



信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪0360 号

新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定；

维持“14十二师债/14十二师”AA的债项信用等级；

维持“16农十二师CP001”A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年六月二十九日

新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）
有限责任公司

本次主体评级结果 **AA** 评级展望 **稳定**
上次主体评级结果 **AA** 评级展望 **稳定**

存续期债券列表

简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项信用等级	上次债项信用等级
14 十二师债/14 十二师	8	2014.6.3-2021.6.3	AA	AA
16 农十二师 CP001	5	2016.2.26-2017.2.26	A-1	A-1

概况数据

十二师国资（合并口径）	2013	2014	2015	2016.3
总资产（亿元）	101.94	122.88	160.40	163.73
所有者权益合计（亿元）	37.57	43.72	59.92	60.15
总负债（亿元）	64.37	79.16	100.48	103.58
总债务（亿元）	32.81	39.56	51.07	55.67
营业总收入（亿元）	21.14	25.76	27.42	6.49
净利润（亿元）	1.37	1.46	1.64	0.24
EBIT（亿元）	2.82	3.41	4.08	1.31
EBITDA（亿元）	4.42	4.86	5.69	--
经营活动净现金流（亿元）	1.42	-5.86	3.57	0.28
营业毛利率（%）	20.63	26.29	26.72	28.20
总资产收益率（%）	3.28	3.04	2.88	--
资产负债率（%）	63.15	64.42	62.65	63.26
总资本化比率（%）	46.62	47.50	6.01	8.06
总债务/EBITDA (X)	7.43	8.14	8.97	--
EBITDA 利息倍数 (X)	2.97	2.46	2.74	--

注：公司各年度财务报表均按新准则编制；2016 年一季报未经审计

分析师

项目负责人：曹 闯 rcao@ccxi.com.cn

项目组成员：刘天骐 tqliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 29 日

基本观点

中诚信国际维持新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司（以下简称“十二师国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为**稳定**；维持“14 十二师债/14 十二师”的债项信用等级为 **AA**；维持“16 农十二师 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

中诚信国际肯定了新疆地区和十二师经济快速增长对公司持续发展提供的良好支撑、乳业板块快速发展、贸易市场板块发展潜力较大等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际关注到公司矿业板块存在不确定性、债务规模较大且仍面临一定上行压力等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **区域经济快速增长为公司发展提供了良好支撑。**近年来，新疆地区保持了较高的经济增长速度；2015 年，新疆维吾尔自治区经济平稳运行，全年自治区实现地区生产总值 9,324.80 亿元，同比增长 8.8%，高于全国平均增速。2015 年，十二师实现国内生产总值(现价)154.20 亿元，同比增长 14.1%，较快增长的区域经济为公司发展提供了良好支撑。
- **公司乳业板块快速发展。**公司乳业板块通过并购重组，规模不断扩大，2015 年销售量和销售收入同比均大幅提高。
- **贸易市场板块发展潜力较大。**公司建成投入运营的农产品批发市场是乌鲁木齐市最大的农产品批发市场，重型汽车销售市场也具有重要地位，未来发展潜力巨大。

关注

- **矿业板块存在不确定性。**虽然短期内公司煤矿需求有所回升，但煤炭市场整体仍较为低迷，长期需求前景不确定；此外，公司金属矿业仍处于停产状态，未来公司矿业业务发展仍有较多不确定因素。
- **公司债务规模不断增加，且未来仍面临上行压力。**公司总债务规模由 2013 年末的 32.81 亿元上升至 2016 年 3 月末的 55.67 亿元，且大部分为短期债务，随着公司业务的不断发展，债务规模仍将面临一定上行压力。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“14 十二师债/14 十二师”募集资金 8 亿元，其中 7.35 亿元用于兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期）项目、兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（二期）项目，0.65 亿元用于补充营运资金。截至 2016 年 3 月末，乌鲁木齐农产品批发交易市场项目资金已全部使用完毕；此外，募集资金中的 0.65 亿元已用于补充营运资金。

近期关注

快速发展的区域经济、丰富的自然资源和独特的区位优势为公司的发展提供了良好的外部环境

2015 年，面对复杂的经济环境，依托资源优势和国家的大力支持，新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆”或“自治区”）经济平稳运行，全年自治区实现地区生产总值 9,324.80 亿元，同比增长 8.8%，增速较上年回落 1.2 个百分点；其中，第一产业增加值 1,559.09 亿元，同比增长 5.8%；第二产业增加值 3,564.99 亿元，同比增长 6.9%；第三产业增加值 4,200.72 亿元，同比增长 12.7%。目前自治区已经形成以第二产业及第三产业为主的产业结构，三次产业比重为 17:38:45。2015 年，自治区实现固定资产投资 10,729.32 亿元，比上年增长 10.1%，增速同比下滑 15.1 个百分点。受经济影响，2015 年自治区地区经济增速和固定资产投资增速放缓。

2015 年，新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）实现生产总值 1,934.91 亿元，同比增长 12.3%，增速较去年回落 3.8 个百分点，高于全国平均 5.4 个百分点，经济总量占自治区经济总量的 20.75%。与此同时，三次产业结构为 22:46:32；三次产业对经济的贡献率分别为 13.8%、59.3% 和 26.9%，分别拉动经济增长 1.7、7.3 和 3.3 个百分点。2015 年，兵团完成

全社会固定资产投资 1,785.80 亿元，同比增长 1.4%，增速较上年回落 15.3 个百分点，固定资产投资三次产业构成为 8:44:48。工业生产发展较快，建筑业平稳运行，投资对经济支撑能力较强，但增速明显回落；市场销售快速增长，外贸进出口同比下降，旅游业发展态势良好，客货运输高速增长，居民收入稳定提升，人口就业总体稳定。

新疆生产建设兵团第十二师（以下简称“十二师”）管理区域从北、西、南方向呈环形围绕自治区首府乌鲁木齐市，是集农业、工业、建筑业、商品流通业为一体的新兴师。2015 年全年实现国内生产总值（现价）1,541,960 万元，其中：第一产业 79,648 万元，第二产业 617,810 万元，其中：工业 572,309 万元，建筑业 45,501 万元，第三产业 844,502 万元；全年实现国内生产总值（2010 价，速度按 2010 年可比价计算，以下类同）734,214 万元，比上年增长 14.1%，其中：第一产业 60,164 万元，增长 11.6%；第二产业 477,379 万元，增长 18.2%，其中：工业 441,836 万元，增长 36%，建筑业 35,543 万元，增长 54.9%；第三产业 196,671 万元，增长 5.9%。三次产业结构比重为 5: 40: 55；经济总量在兵团排名由 2010 年末的第 11 位上升至 2015 年末的第 4 位。

2015 年，发改委批复设立了乌鲁木齐综合保税区，此为继阿拉山口综合保税区、喀什综合保税区之后，自治区第三个综合保税区，该保税区于 2015 年 9 月在十二师三坪农场奠基动工开建，预计将于 2016 年 7 月封关运营。保税区紧邻正在建设的乌鲁木齐铁路集装箱中心站，规划面积 2.41 平方公里。主要分为南北两个区块，集保税加工、保税物流、口岸作业和综合服务等功能为一体。此外，综合保税区外预留 2.19 平方公里作为拓展区，为今后综合保税区扩区创造条件。建成后，乌鲁木齐综合保税区将成为新疆向西开放的又一重要载体和促进十二师对外开放经贸发展的重要平台。

总体来看，依托资源优势和政策支持，新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团、新疆生产建设兵团第十二师经济快速增长。随着中央加开新疆发展的政策，第十二师将在国民经济领域和城市化进程中持续快速发展。

公司奶源采购成本有所降低，奶制品销量和销售收入均大幅提升

公司乳业业务主要由子公司新疆天润乳业股份有限公司（以下简称“天润乳业”）的控股子公司新疆天润生物科技股份有限公司（以下简称“天润科技”）运营。

天润科技依托新疆丰富的畜牧业资源和十二师规模化的经营优势，逐步建立起一套比较完善的奶源保障体系。截至 2016 年 3 月末，公司先后建立了共计 9 个自建挤奶站，6 个直营挤奶站以及合作挤奶站，日均收奶量为 230 吨；实现了从团场养殖基地到运输和加工的统一管理。采购价格方面，2015 年以来，由于进口奶源大量涌入，加上大量新建牛奶厂，原料奶价格不断下滑，公司的采购成本也较 2014 年大幅降低。

表 1：2013 年~2015 年公司鲜奶采购价格和采购数量

	2013	2014	2015
年采购均价（元/吨）	3,731.31	4,066.18	3,460.00
年采购量（万吨）	4.90	4.13	6.07

资料来源：公司提供

产品销售方面，天润科技以往是由经销商先预付再发货，2015 年开始采用“直销+经销”的模式。其中，直销主要是针对乌鲁木齐市内的超市，其余大部分的销售均通过自治区内经销商实现。2015 年，天润科技销售各种乳制品 7.04 万吨，平均售价为 8,092 元/吨，销量和售价均大幅增加，天润科技积极提升产品结构，近年研制开发出奶啤、牛初乳粉等产品，提高了乳制品的附加值。

在经销商管理方面，天润科技 2015 年有所调整，对经销商的考核方式为每月根据对产品结构、销售模式的要求，制定销售政策及奖励政策，和经销商签订销售责任状，每月根据责任状的规定兑现经销商返利及奖励，年终按销售产品销售量、增长率以及对公司的忠诚度进行评选，给予优秀经销商一定的奖励。

表 2：2013 年~2015 年天润科技乳制品销售情况

	2013	2014	2015
销量（万吨）	4.80	4.42	7.04
销售均价（元/吨）	6,124	7,221	8,092

资料来源：公司提供

目前，公司乳业板块产能利用率尚不足 50%，主要因现有产能设计均为双班满负荷运转的数值，而天润乳业实行单班工作制，因此生产线未达满负荷运转，故产能利用率较低。尽管公司的生产技术先进，但是较低的产能利用率短期内或将影响公司的经营业绩。

表 1：2013 年~2015 年公司乳品产能、产量

	2013	2014	2015
产能（万吨/年）	15.00	15.00	16.5
实际产量（万吨）	5.00	4.48	7.13

资料来源：公司提供

总体来看，天润科技依托十二师以及新疆地区的资源优势，形成了一定的生产规模和较稳定的原料供应与产品销售渠道。随着几家大型养殖基地的供奶量达到初具规模的稳定供给，未来公司乳业板块将会获得较好的发展，盈利能力渴望得到提高。

公司金属矿业务继续停产；动力煤和焦煤业务产品市场需求有所回升，但产品价格仍有下降；石灰矿/石膏产品附加值提高

公司矿业开发板块主要由全资子公司新疆昌平矿业有限责任公司（以下简称“昌平矿业”）和控股子公司新疆昌茂矿业股份有限公司（以下简称“昌茂矿业”）负责运营。昌平矿业的业务集中于煤矿和石灰石、石膏等非金属矿，昌茂矿业则主要从事铁矿和铜矿等有色金属矿业务。

为进一步整合十二师矿业资源，扩大矿产资源储量，提高生产能力，昌平矿业近两年先后投资 3.22 亿元进行了 9 个资源项目的整合收购。受国内钢铁产能过剩，金属矿市场价格持续下跌等不利因素影响，为减少企业亏损面，昌茂矿业自 2014 年下半年起停产，2015 年起全面停产，未来将视市场情况选择恢复生产的时机。

2015 年昌平矿业全年销售动力煤 130 万吨，销售均价为 122.79 元/吨。销量有了大幅增长，同比增加 105.02 万吨，主要原因是煤炭市场低迷使得自治区及兵团大量煤矿关闭，原本的煤炭供应渠道由公司接手，此外公司对当地部分煤矿生产和销售进

行了整合。价格方面，动力煤销售单价呈现缓慢下滑趋势。一方面近年来煤炭市场低迷，另一方面新疆地区动力煤销售价格远低于国内其他省份。2016年一季度昌平矿业销售动力煤 21.41 万吨，销售均价为 129.07 元/吨。

截至 2015 年末，昌平矿业全年销售焦煤 12.56 万吨，销售均价为 265.46 元/吨。销量同比小幅下滑 1.45 万吨，但价格同比下滑 16.70%。焦煤销售价格和销量有所下降，主要受其上游钢铁生产企业需求下降的影响。2016 年一季度，昌平矿业焦煤销量为 1.34 万吨，同期焦煤平均销售价格为 230.81 吨。

表 3：截至 2016 年 3 月公司主要矿产产能与产量

品种	项 目	2015	2016 一季度
动力煤	产量(万吨)	67.27	28.94
	销量(万吨)	130.00	21.41
	均价(元/吨)	122.79	129.07
焦煤	产量(万吨)	12.19	1.89
	销量(万吨)	12.56	1.34
	均价(元/吨)	265.46	230.81

资料来源：公司提供

销售客户方面，昌平矿业煤炭主要销售给乌鲁木齐附近的客户，与同业相比具有运距短、客户群较稳定的优势。目前公司正在与中国电力投资集团公司商讨在吐鲁番地区的合作前景，当地为贫煤地区，本次合作预计能为公司煤炭产品拓宽大量销路。

除煤炭业务外，石灰石矿及石膏矿也是公司矿业板块的重要组成部分。公司在吐鲁番地区有露天石灰矿及 2 条百万吨级生产线，石膏矿年产能可达 30 万吨。2015 年公司开始和江苏中圣元有限公司及福建农进环保有限公司合作，对石灰进行深加工，建设石灰沫生产线，提高附加值。石灰沫单价可达 300 元/吨，而石灰石只有 30~50 元/吨左右，石膏单价稳定在 25 元/吨。

总体来看，虽然短期内石灰石及石膏矿业务稳定发展，公司煤矿需求有所回升，但煤炭长期需求前景不明，加上金属矿业仍处于停产状态，未来公

司矿业业务发展仍有很多不确定因素。

跟踪期内公司建材业务产销量均有所下降，通过内部调整和签订外部协议，未来经营状况或将有所好转

公司建材板块主要涵盖矿渣微粉和商品混凝土业务；矿渣微粉业务主要由控股子公司新疆宝新盛源建材有限公司（以下简称“宝新盛源”）负责运营，商品混凝土业务主要由控股子公司新疆伍怡天宇建筑工程有限公司（以下简称“伍怡天宇”）负责经营。

宝新盛源 2015 年生产矿粉 50.88 万吨，销售 51.96 万吨，销售量同比下降较大，其外部原因是建材行业用量萎缩，内部原因是现款现货销售政策所致。此外 2015 年产品单价也有所下降，主要因当期水泥价格下跌，而矿渣煤粉定价参考水泥定价的 60%~70%。2015 年宝新盛源盈亏基本平衡。

表 4：2013 年~2015 年宝新盛源矿渣微粉产能、产量

项目	2013	2014	2015
产能(万吨/年)	120	120	300
产量(万吨)	121	118	51

资料来源：公司提供

目前宝新盛源正在调整政策以面对新的形势。包括在生产方面释放产能，转向附加值较高的产品；在销售方面将原来的“经销商预付-发货”模式转为分销和直销模式，以扩大客户群体，减少对经销商的依赖。此外，公司近期与西部建设、天山股份等公司签订合同，年合同量大约为 80 万吨左右，对 2016 年收入的增加形成了保障。

表 3：2013 年~2015 年宝新盛源矿渣微粉销售情况

项目	2013	2014	2015
销量(万吨)	119.41	117.82	51.98
销售均价(元/吨)	137.14	131.97	128.84

资料来源：公司提供

商品混凝土业务方面，截至 2015 年末，伍怡天宇拥有混凝土年产能 235 万立方米；砂石料年产能 56 万立方米。2015 年伍怡天宇生产商品混凝土 61.35 万方，同比减少 23%；销售收入 1.80 亿元，同比减少 56.92%，主要因房地产市场低迷，水泥价格齐跌所致。

总体来看，虽然 2015 年公司建材板块受外部

需求影响，产销量均有所下降，也影响了建材板块收入及盈利。但公司积极改变生产及销售政策，并与当地大型公司签订了销售协议，预计建材板块经营状况将有所好转。

公司建成投入运营的农产品批发市场是乌鲁木齐市最大的农产品批发市场，重型汽车销售市场也具有重要地位，未来发展潜力较大

公司贸易市场业务主要由全资子公司新疆九鼎农业集团有限公司（以下简称“九鼎农业”）负责运营。

截至 2016 年 3 月末，公司负责建设和运营的贸易市场有 3 个，分别是兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期和二期）和重型汽车销售市场。

截至 2015 年末，农产品批发交易市场建成的

蔬菜果品等交易市场已全面投入运营，累计进驻和签约商家 2,500 余户。市场自运营以来，交易量和交易额不断攀升，2015 年兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一期和二期）市场年交易量 310 万吨，年交易额 272 亿元，公司当前按照交易量计提佣金。此外，乌鲁木齐市最大的蔬菜批发市场北园春蔬菜批发市场已搬迁至农产品批发交易市场并已开始营业，该市场采用以租赁为主的经营模式，整体出租比例为 90%。

重型汽车销售市场为乌鲁木齐与兵团联建项目，意在将乌市北站专用车集散市场整体搬迁，形成规划完善、管理系统的大型专用车辆集散贸易市场，公司将通过收取租金实现收入。

表 5：截至 2015 年末公司贸易市场建设情况

市场名称	主营产品种类	规划投资额 (亿元)	规划公司投资比例 (%)	已完成投资额 (亿元)	拟出租比例 (%)
兵团乌鲁木齐农产品批发交易市场（一、二期）项目	农副产品	32	100	18	90
重型汽车销售市场	重型汽车销售、维修	2	71	1.53	90
合计		37		19.53	

资料来源：公司提供

总体来看，公司农产品批发交易市场规模较大，且已开始投入运营；在建的汽车交易市场也具有重要地位，未来发展潜力较大。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年~2015 年财务报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。公司所有财务报告均按照新会计准则编制。

截至 2016 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司为 21 家。

盈利能力

从收入情况看，公司在多元化经营方面卓有成效，2015 年，公司营业总收入为 27.42 亿元，营业毛利率为 26.72%。分板块来看，2015 年公司乳业板块的收入 5.86 亿元，毛利率 33.96%，收入同比

大幅增长 79.42%。收入的大幅增长一方面是由于公司乳业板块并购沙湾盖瑞乳业以及新疆天澳牧业有限公司后，经过重组整合，产能及销售额均大幅增加。此外进入 2014 年下半年及 2015 年后，由于进口奶源涌入，当地大量牛奶厂新建立，鲜奶价格从 2015 年开始走低，公司奶业毛利率有所提升；2015 年公司矿产品板块业务收入 2.42 亿元，毛利率 20.25%，收入有所上升但毛利率大幅下降，主要是由于 2015 年昌平矿业受宏观经济以及大宗商品价格低迷影响，以低价销售大量煤炭产品所致；公司的建材生产销售业务同样受到了市场需求下降的影响，2015 年公司建材板块收入为 2.05 亿元，毛利率 16.34%，收入同比下降 42.94%；作为公司最重要业务板块的贸易批发业务，2015 年该板块实现收入 10.95 亿元，规模和毛利率与去年持平，主要是由于已建成贸易批发市场大部分签约完毕，新的市场尚未建成以及完成招商所致。2016 年 1~3 月，

公司营业总收入为 6.49 亿元。

表 6：2014 年~2015 年主营业务收入及毛利率（亿元、%）

	2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率
矿产品加工销售	2.11	38.39	2.42	20.25
建材生产销售	3.59	21.17	2.05	16.34
乳制品加工	3.27	24.46	5.86	33.96
贸易批发	10.53	23.74	10.95	23.47
其他	4.74	36.29	3.34	27.84
合计	24.24	27.19	24.59	25.66

资料来源：公司定期报告

三费方面，2015 年公司销售费用上升较快，但财务费用和管理费用控制较好，当期三费收入占比为 17.41%，较去年略有下降。2016 年 1~3 月，因营业总收入规模较小，公司三费收入占比上升为 22.41%。

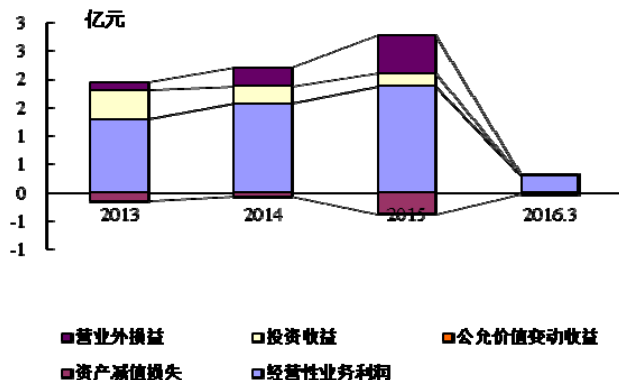
表 7：2013 年~2016 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	0.28	0.72	1.18	0.34
管理费用	2.11	3.21	2.93	0.80
财务费用	0.38	0.81	0.66	0.31
三费合计	2.77	4.74	4.77	1.45
营业总收入	21.14	25.76	27.42	6.49
三费收入占比	13.11%	18.40%	17.41%	22.41%

资料来源：公司定期报告

利润总额方面，近年来公司经营性业务利润是利润总额的最主要部分，2015 年及 2016 年一季度经营性利润分别为 1.88 亿元和 0.30 亿元。此外，公司对其他企业的投资收益和政府补助也有效的补充了公司的利润总额。

图 1：2013 年~2016 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告

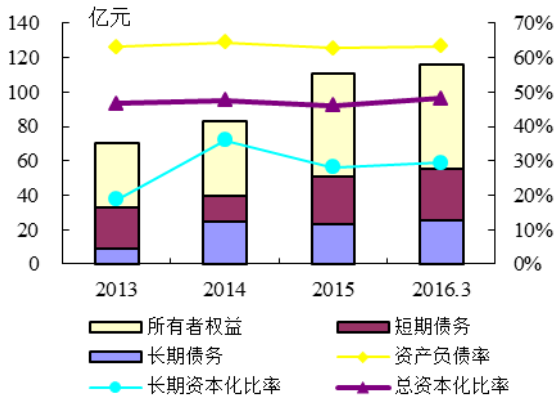
总体看来，近年来公司收入较高，经营性业务利润占比较高，贸易业务和乳业业务成为公司收入及利润的重要来源且发展稳定；但受到宏观经济影响，建材及矿业部分业务盈利能力较弱，降低了公司整体毛利率。未来随着公司贸易和乳业业务的进一步扩展，以及基建下游需求回暖，公司盈利能力有望得到改善。

偿债能力

受公司业务不断扩大影响，公司资产和负债规模均有所上升，截至 2015 年末，公司总资产和总负债分别为 160.40 亿元和 100.48 亿元。2015 年资产同比大幅增加主要是由于公司受让三坪农场的土地，该块土地评估增值较多，此外投资性房地产中的土地使用权也有所增值，这使得公司的存货和投资性房地产大幅增加。由于公司为旗下业务板块融入多笔短期借款，负债也有一定增长。得益于政府新划入三坪农场土地，2015 年末公司所有者权益增至 59.92 亿元，同比增长 16.20 亿元。2016 年 3 月末，公司的总资产、总负债、所有者权益分别为 163.73 亿元、103.58 亿元和 60.15 亿元，与 2015 年末相比变化不大。

整体来看，2015 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.65% 和 46.01%，债务负担尚可。受短期借款上升影响，公司短期债务占比有所提升，2015 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2014 年末的 0.61 倍上升至 1.17 倍。但公司旗下乳业和矿业、批发业务周期性和季节性很强，总体来说以短期债务为主的债务结构符合公司的经营特征。近年来，公司债务规模上升较快，2015 年末总债务为 51.07 亿元，公司未来仍面临较大投资压力，债务规模或将继续提升。2016 年 3 月末公司总债务因发行短期融资券 5 亿元，上升至 55.67 亿元。

图 2：2013 年~2016 年 3 月公司资产结构分析



资料来源：公司定期报告

获现能力方面，2015 年公司商品销售回款情况较好，经营活动现金流入大幅增加，使得经营活动净现金流由负转正。近年以来公司贸易市场处于建设期、对外投资加大，公司投资活动现金流出规模较大。此外，因 2015 年资金缺口减小，筹资活动净现金流有所减少。综合来看，公司虽然投资需求较大，但经营获现和筹资能力均较强，现金获取能力可以满足需求。2016 年一季度因乳业及农业季节性较强缘故，公司经营活动现金净流量为 0.28 亿元，变化较大。

表 8：2013 年~2016 年 3 月公司现金流量分析（亿元）

	2013	2014	2015	2016.3
经营活动产生现金流入	68.75	53.03	64.84	8.47
经营活动产生现金流出	67.32	58.88	61.27	8.19
经营活动净现金流	1.42	-5.86	3.57	0.28
投资活动产生现金流入	23.93	0.51	10.31	1.21
投资活动产生现金流出	38.75	7.68	17.31	6.06
投资活动净现金流	-14.82	-7.17	-7.00	-4.85
筹资活动产生现金流入	44.04	44.60	35.81	13.38
其中：吸收投资所收到的现金	-	0.39	1.45	0.53
借款所收到的现金	43.68	27.88	30.82	12.85
筹资活动产生现金流出	29.48	34.05	30.81	8.34
其中：偿还债务所支付的现金	26.60	32.54	22.16	7.61
筹资活动净现金流	14.57	10.54	5.01	5.04
现金及现金等价物净增加额	1.17	-2.49	1.58	0.48

资料来源：公司定期报告

从偿债能力来看，2015 年公司 EBITDA 增至 5.69 亿元，同期总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 8.97 倍和 2.74 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度仍较好，但对本金覆盖程度有所下降；得

益于经营活动现金流大幅增加，该项目对债务本息保障能力大大增加，2015 年经营活动净现金流/总债务指标及经营活动净现金流利息保障系数分别为 0.07 和 1.72。

表 9：2013 年~2016 年 3 月公司偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.3
短期债务（亿元）	24.13	15.03	27.54	30.52
长期债务（亿元）	8.68	24.53	23.53	25.15
总债务（亿元）	32.81	39.56	51.07	55.67
总债务/经营活动净现金流	23.06	-6.75	14.31	--
总债务/EBITDA	7.43	8.14	8.97	--
EBITDA 利息保障系数	2.97	2.46	2.74	--
经营活动净现金流利息保障系数	0.96	-2.97	1.72	0.19

资料来源：公司定期报告

从债务到期方面来看，由于短期债务较多，公司 2016 及 2017 年偿债压力较大，共需偿还 17.99 亿元，此后债务压力相对较小。

表 10：截至 2016 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

到期年份	2016.4~12	2017	2018	2019	2020 及以后
到期金额	9.47	8.52	5.31	3.10	8.00

资料来源：公司提供，未包括交易性金融资产、应付票据、一年内到期非流动负债等

公司与多家银行形成稳定的银企关系，截至 2015 年底，公司共获取银行授信额度为 35.85 亿元，其中未使用银行授信额度为 6.93 亿元，这在一定程度上增加了公司的财务弹性。总体来看公司资金储备充裕，融资渠道顺畅。

受限资产方面，截至 2015 年底，公司受限资产账面价值 11.95 亿元，占总资产的 7.45%，主要为九鼎农业的土地，受限资产比例不大。

或有负债方面，截至 2015 年底，公司对外担保余额为 22.62 亿元，占净资产的 37.75%，且担保对象以兵团下属其他公司为主，代偿风险较小。

过往债务履约情况

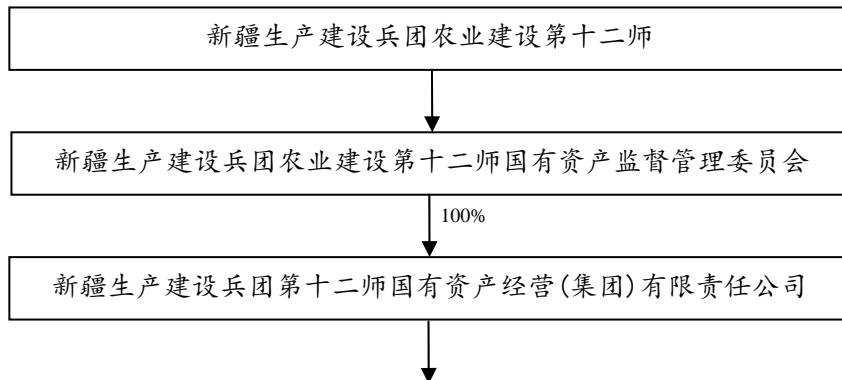
公司的债务性融资渠道主要包括银行借款、公司债券、短期融资券等。截至目前，公司均能按时

或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

结 论

综上，中诚信国际维持新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 十二师债/14 十二师”的债项信用等级为 **AA**；维持“16 农十二师 CP001”的债项级别为 **A-1**。

附一：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司股权结构图（截至 2016 年 3 月末）

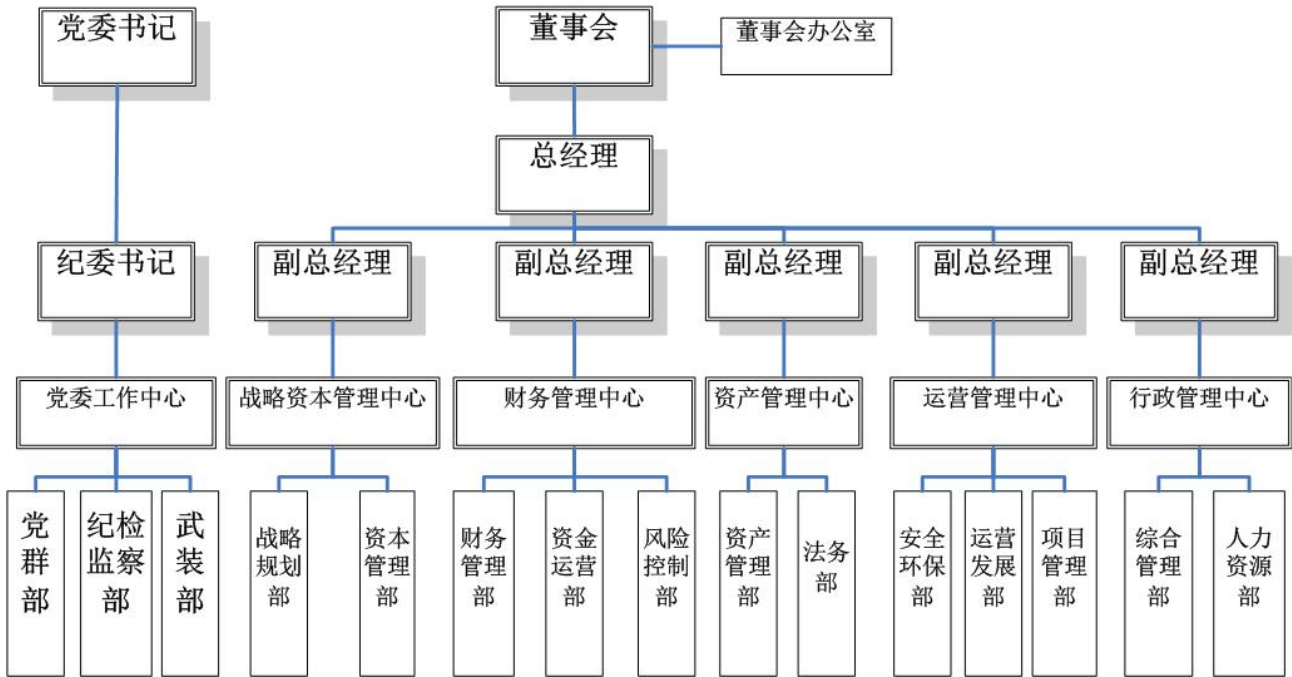


序号	单位名称	持股比例
1	新疆芳婷针纺织有限责任公司	100%
2	新疆昌平矿业有限责任公司	100%
3	新疆昌茂矿业股份有限公司	85%
4	新疆希望电子有限公司	51%
5	新疆九鼎农业集团有限公司	100%
6	新疆希望爱登堡电梯有限公司	60%
7	新疆希望输变电工程有限公司	51%
8	新疆国运天成商务咨询有限公司	100%
9	新疆国运天成资产管理有限公司	100%
10	乌鲁木齐屯坪巴士公交客运有限公司	76%
11	新疆天域文化传媒有限公司	100%
12	新疆兴海腾达国际贸易有限公司	51%
13	新疆天宏资产管理有限公司	100%
14	新疆新大陆运输有限公司	42.86%
15	新疆宝新盛源建材有限公司	40%
16	新疆天润乳业股份有限公司	36.83%
17	新疆伍怡天宇建筑工程有限公司	45%
18	乌鲁木齐市华金泰展小额贷款有限公司	40%
19	乌鲁木齐信诚信典当有限公司	45%
20	新疆国运天成置业有限公司	100%
21	新疆国运天成投资有限责任公司	100%

资料来源：公司提供

附二：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司组织结构图（截至 2016 年 3 月末）

十二师国资（集团）公司本部组织机构图



资料来源：公司提供

附三：新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营(集团)有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	78,257.73	53,340.86	88,354.97	93,114.74
交易性金融资产	9,000.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	70,728.83	123,921.29	122,247.86	147,528.98
其他应收款	118,730.93	190,305.88	238,841.79	234,608.34
存货净额	35,474.26	58,967.27	378,048.52	356,554.56
可供出售金融资产	6,425.00	7,058.86	7,112.86	7,112.86
长期股权投资	4,545.06	4,306.11	30,739.96	42,009.96
固定资产	123,085.08	132,840.53	156,591.89	162,951.99
在建工程	131,748.26	180,062.08	153,909.55	155,733.00
无形资产	234,568.02	337,570.86	53,272.27	53,272.27
总资产	1,019,405.01	1,228,817.66	1,603,999.08	1,637,285.44
其他应付款	216,130.18	241,849.30	269,353.54	261,878.06
短期债务	241,335.93	150,256.38	275,373.41	305,156.75
长期债务	86,769.80	245,337.24	235,302.80	251,519.18
总债务	328,105.73	395,593.62	510,676.21	556,675.93
净债务	249,848.00	342,252.76	422,321.24	463,561.19
总负债	643,727.22	791,614.27	1,004,832.02	1,035,752.63
财务性利息支出	10,163.82	12,815.73	16,746.79	10,163.82
资本化利息支出	4,706.66	6,921.34	3,986.02	4,706.66
实收资本	27,873.61	27,873.61	29,123.61	38,123.61
少数股东权益	112,555.81	107,774.50	128,796.57	129,521.11
所有者权益合计	375,677.79	437,203.39	599,167.06	601,532.81
营业总收入	211,411.70	257,582.48	274,168.67	64,903.57
三费前利润	40,631.18	63,090.74	66,517.02	17,521.67
营业利润	16,582.08	18,067.30	17,345.95	2,702.87
投资收益	5,169.87	3,041.43	2,279.91	0.79
营业外收入	1,744.45	4,782.09	7,559.18	619.68
净利润	13,735.17	14,568.18	16,442.20	2,365.75
EBIT	28,169.67	34,132.15	40,751.28	13,127.42
EBITDA	44,151.07	48,598.32	56,904.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金	206,539.32	255,298.45	217,552.42	30,048.74
收到其他与经营活动有关的现金	480,761.98	270,089.98	430,503.15	54,645.77
购买商品、接受劳务支付的现金	149,143.70	197,303.48	190,275.52	12,667.95
支付其他与经营活动有关的现金	491,912.88	348,572.32	384,523.66	53,683.25
吸收投资收到的现金	0.00	3,927.00	14,450.00	5,280.00
资本支出	91,792.82	67,165.41	67,931.72	7,091.54
经营活动产生现金净流量	14,230.13	-58,569.12	35,697.54	2,844.36
投资活动产生现金净流量	-148,205.19	-71,721.22	-69,984.10	-48,483.90
筹资活动产生现金净流量	145,662.72	105,417.60	50,067.32	50,399.32
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	20.63	26.29	26.72	28.20
三费收入比(%)	13.11	18.40	17.41	22.41
总资产收益率(%)	3.28	3.04	2.88	--
流动比率(X)	0.87	0.99	1.36	1.34
速动比率(X)	0.81	0.87	0.80	0.82
资产负债率(%)	63.15	64.42	62.65	63.26
总资本化比率(%)	46.62	47.50	46.01	48.06
长短期债务比(X)	2.78	0.61	1.17	1.21
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	-0.15	0.07	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.06	-0.39	0.13	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.96	-2.97	1.72	0.19
总债务/EBITDA(X)	7.43	8.14	8.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.32	0.21	--
货币资金/短期债务	0.32	0.35	0.32	0.31
EBITDA 利息倍数(X)	2.97	2.46	2.74	--

注：公司各年度财务报表均按新准则编制；16年一季度报表未经审计

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本合计/存货平均净额

应收账款周转率=营业总收入净额/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附七：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。