

信用等级公告

联合〔2020〕1787号

联合资信评估有限公司通过对乌苏市兴融建设投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持乌苏市兴融建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日



乌苏市兴融建设投资有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次评级	上次评级	评级展望
发行人主体	AA	AA	稳定
担保方	AAA	AAA	稳定
18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01	AAA	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/10/25

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
政府支持			--	

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

乌苏市兴融建设投资有限责任公司(以下简称“公司”)是新疆乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体,主要从事乌苏市的土地开发整理、基础设施建设等业务。跟踪期内,乌苏市经济持续发展,一般公共预算收入有所增加,公司发展的外部环境较好;公司在股权划转、资金资产注入、政府补贴等方面持续获得政府及股东的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性较弱、土地开发业务回款情况差、未来投资规模大、募投项目进展滞后等因素对其发展可能带来不利影响。

“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”设置了本金分期偿还条款,有效降低了集中偿付压力;“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”由重庆三峡融资担保集团股份有限公司(以下简称“三峡担保”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,经联合资信评定,三峡担保主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,其担保显著提升了“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”偿付的安全性。

未来,随着公司工程建设项目的持续推进及其他新增业务的不断发展,公司经营规模有望回升,联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展的外部环境较好。跟踪期内,乌苏市经济持续发展,一般公共预算收入有所增加;2019 年,乌苏市实现地区生产总值 205.12 亿元,完成一般公共预算收入 15.07 亿元,较上年分别增长 5.4% 和 1.3%。
2. 跟踪期内,公司持续获得政府及股东在股权划转、资金资产注入、财政补助等方面的支持。
3. 三峡担保对“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,显著提升“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”到期偿付的安全性。
4. 公司经营活动现金流入量对“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”的保障能力强,经营活动净现金流及 EBITDA 对分

分析师：文中 韩晓昱

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

期偿还本金的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司土地开发业务回款情况差。
2. 公司资产中以土地使用权为主的存货占比较大，资产流动性较弱。
3. 公司未来存在资本支出压力，外部融资压力大。
4. 公司注册资本金仍未全部到位，募投项目进展有所滞后，且截至跟踪评级日仍未收到营运补贴款。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017年	2018年	2019年
现金类资产（亿元）	0.69	0.63	1.75
资产总额（亿元）	109.86	121.54	126.37
所有者权益（亿元）	97.65	100.42	101.77
短期债务（亿元）	1.58	0.72	0.97
长期债务（亿元）	7.44	11.39	14.27
全部债务（亿元）	9.02	12.11	15.24
营业收入（亿元）	6.01	5.40	5.27
利润总额（亿元）	1.28	1.11	0.65
EBITDA（亿元）	1.35	1.35	1.23
经营性净现金流（亿元）	-1.90	1.40	2.42
现金收入比（%）	21.82	39.37	126.85
营业利润率（%）	19.79	21.22	27.23
净资产收益率（%）	1.21	1.00	0.53
资产负债率（%）	11.11	17.38	19.47
全部债务资本化比率（%）	8.45	10.76	13.02
流动比率（%）	2326.16	1233.93	1254.57
速动比率（%）	150.64	128.57	143.08
经营现金流动负债比（%）	-41.92	15.37	27.13
现金短期债务比（倍）	0.44	0.88	1.81
全部债务/EBITDA（倍）	6.69	8.98	12.38
EBITDA 利息倍数（倍）	480.12	13.62	2.90

公司本部

项 目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	97.27	101.12	105.59
所有者权益（亿元）	96.61	97.35	98.50
全部债务（亿元）	0.001	2.82	2.85
营业收入（亿元）	0.98	0.73	1.10
利润总额（亿元）	0.72	0.66	0.45
资产负债率（%）	0.69	3.73	6.71
全部债务资本化比率（%）	0.001	2.81	2.81
流动比率（%）	14301.64	10168.31	2521.98
经营现金流动负债比（%）	15.75	-96.76	52.21

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01	AAA	AA	稳定	2019/06/ 20	文 中 韩晓罡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01	AAA	AA	稳定	2018/07/ 17	杨明奇 李 衡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由乌苏市兴融建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性和完整性的要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

乌苏市兴融建设投资有限公司2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于乌苏市兴融建设投资有限公司（以下简称“公司”）及“18乌苏兴融债01/18乌兴01”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人均未发生变化，仍为乌苏市国有资产投资中心（以下简称“国投中心”）。截至2019年底，公司注册资本1.00亿元，实收资本0.50亿元。

跟踪期内，公司经营范围变更为国有资产的产权经营、国有资本运营、收取国有资产收益、国有资产经营管理、国有资产处置和不良资产盘活（金融资产除外）、建设项目的投资管理、从事土地开发整理、基础设施投资、建设、开发、经营和管理、保障性住房工程、棚户区改造、城中村改造、房地产开发经营、物业管理、建筑材料（除木材）、钢材、水泥批发兼零售、企业管理咨询服务、仓储物流（危险品除外）、房屋租赁、殡葬服务、棺木制作与销售。

截至2019年底，公司本部内设综合部、财务核算中心、金融融资部、工程管理部共4个部门；拥有纳入合并范围一级子公司11家。

截至2019年底，公司资产总额126.37亿元，所有者权益101.77亿元（其中少数股东权益0.13亿元）；2019年，公司实现营业收入5.27亿元，利润总额0.65亿元。

公司注册地址：新疆塔城地区乌苏市新区兴财公司综合楼；法定代表人变更为：王学军。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“18乌苏兴融债01/18乌兴01”，债券余额3.00亿元；存续债券设置了本金分期偿还条款，在存续期的第3—7年每年偿还20.00%。跟踪期内，公司已按时足额支付存续债券当期利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
18乌苏兴融债01/18乌兴01	3.00	2018/10/25	7	7.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“18乌苏兴融债01/18乌兴01”募集资金3.00亿元，其中1.00亿元用于乌苏市2017年基础设施建设项目，2.00亿元用于补充流动资金；截至2019年底，募集资金已按计划使用完毕，募投项目已完工。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016 - 2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅

下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落

3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改

革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再

贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实

施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央 国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源:联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内,乌苏市经济保持增长,产业结构不断优化,但固定资产投资(不含农户)增速低,基础设施投资降幅明显;2019年乌苏市一般公共预算收入略有增长,但财政自给率低。

公司所有业务均集中在乌苏市,公司发展直接受乌苏市经济增长水平、财政收支状况和城市建设进程影响,并与该地区规划密切相关。

根据《2019年乌苏市国民经济和社会发展统计公报》,2019年乌苏市实现地区生产总值(GDP)205.12亿元,比上年增长5.4%;分产业看,第一产业增加值77.51亿元,增长4.5%;第二产业增加值54.89亿元,增长1.5%;第三产业增加值72.72亿元,增长10.8%。三次产业占比由上年的31:39:30调整为37.8:26.7:35.5。2019年,乌苏市固定资产投资(不含农户)比上年增长1.2%,其中第一产业投资下降90.9%,第二产业投资增长43.8%,第三产业投资下降29.7%;基础设施投资比上年下降38%。

根据《关于乌苏市2019年财政预算执行情况情况和2020年财政预算(草案)的报告》,2019年乌苏市一般公共预算收入15.07亿元,比上年增长1.3%,完成预算的90.4%;其中,税收收入5.92亿元(占39.28%),同比下降28.5%;同期一般公共预算支出32.01亿元,比上年下降2.40%;财政自给率为47.08%。2019年乌苏市政府性基金收入1.98亿元,上级补助收入16.33亿元,乌苏市政府可控财力40.81亿元。

根据《乌苏市2019年举借债务情况说明》,2019年底,乌苏市政府债务限额33.88亿元,隐性债务余额24.34亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续获得政府及股东在股权划转、资金资产注入、政府补助等方面的支持。

公司是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，下辖全资子公司乌苏市兴民物流园区投资有限责任公司（以下简称“兴民投资”）和乌苏市兴隆城市投资有限责任公司（以下简称“兴隆城投”）及控股子公司乌苏市兴丝路建设投资有限责任公司（以下简称“兴丝路建设”）主营业务均为工程建设业务。

2019年，国投中心对公司追加投资1.05亿元，并对公司子公司注入固定资产合计0.44亿元；均计入“资本公积”。乌苏市财政局给予公司财政补贴0.21亿元，其中0.18亿元计入“其他收益”，0.03亿元计入“营业外收入”。

根据公司提供的截至2020年5月14日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G10654202000338703），跟踪期内，公司本部未开展银行信贷业务。

根据兴隆城投提供的截至2020年1月7日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200050640V），跟踪期内，兴隆城投本部无未结清和已结清的信贷记录。

根据兴民投资提供的截至2020年1月7日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200050630Z），跟踪期内，兴民投资本部无未结清和已结清的信贷记录。

根据兴丝路建设提供的截至2020年1月7日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200055380T），跟踪期内，兴丝路建设本部无未结清信贷记录，存在一笔已于2017年10月25日还清的欠息记录。

七、管理分析

跟踪期内，根据乌苏市国有资产监督管理委员会《关于对乌苏市兴融建设投资有限责任

公司人员任免的通知》，公司对董事长和总经理进行了调整，上述变动对公司日常经营等无不利影响。

王学军先生，1982年生，本科学历；历任乌苏市财政局、乌苏市市委办公室工作人员，乌苏市头台乡党委委员、宣传干事，乌苏市四棵树乡镇党委委员、纪委书记、监察办公室主任；2019年8月起任公司董事长、法定代表人。

王永强先生，1977年生，研究生学历；曾就职于克拉玛依市泰克商贸有限公司，克拉玛依市国税局培训中心，道拓能源技术（北京）有限公司，深圳宝能投资集团；2019年8月起任公司董事、总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入规模略有下降，构成仍以工程建设和土地开发整理为主，但水费和公共服务业务收入增速较快；毛利率有所上升。

2019年，公司实现营业收入5.27亿元，同比下降2.39%，主要系工程建设收入下降所致。2019年公司工程建设收入2.35亿元，同比下降40.05%，主要系项目进展放缓所致。同期土地开发整理和公共服务收入均较上年有所增长，分别实现收入1.07亿元和0.56亿元；水费受业务快速发展影响，当期实现收入0.73亿元；其他业务收入0.56亿元，包括劳务派遣、农业等，占比不大。

表4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	3.92	73.14	11.33	2.35	44.59	13.35
土地开发整理	0.73	13.61	72.02	1.07	20.30	75.33
水费	0.08	1.51	-19.72	0.73	13.85	52.43
公共服务	0.30	5.65	1.59	0.56	10.63	-0.41

其他	0.37	6.09	25.39	0.56	10.63	28.61
合计	5.40	100.00	21.45	5.27	100.00	28.07

资料来源：公司提供

毛利率方面，随着收入占比较大的工程建设和土地开发业务毛利率的上升，以及水费业务毛利率由负转正影响，2019年公司综合毛利率为28.07%，较上年上升6.62个百分点。

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地开发整理业务发展较快，土地开发面积和收入均有所增长；部分工程代建项目仍未签订专项协议且未确认收入，未来存在资本支出压力；同期水费和公共服务收入快速增长，土地承租业务未来无可持续性。

工程建设

公司基础设施建设业务主要由公司本部及

子公司兴隆城投、兴民投资及兴丝路建设负责。根据乌政函〔2013〕169号，乌苏市人民政府赋予公司及下属子公司乌苏市城市基础设施建设职能。根据公司与乌苏市人民政府签订的基础设施建设工程委托代建协议，公司自筹工程建设资金，在项目建设中形成的各类成本计入“存货—代建工程成本”，待工程建设项目竣工移交政府后，公司根据乌苏市政府的工程代建项目确认函进行收入确认，并同时结转成本。根据委托代建协议，乌苏市政府一般按照工程项目投资成本加成16%~20%对公司确认工程建设收入。

2019年，公司实现工程建设收入2.35亿元；2019年底，公司累计确认工程建设收入16.15亿元，累计收到回款5.80亿元，回款质量较差。

表5 截至2019年底公司主要工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	拟投资
老城区新建道路工程	2.67	0.77	1.90
乌苏市2017年卫生局、公安局、组织部、文广局、商务局基础设施建设项目	5.30	0.50	4.80
乌苏市2017年棚户区改造一期项目	0.90	0.89	0.01
乌苏市2017年棚户区改造二期项目	5.38	0.97	4.41
乌苏市2016年市政道路及配套设施（南宁路）	0.60	0.44	0.16
乌苏市黄河路-文明路片区绿化工程	0.34	0.05	0.29
乌苏市2018年棚户区改造项目	10.30	6.30	4.00
乌苏市2018年农业水价综合改革项目	0.50	0.25	0.25
合计	25.99	10.17	15.82

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建工程建设项目包括乌苏市2017年卫生局、公安局、组织部、文广局、商务局基础设施建设项目、乌苏市2018年棚户区改造项目等项目，合计总投资25.99亿元，已投资10.17亿元，尚需投资15.28亿元；公司未来存在资本支出压力。

土地开发整理

公司土地开发整理业务主要由公司本部负责。根据乌政函〔2013〕169号，乌苏市人民政府赋予公司土地开发权；根据公司与乌苏市人民政府签订的《土地一级开发委托框架协议》，乌苏市人民政府授权公司负责乌苏市城

乡规划范围内土地的开发及整理工作。

公司根据政府每年的土地开发计划，对计划内的土地进行开发整理。土地整理项目完工并通过验收后，乌苏市政府根据公司开发地块的土地用途向公司拨付每亩3万元至8万元的土地开发整理收入（其中工业用地3万元/亩、住宅用地5万元/亩、商业用地8万元/亩）。2019年，公司完成土地整理面积2363.65亩，确认收入1.07亿元；当期未收到回款，回款质量差。

其他业务

公司水费业务由子公司乌苏市兴源水务有限公司负责，2019年实现水费收入0.73亿元，

较上年大幅增长系当期业务发展较快所致；受公司提高管理能力影响，当期毛利率大幅增长至52.43%。公司公共服务业务主要是保洁服务，2019年实现业务收入0.56亿元；但受人工成本增加影响，当期业务毛利率有所下降。2019年公司土地承租收入0.12亿元，系公司出租土地产生的收入。公司其他业务包括农业、劳务派遣等业务收入，当期实现收入合计0.52亿元。

3. 未来发展

公司未来将继续加大对城市建设投入力度，强化对项目的投资管理，确保项目的投资回报。积极探索转变城市基础设施项目投融资模式，拓宽融资渠道，充分发挥国有资本的带动力，尝试与社会资金合作投资基础设施项目，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。以参股、控股方式，积极投入金融、旅游等业务领域，拓展公司业务范围。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司11家（见附件1-2）；2019年，公司合并范围新增一级子公司2家，不再纳入合并范围一级子公司1家；上述3家公司的资产及收入规模均较小，对财务数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额126.37亿元，所有者权益101.77亿元（其中少数股东权益0.13亿元）；2019年，公司实现营业收入5.27亿元，利润总额0.65亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，其中以土地开发成本为主的存货占比很高；应收款项欠款方主要是乌苏市财政

局，风险小但形成资金占用。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019年底，公司资产总额126.37亿元，较上年底增长3.97%，主要系固定资产和在建工程增长所致；构成仍以流动资产为主（占88.72%），但流动资产占比较上年底略有下降。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
应收账款	7.13	5.87	6.79	5.37
其他应收款	3.54	2.91	4.08	3.23
存货	100.68	82.84	99.33	78.60
流动资产	112.39	92.47	112.12	88.72
固定资产	3.52	2.90	6.85	5.42
在建工程	3.93	3.23	5.06	4.00
非流动资产	9.15	7.53	14.25	11.28
资产总额	121.54	100.00	126.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年底，公司流动资产112.12亿元，较上年底变化很小；主要由存货、应收账款、其他应收款构成。2019年底，公司货币资金1.75亿元，较上年底大幅增长176.97%，主要是银行存款（占99.99%），无使用受限货币资金。公司无应收票据，应收账款6.79亿元，较上年底下降4.67%；其中应收乌苏市财政局款项（占98.52%）占比很高，回款风险小，但形成资金占用。其他应收款4.08亿元，较上年底增长15.30%，主要是与乌苏市财政局及其他国企的往来款；从集中度看，前五名欠款单位占比91.34%，集中度很高；从账龄看，2年以内的占64.90%，账龄尚可。公司存货99.33亿元，较上年底变化很小，仍主要由代建工程成本（占6.16%）和土地开发成本（占93.78%）构成；土地开发成本为公司87块土地使用权，账面价值92.49亿元，面积合计4194.04万平方米，全部为出让用地；其中79块土地为乌苏市政府注入土地，8宗土地为乌苏市政府按评估价值清偿的应收账款。2019年底，公司存货中土地不存在抵押情况。无受限资产，暂未计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 14.25 亿元，较上年底大幅增长 55.71%，主要系固定资产和在建工程增长。公司固定资产 6.85 亿元，较 2018 年底大幅增长 94.80%，主要系转固房屋建筑物；构成以房屋及建筑物（占 88.02%）和机器设备（10.82%）为主；在建工程 5.06 亿元，较上年底增长 28.61%，主要系项目持续投入所致。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，负债及债务规模均有所增长，整体债务负担较轻。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 101.77 亿元，较 2018 年底增长 1.34%，系资本公积及未分配利润增长所致；构成仍以股本（占 4.91%）、资本公积（占 92.75%）、未分配利润（占 6.15%）为主。2019 年底，公司资本公积 94.38 亿元，较上年底增长 0.81%，主要系国投中心资金、资产划入所致；构成主要是土地资产及划入股权。

负债

2019 年底，公司负债总额 24.60 亿元，较上年底增长 16.50%，主要系预收款项和长期借款增长所致；构成仍以非流动负债为主（占 63.70%）。

2019 年底，公司流动负债 8.94 亿元，较上年底下降 1.88%，主要系其他应付款大幅下降所致。公司预收款项 2.70 亿元，较上年底大幅增加 2.50 亿元，主要系预收购房款。公司其他应付款（剔除应付利息）3.50 亿元，较 2018 年底大幅下降 47.13%，系资金往来款项大幅减少所致；构成仍以无息资金往来款为主。

2019 年底，公司非流动负债 15.67 亿元，较 2018 年底增长 30.44%，主要系长期借款增长。公司长期借款 11.42 亿元，较上年底增长 33.26%，系新增保证借款所致；主要由保证借款（占 30.74%）、保证并质押借款（占 42.12%）

构成；应付债券 2.85 亿元，即“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”。

表 7 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	0.72	0.97
长期债务	11.39	14.27
全部债务	12.11	15.24
长期债务资本化比率	10.19	12.30
全部债务资本化比率	10.76	13.02
资产负债率	17.38	19.47

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 15.24 亿元，较上年底增长 25.85%，主要系新增银行借款所致；构成仍以长期债务为主（占 93.64%）。受此影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均较上年有所增长，2019 年底分别为 19.47%、13.02% 和 12.30%。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入有所下降，整体盈利能力较弱。

2019 年，公司实现营业收入 5.27 亿元，较上年下降 2.39%；同期，公司营业成本 3.79 亿元，同比下降 10.38%；受此影响，公司营业利润率较上年增长 6.01 个百分点至 27.23%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年期间费用合计 0.97 亿元，占营业收入比重为 18.41%，较上年大幅增长主要系管理费用快速增长所致，公司期间费用控制能力有待增强；当期公司收到政府补助 0.18 亿元，计入“其他收益”；实现利润总额 0.65 亿元。

表 8 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	5.40	5.27
其他收益	0.32	0.18
营业利润	1.09	0.57
利润总额	1.11	0.65
营业利润率	21.22	27.23
总资本收益率	0.98	0.71

净资产收益率	1.00	0.53
--------	------	------

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.71%和0.53%，同比分别下降0.27个和0.47个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营净现金流增幅较大，收现质量大幅提高；投资活动持续净流出；公司存在较大外部筹资压力。

从经营活动看，2019年经营活动现金流入6.90亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金6.68亿元；经营活动现金流出4.47亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金3.36亿元，支付其他与经营有关的现金0.98亿元，主要为往来款。2019年，公司经营净现金流2.42亿元，现金收入比大幅增长至126.85%。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入	4.95	6.90
经营活动现金流出	3.55	4.47
经营活动净现金流	1.40	2.42
投资活动净现金流	-4.23	-6.56
筹资活动净现金流	2.77	5.01
现金收入比	39.37	126.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2019年，公司投资活动现金流入0.21亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金0.21亿元；同期投资活动现金流出6.77亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金5.99亿元和支付其他与投资活动有关的现金0.47亿元；2019年，公司投资活动净现金流为-6.56亿元。

从筹资活动看，2019年公司筹资活动现金流入6.21亿元，主要为取得借款收到的现金5.05亿元和吸收投资收到的现金1.05亿元；同期筹资活动现金流出1.20亿元，主要为偿还债务支付的现金0.80亿元。2019年，公司筹资活动净现金流为5.01亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力指标较弱，考虑公司地位且持续获得政府较大力度支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底公司流动比率和速动比率分别为1254.57%和143.08%，较上年底均有所增长并持续维持在较好水平；同期经营现金流动负债比大幅增长至27.13%，现金短期债务比为1.81倍；公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为1.23亿元，EBITDA利息倍数大幅下降至2.90倍，全部债务/EBITDA增长至12.38倍；公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年底，公司无对外担保。

截至2019年底，公司获得银行授信总额度21.94亿元，已使用12.38亿元，尚未使用9.56亿元，公司间接融资渠道尚可。

7. 母公司财务分析

公司资产主要集中在母公司，母公司债务负担占合并口径比例小，收入主要来源于子公司，但母公司对净利润的贡献很大。

2019年底，母公司资产总额为105.59亿元，较2018年底增长4.42%，主要系其他应收款和长期股权投资增长；构成仍以存货（占88.29%）为主。

2019年底，母公司所有者权益为98.50亿元，较2018年底增长1.18%，系资本公积增长所致；构成仍以资本公积为主，占比94.20%。

2019年底，母公司负债合计7.09亿元，较上年底大幅增长88.10%，系新增预收款项2.48亿元所致；受此影响，流动负债占比大幅增长（占56.27%）。负债构成主要是预收款项（占34.98%）和应付债券（占40.20%）。母公司2019年资产负债率增至6.71%，但债务负担仍很轻。

2019年，母公司营业收入1.10亿元，营业成本0.27亿元，实现净利润0.45亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“18乌苏兴融债01/18乌兴01”，债券余额3.00亿元；本期债券设置分期偿还条款，在债权存续期的第3—7年每年偿还本金0.60亿元；2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为1.23亿元、6.90亿元及2.42亿元，分别是债券余额的0.41倍、2.30倍及0.81倍，是分期偿还本金的2.05倍、11.50倍和4.03倍；公司经营活动现金流入量对债券的保障能力强，经营活动净现金流及EBITDA对分期偿还本金的保障能力强。

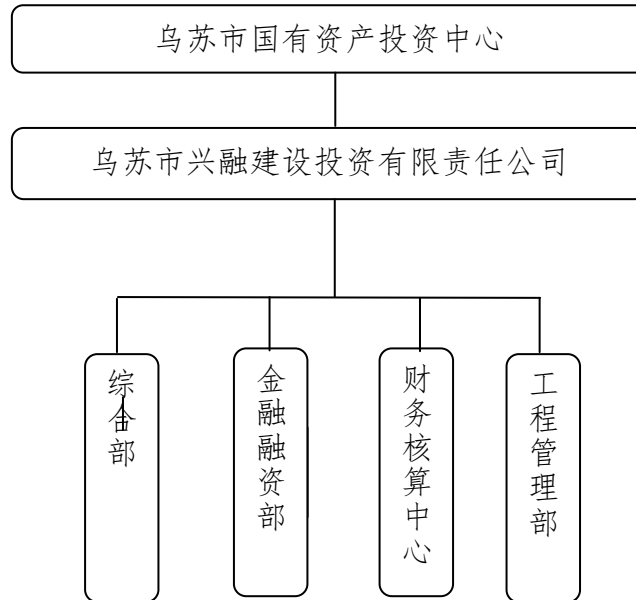
“18乌苏兴融债01/18乌兴01”以募投项目营运收入作为还款来源，募投项目进展有所滞后。根据乌苏市财政局关于“18乌苏兴融债01/18乌兴01”募投项目的补贴协议，乌苏市财政局连续三年（2019—2021年）向公司支付项目营运补贴0.90亿元；截至跟踪评级日，公司暂未收到上述营运补贴款，联合资信将持续关注其后续进展情况。

“18乌苏兴融债01/18乌兴01”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任担保，联合资信评定三峡担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，三峡担保对本期债券本息偿付的保障能力极强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18乌苏兴融债01/18乌兴01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
乌苏市兴隆城市投资有限责任公司	项目建设	10000.00	100.00
乌苏市兴鸿城市运营投资有限公司	资产投融资、管理及运营	10000.00	100.00
乌苏市兴源水务有限公司	供排水、污水处理	12230.30	100.00
乌苏市兴民物流园区投资有限责任公司	项目建设	1000.00	100.00
乌苏市兴丝路建设投资有限责任公司	项目建设	10000.00	99.00
乌苏市兴农农业发展有限公司	农业服务	10000.00	100.00
新疆融兴盛景城市服务有限公司	城市服务	5000.00	100.00
乌苏市兴杰劳务派遣服务有限责任公司	劳务派遣	200.00	100.00
乌苏市诚协财务代理有限公司	代理记账	6.00	100.00
乌苏市保障性住房投资建设管理有限公司	保障性住房	1400.00	100.00
乌苏市政信融资担保有限责任公司	担保	2000.00	100.00

注：乌苏市兴鸿城市运营投资有限公司公司名称于 2019 年 9 月 17 日变更为乌苏兴鸿能源投资开发建设有限责任公司；乌苏市甘家湖牧场股权尚未完成工商变更

资料来源：公司审计报告&公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.69	0.63	1.75
资产总额（亿元）	109.86	121.54	126.37
所有者权益（亿元）	97.65	100.42	101.77
短期债务（亿元）	1.58	0.72	0.97
长期债务（亿元）	7.44	11.39	14.27
全部债务（亿元）	9.02	12.11	15.24
营业收入（亿元）	6.01	5.40	5.27
利润总额（亿元）	1.28	1.11	0.65
EBITDA（亿元）	1.35	1.35	1.23
经营性净现金流（亿元）	-1.90	1.40	2.42
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.26	1.01	0.76
存货周转次数（次）	0.05	0.04	0.04
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.04
现金收入比（%）	21.82	39.37	126.85
营业利润率（%）	19.79	21.22	27.23
总资本收益率（%）	1.11	0.98	0.71
净资产收益率（%）	1.21	1.00	0.53
长期债务资本化比率（%）	7.08	10.19	12.30
全部债务资本化比率（%）	8.45	10.76	13.02
资产负债率（%）	11.11	17.38	19.47
流动比率（%）	2326.16	1233.93	1254.57
速动比率（%）	150.64	128.57	143.08
经营现金流动负债比（%）	-41.92	15.37	27.13
现金短期债务比（倍）	0.44	0.88	1.81
全部债务/EBITDA（倍）	6.69	8.98	12.38
EBITDA 利息倍数（倍）	480.12	13.62	2.90

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.001	0.16	0.83
资产总额（亿元）	97.27	101.12	105.59
所有者权益（亿元）	96.61	97.35	98.50
短期债务（亿元）	0.001	0.001	0.001
长期债务（亿元）	0.00	2.82	2.85
全部债务（亿元）	0.001	2.82	2.85
营业收入（亿元）	0.98	0.73	1.10
利润总额（亿元）	0.72	0.66	0.45
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.10	-0.92	2.08
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.003	0.002	0.003
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01
现金收入比（%）	74.98	27.98	263.65
营业利润率（%）	68.63	71.92	73.93
总资本收益率（%）	0.75	0.70	0.62
净资产收益率（%）	0.75	0.68	0.45
长期债务资本化比率（%）	0.00	2.81	2.81
全部债务资本化比率（%）	0.001	2.81	2.81
资产负债率（%）	0.69	3.73	6.71
流动比率（%）	14301.64	10168.31	2521.98
速动比率（%）	381.56	438.66	186.15
经营现金流动负债比（%）	15.75	-96.76	52.21
现金短期债务比（倍）	1.24	162.25	832.27
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--

注：公司未提供本部利息支出相关数据，部分指标无法计算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变