信用等级公告

联合[2018] 1280 号

联合资信评估有限公司通过对伊犁州国有资产投资经营有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持伊犁州国有资产投资经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“12 伊犁债/PR 伊国资”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

伊犁州国有资产投资经营有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 伊犁债/PR 伊国资	3.00 亿元	2018/11/19	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	8.22	15.49	5.95
资产总额(亿元)	123.45	146.82	192.10
所有者权益(亿元)	77.68	87.76	90.53
短期债务(亿元)	2.69	2.13	18.87
长期债务(亿元)	15.79	16.69	15.26
全部债务(亿元)	18.47	18.82	34.13
营业收入(亿元)	4.74	6.28	6.48
利润总额 (亿元)	1.01	1.16	1.00
EBITDA(亿元)	1.84	2.55	2.82
经营性净现金流(亿元)	6.20	3.40	4.22
营业利润率(%)	32.72	28.16	31.09
净资产收益率(%)	1.09	1.12	1.09
资产负债率(%)	37.08	40.22	52.87
全部债务资本化比率(%)	19.21	27.66	27.38
流动比率(%)	264.54	385.96	224.41
经营现金流动负债比(%)(%)	36.88	24.85	11.40
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	7.37	12.10

分析师

霍正泽　喻宙宏

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

伊犁州国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“公司”）是伊犁哈萨克自治州（以下简称“伊犁州”）的国有资产投资经营与管理、城市基础设施建设及运营主体。跟踪期内，公司在资金拨付、政府补贴等方面获得股东持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司资产质量一般、整体盈利能力仍较弱、债务显著增长等因素对其经营发展带来负面影响。

跟踪期内，伊犁州经济稳定，为公司提供的良好的外部发展环境。未来随着公司代建业务回款的逐步到位，公司的营业收入规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“12伊犁债/PR伊国资”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 近年来，伊犁州经济稳定增长，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司在资金拨付、政府补贴等方面继续获得股东给与的支持。

关注

1. 公司承建的项目建设周期长，资金需求量较大，且回款易受到政府拨款时滞性影响。
2. 跟踪期内，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司整体盈利能力仍较弱，利润总额对补贴收入的依赖度高。
4. 跟踪期内，公司有息债务增长较快，短期偿债压力显著增大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由伊犁州国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

伊犁州国有资产投资经营有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于伊犁州国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“公司”或“伊犁国投”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司的股东及实际控制人未发生变更，股东为伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司（以下简称“伊犁财通”），持股比例100%，实际控制人为伊犁州财政局。截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为1.40亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年底，公司纳入合并范围子公司合计53家。公司内设6个部门，包括办公室、人力资源部、审计监察部、财务部、经营管理部和战略投资部。

截至2017年底，公司合并资产总额192.10亿元，所有者权益合计90.53亿元（含少数股东权益2.96亿元）；2017年公司实现营业收入6.48亿元，利润总额1.00亿元。

公司注册地址：新疆伊犁州伊宁市合作区吉林路999号鸿泰康城小区3号楼；法定代表人：范宏。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年底，联合资信所评公司的存续债券相关募投项目已完工，募集资金已全部使用完毕，尚需偿还债券本金3.00亿元。跟踪期内，公司已按期支付“12伊犁债/PR伊国资”本金3.00亿元及利息。公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2017年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
12伊犁债/PR伊国资	12.00	3.00	2012/11/19	6年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时

间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地

	23 号	方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济情况

整体看，2017 年伊犁哈萨克自治州（以下简称“伊犁州”）经济快速发展,为公司发展提供了良好的外部环境。

（1）伊犁州经济概况

伊犁州地处新疆维吾尔自治区西端，成立于 1954 年，下辖塔城地区和阿勒泰地区，直辖 3 个县级市、8 个县（1 个自治县）、2 个口岸，是新疆唯一的副省级自治州，全国唯一的既辖地区、又辖县市的自治州。其中霍尔果斯口岸是西北地区最大的公路口岸；伊宁市和塔城市是沿边开放城市，并设有边境经济合作区。根据 2014 年 6 月《国务院关于同意新疆维吾尔自治区设立县级霍尔果斯市的批复》，设立县级霍尔果斯市，由伊犁哈萨克自治州管辖。

根据《伊犁州政府工作报告》，2017 年，预计全州生产总值（GDP）1705.7 亿元，增长 8.1%（州直 870 亿元，增长 8.5%；塔城地区 595.7 亿元，增长 7.7%；阿勒泰地区 240 亿元，增长 7.6%）。人均生产总值 36103 元，增长 7.9%（州直 31008 元，增长 8.6%；塔城地区 46797 元，增长 7.6%；阿勒泰地区 37167 元，增长 7%）。固定资产投资（不含农户）1237.6 亿元，增长 30.5%（州直 516 亿元，增长 43%；塔城地区 461.3 亿元，增长 21.8%；阿勒泰地区 260.3 亿元，增长 25.2%）。社会消费品零售总额 385 亿元，增长 9%（州直 224 亿元，增长 8.8%；塔城地区 86 亿元，增长 9%；阿勒泰地区 75 亿元，增长 10%）。地方外贸进出口总额 25.5 亿美元，增长 23%（州直 18 亿美元，增长 15%；塔城地区 6 亿美元，增长 48%；阿勒泰地区 1.2 亿美元，增长 15%）。居民消费价格指数上涨 2.7%。

（2）“一带一路”发展规划

伊犁州位于“一带一路”的核心区，在国家政策的引导下，未来伊犁州的经济有望得到进一步的发展。

2015年3月28日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。文件指出，加快“一带一路”建设，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，促进世界和平发展，是一项造福世界各国人民的伟大事业。新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆”）作为丝绸之路经济带核心区，凭借与周边8国接壤的地缘优势，在2014年已

“先行先试”，加快建设丝绸之路经济带核心区的步伐:加快推进喀什、霍尔果斯经济开发区，阿拉山口、喀什综合保税区建设等，打造新疆对外开放的前沿。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司的股东及实际控制人未发生变更，股东为伊犁财通，持股比例100%，实际控制人为伊犁州财政局。截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为1.40亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，高管未发生变更，公司的员工人数、员工素质等情况未发生重大变化。

3. 外部支持

跟踪期内，伊犁州政府财政实力同比大幅增长，债务率同比有所下降，伊犁州财政实力较强。股东在资金注入、政府补贴方面给予公司支持。

根据公司提供的 2017 年伊犁州政府债务和财力情况表（统计口径包含伊犁州直、塔城地区、阿勒泰地区），2017 年伊犁州地方综合财力 939.35 亿元，同比大幅增长 63.45%，主要为转移支付和税收返还收入增长所致，2017 年为 660.02 亿元，同比增长 66.88%。一般预算收入 247.26 亿元，同比增长 66.66%，仍以税收收入为主。政府性基金收入 31.38 亿元，同比增长 19.52%。政府债务方面，直接债务余额 414.80 亿元，同比增长 28.32%，债务率（（地方政府债务余额/地方综合财力）*100%）为 45.76%，同比下降 12.10 个百分点。

2017 年，伊宁县财政局向子公司拨入资金：（1）伊宁县改善人居项目、维稳项目资本金共计 0.13 亿元。（2）向子公司拨入资金 0.50 亿元，用于成立伊犁州财信融通融资担保公司伊宁县分公司注册资金。（3）向子公司拨入 0.06 亿元，用于购买新疆华曙纺织科技有限公司 39.00%股权。巩留县财政局向子公司拨入巩留县双鱼幼儿园项目资本金 0.01 亿元。

2017年公司收到财政补贴等资金合计1.36亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告自主查询版（机构信用代码：G1065400200030130M），截至 2018 年 4 月 16 日，公司无已结清或未结清的不良类和关注类贷款。公司已结清业务中有两笔欠息，根据华夏银行乌鲁木齐红山路支行出具的说明，相关欠息系公司基本账户信息变更导致。

截至 2018 年 5 月 25 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的伊犁州基础设施建设业务和国有资产经营等业务均正常开展，主营业务收入和毛利率均略有增长。

2017 年公司营业收入 6.48 亿元，毛利率 31.48%，同比均略有增长。主营业务收入仍以工程项目和粮油销售为主。

表 4　2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	收 入			毛利率		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
工程项目	1.08	2.30	2.68	13.91	13.95	5.91

粮油销售	1.57	1.95	1.35	6.11	6.74	10.04
草原租赁	0.84	0.82	0.84	100.00	100.00	100.00
旅游	0.06	0.50	0.77	49.73	53.95	59.04
其他	1.19	0.71	0.84	46.42	56.68	53.71
合 计	**4.74**	**6.28**	**6.48**	**35.21**	**30.96**	**31.48**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司代建业务未确认收入，项目回购款未按协议执行，部分业务具有一定滞后性。工程项目板块收入全部来自于保障房销售，保障房项目仍保有较大规模的可售面积，预计未来可持续性较好。在建和拟建项目尚需投资规模大，未来公司筹资压力大。

公司的工程项目板块收入由代建项目收入和保障房销售收入构成，2017年公司未确认代建项目收入，工程板块收入全部来自于保障房销售。

跟踪期内，公司工程项目业务主要经营主体为下属子公司——霍尔果斯国际边境合作中心投资开发有限责任公司、伊宁县国有资产投资经营有限公司等，工程业务范围主要为霍尔果斯合作中心区、伊宁县、巩留县、特克斯县和察布查尔县基础设施建设项目，项目建成后由项目所在地政府回购。上述项目均有确定的回购（BT）协议，体现在“存货”科目。

（1）霍尔果斯口岸项目

2010年霍尔果斯国际边境合作中心投资开发有限责任公司与霍尔果斯口岸管委会签订了5.04亿元的回购（BT）协议，项目建成后，由回购方按照实际发生成本再加一定的利润来回购。项目总投资5.04亿元，截至2017年底已收到回购款合计5.54亿元，利润为0.50亿元，截至2017年底，公司与霍尔果斯口岸管委会签订的回购项目已完工。2006年~2010年公司与霍尔果斯管委会签订的项目中，尚有3.07亿元未移交，体现在“存货”科目中。公司尚有1.70亿回购款未到位，体现在“应收账款”科目中。

（2）尼勒克县项目

2012年11月，尼勒克县城建投资有限公司与尼勒克县财政局签订BT合作协议书，约定尼勒克县城建投资有限公司作为尼勒克基础设施建设项目的投资主体，项目总投资1.20亿元。尼勒克县城建投资有限公司获得投资总额的10%作为投资收益，总回购额为1.32亿元。尼勒克县财政局承诺于2013~2018年分6年回购，前2年每年支付政府回购资金的10%，后4年每年支付政府回购资金的20%。2013年4月，根据伊州国资产权[2013]7号文和尼政函[2013]132号文，尼勒克县城建投资有限公司全部股权无偿划拨给公司持有。截至2017年底，该项目已完工，公司已收到回款1.20亿元，但未确认收入。

（3）四县项目

2011年公司下属4家子公司分别与伊宁县财政局、巩留县财政局、特克斯县财政局和察布查尔县财政局签订了回购（BT）协议，项目回购额按照投资额的基础上加成10%作为收益。公司与四县签订的回购项目协议约定回购期为六年（2013年~2018年），前2年每年支付政府回购资金的10%，后4年每年支付政府回购资金的20%，具体为2013~2014年每年支付3.49亿元。2015~2018年每年支付6.99亿元。实际并未按照协议执行。四县项目总投资31.76亿元，截至2017年底尚未完工，项目应收回购款合计34.93亿元。

截至2017年底，公司共收到上述四县回购款合计12.36亿元，剩余回购款22.57亿元，回购款情况滞后。

表5　截至2017年底公司与四县签订的BT回购项目情况　（单位：亿元）

建设方	回购方	总投资额	回购额	累计收到回款
察布查尔锡伯自治县	察布查尔	6.88	7.57	2.68

国有资产投资经营有限责任公司	县财政局			
巩留县国有资产投资经营有限责任公司	巩留县财政局	6.53	7.19	2.54
伊宁县国有资产投资经营有限责任公司	伊宁县财政局	10.08	11.09	3.92
特克斯县国有资产投资经营有限责任公司	特克斯县财政局	8.26	9.08	3.21
合 计		**31.76**	**34.93**	**12.36**

资料来源：公司提供

（4）保障房项目

公司的保障房业务主要为下属子公司经营的保障房及配套商铺等销售。其中部分房产公司按照市场价格销售个人，部分房产按照政府定价销售给当地政府，但并无具体的供销比例。

2017年公司经营的保障房项目总投资15.88亿元，已投资13.39亿元，尚需投资规模较小。项目仍保有较大规模的可售面积，预计未来可为公司贡献一定规模的保障房销售收入。2016~2017年公司的保障房销售收入主要来自于伊宁县保障房项目，2017年实现收入2.68亿元，同比增加1.16亿元。

2017年公司的工程项目收入全部来自于保障房销售收入。毛利率5.91%，同比大幅下降，系保障房项目成本较高所致。

表6　2017年公司保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	已投资	可售面积	已售面积	销售收入	累计销售收入
特克斯新保障性住房项目	4.83	3.93	13.52	8.88	0.01	1.12
鸿泰康城项目	1.50	1.42	3.08	2.16	--	--
伊宁县保障性住房项目	6.99	6.12	29.74	25.99	2.59	6.16
尼勒克县幸福佳苑小区	0.27	0.23	1.59	0.42	0.07	0.07
巩留县保障房项目	0.27	0.26	--	--	--	--
昭苏县保障性住房项目	2.02	1.44	4.03	--	--	--
合 计	**15.88**	**13.39**	**51.97**	**37.45**	**2.68**	**7.35**

注：部分合计数据因四舍五入有差异

资料来源：公司提供

（5）主要在建和拟建项目情况

公司部分代建项目体现在“在建工程”中，相关项目建设完工后由相应政府回购，不产生收入，相关项目主要为尼勒克县棚户区改造项目征收安置项目、尼勒克县改善农村人居环境建设项目和巩留县改善人居环境建设项目专户项目等。项目的回购款体现在“其他应付款”中。

截至2017年底，公司主要在建项目总投资28.08亿元，已投资14.55亿元，尚需投资13.53亿元。公司拟建项目主要为国省干线收费公路项目，总投资50.00亿元，拟建项目将采用PPP模式。

总体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司未来将面临较大筹资压力。

表8 截至2017年底公司重大在建工程情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
尼勒克县棚户区改造项目征收安置项目	8.50	5.58	2.92
尼勒克县改善农村人居环境建设项目	6.32	4.95	1.37
巩留县改善人居环境建设项目专户	10.12	2.51	7.61
合 计	**28.08**	**14.55**	**13.53**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司粮油经销、草原租赁、旅游及其他业务稳定。

公司粮油经销业务的经营主体仍为下属子公司——察布查尔县粮油购销有限责任公司（以下简称“粮油供销公司”）。粮油供销公司下设一库（中心粮库）、四站（扎格斯台粮站、爱新舍里镇粮站、海努克粮站、扎库齐粮站）五个收购点（米粮泉收购点、团结收购点、阔洪齐收购点、坎乡收购点、堆依齐乡收购点）。公司的粮油经销业务的购销价格均由政府管控，2017年购销价格变动致，粮油经销收入1.35亿元，同比有所下降；毛利率10.04%，同比有所增长。

公司的草原租赁业务系，2014年公司委托与伊犁州下属特克斯县畜牧局和昭苏县畜牧局分别签订草原租赁合同，公司在特克斯县和昭苏县的草场由各县畜牧局进行管理。公司每年向被授权经营单位收取草原租金。2017年公司草原租赁收入0.84亿元，毛利率100.00%，同比变化不大。

公司旅游收入为下属子公司伊犁旅游发展投资有限责任公司、巩留县库尔德宁旅游有限责任公司等负责的旅游景区门票及景区相关收入，2017年为0.77亿元，毛利率59.04%，同比略有增长。

公司作为伊犁州国资委下属的国有资产管理公司，参与了伊犁州很多国有企业的改制重组，盘活国有资产，清理不良资产，实现国有资产的保值增值，其业务涵盖了钢铁、宾馆、电力、科技等各个方面；公司对伊犁州全资、控股和参股企业中国家投资形成的国有资产依法进行经营管理。此外，公司的营业收入中还包括供热、担保费、公共汽车运营等收入，但相关收入规模较小，对公司主营业务收入及毛利率影响较小。2017年公司其他业务收入0.84亿元，毛利率53.71%。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告中审亚太会计师事务（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年公司合并范围新增1家子公司，减少2家子公司，其中新增子公司为犁盛乐程旅游运输有限公司，为公司投资设立，合并范围减少2家子公司：巩留县天彩民生工业商贸有限公司为公司注销，伊犁润业建筑材料检测有限责任公司为公司转让，但述子公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。截至2017年底公司合并口径子公司53家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成仍以非流动资产为主，流动资产中应收类款项和存货占比大，对公司资金形成了较大占用，非流动资产中其他非流动资产占比大，主要为草场使用权，资产流动性较弱，资产质量一般。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.22	6.66	15.49	10.55	5.95	3.10
预付款项	0.98	0.79	0.40	0.27	10.84	5.64
其他应收款	9.94	8.05	9.94	6.77	36.03	18.75
存货	21.34	17.29	23.24	15.83	26.08	13.58
流动资产	**44.50**	**36.05**	**52.73**	**35.92**	**82.97**	**43.19**
固定资产	11.18	9.05	11.42	7.78	12.90	6.71
在建工程	7.97	6.46	16.47	11.21	26.82	13.96
无形资产	55.48	44.94	55.41	37.74	4.05	2.11
其他非流动资产	0.00	0.00	4.62	3.15	57.52	29.94

非流动资产	**78.95**	**63.95**	**94.09**	**64.08**	**109.12**	**56.80**
资产总额	**123.45**	**100.00**	**146.82**	**100.00**	**192.10**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年公司资产总额192.10亿元，同比增长30.84%，公司流动资产82.97亿元，同比增长57.36%，主要为预付款项增长所致，为子公司预付给伊犁州下属政府单位款项的土地款增长，预付款项前五名合计占预付款项的96.10%，主要为预付给伊宁县人民政府、昭苏县人民政府等。公司其他应收款36.03亿元，同比增长262.31%，主要为与伊犁州下属区县政府单位等的往来款增加所致，其他应收款前五名占其他应收款的66.34%，主要为与特克斯县财政局、伊宁县财政局等的往来款；其他应收款中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款11.02亿元，占其他应收款总额的30.42%，账龄主要在一年以内。公司存货26.08亿元，同比增长12.20%，为项目投入资金增长所致，主要构成为建设合同形成的已完工未结算资产、已建成待出售的保障房开发产品和建设中的保障房开发成本等。公司非流动资产109.12亿元，同比增长15.98%，其中在建工程26.82亿元，同比增长62.86%，主要为项目的工程成本，其中部分项目为代建项目用于回购，其余项目建设完工后转入固定资产。无形资产4.05亿元，同比大幅下降51.36亿元，系将原无形资产中的草原使用权转至其他非流动资产，致其他非流动资产大幅增长至57.52亿元。

2. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益同比略有增长，系政府拨入资金所致，所有者权益仍以资本公积为主，权益稳定性较好。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.69	2.18	2.13	1.45	16.32	8.49
其他应付款	8.85	7.17	4.88	3.32	13.74	7.15
流动负债	**16.82**	**13.63**	**13.66**	**9.31**	**36.97**	**19.25**
长期借款	6.84	5.54	10.75	7.32	12.32	6.41
长期应付款	0.40	0.33	12.87	8.77	30.05	15.64
专项应付款	12.76	10.33	15.83	10.78	19.29	10.04
非流动负债	**28.95**	**23.45**	**45.39**	**30.92**	**64.60**	**33.63**
负债总额	**45.77**	**37.08**	**59.06**	**40.22**	**101.57**	**52.87**
资本公积	65.36	52.94	73.51	50.07	74.27	38.66
未分配利润	9.64	7.81	10.71	7.29	11.88	6.18
所有者权益合计	**77.68**	**62.92**	**87.76**	**59.78**	**90.53**	**47.13**
负债和所有者权益合计	**123.45**	**100.00**	**146.82**	**100.00**	**192.10**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年公司所有者权益合计 90.53 亿元，同比增长 3.15%，主要为资本公积的增长，系政府拨入资金资所致。同期，实收资本同比未发生变化，未分配利润同比略有增长。

跟踪期内，公司流动负债大幅增长。有息债务增长快，仍以长期债务为主，公司债务负担快速上升。

2017 年，公司负债合计 101.57 亿元，同比增长 71.99%，以非流动负债为主。流动负债 36.97 亿元，同比大幅增长 170.36%，其中短期

借款 16.32 亿元，同比大幅增长 14.19 亿元，其他应付款 13.74 亿元，同比增长 181.39%，主要为与伊犁州下属各区县政府单位的往来款增长所致，其中有部分款项为区县政府支付的代建项目款项。一年内到期的非流动负债 2.55 亿元，全部为一年内到期的长期借款。公司非流动负债合计 64.60 亿元，同比增长 42.30%，其中长期应付款 30.05 亿元，同比增长 133.42%，主要为应付伊犁财通款项的增长，2017 年为 25.96 亿元，同比大幅增长 15.44 亿元，公司的长期应付款均为长期有息债务。公司专项应付款 19.29 亿元，同比增长 21.85%，主要为政府拨付的专项资金、工程款等。

有息债务方面，2017 年公司短期借款大幅增长，短期债务大幅增长至 18.87 亿元，公司长期债务 15.26 亿元，若将长期应付款中的长期有息债务部分纳入到长期债务核算，受长期应付款增长等因素的影响，公司调整后长期债务大幅增长至 45.31 亿元，调整后全部债务 64.17 亿元，同比增长 100.28%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均快速上升，上述三个指标分别为 52.87%、41.48%和 33.36%。公司债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比略有增长，利润总额对补贴收入的依赖度高，整体盈利能力仍较弱。

2017 年，公司营业收入和营业成本同比均略有增长，营业收入为 6.48 亿元，收入构成同比无变化，营业利润率为 31.09%，同比略有增长。公司期间费用 2.27 亿元，同比增长 11.87%，期间费用仍以管理费用为主，财务费用同比有所增长，期间费用占营业收入的比重为 35.07%，同比略有增长，期间费用对营业收入的侵蚀严重。公司其他收益为获得的政府补助款等，2017 年为 1.36 亿元，同期利润总额为 1.00 亿元，同比略有下降，公司利润总额对补贴收入的依赖度高。盈利指标方面，公司总资本收益率同比有所增长、净资产收益率同比略有下降，分别为 1.44%和 1.09%，公司整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动持续净流入，收现质量有所下降，公司以借款为主要的筹资手段，但筹资活动净现金流仍不能弥补大额投资净流出，考虑到公司在建项目规模较大，未来公司存在一定的资金筹措压力。

2017年，公司经营活动现金流主要体现为公司开展业务的现金收支及往来款的现金收支等。经营活动现金流量净额4.22亿元，同比增长24.16%。公司现金收入比90.70%，同比下降23.79个百分点，收入实现质量有所下降。

公司投资活动现金流入较少，现金流出规模较大，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金，其中支付其他与投资活动有关的现金为支付的其他公司的借款和项目资本金等。公司投资活动现金流量净额-40.03亿元，同比持续净流出且大幅下降。

公司筹资活动现金流主要体现为公司借款和偿债的现金收支等，公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到母公司伊犁财通的长期有息借款，同期筹资活动现金流量净额26.27亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模显著增长，授信额度已基本使用完毕，间接融资渠道亟待拓宽，短期偿债压力大，考虑到股东对公司的支持等，公司整体偿债能力较强。

2017年，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为224.41%和153.88%，公司经营现金流动负债比同比有所下降，为11.40%。公司现金类资产为5.95亿元，短期债务为18.87亿元，公司现金类资产对短期债务保障能力弱，总体看公司短期偿债压力大。

2017年，公司EBITDA为2.82亿元，同比略有增长，调整后全部债务/EBITDA倍数为22.75倍，同比有所增长，EBITDA对调整后全部债务

的保障能力有所下降，考虑到股东对公司的支持，及公司未来代建业务回款的逐步到位，对公司债务的保障程度将有所提升，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各金融机构授信额度合计人民币 28.95 亿元，已使用 28.63 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 底，公司无对外担保。

九、存续期债券偿债能力

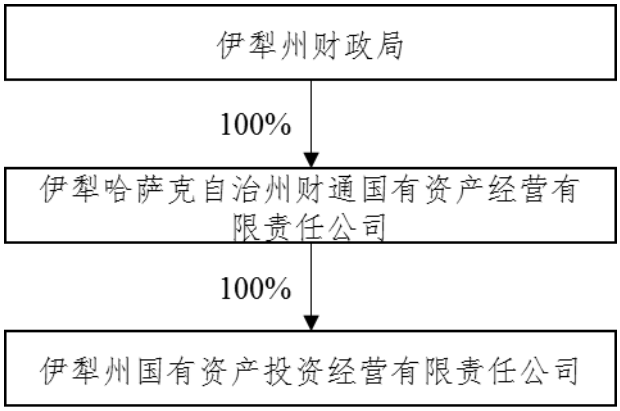
截至2017年底，公司存续债券“12伊犁债/PR伊国资”将于2018年11月19日到期，存续债券的短期偿债压力较小。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券为 “12伊犁债/PR伊国资”需偿付本金3.00亿元，2017年公司现金类资产5.95亿元，为尚需偿付本金的1.98倍，存续债券短期偿债压力较小。

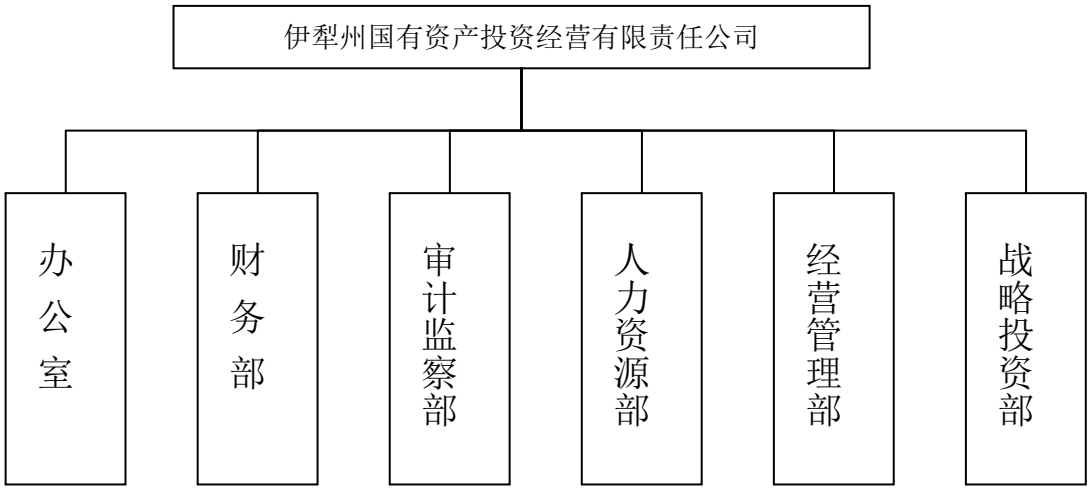
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“12伊犁债/PR伊国资”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.22	15.49	5.95
资产总额(亿元)	123.45	146.82	192.10
所有者权益(亿元)	77.68	87.76	90.53
短期债务(亿元)	2.69	2.13	18.87
长期债务(亿元)	15.79	16.69	15.26
调整后的长期债务(亿元)	16.19	29.56	45.31
全部债务(亿元)	18.47	18.82	34.13
调整后的全部债务(亿元)	18.88	32.04	64.17
营业收入(亿元)	4.74	6.28	6.48
利润总额(亿元)	1.01	1.16	1.00
EBITDA(亿元)	1.84	2.55	2.82
经营性净现金流(亿元)	6.20	3.40	4.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.26	1.86	1.94
存货周转次数(次)	0.15	0.19	0.18
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.04
现金收入比(%)	130.78	114.49	90.70
营业利润率(%)	32.72	28.16	31.09
总资本收益率(%)	1.37	1.27	1.44
净资产收益率(%)	1.09	1.12	1.09
长期债务资本化比率(%)	16.89	15.98	14.43
调整后的长期债务资本化比率(%)	17.25	25.20	33.36
全部债务资本化比率(%)	19.21	27.66	27.38
调整后的全部债务资本化比率(%)	19.55	26.74	41.48
资产负债率(%)	37.08	40.22	52.87
流动比率(%)	264.54	385.96	224.41
速动比率(%)	137.69	215.82	153.88
经营现金流动负债比(%)	36.88	24.85	11.40
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	7.37	12.10
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	10.25	12.54	22.75

注：将长期应付款中得有息债务纳入到调整后的长期债务中核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。