

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[2019]100867】

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		
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 28 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.49	6.48	2.88
刚性债务	24.96	28.73	19.17
所有者权益	9.64	10.43	18.49
经营性现金净流入量	0.68	-1.33	0.17
发行人合并数据及指标：			
总资产	213.55	267.07	308.99
总负债	83.71	136.12	165.26
刚性债务	63.24	97.40	97.95
所有者权益	129.84	130.95	143.73
营业收入	7.01	7.77	5.20
净利润	2.82	1.85	1.97
经营性现金净流入量	-6.67	-18.32	1.46
EBITDA	4.16	3.39	3.75
资产负债率[%]	39.20	50.97	53.48
长短期债务比[%]	299.33	150.46	108.83
权益资本与刚性债务比率[%]	205.31	134.44	146.75
流动比率[%]	462.71	270.87	215.14
现金比率[%]	91.54	57.14	20.84
利息保障倍数[倍]	1.58	1.21	0.74
EBITDA/利息支出[倍]	1.92	1.60	1.03
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.04	0.04

注：发行人数据根据博州国投经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

邵一静 syj@shxsj.com
何敬岩 hjy@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 2018 年以来博州国投在外部支持、债项抵押担保等方面保持优势，同时也反映了公司在区域经济增长、资金回收、投融资、债务压力、资产质量及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部支持。**博州国投作为博州政府在基础设施建设、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、管理等方面获得政府的积极支持。
- **债项抵押担保。**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：

- **区域经济增速下滑风险。**2018 年，博州固定资产投资呈大幅下降态势，全州经济增长明显放缓。
- **资金回收周期长。**博州国投承接的基础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较为滞后；此外博州政府及所属企事业单位占用公司资金量仍维持较大规模，未来回收存在较大不确定性。
- **投融资压力。**跟踪期内，博州国投基础设施建设规模仍较大，未来还有持续资本性支出规划，预计融资压力将继续上升。
- **即期债务压力上升。**跟踪期内，博州国投刚性

债务维持较大规模，而货币资金存量大幅下滑，即期债务压力上升。

- 资产质量欠佳。博州国投资产中，其他应收款和存货等在内的核心资产变现能力较弱，整体资产质量欠佳。
- 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 2018 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 25 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。截至本报告日，13 博投债待偿余额为 3.60 亿元，15 博投债待偿余额为 6.40 亿元。

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 2018 年末项目均已完工，募投资金使用完毕。

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 2018 年末项目均已完工，募投资金使用完毕。

图表 1. 公司存续债券概况

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 9 日	3.60	自第 3 年起每年偿还本金的 20%，已兑付本金 5.4 亿元。
15 博投债	8.00	7	5.77	2015 年 8 月 25 日	6.40	自第 3 年起每年偿还本金的 20%，已兑付本金 1.6 亿元。

资料来源：博州国投（截至至本报告日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

2018年以来，受宏观经济下行及“去杠杆”政策等因素影响，博州固定资产投资呈大幅下降态势，全州经济增长明显放缓。

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。受宏观经济下行及“去杠杆”政策影响，2018年新疆博尔塔拉蒙古自治州（以下简称“博州”）经济增长明显放缓，且经济体量仍偏小。据初步核算，2018年博州实现地方生产总值330.34亿元，比上年增长6.0%，增速较上年滑落6.1个百分点。分产业看：第一产业增加值63.85亿元，增长6.1%；第二产业增加值88.57亿元，增长4.8%；第三产业增加值177.92亿元，增长6.7%，三次产业比例由2017年的16.1:32.9:51.0调整为19.3:26.8:53.9，第三产业占比持续提升。年末全州常住人口47.85万人，人均生产总值69259元，按可比价格计算，增长6%。

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。2018年地方规模以上工业增加值27.79亿元，同比增长6.5%。其中，轻工业企业增加值8.61亿元，同比增长5.1%；重工业企业增加值19.18

亿元，同比增长 6.8%。2018 年受宏观经济下行影响，部分重点行业产量呈大幅下滑态势，其中水泥产量 139.64 万吨，同比下降 36.5%；商品混凝土产量 40.36 万立方米，同比下降 59.7%。

依托阿拉山口口岸进出口贸易和赛里木湖等旅游资源，博州第三产业对经济贡献较大。2018 年阿拉山口口岸全年进出口货物 2291 万吨，同比增长 8.4%。进出口贸易总额 118 亿美元，同比增长 10.1%。其中，进口 96 亿美元，同比增长 23.5%；出口 22 亿美元，同比下降 25.0%。当年全州接待国内外游客 570 万人次，同比增长 54.0%，实现旅游收入 68.4 亿元，同比增长 80.0%。全年地方社会消费品零售总额 50.23 亿元，同比增长 8.4%，其中餐饮收入 7.21 亿元，同比增长 10.1%，商品零售 43.02 亿元，同比增长 8.1%。

全年地方固定资产投资（不含农户）87.2 亿元，同比下降 48.4%。分产业看，第一产业投资 0.7 亿元，下降 69.5%；第二产业投资 33.9 亿元，下降 8.5%；第三产业投资 52.6 亿元，下降 59.4%。从行业看，制造业完成投资 25.68 亿元，同比增长 8.3%；房地产业完成投资 16.65 亿元，同比增长 15%；水利环境和公共设施管理业完成投资 14.67 亿元，同比下降 73.6%；交通运输仓储和邮政业完成投资 9.88 亿元，同比下降 67.6%。总体来看，受 2018 年“去杠杆”及化解政府隐性债务等政策影响，博州基础设施等领域固定资产投资呈现大幅下降。

房地产市场方面，全州 2018 年房地产开发投资 11.6 亿元，同比增长 20.9%，呈明显回升态势；其中住宅投资 9.1 亿元，增长 36.6%。当年房地产去化加快，全年商品房销售面积 58.09 万平方米，增长 75.8%，其中住宅销售面积 49.44 万平方米，增长 55.8%。完成商品房销售额 22.16 亿元，同比增长 113.7%，其中住宅销售额 15.81 亿元，增长 65.0%。

2018 年，博州土地市场整体呈现“量价齐跌”态势，其中工业和商业用地出让面积和总价均大幅下降；住宅用地出让面积小幅下降，但出让均价大幅提升，带动住宅土地出让金增长。全州当年出让土地 37 宗，同比减少 31 宗，土地出让面积 82.49 万平方米，同比下降 81.94%，土地出让总价 2.10 亿元，同比下降 47.92%；其中出让住宅用地 13 宗，出让面积 29.65 亿元，同比下降 3.64%，出让总价 1.42 亿元，同比增长 24.23%，成交均价由上年的 372.23 元/平方米上升至 480.05 元/平方米。

2. 业务运营

该公司是博州城市基础设施建设的核心主体，经营重点仍在于基础设施建设和土地整理。目前公司在建项目规模较大，且大量完工项目未进行结转，资金回笼较为滞后，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等。2018 年公司营业收入为 5.20 亿元，较上年下降 33.10%，主要系受化解政府债务的政策¹影响，当年博乐市整体工程建设进度均放缓，政府回购规模也有所下降，此外公司贸易量也有所下滑。从收入结构

¹ 2018 年 3 月，新疆发改委发布《自治区发展改革委立即行动 细化工作措施 坚决全面落实自治区党委防范化解政府债务风险各项安排部署》

看，当年公司实现基础建设收入 1.36 亿元，同比下降 37.21%，占营业收入的 26.08%；土地整理收入 0.95 亿元，同比下降 13.17%，占营业收入的 18.33%；工程施工收入 0.46 亿元，同比下降 62.84%，占营业收入的 8.88%；商品销售收入 0.97 亿元，同比下降 44.80%，占营业收入的 18.75%；服务、租赁和担保等其他业务实现收入 1.45 亿元，占营业收入的 27.96%。

图 2. 公司 2016-2018 年公司业务收入分类结构及变化趋势（单位：万元，%）

业务收入	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础建设	34305.76	48.92	21582.38	27.79	13551.04	26.08
土地整理	19896.52	28.37	10971.02	14.12	9526.06	18.33
工程施工	8279.78	11.81	12421.53	15.99	4615.97	8.88
商品销售	—	—	17646.26	22.72	9740.76	18.75
其他	7646.03	10.90	15051.32	19.38	14529.74	27.96
合计	70128.09	100.00	77672.52	100.00	51963.57	100.00

毛利	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础建设	3600.65	10.50	4224.98	19.58	1374.32	10.14
土地整理	12932.74	65.00	7131.16	65.00	6191.94	65.00
工程施工	1001.64	12.10	2144.38	17.26	2967.65	64.29
商品销售	—	--	434.10	2.46	42.51	0.44
其他	2256.52	29.51	4699.19	31.22	4121.84	28.37
合计	19791.55	28.22	18633.81	23.99	14698.26	28.29

资料来源：博州国投

（1）基础建设

跟踪期内，该公司的基础建设业务仍主要由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，同时精河县滨河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。受项目开发周期和政府回购进度影响，2018 年公司基础建设业务收入规模有所减少，当年基建业务毛利率为 10.14%，较上年下降了 9.43 个百分点，当年主要系精河城建和温泉城建项目结转，毛利率相对较低。截至 2018 年末，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。

2018 年末该公司存货中未结算的基础设施项目共计 82.24 亿元，较上年末增加 21.23 亿元，主要系城市基础设施和棚改项目持续投入。2018 年四季度以来，博州开始加快

棚改项目建设，目前公司承担的棚改项目计划总投资 40.07 亿元²，年末已累计完成投资 23.71 亿元，未来仍有一定资金需求。除棚改项目外，公司在建基础建设项目计划总投资 44.82 亿元，截至 2018 年末已完成投资 30.24 亿元，仍有一定资本支出压力。

图表 3. 除棚改外，该公司主要在建投资项目情况

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	5.03	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	3.25	20%	已到位
博乐市城乡医疗卫生设施建设项目	2017-2018	2.59	1.55	30%	已到位
博州博乐市库斯托汗水库建设项目	2017-2018	4.09	1.00	30%	已到位
博乐市万亩生态林工程建设项目	2017-2018	5.72	4.58	30%	未足额到位
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	1.50	30%	已到位
博乐市美丽乡村建设项目	2017-2019	10.60	9.50	30%	已到位
小计	--	37.00	26.41	--	--
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	0.56	20%	未足额到位
精河县 2017 年社会稳定基础建设项目	2017-2018	1.80	1.55	20%	未足额到位
小计	--	5.30	2.11	--	--
温泉县农村基础设施建设项目	2017-2018	2.52	1.72	20%	已到位
小计		2.52	1.72		
合计	--	44.82	30.24	--	--

资料来源：博州国投（截至 2018 年末）

此外，2018 年博州国资委将博尔塔拉蒙古自治州博运建设工程有限公司（简称“博运建设”）100% 股权无偿划入该公司。博运建设成立于 2016 年 11 月，注册资本 3.00 亿元，原为博尔塔拉蒙古自治州农村公路路政支队下属企业，主要进行公路建设、管理及养护等业务，2018 年末总资产 25.20 亿元，净资产 3.82 亿元，年末资产负债率 75.73%，当年无收入、成本和利润³；博运建设目前主要进行两个 PPP 项目的建设和管理。公司本部作为社会资本方、博运建设作为项目公司，承担项目投融资、建设和运营维护等工作，均采用 BOT 运作模式和可行性缺口补助回报机制。其中博温赛快速通道建设 PPP 项目（东段和西段）已基本完工，计划总投资 5.02 亿元，截至 2018 年末，已完成投资 4.43 亿元，尚未进行竣工财务决算，收费许可证正在办理中。该项目建设内容包括博乐至温泉钱的 10 米宽二级公路，线路全长 38.23 千米（东段）及 44.37 千米（西段），合作期限 16 年（含项目建设期 1 年和运营期 15 年），合作期满全部资产无偿移交给政府方。根据《可行性研究报告》，项目收益率为 10.31%。国道 219 线及博乐机场大道 PPP 项目是博运建设目前主要在建项目，计划总投资 29.64 亿元，截至 2018 年末，已完成投资 5.04 亿元。该项目线路全长 136.40 千米，包括线路一由国道 219 线温泉呼场至 G30 线公路建设项目全长 78.756 千米，线路二由 S205 线 K58 博乐市飞机场至 K78 博乐市新火车站改扩建全长 57.64 千米，项目合作期限 30 年（含项目建设期 2 年和运营期 28 年），合作期

² 后续可能会根据博州市棚改进展，承担的任务量会有所增加。

³ 博运建设 2018 年度施工项目均未进行竣工财务决算，期间费用全部摊销入工程成本。

满全部资产无偿移交给政府方。根据《可行性研究报告》，线路一内部收益率为 11.12%，线路二内部收益率为 9.77%。PPP 模式资金回笼周期长，面临一定资金平衡压力。

（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，阳光城投与博乐市土地局签订了 100 万平方米土地整理协议。2018 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。2018 年，公司完成整理并由土地储备部门出让的土地为 499 亩，其中工业用地 119.8 亩，商住用地 379.2 亩；实现土地出让金 1.47 亿元，其中工业用地 0.07 亿元，商住用地 1.40 亿元；当年公司实现土地整理收入 0.95 亿元，实际收到土地出让金返还 0.95 亿元，近年来公司土地整理业务基本可在当年实现资金回笼。

截至 2018 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，已完成约 95%。

（3） 工程施工

该公司为政府进行项目代建的同时，子公司博乐市晨欣市政工程有限公司⁴利用自身施工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、管网及绿化工程等项目，业务规模不大。2018 年，公司新签约施工合同金额 0.38 亿元，完成工程施工 0.86 亿元，受博乐市整体工程建设规模下降影响，工程施工收入同比下降 62.84% 至 0.46 亿元⁵。截至 2018 年末，公司在手合同金额 0.38 亿元。毛利率根据项目类型不同有所波动，当年工程施工业务毛利率 64.29%，较上年大幅提升，主要系前几年提前摊销了较多成本。

（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、矿产、农产品等贸易，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，2018 年实现商品销售收入 0.97 亿元，毛利率仅 0.44%。2018 年，受农产品贸易下降影响，公司商品销售收入大幅下滑，当年主要供应商为新疆新投石油化工有限公司、新疆天成番茄制品有限公司等，主要下游客户为新疆新投经贸有限公司、新疆广达恒业投资发展有限公司、库车华辰矿产品加工有限公司等，每半年结算一次。

（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较快速增长，2018 年实现服务业务收入 0.91 亿元，主要包括餐饮、供热、公交、市政广告等。2018 年公

⁴具备市政公用工程总承包贰级企业资质、城市园林绿化叁级资质、水利总承包叁级资质、堤防工程专业承包叁级资质、建筑工程施工总承包叁级资质。

⁵ 该公司工程施工部分项目为内部关联方交易，予以抵销。

司其他业务收入 0.33 亿元，较上年下降 0.25 亿元，主要系当年公司下属子公司精河城建在精河县内商品房⁶销售确认收入相对较少。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，2018 年末对外担保余额为 1.68 亿元，当年实现担保业务收入 0.04 亿元，近年未发生过代偿。

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，公司治理、组织架构及重要管理制度等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定。截至 2018 年末，公司注册资本仍为 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。

根据该公司 2018 年 8 月发布的公告，李宏伟先生不再担任公司董事长职务，由王健先生⁷担任公司董事、总经理和法定代表人，为公司董事会临时召集人；此外，根据博州人民政府文件，任命曹春华为公司董事会董事、副总经理，杜峰为公司董事会董事、总经理助理。公司在公司治理、组织架构及重要管理制度等方面未发生其他重大变化。

根据该公司提供的公司本部 2019 年 5 月 7 日的《企业信用报告》，公司本部续存期内关注类贷款 14 笔，余额共计 6.40 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、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）。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2019 年 6 月 17 日信息查询结果，该公司本部及子公司博乐国投、精河城建、温泉城建近三年不存在重大异常情况。

⁶ 精河县康宁小区总投资 1.40 亿元，2013 年 5 月开始建设、2015 年 5 月完工，至 2018 年末完成去化约 60%。

⁷ 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。

财务

跟踪期内，受益于政府注入股权、草场等资产，该公司权益资本有所提升，但随着子公司博运建设并入及项目建设的推进，公司负债规模继续增长，财务杠杆水平相应上升。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，且年末公司货币资金大幅下降，短期刚性债务维持较大规模，即期偿债压力上升。公司主业盈利较弱，期间费用率维持较高水平，利润实现对政府补助较为依赖。

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 2018 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。公司根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对 2018 年财务报表格式进行调整。

截至 2018 年末，该公司纳入合并报表范围的二级子公司共 13 家，较上年末增加 3 家。当年公司新设成立博州国投驾考服务中心有限责任公司，同时博运建设和博州华盛文体运营管理有限公司（简称“华盛文体”）划转并入公司。其中博运建设 2018 年末净资产 6.12 亿元；华盛文体主要经营篮球、羽毛球等场馆业务，年末净资产 3.82 亿元，年收入约 2000 万元。总体来说，股权划转对公司权益规模有一定提升，但博运建设财务杠杆水平较高，且 PPP 业务模式也拉长了资金回收期。

图表 4. 2018 年末公司新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元，%）

公司名称	层级	实收资本	持股比例	年末净资产	本年净利润	备注
博尔塔拉蒙古自治州博运建设工程有限公司	二级	30000.00	100.00	61176.68	--	划转
博州国投驾考服务中心有限责任公司	二级	300.00	100.00	297.72	-2.28	设立
博州华盛文体运营管理有限公司	二级	16000.00	100.00	38230.46	-277.57	划转

资料来源：博州国投

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

受益于政府注资及自身经营积累，2018 年末该公司所有者权益同比增长 9.76% 至 143.73 亿元，其中资本公积 120.86 亿元，同比增长 9.95%⁸，未分配利润 20.80 亿元，同比增长 9.56%。同期末，公司负债总额 165.26 亿元，较上年末增长 21.41%，增量主要来自其他应付款；资产负债率上升 2.51 个百分点至 53.48%。

2018 年末，该公司刚性债务为 97.95 亿元，与上年末基本持平；短期刚性债务 20.29 亿元，占刚性债务的 20.71%。公司刚性债务主要包括银行借款 61.22 亿元（含一年内到

⁸ 该公司资本公积变动原因主要系收到政府注入资本金 0.13 亿元、政府注入博运建设股权 3.76 亿元（剔除了公益性资产）、划入草场 6.98 亿元、注入华盛文体股权-15.65 万元（剔除了公益性资产）。

期的长期借款 2.68 亿元)，银行借款是公司主要的融资渠道之一，以抵质押借款⁹为主，年利率处于 4.145%-7.68% 区间；应付债券 9.92 亿元（含一年内到期的应付债券 3.40 亿元），即 13 博投债和 15 博投债；长期应付款中新疆维吾尔自治区政府债券置换 4.13 亿元¹⁰、国开发展基金借款 2.38 亿元¹¹、农发基金借款 6.73 亿元¹²、新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限公司提供的转贷资金 1.32 亿元¹³；其他应付款中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¹⁴。

除刚性债务外，该公司负债还主要包括应付账款、预收账款、其他应付款和专项应付款，2018 年末余额分别占负债总额的 3.81%、2.52%、36.17% 和 5.08%。其中，应付账款 6.29 亿元，较上年末基本持平，主要系应付施工企业工程款；预收账款 4.16 亿元，同比增长 118.81%，主要系预收温泉县财政局、博乐市职业技术教育培训管理局等单位款项；其他应付款（剔除刚性债务）47.78 亿元，包括博州下属机关企事业单位的暂借款和往来款及押金、保证金，年末大幅增加主要系合并范围增加博运建设及其他往来款增加，年末其他应付款主要包括博乐市财政局 7.61 亿元、温泉县国有资产投资经营有限责任公司 3.43 亿元、博州财政局 2.08 亿元、博乐市通源市政工程有限责任公司 2.09 亿元、温泉县昊洋路桥建设有限公司 1.90 亿元等；专项应付款 8.39 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 2018 年末对外担保余额为 1.68 亿元。除担保机构产生的对外担保外，2018 年末公司对外担保余额 7.82 亿元，担保比率 5.44%。主要系阳光城投对博乐市自来水公司及博乐市清源水处理有限责任公司提供担保 3.85 亿元，公司本部为博尔塔拉蒙古自治州希望教育设施建设有限责任公司担保 3.97 亿元，存在一定的或有损失风险。

(2) 现金流分析

2018 年，因该公司收到的往来款项大幅增加，同时土地整理、基础建设等业务投入有所下降，使得公司经营性现金流量转为净流入状态，为 1.46 亿元。当年因博运建设划入公司增加现金及等价物 15.25 亿元，导致投资性现金净流入 10.52 亿元。2018 年公司新增借款规模同比有所下降，同时偿还债务支出大幅增加，主要通过往来款项弥补偿债资金缺口，使得当年筹资性现金净流出 25.25 亿元。

(3) 资产质量分析

随着在建项目的持续投入，2018 年末该公司资产总额同比增长 15.70% 至 308.99 亿元，增量主要来自预付账款、存货、固定资产和在建工程等。公司资产中流动资产占比 55.10%。

⁹ 抵押物为土地使用权，质押物为项目收益权及应收账款

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 自 2017 年起期限 7 年，6.5%，由该公司作为劣后级出资 2 亿元，计入其他应付款——暂借款。

该公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成。2018 年末，货币资金为 16.49 亿元，同比下降 46.89%，其中受限资金 1.44 亿元，系贷款及担保保证金。预付账款为 38.07 亿元，同比增长 52.59%，主要系合并范围增加博运建设及工程预付款增加，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。其他应收款为 29.18 亿元，同比增长 10.93%，欠款方主要系博州下辖各县市财政局、事业单位及国有企业等，其中应收博乐市国有土地征收和房屋拆迁补偿安置办公室、博乐市自来水公司和阿拉山口市财政局和阿拉山口陆港建设有限责任公司的往来款分别为 11.03 亿元、3.25 亿元、1.60 亿元和 1.57 亿元，回收时间具有不确定性。存货为 83.76 亿元，同比增长 35.11%，主要系基建项目投入增加所致。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2018 年末，可供出售金融资产为 8.58 亿元，同比增长 30.38%，主要原因系公司代政府出资 2.00 亿元设立两个项目公司，分别为博尔塔拉蒙古自治州鑫利建设工程有限公司¹⁵和博尔塔拉蒙古自治州鑫达建设工程有限公司¹⁶。固定资产为 81.12 亿元，同比增长 8.73%，增量系当年政府划拨的 6.98 亿元草场，年末固定资产主要包括政府划拨的农用地、草场 72.64 亿元及房产、机器设备等。在建工程为 10.64 亿元，同比增长 851.92%，主要系增加新并入子公司博运建设负责建设的 PPP 项目。无形资产为 26.98 亿元，较上年末基本持平，主要为政府注入的土地使用权。其他非流动资产为 9.96 亿元，同比增长 7.11%，主要包括阿拉山口棚改支出 2.39 亿元¹⁷和政府注入的非经营性资产 7.49 亿元。

(4) 流动性/短期因素

2018 年末，随着流动负债的大幅增加，该公司流动比率、速动比率和现金比率等流动性指标均呈显著下降趋势。公司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，整体资产质量一般。此外，年末公司货币资金大幅下降，短期刚性债务维持较大规模，短期内面临一定的偿债压力。

图表 5. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	462.71	270.87	215.14
速动比率 (%)	194.76	110.90	61.20
现金比率 (%)	91.54	57.14	20.84

资料来源：博州国投

受限资产方面，2018 年末该公司合并口径内受限资产合计 39.06 亿元，包括货币资金 1.44 亿元作为保证金、固定资产 25.93 亿元和无形资产 11.69 亿元用于借款抵押。

图表 6. 截至 2018 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	1.44	8.73	贷款及担保保证金

¹⁵ 目前未开展实质性业务，准备注销。

¹⁶ 主要进行工程施工和沥青销售业务。

¹⁷ 2015 年 7 月，该公司出资设立阿拉山口市金陆工程项目管理有限责任公司，主要负责阿拉山口棚改项目的投融资，项目已于 2017 年 7 月完工，共投入资金 2.39 亿元。该棚改项目成本和收益回收模式暂未确定。

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
固定资产	25.93	31.97	借款抵押
无形资产	11.69	43.32	借款抵押
合计	39.06	--	--

资料来源：博州国投

3. 公司盈利能力

2018年，该公司营业毛利为1.47亿元，较上年下降20.97%，主要是回购进度放缓，基础建设业务毛利减少所致。同期公司期间费用维持在较大规模，为1.72亿元，占营业收入比重的33.09%，同比上升12.58个百分点；其中管理费用1.23亿元，同比增长35.08%，主要系工资、折旧和中介机构服务费有所增加。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，2018年获得政府补贴2.33亿元；此外，当年公司获得投资收益0.23亿元，主要系可供出售金融资产取得的投资收益。当年实现净利润为1.97亿元，同比增长6.89%。

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础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，目前承接的项目量较多，区域内地位较为重要。跟踪期内，受益于政府注资及自身经营积累，公司资本实力有所增强，2018年末所有者权益为143.73亿元。同年公司获得政府补贴2.33亿元，净利润保持增长。

2. 外部支持因素

作为博州基础设施建设投资及国资运营主体，该公司可在项目、资产划转、资金补贴等方面获得政府的积极支持。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2018年末，公司共获得商业银行授信额度93.01亿元，未使用额度为30.98亿元。

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¹⁸。

¹⁸ 上述土地未以发行时的评估价值入账，仍以初始账面价值入账。

跟踪评级结论

2018年以来，受宏观经济下行及“去杠杆”等政策影响，博州固定资产投资呈大幅下降态势，全州经济增长明显放缓。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。目前公司在建项目规模较大，且大量完工项目未进行结转，资金回笼较为滞后，持续的资本性支出使公司面临较大的筹资压力。跟踪期内，受益于政府注入股权、草场等资产，公司权益资本有所提升，但随着子公司博运建设并入及项目建设的推进，公司负债规模继续增长，财务杠杆水平相应上升。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，且年末公司货币资金大幅下降，短期刚性债务维持较大规模，面临一定的即期偿债压力。公司主业盈利较弱，且期间费用率维持较高水平，利润实现对政府补助较为依赖。

本评级机构仍将持续关注：（1）博州市经济变动情况；（2）基础设施项目投融资压力及回购资金、土地款项拨付的到位情况；（3）PPP项目建设及运营管理情况；（4）该公司债务规模扩张及偿付安排；（5）其他应收款的回收情况；（6）公司债券抵押物市场价值变动情况。

附录一：

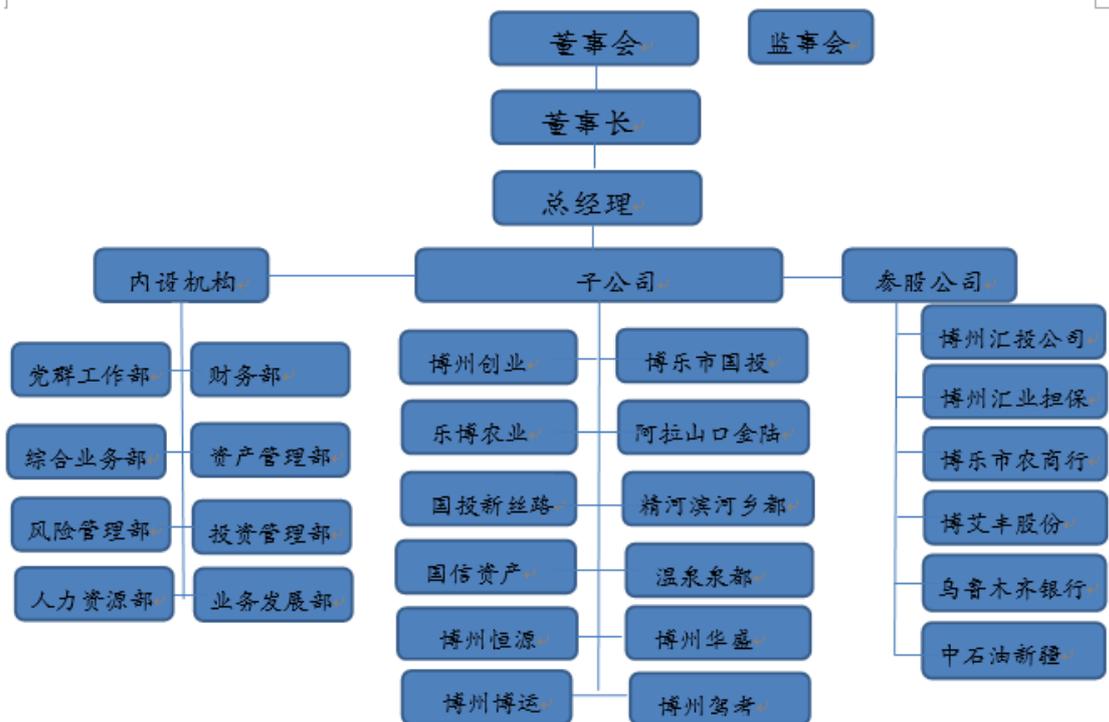
公司与实际控制人关系图



注：根据博州国投提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	213.55	267.07	308.99
货币资金 [亿元]	19.19	31.05	16.49
刚性债务[亿元]	63.24	97.40	97.95
所有者权益 [亿元]	129.84	130.95	143.73
营业收入[亿元]	7.01	7.77	5.20
净利润 [亿元]	2.82	1.85	1.97
EBITDA[亿元]	4.16	3.39	3.75
经营性现金净流入量[亿元]	-6.67	-18.32	1.46
投资性现金净流入量[亿元]	-2.29	-6.24	10.52
资产负债率[%]	39.20	50.97	53.48
长短期债务比[%]	299.33	150.46	108.83
权益资本与刚性债务比率[%]	205.31	139.31	146.75
流动比率[%]	462.71	270.87	215.14
速动比率 [%]	194.76	110.90	61.20
现金比率[%]	91.54	57.14	20.84
利息保障倍数[倍]	1.58	1.21	0.74
有形净值债务率[%]	87.08	131.42	142.25
担保比率[%]	3.61	10.66	5.44
毛利率[%]	28.22	23.99	28.29
营业利润率[%]	5.08	23.70	41.21
总资产报酬率[%]	1.76	1.06	0.93
净资产收益率[%]	2.21	1.42	1.44
净资产收益率*[%]	2.21	1.42	1.44
营业收入现金率[%]	43.55	131.46	132.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-40.01	-48.66	2.19
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.09	-16.67	0.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-53.74	-65.23	17.96
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.55	-22.35	7.95
EBITDA/利息支出[倍]	1.92	1.60	1.03
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.04	0.04

注：表中数据依据博州国投经审计的 2016-2018 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。