

信用等级公告

联合[2019]437 号

阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2019 年度公司债券进行了主动评级，确定：

**阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司拟发行的 2019 年度公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年三月二十六日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司

2019年度公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 4.70 亿元

债券期限: 5+5 年

还本付息方式: 按年付息, 分期还本

评级时间: 2019 年 3 月 26 日

主要财务数据:

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	76.78	161.58	185.04
所有者权益(亿元)	60.76	96.95	104.29
长期债务(亿元)	9.21	41.64	61.16
全部债务(亿元)	9.21	42.98	61.74
营业收入(亿元)	2.59	8.13	4.70
净利润(亿元)	1.09	1.33	1.02
EBITDA(亿元)	1.21	2.83	2.38
经营性净现金流(亿元)	-0.48	2.00	1.33
营业利润率(%)	40.66	17.76	38.09
净资产收益率(%)	1.80	1.37	0.98
资产负债率(%)	20.86	40.00	43.64
全部债务资本化比率(%)	13.16	30.71	37.19
流动比率(倍)	12.47	5.46	6.55
EBITDA 全部债务比(倍)	0.13	0.07	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	9.61	5.07	4.24
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.26	0.60	0.51

注: 1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 系四舍五入造成的; 2、除特别说明外, 均指人民币; 3、长期应付款计入公司有息债务。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为阿勒泰地区主要的基础设施建设主体, 持续获得政府在资产划拨、财政补贴以及特许经营等方面有力支持。同时, 联合评级关注到, 公司开展的基础设施建设类业务回款受政府支付进度影响大、公司应收类款项和存货规模较大、资产质量较差等因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

未来随着公司在阿勒泰地区所承接基础设施建设项目的持续推进, 公司债务规模将进一步增大, 同时, 公司也能持续获得来自阿勒泰地区政府的有力支持, 公司经营将保持稳定发展, 并对公司偿债能力形成有效支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券期限为 5+5 年, 还款资金主要来自募投项目的未来收益。本期债券设置了分期偿还本金的条款, 有效降低了公司资金集中支付压力。但是本期债券还设置了投资者选择回售, 若投资者选择在当期债券存续期内第 5 年末回售, 公司将面临较大的集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是阿勒泰地区主要的基础设施建设主体; 阿勒泰地区政府在资产划拨、财政补贴及特许经营等方面给予公司有力支持。

2. 公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力强; 公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期债券分期偿还单年最大偿付本金的保障能力强。

3. 本期债券设置了分期还本条款, 可有效降低公司集中支付压力。

关注

1. 公司土地开发、基础设施及保障房建设等业务回款受地方财政拨付进度影响大，收入实现质量一般。另外，公司在建的代建项目大多未与政府签订协议，未来回款存在较大的不确定性。

2. 公司资产构成以土地资产、应收类款项为主，对资金占用明显，资产流动性弱。

3. 随着开发和建设项目的推进，公司未来投资规模仍较大，存在一定的对外筹资压力。

4. 若投资者选择在本期债券存续期的第 5 年末回售，则公司面临较大的集中偿付压力。

5. 募投项目收入受工程进度、项目运营情况的影响，存在不确定性。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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评级对象提供，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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，联合评级将对评级对象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

阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司（以下简称“公司”）是 2006 年 12 月 14 日根据阿勒泰地区行政公署（以下简称“地区行政公署”）《关于同意成立阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司的批复》（阿行署发【2006】28 号），由阿勒泰地区国有资产监督管理委员会（以下简称“阿勒泰地区国资委”）出资设立的国有独资公司，初始注册资本 1,000.00 万元。公司先后经过 3 次增资，截至 2017 年底，注册资本 19.14 亿元（合并口径实收资本 2.20 亿元¹），阿勒泰地区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：投资与资产管理；基础设施建设投资与经营；公共设施管理；土地开发；房地产开发；房屋租赁；提供施工设备服务；建筑工程机械与设备租赁；金属及金属矿批发、零售；建材批发、零售；广告业；仓储业；会议及展览服务；铁路客运票务代理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司本部内设办公室、财务部、经营部以及投融资部等 4 个职能部门；公司纳入合并范围的子公司共计 28 家，详见附件 1。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 185.04 亿元，所有者权益 104.29 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 4.70 亿元，利润总额 1.24 亿元。

公司注册地址：新疆阿勒泰地区阿勒泰市解放路 5 区 22-1 栋；法定代表人：彭胜。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2019 年度公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 4.70 亿元，期限为 5+5 年。本期债券按年付息，分期还本，并设有回售条款。

本期债券存续期内，若投资者在第 5 年末不回售，则公司在债券存续期的第 3~10 年每年偿还本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%。

本期债券存续期内，若投资者在第 5 年末选择回售，则公司在债券存续期第 3~4 年每年偿还本金的 10%，第 5 年一次性还本付息。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券拟募集资金总额 4.70 亿元，其中，0.18 亿元用于阿勒泰市北区集中供热改扩建项目（以下简称“北区供热项目”），2.66 亿元用于吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目（以下简称“边境物流园区项目”），剩余部分拟用于补充运营资金。具体情况如下：

表 1 本期债券募集资金投资项目情况（单位：亿元、%）

募集资金用途	投资总额	拟使用募集资金金额	占投资总额比例
阿勒泰市北区集中供热改扩建项目	1.31	0.18	0.00
吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目	3.80	2.66	0.01

¹ 2016 年，根据阿勒泰地区国资委相关文件，同意国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）以投资方式向公司增资 16.94 亿元，上述投资款自首笔拨款缴付日起 20 年内阿勒泰地区国资委行使股权回购，且在此期间需按照收到发展基金规模的 1.2% 上缴利息。按照实质重于形式原则，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）针对公司合并口径财务报表将其从“实收资本”调整入“长期应付款”科目。因此，公司合并口径实收资本仅为阿勒泰地区国资委以货币和实物对公司 2.20 亿元的出资，公司母公司实收资本为 19.14 亿元。国开基金的资金主要是通过公司转贷给阿勒泰地区各市县进行基础设施建设，各市县财政负有按期偿还本息义务。2018 年，阿勒泰地区政府集中清理债务，提前偿还上述资金，截至 2019 年 1 月底，母公司实收资本已降至 9.24 亿元，合并口径实收资本仍为 2.20 亿元，注册资本未做变更。

补充运营资金	--	1.86	--
合计	5.11	4.70	--

资料来源：公司提供

注：阿勒泰市北区集中供热改扩建项目建设单位为阿勒泰市兴业集中供热有限公司，公司持有其20.44%的股权，中国农业发展基金有限公司对其投资合同中约定不参与任何决策，不派出管理人员，不具有控制权。公司对其有100%的控制权。

（1）项目概况

阿勒泰市北区集中供热改扩建项目

根据新疆市政建筑设计研究院有限公司出具的《阿勒泰市北区集中供热改扩建项目可行性研究报告》（以下简称“北区供热可研”），阿勒泰市目前供热分为6个区，供热方式为集中供热和分散供热并存，1、2、3、4、5区实现集中供热，6区为分散供热。根据阿勒泰市市政规划，阿勒泰市将1、2、6区进行合并形成供热北区，扩建1区锅炉房；将3、4区合并形成供热中区，将5区并入南区，形成供热南区。

阿勒泰北区集中供热改扩建工程规划近期总供热面积231万平方米，总负荷132MW，其中新增供热面积141万平方米，负荷76MW。具体建设内容为：

新建2×70MW（100t/h）高温热水锅炉：热源城区的选址在北区集中供热区域范围内，初步定位在1区热源厂内进行扩建。厂区内包括新建的锅炉房及输煤、除尘、水处理等车间和办公、生活用房及附属用房，另设堆煤场、堆渣场、烟囱及厂区通道，并留出适当比例的厂区绿化面积。热源将根据近、远期发展规划，按近期（2020年）需要建设，并预留发展空间和发展端以适应远期负荷发展的要求。

新建一级供热管网总长2×8990m，管径DN150-DN800：一级供热管网主干管按远期（2030年）规划热负荷设置，由主干管接至各换热站的支管按各站的最大规划热负荷设置。

新建17座换热站：换热站按近期规划的采暖负荷配置换热设备，并在站内预留适当的发展扩容空间，以满足远期可能发展的供热需求。

吉木乃边境经济合作区物流园建设项目

根据新疆市政建筑设计研究院有限公司出具的《吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目可行性研究报告》（以下简称“边境物流园区可研”），该项目主要建设大型停车场、信息服务中心、商品集散中心、存储配送中心、生活配套服务中心、智能化平台、冷链物流等以及配套基础设施等。项目规划用地0.25公顷，总建筑面积57,384.00m²。

该项目的建设地点位于新疆吉木乃边境合作经济合作区，西侧为广汇东路，东侧为防护林，南侧为计划建设的吉木乃县综合粮仓，北侧为空地，正在完善“三通一平”。

（2）项目批复

公司募投项目的有关批复文件详见下表2所示。

表2 项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2015-12-29	阿勒泰地区发改委	《关于阿勒泰市北区集中供热改扩建项目可行性研究报告（代项目建议书）的批复》	阿市发改委投资（2015）37号
2015-12-07	阿勒泰地区环境保护局	《关于阿勒泰市北区集中供热改扩建工程环境影响报告书的批复》	阿地环函（2015）139号
2015-03-19	阿勒泰市国土资源局	《关于阿勒泰市北区集中供热改扩建工程用地预审情况说明》	阿市国土资源预审字（2015）19号
2016-02-05	阿勒泰市城乡建设规划局	《建设用地规划许可证》	地字第65430120160003号
2016-06-13	阿勒泰市城乡建设规划局	《建设项目选址意见书》	选字第65430120160029号

2016-07-26	阿勒泰市城乡建设规划局	《建设工程规划许可证》	地字第 65430120160039 号
2016-03-18	阿勒泰市维护社会稳定小组	《关于阿勒泰市北区集中供热改扩建项目社会稳定风险评估意见书》	阿市维稳（2016）5 号
2017-06-08	吉木乃县发改委	《关于吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目可行性研究报告的批复》	吉发改（2017）89 号
2016-07-06	吉木乃县环境保护局	《关于吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目环评的审批意见》	吉环函（2016）150 号
2016-03-23	吉木乃县国土资源局	《关于吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目用地预审的意见》	吉国土资预审字（2016）31 号
2016-03-24	吉木乃县城乡建设规划局	《建设用地规划许可证》	地字第 2016（03009）号
2016-03-23	吉木乃县城乡建设规划局	《建设项目选址意见书》	选字第 2016（03009）号
2016-05-16	吉木乃县城乡规划局	《建设工程规划许可证》	地字第 2016（03009）号
2017-04-25	吉木乃发改委	《固定资产投资节能登记表》	吉发改节能登（2017）26 号
2017-06-08	吉木乃县人民政府	《关于对吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目社会稳定风险评估报告的审查意见》	吉政函（2017）54 号

资料来源：公司提供

（3）项目建设进度

截至 2018 年底，阿勒泰市北区集中供热改扩建项目已基本完成形象投资，部分供热机组在试运营。本期债券募集资金将用于偿还施工单位先期垫付的资金。

截至 2018 年底，吉木乃边境经济合作区物流园建设项目正在进行前期准备工作。

（4）募投项目经济效益和社会效益

经济效益

阿勒泰市北区集中供热改扩建项目的收益均来自对居民供暖的收费。根据北区供热可研，该项目供热单价定位 26 元/m³，年均可实现供热费收入 5,240.24 万元。

吉木乃边境经济合作区物流园建设项目根据边境物流园区可研，项目建成后收入分别来自租赁收入、停车场收入、货车及叉车运输收入、汽车衡收入、物业费收入、园区广告收入，年均收入为 5,974.97 万元。

社会效益

阿勒泰市北区集中供热改建项目—阿勒泰市北区是城市居住用地及行政办公的主要区域，是目前阿勒泰市“南优北延”的主要发展方向。阿勒泰北区供热系统的建设是阿勒泰市城市供热改进计划的一部分，它的建设将彻底改变阿勒泰市集中供热凌乱落后的局面，将为城市的发展奠定稳固的基础，也可避免该区供热系统出现零散建设的局面。另外，阿勒泰市的能源缺乏，燃煤是从距阿勒泰市 270 公里远的库伦铁布克煤矿运来，距离较远，对阿勒泰市来说，节约能源、减少浪费、减轻污染，符合国家节能环保政策，同时也可消除因冬季采暖燃煤小锅炉对大气环境的污染和减少粉尘对周边地区造成的不利影响，提高能源利用率。

吉木乃边境经济合作区物流园建设项目一口岸是阿勒泰地区一大优势。目前，吉木乃口岸进出口货物品种逐步向战略型、资源类、高附加值转变，已经具备了以口岸为核心，直接或间接的依托口岸而存在和发展的跨行业、跨地域、多层次的口岸经济。吉木乃保税仓库的设立，将使吉木乃口岸经济从目前相对单一的货物通道功能向商品保税仓储、第三方物流、展示展销、专业交易市场等多层次商贸物流功能转变，实现吉木乃口岸进出的货物在本地驻留，经集散、贸易、展示、仓储、运输等经济活动，实现产业生产、服务增值和效益提升，带动区域经济发展，实现阿勒泰地区“口岸强区”的目标。

三、行业分析

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、加强区域交流与合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 3 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

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	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

	府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	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】23号	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。

资料来源：联合评级综合整理

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，也是阿勒泰地区行政公署授权的土地开发整理唯一主体。公司同时负责阿勒泰地区及下属各市县的保障房建设任务，在阿勒泰地区的保障性住房建设中起主导作用。

2. 人员素质

公司拥有高管人员 3 名，其中董事长兼总经理 1 名、副总经理 1 名、总会计师 1 名。

彭胜，男，出生于 1968 年，本科学历，1988 年参加工作，历任富蕴县食品厂会计、富蕴县劳动就业局会计，以及富蕴县财政局干部、副主任科员、纪检组长、副局长、副书记、局长、阿勒泰地区金融办公室主任等职务，2016 年 11 月至今任公司董事长兼总经理。

孙晓进，男，出生于 1979 年 3 月，本科学历，1998 年参加工作，历任青河县阿热勒托别乡办事员、青河县政府办公室科员、清河县计划统计委员会科员，以及阿勒泰地区发展和改革委员会投资科科长、投资建设管理科科长、吉木乃县发展和改革委员会党组副书记、主任、县援疆办主任等职务，2016 年 11 月至今任公司副总经理。

刘立强，男，出生于 1975 年 12 月，本科学历，1995 年参加工作，历任吉木乃县农业局种子站会计、吉木乃县财政局干部以及阿勒泰地区财政局国库科长、社保科科长、预算科科长等职务，2016 年 11 月至今任公司总会计师。

截至 2017 年底，公司本部员工人数为 16 人。按教育程度分类，本科及以上学历占 44%、大专学历占 44%，中专及以下学历占 12%。按年龄结构分类，30 岁以下占 50%，30~50 岁占 50%。

总体看，公司高级管理人员文化素质较高，相关管理经验较丰富；员工配备基本满足公司现阶段经营发展需求。

3. 股东背景

截至 2017 年底，公司注册资本 19.14 亿元，实收资本 2.20 亿元。阿勒泰地区国资委是公司唯一股东和实际控制人。

4. 政府支持

公司作为阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，持续得到政府在资产划拨、财政补贴以及特许经营等方面的有力支持。

（1）资产划拨

2016 年，根据阿勒泰地区国资委相关文件，阿勒泰地区国资委将 16 家国有企业股权无偿划拨给公司，包括布尔津县国有资产经营有限责任公司（以下简称“布尔津国资公司”，含 6 家下属公司）、阿勒泰市聚金城建设投资开发有限公司（以下简称“聚金公司”，含阿勒泰市金通房地产开发有限公司（以下简称“金通房地产公司”，含 7 家下属公司）以及新疆北阿铁路有限责任公

司（以下简称“北阿铁路公司”）。

2017年，公司分别收到来自阿勒泰地区政府无偿划拨草场（评估价值5.37亿元入账）、划拨股权0.62亿元（吉木乃县吉辰国有资产经营有限责任公司以及阿勒泰禾木缘建设投资有限公司股权划拨至公司）以及财政拨款0.22亿元。

上述股权划拨和资产注入均计入了公司的“资本公积”科目，截至2017年底，公司资本公积94.16亿元。

（2）财政补贴

近年来，公司持续获得阿勒泰地区政府的补贴，2015~2017年分别为0.03亿元、1.72亿元和0.24亿元。

（3）特许经营

根据阿勒泰地区行政公署《关于授权阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司为地区城市基础设施项目建设主体的通知》（阿行署发【2010】82号），授权公司为地区城市基础设施工程项目和保障性住房投资与管理项目的建设主体。

根据阿勒泰地区行政公署《关于授权阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司为地区土地开发整理主体的通知》（阿行署发【2010】83号），授权公司为地区土地开发、整理的主体。

阿勒泰地区政府根据公司供水供热业务取得的《特许经营权证》，授权公司为地区部分市县区域供水供热设施的经营主体。

5. 区域经济

（1）区域概况

阿勒泰地区位于新疆维吾尔自治区北部、阿尔泰山南麓，西北与哈萨克斯坦、俄罗斯相连，东北与蒙古国接壤，边境线长1,205千米，所属六县一市均为边境县（市），境内还有新疆生产建设兵团农十师的十个团场，是新疆重要的资源大区和向西开放的前沿地区。阿勒泰地区面积为11.78万平方公里，约占新疆总面积的7%。

阿勒泰地区矿产资源十分丰富，是自治区及国家著名的黄金、有色金属产区。阿勒泰位于中—哈—蒙三国间的世界级有色金属、稀有金属、贵金属、黑色金属成矿带中段，已发现矿产4大类94种，探明储量的有51种，其中：白云母、铍、钾长石3种储量居全国首位，铍、长石、云母、镍、铈、锂、铂、钨、铋、钽、铌等12种储量居全国前十位，铜、钼、铅、锌、钴、金、银、硫铁矿等8种储量居全疆前十位。目前，拥有全国最大的稀有金属矿、全疆最大的铁矿、全疆最大的铜矿、全疆最大的镍矿、全疆最大的铅锌矿和全疆最大的钨矿。

近年来，阿勒泰地区依托资源优势，在煤电、煤化工、油气资源深加工和黑色、有色、稀有、非金属资源深加工方面不断突破。

（2）区域经济

根据阿勒泰地区国民经济和社会发展统计公报，2015~2017年，阿勒泰地区分布实现地区生产总值231.81亿元、217.30亿元和246.77亿元，按可比价计算，同比分别增长7.00%、下降6.26%和增长13.56%。人均地区生产总值由2015年的36,506元增长至2017年的38,082元。三次产业结构由2015年的20.69:39.52:39.79逐步调整至2017年的19.40: 34.90: 45.70，第一、第二产业比重逐年下降，第三产业比重逐年上升。

2017年，阿勒泰地区完成固定资产投资255.77亿元，同比增长25.80%。其中，第一产业完成投资22.92亿元，同比增长20.50%；第二产业完成投资25.76亿元，同比下降42.40%；第三产业完成投资

207.09亿元，同比增长43.70%。

(3) 财政实力

2015~2017年，阿勒泰地区一般公共预算收入持续增长，2017年阿勒泰地区实现一般公共预算收入33.97亿元，同比增长8.34%，其中，税收收入23.14亿元，同比增长26.84%。2015~2017年，阿勒泰地区基金预算收入波动下降。其中，2017年阿勒泰地区实现政府性基金预算收入2.99亿元，同比下降45.48%。2015~2017年，阿勒泰地区上级补助收入快速增长。其中，2017年阿勒泰地区上级补助收入150.00亿元，同比增长53.09%，是阿勒泰地区可控财力的重要来源。

财政支出方面，2015~2017年，阿勒泰地区一般公共预算支出持续增长。其中，2017年阿勒泰地区一般公共预算支出176.12亿元，同比增长23.77%。2015~2017年，阿勒泰地区政府性基金支出波动下降。其中，2017年阿勒泰地区政府性基金支出3.01亿元，同比下降56.69%。

近三年，阿勒泰地区财政平衡率（一般公共预算/一般公共预算支出）持续下降，分别为25.25%、22.04%和19.29%。阿勒泰地区财政平衡能力有待进一步提高。

2017年，阿勒泰地区政府性债务余额59.63亿元，其中：政府性债务56.62亿元，政府负有担保责任的债务28.32亿元，政府负有一定救助责任的债务0.17亿元。

表4 2015~2017年阿勒泰地区主要财政收支数据（单位：亿元、%）

科目	2015年	2016年	2017年
一般预算收入	30.42	31.36	33.97
其中：税收收入	18.33	18.24	23.14
非税收入	12.09	13.12	10.84
政府性基金预算收入	4.29	5.48	2.99
上级补助收入	84.61	97.98	150.00
一般公共预算支出	120.46	142.30	176.12
政府性基金支出	6.74	6.95	3.01
财政平衡率	25.25	22.04	19.29

资料来源：阿勒泰地区财政局

总体来看，阿勒泰地区地方财力对上级补助收入依赖较大，地区财政平衡能力有待进一步提高。

五、管理分析

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》及相关法律法规，制订了《阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司章程》。公司不设股东会，由阿勒泰地区国资委履行股东职权。

公司设董事会，成员为5人，其中，3人由阿勒泰地区国资委委派，2人由职工代表大会选举产生。公司董事会设董事长1名，董事长为公司法定代表人。

公司设监事会，成员为5人，其中，职工代表监事4人，由公司职工通过职工大会选举产生。监事会设主席1人，由阿勒泰地区国资委员会委派。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，由总经理主持公司生产经营管理工作。

2. 管理体制

公司根据自身的经营与管理需要，制订了一系列的管理制度，内容涉及融资管理、投资管理、

项目管理、土地储备整理及交易管控以及对子公司的管理。

融资管理方面，为保证公司项目建设及公司正常运作的资金需求，公司对融资计划的制定方案、制定时间、制定要求及资金使用等方面作出了具体规定。公司财务部负责与金融机构及相关部门对接并编制融资所需的方案及计划。

投资管理方面，为规范公司的投资行为、防范投资风险、保证投资安全、提高投资效益，公司制定了投资管理制度，对投资项目的受理和申报、投资项目论证/评估/审批、编制年度投资计划和预算、投资项目的筹资、项目实施监控、项目竣工验收和后评价等方面均作出了具体规定。

项目管理方面，公司对项目管理总体框架进行了规范，同时公司对项目前期管理、招标施工管理、质量管理、进度管理、工程变更管理、工程验收管理、成本管理、安全管理等方面制定了具体规范的流程。

土地储备整理及交易管控方面，公司对年度土地储备计划的编制、土地储备整理及交易的流程、关键事项控制、中介机构管控等方面做出了具体规定；完善了监督机制，使土地开发与监管分离；对土地储备项目进行了全方位、全过程监督；完善了资金拨付体系和制度保障体系。

子公司管理方面，公司制定了《子公司管理制度》，依据对子公司出资及认购的股份，享有参与子公司重大事项决策的权利，对全资子公司、控股子公司进行统一管理，在财务、人力资源、企业管理等方面实施有效监督。

总体看，公司制度基本健全，管理制度能够满足公司现阶段发展需要；但通过股权划拨纳入合并范围内的子公司较多对公司未来管理水平提出了更高的要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，主要从事基础设施建设（含土地开发整理、代建和保障房）业务，同时还涉及供水、供暖等多项业务。

2015~2017年，公司主营业务收入波动增长，三年分别为2.58亿元、8.03亿元和4.61亿元。2016年由于公司代建的北阿铁路完成投资以及保障房项目处于回购期，导致当期整体收入大幅增长。2017年由于公司仅确认代建管理费用以及可回购的保障房数量减少，导致当期公司整体收入较2016年下滑较快。

2015~2017年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为46.07%、17.71%和39.31%。其中，2016年公司代建业务毛利率快速下滑，主要是公司建设的项目与政府约定的加成比例下降所致；2017年公司代建劳务收入仅确认代建管理费（不含建设成本），毛利率为100.00%。

表5 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	0.91	35.36	100.00	--	--	--	--	--	--
代建劳务	1.46	56.42	13.04	3.89	48.49	6.28	1.06	23.07	100.00
供水、供暖居民服务	0.01	0.52	-52.40	0.81	10.07	9.75	0.87	18.90	5.72
房产销售	--	--	--	2.44	30.37	38.70	1.59	34.49	35.08
其他	0.20	7.70	46.98	0.89	11.07	17.41	1.09	23.55	13.03
合计	2.58	100.00	46.07	8.03	100.00	17.71	4.61	100.00	39.31

资料来源：公司提供

2. 基础设施建设业务

公司是阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，其收入分别来自土地开发整理、代建业务和保障房业务。

(1) 土地开发整理

公司本部主要负责阿勒泰市城区的土地一级开发整理工作。公司根据2014年与阿勒泰地区行政公署签订的《土地一级开发委托框架协议》进行土地开发整理业务，公司负责组织具体施工单位对阿勒泰地区行政公署指定地块进行开发整理（土地开发整理费用由阿勒泰地区财政直接支付给施工单位）；阿勒泰地区行政公署仅向公司支付管理费用（按每亩1.2万元~1.5万元的标准）。

2015年，公司确认土地开发整理收入9,120.09万元。2016年以后公司无土地开发整理项目。截至本评级报告出具日，公司暂未收到上述款项。

(2) 代建业务

公司代建业务的实施主体主要由公司本部和下属子公司负责。2015~2017年，公司代建业务收入分别来自公司本部和下属子公司北阿铁路公司代建的项目。

2015年以前，公司本部根据与阿勒泰地区行政公署签订的《市政基础设施建设工程项目代建协议》（以下简称“代建协议”）对北屯西城区1.2万亩生态防护林项目、阿勒泰福海工业园区项目、阿勒泰福海火车站项目、阿勒泰福海新区项目进行开发建设，并以实际投入成本加成一定比例与阿勒泰地区政府结算。后因政策变动，上述项目停止投资。上述项目合计总投资规模为17.89亿元，截至2017年底，已完成投资2.78亿元，累计确认收入2.16亿元。截至本评级报告出具日前，公司未收到回款。

2016~2017年，公司代建业务是北阿铁路公司根据2017年与阿勒泰地区行政公署签订的《基础设施建设项目建设管理协议书》分别对北阿铁路和阿富准铁路进行投资建设，工程完工后公司以实际投入成本加成10%的比例与阿勒泰地区政府结算。

2015~2017年，公司代建业务收入波动增长。其中，2015年，公司实现代建业务收入1.46亿元来自暂停的项目，当期毛利率为13.04%。2016年，公司实现代建业务收入3.89亿元来自已完工的北阿铁路项目（截至2017年底，北阿铁路已完成投资9.26亿元），当期毛利率为6.28%。2017年，公司实现代建业务收入1.06亿元来自北阿铁路和阿富准铁路的代建管理费（阿勒泰地区政府承诺后续安排资金支付建设成本），当期毛利率为100.00%。

表6 截至2017年底公司在建代建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	实施主体	预算总投资	截至2017年底 已完成投资	未来投资计划			是否签订代 建协议
				2018年	2019年	2020年	
阿富准铁路	北阿铁路公司	12.77	5.53	1.56	3.83	2.17	是
布尔津县2016年城中村棚户区改造建设项目	布尔津县津城投资管理有限公司	3.03	3.14	0.23	0.23	--	否
布尔津县景区工程	阿勒泰禾木缘建设投资有限公司	0.45	0.19	0.15	0.10	--	否
阿勒泰市泽远拆迁工程	阿勒泰市泽远城建投资有限责任公司	4.49	3.19	0.52	0.78	--	否
吉木乃县棚户区改造工程	吉木乃县吉辰国有资产经营有限责任公司	2.58	2.36	0.35	0.10	--	否
合计	--	23.32	14.41	2.81	5.04	2.17	--

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建的基础设施项目共有5个（仅阿富准铁路签订了代建协议），预算总投资为23.32亿元，已完成投资14.41亿元，未来尚需8.91亿元。公司代建项目对外融资压力一般。但是公司在建的代建项目大多未与阿勒泰地区政府签订代建协议，未来回款存在较大的不确定性。

（3）保障房业务

近年来，公司本部承担着阿勒泰地区部分市县的保障房建设本金的转贷业务（仅体现资金往来，不确认主营业务收入）；公司子公司金通房地产公司负责阿勒泰市城区内部分保障性住房建设。

转贷业务

公司根据与阿勒泰市、福海县、富蕴县及吉木乃县的各住房和城乡建设局签订的《阿勒泰地区保障房建设工程投资代建协议书》约定，公司负责筹集保障房项目的建设资本金（后续建设资金由各县市自行筹集），各县市财政对公司所筹得的建设资本金负有按期偿还本息义务。

保障房建设资本金全部来自公司于2016年成功发行“16阿勒泰”的募集资金。截至2017年底，募集资金已全部使用。截至本评级报告出具日前，各县市财政应付利息按期到账。

回购模式

近年来，金通房地产公司承接的保障房项目为金枫雅苑保障房项目。阿勒泰市人民政府根据与金通房地产公司签订的《新疆阿勒泰市棚户区改造、廉租房建设等工程项目投资建设及转让协议书》承诺以2800元/平方米的单价回购金通房地产公司建设的保障房。回购价格可以根据市场变化进行动态调整。

金枫雅苑项目总投资为5.00亿元，截至2017年底，已完成投资3.57亿元。2016~2017年，公司分别确认收入为2.44亿元和1.59亿元，毛利率分别为30.37%和35.08%，累计收到回款4.03亿元。公司无拟建的保障房项目。

3. 公共事业业务

公司的公共事业业务主要是对阿勒泰地区部分市县的居民提供供水、供暖服务。

公司供水业务由下属子公司布尔津县津城供排水有限公司（以下简称“津城供排水公司”）和阿勒泰市金山供水有限责任公司（以下简称“金山供水公司”）负责。公司根据《关于调整阿勒泰市供水价格的批复》阿地发改【2012】1号文件规定，对居民用水收费为1.35元/立方米，对行政事业单位用水收费为2.10元/立方米，对特殊行业用水收费为7.50元/立方米。

公司供暖业务由下属子公司布尔津县津城供热有限责任公司（以下简称“津城供热公司”）和阿勒泰市兴业集中供热有限责任公司（以下简称“兴业供热公司”）负责。公司根据《关于调整阿勒泰市供暖价格通知》阿市发改【2010】1号文件规定，对居民供暖收费为26元/平方米/年，对公共用户及商业用户供暖收费为28元/平方米/年。

表 7 2017 年公司供水供暖情况

运营主体	供水业务			
	供水能力	供水范围	2017 年供水量	供水收入
布尔津县津城供排水有限公司	0.45 万 m ³ /d	布尔津县	150.00 万 m ³	315.57 万元
阿勒泰市金山供水有限责任公司	1.66 万 m ³ /d	阿勒泰市	605.00 万 m ³	929.90 万元
运营主体	供热业务			
	供热面积	供热范围	2017 年供热量	供热收入
布尔津县津城供热有限责任公司	140.71 万 m ²	布尔津县	111.80 万吉焦	3,331.63 万元
阿勒泰市兴业集中供热有限责任公司	141.00 万 m ²	阿勒泰市	123.00 万吉焦	4,213.37 万元

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司分别实现供水、供暖居民服务收入0.01亿元、0.81亿元和0.87亿元，毛利率分别为-52.40%、9.75%和5.72%。2015年毛利率为负值，主要系当年供水及供热业务正在进行提标改造工程，成本费用增加所致。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括酒店经营、交通运输、保安押运、粮食销售等业务。2015~2017年，公司其他收入快速增长，分别为0.20亿元、0.89亿元和1.09亿元。总体看，公司其他收入增幅较快，已成为公司收入的重要补充。

5. 未来发展

公司目前主要在建的自营项目共有5个，预算总投资9.53亿元，截至2017年底已完成投资4.25亿元，未来尚需5.28亿元，对外融资压力一般。

表8 2017年底公司在建自营项目情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	截至2017年底已完成投资	未来投资计划	
			2018年	2019年
阿勒泰市南部片区供水工程	2.65	1.73	0.92	--
阿勒泰市改善人民环境建设项目	3.00	1.04	1.27	0.69
阿勒泰市将军山滑雪场扩建项目	3.00	0.73	1.47	0.79
北屯工业园区建设项目	0.53	0.41	0.12	--
行政大楼	0.35	0.34	0.01	--
合计	9.53	4.25	3.80	1.48

资料来源：公司提供

公司未来将继续依托作为阿勒泰地区主要的基础设施建设平台的优势，整合阿勒泰地区的国有资产，确保阿勒泰地区重点建设项目的资金需求。另外，公司还将壮大自身的经营性业务，提升自身造血的能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对其财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2015~2017年，阿勒泰地区行政公署为支持公司的发展，通过无偿划拨对公司注入了20家子公司；公司因内部管理需要新设子公司8家。上述变动对公司财务数据可比性影响大，以下财务分析以2017年为主。截至2017年底，公司共有纳入合并范围内子公司28家。

截至2017年底，公司合并资产总额185.04亿元，所有者权益104.29亿元（含少数股东权益0.09亿元）；2017年，公司实现营业收入4.70亿元，利润总额1.24亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模快速增长，年均复合增长55.25%。2017年底，公司资产总额185.04亿元，同比增长14.52%，其中流动资产占56.90%，非流动资产占43.10%。

表 9 2015~2017 年公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.14	6.69	20.32	12.58	8.98	4.85
应收账款	2.13	2.77	22.04	13.64	9.41	5.09
其他应收款	5.27	6.86	12.30	7.61	5.40	2.92
存货	51.59	67.19	65.85	40.75	76.35	41.26
流动资产	64.14	83.54	120.60	74.64	105.29	56.90
可供出售金融资产	0.24	0.31	2.01	1.24	5.41	2.92
长期应收款	--	--	--	--	26.04	14.07
固定资产	1.56	2.03	14.11	8.73	14.53	7.85
在建工程	8.60	11.20	3.32	2.05	5.98	3.23
无形资产	--	--	20.78	12.86	25.99	14.05
非流动资产	12.64	16.46	40.99	25.37	79.75	43.10
资产总额	76.78	100.00	161.58	100.00	185.04	100.00

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

（1）流动资产

2015~2017年，公司流动资产波动增长。2017年底，公司流动资产105.29亿元，同比下降12.69%。

2015~2017年，公司货币资金波动增长。2016年底，公司货币资金20.32亿元，主要系公司当年融资规模较大，另一方面系聚金公司纳入合并范围导致的货币资金增长；2017年底，公司货币资金8.98亿元，同比下降55.77%，主要为银行存款，其中2.00亿元受限资金为向银行缴纳的保证金。

2015~2017年，公司应收账款波动增长。2016年底，公司应收账款大幅增至22.04亿元，主要系当年审计将部分转贷往来款归集成应收账款；2017年底，公司应收账款9.41亿元，同比下降57.33%，主要系审计将上述转贷款调整至“长期应收款”科目所致。从账龄看，1年以内的占33.79%、1~2年的占36.21%、2~3年的占30.00%，账龄较短；从集中度看，前五名欠款单位合计占97.86%，集中度高，考虑到欠款以政府部门及行政事业单位为主，回收风险小。公司累计计提坏账准备0.29亿元。

表 10 截至 2017 年底公司应收账款前五名欠款单位（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占账面余额比
阿勒泰市人民政府	4.50	56.10
供热工程项目款-财政局	2.86	35.64
阿勒泰地区财政局	1.70	17.55
王洪	0.26	3.28
阿勒泰市北区暖气费	0.16	1.94
合计	9.49	97.86

资料来源：公司审计报告

注：对自然人王洪的应收账款是公司的一笔对外放贷业务。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长。2016 年底，公司其他应收款快速增至 12.30 亿元，主要系聚金公司纳入合并范围导致其他应收款规模相应增加；2017 年底，公司其他应收款 5.40 亿元，同比下降 56.07%，主要系审计将属于转贷性质的往来款（“16 阿勒泰”和国开基金）余额调整至“长期应收款”科目所致。考虑到公司其他应收款为阿勒泰地区各市县的财政，且负有按期偿付本息的义务，回收风险低。

2015~2017年，公司存货快速增长。2017年底，公司存货76.35亿元，同比增长15.96%，主要来自基础设施项目持续投入。公司存货主要是开发成本（占32.20%）和政府注入的土地（占66.37%）。公司未对存货计提跌价准备。

（2）非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长。2017年底，公司非流动资产79.75亿元，同比增长94.58%。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长。2017年底，公司可供出售金融资产5.41亿元，同比增长169.17%，主要新增对奎北铁路有限责任公司的投资。

2017年底，公司新增26.04亿元长期应收款，是审计将应收类款项中属于公司通过发行债券和来自国开基金的转贷资金归集于该科目。截止本次评级报告出具日前，用款单位应付的本息如期到账，并冲减该科目。总体看，公司长期应收款回收风险低，但对其资金占用明显。

2015~2017年，公司固定资产快速增长，主要系2016年聚金公司纳入合并范围、阿勒泰地区行政公署划拨资产所形成的房屋及建筑物的增长。2017年底，公司固定资产14.53亿元，同比增长3.00%，较上年底变动幅度不大。

2015~2017年，公司在建工程波动下降。2017年底，公司在建工程5.98亿元，同比增长79.82%，主要系公司新增阿勒泰市改善人居环境建设项目、阿勒泰市将军山滑雪场改扩建项目、阿勒泰市2017年异地扶贫搬迁工程、阿勒泰市生活垃圾分类收集处理项目以及阿勒泰市生活用水工程项目等投入。

2017年底，公司无形资产25.99亿元，同比增长25.11%，主要为新增的草场用地。公司无形资产中土地使用权25.97亿元（包含草场用地），其中6.72亿元已用作于抵押借款。

2017年底，公司受限资产共计9.47亿元，分别为货币资金2.00亿元（质保金）、“在建工程—阿勒泰市将军山滑雪场整体资产”0.73亿元、“固定资产—两辆汽车”0.02亿元和无形资产中土地使用权6.72亿元，占资产总额4.05%，受限比例较低。

总体来看，受益于政府资产划拨，公司资产规模快速增长；但公司资产构成中应收类款项和土地资产规模较大，对资金占用明显，资产流动性弱，资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长。2017年底，公司负债总额80.75亿元，同比增长24.94%，其中流动负债占19.90%，非流动负债占80.10%。

流动负债方面，2015~2017年，公司流动负债波动增长。2017年底，公司流动负债16.07亿元，同比下降27.26%，主要由应付账款（占31.65%）和其他应付款（占33.63%）构成。

2015~2017年，公司应付账款快速增长。2017年底，公司应付账款5.09亿元，同比增长12.93%，主要为应付的工程款增加所致。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长。2017年底，公司其他应付款5.41亿元，同比下降38.21%，主要系与相关单位往来款余额减少所致。

2015~2017年，公司应交税费快速增长。2017年底，公司应交税费3.37亿元，同比增长8.59%，主要为应交的营业税和企业所得税。

2017年底，公司其他流动负债0.86亿元，同比下降77.17%，主要为暂未确定用途的财政拨入款项0.86亿元。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债快速增长。2017年底，公司非流动负债64.68

亿元，同比增长52.06%，主要由长期借款（占25.27%）、应付债券（占19.97%）和长期应付款（占49.32%）构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长。2017年底，公司长期借款16.35亿元，同比增长489.31%，主要包括质押借款（占23.43%）、保证借款（占43.17%）和质押、保证借款（占22.56%）。

2017年底，公司应付债券12.92亿元，同比增长85.74%，为公司发行的“16阿勒泰”（发行规模7亿元，7年期）和南区基础设施建设项目收益债券（发行规模6.00亿元，7年期）。

2015~2017年，公司长期应付款波动增长。2017年底，公司长期应付款31.90亿元，主要来自国开发展基金30.44亿元、新疆阿勒泰额尔齐斯国有资产投资经营管理有限公司转贷款0.98亿元和中国农业银行发展基金0.48亿元，上述款项均已计入公司有息债务。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长。2017年底，公司全部债务61.74亿元，同比增长43.67%，其中短期债务占0.94%，长期债务占99.06%。

债务指标方面，2015~2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率呈上升趋势。2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为43.64%、37.19%和36.97%，同比分别增加3.64个、6.48个和6.92个百分点，债务负担总体处于较为适宜水平。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	--	1.33	0.58
长期债务	9.21	41.64	61.16
全部债务	9.21	42.98	61.74
长期债务资本化比率	13.16	30.05	36.97
全部债务资本化比率	13.16	30.71	37.19
资产负债率	20.86	40.00	43.64

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

（2）所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益持续增长。2017年底，公司所有者权益104.29亿元，同比增长7.57%，主要由实收资本（占2.11%）、资本公积（占90.29%）和未分配利润（占6.53%）构成。

2015~2017年，公司资本公积快速增长。2016年底，公司资本公积快速增长至87.95亿元，主要由于聚金公司（12.35亿元）、布尔津国资公司（17.16亿元）的国有股权无偿划转至公司而致；2017年底，公司资本公积94.16亿元，同比增长7.06%，分别来自无偿划拨草场（评估价值5.37亿元入账）、划拨股权0.62亿元（吉木乃县吉辰国有资产经营有限责任公司以及阿勒泰禾木缘建设投资有限公司股权划拨至公司）以及财政拨款0.22亿元。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，且以资本公积为主，所有者权益稳定性较好。但是所有者权益以政府划拨土地资产为主，质量较差。公司债务规模快速扩张，债务负担总体一般。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动增长。2017年，受代建业务和房产销售收入快速下降的影响，公司当年实现营业收入4.70亿元，同比下降42.25%，同期，营业成本2.82亿元，同比下降57.48%，受代建业务只确认代建管理费影响，公司营业利润率快速增至38.09%。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动增长，年均复合增长148.32%。2017年，公司期间费用0.99亿元，同比下降24.96%，主要来自销售费用和管理费用。2015~2017年，公司期间

费用率分别为 6.18%、16.15%和 20.99%，公司期间费用对利润侵蚀有所上升。

公司的非经常性损益主要来自投资收益、营业外收入（财政补贴）和其他收益（财政补贴），2015~2017 年，公司非经常性损益分别为 0.21 亿元、1.72 亿元和 0.24 亿元，分别占公司利润总额的 19.50%、116.61%和 19.09%，非经常性损益对公司利润总额有一定贡献。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	2.59	8.13	4.70
营业成本	1.39	6.62	2.82
其他收益	--	--	0.22
营业利润	1.07	-0.21	1.30
营业外收入	0.03	1.72	0.04
利润总额	1.10	1.48	1.24
营业利润率	40.66	17.76	38.09
总资本收益率	1.58	1.31	0.79
净资产收益率	1.80	1.37	0.98

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 40.66%、17.76%和 38.09%，总资本收益率分别为 1.58%、1.31%和 0.79%，净资产收益率分别为 1.80%、1.37%和 0.98%，整体均呈下降趋势。

总体看，公司营业收入波动较大，期间费用对营业利润侵蚀明显，盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长。2017年，公司经营活动现金流入20.30亿元，同比增长29.79%，其中收到其他与经营活动有关的现金16.43亿元，同比增长41.40%，主要是来自相关单位的往来款增加所致；公司现金收入比82.34%，现金收入质量一般；公司经营活动现金流出呈快速扩大趋势，年均复合增长252.27%，2017年，受代建规模增长的影响，公司经营活动现金流出18.97亿元，同比增长39.05%。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.48亿元、2.00亿元和1.33亿元。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入波动下降；投资活动现金流出快速增长。2017年，公司投资活动现金流出29.99亿元，同比增长87.36%，其中自营项目的投资规模加大导致购建固定资产、无形资产等支付的现金快速增加至6.30亿元，投资支付的现金7.42亿元，同比增长280.41%，主要为长期股权投资和购买理财产品，支付其他与投资活动有关的现金16.26亿元，同比增长24.50%，主要为公司支付的转贷款。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.92亿元、-13.05亿元和-29.84亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动增长。2017年，公司筹资活动现金流入20.01亿元，同比下降41.66%；公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长41.42%，2017年，公司筹资活动现金流出2.68亿元，同比下降67.36%。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为8.13亿元、26.07亿元和17.32亿元。

表 13 公司现金流构成表（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	1.05	15.64	20.30
经营活动现金流出量	1.53	13.64	18.97
经营活动现金流量净额	-0.48	2.00	1.33
投资活动现金流量净额	-2.92	-13.05	-29.84
筹资活动现金流量净额	8.13	26.07	17.32
现金收入比	13.90	49.42	82.34

资料来源：公司审计报告、联合评级整理

总体看，公司经营活动以往来款为主，通过经营业务获取现金流的能力弱，收入实现质量一般；随投资力度加大和支付其他单位借款增多，投资活动现金流量净额持续为负；公司整体现金流状况对筹资活动依赖程度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017年，公司流动比率分别为12.47倍、5.46倍和6.55倍，波动较大，但始终保持在高水平；同期，速动比率分别为2.44倍、2.48倍和1.80倍，波动下降，但仍处于较高水平。2015~2017年，经营现金流动负债比分别为-9.38%、9.05%和8.30%。公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为1.21亿元、2.83亿元和2.38亿元，公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.07倍和0.04倍。考虑到公司是阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，持续获得地区财政的支持，公司整体偿债能力很强。

2017年底，公司对外担保余额7.66亿元，担保比率7.34%，担保比率较低，且被担保企业均为阿勒泰地区国有企业，经营正常。总体看，公司或有负债风险不大。

表 14 2017 年底公司合并口径对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期限	企业性质
阿勒泰市立新城建投资有限公司	2.40	2016.6-2031.6	国有
阿勒泰市驼峰城建投资有限公司	2.40	2016.6-2031.6	国有
阿勒泰市城建房地产开发有限公司	0.10	2014.7-2018.6	国有
阿勒泰市利众公共交通有限公司	0.03	2017.8-2020.8	国有
阿勒泰市人民医院	2.10	2001.12-2019.12	国有
布尔津县也拉曼水利建设有限责任公司	0.64	2015.9-2027.9	国有
合计	7.66	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司获得各家银行授信已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券计划发行规模 4.70 亿元，相当于公司 2017 年底长期债务和全部债务的 7.68%和 7.61%。本期债券的发行对公司现有债务规模及结构的影响不大。

2017 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 43.64%、37.19%

和 36.97%，本期债券发行后，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上升至 45.04%、38.92%和 38.71%，公司债务负担有所上升，但仍处于适中水平。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券计划发行规模为 4.70 亿元，期限为 5+5 年。本期债券设置了分期还本以及投资者选择回售的条款。本期债券存续期内，若投资者在第 5 年末不回售，则公司在债券存续期的第 3~10 年每年偿还本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%。

本期债券存续期内，若投资者在第 5 年末选择回售，则公司在债券存续期第 3~4 年每年偿还本金的 10%，第 5 年一次性还本付息。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.21 亿元、2.83 亿元和 2.38 亿元，分别为本期债券拟发行规模的 0.26 倍、0.60 倍和 0.51 倍，EBITDA 值对本期债券保障能力弱。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 1.05 亿元、15.64 亿元和 20.30 亿元，分别为本期债券发行规模的 0.22 倍、3.33 倍和 4.32 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强。

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.48 亿元、2.00 亿元和 1.33 亿元，分别为本期债券发债规模的-0.12 倍、0.43 倍和 0.28 倍。公司经营活动产生的现金流量净额对本期债券保障能力较弱。

假设投资者选择在第 5 年末不回售，公司于第 3 个计息年度末至第 10 个计息年度末每年偿还本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%，则公司单年最大偿付本金为 0.71 亿元。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为单年最大偿付本金的 1.70 倍、3.99 倍和 3.35 倍；经营活动流入量分别为单年最大偿付本金的 1.48 倍、22.03 倍和 28.59 倍；经营活动产生的现金流量净额对单年最大偿付本金的保障倍数分别为-0.68 倍、2.82 倍和 1.87 倍。

假设投资者选择在第 5 年末回售，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为第 5 年末还本金额(3.76 亿元)的 0.28 倍、4.16 倍和 5.40 倍，公司 EBITDA 分别为第 5 年末还本金额(3.76 亿元)的 0.32 倍、0.75 倍和 0.63 倍，公司经营活动产生的现金流量净额分别为第 5 年末还本金额(3.76 亿元)的-0.13 倍、0.53 倍和 0.35 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券发行规模保障能力强；公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期债券分期偿还单年最大偿付本金的保障能力强。若投资者选择本期债券存续期的第 5 年末回售，则公司面临较大的集中偿付压力。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券募集资金中 1,800.00 万元将用于阿勒泰市北区集中供热改扩建项目，26,600.00 万元用于吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目。

(1) 阿勒泰市北区集中供热改扩建项目

根据北区供热可研，该项目总投资 1.31 亿元，拟使用本期债券募集资金 1,800.00 万元，北区供热项目收入全部为供热收费。

根据北区供热可研，北区供热项目年供热规模为 231 万平方米，计算期为 20 年（含建设期），建设期 2 年，投产当年生产负荷为 80%，第 2 年 90%，运营期生产负荷达到 100%。根据《关于调整阿勒泰市供暖价格的通知》（阿市发改价格【2010】1 号）的文件，再综合考虑北区供热项目主要为居民供暖的实际情况，项目供热单价定为 26 元/m²，预计年均可实现供热费收入 5,240.24 万元。

根据测算，本期债券存续期内，项目可产生收入合计为 50,750.70 万元，净收益（营业收入-运

营成本及费用-营业税金及附加）共计 16,147.09 万元。

表 15 阿勒泰市北区集中供热改扩建项目收益测算（单位：亿元）

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
项目收入	--	--	0.38	0.49	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
运营成本及费用	--	--	0.29	0.32	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
营业税金及附加	--	--	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
净收益	--	--	0.07	0.13	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

资料来源：北区供热可研、联合评级整理

（2）吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目

根据边境物流园区可研，边境物流园区项目总投资为 3.80 亿元，拟使用本期债券募集资金 2.66 亿元。该项目建成后的主要收入来源包括租赁收入、停车场收入、货车及叉车运输收入、汽车衡收入、物业费收入、园区广告收入。其中租赁收入包括办公建筑租赁、商业建筑租赁、库房租赁、房屋租赁、配套服务建筑租赁、车辆维修区租赁。根据项目可研计算，整个计算期内（15 年）将实现收入 8.96 亿元。

根据对项目运营期 15 年的测算，本项目年平均收入为 5,974.97 万元，年平均税后净利润为 3,227.00 万元，年平均税后净现金流量为 3,155.41 万元。

根据测算，本期债券存续期内，项目可产生收入合计为 53,686.01 万元，净收益（营业收入-运营成本及费用-营业税金及附加）共计 45,931.13 万元。

表 16 吉木乃边境经济合作区物流园区建设项目收益测算（单位：亿元）

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
项目收入	--	--	432.00	3073.65	4691.23	6178.85	7379.66	7399.95	7942.35	8232.96	8355.36
运营成本及费用	--	153.41	277.50	484.40	635.14	708.26	756.29	757.10	778.80	790.42	795.32
营业税金及附加	--	--	14.26	101.43	154.81	203.90	243.53	244.20	262.10	271.69	275.73
净收益	--	-153.41	140.24	2487.82	3901.28	5266.69	6379.84	6398.65	6901.45	7170.85	7284.31

资料来源：边境物流园区可研、联合评级整理

（3）募投项目存续期内本息偿还情况

上述募投项目未来收益对本期债券所使用的募投资金覆盖倍数的测算如下表：

表 17 本期债券募投项目未来现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
供热收入	50,750.70	--	3,843.84	4,864.86	6,006.00	6,006.00	6,006.00	6,006.00	6,006.00	6,006.00	6,006.00
边境物流园收入	53,686.01	--	432.00	3,073.65	4,691.23	6,178.85	7,379.66	7,399.95	7,942.35	8,232.96	8,355.36
收入合计	104,436.71	--	4,275.84	7,938.51	10,697.23	12,184.85	13,385.66	13,405.95	13,948.35	14,238.96	14,361.36
经营成本	37,390.68	153.41	3,175.03	3,727.01	4,222.84	4,295.96	4,343.99	4,344.80	4,366.50	4,378.12	4,383.02
营业税金及附加	5,121.22	--	267.95	422.51	551.21	600.30	639.93	640.60	658.50	668.09	672.13
成本合计	42,511.90	153.41	3,442.98	4,149.52	4,774.05	4,896.26	4,983.92	4,985.40	5,025.00	5,046.21	5,055.15
净收益	61,924.81	-153.41	832.86	3,788.99	5,923.18	7,288.59	8,401.74	8,420.55	8,923.35	9,192.75	9,306.21
若投资者选择在本期债券存续的第 5 年末不回售											
本金	28,400.00	--	--	2,840.00	2,840.00	2,840.00	2,840.00	4,260.00	4,260.00	4,260.00	4,260.00
利息	13,717.20	1,988.00	1,988.00	1,988.00	1,789.20	1,590.40	1,391.60	1,192.80	894.60	596.40	298.20
本息合计	42,117.20	1,988.00	1,988.00	4,828.00	4,629.20	4,430.40	4,231.60	5,452.80	5,154.60	4,856.40	4,588.20

净收益覆盖数	1.47	-0.08	0.42	0.78	1.28	1.65	1.99	1.54	1.73	1.89	2.03
收入覆盖数	2.48	--	2.15	1.64	2.31	2.75	3.16	2.46	2.71	2.93	3.13
若投资者选择在本期债券存续期的第5年末回售											
本金	28,400.00	--	--	2,840.00	2,840.00	22,720.00	--	--	--	--	--
利息	9,343.60	1,988.00	1,988.00	1,988.00	1,789.20	1,590.40	--	--	--	--	--
本息合计	37,743.60	1,988.00	1,988.00	4,828.00	4,629.90	2,4310.40	--	--	--	--	--
净收益覆盖数	1.64	-0.08	0.42	0.78	1.28	0.30	--	--	--	--	--
收入覆盖数	2.77	--	2.15	1.64	2.31	0.50	--	--	--	--	--

资料来源：北区供热可研、边境物流园区可研，联合评级整理。

注：假设本期债券于2019年发行，2020年开始起息，发行利率按7%进行测算。

本期债券发行规模4.70亿元，其中2.84亿元用于募投项目。预计上述项目在债券存续期内合计产生收入10.44亿元，对募集资金中用于募投项目资金的保障能力强。本期债券设置分期偿还本金和投资者有权选择回售的条款。

若投资者选择在第5年末不回售的情况下公司在2020年开始支付利息，募投项目尚未形成收入，对当年利息支付保障能力弱；随着募投项目陆续建成，预测收入对本期债券的本息分期偿还保障能力强。2020年~2022年，募投项目预测净收益对本息偿还保障能力弱；2023~2029年，募投项目预测净收益逐步增加，对本期债券的本息分期偿还保障能力较强。

若投资者选择在第5年末回售的情况下，募投项目净收益对本息保障能力较弱，募投项目收入对本息保障能力一般。

总体看，募投项目预测收入对本期债券募集资金用于募投项目的保障能力强，本期债券设置分期偿付本金的条款，有效降低集中偿付本息的压力。但是倘若投资者选择在本期债券存续期第5年末回售，募投项目预测收入对本期债券募集资金用于募投项目的保障能力一般。另外，募投项目预测收入受工程进度、项目运营情况影响，存在不确定性。

4. 债权保护条款分析

公司与北京银行股份有限公司乌鲁木齐分行（以下简称“北京银行”）签署了《2017年阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司公司债券资金账户开立和监管协议》（以下简称“《监管协议》”），公司在北京银行开立募集资金专项账户（以下简称“募集专户”），用于管理募集资金，确保募集资金专项用于本期债券《募集说明书》约定的募集资金投向或经依法变更后的项目；并开立偿债资金专项账户（以下简称“偿债专户”），用于管理偿债资金。

根据公司与北京银行签署的《2017年阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司公司债券资金账户开立和监管协议之补充协议（三方）》（以下简称“《补充协议》”），公司将本期债券用于募投项目部分的募集资金存储于在北京银行开立的募集专户中，将用于补充营运资金部分的募集资金存储于在北京银行开立的募集专户中；并在北京银行开立唯一的偿债专户，用于本期债券还本付息。

按照《监管协议》以及《补充协议》的约定，公司应在本期债券发行之后的一个月内在北京银行开设唯一的偿债专户，并应按本期债券《募集说明书》和协议的约定按时足额将偿债资金存入偿债专户。在本期债券还本付息日（T日）前10个工作日（即T-10日），如账户监管人确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告；如在T-10日偿债资金专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，账户监管人应于当日通知公司要求补足。

九、综合评价

公司作为阿勒泰地区主要的基础设施建设主体，持续得到政府在资产划拨、财政补贴以及特许经营等方面的有力支持。

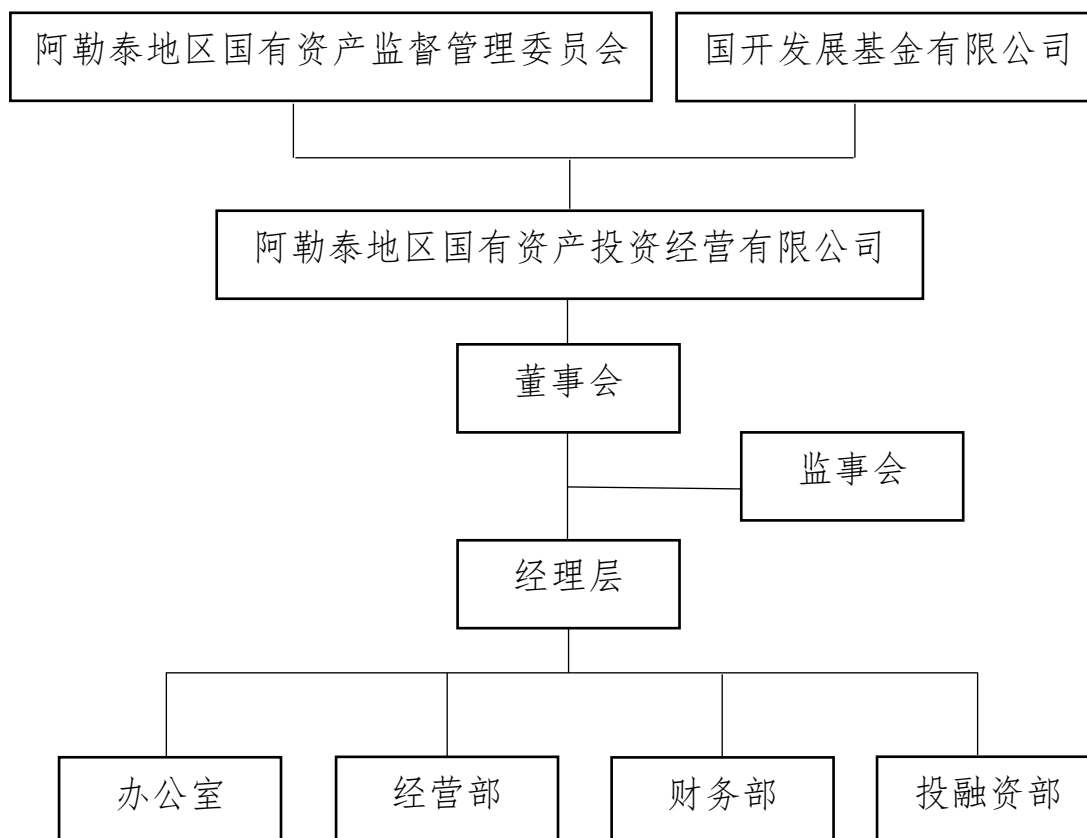
近年来，受益于资产的划入，公司资产规模快速增长，收入来源逐渐多元化，但是公司土地开发整理收入、基础设施代建及保障房业务的回款受地方财政拨付影响大，应收类款项和存货规模较大，对资金占用明显，资产流动性弱。另外，公司债务规模快速上升，但债务结构以长期债务为主，债务负担较为适中，整体偿债能力很强。

未来随着基础设施建设项目的持续投入，公司债务规模将进一步增大，但考虑到公司能持续获得来自阿勒泰地区政府有力的支持，公司经营将保持稳定发展，并对公司偿债能力形成有效支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券期限为5+5年，还款资金主要来自募投项目的未来收益。本期债券设置了分期偿还本金的条款，有效降低了公司资金集中支付压力。但是本期债券还设置了投资者选择回售，若投资者选择在本期债券存续期内第5年末回售，公司将面临较大的集中兑付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构及组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	76.78	161.58	185.04
所有者权益（亿元）	60.76	96.95	104.29
短期债务（亿元）	--	1.33	0.58
长期债务（亿元）	9.21	41.64	61.16
全部债务（亿元）	9.21	42.98	61.74
营业收入（亿元）	2.59	8.13	4.70
净利润（亿元）	1.09	1.33	1.02
EBITDA（亿元）	1.21	2.83	2.38
经营性净现金流（亿元）	-0.48	2.00	1.33
应收账款周转次数(次)	0.68	0.67	0.30
存货周转次数（次）	0.03	0.11	0.04
总资产周转次数（次）	0.04	0.07	0.03
现金收入比率（%）	13.90	49.42	82.34
总资本收益率（%）	1.58	1.31	0.79
总资产报酬率（%）	1.44	1.13	0.55
净资产收益率（%）	1.80	1.37	0.98
营业利润率（%）	40.66	17.76	38.09
费用收入比（%）	6.18	16.15	20.99
资产负债率（%）	20.86	40.00	43.64
全部债务资本化比率（%）	13.16	30.71	37.19
长期债务资本化比率（%）	13.16	30.05	36.97
EBITDA 利息倍数（倍）	9.61	5.07	4.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.07	0.04
流动比率（倍）	12.47	5.46	6.55
速动比率（倍）	2.43	2.47	1.80
现金短期债务比（倍）	--	15.27	15.52
经营现金流动负债比率（%）	-9.38	9.05	8.30
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.26	0.60	0.51

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、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；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 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 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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

附件 4 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。