

信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0216 号

伊宁市国有资产投资经营有限责任公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“14伊宁债/PR伊宁债”的信用等级为**AA⁺**；

维持“15伊宁债/15伊国资”、“17伊宁国资MTN001”和“17伊宁国资MTN002”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一八年六月二十五日

伊宁市国有资产投资经营有限责任公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 伊宁市国有资产投资经营有限责任公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 伊宁债 /PR 伊宁债	15	2014.1.23-2021.4.23	AA ⁺	AA ⁺
15 伊宁债 /15 伊国资	5	2015.9.24-2022.9.24	AA	AA
17 伊宁国资 MTN001	6	2017.3.28-2020.3.28	AA	AA
17 伊宁国资 MTN002	9	2017.8.8-2020.8.8	AA	AA

注：“14 伊宁债/PR 伊宁债”设置偿债保证金账户。

概况数据

伊宁国资（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	194.71	228.31	258.93	256.93
所有者权益合计（亿元）	109.40	113.06	117.47	117.26
总负债（亿元）	85.31	115.25	141.46	139.67
总债务（亿元）	66.19	78.00	101.95	104.26
营业总收入（亿元）	24.52	18.94	17.55	2.87
经营性业务利润（亿元）	-1.38	-2.04	2.46	-0.42
净利润（亿元）	3.42	2.03	2.19	-0.21
EBIT（亿元）	6.60	6.06	5.59	0.86
EBITDA（亿元）	8.42	8.11	7.36	-
经营活动净现金流（亿元）	-12.81	-2.26	-15.65	3.79
收现比（X）	0.75	0.86	1.06	1.36
总资产收益率（%）	3.59	2.87	2.29	-
营业毛利率（%）	10.72	13.07	11.20	30.77
应收类款项/总资产（%）	9.57	17.07	24.07	20.94
资产负债率（%）	43.82	50.48	54.63	54.36
总资本化比率（%）	37.69	40.82	46.46	47.07
总债务/EBITDA（X）	7.86	9.62	13.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.89	1.40	1.25	-

注：1、2015 年~2017 年财务报告以及 2018 年一季度财务报表均执行新会计准则；2、2018 年一季度财务报表未经审计；3、将 2015 年~2017 年财务报告及 2018 年一季度中“其他非流动负债”纳入长期债务核算；4、将 2016 年~2017 年财务报告及 2018 年一季度中“长期应付款”纳入长期债务核算；5、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

项目负责人：曹 润

rcao@ccxi.com.cn

项目组成员：徐博闻

bwxu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 25 日

基本观点

中诚信国际维持伊宁市国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“伊宁国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 伊宁债/PR 伊宁债”的信用等级为 **AA⁺**；维持“15 伊宁债/15 伊国资”、“17 伊宁国资 MTN001”和“17 伊宁国资 MTN002”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了伊宁市较强的经济实力、公司获得地方政府强有力的支持、公司获得的财政补贴力度较大等因素对公司未来发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到债务规模增长较快、偿债指标不断弱化以及其他应收款大幅上升等因素对公司信用水平的影响。

此外，中诚信国际还考虑了偿债保证金账户的设置对“14 伊宁债/PR 伊宁债”还本付息起到很强的保障作用。

优势

- 伊宁市经济实力较强。2017 年，伊宁市实现生产总值 222.08 亿元，同比增长 8.5%。较强的区域经济为公司发展提供良好的外部环境。
- 强有力的政府支持。基于公司在伊宁市所处的特殊地位，其土地整理、基础设施建设、粮油购销以及城市集中供热等各项业务获得伊犁州政府和伊宁市政府强有力的支持。
- 财政补贴力度较大。公司经营的供热、粮油购销、商贸等业务均得到政府的财政补贴支持，2015 年~2017 年公司每年分别获得政府补助 4.47 亿元、4.70 亿元和 5.25 亿元。

关注

- 公司债务规模增长较快，偿债指标不断弱化。截至 2017 年末，公司总债务为 101.95 亿元，较上年末大幅上升，同期公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 13.85 倍和 1.25 倍，偿债能力指标持续减弱；截至 2018 年 3 月末，公司总债务进一步增长至 104.26 亿元。
- 公司其他应收款大幅上升，回收情况值得关注。截至 2017 年末，公司其他应收款由 2016 年末的 38.17 亿元大幅增至 61.80 亿元，主要系应收伊宁市财政局和伊宁市住房保障办公室以及霍尔果斯经济开发区伊宁园区财政局的往来款，中诚信国际将密切关注公司其他应收款的回收情况。

声明

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

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

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

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

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

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

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

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债务融资工具的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

伊宁国资于 2014 年 1 月成功发行 7 年期、15 亿元公司债券，募集资金用于伊宁市限价商品房和霍尔果斯经济开发区伊宁园区基础设施建设项目；伊宁国资于 2015 年 9 月成功发行 7 年期、5 亿元公司债券，该期债券募集资金全部用于伊宁市保障房建设项目。根据公司提供的资料，具体使用情况如下：

一、14 伊宁债/PR 伊宁债

（一）伊宁市限价商品房项目

伊宁市限价商品房项目是伊宁市人民政府为解决伊宁市低收入家庭住房问题、改善居住条件而建设的。该小区位于伊宁市合作区天津路以西，阿勒泰路以东，山东路以南 42 号地块，总占地面积 321.1 亩，总建筑面积 355,259.65 平方米。该项目建设时间为 2 年，截至 2018 年 3 月末，已完成投资 8.20 亿元，累计完成总投资额的 96.47%，已使用债券募集资金 6.79 亿元，剩余资金为相关费用，项目实施进展顺利。

（二）霍尔果斯经济开发区伊宁园区基础设施建设项目

霍尔果斯经济开发区伊宁园区基础设施建设项目总投资 20.30 亿元，截至 2018 年 3 月末，该项目已完成投资 19.43 亿元，累计完成总投资额的 95.71%，已使用债券募集资金 7.98 亿元，剩余资金为相关费用，项目实施进展顺利。

二、15 伊宁债/15 伊国资

募集资金全部用于伊宁市保障房建设项目，具体包括“康宁佳苑一期”、“怡馨佳苑”、“苹果园小区”、“惠宁佳苑一期”、“安心嘉园北区”、“光明佳苑”和“幸福小镇”七个项目，上述项目总投资 18.14 亿元。截至 2018 年 3 月末，该项目已完成投资 5.77 亿元，累计完成总投资额的

31.81%，已使用债券募集资金 4.795 亿元，募集资金余额为 0.145 亿元（扣除承销费用后），项目实施进展顺利。

近期关注

2017 年伊宁市经济增速较上年有所提高，固定资产投资大幅回升

伊宁市是伊犁哈萨克自治州首府和伊犁河谷政治、经济、文化中心，是中国西部最大的沿边开放城市，也是中国优秀旅游城市、国家园林城市和西部唯一入选的中国十大宜居中小城市。在中国向中亚、西亚的开放格局中，具有区位、人文、市场等要素的绝对优势。

伊宁市经济近年来一直保持增长，但增速受宏观经济影响而呈现一定的波动。2017 年，伊宁市地区生产总值 222.08 亿元，同比增长 8.5%。其中，第一产业增加值 7.12 亿元，与上年持平；第二产业增加值 49.86 亿元，同比增长 8.2%；第三产业增加值 165.11 亿元，同比增长 8.9%。截至 2017 年末，全市常住户籍人口 557,760 人，按全市常住户籍人口计算，人均 GDP 为 40,160 元，同比增长 7.5%。2017 年全市实现固定资产投资 145.1 亿元，同比增长 36.0%。

表 1：2015 年~2017 年伊宁市经济发展情况

	2015	2016	2017
地区生产总值（亿元）	209.90	213.00	222.08
地区生产总值增速（%）	7.6	8.0	8.5
固定资产投资（亿元）	184.03	107.43	145.10
固定资产投资增速（%）	-20.69	-54.50	36.00

资料来源：伊宁市统计局

公司市政基础设施建设投资规模上升，面临一定投资压力，在建项目政府回款进度较慢

公司作为伊宁市内最重要的基础设施投资建设主体，承担了伊宁市内主要基础设施建设工作，具体由其下属子公司伊宁经济技术开发区惠宁投资建设有限公司（以下简称“惠宁公司”）、伊宁市伊丽城市建设投资管理有限公司（以下简称“伊丽

公司”)等公司负责。公司负责的市政基础设施建设采取政府委托代建模式,受伊宁市政府委托,作为建设项目的责任单位负责项目的具体实施工作,伊宁市政府与公司签订项目回购协议,项目完工和验收合格后由市政府接管,并由市政府按照项目成本加计一定比例的代建管理费支付委托建设费。项目前期启动资金由公司自行筹集,在项目完工后,根据市政府与公司双方确认后的项目投资总额,由市政府负责支付项目委托建设费,付款期限一般不超过5年。项目委托建设费包括项目投资总额(含

前期费用、建设成本、融资费用等各项支出)及按项目投资总额不低于5%的代建管理费。公司每年根据工程完工进度来确认收入。2017年,公司确认代建收入7.95亿元,较上年小幅下降。

截至2018年3月末,公司已完工项目为东城区道路建设,总投资3.97亿元,已确认收入2.86亿元,尚未收到回款。

截至2018年3月末,公司有3个在建项目,总投资合计43.46亿元,已投资合计27.00亿元,已确认收入12.59亿元,已收到回款1.10亿元。

表 3: 截至 2018 年 3 月末公司在建基础设施建设项目情况 (亿元)

项目名称	建设周期	总投资	已投资	已确认收入	已收到回购款
伊犁河滨河景观带建设项目	2015~2019	9.54	7.02	4.52	1.10
中小企业创业园区	2017~2019	5.60	0.87	0.87	-
霍尔果斯伊宁园区	2015~2019	28.32	19.11	7.20	-
合计	--	43.46	27.00	12.59	1.10

资料来源: 公司提供

总体来看,公司承担着伊宁市内基础设施建设的重要任务,公司在建项目总投资规模较大,未来面临一定投资压力。中诚信国际将持续关注工程代建款的回收情况。

公司目前施工能力和施工规模仍然偏小, 工程建筑业务经营有待进一步发展

公司的建筑业务具体由其下属子公司伊犁天鹿市政建设有限责任公司(以下简称“天鹿市政”)负责运营。天鹿市政具有市政公用工程总承包二级、建筑工程施工总承包三级、城市园林绿化三级资质。天鹿市政公司主要施工项目包括市政道路建设、建筑工程、园林绿化工程。

天鹿市政工程主要通过参与政府建设部门、各工业园区、各企业的相关项目招投标获得,目前项目基本均在伊犁州辖区内,施工款项按照工程进度进行结算。近年来,随着公司承建项目的增加带动工程施工收入逐年上升,2015年~2018年3月,天鹿市政工程施工收入分别为2,225.70万元、4,468.43万元、6,769.98万元和389.81万元,受益于近年来中标率上升,公司收入持续上升。2017年,天鹿市政实现新签合同数量59个,合同总金额0.96亿元,

公司当期新签合同较上年大幅上升。

表 4: 天鹿市政 2017 年新签重大工程项目情况 (万元)

工程项目	合同金额 (未完工)	合同金额 (已完工)
中小企业创业基地(纺织服装产业园)项目一标段	5,300.00	-
中小企业创业基地(纺织服装产业园)项目三标段	1,719.00	-
边合区天津路绿化工程(伊宁边境经济合作区规划建设环保局)	191.00	-
园区伊宁市第三污水处理厂管网工程硬化项目	140.00	-
伊宁园区新村路口至皮里青大桥西头等绿化保洁工程	-	97.50
伊宁大街和皮里青河景观带绿化养护工程	-	168.70
伊宁边境经济合作区规划建设环保局人工清扫保洁(上海南路、河北路、福州路延伸段等)	-	200.00
可克达拉街(绥定路-塔勒奇路)	-	407.00
其他	1,184.00	217.80
合计	8,534.00	1,091.00

资料来源: 公司提供

总体来看，天鹿市政作为伊犁州建筑施工主体，在伊犁州具有一定竞争力，近年来施工收入不断提高。但中诚信国际关注到，天鹿市政目前的施工能力和施工规模仍然偏小，业务经营有待进一步发展。

2016 年起保障房项目开始实现销售，未来在建项目存在一定的投资压力

公司的保障房业务主要由其下属子公司伊宁市城市保障性住房投资建设管理有限公司（以下简称“保障房公司”）负责运营。公司负责建设的保障房具体分为三类：公租房、廉租房和限价商品房。公司公租房和廉租房建设用地由伊宁市政府划拨，限价商品房建设用地由公司通过招拍挂方式获得，同时伊宁市政府在限价商品房的拿地成本方面给予公司一定支持。资金来源方面，所有保障房建设资金均由公司自主融资取得，其中廉租房和公租房竣工并投入使用后，伊宁市财

政局统一安排资金进行还本付息；限价商品房竣工后由公司自主出售，其销售价格按伊宁市商品房市场价格的 85% 确定，项目建设内容中的商业面积为限价房配建项目，完全按市场价进行销售。

截至 2018 年 3 月末，保障房公司已建成民生、和谐和星光、福瑞家苑等廉租房；康宁佳苑一期、怡馨家园、惠民佳苑一期、光明佳苑等公租房；限价商品房已完工 2,638 套，已预售 1,936 套，2017 年，公司销售限价商品房确认房地产收入 2.08 亿元。同期，公司在建保障房项目主要为康宁佳苑、安心嘉园、怡馨家园等公租房项目，计划总投资 15.36 亿元，已完成投资 9.35 亿元，未来尚需投资 6.01 亿元，其中 2018 年 4~12 月计划投资 3.31 亿元，未来存在一定的在建项目投资压力，其中幸福小镇项目只做了前期手续的投入，暂时没有投资计划。

表 5：截至 2018 年 3 月末公司在建保障房情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	累计完成投资额	建设期（年）	2018.4~12 计划投资额
康宁佳苑一、二期	公租房	6.38	4.21	5	1.21
安心嘉园	公租房	1.35	0.28	5	0.80
惠民佳苑一期	公租房	0.38	0.31	3	0.06
怡馨家园	公租房	0.58	0.46	3	0.09
光明佳苑	公租房	0.55	0.45	3	0.08
苹果园小区	公租房	1.32	0.70	3	0.36
幸福小镇	公租房	1.10	0.06	3	-
伊河苑	公租房	2.92	2.23	3	0.62
怡东花苑	公租房	0.78	0.65	3	0.09
合计	-	15.36	9.35	-	3.31

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担着伊宁市内保障房投融资建设的重要任务，限价商品房已开始实现销售。同时，在建项目的推进也将给公司带来一定投资压力。

土地整理业务增速缓慢，收入规模存在不确定性

公司承担着伊宁市区域内土地整理的重要任

务，具体由其下属子公司伊宁边境经济合作区建设发展投资有限责任公司（以下简称“边境经济合作区公司”）负责运营。根据伊宁市政府文件（伊市政发[2009]127号文），自2010年起伊宁市政府将全市的土地整理工作交由边境经济合作区公司代管理，伊宁市土地储备中心负责土地储备工作的指导和资金支配，边境经济合作区公司每年计提全市土地出让收入的12%作为土地整理管理费用，该项管

理费用由伊宁市财政每年向边境经济合作区公司进行支付。边境经济合作区公司负责伊宁市全市范围内土地由“生地”变为“熟地”过程中的通水、通电、通路、通讯、通气、平整土地等基础工作的管理。

2017年，公司完成土地整理面积1,161.65亩，同比下降6.9%。2015年~2017年，公司分别实现土地整理管理费收入0.87亿元、0.84亿元和0.61亿元，受土地出让市场和政策环境等因素的影响，伊宁市每年出让土地的数量和价格具有一定的不确定性。

城市集中供热收入稳定增长，但供热补贴受能源价格变动影响呈现波动

公司的集中供热业务由其下属子公司伊宁市供热有限公司（以下简称“供热公司”）负责运营。供热公司是目前伊宁市规模最大的热力供应企业，在伊宁市集中供热市场具有相对垄断地位。

供热公司通过向国投华靖电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”）采购热源和自供热源的方式，向伊宁市区域内居民和企事业单位供热。目前，公司供热期间为每年10月15日至次年4月10日，共计175天左右，公司供热销售价格按照伊犁地区发改委的指导价格执行，近几年供热指导价为17.8元/平方米。供热公司自设收费网点并委托各家银行进行代收暖气费，按月通过电汇方式进行结算。

2017年公司向国投电力采购热源价格为12元/吉焦（1吉焦可供热面积为1.5~3平方米）。同时，供热公司逐步完善伊宁市热力设施，截至2018年3月末，供热公司共有4个自供热源和1个电厂热源，全负荷供热面积达1,510.78万平方米，基本对伊宁市城市供热形成全覆盖，供热总管道长度达5,965公里。截至2018年3月末，伊宁市供热价格为17.8元/平方米，近年来供热价格保持不变。2015年~2017年公司分别实现城市集中供热收入2.35亿元、2.38亿元和2.48亿元，公司供热收入持续稳定增长，2016年至今，供热面积虽然无变化，但入住用户增加。此外，伊宁市政府每年会根据财

政情况和供热补贴政策给予供热公司一定的补贴，2016年和2017年供热公司收到政府供热补贴金额分别为0.13亿元和0.10亿元，但2015年供热公司未收到政府的供热补贴款，主要系当年煤炭价格下降减轻供热业务成本，以及考虑到供热收入稳定增长，因此2015年伊宁市财政局未对供热公司提供供热补贴。

表6：2015年~2018年3月公司供热业务情况表

	2015	2016	2017	2018.3
供热面积（万平方米）	1,363	1,511	1,511	1,511
供热单价（元/平方米）	17.80	17.80	17.80	17.80
供热收入（亿元）	2.35	2.38	2.48	1.36

资料来源：公司提供

总体来看，公司城市集中供热业务运营较为稳定，但每年收到的政府供热补贴受能源价格变动影响呈现一定的波动，中诚信国际将持续关注煤炭价格变化对公司未来供热业务的影响。

粮油购销业务依托农业发展银行的政策性贷款，但其盈利能力较弱，同时收入受下游需求结构影响而波动

公司是伊宁市最主要的粮食储备单位和粮食流通企业，担负着政府储备粮的收购、储藏任务。公司粮油购销业务具体由其下属二级子公司伊宁市粮油购销有限责任公司（以下简称“粮油购销公司”）负责运营。粮油购销公司成立于2000年，截至2018年3月末，粮油购销公司拥有5个收购站，总占地面积205亩，仓容25,800吨。运营模式方面，粮油购销公司利用农业发展银行的政策性贷款收购伊犁州辖区内的油葵、小麦、黄豆等粮油农作物，储存并销售给向其他粮食经销商；采购和贷款政策方面，公司实行“以销定产”、“以销定贷”，同时承担一定的政策性任务，2015年和2016年公司向农业发展银行申请贷款均为0.92亿元，2017年为0.13亿元，主要是由于农发行对贷款扣留30%保证金，出于成本考虑减少贷款申请。2015年~2017年，公司粮油购销业务分别实现收入1.49亿元、1.22亿元和0.89亿元，因该业务产品需求

结构受下游需求影响较大，收入呈现一定的波动性。

粮食采购方面，粮油购销公司主要通过下属的粮油采购站直接向农户进行采购，农户送货到库，粮油购销公司进行现金结算。粮油购销公司采购参照市场行情进行询价、议价，采购原则是以销定购，保质保量，既要保证存货不缺货，又要保证存货不滞销。粮油购销公司采购粮油主要采用现款现货的形式。2015 年~2017 年，粮油产品采购量分别为 66,111 吨、68,055 吨和 28,143 吨，根据实际储备

需求，2017 年，小麦和玉米采购量大幅减少，2016 年起公司未开展稻谷购销业务；同期采购金额分别为 1.15 亿元、1.02 亿元和 0.54 亿元。

粮食销售方面，粮油购销公司采取统购统销，粮食销售直接由销售部门进行，公司的主要销售客户集中在伊犁地区，采用现款现货的结算模式，销售根据市场和库存决定。2015 年~2017 年，主要粮油产品销售量分别为 47,847 吨、76,370 吨和 59,936 吨；同期，销售收入分别为 1.05 亿元、1.21 亿元和 0.87 亿元。

表 7：2015 年~2017 年公司主要粮油产品购销业务情况（吨、万元）

品种	2015				2016				2017			
	采购情况		销售情况		采购情况		销售情况		采购情况		销售情况	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
小麦	11,420	2,752	12,999	3,237	15,995	2,703	24,157	4,642	10,468	2,512	7,958	1,855
黄豆	1,003	431	1,736	779	240	101	1,118	413	589	247	125	49
玉米	51,964	7,795	29,649	5,604	51,820	7,359	51,095	7,042	17,086	2,654	51,853	6,798
稻谷	1,724	472	3,463	897	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	66,111	11,450	47,847	10,517	68,055	10,163	76,370	12,097	28,143	5,413	59,936	8,702

注：因统计口径问题，部分数据与财务报表不同。

资料来源：公司提供

总体来看，公司的粮油购销业务具有一定政策优势，但因该业务具有一定的公益性质使得其盈利能力较弱，且收入受下游需求结构影响而呈波动变化。

公交运营业务地位突出，但其承担的政策性亏损较大且收到的油价补贴款呈现波动；出租车业务平稳发展

公司公交运营业务主要由下属子公司伊宁市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）和伊宁市正航旅游交通运输有限公司负责运营，对伊宁市范围内公交线路形成垄断经营。截至 2018 年 3 月末，公司拥有公交线路 26 条，公交车辆因报废处理较 2017 年 3 月末减少 43 台至 462 台。目前伊宁市公交车仍实行单一票价投币购票方式，未发行公交卡，单一票价投币购票方式使得公司公交运营收入稳定，但由于公交业务的公益性质和公交运营成本逐年增长，公司承担着较大的政策性亏损。2017 年公司公交运营收入 0.78

亿元，毛利率为-19.18%。公司公交运输业务对财政补贴依赖性大，主要为油价补贴，2015 年~2017 年，公司分别收到补贴资金 0.10 亿元、0.03 亿元和 0.38 亿元，近年来公司收到的油价补贴款呈现波动，2017 年较上年大幅上升主要是由于交通运输部将以往年度未到位补贴进行补齐导致。

除公交业务外，公司还通过其下属公司开展出租车运营业务，公司出租车承包费根据车型和新旧程度，在 160 元~205 元/天之间，每月免收 2 天承包费用于车辆保养。2015 年出租车乘客收费标准调升为起步 7 元/2 公里，超过 2 公里后 1.4 元/公里。公司每年需向市客运管理部门缴纳 5,000 元/车的出租车牌照使用费，公司按规定计提，但实际尚未缴纳此费用。截至 2018 年 3 月末，公司共有出租车 394 辆，约占全市出租车数量的五分之一。受益于出租车起步价调升及市民生活质量的提升，公司出租车业务盈利能力不断提升。

表 8：2015 年~2018 年 3 月公交及出租车业务情况

	2015	2016	2017	2018.3
公交车总量（辆）	570	505	462	462
公交线路数量（条）	20	24	26	26
出租车数量（辆）	394	394	394	394

资料来源：公司提供

总体来看，公司的公交出租板块在伊宁市地位突出，出租车板块规模不断扩大，但公交板块因其公益性使得运营亏损额逐年上升。同时，中诚信国际将对公司公交运输业务的财政补贴持续性保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意

见的 2015 年~2017 年财务报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 17.55 亿元，较上年小幅下降，公司业务板块较多但各板块收入规模不大。具体来看，作为公司收入占比最高的工程收入受完工确认进度的影响呈现较大的波动，2017 年公司确认工程收入 8.62 亿元，较上年小幅下降；同年建成的限价商品房实现销售收入 2.08 亿元，同比亦有所下降；公司城市集中供热、粮食购销、土地整理管理和公交运输业务收入相对较为稳定。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.87 亿元。

表 9：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

项 目	2015 年 收入	2015 年 毛利率	2016 年 收入	2016 年 毛利率	2017 年 收入	2017 年 毛利率
工程收入	17.74	5.75	8.92	7.26	8.62	4.43
房地产收入	-	-	3.25	9.28	2.08	8.77
城市集中供热	2.35	20.85	2.38	21.44	2.48	17.10
粮食购销	1.49	7.38	1.22	4.30	0.89	6.70
垃圾清理费	0.75	3.96	1.05	8.38	1.11	5.94
土地整理管理费	0.87	100.00	0.84	100.00	0.61	100.00
公交运输	0.66	-33.33	0.70	-26.76	0.78	-19.18
其他	0.59	49.56	0.48	33.21	0.54	8.88
主营业务合计	24.45	10.55	18.83	12.78	17.30	10.30
其他业务	0.07	71.43	0.11	60.81	0.25	64.76
营业总收入合计	24.52	10.72	18.94	13.07	17.55	11.20

注：1、工程收入包括基础设施代建收入和工程施工收入；2、公交运输中包括公交运营收入和出租车收入；3、主营业务收入中“其他”包括旅游、物业管理费、租赁费、酒店房费和其他项目收入

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2017 年公司营业毛利率为 11.20%，较上年有所下降，主要由于工程收入和城市集中供热毛利率下降导致。2017 年，公司工程收入毛利由上年的 7.26%下降为 4.43%，是由于公司先根据代建预算数确认收入，成本按照实际发生额结转，后续审核后再追加收入，2017 年建设成本上升，同时毛利率较低的非代建工程类业务占比上升，导致毛利下降；同期，供热毛利率由上年的 21.44%下降为 17.10%，是由于煤炭采购价格上升导致。

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，随着债务规模的增长，公司财务费用持续增加。2017 年，因公司财务费用增加使得公司当期期间费用由 2016 年的 4.17 亿元增至 4.55 亿元；同期，因公司收入下降及财务费用持续增长，公司当期三费收入占比由 2016 年的 22.02%增至 25.90%。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 1.31 亿元。

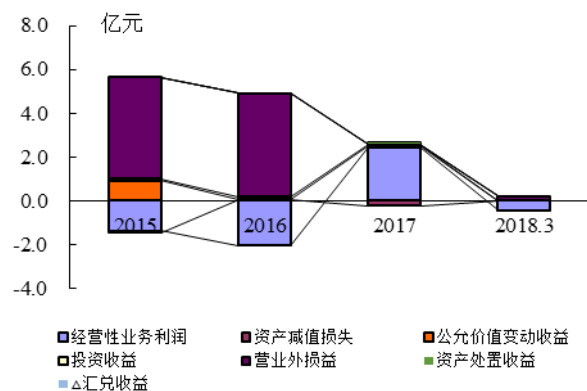
表 10: 2015 年~2018 年 3 月公司期间费用情况 (亿元、%)

项目	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	0.03	0.04	0.07	0.03
管理费用	1.46	1.44	1.27	0.21
财务费用	2.42	2.69	3.21	1.07
三费合计	3.90	4.17	4.55	1.31
营业总收入	24.52	18.94	17.55	2.87
三费收入占比	15.91	22.02	25.90	45.47

资料来源: 中诚信国际根据公司财务报告整理

2017 年公司实现利润总额 2.38 亿元, 同比下降 16.91%, 主要因工程施工业务及供热业务毛利润下降所致。2017 年, 经营性业务利润由负转正正是由于会计准则调整, 政府补助 5.25 亿元计入其他收益, 纳入经营性业务利润核算所致, 2015 年~2017 年分别为-1.38 亿元、-2.04 亿元和 2.46 亿元。2015 年~2016 年, 公司获得政府补助收入分别为 4.47 亿元和 4.70 亿元, 主要包括对供热公司的经营性财政补贴、对边境经济合作区公司的银行贷款利息补贴和对粮油购销公司的粮油购销差价补贴等, 政府补助是公司利润的重要来源。

图 1: 2015 年~2018 年 3 月公司利润总额构成情况



资料来源: 中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看, 2017 年公司营业总收入小幅下降, 受工程及供热成本上升, 公司毛利润受到侵蚀, 同时, 公司期间费用占比较大, 利润主要依赖于政府补助。

偿债能力

截至 2017 年末, 公司总资产为 258.93 亿元,

其中非流动资产占比为 48.60%, 近年来随着流动资产持续增加, 公司非流动资产占总资产的比重不断下降, 2017 年末公司流动资产增加主要系其他应收款增加所致。截至 2017 年末, 公司其他应收款由 2016 年末的 38.17 亿元大幅增至 61.80 亿元, 主要系应收伊宁市财政局和伊宁市住房保障办公室以及霍尔果斯经济开发区伊宁园区财政局的往来款及代建工程款。截至 2018 年 3 月末, 公司总资产为 256.93 亿元。

表 11: 截至 2017 年末其他应收款前五名 (亿元、%)

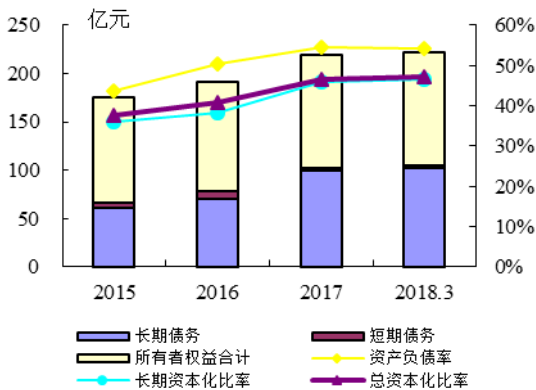
单位名称	年末余额	占比
伊宁市财政局	29.67	47.70
伊宁市住房保障办公室	14.10	22.67
霍尔果斯经济开发区伊宁园区财政局	5.10	8.20
伊犁丰汇房地产有限公司	2.00	3.22
伊犁新发地房地产开发有限公司	1.78	2.87
合计	52.65	84.65

资料来源: 中诚信国际根据公司财务报告整理

截至 2017 年末, 公司总负债由 2016 年末的 115.25 亿元大幅增至 141.46 亿元, 主要因长期借款及应付债券增加所致。截至 2017 年末, 受基础设施建设项目资金需求, 公司长期借款由上年末的 20.81 亿元增至 36.84 亿元; 同期末, 公司应付债券由上年末的 41.73 亿元增至 53.71 亿元, 2017 年公司发行两期中期票据合计 15.00 亿元, 偿还企业债 3.00 亿元, 导致应付债券上升。

得益于公司利润的积累和资本公积增加, 公司净资产持续稳定增长, 截至 2017 年末, 公司净资产由上年末的 113.06 亿元增至 117.47 亿元, 其中实收资本无变化, 为 0.72 亿元, 资本公积为 87.89 亿元, 未分配利润 20.91 亿元, 除利润的积累外, 2017 年公司收到霍尔果斯经济开发区伊宁园区财政局对霍尔果斯园区建设拨付资本金 2.21 亿元计入资本公积。受一季度亏损影响, 截至 2018 年 3 月末, 公司净资产为 117.26 亿元。

图 2：2015 年~2018 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2017 年，公司往来款收支规模较大，公司经营现金流入流出均有所增加，其中往来支出较多，因此经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降至-15.65 亿元，近年来销售商品、提供劳务收到的现金大于公司营业总收入，主要是大量早期已完工代建项目回款导致；同年投资活动净现金流受基建投入的影响呈现净流出；经营活动现金流缺口由筹资活动补充，受发行债券及增加借款的影响，当期筹资活动净现金流为 22.39 亿元。

表 12：2015 年~2018 年 3 月公司现金流结构分析（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动现金流入	23.37	23.23	33.69	18.14
经营活动现金流出	36.18	25.49	49.35	14.35
经营活动净现金流	-12.81	-2.26	-15.65	3.79
投资活动现金流入	0.04	0.26	0.08	-
投资活动现金流出	7.95	6.73	2.65	0.02
投资活动净现金流	-7.91	-6.48	-2.56	-0.02
筹资活动现金流入	31.65	21.87	41.84	7.00
其中：吸收投资所收到的现金	4.67	1.65	2.21	-
借款所收到的现金	26.98	16.64	36.64	7.00
筹资活动现金流出	7.40	12.38	19.46	6.32
其中：偿还债务所支付的现金	2.37	6.91	15.28	4.68
筹资活动净现金流	24.25	9.48	22.39	0.68
现金及现金等价物净增加额	3.53	0.75	4.17	4.45

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

近年来公司债务规模显著增加，杠杆率持续升高，截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 104.26 亿元，资产负债率和资本化比率分别为 54.36%和

47.07%，债务仍以长期债务为主。从偿债指标来看，随着债务规模的增长和 EBITDA 的小幅下降，EBITDA 对债务本息的偿付能力减弱；经营活动现金流持续为负，无法覆盖债务本息。

表 13：2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	4.96	8.05	2.01	2.66
总债务（亿元）	66.19	78.00	101.95	104.26
经营活动净现金流（亿元）	-12.81	-2.26	-15.65	3.79
EBITDA（亿元）	8.42	8.11	7.36	-
EBITDA 利息保障系数（X）	1.89	1.40	1.25	-
总债务/EBITDA（X）	7.86	9.62	13.85	-
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.19	-0.03	-0.15	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	-2.87	-0.39	-2.66	3.54

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

债务到期方面，2018 年 4 月~2021 年及以后公司到期债务分别为 9.50 亿元¹、23.03 亿元、45.67 亿元和 26.06 亿元，虽然 2018 年一季度后，公司对部分长期债务进行提前偿还，但公司未来三年偿债压力仍然逐年上升，至 2020 年为偿债高峰。

银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司共取得银行授信 173.75 亿元，尚未使用授信额度 131.64 亿元，公司备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额合计 18.72 亿元，占当期净资产的 15.97%。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值共计 2.98 亿元，包括用于借款抵押的土地使用权 1.62 亿元、房屋 1.28 亿元以及保证金 0.08 亿元，占总资产的 1.16%。

偿债保障措施

“14 伊宁债/PR 伊宁债”设置了分期偿还本金条款，在“14 伊宁债/PR 伊宁债”存续期的第 3、4、5、6、7 年底分别偿还债券本金的 20%。此外，为了保证按时偿还“14 伊宁债/PR 伊宁债”到期本

¹ 2018 年一季度后，公司部分长期债务确定提前偿还，故提供 2018 年 4~12 月到期债务金额大于截至 2018 年 3 月末短期债务金额。

金和利息，公司聘请中国银行股份有限公司伊犁哈萨克自治州分行（以下简称“中行伊犁分行”）作为“14 伊宁债/PR 伊宁债”账户监管人，公司在账户监管人处开立偿债资金专户和保证金专户，与账户管理人签署了《账户监管协议》，委托账户监管人对上述账户进行监管。

“14 伊宁债/PR 伊宁债”设置偿债保证金账户，该账户专用于存放偿债保证金。依据约定，在债券第二个付息日前 30 个工作日之前，公司向保障金账户划入实际债券发行总额 20%的偿债保证金，用于进一步保障“14 伊宁债/PR 伊宁债”本息的按期偿付。截至 2018 年 5 月 8 日，公司于 2013 年在中国银行伊犁州分行开立的“14 伊宁债/PR 伊宁债”募集资金、偿债资金和保障金账户按协议要求使用正常，“14 伊宁债/PR 伊宁债”兑付资金 3.00 亿元已汇入偿债保证金账户。

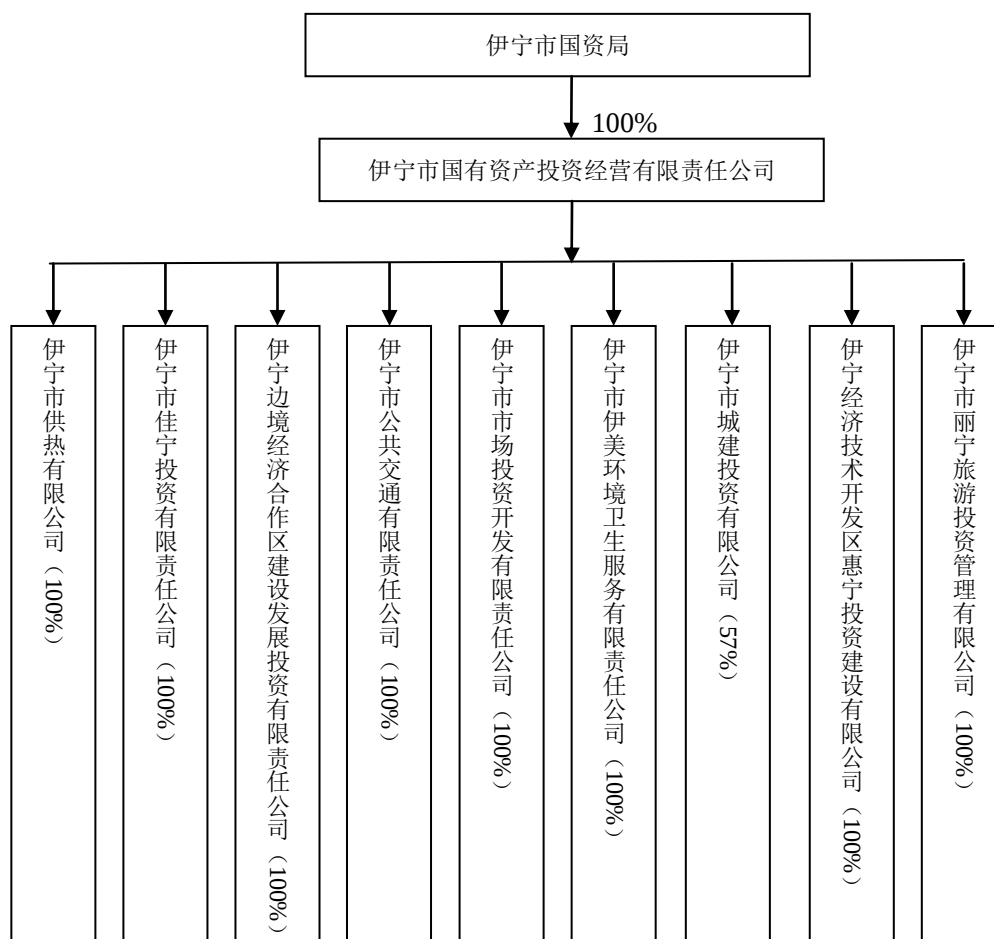
在“14 伊宁债/PR 伊宁债”存续期内，当公司发生偿债困难时，中行伊犁分行将在国家法律法规和信贷政策及规章制度允许的情形下，根据公司的申请，按照相关规定进行评审，评审合格后对公司提供信贷支持。

中诚信国际认为，偿债保证金账户的设置对“14 伊宁债/PR 伊宁债”还本付息起到很强的保障作用。

结 论

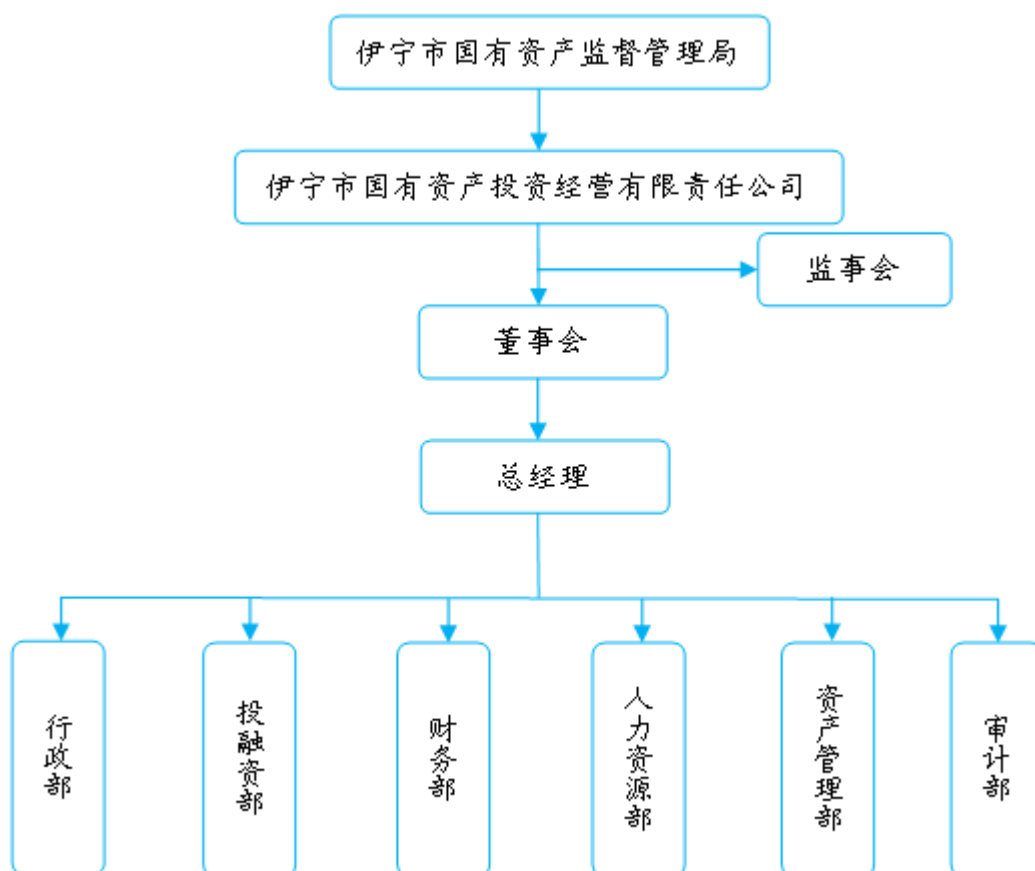
综上所述，中诚信国际维持伊宁市国有资产投资经营有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 伊宁债/PR 伊宁债”的信用等级为 **AA⁺**；维持“15 伊宁债/15 伊国资”、“17 伊宁国资 MTN001”和“17 伊宁国资 MTN002”的信用等级为 **AA**。

附一：伊宁市国有资产投资经营有限责任公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：伊宁市国有资产投资经营有限责任公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：伊宁市国有资产投资经营有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	112,821.33	120,539.15	162,674.94	207,186.40
应收账款	42,083.85	7,920.62	5,151.04	5,151.04
其他应收款	144,269.92	381,748.58	617,958.21	532,756.20
存货	430,738.69	500,685.83	490,354.30	515,044.18
可供出售金融资产	6,423.13	20,923.13	20,992.13	20,951.13
长期股权投资	49,340.74	61,015.09	61,110.22	61,110.22
在建工程	245,543.71	280,204.63	292,632.38	292,810.80
无形资产	452,925.70	453,239.69	451,936.91	451,936.91
总资产	1,947,144.59	2,283,095.50	2,589,272.32	2,569,287.83
其他应付款	38,245.61	166,305.09	204,054.58	162,231.93
短期债务	49,581.00	80,531.85	20,119.13	26,619.13
长期债务	612,274.17	699,460.74	999,410.06	1,016,010.06
总债务	661,855.17	779,992.60	1,019,529.19	1,042,629.19
总负债	853,144.65	1,152,506.87	1,414,578.97	1,396,724.64
费用化利息支出	24,157.23	31,968.71	32,056.94	10,707.24
资本化利息支出	20,423.11	25,855.98	26,890.22	0.00
实收资本	7,207.00	7,207.00	7,207.00	7,207.00
少数股东权益	106.23	61.49	311.40	311.40
所有者权益合计	1,093,999.94	1,130,588.63	1,174,693.35	1,172,563.19
营业总收入	245,182.65	189,411.48	175,503.53	28,716.23
经营性业务利润	-13,793.69	-20,410.99	24,560.00	-4,244.47
投资收益	937.93	1,147.37	993.74	0.00
营业外收入	48,165.86	47,470.74	178.52	2,141.05
净利润	34,249.51	20,311.14	21,896.74	-2,130.15
EBIT	66,046.86	60,625.99	55,868.75	8,579.42
EBITDA	84,192.79	81,114.20	73,626.74	-
销售商品、提供劳务收到的现金	184,260.01	162,761.95	185,844.23	39,002.02
收到其他与经营活动有关的现金	49,475.20	68,228.79	151,074.41	142,401.37
购买商品、接受劳务支付的现金	289,866.32	186,306.32	239,942.80	53,771.52
支付其他与经营活动有关的现金	53,833.79	47,716.08	226,427.99	86,897.04
吸收投资收到的现金	46,662.71	16,470.39	22,099.12	0.00
资本支出	79,093.93	41,656.62	26,391.73	178.42
经营活动产生现金净流量	-128,072.97	-22,579.36	-156,542.64	37,920.85
投资活动产生现金净流量	-79,125.93	-64,766.97	-25,640.20	-178.42
筹资活动产生现金净流量	242,512.82	94,841.94	223,855.39	6,769.03
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	10.72	13.07	11.20	30.77
三费收入比(%)	15.91	22.02	25.90	45.47
应收类款项/总资产(%)	9.57	17.07	24.07	20.94
收现比(X)	0.75	0.86	1.06	1.36
总资产收益率(%)	3.59	2.87	2.29	-
流动比率(X)	3.59	2.68	3.83	4.27
速动比率(X)	1.49	1.37	2.42	2.59
资产负债率(%)	43.82	50.48	54.63	54.36
总资本化比率(%)	37.69	40.82	46.46	47.07
长短期债务比(X)	0.08	0.12	0.02	0.03
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.19	-0.03	-0.15	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	-2.58	-0.28	-7.78	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.87	-0.39	-2.66	3.54
总债务/EBITDA(X)	7.86	9.62	13.85	-
EBITDA/短期债务(X)	1.70	1.01	3.66	-
货币资金/短期债务(X)	2.28	1.50	8.09	7.78
EBITDA 利息倍数(X)	1.89	1.40	1.25	-

注：1、2015 年~2017 年财务报告以及 2018 年一季度财务报表均执行新会计准则；2、2018 年一季度财务报表未经审计；3、将 2015 年~2017 年财务报告及 2018 年一季报中“其他非流动负债”纳入长期债务核算；4、将 2016 年~2017 年财务报告及 2018 年一季报中“长期应付款”纳入长期债务核算；5、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（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）/ 流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。