

伊犁农四师国有资产投资有限责任公司

及其发行的 16 农四 01 与 18 农四 01

跟踪评级报告



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)100146】

评级对象: 伊犁农四师国有资产投资有限责任公司
及其发行的 16 农四 01 与 18 农四 01

	16 农四 01	18 农四 01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 8 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 26 日	—
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2016 年 5 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 9 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.29	0.21	0.65	4.74
刚性债务	39.34	46.26	47.44	52.74
所有者权益	15.15	14.96	15.01	15.04
经营性现金净流入量	-21.61	-5.83	3.99	0.43
合并口径数据及指标:				
总资产	203.49	234.20	302.85	307.22
总负债	113.85	138.94	166.22	169.59
刚性债务	65.34	81.82	95.51	99.84
所有者权益	89.65	95.26	136.63	137.64
营业收入	90.12	95.81	112.79	15.98
净利润	4.71	4.28	5.04	0.96
经营性现金净流入量	8.93	1.13	10.50	1.03
EBITDA	12.12	11.78	13.57	—
资产负债率[%]	55.95	59.33	54.88	55.20
权益资本与刚性债务 比率[%]	137.20	116.42	143.06	137.85
流动比率[%]	111.00	112.39	133.67	140.36
现金比率[%]	47.21	36.93	42.93	43.76
利息保障倍数[倍]	2.74	3.06	2.91	—
净资产收益率[%]	6.14	4.63	4.35	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.27	1.28	9.91	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-11.91	-13.07	-9.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.18	3.85	3.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.16	0.15	—

注: 根据农四师国资经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
黄梦蛟 hmj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
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(简称本评级机构)对伊犁农四师国有资产投资有限责任公司(简称农四师国资、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 农四 01 与 18 农四 01 的跟踪评级反映了跟踪期内农四师国资在政府支持、区域市场竞争优势、主业现金回笼能力、资本实力、融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在部分主业经营、债务偿付、资本性支出、母公司资金压力、其他应收款回收等方面继续面临压力。

主要优势:

- **政策支持力度大。**党中央高度重视新疆长治久安和经济发展,新疆生产建设兵团政治地位突出,历年来获得的中央财政扶持和内地省市对口支援力度大。
- **区域市场竞争优势。**农四师国资农业、医药流通等多个业务板块在第四师辖区内居于龙头地位。此外,白酒、精油产品在疆内具有较高的市场地位及品牌知名度。跟踪期内,公司业务规模继续扩大,区域市场行业地位进一步凸显。
- **经营性现金持续净流入,货币资金充裕。**跟踪期内,农四师国资经营活动能够持续形成一定规模的现金净流入,且公司货币资金较为充裕,可为到期债务偿付提供基本保障。
- **资本实力进一步增强,融资渠道畅通。**跟踪期内,第四师继续向农四师国资注入资产,给予公司支持力度大,资本实力有所增强。此外,公司旗下子公司具有资本市场融资能力,且公司能够得到多家商业银行的信用支持,外部融资渠道较通畅。

主要风险:

- **部分业务经营压力较大。**农产品及棉花价格波

动易对农四师国资农业板块经营造成不利影响；化工板块经营效益的体现仍有待进一步关注。

- 即期债务偿付压力较大。跟踪期内，农四师国资债务规模持续扩大，且以刚性债务为主，面临较大的刚性债务偿付压力。
- 明股实债风险。2017 年农四师国资与交银信托等合资设立规模为 20.01 亿元的基金，其中由交银信托出资 18.00 亿元对公司子公司进行股权投资。公司将该基金计入所有者权益，但实质是公司债务的增加，公司资产负债率实际有所增长。
- 资本性支出压力较大。跟踪期内，农四师国资在建和拟建项目仍较多，资本支出较大。随着项目的不断推进，后续仍面临较大的资本性支出压力。
- 母公司资金压力较大。农四师国资本部债务规模较大，但业务主要集中在下属子公司，且货币资金较为有限，面临较大的资金压力。
- 其他应收款回收风险。跟踪期内，农四师国资其他应收款余额仍较大，且较 2016 末有所增长。公司其他应收款回收存在一定的难度。

➤ 未来展望

通过对农四师国资及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并给与上述公司债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



伊犁农四师国有资产投资有限责任公司

及其发行 16 农四 01 与 18 农四 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照伊犁农四师国有资产投资有限责任公司 2016 年公司债券和 2018 年公司债券（分别简称 16 农四 01 和 18 农四 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据农四师国资提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对农四师国资的财务状况、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。

公司 2012 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2012 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
12 农四师 CP001	4.00	365 天	4.37	2012.07.31	4 亿元/2012.07.19	已兑付
14 农四师 CP001	4.00	365 天	5.80	2014.04.14		已兑付
13 农四师 MTN001	4.00	5 年	5.45	2013.07.02	4 亿元/2013.05.12	尚在存续
15 农四师 CP001	5.00	365 天	5.10	2015.03.17	5 亿元/2015.02.26	已兑付
15 农四师 MTN001	6.00	5 年	4.88	2015.05.14	6 亿元/2015.03.16	尚在存续
15 农四师 PPN001	2.00	5 年	6.30	2015.02.05	10 亿元/2014.10.22	尚在存续
15 农四师 PPN002	5.00	5 年	5.20	2015.11.26		尚在存续
15 农四师 SCP001	5.00	180 天	4.00	2015.06.04	10 亿元/2015.05.19	已兑付
15 农四师 SCP002	5.00	270 天	3.75	2015.09.21		已兑付
16 农四师 SCP001	2.00	270 天	3.40	2016.01.27		已兑付
16 农四师 SCP002	3.00	270 天	3.00	2016.03.08		已兑付
16 农四师 SCP003	5.00	270 天	3.00	2016.10.17	20 亿元/2016.8.30	已兑付
17 农四师 SCP001	5.00	90 天	4.64	2017.07.11		尚在存续
18 农四师 SCP001	10.00	270 天	5.09	2018.04.20	12 亿元/2016 年	尚在存续
16 农四 01	6.00	7 年	4.00	2016.06.08		尚在存续
18 农四 01	6.00	5 年	6.05	2018.03.22	5 亿元/2015.02.26	尚在存续
16 农四师 CP001	5.00	365 天	3.25	2016.06.28		已兑付
17 农四师 CP001	5.00	365 天	4.69	2017.08.15	5 亿元/2016.01.17	尚在存续

资料来源：农四师国资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，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态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；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。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，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，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，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不断向前推进。

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 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，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，打好三大攻坚战，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和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。

(2) 行业因素

该公司主营业务涉及农业、白酒生产销售、建筑施工等领域，相关行业的市场环境变化将对公司各业务板块的经营状况产生较大影响。

A. 农业

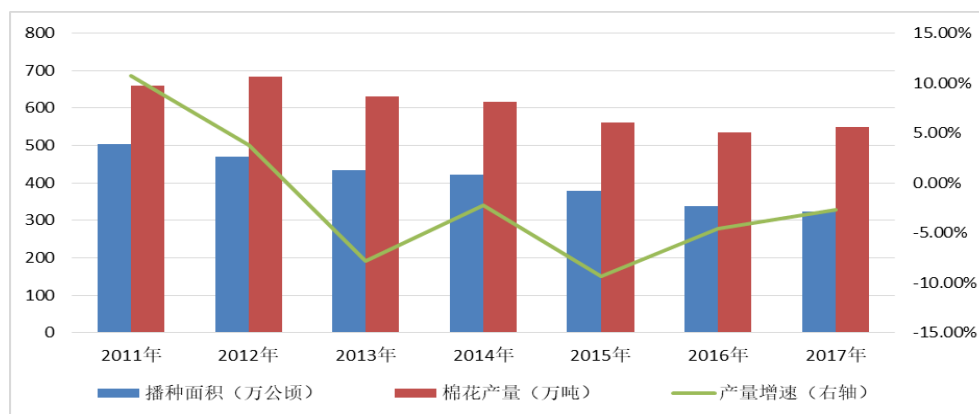
行业概况

新疆尤其是兵团为我国重要的产棉基地。近几年，服装纺织行业的低迷导致棉花行业总体呈低迷态势。此外，国储改为直补的政策变动加大国内棉价的波动，从而加大棉花经销环节的经营风险。

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。但由于棉花市场的低迷和各主要植棉区域对农业种植结构的调整，我国棉花种

植面积自 2009 年的 494.90 万公顷持续下降至 2017 年的 322.96 万公顷。同时国内棉农种植收益、种植意愿、自然条件等因素均会对棉花产量造成影响，因此年度间棉花产量有所波动。根据国家统计局数据显示，2017 年我国棉花产量为 548.60 万吨，较上年增加 14.20 万吨，棉花单产有所提高。

图表 2. 国内棉花播种面积、产量与增速



资料来源：Wind

新疆是我国最主要的高产棉区，棉花单产远高于全国其它地区平均水平，区内棉花种植面积、总产量、调出量已连续 18 年位居全国首位。在新疆棉花中，新疆兵团所属团场棉花种植面积占到新疆的三分之一，总产量占到全疆的 40% 以上，在新疆地区乃至全国市场，具有很高的市场地位，并已成为我国重要的优质商品棉生产基地，棉花年产量约占全国 25% 以上，出口量占到一半，植棉水平处于高位。

图表 3. 近年来全国棉花产量及新疆、兵团所占比重 (万吨)

年份	全国棉花产量	其中：新疆棉花产量	占比	其中：兵团棉花产量	兵团棉花产量在新疆占比	兵团棉花产量在全国占比
2015 年	560.50	350.30	62.50%	146.53	41.83%	26.14%
2016 年	534.30	359.40	67.27%	149.57	41.62%	27.99%
2017 年	548.60	408.20	74.41%	167.88	42.13%	30.60%

资料来源：国家统计局

棉花用途单一，纺织服装行业在棉花消费中的占比达到 95% 以上，因此纺织服装行业的景气度对棉花的需求状况影响较大。近年来，由于我国劳动力成本上升导致纺织服装产品出口竞争力下滑，我国纺织服装行业景气度整体较为低迷，也直接影响了棉花的市场需求。2015~2017 年，我国纺织服装行业主营收入分别为 40,173.30 亿元、40,869.70 亿元和 37,976.70 亿元，同比分别增长 5.40%、增长 3.90% 和下降 7.08%；同期利润总额分别为 2,167.50 亿元、2,194.10 亿元和 1,976.50 亿元，同比分别增长 5.10%、增长 3.50% 和下降 9.92%。

作为人口大国和纺织品出口大国，我国棉花进口量约占国内消费比例的 25.00%。持续多年的收储托市政策以及进口棉配额制度，使国内棉价持续高位、内外市场价差扩大，进口棉花大量集中涌入，严重挤占了国产棉花的市场。但自 2013 年随着棉花进口配额的下降、及国内外棉价差收窄等多种因素抑制了国内棉花的进口需求，2014~2016 年我国棉花进口量同比分别减少 44.36%、

25.19%和 39.10%至 167.00 万吨、125.00 万吨和 90.00 万吨。2016 年我国棉花进口总量下降至近十年的最低点，2017 年棉花进口总量有所回升，当年棉花进口量同比增长 28.44%至 115.60 万吨。

近年来，受行业供需状况影响，国内棉花价格波动较大。2015 年国家发改委发布的新疆棉花目标价格为 1.91 万元/吨，当年我国棉花下游需求较疲弱，且棉花供应仍较充裕，棉价呈现下跌趋势，但因棉花产量下降对棉价形成一定的支撑，下跌幅度明显缩小。2016 年 3 月国家发改委发布的 2016 年新疆棉花目标价格下降至 1.86 万元/吨，2016 年第一季度，新疆棉花现货价格持续下滑，但 4 月以来，在棉花种植面积持续下降、棉花供给持续减少的情况下，下游纺织企业原料库存处于较低水平，为维持生产，鉴于现货市场棉花资源缺乏，纺织企业多以出库储备棉补充库存，当年 5 月储备棉轮出起至 2016 年 7 月末，成交率持续在高位水平，成交价格也呈现上涨态势，但 2016 年 8 月初国家储备棉出库时间延长政策出台后，使得纺织企业用棉需求在棉花供应偏紧的情况下能够得到一定保障，储备棉成交比例明显下滑，成交价格也有所回落，但 9 月起由于储备棉轮出接近尾声、天气因素造成新棉上市量少等原因，储备棉成交率持续上升且保持在高位，成交价格出现阶段性上涨。2017 年，国家发改委发布的 2017 年新疆棉花目标价格 1.86 万元/吨，与 2016 年持平。2017 年 1~10 月，棉花价格维持在高位且较为稳定，从当年储备棉交易情况来看，2017 年储备棉轮出于 3 月 6 日开始，至 9 月 29 日结束，储备棉累计计划出库 437.83 万吨，实际成交 322.36 万吨（其中新疆棉成交 183.74 万吨，占成交总量的 56.95%），成交率为 73.63%，成交平均价格为 1.48 万元/吨。具体来看，3~4 月，储备棉成交价格较为平稳；5 月以来，受国际棉价上涨影响，储备棉成交价上涨并保持至 6 月末；7 月，受农产品增值税税率下调相关政策¹实施的影响，棉花成交价格呈下降趋势；8~9 月，储备棉轮出临近结束，纺织企业竞拍储备棉的积极性增加，棉花价格有所回升。11 月以来，由于新棉大量上市，加之国家发布的《关于 2017/2018 年度国家储备棉轮换有关安排的公告 2017 年第 18 号》²明确了 2018 年储备棉按时正常抛售及上市新棉暂不安排轮入，导致棉纺织企业采购棉花的进度放缓，棉花价格持续震荡小幅下滑。

整体来看，2017 年及 2018 年第一季度储备棉去库存效果明显，国内棉花价格的波动性明显降低，行业抗风险能力有所增强，预计未来棉花价格短期内将稳定在较高水平。

¹ 2017 年 4 月 28 日，财政部、国家税务总局联合下发《关于简并增值税税率有关政策的通知》，自 2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13%的增值税税率，并明确简并增值税税率后适用 11%税率的货物范围，对抵扣进项税额予以规定。通知明确，纳税人销售或者进口农产品(含粮食)、食用植物油、饲料等货物税率为 11%。适用范围具体包括棉花。

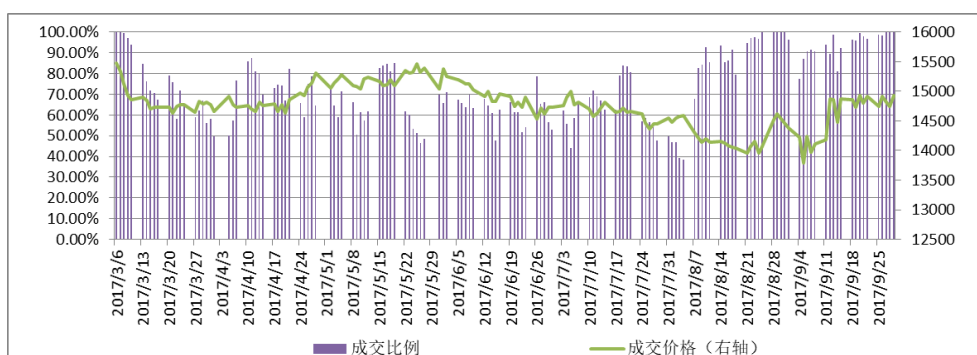
² 国家发展改革委、财政部发布了《关于 2017/2018 年度国家储备棉轮换有关安排的公告 2017 年第 18 号》。公告明确在 2017 年新棉上市期间（目前至明年 2 月底）原则上不安排轮入，2018 年储备棉轮出销售将从 3 月 12 日开始，截止时间暂定为 8 月底，每日挂牌销售数量暂按 3 万吨安排。如一段时期内国内外市场价格出现明显快速上涨，储备棉竞价销售成交率一周有三天以上超过 70%，将适当加大日挂牌数量、延长轮出销售期限，或采取其它措施，保证市场供应。

图表 4. 近年来棉花价格走势（元/吨）



资料来源：Wind

图表 5. 2017 年国储棉花轮出成交率及成交价格（元/吨）



资料来源：Wind

政策环境

棉花行业是关系我国国计民生的基础性产业，近年来国家发改委、农业部等出台了棉花目标价格政策对棉花交易量及价格进行宏观调控，并出台了棉花直补政策来保障棉农收益。

2015 年以来，根据发展改革委、财政部、农业部联合下发的《2014 年棉花目标价格》，我国实行棉花目标价格政策，取消临时收储政策，并对棉农直接补贴。2015~2016 年，根据中发[2014]5 号文件的精神，结合新疆实际，新疆维吾尔自治区人民政府大力推行棉花直补政策，将年度可用补贴总额的 10% 用于向南疆四地州（阿克苏、喀什、克州、和田）基本农户（含村集体机动土地承包户）兑付面积部分补贴，90% 用于兑付全区实际种植者交售量部分补贴。棉花直补政策直接保障了新疆棉农收入，有利于国家对棉区转移至新疆的战略调整，有利于稳定新疆棉花种植面积。2017 年以来，国家发改委、财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，对新疆享受目标价格补贴的棉花数量进行上限管理，超出上限的不予补贴；2017~2019 年新疆棉花目标价格水平为每吨 18,600 元。棉花直补政策将棉农和市场分开，直接保障了棉农的基本收益，提高了棉农转嫁成本风险的能力，同时降低了原材料的成本，有利于棉纺企业的市场化发展和国内企业竞争力的提高。

整体来看，2016~2017 年是棉花产业供给侧改革之年，2018 年以来棉花产业政策仍将是棉花行业发展的重要影响因素之一。

图表 6. 近年来棉花产业主要相关政策

发文时间	文件名	发文部门	主要相关内容
2014.04	《2014 年棉花目标价格》	发展改革委、财政部、农业部	实行棉花目标价格政策后，取消临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花。当市场价格低于目标价格时，国家根据目标价格与市场价格的差价和种植面积、产量或销售量等因素，对试点地区生产者给予补贴；当市场价格高于目标价格时，国家不发放补贴。具体补贴发放办法由试点地区制定并向社会公布。
2015.10	《关于印发新疆维吾尔自治区棉花目标价格改革试点工作实施方案的通知》	新疆维吾尔自治区人民政府	根据中发[2014]5 号文件的精神，结合新疆实际，将年度可用补贴总额的 10%用于向南疆四地州（阿克苏、喀什、克州、和田）基本农户（含村集体机动土地承包户）兑付面积部分补贴，90%用于兑付全区实际种植者交售量部分补贴。
2016.10	《棉花目标价格改革试点工作实施方案》	新疆维吾尔自治区人民政府	同上。
2017.03	《关于深化棉花目标价格改革的通知》	国家发改委、财政部	棉花目标价格水平三年一定；对新疆享受目标价格补贴的棉花数量进行上限管理，超出上限的不予补贴；2017~2019 年新疆棉花目标价格水平为每吨 18,600 元。
2017.04	《关于简并增值税税率有关政策的通知》	财政部、国家税务总局	2017 年 7 月 1 日始，我国棉花增值税将从 13%降至 11%。

资料来源：公开资料整理

竞争格局/态势

我国棉花生产主要集中在新疆地区，2017 年新疆棉花产量占全国棉花总产量的比重约 75%，其中新疆兵团的棉花占总产量的比重约为 30%。我国棉花以国有农业企业生产为主，在上市公司中，棉花生产企业主要有甘肃省敦煌种业集团股份有限公司、新疆赛里木现代农业股份有限公司及鲁泰纺织股份有限公司等，但其棉花生产量和销售量均较小。除了棉花生产外，上述上市公司业务还涉及皮棉、棉种或农（副）产品的生产，少有上市公司专营棉花生产。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	产量（万吨）	销量（万吨）	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
甘肃省敦煌种业集团股份有限公司	4.85	10.82	1.14	2.16	27.67	52.91	1.27	-0.85	-2.62
新疆赛里木现代农业股份有限公司	11.03	9.76	5.61	3.05	22.57	75.28	0.96	0.24	-1.67
鲁泰纺织股份有限公司	64.09	30.15	1.67	0.21	101.71	23.55	6.44	8.83	10.38
棉麻公司	12.44	9.56	—	8.41	11.86	67.53	0.49	0.89	0.17

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

价格波动风险。近年来，受到市场供需状况等影响，国内棉花价格波动较大。受下游纺织服装行业形势低迷影响，棉花需求有所下滑；但近年来棉花产量增长及直补政策的推行，使得棉花供给充足；供需缺口扩大导致近年来棉花价格波动较大，此外，棉花期货炒作等进一步加剧了棉价波动。供给方面，目前我国棉花供给过剩情况较为严峻，根据中国棉纺织行业协会公布的最新数据显示，截至 2018 年 3 月我国储备棉库存为 520 万吨左右，较上年末减少 200 万吨，但尚有一定的库存量，预计储备棉消化至合理水平还需要一定时间，行

业去库存压力仍较大。

B. 白酒酿造

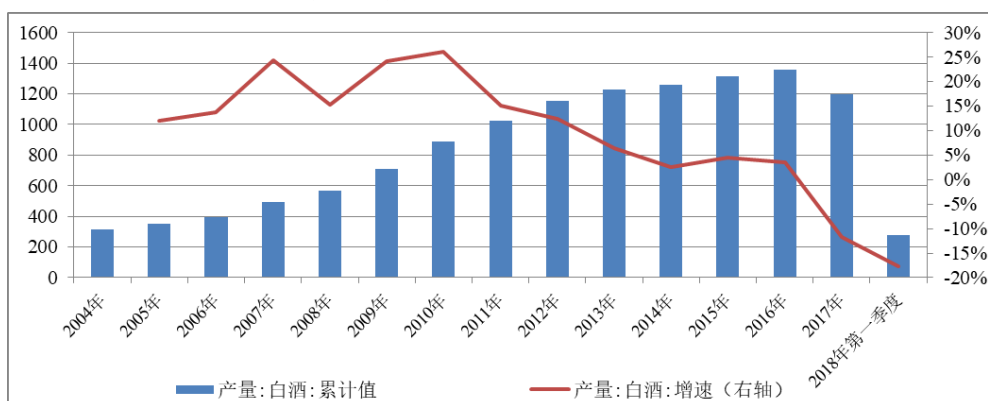
行业概况

我国白酒行业在宏观经济下行以及国家“三公消费”、“八项规定”政策的持续影响下，进入深度调整期，行业产能过剩问题突出，中高端白酒盈利能力趋弱，白酒制造企业经营压力加大。但 2015 年以来，随着我国消费结构逐步转型升级，高端白酒的消费逐步大众化，并对政务消费形成良好替代，白酒行业逐步企稳复苏，行业景气度持续回升。

白酒是我国传统文化的重要组成部分及社会生活、社交不可或缺的饮品，其消费需求与经济发展、人均收入水平密切相关，并随着收入水平的提高而不断扩大。我国是世界上最大的白酒消费国，随着大众消费逐步成为国内白酒市场主力，其未来需求增长动力将主要来自于居民收入水平的提升及消费升级，2015~2017 年，国内城乡居民收入逐年增长，全年人均可支配收入分别为 2.20 万元、2.38 万元和 2.60 万元，同比分别增长 8.90%、8.40%和 9.00%，居民收入的稳步上升为白酒消费增长提供了坚实的基础。

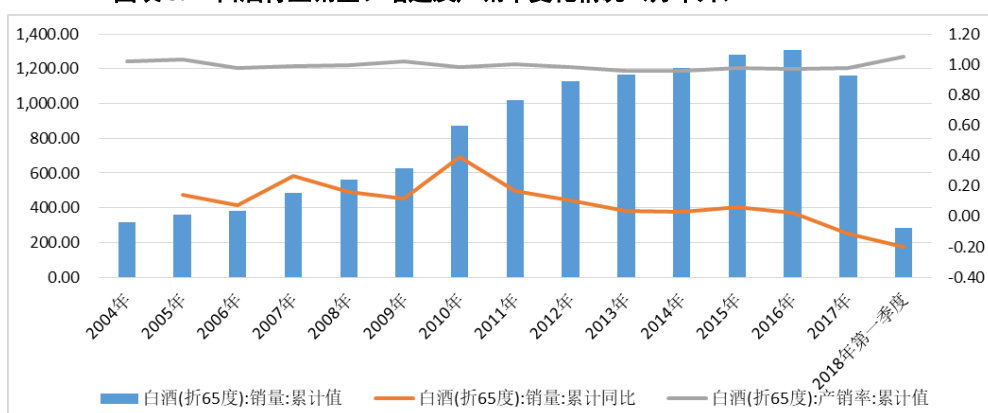
从行业产销情况来看，我国白酒行业在经历了近十年的高速增长后，其产能过剩问题愈加突出，加之 2012 年后，我国接连出现了诸如“食用酒精勾兑事件”、“塑化剂事件”等影响行业发展的负面新闻，以及受到“三公消费”、“八项规定”的政策影响，国内白酒行业增速由“黄金十年”20~30%降至个位数增长。2015 年以来，随着白酒消费群体向大众转移，白酒行业有所回暖。2015 年和 2016 年我国白酒产量分别为 1,312.80 万千升和 1,358.40 万千升，同比分别增长 5.10%和 3.20%，增速同比分别增长 2.35 个百分点和下滑 1.90 个百分点，白酒（折 65 度）产销率分别为 98.00%和 96.90%。2017 年行业整体产销有所下滑，但随着行业集中度的提升，全国规模以上白酒企业的产销量呈上升态势。2017 年我国白酒产量为 1,198.10 万千升，同比下滑 11.80%；当年白酒销量为 1,161.68 万千升，同比下滑 11.03%；产销率为 96.96%。根据国家统计局数据，2017 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1,198.06 万千升，同比增长 6.86%；纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1,593 家，累计完成销售收入 5,654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1,028.48 亿元，同比增长 35.79%。

图表 8. 我国白酒产量及其增速情况（万千升）



数据来源: Wind

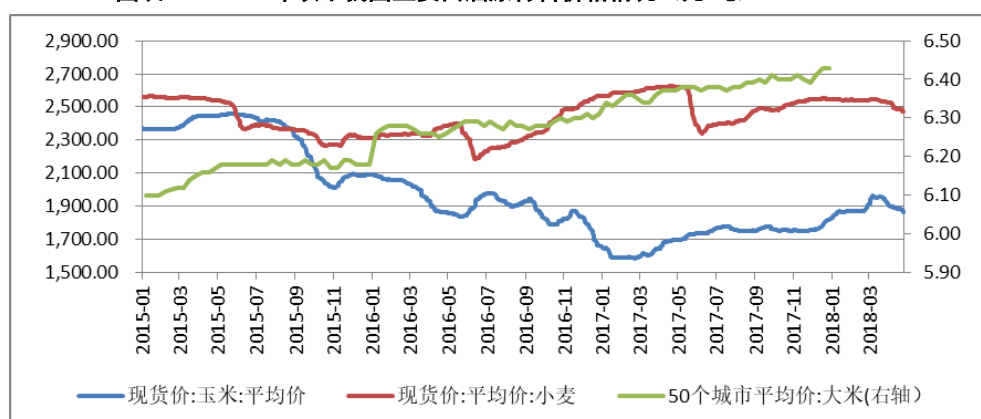
图表 9. 白酒行业销量、增速及产销率变化情况（万千升）



数据来源: Wind

从原材料成本看,白酒行业主要原材料由高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等谷物构成,其价格波动幅度及长期趋势对企业的经营产生一定程度的影响。我国政府为保护农民种植利益,促进农产品价格稳定运行,2004年起开始对小麦、稻谷实施粮食最低收购价制度,并每年保持一定增长幅度,此外我国还对大豆、玉米、油菜籽等农产品实施临时收储政策。2015年以来,受厄尔尼诺天气影响,小麦和水稻产量有所减少,从而推动价格在高位稳定;由于国储玉米库存较大,深加工企业库存充足以及国内玉米市场需求疲软等影响,玉米价格难以回暖。2016年小麦、玉米和大米的均价较2013年分别下降0.60%、28.54%和增长4.24%。2017年以来,玉米产量受国家对玉米种植面积调减等政策影响有所下降,而下游养殖企业需求有所上升,玉米价格呈增长态势;水稻产量有所减少,从而推动其价格继续保持在高位;小麦价格呈先增后降态势,主要是新季小麦上市所致。2017年玉米、小麦和大米均价较2016年全年均价分别下降10.42%、增长6.81%和增长1.59%。煤炭价格和包装物价格较上年同期均有不同程度上涨。整体看,原辅料价格呈稳中有升态势,对白酒行业的成本上升影响较一般。

图表 10. 2015 年以来我国主要白酒原材料价格情况（元/吨）



资料来源：Wind

政策环境

白酒所属的饮料行业发展长期受到我国政府的高度重视和支持。“调结构、促消费”的政策导向对经济起到持续提升作用。尤其在近年宏观经济较为低迷时期，通过拉动内需，刺激消费在一定程度上抵御经济下滑的不利局面。另外，我国近年来温和的通货膨胀，提高了行业运行成本，但行业通过转嫁消化，保持了适度活力。

饮料行业开放程度高，竞争很充分。行业整体的政策环境较为宽松，政府管制强度相对较低。同时，近年来在食品安全等方面陆续有监管政策出台，淘汰落后产能的政策措施仍在持续，对行业规范发展产生积极影响。此外，对于三公消费，政府出台了相关政策，对高档白酒、烟草的消费带来抑制作用。另外，对于税收等政策的变化也将对消费格局产生影响，需加以关注。

图表 11. 主要行业政策

法律法规	发文部门	主要相关内容
中华人民共和国食品安全法	全国人大常委会	建立最严监管制度，设置罚则确保“重典治乱”，规定食品安全社会共治，强化互联网食品交易监管，强化企业主体责任，强化地方政府属地管理责任。
食品经营许可证管理办法	国家食药监局	规范食品经营许可证活动，加强食品经营监督管理，保障食品安全。
食品生产许可管理办法	国家食药监局	规范食品、食品添加剂生产许可活动，加强食品生产监督管理，保障食品安全。
酒类行业流通服务规范	商务部	规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。
关于进一步加强白酒质量监督管理工作的通知	国家食药监局	要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督管理，严厉打击违法违规行为。
关于进一步加强白酒消费税征收管理的通知	国家税务总局	自白酒企业消费税中从价部分合理征收比例为销售收入的 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 12%50%至 70%统一调整为 60%。

资料来源：公开资料整理。

2017 年，国家税务总局发布《国家税务总局关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知》（税总函（2017）144 号），自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%，白酒企业消费

税中从价部分合理征收比例为销售收入的 12%。由于过去消费税在生产环节征收，以及各地区在实际征收时操作的差异，导致白酒企业的消费税上缴比例不一。总体来看，由于高端酒品牌力较强，产品提价空间较大且产品净利率较高，因此消费税对净利润增速的影响相对较小，且容易通过提价消除部分影响；而对中低端白酒的盈利能力造成较大影响。消费税改革有望加速行业分化，从而影响企业的信用质量。

竞争格局/态势

从行业竞争格局看，高端白酒受益行业复苏和消费升级最为显著，茅台、五粮液等基本垄断高端酒市场，行业地位更加稳固。中低端白酒市场份额面临被逐步挤压蚕食的风险，行业品牌分化加剧。

国内高端白酒主要是价格在 600 元/瓶以上档次酒，主要以茅台、五粮液、以及国窖 1573 为代表。300-500/瓶元档次的为次高端酒，以水井坊、舍得为代表。100-300 元/瓶价格为中高端酒，以洋河、古井为代表。30-100/瓶元为中低端酒，以牛栏山和红星为代表。

高端白酒作为高端社交场合的润滑剂，有其特有的刚性需求。尽管政务消费需求的萎缩对高端白酒的打击很大，但高端商务和个人需求依旧存在，同时对品质和品牌提出更高的要求，推进高端白酒回归消费本质。经过三年的深度调整，白酒行业逐步复苏，高端白酒市场也开始回暖，同时重新完成洗牌，出现明显分化。茅台、五粮液、国窖 1573 凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，销量和价格也有明显的回升。二线品牌高端白酒较多依赖当地的政务消费，由于缺乏相应的品牌力和品质的支撑，高价难以维持，纷纷降价进入 300-500 元的次高端市场，试图通过差异化和满足消费者多元化情感需求来竞争。2012 年除茅台、五粮液外，其它品牌合计在高端白酒市场份额占比为 29%，到 2015 年降至 5%以内，目前绝大多数的二线白酒品牌都退出高端市场的竞争。

同时，部分全国性酒企通过多品牌布局，渠道下沉不断挤压和蚕食中低端酒企的市场份额，使中低端酒企竞争环境加剧，由于缺乏有效的竞争手段，部分企业经营持续下滑甚至亏损。如上市公司安徽金种子酒业股份有限公司在安徽市场处于低端品牌定位，面临同质化竞争严重，近几年收入和利润逐年下滑，面临很大的转型压力；上市公司安徽迎驾贡酒股份有限公司以中低端为主的产品结构面临大中品牌酒企市场挤压，2017 年净利润同比下滑；甘肃皇台酒业股份有限公司持续亏损，已资不抵债正进行重大资产重组。总体来看，白酒行业品牌分化趋势逐步显现，得益于消费结构的转型，高端品牌的白酒企业产品销量和销售价格得以快速增长，但中低端品牌的市场面临挤压，品牌分化有所加剧。

图表 12. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	产量（万吨）	销量（万吨）	市场占有率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
贵州茅台酒股份有限公司	582.18	89.80	6.38	6.01	0.52	1,346.10	28.67	4,101.65	290.06	221.53
宜宾五粮液股份有限公司	301.87	72.01	18.02	18.00	1.55	709.23	22.91	86.83	100.86	97.66
泸州老窖股份有限公司	103.95	71.93	16.08	15.41	1.33	197.56	22.49	—	26.02	36.93
江苏洋河酒厂股份有限公司	199.18	66.46	22.01	21.60	1.86	432.58	31.82	3,532.32	66.19	68.83
安徽古井贡酒股份有限公司	69.68	76.43	8.15	8.40	0.72	101.53	32.62	34.08	11.85	9.31
山西杏花村汾酒厂股份有限公司	60.37	69.84	5.97	5.24	0.45	89.40	40.28	12.16	10.04	8.96
四川水井坊股份有限公司	20.48	79.06	0.64	1.06	0.09	27.89	43.34	11.07	3.35	6.11
四川沱牌舍得酒业股份有限公司	16.38	74.62	1.51	1.38	0.12	46.99	43.50	3.10	1.42	4.26
安徽口子酒业股份有限公司	36.03	72.90	3.15	3.29	0.28	76.76	33.76	12.76	11.14	15.69
江苏今世缘酒业股份有限公司	29.52	71.71	2.72	2.70	0.23	72.23	26.92	75.42	8.95	10.01
安徽迎驾贡酒股份有限公司	31.38	60.64	424	4.37	0.38	58.90	29.95	29.32	6.67	6.80
河北衡水老白干酒业股份有限公司	25.35	62.42	3.78	4.97	0.43	28.87	40.75	—	1.64	-1.55
京顺鑫农业股份有限公司	117.34	33.92	44.10	42.93	3.70	184.12	61.29	1.09	4.42	24.71
新疆伊力特实业股份有限公司	19.19	47.73	2.90	2.82	0.24	30.69	27.13	—	3.57	3.42
酒鬼酒股份有限公司	8.78	77.94	0.61	0.58	0.05	25.42	21.09	573.05	1.74	2.25
金徽酒股份有限公司	13.33	63.01	1.50	1.54	0.13	23.33	21.67	52.21	2.53	1.07
青海互助青稞酒股份有限公司	13.18	65.67	1.76	1.81	0.16	26.64	13.73	—	-0.98	0.28
安徽金种子酒业股份有限公司	12.90	52.75	1.37	1.42	0.12	31.34	28.13	33.12	0.09	-2.48
甘肃皇台酒业股份有限公司	0.48	36.07	0.11	0.18	0.02	2.52	156.58	-0.78	-1.88	-0.26

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

原材料价格波动风险。白酒的原材料主要包括高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等农作物，其价格受国家农产品政策、市场供求状况、气候及其他自然灾害等多种因素影响，其价格的波动将会导致白酒制造成本的波动。如果原材料价格上涨，白酒企业短期内难以通过提价等方式将成本转移至下游客户，将会对公司经营业务造成不利影响。

食品安全风险。白酒的产品质量和安全是消费者关注的重要因素，若食品安全出现问题，对企业经营将产生难以预计的后果，甚至对整个行业的景气度产生很大的负面影响。随着食品安全监管体系不断完善，食品安全信息透明度越来越高，消费者食品安全意识越来越强，对整个行业的质量安全管理提出了更高要求，白酒行业生产企业需要在原材料采购、酿造以及包装等各个环节的质量管理上进一步提升。

C. 建筑行业

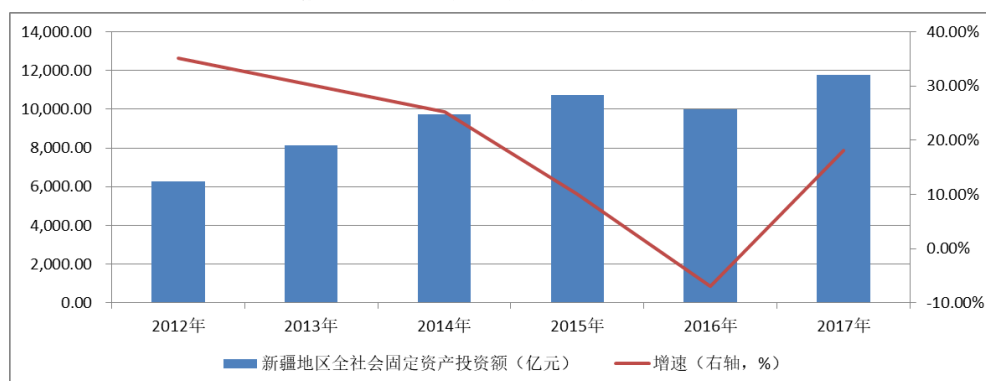
近年来新疆地区固定资产投资力度较大，建筑施工行业仍有一定的发展前景，但大型施工企业的进入也将加大本地企业的竞争压力。

在特定的区域政治经济背景下，中共中央召开第一次新疆工作座谈会决定实行一揽子政策强力推动新疆地区发展，主要通过中央直接投资、19 省援疆及对新疆进行财税支持等方式实现。在财税支持方面，国家决定在西部大开发的优惠税收基础上，出台支持新疆发展的特殊税收优惠政策，如能源税收优惠政策和喀什、霍尔果斯企业所得税“五免”政策。2014 年 4 月中央召开第二次新疆工作座谈会，再次表明了今后中央支持新疆发展的总体思路，中央投资额继续向新疆自治区和兵团倾斜，有力地促进了社会资本在新疆地区的投资。

在上述因素的推动下，2010~2014 年新疆地区的固定资产投资规模年均增长长达 29.00%，远高于全国平均水平。但 2015 年以来，受全国经济增长放缓影响，2015 年投资增速有所回落，2016 年投资额同比出现下降态势。2015~2016 年，新疆地区全社会固定资产投资分别为 10,729.32 亿元和 9,983.86 亿元，同比分别增长 10.10%和下降 6.90%，2016 年已跌至 2006 年以来新低水平。由于 2016 年固定资产投资大幅下降，新疆在 2017 年政府工作报告提出 2017 年大幅提升全社会固定资产投资的目标，当年新疆地区完成全社会固定资产投资 11,795.64 亿元，同比增长 20.00%，其中国有投资 8,378.79 亿元，同比增长 28.53%；但民间资本投资信心仍不足，当年民间投资 3,416.85 亿元，同比增长 1.30%，占固定资产投资的比重为 21.10%。受益于投资结构的调整和优化，第三产业投资 8,005.57 亿元，增长 44.90%，占固定资产投资的比重达 67.87%。此外，同期工业增加值保持增长，同期规模以上工业增加值增长 6.10%。长期看，新疆作为我国丝绸之路经济带核心区，随着“五大中心”、“十大进出口产业集聚区”³建设专项规划的落实推进，以及新疆自治区 440 项重点项目的开工建设，预计未来新疆地区固定资产投资将有所增长，当地建筑行业也仍将具有一定的发展空间，但是中央直接投资和援疆活动也将使更多实力雄厚的施工企业进入新疆地区参与地区竞争，而区域内施工企业在资金实力、施工资质、技术实力、施工装备和人才储备等方面仍有较大差距，在大型项目上的竞争处于劣势，未来面临的输入性竞争压力将加大。

³ “五大中心”为交通枢纽中心、商贸物流中心、金融服务中心、文化科技中心、医疗服务中心；“十大进出口产业集聚区”为机械装备出口、轻工产品出口加工、纺织服装产品出口加工、建材产品出口加工、化工产品出口加工、金属制品出口加工、信息服务业出口、进口油气资源加工、进口矿产品加工、进口农林牧产品加工等产业集聚区。

图表 13. 近年来新疆地区全社会固定资产投资情况



资料来源：新疆国民经济与社会发展统计公报

(3) 区域市场因素

新疆生产建设兵团使命明确，同时也是新疆地区社会经济发展的重要力量，近年来中央财政扶持力度不断加大，有利于提升兵团整体实力，作为兵团下属师，近年来第四师经济、地方财力有所波动但整体呈增长态势，第四师财政实力对政府补助收入依赖性高。

新疆生产建设兵团组建于 1954 年，承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，是新疆维吾尔自治区的重要组成部分。作为中央一级预算单位和国家计划单列单位，兵团在所辖垦区内依照国家和新疆维吾尔自治区的法律、法规自行管理内部的行政、司法事务，受中央和自治区人民政府的双重领导。中央对其的“铁壁铜墙、中流砥柱、生产大军”定位，明确了兵团在当前环境下不仅是我国安全稳定重要力量，同时也是西部经济建设生力军的重要政治和经济地位。2010 年 5 月的中央新疆工作座谈会，进一步明确了中央支持新疆发展的政府同样适用于兵团，并要求把城镇化、新型工业化和农业现代化作为兵团特殊体质和社会主义市场经济体制紧密结合的有效措施，通过安排中央预算内投资和国有资本经营预算等渠道扶持兵团产业发展，加大对兵团的综合财力补助力度，提高中央财政对兵团公共事业发展的保障水平，加强兵团干部人才队伍建设，增强兵团自我发展能力，支持兵团切实履行好屯垦戍边的重要职责。

兵团作为从军队整体转业而建立的党、政、军、企合一的特殊社会组织，其管理体制带有浓厚的计划性、集中性和组织性，这种管理体制使其在社会经济生产中具有强有力的组织协调能力和集中力量办大事的能力。近年来兵团积极推进财务改革，建立了兵、师、团三级财务预算管理体制，增强了兵团对系统内财务的调控能力。

第四师是新疆生产建设兵团下属师，成立于 1954 年，是兵团在疆北的重要分支，第四师拥有丰富的资源优势独特的地缘优势，诸多产业位居兵团、全疆乃至全国前列。近年来，第四师实现地区生产总值逐年提升，2015~2017 年分别为 145.20 亿元、157.53 亿元和 175.60 亿元，同比分别增长 16.00%、7.90% 和 10.30%；实现社会消费零售总额分别为 23.61 亿元、26.48 亿元和 29.98 亿

元，同比分别增长 22.90%和 12.80%和 13.30%；实现城镇居民人均可支配收入分别为 3.06 万元、3.33 万元和 3.60 万元，同比分别增长 13.60%、9.00%和 8.20%。第四师主要产业为农业，第一产业占比相对较高，但第二产业尤其是工业发展较快；第四师经济增长对投资依赖程度较高，近年来经济发展总体态势良好，地方经济发展增速快速提升。

图表 14. 2015~2017 年第四师经济发展情况（亿元，%）

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比
地区生产总值	145.20	16.00	157.53	7.90	175.60	10.30
第一产业增加值	37.65	5.80	38.41	0.80	42.20	7.90
第二产业增加值	78.25	21.00	84.11	9.70	89.50	6.20
第三产业增加值	29.30	13.80	35.01	12.30	43.90	23.70
三次产业结构	25.9:53.9:20.2		24.4:53.4:22.2		24:51:25	
工业总产值	165.31	17.80	177.36	7.30	193.58	9.10
固定资产投资完成额	122.29	0.70	113.81	-6.90	139.50	31.10
社会消费品零售总额	23.61	22.90	26.48	12.80	29.98	13.30
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.06	13.60	3.33	9.00	3.60	8.20

资料来源：根据 2015 年第四师国民经济和社会发展统计公报、2016 年和 2017 年第四师可克达拉市国民经济和社会发展统计公报整理

基于特殊的政治及区位优势地位，新疆持续获得国家的大力支持。2014 年第二次中央新疆工作座谈会，提出要加强新疆铁路等基础设施建设，发展现代物流，立足区位优势，建设好丝绸之路经济带核心区；采取特殊的财政、投资、金融、人才等政策，加大扶贫攻坚和民生改善力度，促进南疆加快发展。此外，新疆位居东起于环渤海经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈的北、中、南三条丝绸之路经济带交通通道的交汇处，同时是欧洲两大经济圈的重要节点和枢纽，被定位为丝绸之路经济带核心区，未来将继续获得国家政策和资金的大力支持。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司业务规模进一步扩大，经营仍呈现多元化发展格局，经营业绩整体维持稳定。受益于白酒行业回暖，公司白酒业务收入有所增长；建筑施工板块业务量增加，使得业务收入有所增长；农业板块的经营业绩易受农产品及棉花价格波动的影响；公司电力板块目前已基本投入运营，2017 年电力板块营业收入实现大幅提升；化工板块尚处于培育期，后续经营效益的体现仍有待关注。此外，公司在建项目后续仍面临较大的资本性支出压力。

该公司现阶段核心业务为农业、建筑施工和白酒酿造，还涉及医药流通、电力、化工、酒店服务等业务。2017 年，公司营业规模保持了扩张态势，当年公司实现营业收入 112.79 亿元，同比增长 17.73%；实现营业毛利 18.81 亿

元，同比增长 17.86%。2018 年第一季度，公司实现营业收入 15.98 亿元，同比下滑 12.91%，主要是农业板块收入同比下滑所致；实现营业毛利 3.86 亿元，同比增长 6.59%。

从收入结构来看，农业、建筑施工和白酒业务为该公司收入和盈利的主要来源，2017 年及 2018 年第一季度合计占比分别为 74.97%和 62.63%。公司直属第四师管理，在第四师国资委授权范围内进行国有资产经营、管理与托管。公司本部主要承担管理职能，各业务的运营由下属子公司和二级子公司负责，主营的农资业务、建筑施工及白酒酿造运营模式均为横向规模化发展，在第四师辖区内均长期居于龙头地位。

图表 15. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
农业/农资购销、棉麻销售	农业	新疆	规模/价格/管理/政策
建筑施工	建筑业	新疆、四川	规模/管理
白酒酿造	饮料行业	全国/新疆	品牌/成本/规模/管理

资料来源：农四师国资

除农业、建筑施工和白酒酿造主业外，该公司还经营电力、医药销售、化工、精油产品等业务，规模较小，且较为分散。

电力业务方面，2017 年及 2018 年第一季度该公司电力板块分别实现营业收入 11.99 亿元和 2.96 亿元，同比分别增长 31.76%和 117.65%；实现毛利率分别为 14.89%和-1.47%，其中 2018 年第一季度电力业务毛利率为负，主要是当期发电成本较高所致。公司电力板块业务运营主体为新疆生产建设兵团第四师电力公司（简称电力公司）。电力公司目前负责 19 个农牧团场及 4 个地方乡场的工业、农业、居民、商业供电任务，逐步形成了霍尔果斯垦区、昭苏垦区、赛口垦区 3 个供电电网及南岗和阿拉尔 2 个供电小区。电力公司自建有小水电站进行供电。目前，电力公司自有电源包括小水电站 23 座，发电机组 42 台，总装机容量 45,700KW。近年来因 63 团、73 团硅厂用电需求的上升，电力公司供电量逐年增加，2017 年及 2018 年第一季度分别完成供电量 26.70 亿千瓦时和 6.20 亿千瓦时，同比分别增长 20.98%和 14.60%。

医药销售方面，该公司医药销售业务的经营主体为新疆利生医药药材有限公司（简称医药公司）。截至 2018 年 3 月末，医药公司有符合国家药品存储标准的药品储备库、阴凉库、冷库、常温库 9,248.82 平方米，并已与伊犁州、博州 8 县 3 市（伊宁、奎屯、博乐）870 多家医疗机构和药店建立了配送供应关系。由于跟踪期内公司解除了与伊犁州下属县城的乡镇卫生院托管的小型诊所和药店的配送供应关系，因此期末与公司建立配送关系的医疗机构和药店数较 2016 年末减少了约 500 家。随着现代医药物流配送中心及连锁店的投入使用，近年来医药公司业务保持稳定发展态势。2017 年及 2018 年第一季度，公司医药销售板块分别实现收入 4.52 亿元和 1.87 亿元，同比分别增长 18.32%和 26.22%，主要是医药公司的合并范围扩大所致；实现毛利率分别为 19.68%和

8.79%，同比分别增加 8.99 个百分点和 1.89 个百分点。未来随着第四师辖区以及伊犁州城镇化进程的加快，医药公司业务具有一定的成长性。

化工业务方面，该公司化工板块的经营主体为南岗投资，目前已形成集煤矿开采、氯碱化工、PVC 树脂、电石等多种产品于一体的煤电化工循环产业链。南岗投资现拥有喀赞其煤矿、铁厂沟煤矿、振兴厂煤矿 3 个煤矿开采权，共拥有煤炭储量 4.20 亿吨，截至目前均尚未开采。此外，南岗投资还通过子公司伊犁南岗化工有限责任公司⁴（简称南岗化工）从事电石、PVC 树脂和烧碱等化工产品的生产和销售，具有年产 12.00 万吨 PVC 树脂、10.00 万吨烧碱和 18.00 万吨电石的生产能力，2017 年产能利用率分别为 79.00%、67.60%和 65.00%。南岗化工产品销售市场主要在疆内，自 2013 年开始试产，近年来销量不断增加，产销率超过 90%。由于 2016 年 1~4 月南岗化工停产导致 PVC 等产品的销售量较小，2017 年以来产品销售量同比大幅上涨，销售价格继续回升，2017 年销售收入同比实现大幅好转，当年南岗化工实现收入 9.08 亿元，同比增长 59.58%；实现毛利率为 18.00%，同比增加 12.70 个百分点。2018 年第一季度，受化工市场行情波动的影响，南岗化工实现收入 1.30 亿元，同比下降 9.09%；毛利率为-3.00%。

图表 16. 2015 年以来南岗化工销售情况（万吨，元/吨）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
PVC	4.10	4,522.00	5.35	4,829.00	7.83	5,364.00	0.75	5,434.00
烧碱	3.00	1,667.00	3.58	1,836.00	6.51	2,623.77	2.34	3,073.65
电石	0.02	2,872.00	0.01	2,751.00	—	—	—	—
合计	7.12	—	8.94	—	14.34	—	3.09	—

资料来源：农四师国资

精油业务方面，该公司精油产品业务由新疆伊犁伊帕尔汗香料发展有限责任公司（简称伊帕尔汗）负责运营，主要产品包括精油、纯露、干花、香枕及香包等 7 大类 130 多种薰衣草系列产品，具有一定的资源优势 and 品牌知名度。跟踪期内，伊帕尔汗销售情况仍较一般，2017 年及 2018 年第一季度分别实现营业收入 0.27 亿元和 0.05 亿元，短期内经营业绩仍承压。

酒店服务方面，该公司宾馆餐饮收入主要来自新疆伊犁大酒店、乌鲁木齐亚馨商贸公司和新疆伊犁花城宾馆 3 家酒店。2017 年及 2018 年第一季度实现营业收入 0.58 亿元和 0.14 亿元，同比基本持平，总体发展较稳定。

⁴ 该公司与其子公司新疆南岗投资有限责任公司分别持有南岗化工 27.9%和 19.5%的股权，2013 年第四师国资委将其间接持有的南岗化工 8%股权委托公司管理，从而对南岗化工达到控制，纳入当期合并报表范围。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 17. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	90.12	95.81	112.79	15.98	18.35
其中：核心业务营业收入（亿元）	73.79	75.38	84.55	10.01	13.13
在营业收入中所占比重（%）	81.88	78.68	74.97	62.63	71.53
其中：（1）农业	27.20	28.71	28.17	2.43	6.05
在核心业务收入中所占比重（%）	36.86	38.09	33.32	24.25	46.07
（2）建筑施工	30.44	29.93	37.23	2.40	2.31
在核心业务收入中所占比重（%）	41.25	39.71	44.04	24.01	17.61
（3）白酒酿造	16.15	16.74	19.15	5.18	4.77
在核心业务收入中所占比重（%）	21.89	22.21	22.65	51.74	36.32
毛利率（%）	17.94	16.66	16.68	24.12	19.71
其中：农业（%）	8.52	7.07	8.29	17.44	5.66
建筑施工（%）	10.44	6.97	6.56	10.00	4.14
白酒施工（%）	50.94	49.80	47.75	50.06	49.14

资料来源：农四师国资

A. 农业

该公司农业板块主要运营主体为农四师供销合作社联合社（简称供销社），主业为农资、棉麻产品购销，合计收入约占板块收入的 80%以上；其他业务包括农用种子制种、白砂糖加工等。2017 年业务拓展至畜牧业，当年公司下属子公司新疆生产建设兵团第四师创锦农业开发有限公司（简称创锦农业）与新疆伊犁巴口香实业有限责任公司（简称巴口香）合资成立可克达拉市创锦牧业有限公司（简称创锦牧业），注册资本为 5,000.00 万元，分别持股 51%和 49%；2018 年 4 月，创锦农业收购巴口香所持有的创锦牧业 49%股权，公司实现对创锦牧业 100%⁵控股。创锦牧业主营业务为农副产品的生产加工，主要收入来源于肉牛销售，目前创锦牧业肉牛存栏量 11,000 只，2017 年及 2018 年创锦牧业实现营业收入为 1.03 亿元和 0.30 亿元，实现净利润 0.09 亿元和 0.02 亿元。

该公司农业板块收入和利润易受农资、棉麻、制种等产品销量及价格波动影响，2017 年及 2018 年第一季度，农业板块收入分别为 28.17 亿元和 2.43 亿元，同比分别下滑 1.88%和 59.83%，主要是兵团土地确权⁶导致农资产品销量减少所致；实现毛利率分别为 8.29%和 17.44%，其中 2018 年第一季度毛利率较高，主要是由于子公司新疆绿华糖业有限责任公司（简称绿华糖业）贡献了

⁵ 其中公司和供销社分别持有创锦农业 49%和 51%股份，创锦农业持有创锦牧业 100%股份。

⁶ 2011 年，国土资源部、财政部、农业部联合下发了《关于加快推进农村集体土地确权登记发证工作的通知》（国土资发〔2011〕60 号），农村集体土地确权登记发证是对农村集体土地所有权和集体土地使用权等土地权利的确权登记发证，旨在把农村集体土地所有权确认到每个具有所有权的农民集体。2018 年以来，新疆兵团第四师职工土地划分工作全面推进。

较高的毛利率（23.83%）⁷。

（1）农资购销

供销社下属子公司农业生产资料公司（简称农资公司）是该公司农资购销业务的主要运营主体，其主要从事化肥、农药等农业生产资料的批发零售，主要经营品种包括尿素、磷酸铵、复合肥等化肥产品，以及各种规格农膜和农药等百余种产品。2017 年及 2018 年第一季度，农资公司分别实现主营业务收入 8.05 亿元和 0.06 亿元，同比分别下降 3.01%和 50.00%，其中 2018 年第一季度同比大幅下滑主要是受市场供需影响所致。

该公司农资购销业务核心驱动因素主要包括规模、价格、管理和政策。

从规模因素来看，2017 年及 2018 年第一季度，该公司化肥、农药、地膜和金属材料合计销售量分别为 20.58 万吨和 0.24 万吨，以化肥销售为主，其中 2017 年由于市场需求低迷，化肥销量有所下滑，当年农资公司新增铜和锌锭等金属材料贸易业务，实现收入 3.96 亿元，农资公司从上海、贵州等地的企业批发金属商品，销售给新疆的金属材料制造企业，由于金属价格较易波动，未来农资公司将视市场行情而拓展或缩减该业务规模。2018 年第一季度，受化肥行情低迷的影响，公司化肥销售量同比下滑 32.43%至 0.24 万吨，化肥销售价格同比下滑至 1,620.00 元/吨；由于金属行业低迷，2018 年以来公司未再开展金属材料贸易业务。

图表 18. 农资公司主要产品销售量和销售价格情况表（万吨、元/吨）

种类	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度		2017 年第一季度	
	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格	销售量	销售价格
化肥	31.11	2,344.00	32.12	2,420.00	18.00	1,931.00	0.24	1,620.00	0.35	1,689.00
农药	0.06	43,395.00	0.06	39,997.00	0.07	39,147.00	—	—	—	—
地膜	0.15	12,455.00	0.09	11,609.00	0.11	11,120.00	—	—	—	—
金属材料	—	—	—	—	2.40	16,500.00	—	—	—	—
合计	31.32	—	32.27	—	20.58	—	0.24	—	0.35	—

资料来源：农四师国资

从价格因素来看，农资公司的产品销售价格在进货价格、运输成本和装卸成本之上加上一定目标利润来确定，其中化肥销售价格随市场行情波动而波动，2017 年及 2018 年第一季度化肥销售价格分别为 1,931.00 元/吨和 1,620.00 元/吨，同比分别下滑 20.21%和 4.09%；2017 年农药和地膜销售价格均小幅下滑；2017 年金属销售价格为 16,500.00 元/吨，但由于金属价格较易波动，经营风险相对较大，2018 年第一季度未再经营金属材料贸易业务。整体来看，为了支持团场农户的发展，农资公司在销售产品时制定了较为优惠的价格，此外，农资价格的波动易对盈利水平产生影响，一定程度上影响了农资公司的经营效益。

采购管理方面，农资公司为第四师辖区内规模最大的农业生产资料渠道

⁷ 2015~2017 年，绿华糖业实现毛利率分别为 10.36%、10.27%和 14.37%；2018 年第一季度，由于成本同比大幅下降，绿华糖业实现毛利率 23.83%。

商，凭借其在第四师辖区和伊犁周边地区的龙头经营地位，农资公司目前已与中国石油乌鲁木齐石化分公司、贵州瓮福集团有限责任公司、新疆金牛粮桥农资有限公司等农资生产商建立了稳定的销售合作关系，并拥有云南祥丰磷肥系列产品在新疆自治区的独家代理权。农资公司主要采用预付款的形式向化肥生产企业采购，一般提前 5~10 天预付 90.00% 货款，待对方发货后结清余款。

销售管理方面，农资公司销售的农资产品主要面向第四师区域内各团场农户，向团场农户的销售额占销售总额的 90% 以上。销售方式方面，除 76、77 团团场外，农资公司在第四师区域内均设有分公司。此外，农资公司还在伊犁州及周边地区建立农资超市和农资销售网络，截至 2018 年 3 月末，农资公司已建立自营及加盟农资销售网点 258 个、农资超市 85 个，基本实现销售范围覆盖农四师全部辖区。货款结算上，农资公司根据农户作物种植季节，一般在七、八月份和年终收回销售款。

根据财政部与国家税务总局联合发布的《关于简并增值税税率有关政策的通知》（财税[2017]37 号），自 2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13% 增值税税率。该公司销售或者进口农产品（农产品（含粮食））、农药、农膜、化肥等货物，自 2017 年 7 月 1 日税率调整为 11%。税率的下调有利于公司农业业务的经营和发展。

（2）棉麻销售

供销社下属子公司新疆生产建设兵团第四师创锦棉业有限公司（简称棉麻公司）是该公司棉花销售业务的主要运营主体。棉麻公司是第四师辖区内唯一具有棉花收购权的棉花收储加工企业，承担着第四师各个团场棉花的收购、检验、加工、销售任务。2017 年，棉麻公司实现主营收入 12.44 亿元，同比基本持平；实现毛利率为 9.56%，整体较为稳定；2018 年第一季度，棉麻公司实现主营收入 0.56 亿元，同比下滑 75.33%，主要是由于棉麻销售价格下滑，公司减少销售量所致；当期毛利率为 3.68%，同比增加 0.41 个百分点。

截至 2018 年 3 月末，第四师下属各种植团场总计共有 16.00 万亩棉田，较 2016 年末减少 2.22 万亩。2017 年，由于气候适宜，棉花单产提高，当年棉麻公司向棉农收购籽棉 18.68 万吨，同比增长 47.90%；棉花销售量为 8.41 万吨，同比小幅下滑 3.00%。2018 年第一季度，由于未到棉籽收成季节，公司尚未进行棉籽收购；同期棉花销售量为 0.38 万吨，同比大幅下降，主要是市场需求减少所致。

图表 19. 棉麻公司籽棉收购情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
收购量（万吨）	6.82	12.63	18.68	—
收购金额（亿元）	5.72	9.86	11.94	—

资料来源：农四师国资

图表 20. 棉麻公司棉花销售情况表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2017 年第一季度
销量（万吨）	9.31	8.67	8.41	0.38	1.63
销售额（亿元）	12.04	12.02	12.44	0.56	2.27

资料来源：农四师国资

价格是影响棉麻公司生产和经营的重要因素之一。近年来，由于棉花增产及市场供需等因素影响，棉麻公司棉籽采购均价逐年下滑，2015~2017 年棉籽采购单价分别为 8,387.10 元/吨、7,806.81 元/吨和 6,391.86 元/吨。销售价格方面，受到棉花整体市场价格上涨影响，2015~2017 年棉麻公司棉花销售价格逐年提升，分别为 12,932.33 元/吨、13,863.90 元/吨和 14,791.91 元/吨；2018 年第一季度，棉花销售价格小幅下滑至 14,736.84 元/吨。

管理方面，棉麻公司对棉花等大宗农产品的生产经营实行供种、播种（机耕）、种植灌溉、施肥和购销五统一模式。棉麻公司主要收购第四师辖区内棉农籽棉，并通过 3 个植棉团场轧花厂和 5 个下属轧花厂进行棉花加工后，向市场提供皮棉产品。棉麻公司下属第四师辖区外的棉花轧花厂均位于南疆棉花主产区，可按照当地市场价格向周边地区棉农收购籽棉，原料供应较有保障。货款结算上，籽棉采购由棉农向轧花厂自行交售，并按照现货现款的形式向农户采购棉花。销售方面，棉麻公司以批发形式进行销售，并在济南设有 1 个销售分公司，为济南创锦棉业有限公司，客户主要分布在河南、江苏、浙江、四川及山东等地，客户关系较为稳固。2017 年以来，棉麻销售以下属各子公司自行销售为主，客户集中度较 2016 年大幅减少约 40%，2017 年前三大客户分别为湖北华中棉纺交易中心有限公司、中棉南通集团有限公司、科尔集团有限公司，销售占比合计为 18.66%。

政策方面，棉花产业作为我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，历年来国家对棉花行业的发展极为重视，近三年国家多次出台棉花产业政策，以宏观调控棉花行业的发展。根据发展改革委、财政部、农业部联合下发的《2014 年棉花目标价格》，我国已经实行多年的临时收储政策改为直补政策；2015 年以来，受到直补新政的影响，棉花价格有所波动，但总体趋于稳定。棉花直补政策一方面稳定棉花种植面积，另一方面降低了棉花的市场流通价格，长期来看，棉花直补政策有助于缓解国内外棉花价差倒挂现象，且棉花成本的下降有利于提升国内棉纺企业的竞争力。

B. 建筑施工

该公司建筑施工业务主要由伊犁宏远建设有限责任公司⁸（简称宏远建设）运营。宏远建设系经自治区建设厅核准的工民建、公路、水利水电和装饰装修工程全二级的综合型施工企业；且拥有房屋建筑施工一级资质。宏远建设主要承担第四师辖区内的道路、房屋、水利水电及市政公用工程施工项目的建设，已成为第四师规模最大、资质最齐全的施工单位。截至 2018 年 3 月末，宏远

⁸ 宏远建设于 2000 年 6 月由第四师国资委出资成立，并于 2010 年 3 月由该公司托管并纳入公司合并报表范围。

建设下设 45 个核算单位，其中分公司 11 个、工程部 17 个、专业公司 5 个、附营单位 3 个、管理服务性单位 9 个，年施工能力超过 80 亿元。公司业务模式以工程总承包为主，即公司通过招投标获得项目后与客户签订合同，对工程项目的的设计、采购、施工等实行全程承包，并对工程的质量、安全、工期和造价等全面负责。

2017 年及 2018 年第一季度宏远建设主营业务收入分别为 37.23 亿元和 2.20 亿元，同比基本持平。宏远建设系由 20 世纪 70 年代的老国企转制而来，一直承担着自办社区等社会职能，企业政策性负担沉重。另外公司承接的第四师项目较多，受投标限价影响，公司中标工程多以超低价中标，影响了其自身的盈利能力，同期毛利率分别为 7.11% 和 6.80%，盈利能力有待提高。

从规模因素来看，近年来因可克达拉市、金港工业园电厂及各团场保障房等项目的建设，宏远建设承接工程量大幅增加，业务规模快速扩大。2017 年及 2018 年第一季度宏远建设中标项目合同金额分别为 50.32 亿元、58.38 亿元、54.00 亿元和 21.00 亿元，其中 2017 年同比下降 7.50%，合同金额虽然有所下滑但仍能够保证公司全年收入规模。在立足本地的基础上，宏远建设积极将业务范围扩展至疆外，目前已在四川建立分公司，主要进行棚户区改造、土地整理、房产开发等项目，目前四川地区项目已处于收尾阶段，2017 年及 2018 年第一季度四川地区业务收入分别为 3.89 亿元和 0.30 亿元。未来随着可克达拉市建设的深入，宏远建设业务区域内的基建投资规模仍将持续增大。

图表 21. 截至 2018 年 3 月末宏远建设主要在建施工项目表（亿元）

工程名称	投标价
四师可克达拉市宏远新天地项目和周边地块公共绿地及河道工程	2.76
兵团霍尔果斯口岸工业园区 B 区二区给水工程（一期）建设项目一标段（输水管网部分）	1.43
可克达拉市市政道路二期建设项目（二期行道树及灌木等）	1.33
可克达拉市中心城区人饮水供水管网建设项目	1.08
第四师霍尔果斯（61 团）一都拉塔公路第六合同段（第四师可克达拉市-G3016 高速互通立交）	0.96
可克达拉市二期道路绿带建设项目	0.94
可克达拉市引水入城项目一引输水部分一标段	0.73
可克达拉市市政道路二期第二部分三标段	0.69
可克达拉市园林绿化一期（五湖四海）项目将军路河道绿地工程	0.63
可克达拉市城镇生活垃圾处理设施工程项目	0.58
可克达拉市市政道路二期第二部分七标段	0.55
可克达拉市引水入城项目一引输水部分二标段	0.54
可克达拉市中心城区二期热力管网建设项目	0.53
其他项目（75 项）	8.57
合计	21.32

资料来源：农四师国资

从管理因素来看，宏远建设承揽工程均采用公开招投标的形式进行。结算方面，宏远建设一般在合同签订后，预收建设单位合同造价 20~30% 的备料款；工程施工期间，建设方按监理实际审核的工程量支付工程进度款（期间分批扣回预付款）；工程竣工时支付到合同总价款的 85~90%；最后留有 5% 质保金在

1~3 年内收回。受新疆当地雨雪天气影响，宏远建设承接项目一般集中在每年的 4、5 月份开工，并在 10 月份冬季来临之前完工，施工期相对较短。同时，宏远建设承接项目多为第四师批建项目，总体回款较及时且有保障。

C. 白酒酿造

伊力特股份⁹是该公司白酒业务的主要运营主体。伊力特股份主要从事“伊力”牌系列白酒生产和销售业务，是新疆区域龙头白酒企业。2017 年以来，随着白酒行业景气度提升，伊力特股份主营业务收入保持增长态势，2017 年及 2018 年第一季度伊力特股份营业收入分别为 18.19 亿元和 5.00 亿元，同比分别增长 13.69%和 4.82%；毛利率分别为 50.81%和 49.90%，同比分别减少 1.05 个百分点和增加 0.76 个百分点，其中 2017 年毛利率下滑主要是人工成本增长所致。

白酒行业的核心竞争力为品牌，品牌稀缺性是该行业的重要属性。由于品牌的稀缺性，在白酒行业日趋分化的背景下，市场逐步集中于具有优势品牌的白酒企业。白酒行业是传统的具有文化附着力的行业，消费者青睐于历史悠远、文化基础深厚的老品牌名酒，因此品牌的优劣对白酒企业的未来发展起到决定性作用，具有优势品牌的白酒企业更加具有市场竞争力。伊力特股份的“伊力”牌系列白酒被誉为“新疆第一酒”，“伊力”商标为“中国驰名商标”，在新疆地区及国内市场具有一定的品牌知名度。

伊力特属于浓香型白酒，其酿制是采用独特传统生产工艺“架池式发酵法”等操作方法。伊力特股份在大曲微生物生命规律、白酒存储研究、白酒勾兑技术研究等方面均有一定的技术优势。从产品结构及产品定位来看，2017 年伊力特股份中高端（王酒类、老窖类）、中端（老陈类、特曲类）、低端（大曲类）的产品销售收入比重分别为 63.72%、31.48%和 4.80%，较上年分别增加 9.63 个百分点、减少 8.74 个百分点和减少 0.89 个百分点；产品销售量的比重为 34.14%、51.90%和 13.96%，较上年分别增加 7.07 个百分点、减少 5.37 个百分点和减少 1.70 个百分点。其中“伊力老窖”和传统“伊力大曲”是公司主要产品，定位中低端市场。此外，伊力特股份新研制了柔雅青花、婚礼红瓶、浓酱兼香型等时尚概念产品及柔雅型、兼香型白酒，进一步丰富了公司产品体系。

产能方面，截至 2018 年 3 月末，伊力特股份共有 4 个酿酒厂，拥有 14 条白酒生产线，具有年产 4 万吨白酒的生产能力。近年来，在市场总体需求下滑的背景下，伊力特股份在控制产量的同时，积极消化往年库存，库存量有所下滑，其中 2017 年库存量同比有所上升，主要是中低档销量减少所致。近年来，伊力特股份积极调整营销思路，提高中高端酒的销量、减少低端酒销售，导致公司销量虽有所下滑，但营业收入持续增长。

⁹ 伊力特集团持有伊力特股份 50.51%股权，该公司通过伊力特集团间接持有伊力特股份 50.51%股权。

图表 22. 近年来伊力特股份白酒产能及产销情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月末
生产线（条）	14	14	14	14
产能（万吨）	4	4	4	4
产量（吨）	31,410.42	30,049.73	28,961.17	4,859.00
销量（吨）	32,310.63	30,761.50	28,242.34	7,250.00
库存量（吨）	6,804.79	5,879.64	6,811.85	5,865.20

资料来源：农四师国资

伊力特采购的主要原材料包括小麦、高粱、大米、玉米和豌豆，近年来伊力特原材料采购价格整体较为稳定。其中，2015~2017 年及 2018 年第一季度，小麦和高粱采购均价基本持平，分别保持在 2,560.00 元/吨和 2,850.00 元/吨左右；大米和豌豆价格整体均有所上涨，均价分别约为 4,200.00 元/吨和 5,300.00 元/吨；玉米价格亦呈波动态势但整体有所下滑。总体来看，伊力特主要原材料成本呈波动态势，其中部分原材料价格上涨、部分原材料价格下滑，增减相抵，整体成本较为稳定，有利于公司的平稳运营。

图表 23. 伊力特股份粮食采购情况表（万吨，元/吨）

类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
小麦	1.93	2,600.00	1.89	2,600.00	1.98	2,560.00	0.49	2,560.00
高粱	6.33	2,850.00	6.10	2,850.00	6.35	2,800.00	—	—
大米	1.22	4,000.00	1.23	4,550.00	1.20	4,200.00	0.385	4,200.00
玉米	1.65	2,000.00	1.61	1,550.00	1.65	1,800.00	0.46	1,800.00
豌豆	0.12	5,200.00	0.13	5,300.00	0.11	5,400.00	0.032	5,400.00

资料来源：农四师国资

在原辅助材料采购方面，伊力特股份包装材料主要由下属子公司生产；粮食采购以高粱、小麦、大米、玉米、豌豆为主，主要采购区域为第四师及周边地区。其中高粱采购以订单农业模式采购自第四师各团场。总体原材料供应较稳定，且采购成本相对可控。

白酒销售方面，目前伊力特股份的销售区域主要集中在新疆境内和北京、上海、湖南、山东、陕西、浙江等省，其中 2017 年新疆境内占销售额的占比 51.15%。伊力特股份产品销售全部采取专营商代理的模式（买断经营），目前伊力特股份在全国共拥有 50 家经销商，主要以预收款的方式进行结算，但近年来受行业景气度较为低迷的影响，伊力特股份采取部分赊销方式。近年来，为扩大产品销售，伊力特股份除采用部分赊销方式外还制定销售任务奖惩等办法调动经销商积极性，并逐步将营销网络渠道中心下移至三、四级市场，将原先只在省、市级市场设立经销商方式延伸至县、乡（镇），进行营销渠道和管理优化。

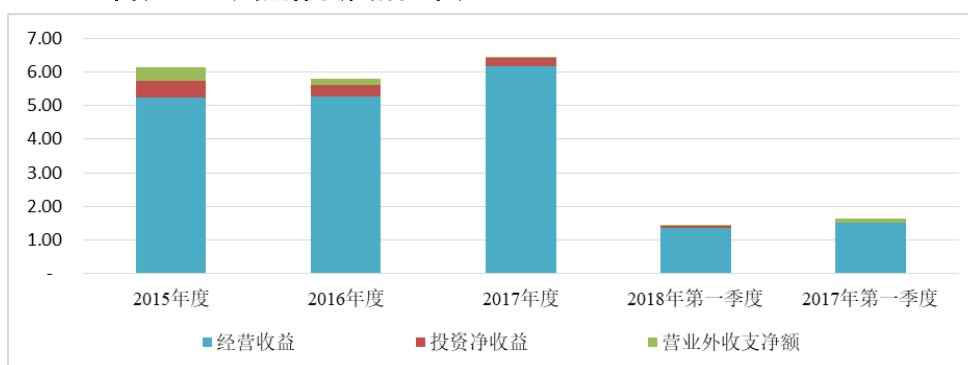
食品安全管理方面，伊力特股份对其生产的白酒进行严格的质量控制，从原酒到产品均需通过三次检验，并结合 6S¹⁰现场管理考核以加强安全生产责任

¹⁰ 整理、整顿、清扫、清洁、素养和安全。

制管理。此外，伊力特股份为保证供水质量，专门成立了水质检验室，对用水区域实行全程检验，并将白酒塑化剂及铅含量的检验项目纳入到产品质量的控制流程中。伊力特股份历史上未出现过产品质量问题，但随着食品安全问题受重视程度日益加大，后续仍将持续面临较大的食品安全管理挑战。

(2) 盈利能力

图表 24. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据农四师国资所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益、营业外收支净额以及公允价值变动损益规模相对较小。2015~2017 年及 2018 年第一季度经营收益分别为 5.24 亿元、5.28 亿元、6.17 亿元和 1.37 亿元，占收益总额¹¹比重分别为 78.76%、86.09%、87.95%和 90.89%；投资净收益和营业外收支净额占比均较小。

图表 25. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	90.12	95.81	112.79	15.98	18.35
毛利（亿元）	16.17	15.96	18.81	3.85	3.62
期间费用率（%）	6.36	6.11	7.10	11.24	8.37
其中：财务费用率（%）	0.81	1.37	2.07	3.72	2.92
全年利息支出总额（亿元）	3.54	2.82	3.54	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.27	0.24	0.17	—	—

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

近年来，该公司经营规模不断扩大，2015~2017 年实现营业收入分别为 90.12 亿元、95.81 亿元和 112.79 亿元，同期营业毛利分别为 16.17 亿元、15.96 亿元和 18.81 亿元，其中 2016 年营业毛利下滑主要是农业和建筑施工业务毛利同比分别下滑 12.39%和 34.30%所致。从各业务板块的盈利情况看，白酒业务的毛利率较高（近年来毛利率保持在 50%左右），2017 年白酒毛利占比达 47.75%，为公司盈利的最重要来源，但收入中占比较大的农业、建筑施工业务盈利水平较低，对公司综合毛利率水平造成一定影响，公司总体盈利能力较一般，2015~2017 年综合毛利率分别为 17.94%、16.66%和 16.68%，其中 2016 年

¹¹ 收益总额=营业利润+投资净收益+营业外收支净额+公允价值变动损益

同比下滑主要是当年农业、建筑施工和白酒业务毛利率均有所下降所致。

从费用支出情况来看，虽然近年来该公司业务规模持续扩大，但因公司多个业务板块在第四师辖区内具有很高的市场地位，销售压力不大，近年来销售费用较为平稳。公司利息支出规模持续扩大，但因公司与下属企业进行资金往来产生较多利息收入¹²，财务费用规模不大。2015~2017 年公司期间费用分别为 5.73 亿元、5.86 亿元和 8.00 亿元，期间费用率分别为 6.36%、6.11%和 7.10%，公司期间费用整体控制在较合理水平。同期，公司产生资产减值损失分别为 1.50 亿元、1.96 亿元和 1.46 亿元，主要为计提的其他应收款和应收账款的坏账准备。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 15.98 亿元，同比下降 12.91%，主要是农业板块营业收入同比下降 59.86%所致；受益于营业成本控制较好，实现毛利 3.85 亿元，同比增长 6.59%；当期公司期间费用有所增长，较上年同期增长 16.97%至 1.80 亿元，其中销售费用同比增长 32.57%。

图表 26. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.50	0.33	0.25	0.04	0.02
其中：理财产品（亿元）	0.49	0.22	0.25	0.04	0.02
长期股权投资收益（亿元）	0.01	0.12	—	—	—
营业外收入（亿元）	0.45	0.30	0.14	0.01	0.10
其中：政府补助（亿元）	0.39	0.27	0.01	0.01	—
资产处置利得（亿元）	0.01	—	—	—	—
其他（亿元）	0.05	0.03	0.13	—	0.10

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司实现投资净收益分别为 0.50 亿元、0.33 亿元、0.25 亿元和 0.04 亿元，主要为持有可供出售金融资产获得的收益；营业外收支净额分别为 0.41 亿元、0.20 亿元、0.04 亿元和 0.05 亿元，2017 年及 2018 年第一季度同比均大幅减少，主要是因为 2017 年会计政策变更，政府补助计入“其他收益”¹³科目所致。

总体看，受营业毛利波动影响，近年来该公司净利润水平有所波动，2015~2017 年净利润分别为 4.71 亿元、4.28 亿元和 5.04 亿元。2018 年第一季度，受营业收入下滑及期间费用上升影响，公司净利润同比下降 15.17%至 0.96 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将继续整合现有资源，积极引进战略投资者，加快推进强强联

¹² 该公司合并口径上未对集团内部往来之间产生的借款利息收支作抵消，导致近年来公司合并口径产生较多利息收入。

¹³ 2017 年计入“其他收益”的政府补助为 3,084.96 万元。

合、上下游整合等多种形式的联合重组，在保持现有疆内外市场份额的基础上，提高销售收入，提升市场竞争力。同时，公司全面精细化落实对权属企业负责人经营业绩目标考核工作，进一步加强对权属企业资产的规范管理；进一步规范和完善公司管理范畴内国有资产监督管理体系，不断加强对权属企业的监督和管理；进一步深化国有企业公司制股份制改革，健全现代企业制度，优化权属企业经济布局 and 结构。

该公司承担了部分第四师辖区内基础设施建设及支援地区经济发展的重要任务，截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 61.27 亿元，资金来源主要为财政拨款及自筹，已累计投资 33.98 亿元，后续仍需投资 27.29 亿元，其中拨款金额合计为 13.07 亿元，自筹资金为 14.22 亿元，公司面临的资本性支出压力较大。

图表 27. 公司重大投资项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2018 年 3 月末投资金额	资金来源	项目状态
南部核心区市政道路工程	11.54	5.35	拨款及自筹	在建
南岗建材 2*135 自备电厂项目	15.00	12.00	自筹	主体部分已完工
可克达拉市特大桥建设项目	4.99	2.69	拨款	在建
伊犁河北岸工程	15.00	4.55	拨款	在建
霍都公路改建项目	2.50	2.18	拨款	在建
山东路至核心区道路	3.32	2.16	拨款及自筹	在建
北部工业园区道路及管网	5.15	1.97	自筹	在建
兴邦大道工程	2.35	2.08	拨款及自筹	在建
可克达拉搬迁项目	1.20	0.79	自筹	在建
驻乌办公室装修项目	0.22	0.21	自筹	在建
合计	61.27	33.98	—	—

资料来源：农四师国资

2018~2020 年，该公司运营资金需求分别为 30.00 亿元、30.00 亿元和 25.00 亿元，计划通过发行债券融资金额分别为 30.00 亿元、30.00 亿元和 25.00 亿元。

图表 28. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	10.00	5.00	5.00
其中：可克达拉市市政及道路建设相关项目（亿元）	10.00	5.00	5.00
营运资金需求（净额，亿元）	30.00	30.00	25.00
融资安排（净额，亿元）	30.00	30.00	25.00
其中：权益类融资（亿元）	—	—	—
债务类融资（亿元）	30.00	30.00	25.00

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，公司最终控制人仍为第四师。公司继续推进管理体制完善，但公司下属企业数量较多，且经营行业跨度较大，仍面临着持续较大的整合及管控压力。此外，公司现有关联方占款仍存在一定的回收难度。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，由第四师国资委代表第四师行使出资人职责，公司最终控制人仍为第四师。

作为兵团在疆北的重要分支，第四师拥有丰富的资源优势 and 独特的地缘优势，诸多产业位居兵团、全疆乃至全国前列。2017 年第四师实现地区生产总值 175.60 亿元，比上年增长 10.30%，在兵团 14 个师中排名第 5 位，经济实力较雄厚。2015 年 4 月，第四师辖区内 66 团和 68 团所在的可克达拉正式获国务院批准挂牌设市。2017 年以来，可克达拉市逐步推进城市建设，基础设施建设全面拉开，其中一期管网工程全部完工，给水厂正式运行，七一七大道等 34 条主次干道建成通车，“四馆”等功能性项目及 29 个市民服务项目全面推进。2017 年可克达拉市全年完成地区生产总值 40.28 亿元，同比增长 11.80%，实现税收收入 1.05 亿元，进一步增强了第四师的财政实力。

该公司作为第四师下属重要的国有资产经营主体，能够在资金、业务等方面得到第四师的大力支持，历年来第四师多次将优质资产注入公司。2017 年以来，第四师交通局划拨给公司新增子公司可克达拉市国投交通建设投资有限公司（简称可克达拉交通公司）¹⁴的各兵团团场的公路资产合计约 12.22 亿元。截至 2018 年 3 月末，第四师已累计向公司划入现金资产 1.61 亿元；在建工程、土地使用权等资产 18.54 亿元；国有股权资产 10.54 亿元。其中多家企业为辖区内龙头企业。

根据新疆兵团党委印发的《关于印发中共新疆生产建设兵团委员会关于推进团场综合配套改革的实施方案》（师市党发(2017)16 号），兵团逐步实施并大力推行团场综合配套改革，取消“五统一”（统一种植计划、统一农资采供、统一产品收购、统一农机作业、统一产品销售），实行团场“四分开”（政企、政资、政事、政社）政策，推进团场行政与企业经营彻底脱钩，取消团场企业法人资格。2018 年以来，第四师逐步开展对团场的清产核资工作，团场不再承担业务经营，原有业务清理后划分到下属企业，预期其中部分资产将会划入公司，目前团场清产核资尚在开展当中，具体能够划拨的资产规模尚未明确。

跟踪期内，该公司继续加强管理制度建设及对权属企业的管理，公司核

¹⁴ 可克达拉交通公司的主营业务为交通基础设施及相关附属设施的投资、建设、运营管理及房地产开发与经营等，公路运营不收取公路费。截至 2017 年末，可克达拉交通公司资产总额为 20.87 亿元，所有者权益 19.36 亿元，2017 年全年无营业收入，净利润为-9.94 万元，经营性现金流净额为-6.51 亿元。

心管理人员未发生变动。但公司下属企业数量较多，且行业跨度较大，公司面临着持续较大的整合及管控压力。

此外，跟踪期内该公司仍存在一定关联方占款，主要为应收新疆伊力特煤化工有限责任公司（简称煤化工公司）款项，截至 2018 年 3 月末，上述往来款项共计 3.89 亿元，按照未来现金流量现值低于其账面价值的差额合计计提坏账准备 3.78 亿元，当期末公司合并口径煤化工公司拆借资金余额 5.59 亿元，在煤化工行业持续低迷的背景下，后续款项回收仍面临一定的难度。

图表 29. 公司不良行为记录列表（跟踪期内，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.05.10	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05.21	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2018.05.21	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2018.05.21	无	涉及 ¹⁵	涉及 ¹⁶	无
质量	公开信息披露	2018.05.21	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2018.05.21	无	无	无	无

资料来源：根据农四师国资所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，公司负债规模继续扩大，得益于所有者权益大幅增长，公司资产负债率有所下降。公司现有债务以刚性债务为主，债务偿付压力继续加大。但是公司主业经营获现能力较强，且每年可获得一定的经营性现金净流入，加之较为充足的货币资金存量，可为到期债务偿付提供基本保障。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2017 年，公司根据财政部当年 5 月颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号—政府补助〉的通知（财会[2017]15 号）》，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目¹⁷，并不涉及对以前年度的追溯调整。

¹⁵ 公司 2016 年 10 月由于违反税收管理，受到伊宁市地方税务局新华西路税务所行政处罚（伊市简罚（2016）4298 号）。

¹⁶ 新疆伊犁花城宾馆有限责任公司于 2017 年 5 月 8 日收到违反税收管理处罚（伊市简罚（2017）1316 号）；新疆伊帕尔汗香料股份有限公司由于违反《中华人民共和国反不正当竞争法》第九条第一款，2017 年 10 月收到伊犁哈萨克自治州工商行政管理局处罚（伊州工商处字（2017）第 18 号）；新疆南岗投资有限责任公司 2018 年 1 月被伊宁市人民法院纳入被执行人名单。

¹⁷ 2017 年“其他收益”项目增加 3,082.55 万元，“营业外收入”减少 3,082.55 万元。

2017 年，该公司新增可克达拉市交银城市发展基金（有限合伙企业）（简称合伙企业）和可克达拉市国投交通建设投资有限公司两家子公司，公司合并范围二级子公司共 23 家。截至 2018 年 3 月末，公司合并范围未发生变化。

2017 年，该公司与交银国际信托有限公司（简称交银信托）及上海锦傲投资管理有限公司（简称锦傲资管）合资设立可克达拉交银城市发展基金（有限合伙企业）（简称合伙企业），注册资本为 20.01 亿元，其中，交银信托为优先级有限合伙人，投资金额为 18.00 亿元；公司为劣后级有限合伙人，投资金额为 2.00 亿元；锦傲资管为普通合伙人，投资金额为 0.01 亿元。根据《可克达拉交银城市发展基金（有限合伙企业）合伙协议》（简称《合伙协议》）约定，合伙企业成立后仅向新疆可克达拉建设投资经营有限公司（简称建投公司）¹⁸或可克达拉交通公司进行股权投资，并用于四师城镇化建设中的基础设施和公共服务领域项目建设。2017 年 7 月 31 日，合伙企业与建投公司签订《可克达拉交银城市发展基金（有限合伙企业）目标企业投资协议》，合伙企业向建投公司进行股权投资合计 20.01 亿元（计入资产负债表“其他权益工具”科目），建投公司的日常管理和经营委托给股东农四师国资。根据《合伙协议》，交银信托的投资收益按出资日 5 年期以上贷款基准利率上浮 99BP 确定；公司的投资收益为合伙企业支付应付费用、向优先级合伙人和普通合伙人分配投资收益和投资本金、向劣后级合伙人分配投资本金的剩余全部可分配财产。根据新疆兵团第四师可克达拉市人民政府《关于批准将伊犁农四师国有资产投资有限责任公司增加注册资本列入财政预算的决定》（师市发[2017]55 号），第四师国资委将向公司以现金方式分期增资共 34.06 亿元¹⁹，用于建投公司和可克达拉交通公司承办的上述项目建设及相关融资安排。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 54.88% 和 55.20%；若将公司的新增权益工具计入负债科目，同期末公司资产负债率分别为 61.49% 和 61.71%，如下表：

图表 30. 明股实债的相关财务数据的对比（亿元，%）

时点	项目	负债总额	所有者权益	资产负债率
2017 年末	当其他权益工具计入权益时	166.22	136.63	54.88
	当其他权益工具计入负债时	186.23	116.62	61.49
2018 年 3 月末	当其他权益工具计入权益时	169.59	137.64	55.20
	当其他权益工具计入负债时	189.60	117.63	61.71

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

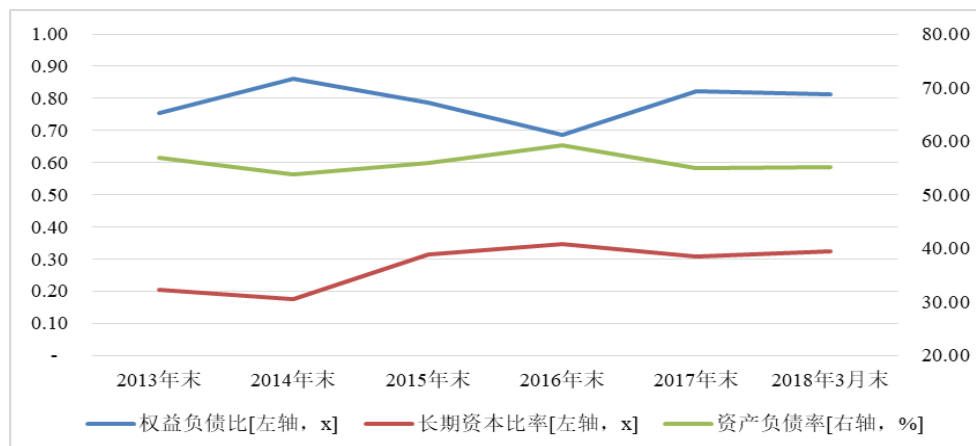
¹⁸ 建投公司为城镇建设融资平台，主营业务为城镇基础设施建设投资、政府性投资项目建设等，截至 2017 年 9 月末，建投公司资产总额为 113.04 亿元，所有者权益为 59.35 亿元，2017 年前三季度实现营业收入 25.31 亿元，实现净利润 0.18 亿元，经营性现金流净额为 26.40 亿元。

¹⁹ 按照文件，第四师增资分为 15 期，时点分别为 2018~2032 年每年 3 月 10 日前，其中 2018 年 3 月 10 前增资金额约为 1.30 亿元，公司目前尚未收到资金。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 31. 公司财务杠杆水平变动趋势



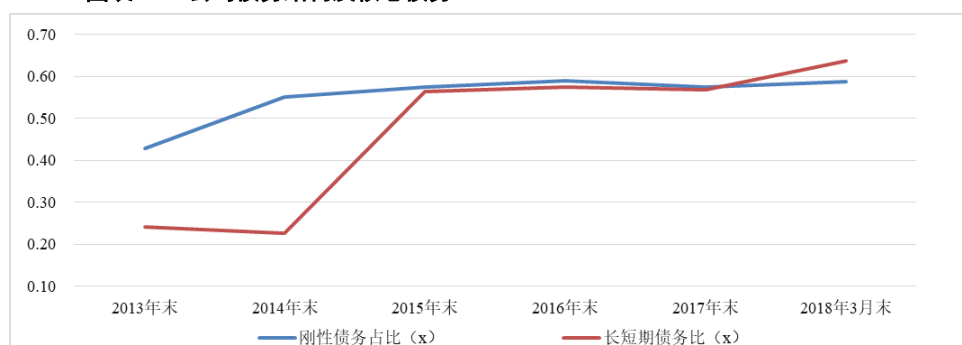
资料来源：根据农四师国资所提供数据绘制。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 89.65 亿元、95.25 亿元、136.63 亿元和 137.64 亿元。2017 年末较上年末大幅增长 43.44%，其中，公司资本公积较上年末增长 34.83%至 76.04 亿元，主要是第四师交通局划拨给公司新增子公司可克达拉交通公司的各兵团团场的公路资产（12.22 亿元）及增加的其他基建拨款；其他权益工具增加 20.01 亿元，主要是合伙企业对子公司建投公司进行股权投资；未分配利润较上年末增长 19.07%至 8.03 亿元。公司资本实力进一步增强。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 55.95%、59.33%、54.88%和 55.20%，其中 2017 年末资产负债率较上年末下降 4.45 个百分点，主要是合伙企业对建投公司的 20.01 亿元股权投资，使得所有者权益大幅增长所致。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司权益负债比分别为 0.79 倍、0.69 倍、0.82 倍和 0.81 倍，公司长期资本比率分别为 0.31 倍、0.35 倍、0.31 倍和 0.32 倍，公司资产结构有所改善，且整体较为稳定。

(2) 债务结构

图表 32. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务（亿元）	29.89	40.71	65.34	81.82	95.51	99.84
应付账款（亿元）	9.88	8.72	16.07	18.43	21.45	23.25
预收账款（亿元）	5.49	5.08	2.32	7.10	9.88	11.17
其他应付款（亿元）	18.74	14.41	17.62	16.58	20.42	18.85
专项应付款（亿元）	2.04	1.03	6.31	8.15	11.21	11.21
刚性债务占比（%）	42.92	55.06	57.39	58.89	57.46	58.88
应付账款占比（%）	14.18	11.80	14.11	13.26	12.91	13.71
预收账款占比（%）	7.89	6.87	2.04	5.11	5.94	6.58
其他应付款占比（%）	26.91	19.49	15.47	11.93	12.29	11.11
专项应付款占比（%）	2.93	1.40	5.54	5.87	6.75	6.61

资料来源：根据农四师国资所提供数据绘制。

近年来，随着业务规模的扩大且在建项目进入集中建设期，该公司债务规模逐年增长，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债总额分别为 113.85 亿元、138.94 亿元、166.22 亿元和 169.59 亿元。从债务期限结构来看，同期末公司长短期债务比分别为 56.51%、57.55%、56.92%和 63.69%，近年来随着公司资本性支出需求的增加，公司扩大了长期债务规模，长短期债务比有所上升，但流动负债占比仍较大。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和专项应付款为主。其中，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 57.39%、58.89%、57.46%和 58.88%。同期末，应付账款余额分别为 16.07 亿元、18.43 亿元、21.45 亿元和 23.25 亿元，呈逐年增长态势，主要是应付货款增加所致。同期末，预收款项分别为 2.32 亿元、7.10 亿元、9.88 亿元和 11.17 亿元，主要是预收白酒销售款。其他应付款余额分别为 17.62 亿元、16.58 亿元、20.42 亿元和 18.85 亿元，其中 2017 年末其他应付款余额较上年末增长 23.22%，增量主要为南岗投资及供销社的往来款 1.53 亿元、宏远建设保证金及押金 1.11 亿元、建投公司货款及运费 1.82 亿元。公司其他应付款主要为往来款、工程款及维保费、货款及运费等，2017 年末主要包括第四师财务局（0.78 亿元）、第四师交通局（0.50 亿元）及第四师七十三团（0.24 亿元）等的往来款，账龄以 1 年以内为主。公司专项应付款对应的主要是拨款建设项目，主要包括南部核心区市政道路工程、山东至核心区道路及兴邦大道项目，同期末分别为 6.31 亿元、8.15 亿元、11.21 亿元和 11.21 亿元，其中 2017 年末较 2016 年末有所增长主要是兵团霍尔口岸工业园区项目、旅游中心及城镇生活垃圾处理设施拨款项目资金增加所致。

(3) 刚性债务

图表 33. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	18.88	28.59	31.19	39.80	47.01	45.66
其中：短期借款	16.11	21.32	18.93	29.05	40.72	39.18
应付短期债券	0.00	4.00	10.00	10.00	5.00	5.00
应付票据	2.66	2.96	1.54	0.00	0.57	0.93
其他短期刚性债务	0.11	0.31	0.72	0.76	0.73	0.54
中长期刚性债务合计	11.01	12.12	34.16	42.02	48.49	54.18
其中：长期借款	7.01	6.85	15.06	18.03	22.89	22.58
应付债券	4.00	4.00	17.00	23.00	23.00	29.00
其他中长期刚性债务	0.00	1.27	2.10	0.99	2.60	2.60
综合融资成本（年化，%）	6.62	6.05	5.10	4.60	4.68	4.76

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 65.34 亿元、81.82 亿元、95.51 亿元和 99.84 亿元，其中公司短期刚性债务分别为 31.19 亿元和 39.80 亿元、47.01 亿元和 45.66 亿元，主要由短期借款和应付短期融资券构成。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期借款余额分别为 18.93 亿元、29.05 亿元、40.72 亿元和 39.18 亿元；同期末，公司应付短期融资券余额分别为 10.00 亿元、10.00 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元，其中 2017 年末及 2018 年 3 月末为“17 农四师 CP001”。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司中长期刚性债务分别为 34.16 亿元、42.02 亿元、48.49 和 54.18 亿元，主要为长期借款、应付债券和长期应付款（系第四师财政局给予公司的借款，按照基准利率收取利息）。同期末长期借款分别为 15.06 亿元、18.03 亿元、22.89 亿元和 22.58 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 26.97%，主要是可克达拉市城市建设项目贷款增加所致，借款利率为 4.75%~5.39%；同期末，公司应付债券分别为 17.00 亿元、23.00 亿元、23.00 亿元和 29.00 亿元，主要存续债券为 2013 年发行的 5 年期的 4 亿元“13 农四师 MTN001”、公司于 2015 年发行的均为 5 年期的 6 亿元“15 农四师 MTN001”、2 亿元“15 农四师 PPN001”和 5 亿元“15 农四师 PPN002”，于 2016 年发行的 7 年期 6.00 亿元的“16 农四 01”及于 2018 年发行的 5 年期 6.00 亿元的“18 农四 01”。

该公司综合融资成本约保持在 4.60%-6.62%之间，整体呈先降后升趋势，主要与社会融资成本变动有关，公司 2017 年以来融资成本有所上升。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务以一年以内和 5 年以上为主，2017 年末分别占刚性债务总额的 45.68%和 35.09%。融资成本集中于 4%~5%之间，融资成本处于适中水平。

图表 34. 公司 2018 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.54	3.99	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	—	—	—	0.39	—
4%~5%（不含 5%）	45.07	10.11	1.46	3.20	14.14
5%~6%（不含 6%）	—	—	—	—	12.89
6%~7%（不含 7%）	—	—	—	—	8.00
7%及以上	0.05	—	—	—	—
合计	45.61	14.10	1.46	3.59	35.03

资料来源：农四师国资

从借款方式看，该公司银行借款以保证借款为主，主要是公司为下属子公司融资进行担保，利率主要为 4.35%~5.39%。此外公司还通过发行短期融资券、中期票据、私募债券、公司债券等方式进行融资，截至本评级报告出具日，公司尚在存续期的债券余额为 44.00 亿元，目前各类债券付息正常。

截至 2018 年 3 月末，该公司为塔城伊犁南岗建材有限责任公司提供连带担保余额合计为 1.50 亿元，担保期限截至 2020 年 5 月，无反担保措施；为霍尔果斯经济开发区兵团分区正兴投资开发有限公司提供担保 1.00 亿元，担保期限截至 2019 年 12 月，无反担保措施。公司或有负债风险尚可控。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 35. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
营业周期（天）	111.93	90.77	91.58	113.16	140.30	152.78
营业收入现金率（%）	104.03	106.10	98.39	103.69	104.03	92.27
业务现金收支净额（亿元）	6.60	1.71	11.68	4.07	-4.51	-3.44
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.05	2.18	-2.75	-2.94	15.01	14.75
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.55	3.89	8.93	1.13	10.50	11.31
EBITDA（亿元）	12.64	9.66	12.12	11.78	13.57	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.42	0.24	0.19	0.14	0.14	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.43	5.36	3.43	4.17	3.83	—

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业总体具有较强的现金获取能力，2015~2017 年及 2018 年第一季度营业收入现金率分别为 98.39%、103.69%、104.03%和 92.64%。公司每年可获得一定规模的经营性现金净流入，但受往来款的影响，同期经营活动产生的

现金流量净额分别为 8.93 亿元、1.13 亿元、10.50 亿元和 1.03 亿元，年度间存在一定波动，其中 2017 年同比大幅增长，主要是合伙企业向建投公司股权投资 20.01 亿元使得收付其他与经营活动有关的现金净额增长所致。

近年来该公司 EBITDA 主要受利润总额的波动而呈波动态势，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 12.12 亿元、11.78 亿元和 13.57 亿元，且随着刚性债务规模的较快增长，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所下降。

(2) 投资环节

图表 36. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	1.65	0.53	-2.08	-2.34	-0.91	-0.94
其中：理财产品投资回收与支付净额	—	—	—	—	0.50	0.50
其中：与主业有关的投资净额	1.65	0.53	-2.08	-2.34	-1.41	-1.43
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.91	-14.60	-18.03	-15.31	-23.93	-25.33
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	2.54	—	—	0.50	-1.81
投资环节产生的现金流量净额	-6.26	-11.53	-20.11	-17.65	-24.34	-28.08

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

该公司作为第四师国有资产运营的重要主体，承担了支援地方经济建设的重要任务，近年来公司投资环节支出规模较大，2015~2017 年及 2018 年第一季度投资活动产生的现金流净额分别为-20.11 亿元、-17.65 亿元、-24.34 亿元和-7.00 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资金支付的现金规模较大，分别为 18.05 亿元、17.05 亿元、24.01 亿元和 4.65 亿元，主要是近几年公司投资项目较多，且项目进入集中投入期所致。后续随着在建项目的持续推进，公司投资性现金流仍将保持净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 37. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
权益类净融资额	—	—	—	—	—	—
债务类净融资额	8.66	11.91	18.92	15.47	25.68	31.34
其中：现金利息支出	2.34	4.93	6.88	4.74	6.20	6.32
筹资环节产生的现金流量净额	8.66	11.91	18.92	15.47	25.68	31.34

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

近年来，该公司非筹资性资金缺口较大，2015~2017 年及 2018 年第一季度公司筹资活动现金流量净额分别为 18.92 亿元、15.47 亿元、25.68 亿元和 7.11 亿元。未来随着公司资本性支出的增加，对筹资仍将存在一定的依赖性。

4. 资产质量

图表 38. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	59.92	60.04	80.74	99.11	141.59	145.42
	49.03%	43.66%	39.68%	42.32%	46.75%	47.33%
其中：现金类资产（亿元）	18.77	23.32	34.34	32.57	45.47	45.34
预付款项（亿元）	8.09	10.68	11.46	14.99	25.33	24.83
存货（亿元）	15.45	15.94	14.80	22.93	28.40	27.84
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	62.28	77.46	122.75	135.08	161.26	161.81
	50.97%	56.34%	60.32%	57.68%	53.25%	52.67%
其中：固定资产（亿元）	16.62	22.94	35.23	53.51	56.90	60.98
在建工程（亿元）	28.19	35.50	49.30	43.61	63.97	65.58
无形资产（亿元）	12.53	12.77	31.87	31.84	33.26	28.35
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.01	0.02	0.97	0.27	1.28	1.28
期末抵质押融资余额（亿元）	0.03	0.07	1.00	0.9	0.53	0.53
受限资产账面余额/总资产（%）	0.01	0.01	0.48	0.12	0.42	0.42

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理。

近年来，该公司资产规模持续扩大，2015~2017 年末分别为 203.49 亿元、234.20 亿元和 302.85 亿元，主要为非流动资产，占比分别为 60.32%、57.68% 和 53.25%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2017 年末分别占非流动资产的 37.69%、40.53% 和 17.52%。2015~2017 年末固定资产净额分别为 35.23 亿元、53.51 亿元和 56.90 亿元，其中 2017 年末固定资产净额较上年变化较小；同期末，在建工程余额分别为 49.30 亿元、43.61 亿元和 63.97 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 46.67%，主要是南部核心区市政道路工程、伊犁河北岸工程、伊犁河土地开发治理等项目建设不断推进所致；公司无形资产主要为土地使用权，同期末分别为 31.87 亿元、31.84 亿元和 33.26 亿元。

2015~2017 年末，该公司流动资产余额分别为 80.74 亿元、99.11 亿元和 141.59 亿元，主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成，2017 年末占比分别为 29.55%、17.89%、14.93% 和 20.06%。同期末，货币资金余额分别为 30.00 亿元、29.00 亿元和 41.84 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 44.28%，主要是借款增加所致，其中使用受限的货币资金余额为 1.29 亿元；预付款项余额分别为 11.46 亿元、14.99 亿元和 25.33 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 68.95%，主要是可克达拉城市建设投资有限公司预付城市建设项目工程款大幅增加所致；其他应收款年末余额分别为 11.22 亿元、15.25 亿元和 21.14 亿元，主要为往来款（2017 年末占比约为 95%），公司往来款较为分散，2017 年末主要为伊犁永丰能源科技公司（2.39 亿元）、新疆生产建设兵团第四师公路建设办公室（1.24 亿元）、新疆生产建设兵团第四师财务局（1.87 亿元）和新疆生产建设兵团第四师六十四团（1.27 亿元）等，往来款利率以基准利率为

主，账龄分布在 1~5 年，当期末计提坏账准备 1.94 亿元；近三年末存货余额分别为 14.80 亿元、22.93 亿元和 28.40 亿元，主要为收储的棉花、化肥等，2017 年末存货中库存商品占比为 61.34%，目前棉花、化肥产品价格波动较大，较易产生存货跌价损失。总体来看，公司资产与主业经营相关度较高，资产质量较好。

截至 2018 年 3 月末，该公司资产总额为 307.22 亿元，较上年末基本持平。其中应收账款余额较上年末增长 28.58%，主要是下属医药公司的药品销售款及宏远建设应收工程款增加所致；无形资产余额较上年末下降 14.77%，主要是将可克达拉建投公司的土地使用权计入在“固定资产”科目所致²⁰。其他科目虽有变动但影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 39. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率（%）	106.81	99.54	111.00	112.39	133.67	140.36
速动比率（%）	64.85	55.40	74.90	69.38	82.94	89.52
现金比率（%）	33.46	38.66	47.21	36.93	42.93	43.76

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理

从资产流动性看，该公司资产集中为固定资产、在建工程等非流动资产，而债务以流动负债为主，流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 111.00%、112.39%、133.67%和 140.36%。公司流动资产中存货占比较大，速动资产对流动负债的覆盖程度一般，同期末公司速动比率分别为 74.90%、69.38%、82.94%和 89.52%。但公司经营现金流状况较好，且货币资金存量较充足，可为其到期债务的偿付提供基本保障。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资及股权管理职能，具体业务由下属子公司运作。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司本部营业收入分别为 4.90 万元、2.86 万元、17.13 万元和 1.30 万元，净利润分别为 0.17 亿元、0.22 亿元、0.23 亿元和 0.02 亿元，主要来源于可供出售金融资产的投资收益；同期公司经营性净现金流分别为-21.61 亿元、-5.83 亿元、3.99 亿元和 0.43 亿元，近年来有所好转。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产总额分别为 55.62 亿元、63.02 亿元、64.73 亿元和 69.66 亿元，流动资产占比分别为 73.41%、74.94%、71.47%和 73.57%，其中货币资金余额仅为 1.29 亿元、0.21 亿元、0.65 亿元和 4.74 亿元。同期末，公司本部刚性债务余额分别为 40.04 亿元、47.02 亿元、48.23 亿元和 53.28 亿元，主要为发行的各类债券，公司本部面临较大的资金

²⁰ 后续将调整计入“无形资产”科目。

压力。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司作为第四师下属重要的国有资产经营主体，承接了第四师辖区内绝大部分优质资产，且能够得到其在资产注入、财政补助等方面的大力支持。截至 2018 年 3 月末，第四师已累计向公司划入现金资产 1.61 亿元；在建工程、土地使用权等资产 18.54 亿元；国有股权资产 10.54 亿元。公司多家企业为辖区内龙头企业，每年可获得一定的政府补助，2015~2017 年分别为 0.39 亿元、0.27 亿元和 0.31 亿元。

此外，该公司下属子公司伊帕尔汗、伊力特股份、绿化糖业等因符合国家深入实施西部大开发战略，可享受所得税税率 15%或减免的优惠政策。

2. 国有大型金融机构支持

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 152.67 亿元，其中尚未使用的授信余额为 90.91 亿元，可为公司的发展提供一定的资金来源。同时，公司旗下拥有一家上市公司伊力特股份和一家新三板上市公司伊帕尔汗，具有资本市场融资能力，融资手段灵活，融资渠道呈现多元化。

图表 40. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	152.67	152.67	61.76	2.70%~9.00%	—
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.60	3.60	3.60	4.35%	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	53.46	53.46	28.76	4.35%~5.39%	—
其中：大型国有金融机构占比（%）	37.37	37.37	52.40	—	—

资料来源：根据农四师国资所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，公司最终控制人仍为第四师。公司继续推进管理体制完善，但公司下属企业数量较多，且经营行业跨度较大，仍面临着持续较大的整合及管控压力。此外，公司现有关联方占款仍存在一定的回收难度。

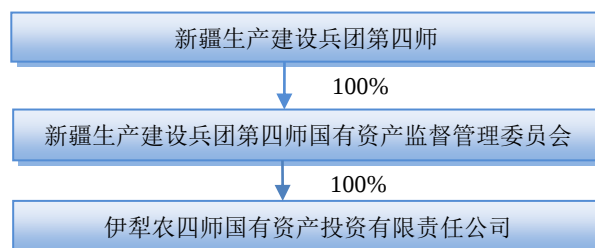
跟踪期内，该公司业务规模进一步扩大，经营仍呈现多元化发展格局，经营业绩整体维持稳定。跟踪期内，公司负债规模继续扩大，得益于所有者

权益大幅增长，公司资产负债率有所下降。公司现有债务以刚性债务为主，债务偿付压力继续加大。但是公司主业经营获现能力较强，且每年可获得一定的经营性现金净流入，加之较为充足的货币资金存量，可为到期债务偿付提供基本保障。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）农产品价格波动对该公司农业板块经营业绩及盈利能力的持续影响；（2）白酒行业回暖对公司白酒板块经营业绩的持续影响；（3）公司电力、化工板块后续经营业绩实现情况；（4）公司建筑业务疆外市场开拓风险；（5）公司后续项目投融资压力及资金平衡情况；（6）公司在业务整合、管理优化等方面的进展及成效；（7）第四师在资金、业务等方面对公司的支持情况；（8）公司对煤化工公司借款回收情况；（9）公司本部资金压力。

附录一：

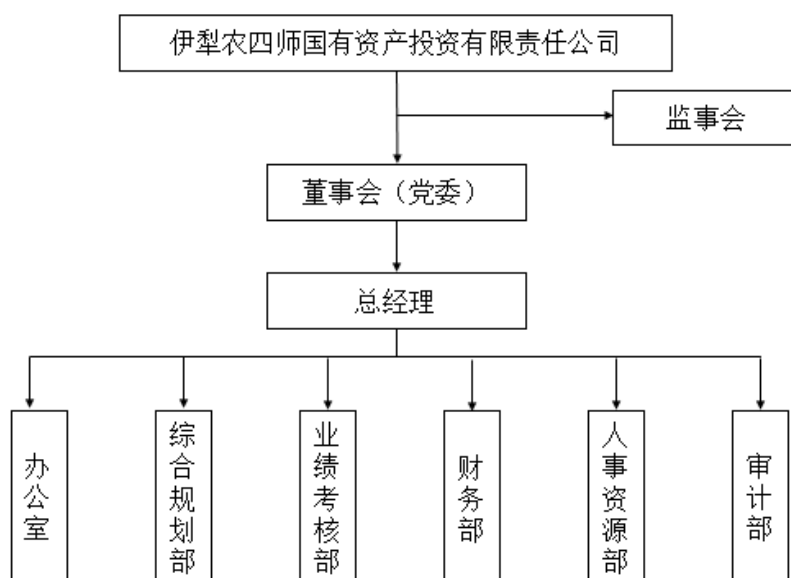
公司与实际控制人关系图



注：根据农四师国资提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据农四师国资提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	EBITDA（亿元）	
伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	农四师国资	本级	—	国有股（产）权管理	48.23	15.01	17.13	0.23	3.99	0.03	母公司口径
霍尔果斯天源水电开发有限公司	天源水电	控股子公司	100.00	水力发电	0.29	0.32	0.02	-0.003	-0.009	0.06	
伊犁新岗热电源有限责任公司	新岗热电	全资子公司	100.00	火力发电	0.00	0.30	0.71	0.006	0.05	0.87	
新疆生产建设兵团第四师供销合作社联合社	供销社	控股子公司	100.00	农业	15.83	4.71	0.65	0.08	0.51	1.25	
新疆伊犁花城宾馆有限责任公司	花城宾馆	控股子公司	100.00	住宿、餐饮业	0.00	0.44	0.05	0.001	0.02	0.01	
新疆伊犁大酒店	伊犁大酒店	控股子公司	100.00	住宿、餐饮业	0.00	0.41	0.07	0.003	0.01	0.03	
伊犁戎强项目管理有限责任公司	戎强公司	控股子公司	100.00	工程监理	0.00	0.29	0.08	0.02	-0.04	0.09	
乌鲁木齐亚馨商贸公司	亚馨商贸	控股子公司	100.00	住宿、餐饮业	0.00	0.31	0.02	-0.0003	-0.002	0.02	
新疆利生医药药材有限公司	医药公司	控股子公司	100.00	药品、医疗器械	0.30	0.74	1.86	0.037	-0.33	0.28	
新疆绿华糖业有限责任公司	绿华糖业	控股子公司	75.50	农业	2.10	2.71	0.67	0.09	0.3	0.34	
新疆伊犁恒信国际贸易物流有限责任公司	恒信物流	控股子公司	47.16 ²¹	进出口边境贸易	0.00	1.29	0.06	0.02	0.02	0.14	
新疆伊帕尔汗香料股份有限公司	伊帕尔汗	控股子公司	86.25	香料生产、加工、销售	0.00	0.35	0.05	-0.006	-0.005	0.02	
伊犁鸿途交通运输有限责任公司	鸿途运输	控股子公司	100.00	汽车货物运输、交通运输设备维修	0.00	1.30	0.15	-0.002	0.02	0.01	
新疆生产建设兵团第四师霍尔果斯河流域灌溉管理处	霍尔果斯灌溉处	控股子公司	100.00	水利水电工程	0.00	3.76	0.23	0.01	0.02	0.02	

²¹ 该公司直接、间接持股恒信物流 47.16%，但根据第四师国资委划拨文件，公司部分其他股东的股权由公司进行管理、考核，故公司合计表决权比例为 100.00%。

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	EBITDA（亿元）	
新疆南岗投资有限责任公司	南岗投资	控股子公司	100.00	工业生产	0.00	3.97	1.29	-0.59	-0.36	0.84	
新疆伊力特集团有限公司	伊力特集团	控股子公司	100.00	白酒酿造	1.10	24.08	5.17	1.2	1.71	4.65	
伊犁金天元种业科技有限责任公司	金天种业	参股公司	14.93 ²²	农业	0.00	0.61	1.04	0.01	0.004	0.08	
伊犁花城勘测设计研究有限责任公司	伊犁花城设计	参股公司	34.00 ²³	工程咨询	0.00	0.12	0.10	0.02	-0.06	0.14	
伊犁南岗化工有限责任公司	南岗化工	参股公司	42.67 ²⁴	工业生产	3.65	2.28	6.01	-0.003	1.46	1.27	
新疆振兴天原煤业有限公司	天原煤业	控股子公司	100.00	矿山设备、矿用电器销售	0.00	-0.19	0.002	-0.15	0.00	-0.09	
新疆可克达拉市建设投资经营有限公司	可克达拉建设	控股子公司	100.00	园区建设	19.86	60.39	3.89	0.04	-0.5	2.09	
新疆鑫诚银通融资担保有限公司	鑫诚融资担保	全资子公司	100.00	金融担保行业	0.00	1.00	0.01	0.006	-0.38	0.01	
可克达拉市国投交通建设投资有限公司	可克达拉建设	全资子公司	100.00	交通基础设施建设、运营；房地产开发、运营	0.80	2.00	0.02	0.02	-0.33	-0.0003	

注：根据农四师国资 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

²² 该公司对金天种业持股 14.93%，但根据公司与第四师国资委签署的托管协议，第四师国资委将金天种业其余股东的股权托管给公司，故公司享有金天种业表决权比例为 100.00%。

²³ 该公司对伊犁花城设计持股 34.00%，但公司与其他部分自然人签订了一致行动人协议，合计表决权比例为 51.00%。

²⁴ 该公司直接、间接持股南岗化工 42.67%，但根据第四师国资委划拨文件，公司部分其他股东的股权由公司进行管理、考核，故公司合计表决权比例为 51.00%。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	203.49	234.20	302.85	307.22
货币资金 [亿元]	30.33	29.00	41.84	42.98
刚性债务[亿元]	65.34	81.82	95.51	99.84
所有者权益 [亿元]	89.65	95.26	136.63	137.64
营业收入[亿元]	90.12	95.81	112.79	15.98
净利润 [亿元]	4.71	4.28	5.04	0.96
EBITDA[亿元]	12.12	11.78	13.57	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.93	1.13	10.50	1.03
投资性现金净流入量[亿元]	-20.11	-17.65	-24.34	-7.00
资产负债率[%]	55.95	59.33	54.88	55.20
权益资本与刚性债务比率[%]	137.20	116.42	143.06	137.85
流动比率[%]	111.00	112.39	133.67	140.36
现金比率[%]	47.21	36.93	42.93	43.76
利息保障倍数[倍]	2.55	2.82	2.78	—
担保比率[%]	1.34	1.26	1.46	1.45
营业周期[天]	91.58	113.16	140.30	—
毛利率[%]	17.94	16.66	16.68	24.12
营业利润率[%]	6.38	5.85	5.97	8.81
总资产报酬率[%]	5.68	3.94	3.84	—
净资产收益率[%]	6.14	4.63	4.35	—
净资产收益率*[%]	3.63	2.75	2.58	—
营业收入现金率[%]	98.39	103.69	104.03	92.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.42	1.41	10.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.91	-13.07	-9.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.18	3.85	3.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.16	0.15	—

注：表中数据依据农四师国资经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
流动比率(%)=期末流动资产合计/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%
利息保障倍数(倍)=(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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

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	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

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、评级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。

本评级机构与评级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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。