

信用等级公告

联合 [2015]776 号

伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司 2015 年度小微企业增信集合债券进行了主动评级，确定：

伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司拟发行的伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司 2015 年度小微企业增信集合债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一五年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司

2015年度小微企业增信集合债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA_{pi}

本次债券发行额度：6 亿元

本次债券期限：3+1 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：向小微企业发放委托贷款

评级时间：2015 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	158.26	172.63	187.89
所有者权益(亿元)	138.28	144.66	133.76
长期债务(亿元)	5.56	6.78	23.80
全部债务(亿元)	10.03	11.38	30.60
营业收入(亿元)	14.97	12.00	12.83
净利润(亿元)	4.43	3.93	2.37
EBITDA(亿元)	4.98	4.66	4.66
经营性净现金流(亿元)	0.47	1.56	0.00
主营业务利润率(%)	15.56	33.42	26.03
净资产收益率(%)	3.20	2.72	1.77
资产负债率(%)	12.62	16.22	28.81
全部债务资本化比率(%)	6.76	7.29	18.62
流动比率(%)	138.40	134.46	204.59
EBITDA/全部债务(倍)	0.50	0.41	0.15
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.83	0.78	0.78

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

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“公司”）是伊犁州国有资产管理中心下属重要的国有资产控股、管理、处置平台，是伊犁州国有资产投资经营与管理、粮油收储和城市基础设施建设及运营主体，并代表伊犁州政府对国家出资企业履行出资人职责。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级，反映了公司在外部经营环境、政府支持、区域垄断经营等方面的显著优势。联合评级同时也关注到，基础设施建设项目及代建项目回款滞后对公司资金形成占用、公司资产变现能力及盈利能力较弱等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

考虑到政府财力的不断提升，公司在国有资产投资经营与管理、城市基础设施建设及运营领域能够得到政府的大力支持，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

为增强本次债券偿付能力，公司设立了包括政府风险缓释基金、风险储备基金在内的多重还款保障，并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户。多重还款保障及各项资金专户的设立提高了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 近年来，伊犁州区域经济快速发展，地方财政可控收入呈持续上涨趋势，为公司可持续发展提供了良好的外部环境。

2. 公司为伊犁州城市基础设施建设及运营的主体，得到了政府持续的支持。

3. 公司设立了包括政府风险缓释基金、风险储备基金在内的多重还款保障，并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及

偿债资金专户，本次债券偿付风险较低。

关注

1. 公司从事的基础设施建设项目和代建项目，资金需求量较大，市场化程度低，财政资金支付有一定的滞后性。

2. 公司资产构成以非流动资产为主，非流动资产中无形资产占比大，公司整体资产流动性弱。

3. 小微企业贷款回收风险大，对公司风险管控能力提出挑战，相关基金吸收损失作用有限，公司可能面临一定的代偿风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘 畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

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“财通公司”或“公司”）成立于2010年7月2日，系根据《关于设立伊犁州财通国有资产经营有限责任公司的批复》（伊州政办函[2010]42号文）由伊犁州国有资产管理中心出资设立的国有独资公司。公司初始注册资本为人民币600万元，由伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心出资。2013年3月，伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心以货币资金2,400万元和实物资产8,764.73万元（其中7,000万元作为注册资本，其余计入资本公积）向公司增资，增资后公司注册资本由600万元变为10,000万元。该出资已经伊犁凌远会计师事务所出具的伊犁凌远验（2013）字第016号《验资报告》审验。截至2014年底，公司注册资本10,000万元，伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心为公司唯一股东和实际控制人。

截至2014年底，公司本部设工程管理部、计划财务部、资产经营部、人力资源部、综合事务部和投融资发展部等六个职能部门，在职人员合计697人。

公司经营范围：国有资产的投资、经营、管理，企业融资担保，城市建设项目投资、管理，土地整理开发，矿产品销售，畜牧养殖，农业开发，园林绿化，房地产投资，中小企业项目投资、融资信息、经济信息咨询服务。

截至2014年底，公司合并资产总额187.89亿元，负债总额54.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计133.76亿元。2014年公司实现营业收入12.92亿元，净利润（含少数股东损益）2.37亿元。经营活动产生的现金流量净额21.97万元，现金及现金等价物净增加额4.18亿元。

公司注册地址：伊宁市新华西路64号；法定代表人：热夏提·多来提。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行小微企业增信集合债券6亿元（以下简称“本次债券”），期限为3+1年期。本次债券采用固定利率形式，在存续期内前3年票面利率为Shibor基准利率加上基本利差，最终基本利差和最终票面利率将根据簿记建档结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定，在第3年末附加公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券投资项目概况

公司将本次债券募集资金委托中国农业银行股份有限公司伊犁分行（以下简称“中国农业银行伊犁分行”），以委托贷款形式投放于伊犁哈萨克自治州政府（以下简称“伊犁州政府”）、中国农业银行伊犁分行推荐并经公司确认的，位于伊犁州政府管辖区域内或者经伊犁州政府同意的其他区域的小微企业。

3. 募集资金操作流程

①确定小微企业名单。由伊犁州政府、中国农业银行伊犁分行等相关各方推荐，中国农

业银行伊犁分行主要负责遴选推荐募集资金投放小微企业名单，公司进行最终确认。

②募集资金的归集和投放与监管。募集资金归集至公司在中国农业银行伊犁分行开立的募集资金专用账户，通过中国农业银行伊犁分行以委托贷款形式投放给小微企业。中国农业银行伊犁分行负责监管债券募集资金按发行文件与合同约定使用。

③债券存续期内资金的监控与回收。中国农业银行伊犁分行负责监管募集资金使用情况，并协助公司督促小微企业在委托贷款到期时还本付息，并在债券到期时协助公司归集偿债资金，办理本息偿付。

4. 偿债资金来源

本次债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，为保证投资者利益，公司与中国农业银行伊犁分行、伊犁州政府签订了《三方协议》，设置了包括风险储备基金和政府风险缓释基金在内的多层风险缓释措施：

风险储备基金：募集资金投放过程中带来的资金收入，主要由委托贷款利率与债券发行利率形成的利差收入组成，由中国农业银行伊犁分行设立专门账户进行管理。

政府风险缓释基金：由伊犁州政府按照发行规模 5% 的比例将资金存放在中国农业银行伊犁分行开立的风险缓释基金账户，作为本次债券的风险缓释基金。

如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由公司以自身日常经营收入补偿。此外，在符合中国农业银行伊犁分行届时内部授信政策的前提下，中国农业银行伊犁分行可向委托贷款的小微企业借款人提供融资。

联合评级认为，小微企业贷款回收风险较大，且公司负责本次债券发放小微企业的遴选、确定，并最终确定发放贷款利率及担保措施，对公司风险管控能力提出了一定的挑战。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财

政支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到此次融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有

所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司经营与投资的项目均在新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆”）伊犁哈萨克自治州（以下简称“伊犁州”）。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受伊犁州经济发展和城市建设的影响。

(1) 区域经济

新疆概况

新疆地处中国西部边陲，总面积约 166.49 万平方千米，占全国面积 1/6，在全国各省级行政区中面积排名第 1，总人口 2,232.78 万，人口排名为第 25 名。

新疆是中国沿边开放战略对西开放的桥头堡和枢纽站，中国与中亚、西亚、南亚和东西欧的重要通道。自 20 世纪 90 年代以来，外贸发展极为迅速。新疆占中国与中亚贸易总额的 76%，中亚占新疆进出口总额的 82%。新疆在中亚的贸易地位也不断上升，对巴基斯坦、阿富汗、伊朗、俄罗斯、西伯利亚以及外高加索地区的辐射作用也逐步增强。第二欧亚大陆桥建设和中哈输油管道的开通，使新疆成为亚欧腹地的交通枢纽，能源和资源合作的大通道和加工区。东部地区乃至全中国是新疆参与中亚次区域经济集团化的坚强后盾。

2014 年，新疆维吾尔自治区实现地区生产总值（GDP）9,264.10 亿元，比上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 1,538.60 亿元，增长 5.9%；第二产业增加值 3,927.82 亿元，增长 10.8%；第三产业增加值 3,797.68 亿元，增长 10.9%。实现工业增加值 3,179.60 亿元，增长 10.0%；建筑业增加值 858.19 亿元，增长 14.2%。2014 年全区全口径财政收入 2,457.78 亿元，比上年增长 9.4%。地方财政收入 1,710.56 亿元，增长 9.9%，其中，公共财政预算收入 1,282.65 亿元，增长 13.7%；基金预算收入 426.13 亿元，下降 0.04%；国有资本经营预算收入 1.78 亿元，增长 2.3%。财政支出方面，2014 年地方财政支出 3,782.97 亿元，增长 7.5%。其中，公共财政预算支出 3,322.74 亿元，增长 8.3%。全年民生财政支出 2,355.30 亿元，占公共预算财政支出 70.9%。基金预算支出 458.77 亿元，增长 1.9%。国有资本经营预算支出 1.47 亿元，下降 32.5%。

整体看，新疆近年来经济迅速发展、财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大。

伊犁州经济概况

伊犁哈萨克自治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 2 个县级市、7 个县、1 个自治县，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。

伊犁州作为中国向西开放的门户，沿边有霍尔果斯、巴克图、吉木乃等 8 个国家一类口岸。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；2011 年，奎屯—独山子经济技术开发区经国务院批准正式升级为国家级经济技术开发区，目前，奎屯独山子经济技术开发区优势产业聚集效益明显，经济总量快速攀升，投资环境日臻完善，已经成为推动地区经济发展的重要力量；霍城县设有省级清水

河经济技术开发区，地缘优势明显；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。

2014 年，伊犁哈萨克自治州生产总值 1,612.04 亿元，比上年增长 11.2%。其中第一产业 438.03 亿元，增长 7.1%；第二产业 581.40 亿元，增长 13.1%；第三产业 592.61 亿元，增长 11.8%。州直属县市生产总值 792.24 亿元，比上年增长 13.1%。其中第一产业增加值 183.28 亿元，增长 5.7%；第二产业增加值 268.79 亿元，增长 15.1%；第三产业增加值 340.17 亿元，增长 14.8%。全州三次产业比重由 2013 年的 27.3：36.7：36.0 调整到 27.2：36.1：36.7。

总体看，近年来伊犁州区域经济的快速发展为公司可持续发展提供了良好的外部环境。

(2) 政府财力及负债

公司是伊犁州政府批准设立的国有独资企业，伊犁州政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。以下将主要对伊犁州地方政府的财力及负债分别进行分析。

2012~2014 年，伊犁州地方财政可控收入呈上升趋势，2014 年伊犁州地方可控财力 294.46 亿元，较 2013 年增长 4.54%。从收入结构看，2012~2014 年伊犁州一般预算收入占可控财力的比重较低，分别为 22.25%、24.33%和 25.76%。税收收入在一般预算收入中占比较大，反映了伊犁州一般预算收入的质量较好。伊犁州政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，近 3 年逐年上升，2014 年伊犁州国有土地使用权出让收入为 53.29 亿元，政府性基金收入已成为地方综合财力的主要来源之一。上级补助收入为伊犁州最主要财力来源，近三年分别为 156.08 亿元、158.97 亿元和 159.03 亿元，上级补助收入的增长有力的增强了伊犁州财政调节能力。

伊犁州地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2014 年底，伊犁州政府全部债务余额 179.77 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 61.93%，总体债务水平一般。

表 1 201~2014 年伊犁州财政收入情况表

序号	科目	2012 年	2013 年		2014 年	
		金额 (万元)	金额 (万元)	增幅 (%)	金额 (万元)	增幅 (%)
1=2+3	一般预算收入	561,683	685,397	22.03	758,424	10.65
2	其中：税收收入	461,719	560,564	21.41	597,536	6.60
3	非税收入	99,964	124,833	24.88	160,888	28.88
4	基金收入	383,759	523,728	36.47	574,470	9.69
5	其中：土地有偿使用收入	376,450	478,504	27.11	532,897	11.37
6=7+8+9	上级补助收入	1,560,813	1,589,717	1.85	1,590,257	0.03
7	其中：返还性收入	48,537	48,971	0.89	45,874	-6.32
8	财力性转移支付	592,442	687,252	16.00	74,488	-89.16
9	专项转移支付	919,834	853,494	-7.21	803,895	-5.81
10	预算外收入	18,023	17,973	-0.28	21,443	19.31
13=1+4+6+10	地方可支配收入总计	2,524,278	2,816,815	11.59	2,944,594	4.54

资料来源：钟楼经济开发区财政局提供，联合评级整理。

注：2014 年，土地有偿使用收入列入预算外收入中的土地出让收入中计算。

表 2 2014 年底伊犁州直政府债务及综合财力情况

地方债务	金额 (万元)	地方财力	金额 (万元)
(一) 直接债务余额	1,731,181	(一) 地方一般预算收入	758,424
1、外国政府贷款	7,125	1、税收收入	597,536
2、国外金融组织贷款	84,269	2、非税收入	160,888
(1) 世界银行贷款	7,661	(二) 转移支付和税收返还收入	1,590,257
(2) 亚洲开发银行贷款	38,114	1、一般性转移支付收入	740,488
(3) 国际农业发展基金会贷款	2,311	2、专项转移支付收入	803,895
(4) 其他国际金融组织贷款	36,183	3、税收返还收入	45,874
3、国债转贷基金	36	(三) 国有土地使用权出让收入	532,897
4、农业综合开发借款	490	(四) 预算外财政专户收入	21,443
5、解决地方金融风险专项借款	1,947		
6、国内金融机构借款	503,739		
(1) 政府直接借款			
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款			
7、债券融资	394,127		
(1) 中央代发地方政府债券	16,757		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	377,370		
8、粮食企业亏损挂账	121,915		
9、向单位、个人借款	5,417		
10、拖欠工资和工程款	597,746		
11、其他	14,370		
(二) 担保债务余额	133,121		
1、政府担保的外国政府贷款	20,905		
2、政府担保的国际金融组织贷款	--		
3、政府担保的国内金融机构借款	60,387		
4、政府担保的融资平台债券融资	49,000		
5、政府担保向单位、个人借款	2,829		
6、其他	--		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1,797,741.5	地方综合财力	
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		= (一) + (二) + (三) + (四)	2,903,021
		61.93%	

资料来源：伊犁州财政局提供，联合评级整理。

总体来看，近年来伊犁州区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快，上级补助收入在一定程度上增强了伊犁州的财政调节能力。且总体债务水平一般，处于可控范围内。上述运营环境有利于公司业务的持续开展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司为国有独资公司，伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心是公司的唯一出资人，持股比例为 100%。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司共有董事长、董事、总经理合计 6 人。

公司董事长热夏提·多来提先生，1962 年 4 月生，中共党员，大专学历。历任原伊犁地区统计局副局长，原伊犁地区财政局副局长，伊犁州财政局财政监督处处长，伊犁州财政局调研员等。现任公司董事长。

公司总经理李英女士，1958 年 2 月生，中共党员，本科学历。历任伊犁州财政局文行处副主任科员，伊犁州财政局社保处副处长、处长，伊犁州财政局文行处处长，伊犁州财政局国有资产管理中心主任。现任公司总经理。

截至 2015 年 9 月末，公司在职人员 697 人。其中，具有中级职称的人员占 13.20%，具有高级职称的人员占 2.15%；从文化程度来看，大专以上学历人员占 53.52%，高中及以下学历人员占 46.48%；从年龄分布来看，55 岁以上人员占 4.73%，36~55 岁人员占 73.89%，35 岁以下的人员占 21.38%。

总体看，公司管理人员具有丰富的政府和企业工作背景，管理能力和管理水平较高。公司员工整体素质较高，年龄结构满足公司经营管理的需要。

3. 政府支持

公司是伊犁州政府的国有资产所有者产权代表，公司及其子公司承担了新源县、霍城县、特克斯县、察布查尔县、奎屯市、伊宁市等州直县市基础设施建设的主要任务。公司业务发展得到伊犁州政府的大力支持。

(1) 资产和资源注入

2013 年 3 月，伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心以货币资金 2,400 万元和实物资产 8,764.73 万元（其中 7,000 万元作为注册资本，其余计入资本公积）向公司增资，增资后公司注册资本由 600 万元变为 10,000 万元。

2012~2014 年期间，公司及下属子公司收到尼勒克县国有资产投资营运有限公司等 12 个公司股权划转、商业金融用地、草场使用权等资产，均计入公司资本公积科目，但由于 2014 年新源县、巩留县子公司草场资产被划出，导致 2014 年公司资本公积减少(见表 3)。

表 3 2011~2014 年资本公积主要变化情况（单位：万元）

时间	资本公积增加额	项目明细	批文
2011 年	78,829.96	特克斯县八卦城建设发展有限公司等 2 个公司股权	伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心《关于划转国有股权的通知》
	345,435.56	夏草场 30.13 万亩	特政发[2011]79 号
合计	424,265.52		
2012 年	76,311.43	伊犁州财信通融资担保有限公司等 4 个公司股权	伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心《关于划转国有股权的通知》
	72,515.57	商住用地 119.74 万平米	巩政发[2012]167 号
	124,687.38	草场、饲草料地 30.13 万亩	巩政发[2012]167 号
合计	273,514.38		
2013 年	10,278.62	昭苏宾馆等三家国有企业资产	昭政发[2012]98 号
	1,764.73	实物出资	伊州国综[2013]32 号
合计	12,043.35		
2014 年	-299,134.22	新源县、巩留县子公司草场资产全部划出	伊州国综[2014]14、15 号《关于剥离草场资产的通知》
	92,376.52	子公司察布查尔投资发展有限公司 2014 年增加土地 41,795.11 亩	查政批[2013]192、193 号

	52,151.96	尼勒克县子公司评估增加土地	新疆源信地产评估事务有限责任公司新源信（2010）（估）字地 069-3 号评估报告的更正函
合计	-154,605.74		

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

（2）政策支持

2010 年中央新疆工作座谈会召开后，伊犁州进入“大建设、大开发、大发展”的新时期。截至目前，全国对口支援新疆工作会议已经召开了四次，第一次于 2010 年 3 月 29 日至 30 日召开；第二次为 2011 年 5 月 27 日至 29 日；第三次在 2012 年也是五月底；第四次为 2013 年 9 月 23 日至 24 日。国家政策和对口支援已成为推动新疆经济跨越发展的重要动力。

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

公司作为伊犁州直主要的国有资产管理公司之一，不仅广泛参与伊犁州各县市的基础设施建设，还将直接或间接参与各类援疆项目，包括旅游资源 and 矿产资源的开发，未来业务发展空间广阔，在国家政策和对口援疆工作的支持下，伊犁州将迎来跨越式的发展。

（3）财政补贴

公司 2012~2014 年分别收到政府补助 3.57 亿元、2.24 亿元和 2.13 亿元，主要为根据各级政府规定，针对城镇污水垃圾处理及污水管网工程项目、储备粮油、国有农牧场改革项目收到的专项补助。

联合评级认为，公司凭借伊犁州政府的大力支持，公司的综合实力和竞争力也将得到进一步增强。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定成立的国有独资公司，公司依法制定了公司章程并建立和完善了法人治理结构。公司不设股东会，由出资人决定公司的经营方针和投资计划委派和更换非由职工代表担任的董事，并在董事会成员中指定董事长决定公司合并、分立、变更公司形式、解散、清算、增加或者减少注册资本、发行公司债券事项等重大事项。公司设董事会，成员为 5 人，董事由出资人委派，其中职工代表由公司职工代表大会选举产生，董事会设董事长 1 人，董事会决议表决，实行一人一票制。董事会执行出资人的决定，并向出资人报告工作聘任和解聘公司总经理，根据总经理的提名，聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等高级管理人员。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成。监事会对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责。负责组织实施董事会的决议和决定，主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作。

整体看，公司按照现代企业制度要求建立了较为规范的法人治理结构，治理结构较为健全，能够满足目前经营管理需要。

2. 管理制度

公司制订了《伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司章程》和一系列管理制度对公司经营进行规范管理。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》为了加强公司财务管理，明确职责，强化财经纪律，维护财产安全与完整，规范和提高企业财务管理水平。

公司实行全面预算管理，公司按照制定的发展战略目标，确定年度经营目标，逐层分解，下达于公司内部各个部门，以一系列的预算、控制、协调、考核为内容，自始至终地将各个部门经营目标同公司发展战略目标联系起来，对其分工负责的经营活动全过程进行控制和管理，并对实现的业绩进行考核与评价的内部控制管理系统。

融资管理方面，公司制定了《融资管理办法》明确，公司债务融资由投融资部统一负责。按照融资规模大小，分别由投融资发展部经理、计划财务部经理、董事长和州财政局主管领导审批融资计划。其中长期借款计划应分别由投融资部经理、财务部主任、董事长和州财政局主管领导依其职权范围进行审批。公司应定期召开财务工作会议，并由投融资部对公司的融资风险进行评价。

工程管理方面，公司通过执行专家论证制度，加强工程的前期工作；推行工程全程跟踪审计，保证工程质量；注重项目人员的安全生产意识，保证工程的安全。代建项目管理上，公司制定了《代建项目管理制度》公司代建业务实行项目经理责任制。委托代建合同签订后，公司项目管理部应当成立项目部，委派有相应任职资格的人员担任项目经理。项目部应当组织专业人员对勘察、设计成果进行审核，特别是可研报告投资估算、初步设计概算、施工图预算等涉及造价的审核。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，管理风险较低。

七、经营分析

1. 经营现状

公司的主营业务为基础设施建设、商品贸易、重点项目代建、供排水等业务。2012~2014年，公司营业收入呈波动下降态势，三年复合减少7.32%。2014年，公司实现营业收入12.92亿元，其中商品贸易业务占比46.38%；代建业务占比21.42%；基础设施建设业务占比22.25%；供排水业务占比5.04%，其他占比4.91%。从各业务板块来看，公司基础设施建设业务主要是公司子公司从事州域内基础设施建设取得的项目建设成本补偿和管理费收入，基础设施业务营业收入规模稳步快速增长，三年复合增长率达34.80%。公司商品贸易业务主要为粮食储备和购销业务，近三年，该业务收入占比均超过40%，商品贸易业务是公司营业收入的最主要来源。公司代建业务收入主要由本部承担代建业务取得的代建收益，由于代建业务收入的支付取决于政府拨付效率，近三年，公司代建业务收入波动增长。公司供排水及其他业务收入规模小，对公司财务状况影响小。

从毛利率来看，基础设施建设业务的毛利率由当年公司基础设施项目决定，波动较大，2012~2014年该板块业务毛利率分别为0.74%、4.31%和5.84%。2012~2014年，商品贸易业务的毛利率快速增长，三年复合增长率达417.08%，主要系毛利率较高的玉米购销业务规模进一步扩大。公司代建业务收入，由于该类业务的投资成本不在公司利润表中反映，故该项业务的毛利率为100%。近三年，供排水业务毛利率大幅度下降，主要是因为县城供、排水管网老化，致使运行费用增大，企业成本费用快速增加。

表4 2012~2014年主营业务收入情况（单位：万元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	15,433.12	10.36	0.74	18,308.52	15.42	4.31	28,043.98	22.25	5.84
商品贸易	104,820.65	70.37	0.19	56,773.07	47.82	4.51	58,465.56	46.38	5.08
代建业务	20,307.76	13.63	100	33,056.86	27.84	100	27,000.00	21.42	100
供排水业务	3,516.24	2.36	3.23	4,705.25	3.96	-2.27	6,354.64	5.04	-6.36
其他	4,868.98	3.27	65.27	5,879.26	4.95	66.05	6,183.72	4.91	40.93
合计	148,946.75	100	16.05	118,722.97	100	33.84	126,047.91	100	26.76

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

2. 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务的经营主体为伊宁县第一建筑有限公司、伊宁县城市建设投资有限公司、新疆伊宁县华强建筑工程有限责任公司、霍城县祥安城市保障性住房投资管理有限公司、巩留县城市保障性住房建设有限公司等三级子公司。建设范围主要为伊宁县、巩留县、霍城县等多个县城内基础设施建设项目。具体项目涉及供热供水管线、道路建设、绿化工程、照明工程、廉租房和公租房等。

公司基础设施建设业务收入主要是公司子公司从事州域内基础设施建设取得的项目建设成本补偿和管理费收入。

项目资金来源为项目建设方垫资、使用相应财政拨付的专项补贴、县市项目配套资金等。伊犁州财政局和公司针对基础设施建设板块签订了伊犁哈萨克自治州基础设施建设委托代建协议，实际操作中，项目建成后经过决算由伊犁州财政局（或伊犁州财政安排项目所在地政府）进行支付建设方支出成本和一定的管理服务费用，以决算金额确认收入。该类业务总体规模较大，但单个项目规模一般较小，投资成本在公司在建工程科目反映。

2012~2014年，公司基础设施建设业务分别实现收入1.54亿元、1.83亿元和2.80亿元，分别收到回款0.67亿元、0.94亿元和1.56亿元，剩余款项计入“应收账款”科目。

3. 商品贸易业务

商品贸易收入是公司最主要的收入来源。公司是伊犁州最重要的粮食储备购销单位之一。公司商品贸易业务的经营主体为下属二级子公司新疆伊犁国家粮食储备库、三级子公司新源县国家粮食储备库、新源县博天粮油购销有限责任公司、新疆伊宁县金谷粮油购销有限责任公司、霍城县大司农农业开发有限公司。2012~2014年，公司商品贸易业务分别实现收入10.48亿元、5.68亿元和5.85亿元。2014年，由于毛利率较高的玉米购销业务规模进一步扩大，公司商品销售毛利率提高至5.08%。

表5 2012~2014年公司主要农产品购销情况（单位：吨，元/公斤）

项目	2012		2013 年		2014 年	
	数量	价格	数量	价格	数量	价格
水稻收购	67,836	2.54	75,093	2.66	32,875	2.36
销售水稻	58,880	2.72	82,683	2.83	37,175	2.54
小麦收购	14,205	2.15	163,026	2.33	132,016	2.43
销售小麦	107,835	2.22	57,173	2.48	165,270	2.37
玉米收购	42,765	1.95	63,187	1.54	83,755	1.93
销售玉米	9,912	1.75	41,887	2.05	74,214	1.76

资料来源：公司提供

4. 代建业务

公司本部负责伊犁州内的重点项目的建设任务。针对 2013 年之前的路网建设项目等重点项目，公司与伊犁州财政局每年签订投资建设与转让收购协议，项目建设资金由公司自筹，公司按当年完成投资额度的 20%确认投资收益；针对 2013 年公司代建新疆伊犁哈萨克自治州新源县城西新区基础设施建设工程项目，公司与新源县财政局签订了投资建设与转让收购协议，项目总投资 38.57 亿元，项目建设期 2 年，根据协议，公司 2013~2017 年分别确认投资收益 2.85 亿元、1.20 亿元、1.20 亿元、1.20 亿元和 1.26 亿元，合计 7.71 亿元。项目建设完毕后，伊犁州财政局对公司投资支出分期全额结转。实际操作中，公司对代建项目进行招标，中标施工单位垫资建设，如年底项目建成完工，进行移交，对每年的结转工程按比例计提管理费（一般为 20%），计入公司当期收入，项目建设成本由伊犁州财政局直接支付给施工单位（不计入公司资产、现金流表中）。针对公司代建的伊犁州直 2013 年安居富民工程建设项目（即“14 伊财通/14 伊财通债”募投项目），按照州政府及相关部门部署，除公司募集的债券资金外，其他项目资金由财政及相关方负责统筹解决并支付，该项目相应的收入亦由财政统一收取。考虑到公司在项目建设中的资金及管理投入，以项目总投资额（50.43 亿元）的 15%作为公司管理费收益，即 7.57 亿元，并在 2014 至 2018 年分五年支付给公司。

由于代建业务收入的支付取决于政府拨付效率，截至目前，此业务拨付较少，截至 2014 年底，公司应收账款中应收伊犁州财政局 4.81 亿元款项，应收新源县财政局 4.05 亿元，主要为代建业务产生。伊犁州财政局制定了具体的支付计划（详见本报告财务分析-伊犁哈萨克自治州回款安排）。

近年来，公司完成霍尔果斯中等职业技术学校项目、特克斯县集中供热二期项目、那拉提旅游区基础设施配套工程项目、新源县城西新区基础设施建设工程项目等多个重点项目建设，累计完成投资 70.36 亿元，公司分别于 2012~2014 年确认投资收益 2.03 亿元、3.31 亿元和 2.70 亿元。

表6 2010~2014 年公司代建业务投资收益支付情况（单位：万元）

项目 结算时间	项目名称	项目投资额	2010 年 投资收益	2011 年 投资收益	2012 年 投资收益	2013 年 投资收益	2014 年 投资收益
2010	2010 年路网建设项目	98,275.26	9,827.53	9,827.53	--	--	
单年合计		98,275.26	9,827.53	9,827.53	--	--	
2011	霍尔果斯中等职业技术学校项目	20,020.00	--	2,002	2,002	--	
	巩留县民汉合高级建设霍尔果斯中等职业技术学校项目	8,800.00	--	880	880	--	
	2011 年路网建设项目	71,255.40	--	7,125.54	7,125.54	--	
单年合计		100,075.40	--	10,007.54	10,007.54	--	
2012	伊犁州文化艺术中心建设项目	20,000.00	--	--	2,800	1,200.00	

	特克斯县集供热二期项目	9,506.00	--	--	1,330.84	570.36	
	伊犁宾馆接待 2 号楼	7,500.00	--	--	1,050	450.00	
	那拉提旅游景区基础设施 配套工程项目	3,200.00	--	--	448	192.00	
	2012 年路网建设项目	33,367.00	--	--	4,671.38	2,002.02	
单年合计		73,573.00	--	--	10,300.22	4,414.38	
2013	新疆伊犁哈萨克自治州新 源县城西新区基础设施建 设工程项目	385,709.84	--	--	--	28,500.00	12,000.00
	伊宁县吉河景观工程项目	46,000	--	--	--	142.48	--
单年合计		431,709.84	--	--	--	32,786.86	12,000.00
2014 年	伊犁州直 2013 年安居富民 工程建设项目	504,342.00					15,000.00
单年合计		504,342.00					15,000.00
合计		1,207,975.50		19835.37	20,307.76	33,056.86	27,000.00

资料来源：公司提供

5. 供排水和其他业务

公司供排水业务的经营主体为下属三级子公司新源县水暖公司、新源县源益水暖有限责任公司、特克斯县八卦城供排水有限责任公司、新疆伊宁县供排水公司、新疆尼勒克县供热供排水公司、伊宁县弓月热力有限公司等多家公司。这些公司承担了伊犁州部分县市的供排水业务,通过提供城市供排水业务以及供排水管网的建设、管理和维护获得收入。2012~2014 年,公司供排水业务分别实现收入0.35亿元、0.47亿元和0.64亿元。2014年,供排水业务毛利率下降为-6.36%,主要是因为县城供、排水管网老化,供排水设施人为破坏严重,公司投入大量人力和物力对排水设施进行维修、配置和养护,致使运行费用增大,企业成本费用增加,导致毛利率为负。

公司其他业务主要涉及融资担保业务、客运业务、酒店业务和国营农牧场经营业务等。整体看,上述业务在公司营业收入及利润构成中占比较低,对公司财务状况影响不大。

6. 经营效率

近年公司项目代建收入规模持续扩大,但受财政对公司代建收益支付进度影响,公司应收账款持续增长,导致应收账款周转效率较低,2014年为1.19次。公司存货规模较大,导致存货周转率较低,2014年为1.81次;受公司非流动资产规模较大的影响,公司2014年总资产周转率为0.07次。整体看,公司经营效率水平一般。

7. 未来发展规划

公司自成立至今,在州政府的政策支持下,不断进行国有资产的整合。目前公司的整体架构基本完善,管理运营体系也日渐成熟,公司进入稳步发展阶段。在“十二五”期间公司计划在原有的业务基础上,更深层次的参与伊犁州城市基础设施建设、保障性住房和富民安居工程,同时进一步完善城市的供水供热业务,预期在“十二五”期间伊犁州直各县市城市供水普及率达到90%以上。在粮油储备购销方面,公司计划加快粮食市场体系建设、充分发挥国有粮食企业在粮食收购中的主渠道作用、构建规范高效的粮食收购服务体系,对保持粮食供求基本平衡和价格基本稳定、促进农民增产增收、保障国家粮食安全。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表已经利安达会计师事务所审计，均出具标准无保留意见的审计结论。

从报表合并范围来看，2012~2014 年公司合并范围无变动，公司财务数据可比性强。截至 2014 年底，公司纳入合并范围一级子公司 10 家，其中全资子公司 9 家，控股子公司 1 家。

截至2014年底，公司合并资产总额187.89亿元，负债总额54.13亿元，所有者权益133.76亿元；2014年，实现营业总收入12.92亿元，净利润2.37亿元；现金及现金等价物净增加额4.18亿元。

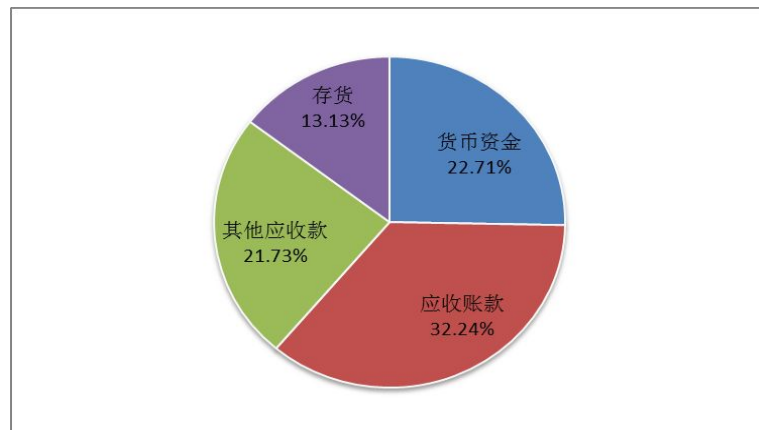
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模持续快速增长，年均复合增长 8.96%。截至 2014 年底，公司总资产合计 187.89 亿元，其中流动资产占 19.71%，非流动资产占 80.29%。

流动资产

近三年，公司流动资产规模逐年增长，三年复合增长率 40.71%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 37.03 亿元，较上年增长 51.02%；其中以货币资金、应收账款、和其他应收款的快速增长为主。从流动资产构成来看，其主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成，占比分别为 22.71%、32.24%、21.73%和 13.13%，如下图所示：

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司货币资金年均复合增长 47.99%。截至 2014 年底，公司货币资金达到 8.41 亿元，较上年增长 98.69%，主要系筹资活动现金流入带动的增长。公司货币资金全部由库存现金及银行存款构成，无受限资金。总体来看，公司货币资金快速增长，且无受限资金，公司货币资金使用效率较高。

2012~2014 年，公司应收账款年均复合增长 29.29%。截至 2014 年底，公司应收账款净额为 11.94 亿元，较上年增长 21.73%。公司应收账款主要为应收伊犁州财政局、新源县财政局、伊犁宾馆、伊犁州文化体育广播影视局和伊宁县住房和城乡建设局等单位的欠款。从账龄结构上看，1 年以内的应收账款占 70.31%，1 至 2 年的占 25.73%，2 年以上的占 3.96%。近年公司项目代建收入规模持续扩大，但受财政对公司代建收益支付进度影响，公司现金收

现质量不高，应收账款持续增长。整体看，公司应收账款规模较大，但综合账龄较短，且以应收政府机构和事业单位的欠款为主。截至 2014 年底，公司计提坏账准备 0.46 亿元，公司计提坏账准备比例较为合理。

表 7 2014 年底大额应收账款单位（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占应收账款总额的比例
伊犁州财政局	4.81	39.69
新源县财政局	4.05	33.40
伊犁宾馆	1.64	13.49
伊犁州文化体育广播影视局	0.34	2.80
伊宁县住房和城乡建设局	0.26	2.13
合 计	11.10	89.50

资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司其他应收款年均复合增长 106.68%。截至 2014 年底，公司其他应收款净额为 8.05 亿元，较 2013 年底增长 331.20%，主要系公司与政府机关以及其他非关联公司的往来款快速增加所致。从账龄结构上看，截至 2014 年底，公司其他应收款中账龄 1 年以内的占 76.58%，1~2 年的占 14.48%，剩余小部分其他应收款账龄较长，公司对上述款项计提坏账准备 0.42 亿元。

表 8 截至 2014 年底公司其他应收款前五名单位（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占其他应收款总额的比例
察布查尔投资发展集团有限公司	1.58	19.34
新疆中汇鑫源投资控股有限责任公司	0.68	8.30
伊宁县城西工业园	0.59	7.27
新源县汇融资产管理有限公司	0.57	7.04
伊宁县国投公司	0.20	2.45
合 计	3.62	46.85

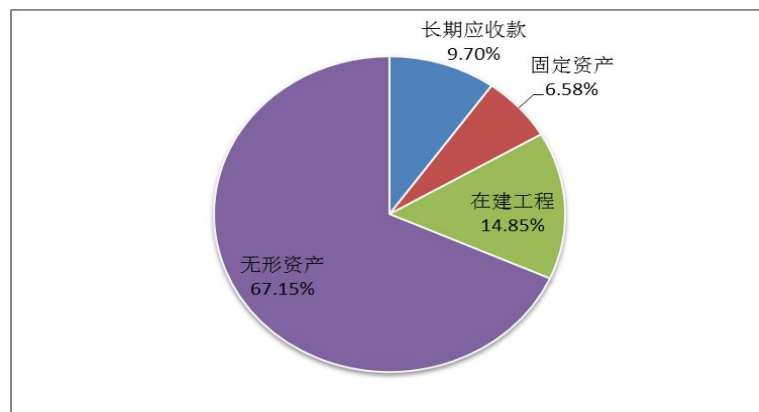
资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司存货规模波动增长。截至 2014 年底，公司存货达到 4.86 亿元，较上年下降 9.66%。公司存货主要由库存粮油构成（合计 4.42 亿元，占比 90.96%）。

非流动资产

近三年，公司非流动资产规模逐年增长，三年复合增长率为 3.97%。截至 2014 年末，公司非流动资产合计 150.86 亿元。从其构成来看，非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产构成，如下图所示：

图 2 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 99.35%。截至 2014 年底，公司长期应收款为 14.50 亿元，主要为各县子公司与施工单位的往来款，2014 年公司长期应收款增长较大，较上年增长 194.48%，主要系安居富民工程建设项目投入较大所致。其余部分为公司将国开行借款转贷给其他公司产生的转贷款。公司作为借款主体获取国开行借款后转贷给其他公司，短期转贷款计入应收账款科目，长期转贷款计入长期应收款科目，目前公司转贷均为长期转贷。如公司预计用款单位有一定的偿付风险，则要求子公司伊犁哈萨克自治州财信融通融资担保有限公司对该转贷款进行担保，要求被担保企业提供一定反担保措施，并收取一定的担保费用。总体看，2014 年公司的长期应收款增长较快，且规模较大，公司面临一定的回收风险。

表9 2014年底长期应收款前5名单位（单位：亿元）

单 位	金 额
新疆中汇鑫源投资控股有限责任公司	2.48
尼勒克县住房和城乡建设局	0.92
巩留县住房和城乡建设局	0.54
巩留县国投公司（供热）	0.44
巩留县嘉格森硅业有限责任公司	0.30
合计	4.67

资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014 年，公司固定资产稳定增长，年均复合增长 7.97%。公司固定资产以房屋建筑物为主，截至 2014 年底，公司固定资产净额为 9.84 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长率为 59.46%，截至 2014 年底，公司在建工程为 22.21 亿元，较上年增长 47.81%，其中大部分为公司下属子公司基础设施建设业务产生的项目成本，另外部分为公司其他业务经营相关工程。

2012~2014 年，公司无形资产略有下降，年均复合下降 7.01%。截至 2014 年底，公司无形资产为 100.40 亿元，同比下降 13.38%，主要系根据伊州国综[2014]14 号、15 号文件《关于剥离草场资产的通知》，子公司新源县那拉提草原旅游项目开发经营有限责任公司和巩留县城市保障性住房投资建设管理有限公司的草场全部划出，减少无形资产 17.44 亿元和 12.47 亿元所致。截至 2014 年底，公司无形资产主要以草场资源和土地为主，整体流动性较弱，且草场变现价值较低。

根据伊犁哈萨克自治州人民政府针对政府性应收款项出具的《关于伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司应收账款相关事宜的批复》（伊州政函[2015]29 号）（详见本期报告“伊犁哈萨克自治州回款安排”部分），伊犁哈萨克自治州人民政府将安排欠款单位从 2016 年开始分 5 年偿还欠款。

总体看，公司资产规模持续扩张，非流动资产占比较高，流动资产中应收账款占比较大，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。但考虑到伊犁哈萨克自治州人民政府还款安排，公司应收类款项回收风险较低。

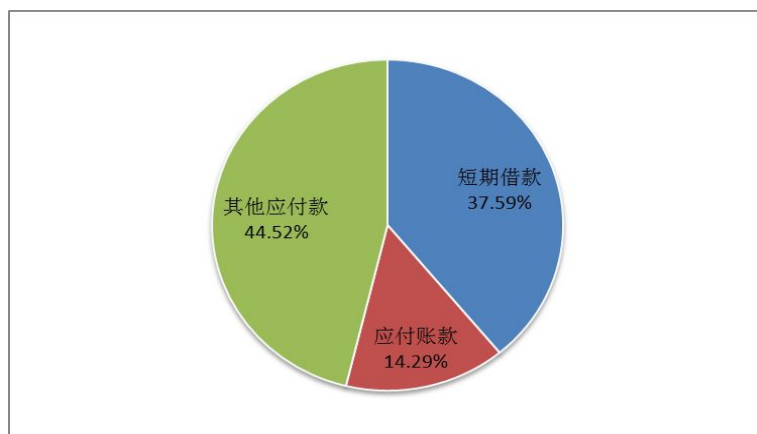
3. 负债及所有者权益

近三年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 64.64%。截至 2014 年底，公司负债合计 54.13 亿元，同比增长 93.21%。负债结构方面，2012~2014 年，公司非流动负债占比不断扩

大，分别占负债总额的32.34%、34.91%和66.56%。

流动负债方面，2012~2014年，公司流动负债波动增长，年均复合增长15.73%。截至2014年底，公司流动负债合计18.10亿元，同比下降0.75%。公司流动负债主要由短期借款（占37.59%）、应付账款（占14.29%）和其他应付款（44.52%）构成，如下图所示：

图3 2014年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2012~2014年，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长23.40%。截至2014年底，公司短期借款为6.80亿元，同比增长47.88%。其中公司短期借款中，信用借款5.80亿元，保证借款1.00亿元。

2012~2014年，公司应付账款波动大幅增长，年均复合增长30.80%。截至2014年底，公司应付账款为2.59亿元，较2013年底增长74.41%，主要系应付工程款增加所致。从账龄结构上看，公司1年以内的应付账款占82.54%，1至2年的占14.26%，账龄2年以上的应付账款占3.20%，综合账龄较短。

2012~2014年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长8.34%。截至2014年底，公司其他应付款为8.06亿元，主要以工程款（为公司基建项目尚未支付的工程款）和往来款构成。该部分工程款资金来源于地方财政拨付，公司支付的基建项目工程款在“支付其他与经营活动有关的现金”中体现。公司其他应付款综合账龄较短，其中以1年以内（占62.20%）和1~2年（占25.50%）为主。

表10 截至2014年底公司主要其他应付款单位（单位：万元）

项 目	金 额	性质或内容
援疆工作组	13,050.42	工程款
陆显光	2,855.89	工程款
昭苏县建设局	2,261.50	工程款
唐正明	1,624.77	工程款
陈光林	956.66	工程款
合 计	20,749.25	

资料来源：根据公司审计报告整理

非流动负债方面，2012~2014年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长136.21%。截至2014年底，公司非流动资产合计36.03亿元，较2013年底增长268.43%，主要系公司应付债券和专项应付款的增长所致。

2012~2014年，公司长期借款波动增长，年均复合增长10.38%。截至2014年底，公司长期借款为6.78亿元，主要以国家开发银行借款构成。根据伊犁哈萨克自治州人民政府伊州政办[2006]29号《伊犁州直使用国家开发银行贷款管理暂行办法》，公司在国家开发银行的贷款，由州直财政资金对偿还银行贷款本息进行全额补贴还款，并根据州直政府“谁使用、谁归还”的原则，由州财政和各项目所在地县市签订协议，明确还款责任，还贷资金归集方法。公司支付和归集的转贷资金在现金流量表的收到/支付其他与筹资活动有关现金科目中反映。

截至2014年底，公司应付债券17.02亿元，系公司于2014年2月28日发行的额度为16.00亿元的7年期公司债，以及2014年应付利息1.02亿元。

2012~2014年，公司专项应付款大幅增长，年均复合增长395.34%。截至2014年底，公司专项应付款11.70亿元，较上年同比增长353.96%，主要系霍城县财政局、伊宁县财政局和尼勒克县财政局拨付的工程建设资金。

2012~2014年，公司资产负债率呈上升趋势，2014年底为28.81%，较2013年底上升12.59个百分点。公司全部债务资本化比率由2013年底的7.29%上升至18.62%。

2012~2014年底，公司全部债务快速增长，年均复合增长74.69%。截至2014年底，公司全部债务为30.60亿元，较上年增加19.22亿元，主要来自短期或长期债务的增长。从债务结构看，公司债务以长期债务为主，占比为77.77%。从债务指标看，2012~2014年，公司资产负债率分别为12.62%、16.22%和28.81%；长期债务资本化比率分别为3.87%、4.48%和15.11%；全部债务资本化比率分别为6.76%、7.29%和18.62%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体呈上升趋势。

整体看，受益于政府持续大规模的土地、草场资产注入，公司所有者权益规模较大，目前公司整体债务负担较轻。此外公司部分长期借款和短期借款包含公司转贷的国开行借款，该部分本息由伊犁州财政承担本息偿付义务。公司实际债务负担小于上述指标值。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动中有所下降，分别为138.28亿元、144.66亿元和133.76亿元。截至2014年底，公司所有者权益较上年下降7.53%，其中实收资本占0.75%、资本公积占86.42%、盈余公积0.41%和未分配利润10.65%。

2013年3月，伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心以货币资金2,400万元和实物资产8,764.73万元（其中7,000万元作为注册资本，其余计入资本公积）向公司增资，增资后公司注册资本由600万元变为10,000万元。

2012~2014年，公司资本公积波动中有所下降，分别为129.05亿元、130.29亿元和115.59亿元。其中，2013年，公司资本公积增加1.24亿元，主要是由于根据昭苏县人民政府《关于同意成立昭苏县利融投资有限公司并将县宾馆等三家国有企业资产进行划转的批复》（昭政发[2012]98号），公司接受划入昭苏宾馆、昭苏县客运中心和昭苏县众惠热力有限责任公司三家国有企业，增加资本公积1.03亿元所致。2014年，公司资本公积减少14.70亿元，主要由于根据伊犁哈萨克自治州国有资产管理中心文件，伊州国综[2014]14号、15号文件《关于剥离草场资产的通知》，将子公司新源县那拉提草原旅游项目开发经营有限责任公司、巩留县城市保障性住房投资建设管理有限公司的草场全部划出减少资本公积共计29.91亿元，察布查尔县子公司评估注入土地9.24亿元及尼勒克县子公司评估增加土地5.22亿所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主（资本公积中草场资源占比高），整体稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动减少，年均复合减少7.32%，营业成本波动下降，年均复合减少5.45%。2014年，公司实现营业收入12.92亿元，较上年同比增加7.11%，同期，营业成本增加17.35%，期间营业成本的增速高于营业收入，总体毛利率水平有所降低。近三年，公司营业利润分别为0.89亿元、2.11亿元和0.52亿元，年均复合减少23.75%；同期，公司净利润分别为4.43亿元、3.93亿元和2.37亿元，年均复合减少26.84%；归属于母公司所有者的净利润分别为4.43亿元、3.93亿元和2.32亿元，年均复合减少27.64%。

2012~2014年，公司期间费用持续增长，年均复合增长47.99%。近三年公司期间费用分别为1.28亿元、1.79亿元和2.80亿元，2014年公司期间费用大幅上升，主要是由于利息支出大幅增长所致。2014年，公司销售费用0.34亿元，占费用总额的12.12%。同期，管理费用0.91亿元，占费用总额的32.43%。近三年，公司债务规模快速增长，致使财务费用大幅度增长，三年复合增长率达104.25%。2014年，公司财务费用为1.55亿，占费用总额55.46%。

公司营业外收入主要由粮油业务政府补贴和项目建设政府补贴构成，由于粮油补贴每年均根据国家粮油储备政策下发，具有一定的持续性。2012~2014年，公司营业外收入分别为3.60亿元、2.32和2.38亿元，占利润总额的比重分别为80.89%、58.94%和98.03%，公司盈利能力对营业外收入的依赖程度较大。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润率波动增长，近三年分别为15.91%、33.72%和26.52%。2014年营业利润率同比下降，主要系2014年公司供排水业务进一步亏损，融资担保业务、客运业务、酒店业务和国营农牧场经营业务等其他业务的毛利率继续下降，且营业税金大幅上升所致。随着债务规模的增长以及净利润的下滑，截至2014年末，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.85%、2.20%和1.70%，均较上年年末有所下降。

总体看，公司经营业务盈利水平波动大，整体盈利能力较弱，利润构成中财政补贴占比大。

5. 现金流

2012~2014年，公司经营活动现金流入快速增长，近三年分别为8.51亿元、16.43亿元和24.70亿元，年均复合增长70.37%。主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金构成，公司收到的其他与经营活动有关的现金以公司与相关单位的往来款为主，同时包括公司从政府收到的专项建设资金等。受基础设施建设资金拨付效率影响，公司现金收入比呈增长趋势，近三年分别为56.36%、75.26%和84.40%，但公司收现质量仍较差。

2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为4,660.89万元、15,644.95万元和21.97万元，2014年公司经营活动现金流量净额大幅下降，同比下降99.86%。主要是受公司支付的基建项目工程款大幅增加所致。

2012~2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-4.11亿元、-5.04亿元和-8.80亿元，公司代建业务由于项目建设成本由伊犁州财政局直接支付给施工单位，并未在公司现金流中有所体现，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金大部分为公司基建业务投入成本，2012~2014年分别为3.50亿元、4.97亿元和7.68亿元。

2012~2014年，公司筹资活动现金流表现为净流入，主要由于取得借款和发行债券所获得的现金较大所致。2012~2014年公司筹资活动现金流净额分别为6.14亿元、9.24亿元

和 14.54 亿元。

总体来看，受基础设施建设资金拨付效率影响，公司现金收入比虽然不断提高，但仍处于较弱水平，公司获现质量较差，公司经营活动现金流量净额波动较大，投资活动持续较大规模净流出，对外部融资依赖性强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率波动中快速增长，2014年末上述指标分别为2.05倍和1.78倍。近三年，公司经营现金流动负债比分别为3.45%、8.58%和0.01%。总体看，公司短期偿债能力一般，经营活动现金流净额对流动负债覆盖能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为4.98亿元、4.66亿元和4.66亿元，EBITDA全部债务比分别为0.50倍、0.41倍和0.15倍，EBITDA利息倍数分别为13.06倍、23.07倍、2.93倍。整体看，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱，公司偿债压力较大。

截至2015年3月底，公司授信总额为14.68亿元，已经使用7.60亿元，尚未使用额度7.08亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

表11 截至2015年3月底公司获得银行授信情况（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用额度	授信期限
国家开发银行伊犁分行	116,750	66,000	3 年、11 年
兴业银行伊犁分行	30,000	10,000	1 年
合计	146,750	76,000	

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司除下属伊犁州财信融通融资担保有限公司开展担保业务带来的少量担保余额外，无对集团外企业担保。伊犁州财信融通融资担保有限公司收取一定的担保费用，公司具有一定的代偿风险。但由于政府负责债务本息偿还，损失风险较小。

伊犁哈萨克自治州回款安排

根据公司审计报告，截至 2014 年底公司应收账款账面价值 119,385.15 万元，其他应收款账面价值 80,455.30 万元，长期应收款账面价值 145,031.83 万元，其中，政府性应收款项合计 115,108.51 万元。为了保障公司正常运营，伊犁哈萨克自治州人民政府针对政府性应收款项出具了《关于伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司应收账款相关事宜的批复》（伊州财函[2015]29 号），对政府性应收款项的还款计划和偿还保障资金作出了具体安排，伊犁哈萨克自治州人民政府将安排欠款单位从 2016 年开始分 5 年偿还欠款，具体计划如下表。

表 12 应收账款和其他应收款等款项偿付资金的还款计划（单位：万元）

序号	单位名称	类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	小计
1	伊犁州财政局	应收账款	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	8,127.74	48,127.74
2	新源县财政局	应收账款	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,500.00	40,500.00
3	伊犁州文化体育广播影视局	应收账款	600.00	600.00	600.00	600.00	997.00	3,397.00
4	伊宁县住房和城乡建设局	应收账款	500.00	500.00	500.00	500.00	583.00	2,583.00
5	伊宁县城西工业园	其他应收款	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,934.00	5,934.00
6	尼勒克县住房和城乡建设局	长期应收款	1,600.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00	2,800.00	9,200.00
7	巩留县住房和城乡建设局	长期应收款	1,600.00	800.00	800.00	800.00	1,366.77	5,366.77
合 计			23,300.00	22,500.00	22,500.00	22,500.00	24,308.51	115,108.51

资料来源：公司提供，联合评级整理。

偿还保障资金安排

根据伊犁哈萨克自治州政府的安排，计划从伊犁州每年的土地出让收入中提取一定比例，按照各欠款单位的还款计划，对公司的应收账款等款项进行偿还保障。其中，2016~2020年还款保障资金来自于伊犁州的41宗地块的土地出让收入，上述地块的可出让土地面积共计约9,000亩。参照伊犁州近三年土地出让情况，并重点参考可开发地块周边土地的出让价格，这些土地预计可取得约20.7亿元的土地出让收入，扣除政策要求上缴的税费之后的土地出让净收入作为专项偿付资金，用于保障各政府部门欠款单位所欠款项，这些地块的土地出让净收入完全可以覆盖各欠款单位还款计划的金额。

未来伊犁州将按照应收款项的还款计划逐步出让上述土地，确保资金分批及时足额到位。若因客观原因导致上述地块的土地出让收入与偿付资金需求无法匹配时，由伊犁州财政局安排其他地块的土地出让收入进行偿还。联合评级将密切关注伊犁哈萨克自治州财政对公司应收款项的回款情况。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（公司机构信用代码：G10654002000612409），截至2015年5月5日，公司存在38笔未结清关注类贷款记录和12笔已结清关注类贷款业务，根据国家开发银行伊犁分行于2015年5月5日出具的说明，公司所有关注类贷款（包括已还清债务项目）还本付息正常，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营与财务状况，以及所处区域发展与财力水平的综合分析，总体看，公司整体抗风险能力正常。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为6亿元，为2014年底公司长期债务的0.25倍，是全部债务的0.20倍，对公司现有债务总额和债务结构影响大。

截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为28.81%、18.62%和15.11%，以公司2014年底报表财务数据为基础，预计本次债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至31.01%、21.49%、18.22%，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

本次债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，公司与中国农业银行伊犁分行、伊犁州政府签订了《三方协议》，根据《三方协议》，本次债券偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、政府风险缓释基金的多层风险缓释措施。上述措施在一定程度上增强了本次债券的保障能力。

当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）、风险储备基金、政府风险缓释基金不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。2012~2014年公司经营活动的现金流入量分别为8.51亿元、16.43亿元和24.70亿元，分别为本次债券拟发行额度的1.42倍、2.74倍和4.12

倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的保障能力一般；2012~2014 年公司 EBITDA 值分别为 4.98 亿元、4.66 亿元和 4.66 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 0.83 倍、0.78 倍和 0.78 倍，EBITDA 值对本次债券的覆盖能力较弱。考虑到伊犁州政府对公司在资产注入和财政补贴等方面的大力支持，同时，公司与中国农业银行伊犁分行、伊犁州政府签订了《三方协议》，设置了包括风险储备基金和政府风险缓释基金在内的多层风险缓释措施，总体看本次债券违约风险较低。

十、本次债券保护措施

公司拟聘请中国农业银行伊犁分行作为本次债券的资金监管银行，全面负责募集资金专户、风险储备基金账户、风险缓释基金账户及偿债资金专户的资金监管。

为确保本次债券本息按期兑付，公司与监管银行签订了《公司债券账户及资金监管协议》，约定：本次债券发行前 10 个工作日内公司在监管银行开立专项偿债账户，用于归集偿付本次债券本息的资金，仅可用于支付本次债券的利息和本金，账户内资金仅能划付至本次债券的债券托管机构指定的银行账户；监管银行有权依据《募集说明书》及该协议的约定，对专项偿债账户内的资金进行监管；公司应在本次债券存续期内每年兑付兑息日前 15 个工作日之前，将当期应偿付资金划付至该账户；监管银行应在本次债券的兑付兑息日前第 10 个工作日核对偿债账户内资金状况，如发现不足以支付当期应偿付资金，监管银行应于当日通知公司，公司应在兑付兑息日前第 5 个工作日内将当期应偿付资金划入偿债账户；监管银行应于本次债券存续期内每年兑付兑息日前第 4 个工作日根据公司出具的加盖公章的支付指令将偿债账户内当期应偿付资金划至本次债券托管机构指定的银行账户。若公司未能履行监管协议约定义务，监管银行应及时通知各方。

本次债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，为保证投资者利益，公司与中国农业银行伊犁分行、伊犁州人民政府签订了《三方协议》，设置了包括风险储备基金和政府风险缓释基金在内的多层风险缓释措施：

风险储备基金：募集资金投放过程中带来的资金收入，主要由委托贷款利率与债券发行利率形成的利差收入组成，由中国农业银行伊犁分行设立专门账户进行管理。

政府风险缓释基金：由伊犁州政府按照发行规模 5%的比例将资金存放在中国农业银行伊犁分行开立的风险缓释基金账户，作为本次债券的风险缓释基金。

如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由公司以自身日常经营收入补偿。

此外，在符合中国农业银行伊犁分行届时内部授信政策的前提下，中国农业银行伊犁分行可向委托贷款借款人提供融资。同时，根据贷款具体情况，公司和中国农业银行伊犁分行将要求客户提供有效担保（包括但不限于资产抵质押担保、第三方担保等），贷款到期后，对借款人不能偿还的贷款实施催收、清收、资产保全、诉讼，尽可能降低违约损失率。

公司聘请中国农业银行伊犁分行为本次债券的债券受托管理人（债权代理人），在本次债券存续期限内，代理债券持有人行使权力，维护债券持有人的利益。

综合来看，公司可能面临一定的代偿风险，且发债额度相对较大，公司存在一定的集中兑付压力。但考虑到公司针对本次债券偿债资金来源设置的多重保障，有利于提高本次债券整体偿付能力。公司为本次债券设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，并由中国农业银行伊犁分行银行对上述账户进行监管。综合分析，本次债券整体偿

债风险低。

十一、结论

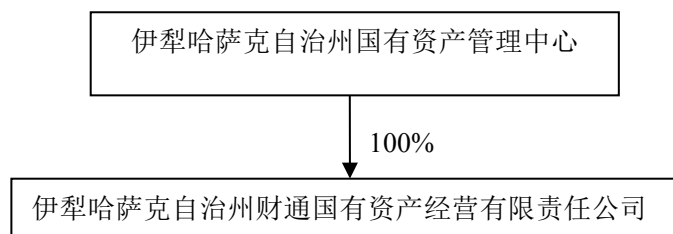
公司是伊犁州政府出资设立并由国有资产管理中心管理的投资控股型国有独资公司，是伊犁州国有资产管理中心下属重要的国有资产控股、管理、处置平台，是伊犁州国有资产投资经营与管理、粮油收储和城市基础设施建设及运营主体。公司在外部经营环境、政府支持、区域垄断经营等方面具有显著优势；同时也关注到基础设施建设项目及代建项目回款滞后对公司资金形成占用、公司资产变现能力及盈利能力较弱等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

目前公司整体资产质量一般，债务负担较轻，未来公司在城市基础设施建设领域能够得到政府的大力支持，公司整体信用风险低。

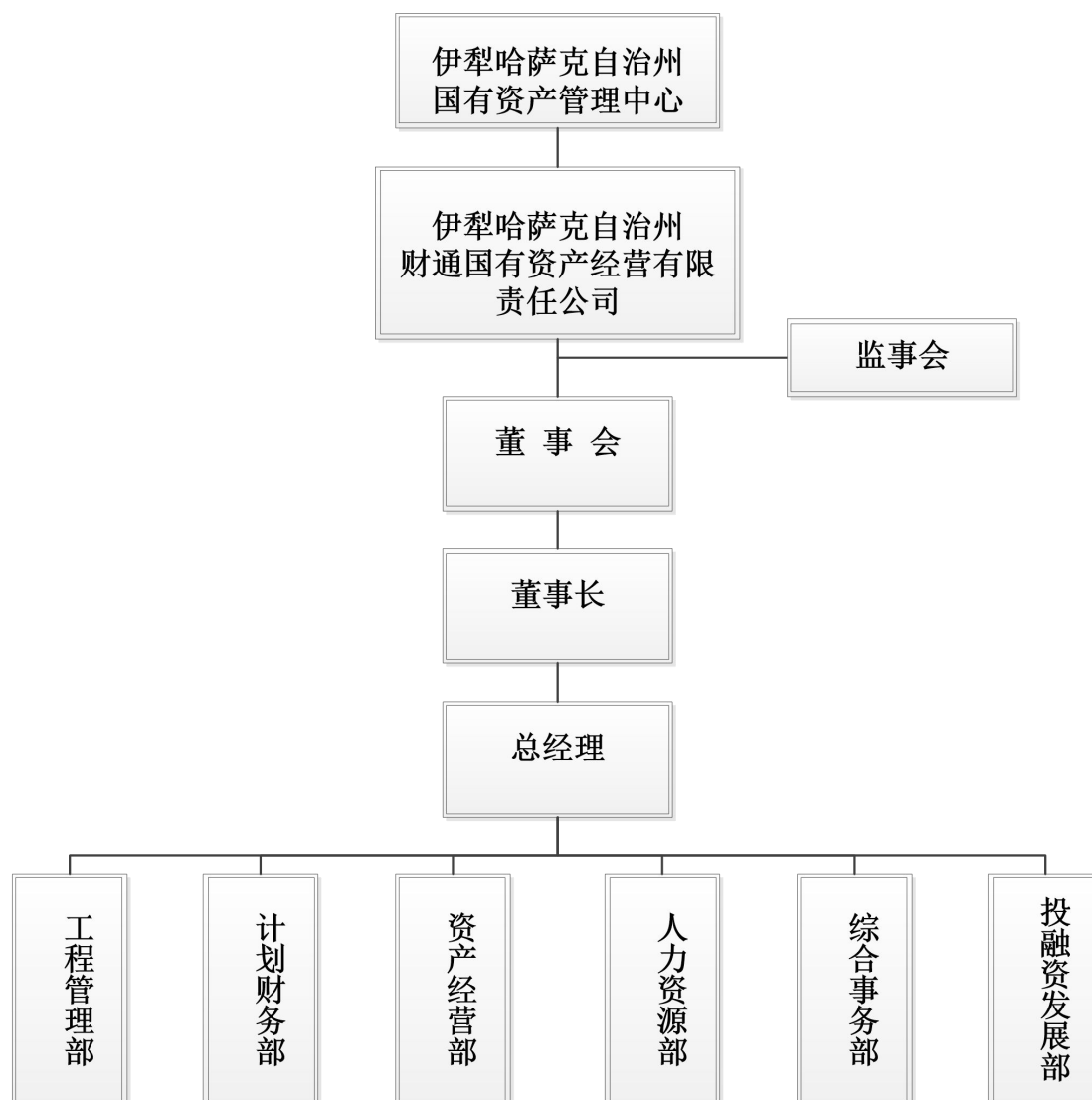
本次债券偿债资金来源为小微企业归还贷款本金及利息和罚息，公司针对本次债券偿债资金来源设置了多重保障，进一步增强了本次债券的偿还能力。公司为有效归集本次债券的偿债资金，设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，降低了相关操作风险。

总体看，本次债券到期不能偿付的风险较低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司

2012 年~2014 年主要财务指标

(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.08	4.41	8.63
资产总额(亿元)	158.26	172.63	187.89
所有者权益(亿元)	138.28	144.66	133.76
短期债务(亿元)	4.47	4.60	6.80
长期债务(亿元)	5.56	6.78	23.80
全部债务(亿元)	10.03	11.38	30.60
营业收入(亿元)	14.97	12.00	12.83
利润总额(亿元)	4.45	3.94	2.43
EBITDA(亿元)	4.98	4.66	4.66
经营性净现金流(亿元)	0.47	1.56	0.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.10	1.42	1.18
存货周转次数(次)	3.53	1.77	1.81
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07
现金收入比(%)	56.36	75.26	84.40
营业利润率(%)	15.56	33.42	26.03
总资本收益率(%)	3.24	2.64	2.41
净资产收益率(%)	3.20	2.72	1.77
长期债务资本化比率(%)	3.87	4.48	15.11
全部债务资本化比率(%)	6.76	7.29	18.62
资产负债率(%)	12.62	16.22	28.81
流动比率(%)	138.40	134.46	204.59
速动比率(%)	112.12	104.95	177.73
经营现金流动负债比(%)	3.45	8.58	0.01
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	2.28	2.28
EBITDA 全部债务比	0.50	0.41	0.15
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.42	2.74	4.12
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	0.26	0.00
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.83	0.78	0.78

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。