公司 0.20 亿元和新疆光大山河化工科技有限公司 0.20 亿元的委贷。公司其他资产构成较上年末无重大变化。

截至 2017 年 9 月末，该公司受限资产合计为 5.68 亿元，主要为房屋所有权及对应土地使权和房产使用权，抵（质）押物权人为银行。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2018 年 1 月 08 日《企业信用报告》，近三年公司本部无不良贷款，已结清信贷信息里存在三笔欠息¹⁸记录，且公司对外担保存在关注类担保余额 1.83 亿元，可疑类担保余额 0.07 亿元。此外，截至 2017 年 9 月末，公司已发行但尚未到期的债券共 6 支，本金余额合计 25.30 亿元。

¹⁸ 三笔欠息均系当天账户余额不足所致，次日已全部结清。

图表 13. 截至 2017 年 9 月末公司未到期债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日
16 六师债	5.00	3	5.38	2016/3/10	2018/12/15
16 兵团六师 CP001	5.00	1	5.80	2016/11/24	2019/3/10
16 新青 01	5.30	5 (3+2)	6.10	2016/11/14	2021/11/14
17 兵团六师 CP001	5.00	1	5.27	2017/07/28	2018/07/28
17 兵团六师 CP002	5.00	1	5.48	2017/09/25	2018/09/25

资料来源: wind 资讯

此外, 该公司融资渠道较为多元化, 且与多家商业银行保持着较密切的合作关系, 融资渠道较为畅通。截至 2017 年 9 月末, 公司获得商业银行授信额度合计为 63.81 亿元, 已使用授信额度 47.03 亿元, 剩余授信额度为 16.78 亿元, 能够为公司运营资金周转提供必要的支持。

七、跟踪评级结论

新疆生产建设兵团使命明确, 同时也是我国西部地区, 尤其是新疆地区社会经济发展的重要力量, 近年来不断加大的中央财力扶持力度有利于大幅提升兵团整体实力。作为兵团下属师, 跟踪期内, 第六师经济、地方财力总体保持增长态势, 但财政收入对政府补助收入依赖度高。

该公司是第六师下属企业, 在资金、资源配置等方面能够得到股东的大力支持。跟踪期内, 受益于煤炭业务置出, 旅游餐饮业务和医药业务收入快速增长, 公司业务结构得到优化, 盈利水平出现提升, 但受期间费用侵蚀等影响, 公司整体盈利能力仍较一般, 利润仍主要依赖于非经营性利得。

跟踪期内, 该公司负债经营程度尚可, 但受刚性债务占比高、关联方资金占款较大等影响, 公司整体偿债压力仍较大。同时, 公司经营环节现金流波动较大, 积累偿债资金的能力不够稳定。但公司获得政府支持力度大, 且货币资金较为充裕, 能够对公司短期债务提供一定保障。

同时, 我们仍将持续关注 (1) 第六师对该公司支持的力度及持续性; (2) 公司后续棉花产品销售情况; (3) 公司旅游餐饮业务增长的持续性; (4) 公司医药业务发展情况; (5) 公司关联方借款对资金占用情况; (6) 公司委托贷款回收风险; (7) 公司刚性债务上升情况、经营性现金流和投资性现金流波动情况; (8) 公司对外担保代偿风险。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义	
投 资 级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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
投 机 级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：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。

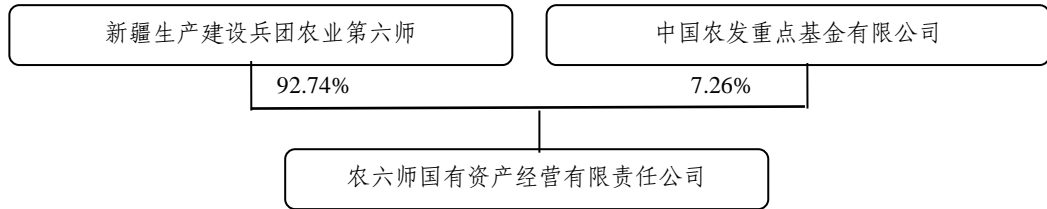
本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义	
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录二：

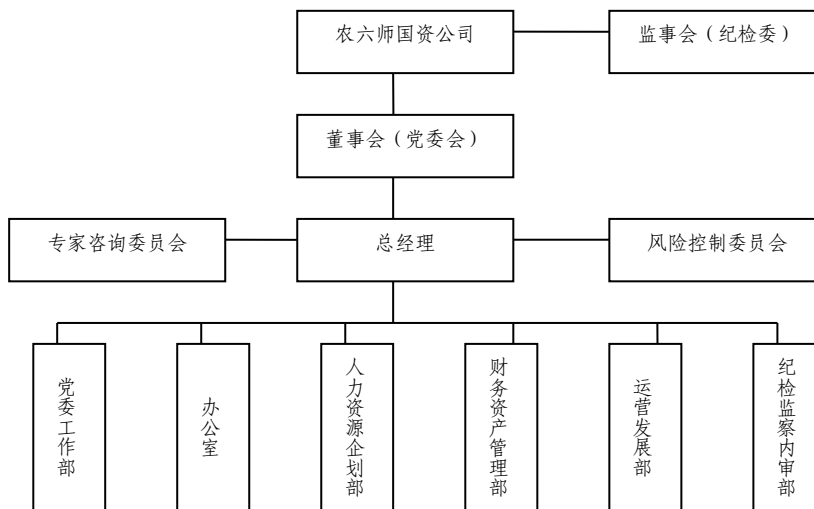
公司股权结构图



注：根据六师国资提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

公司组织结构图



注：根据六师国资提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录四：

公司主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	99.84	122.67	129.19	132.69
货币资金	6.20	24.92	11.87	14.52
流动负债合计	82.66	79.92	67.24	56.27
短期刚性债务	57.91	49.17	49.43	47.14
所有者权益合计	57.92	78.41	101.85	103.28
营业收入	31.82	31.98	27.52	17.84
净利润	1.03	-4.02	1.24	0.54
EBITDA	9.13	4.29	9.68	—
经营性现金净流入量	-0.36	6.44	-5.32	-4.39
投资性现金净流入量	-2.14	1.04	-0.05	-2.63
资产负债率[%]	66.17	61.00	48.59	49.11
权益资本与刚性债务比率[%]	70.54	90.42	134.59	119.38
长期资本固定化比率[%]	80.59	64.70	52.67	47.91
流动比率[%]	120.79	153.49	192.14	235.79
速动比率[%]	67.65	101.38	131.72	167.70
现金比率[%]	8.36	31.36	17.88	26.29
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.12	0.51	0.24	0.31
应收账款周转速度[次]	6.46	8.32	6.31	—
存货周转速度[次]	0.93	0.79	0.58	—
固定资产周转速度[次]	1.17	1.26	1.95	—
毛利率[%]	7.92	10.08	16.52	21.35
营业利润率[%]	-16.65	-16.02	-0.37	3.17
利息保障倍数[倍]	1.40	0.39	1.66	—
总资产报酬率[%]	4.37	0.99	4.09	—
净资产收益率[%]	1.79	-5.89	1.38	—
营业收入现金率[%]	123.73	104.99	94.66	90.94
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-0.46	7.92	-7.22	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-3.19	9.20	-7.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.78	0.91	1.97	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.16	0.08	0.20	—

注：表中数据依据六师国资经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务 + 期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额