

博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司

及其发行的 13 博投债与 15 博投债

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2018]100794】

评级对象： 博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司及其发行的 13 博投债与 15 博投债

	13 博投债	15 博投债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 26 日
首次评级：	AA/稳定/AA/2013 年 1 月 21 日	AA/稳定/AA/2015 年 2 月 13 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.34	1.49	6.48
刚性债务	24.03	24.96	28.73
所有者权益	9.45	9.64	10.43
经营性现金净流入量	-11.81	0.68	-1.33
发行人合并数据及指标：			
总资产	174.46	213.55	267.07
总负债	48.57	83.71	136.12
刚性债务	42.93	63.24	94.00
所有者权益	125.89	129.84	130.95
营业收入	4.34	7.01	7.77
净利润	2.12	2.82	1.85
经营性现金净流入量	-8.09	-6.67	-18.32
EBITDA	3.12	4.16	3.39
资产负债率[%]	27.84	39.20	50.97
长短期债务比[%]	291.91	299.33	150.46
权益资本与刚性债务比率[%]	293.25	205.31	139.31
流动比率[%]	435.51	462.71	270.87
现金比率[%]	66.42	91.54	57.14
利息保障倍数[倍]	1.28	1.58	1.21
EBITDA/利息支出[倍]	1.49	1.92	1.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.04

注：发行人数据根据博州国投经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
刘玥辰 lyc@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司（简称博州国投、发行人、该公司或公司）及其发行的 13 博投债与 15 博投债的跟踪评级反映了 2017 年以来博州国投在区位优势及外部支持等方面保持优势，同时也反映了公司在投融资、资产质量、占款回收等方面继续面临压力。

主要优势：

- **向西开放的区位优势。**博州为古丝绸之路的交通枢纽，国家向西开放的前沿，拥有国家一类口岸和国家级保税区，区位优势较为明显。“一带一路”战略的提出将为博州经济发展注入新的动力。
- **外部支持。**博州国投作为博州政府在基本建设、土地整理、国有资产和公用事业等领域主要经营主体，可在项目、资金、管理等方面获得上级的积极支持。
- **债券质押担保。**13 博投债和 15 博投债均以国有土地使用权作为抵押，能够进一步加强债券保障程度。

主要风险：

- **主业资金回笼相对滞后。**博州国投承接的基本建设项目投资规模普遍较大且建设周期较长，而政府在工程款结算方面相对滞后。
- **投融资压力。**跟踪期内，博州国投基础设施建设投入增加，主要通过外部融资弥补资金缺口，负债规模快速扩张。公司未来还有持续资本性支出规划，预计融资压力将继续上升。
- **资产质量偏弱。**博州国投资产中，土地使用权



占比高，且以耕地、草场等为主，大部分已用于抵押，变现难度较大。

- **占款问题。**跟踪期内，博州政府及所属企事业单位占用博州国投资金额增多，回收存在较大不确定性。
- **或有负债风险。**博州国投存在一定规模的对外担保，面临一定或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对博州国投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司

及其发行的 13 博投债与 15 博投债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司公司债券及 2015 年博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司公司债券（分别简称“13 博投债”及“15 博投债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据博州国投提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对博州国投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展与改革委员会发改财金[2013]1478 号文件及发改财金[2015]1833 号文件批复，该公司分别于 2013 年 8 月 9 日及 2015 年 8 月 26 日发行本金为 9 亿元和 8 亿元的公司债券（13 博投债和 15 博投债），票面利率分别为 7.18% 和 5.77%，期限均为 7 年，均设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。至本报告日，13 博投债待偿余额为 5.40 亿元，15 博投债尚未进入还本期。

该公司发行 13 博投债所募资金用于博乐市棚户区改造建设项目和博乐市中心城区基础设施建设项目，上述项目计划总投资 28.56 亿元，其中本期债券募集资金占项目总投资的 31.51%。截至 2017 年末项目均已完工，实际投资额与计划相符，未有超支。

该公司发行 15 博投债所募资金用于博乐市 2014 年保障性住房建设项目、精河县 2014 年保障性住房建设项目和温泉县 2014 年保障性住房建设项目，上述项目计划总投资约 18.99 亿元，其中本期债券募集资金占项目总投资的 57.92%。截至 2017 年末项目均已完工，实际投资额与计划一致。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行规模 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	当前余额 (亿元)	备注
13 博投债	9.00	7	7.18	2013 年 8 月	5.40	自第 3 年起每年偿还本金的 20%
15 博投债	8.00	7	5.77	2015 年 8 月	8.00	自第 3 年起每年偿还本金的 20%

资料来源：博州国投（至本报告日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

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

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

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量

严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

依托区位优势、中央援疆政策以及国家“一带一路”战略的支撑，博州形成了以第三产业为主导、第二产业协调发展的产业格局，经济呈较快速发展态势，但体量总体仍偏小。

中央多项援疆政策的实施以及经济战略地位的提升，有效推动了新疆的发展。2017年新疆博尔塔拉蒙古自治州（以下简称“博州”）经济继续保持较快增长，但经济体量总体仍偏小。据初步核算，2017年博州实现地方生产总值267.9亿元，比上年增长12.1%。分产业看：第一产业增加值43.17亿元，增长4.2%；第二产业增加值88.25亿元，增长16.5%；第三产业增加值136.57亿元，增长12.6%，三次产业比例为16.1：32.9：51.0。全州人均生产总值65307元，按可比价格计算，增长10.5%。

依托阿拉山口口岸进出口贸易和赛里木湖等旅游资源，博州第三产业较为发达。2017年阿拉山口口岸全年进出口货物2112.5万吨，增长19%。进出口贸易总额107.26亿美元，增长37%。其中：进口77.67亿美元，增长34%；出口29.59亿美元，增长45.5%。当年全州接待国内外游客370万人次，增长23.33%，旅游收入38.4亿元，增长60%。

在西部大开发的进程下，借助于丰富的矿产资源、有色金属、煤炭、风能等自然资源，博州第二产业的发展情况良好。2017年地方规模以上工业增加值37.24亿元，增长17.2%。当年有色金属矿采选业增加值增长425.5%，纺织业增加值增长82.3%，非金属矿采选业增加值增长33.1%，非金属矿物制品业增加值增长16.9%，电力、热力生产和供应业增加值增长5.6%，橡胶和塑料制品业增加值增长5%，食品制造业增长2.2%。

全年地方固定资产投资（不含农户）328.61亿元，增长23.5%。分产业看，第一产业投资6.85亿元，下降7.7%；第二产业投资81.3亿元，下降34.5%；第三产业投资240.46亿元，增长78.7%。从行业看，水利、环境和公共设施管理业投资在当地固定资产投资占比最大，2017年投资额109.96亿元，同比增长53.2%，其次为交通运输、仓储和邮政业以及制造业，分别完成投资67.34亿元和59.79亿元，同比增速分别为681.1%和-38.5%。房地产投资方面，2017年房地产开发投资9.56亿元，下降27.4%，其中住宅投资6.66亿元，下降55.2%。当地房地产去化较快，全年商品房销售面积33.05万平方米，增长19.4%，其中住宅销售面积31.74万平方米，增长26.5%。商品房销售额10.37亿元，增长12.8%，其中住宅销售额9.58亿元，增长26.6%。

2. 业务运营

该公司是博州城市基本建设实施的主要主体，经营重点仍在于基础设施和土地整理项目建设，持续的资本性支出使公司面临较大的筹资压力。

跟踪期内，该公司仍继续承担博州基础设施类项目的投融资任务，代博州政府管理部分州、市、县属国有、集体资产和开展土地整理业务，并新增拓展铝锭贸易。2017 年公司营业收入为 7.01 亿元，较上年增加 10.76%。从收入结构看，当年公司实现基本建设收入 2.16 亿元，同比减少 37.09%，占营业收入的 27.79%；土地整理收入 1.10 亿元，同比减少 44.86%，占营业收入的 14.12%；工程施工收入 1.24 亿元，同比增长 50.02%，占营业收入的 15.99%；商品销售收入 1.76 亿元，占营业收入的 22.72%；服务、租赁和担保等其他业务实现收入 1.51 亿元，占营业收入的 19.38%。

图表 2. 公司 2015-2017 年业务收入分类结构及变化趋势 (单位：万元)

业务收入	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比
基本建设	24359.56	56.16	34305.76	48.92	21582.38	27.79
土地整理	5024.05	11.58	19896.52	28.37	10971.02	14.12
工程施工	6377.12	14.70	8279.78	11.81	12421.53	15.99
商品销售	—	—	—	—	17646.26	22.72
其他	7644.37	17.63	7646.03	10.90	15051.32	19.38
合计	43375.11	100.00	70128.09	100.00	77672.52	100.00
毛利	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比
基本建设	3203.42	29.92	3600.65	18.19	4224.98	22.67
土地整理	3265.63	30.50	12932.74	65.34	7131.16	38.27
工程施工	1151.01	10.75	1001.64	5.06	2144.38	11.51
商品销售	—	—	—	—	434.10	2.33
其他	3086.84	28.83	2256.52	11.40	4699.19	25.22
合计	10706.90	100.00	19791.55	100.00	18633.81	100.00

注：根据博州国投提供的数据整理、绘制

(1) 基本建设

跟踪期内，该公司的基本建设业务仍主要由母公司本部和下属子公司博乐市阳光城乡投资建设有限责任公司（简称“阳光城投”）负责，同时精河县滨城乡都城乡建设投资有限公司（简称“精河城建”）和温泉县泉都城市建设投资有限公司（简称“温泉城建”）项目也逐步推进。阳光城投于 2016 年与博乐市政府签订项目建设总投资合计为 250 亿元的合同，并约定每年年末就当年完工项目与政府进行结算并确认收入，结算价款包含项目的建设成本和 15% 的收益加成，但并未约定回购资金的拨付时间。精河城建和温泉城建由于建设项目较少，尚未与政府签订相关协议，操作模式系前期由公司垫付资金，待完工后政府进行回购并结算。受项目开发周期和审价核算的影响，2017 年公司基本建设业务收入规模有所减少，当年基建毛利率较上年上升 9.07 个百分点至 19.58%，主要系温泉城建结转的部分项目毛利较高，不具有可持续性。

截至 2017 年末，该公司已经完成尚未确认收入的项目主要包括精河县棚户区改造项目、博州城市综合服务设施建设项目、温泉县博格达尔棚户区改造项目、博乐市金三角工业园区项目等，合计约 25 亿元（计入存货），未来根据项目移交进度进行结转。同

期末，公司主要在建基本建设项目总投资为 58.33 亿元，已投资 28.96 亿元，未来仍有一定资金需求。

图表 3. 公司目前在建主要投资项目情况

名称	建设时间 (年-年)	总投资 (亿元)	已完成投资额 (亿元)	自有资金比例	项目资金到位情况
博乐市农村公路建设项目	2017-2019	6.71	2.01	40%	已到位
博乐市安防技防基础设施工程建设项目	2017-2018	4.79	2.13	20%	已到位
博乐市东方红片区棚户区改造项目	2017-2018	3.70	2.50	30%	已到位
博乐市城乡医疗卫生设施建设项目	2017-2018	2.59	1.45	30%	已到位
博州博乐市库斯托汗水库建设项目	2017-2018	4.09	0.44	30%	已到位
博乐市万亩生态林工程建设项目	2017-2018	5.72	3.43	30%	未到位
博乐市金三角工业园区(边合区)纺织园区标准化厂房及基础设施建设项目(三期)	2017-2018	2.50	1.75	30%	未到位
博乐市美丽乡村建设项目	2017-2019	10.60	6.40	30%	已到位
小计		40.70	20.11		
精河县精河工业园区纺织服装产业园区标准化厂房及基础设施建设项目	2017-2018	3.50	0.8050	20%	已到位
精河县 2017 年村级阵地建设项目	2017-2018	1.80	0.94	20%	已到位
精河县 2017 年社会稳定基础建设项目	2017-2018	2.75	0.65	20%	已到位
精河县 2017 年乡镇场标准化卫生院建设项目	2017-2018	0.42	0.173	20%	已到位
精河县东郊农贸市场及综合城市停车场建设项目	2017-2018	0.20	0.02	20%	已到位
博州精河县托托乡垃圾处理建设项目	2017-2018	0.039	0.015	63%	已到位
博州精河县城镇垃圾场建设项目	2017-2018	0.24	0.085	70%	已到位
博州精河县大河沿子镇垃圾处理场建设项目	2017-2018	0.27	0.067	37%	已到位
博州精河县托里镇垃圾填埋场建设项目	2017-2018	0.07	0.02	86%	已到位
小计		9.29	2.78		
温泉县农村基础设施建设项目	2017-2018	2.57	2.57	20%	已到位
温泉县 2017 年棚户区(城中村)改造建设项目	2017-2019	3.70	1.50	20%	未到位
温泉县人民医院整体搬迁项目	2017-2019	1.27	1.20	76%	未到位
温泉县农村路网建设项目	2017-2019	0.80	0.80	25%	未到位
小计		8.34	6.07		
合计		58.33	28.96		

注：根据博州国投提供的数据整理、绘制（截至 2017 年末）

(2) 土地整理

跟踪期内，该公司土地整理业务仍由阳光城投负责。2017 年，公司土地整理业务运营模式与以往相同，即运用自有资金和银行贷款，对所需开发的土地进行开发，完成开发的土地通过政府土地储备部门采用“招拍挂”的方式出让，所获土地出让金额上缴地方财政，政府再按照土地出让挂牌价的 65% 支付给公司，弥补土地整理成本。2017 年，博乐市出让土地 14 宗，总面积 6383 亩，实现收入 1.69 亿元，返还至公司 1.10 亿元。2018 年，市政府计划出让土地 18 宗，总面积 7000 亩，预计土地出让收入达 2 亿元。当年公司土地整理业务收入大幅减少主要系受累于当地土地需求下滑。

截至 2017 年末，该公司主要进行博乐市文化路北侧、东方红片区、新建火车站等地块整理，地块面积为 90.46 万平方米，总投资额 9.25 亿元，已投资 6.75 亿元，计划于 2018-2019 年分批完成整理并进行出让，出让进度易受博乐市土地政策和房地产市场影响。

(3) 工程施工

该公司为政府进行项目代建的同时，晨欣公司利用自身资质进行工程项目承揽，通过投标方式承揽博州区域内的道路、管网及绿化工程等，业务规模不大。2017 年，公司签约施工合同金额 1.60 亿元，工程收入同比增长 50.03% 至 1.24 亿元。截至 2017 年末，公司在手合同金额 1.56 亿元。

(4) 商品销售

2016 年 3 月，该公司成立子公司博尔塔拉蒙古自治州国投新丝路投资管理有限责任公司（以下简称“新丝路公司”）作为商贸平台，2017 年新丝路公司正式运营，主要开展铝锭贸易，采用批发为主的自营贸易模式，通过采购与销售价差赚取利润，故处于微利状态，毛利率仅 2.46%。2017 年公司共开展了 3 笔交易，供应商为新疆国经国际商务有限责任公司、新疆国合投资有限责任公司，下游客户均为昌吉州久康物流有限公司，每半年结算一次。2018 年以来公司尚未有相关交易。

(5) 其他业务

为完善地方基础设施功能建设并支持地方中小企业发展，该公司承担了地方公共交通及部分供暖等业务的运营，相关业务收入随着城区规模的扩大而呈快速增长。此外，公司旗下拥有博乐市鑫乐融资担保有限责任公司（简称“鑫乐担保”），担保规模较小。2017 年公司下属子公司精河县滨河乡都城乡建设投资有限公司在精河县内商品房销售结转 0.57 亿元，带动当年其他业务收入同比增长 96.85% 至 1.51 亿元。

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，部分高管有所变动。

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定。截至 2017 年末，公司注册资本为 2.04 亿元，实际控制人仍为博尔塔拉蒙古自治州国有资产监督管理委员会。

因个人工作调动，李宏伟先生分别于 2017 年 5 月和 2018 年 5 月卸任该公司总经理和董事长职务；王健先生¹出任上述职务。2017 年 8 月，公司经营范围发生变更，新增按规定向占用或租用国有资产的单位收取占用或租赁费、收取国家股权转让和资产产权转让收入、负责投资及投资回收；按照国家的产业政策确定合理的投资方向等业务范围；并更新了公司章程。经营范围变更未有对公司业务运营构成重大影响。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 11 日《企业信用报告》，公司续存期内关注类贷款 13 笔，余额共计 5.68 亿元，均系国家开发银行贷款。根据国开行新疆分行提供的说明，公司国开行的项目贷款包括全民健身中心健身项目、博乐市南城区集中供热二期工程、

¹ 2014.7-2017.6 担任乌鲁木齐市合兴小额贷款股份有限公司副总经理

精河县城排水改造扩建三期项目、阿拉山口市安防技防基础设施工程、阿拉山口综合保税区及产业配套区标准化厂房仓储设施建设项目、博乐市金三角工业园区（含合区）纺织园标准化厂房及基础建设项目（三期）、博乐市金三角工业园区道路及附属设施建设项目、精河县精河工业园纺织服装产业园区标准化厂房及基础设施建设项目、新建铁路新疆博州支线项目、阿拉山口市垃圾处理厂扩建项目、阿拉山口市城市污水处理厂扩建项目和精河县 2017 年抗震救灾应急贷款项目。按照国开行“五类十二级”标准，将上述贷款分类为关注一级（正常类和关注类贷款均属于正常的信贷资产）。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司不存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，因项目建设的推进，该公司负债规模快速增长，财务杠杆相应上升。公司资产主要集中于土地资产和项目建设投入，变现能力偏弱，但依托较为充裕的在货币资金，加之一定未使用授信额度，即期偿付仍可得到一定保障。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

截至 2017 年末，该公司纳入合并报表范围的二级子公司共 10 家，相比 2016 年末增加 1 家。当年公司新设成立博尔塔拉蒙古自治州国信资产管理有限公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司所有者权益规模稳定，结构未有重大变化²。同期，公司持续加大外部融资力度，尤其是银行借款和基金借款大幅增加，2017 年末负债总额 136.12 亿元，较上年末增长 62.60%；资产负债率上升 11.77 个百分点至 50.97%。

刚性债务是该公司负债构成和增量主要来源，2017 年末快速扩大至 94.00 亿元，占负债总额的 69.06%，主要包括 3.33 亿元短期借款、0.68 亿元应付票据、46.01 亿元长期借款（含 3.87 亿元一年内到期的长期借款）、13.29 亿元应付债券（含 3.40 亿元一年内

² 2017 年，该公司获取政府资本金和资产注入 6.27 亿元，划出草场减少 6.97 亿元，年末资本公积较上年末略减 0.71 亿元。

到期的应付债券)、4.13 亿元新疆维吾尔自治区政府债券置换³、4.49 亿元国开发展基金借款⁴、6.73 亿元农发基金借款⁵、新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限公司提供的 5.00 亿元转贷资金⁶、融资租赁款 1.42 亿元、博尔塔拉蒙古自治州金雪莲城市发展基金合伙借款 12.00 亿元⁷。

银行借款是该公司目前主要的融资渠道之一。2017 年末银行借款较上年末增加 80.83%至 49.34 亿元，以抵质押借款为主，融资成本为基准利率下浮 10%至上浮 20%不等。从借款主体来看，公司本部银行借款规模不大，2017 年末为 13.65 亿元，承债职责主要由下属子公司承担。

图表 4. 公司 2017 年末公司长短期借款情况 (单位: 亿元)

	抵押借款	质押借款	保证借款	合计
短期借款	0.00	0.50	2.83	3.33
长期借款 (含一年内到期的长期借款)	14.02	29.39	2.60	46.01
合计	14.02	29.89	5.43	49.34

注：根据博州国投提供的数据整理、绘制

除刚性债务外，该公司负债中应付账款、其他应付款和专项应付款余额较大且增长较快，分别占 2017 年末负债总额的 4.54%和 5.81%。其中，应付账款 6.18 亿元，主要系应付施工企业工程款；其他应付款（剔除刚性债务）22.13 亿元，主要系博州州下属机关企事业单位的暂借款和往来款；专项应付款 7.91 亿元，为项目专项拨款。

该公司旗下鑫乐担保业务规模尚小，截至 2017 年末对外担保余额为 0.31 亿元。除担保机构产生的对外担保外，2017 年末公司对外担保余额 13.96 亿元，被担保对象主要为博州下属国有企业，年末担保比率为 10.66%，存在一定的或有损失风险。

(2) 现金流分析

2017 年，该公司收到博州下属各机关单位拨付的较大额资金，但因土地整理、基本建设等业务投入较大，经营性现金流量仍呈净流出状态，为-18.32 亿元。当年公司基金借款劣后出资 2 亿元、投资博尔塔拉蒙古自治州农银腾飞交通产业基金合伙企业 4 亿元⁸、加之购买理财产品投资，投资性现金净流出-6.24 亿元。为满足项目建设资金需求，2017 年公司继续扩大融资规模，筹资性现金净流入 34.73 亿元。

(3) 资产质量分析

由于货币储备增加和项目推进，2017 年末该公司资产总额较上年末增长 25.06%至 26.71 亿元，增量主要来自货币资金、预付款项、其他应收款和存货，其在资产中的比

³ 该公司就债务置换款项与政府签订协议，约定的具体期限和利率根据新疆政府债券情况而定，计入长期应付款。

⁴ 自 2016 年起期限 20 年，年利率 4.6%，按照协议采取“明股实债”模式，计入长期应付款。

⁵ 自 2016 年起期限 14-20 年，年利率 1.2%，按照协议采取“明股实债”模式，计入长期应付款。

⁶ 国家开发银行新疆分行贷款，用于博乐市棚户区改造，2016 年 6 月起期限 25 年，2019 年起分期还本，年利率 4.145%，计入长期应付款。

⁷ 自 2017 年期限 7 年，6.5%，由公司作为劣后级出资 2 亿元，计入其他应付款——暂借款。

⁸ 有限合伙期限 11 年，收益率为 6.37%，资金用于支持博尔塔拉蒙古自治州博运建设工程有限公司（州交通局下属企业）建设博州国道 219 线温泉呼场 G30 公路和博乐市机场大道工程项目。

重在 2017 年末分别提升至 11.63%、9.34%、9.85% 和 23.21%。公司固定资产和无形资产规模仍在较高位，2017 年末分别占资产总额的 27.94% 和 10.03%。

2017 年，该公司部分借入款项未全部使用，年末货币可动用货币资金较上年末增长 63.20% 至 28.32 亿元。因新建工程较多引起尚未结算的工程款项增多，2017 年末公司预付账款增加至 24.95 亿元，未来将根据工程项目建设进度逐步结转至在建工程或存货科目。存货增长较为明显，2017 年末为 61.99 亿元，较上年末增加 43.40%，主要是基本建设项目投入，变现受制于在建项目进程和政府回购意向。2017 年末其他应收款余额为 26.31 亿元，较上年增长 61.54%，债务方仍主要为博州下辖各市县财政局、事业单位和博州当地国有企业，无明确回收安排。固定资产主要系政府划拨的农用地及草场，2017 年基本保持稳定，为 74.61 亿元。无形资产主要为土地使用权，2017 年末为 26.80 亿元，较上年末下降 19.43% 的原因在于以前年度政府注入的赛马场土地、公园土地等非经营性资产暂调出至非流动资产科目单独列示。此外，由于基金投资和支付劣后级款项，年末可供出售金融资产余额增至 6.58 亿元。

(4) 流动性/短期因素

该公司账面流动性指标处于良好水平，但包括其他应收款和存货等在内的核心资产变现能力较弱或存在很大不确定性，影响了整体资产质量。

图表 5. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	435.51	462.71	270.87
速动比率 (%)	218.49	194.76	110.90
现金比率 (%)	66.42	91.54	57.14

资料来源：博州国投

受限资产方面，2017 年末该公司合并口径内受限资产合计 46.67 亿元，主要包括货币资金 2.73 亿元作为保证金、固定资产 25.84 亿元用于借款抵押、无形资产 18.10 亿元用于借款抵押。

图表 6. 截至 2017 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	2.73	8.80	保证金
固定资产	25.84	34.64	抵押
无形资产	18.10	67.55	抵押
合计	46.67	--	--

资料来源：博州国投

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司营业毛利为 1.86 亿元，较上年下降 5.85%，主要是由于土地整理业务毛利减少所致。同期公司期间费用维持在较大规模，占营业收入比重的 20.51%。公司主业利润较少，主要依赖政府的财政补贴贡献经营效益。2017 年公司获得政府补贴 1.62 亿元 (1.60 亿元入账其他收益、0.02 亿元计入营业外收入)，净利润为 1.85 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是博州城市基本建设实施的主要主体，经营重点仍在于基础设施和土地整理项目建设，持续的资本性支出使公司面临较大的筹资压力。跟踪期内，因项目建设的推进，公司负债规模快速增长，财务杠杆相应上升。公司资产主要集中于土地资产和项目建设投入，变现能力偏弱，但依托较为充裕的在持货币资金，加之一定未使用授信额度，即期偿付仍可得到一定保障。

2. 外部支持因素

作为博尔塔拉蒙古自治州政府的主要投融资平台，该公司可在项目、融资、管理等方式获得上级单位的积极支持。公司与多家银行保持了良好合作，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2017 年末，公司共获得商业银行授信额度 96.76 亿元，未使用额度为 36.95 亿元，能够对公司营运资金正常周转提供一定保障。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 抵质押

“13 博投债”以 54 宗商业及住宅用地作为抵押，抵押土地面积合计 379.02 万平方米，发行时评估价值合计 32.01 亿元。“15 博投债”以 8 处共计 7.15 万平方米的房屋产权及 20 宗共计 115.47 万平方米国有土地使用权作为抵押，发行时评估价值 22.04 亿元，入账固定资产或无形资产。跟踪期内，上述抵押物价值未有再次评估。

跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，博州经济实力持续提升。该公司承建的基础设施项目增多，而政府回购时间较长，非筹资性现金流持续呈净流出状态，主要依靠债务融资满足资金缺口，债务负担持续加重。公司主要流动资产变现能力较弱，不过货币资金存量尚属充裕，政府补贴支持也具有较强的持续性，能够对到期债务偿付提供一定支撑。

本评级机构仍将持续关注：（1）博州市经济变动情况；（2）各项目回购资金和土地款项拨付的到位情况；（3）该公司债务规模扩张及偿付安排；（4）其他应收款的回收情况；（5）公司债券抵押物市场价值变动情况。

附录一：

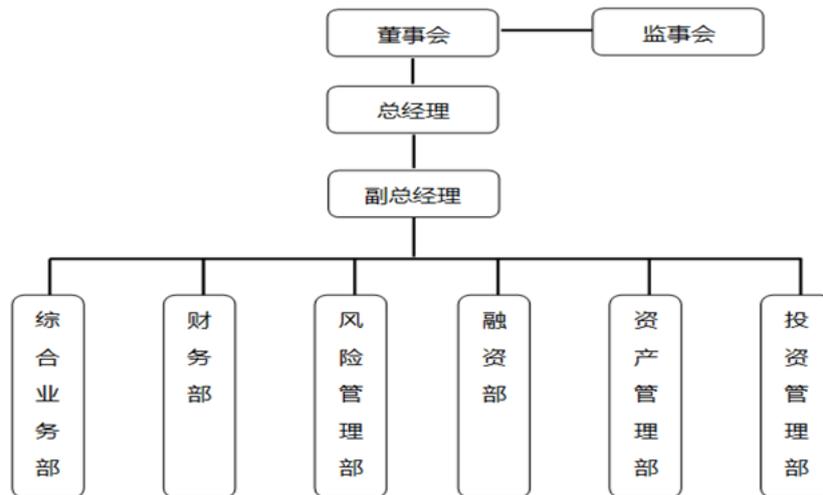
公司与实际控制人关系图



注：根据博州国投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据博州国投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	174.46	213.55	267.07
货币资金 [亿元]	8.23	19.19	31.05
刚性债务[亿元]	42.93	63.24	94.00
所有者权益 [亿元]	125.89	129.84	130.95
营业收入[亿元]	4.34	7.01	7.77
净利润 [亿元]	2.12	2.82	1.85
EBITDA[亿元]	3.12	4.16	3.39
经营性现金净流入量[亿元]	-8.09	-6.67	-18.32
投资性现金净流入量[亿元]	-1.66	-2.29	-6.24
资产负债率[%]	27.84	39.20	50.97
长短期债务比[%]	291.91	299.33	150.46
权益资本与刚性债务比率[%]	293.25	205.31	139.31
流动比率[%]	435.51	462.71	270.87
速动比率 [%]	218.49	194.76	110.90
现金比率[%]	66.42	91.54	57.14
利息保障倍数[倍]	1.28	1.58	1.21
有形净值债务率[%]	51.42	87.08	131.42
担保比率[%]	2.07	3.61	10.66
毛利率[%]	24.62	28.22	23.99
营业利润率[%]	-9.12	5.08	23.70
总资产报酬率[%]	1.54	1.76	1.06
净资产收益率[%]	1.68	2.21	1.42
净资产收益率*[%]	1.69	2.21	1.42
营业收入现金率[%]	106.99	43.55	131.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-65.31	-40.01	-48.66
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.67	-10.09	-16.67
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-78.74	-53.74	-65.23
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.09	-13.55	-22.35
EBITDA/利息支出[倍]	1.49	1.92	1.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.08	0.04

注：表中数据依据博州国投经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除AAA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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。