

2016 年阿克苏地区绿色实业开发有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【670】号 01

债券简称：16 阿克苏债
/PR 阿克苏债

债券剩余规模：8.80 亿
元

债券到期日期：2023 年
03 月 11 日

债券偿还方式：采用固
定利率形式，单利按年
计息，逾期不另计利息。
本期债券附设提前还本
条款，即在债券存续期
的第 3-7 年末分别按照
债券发行总额的 20%偿
还债券本金

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

2016 年阿克苏地区绿色实业开发有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对阿克苏地区绿色实业开发有限公司（以下简称“阿克苏实业”或“公司”）及其 2016 年 3 月 11 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司农田灌溉及代建代管业务持续性仍较好，继续得到了较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年阿克苏地区完成地区生产总值（含一师）1,027.4 亿元，同比增长 6.6%，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司农田灌溉业务具有区域专营优势，2018 年收入有所增长，未来收入来源较有保障。公司农田灌溉业务在阿克苏地区具有区域专营优势，未来该业务收入来源较有保障，2018 年公司实现水费收入 39,228.55 万元，同比增长 7.70%；由于部分县域单价有所提升，毛利率同比增长 3.56 个百分点至 73.52%。
- 公司代建代管业务收入稳定增长，盈利能力较强，未来持续性较好。2018 年公司实现代建代管收入 22,247.93 万元，有所增长，该业务毛利率为 88.36%，盈利能力较强，2018 年末公司代管资产总额 27.12 亿元，主要在建项目中采用代建方式建

设的项目总投资 25.98 亿元，未来代建代管业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2018 年，当地政府向公司注入货币资金、固定资产和股权，合计增加资本公积 332,222.18 万元，提升了公司资本实力；同时给予公司财政补助 592.14 万元，一定程度提升了公司利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以存货、在建工程和固定资产为主，短期变现能力偏弱，且应收款项对资金形成一定占用，且 2018 年末合计账面价值 831,769.95 万元的资产使用受限，占资产总额的比重为 31.08%，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**公司经营活动现金流表现欠佳，且 2018 年末主要代建及自建项目尚需投入资金 27.69 亿元，项目建设尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 67.51 亿元，占负债总额的 62.45%，2018 年公司有息债务余额为 EBITDA 的 10.01 倍，仍面临较大的债务偿还压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**2018 年末公司对外担保金额合计 29,958.33 万元，占 2018 年末净资产的比重为 1.88%，部分被担保对象为民营企业或个人，涉及金额 9,602.33 万元，存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,676,476.95	2,178,238.27	1,716,069.15
所有者权益	1,595,430.43	1,219,191.30	1,096,710.26
有息债务	675,101.22	633,013.31	345,977.76
资产负债率	40.39%	44.03%	36.09%
流动比率	5.87	5.55	5.20
营业收入	99,597.77	69,851.12	82,313.05
营业外收入	729.98	1,362.23	325.49
利润总额	41,332.97	26,032.95	30,385.87
综合毛利率	59.12%	69.70%	65.69%
EBITDA	67,422.60	59,047.04	63,219.33

EBITDA 利息保障倍数	4.71	2.79	3.56
经营活动现金流净额	-581.58	-94,678.18	14,698.54

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年3月11日公开发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划用于保障性住房建设项目、河道综合整治及配套设施工程以及补充营运资金。截至2018年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本及实收资本、控股股东及实际控制人、主营业务均未发生变更，注册资本及实收资本仍为1.00亿元，控股股东及实际控制人仍为阿克苏地区国有资产监督管理委员会

2018年公司合并范围内新增二级子公司1家，为阿克苏纺城供排水有限公司，主要业务为城市供水。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的二级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
阿克苏纺城供排水有限公司	98.48%	315,300.00	城市供水	无偿划转

资料来源：公司 2018 年审计报告及公开资料

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险

挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，

明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《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）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

阿克苏地区经济保持增长，经济实力进一步增强

2018年阿克苏地区实现地区生产总值（含一师）1,027.4亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%。其中第一产业、第二产业、第三产业分别实现增加值259.4亿元、388.2亿元和379.9亿元，增速分别为6.7%、5.0%和7.9%。三次产业结构由2017年的26.51:36.37:37.12调整为2018年的25.2:37.8:37.0，第二产业占比有所提升。2018年阿克苏地区人均生产总值40,106元，为全国人均生产总值的62.16%。

2018年阿克苏完成规模以上工业完成增加值211.7亿元，同比增长9.2%，其中纺织业、石油和天然气开采业、化学原料和化学产品制造业、煤炭开采和洗选业增加值分别同比增长54.5%、34%、23.6%和17.4%；全年规模以上工业企业实现利润35.25亿元，比去年同期增长15.2%。

从拉动经济的三大要素来看，2018年阿克苏地区实现固定资产投资464.84亿元，同比下降9.24%，其中第一、二、三产业投资分别下降1.4%、3.46%和16.09%。2018年阿克苏房地产开发投资48.28亿元，同比增长1.2%；商品房销售面积48.25万平方米，同比增长2.45%。2018年实现社会消费品零售总额159.26亿元，比上年增长8.14%；全年货物进出口总额2.87亿美元，比上年下降7.1%，其中出口2.86亿美元，下降4.8%，进口0.1亿美元，下降83.6%。

整体来看，阿克苏地区经济持续增长，经济实力进一步增强。

表 3 阿克苏地区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,027.4	6.6%	921.11	8.6%
第一产业增加值	259.4	6.7%	244.14	7.0%
第二产业增加值	388.2	5.0%	335.05	10.1%
第三产业增加值	379.9	7.9%	341.92	8.3%

规模以上工业增加值	211.7	9.2%	164.73	10.0%
固定资产投资	464.84	-9.24%	813.28	23.97%
社会消费品零售总额	159.26	8.14%	147.28	12.81%
进出口总额（亿美元）	2.87	108.2%	3.1	102%
存款余额	1,542.1	10.4%	1,397.13	15.83%
贷款余额	1,044.4	12.4%	929.5	31.40%
人均 GDP（元）		40,106		36,178
人均 GDP/全国人均 GDP		62.16%		60.64%

注：人均 GDP 按地区生产总值与统计公报中公告的地方总人口数的比值计算

资料来源：阿克苏地区 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年阿克苏地区实现一般公共预算收入108.88亿元，同比增长15.9%，其中税收收入90.39亿元，占公共财政收入比重为83.02%；实现政府性基金收入13.86亿元，同比增长57.9%；同期阿克苏地区一般公共预算支出为409.06亿元，同比增长15.4%，财政自给率为26.62%。

四、经营与竞争

公司作为阿克苏地区重要的国有资产经营管理主体，营业收入仍主要来源于农田灌溉（水费）业务和代管代建等业务。2018年公司农田灌溉、代管代建、商铺销售等业务规模有所增长，同时子公司的工程收入大幅增长，推动其他收入增长，受以上因素推动，2018年公司实现营业收入99,597.77万元，同比增长42.59%。公司主要业务仍维持了较高的盈利能力，但由于盈利较弱的其他收入占比提升，导致2018年公司综合毛利率为59.12%，同比下降10.58个百分点。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务小计	98,372.26	58.95%	69,403.94	69.69%
水费收入	39,228.55	73.52%	36,424.54	69.96%
代管代建收入	22,247.93	88.36%	21,977.03	87.08%
商铺销售收入	3,983.84	57.13%	626.59	68.53%
保安服务费	1,918.36	30.43%	2,260.82	100.00%
租赁业	1,745.12	-23.55%	2,614.45	-13.04%
房屋销售收入	1,566.30	-26.62%	2,030.49	3.28%
液化气收入	457.63	40.45%	443.19	43.54%
物业服务费	205.14	64.44%	334.52	73.28%

广告制作费	163.00	52.96%	237.10	31.71%
其他收入	26,856.39	26.26%	2,455.22	33.39%
其他业务小计	1,225.51	73.34%	447.18	71.18%
合计	99,597.77	59.12%	69,851.12	69.70%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司农田灌溉业务具有区域专营优势，未来该业务收入来源较有保障，2018年公司水费收入有所增长，同期毛利率水平有所提升

阿克苏地区国资委将阿瓦提县、新和县和温宿县水利局的资产无偿划拨给阿克苏实业下属的子公司，公司各子公司作为水利资产的所有权人，享受水费收益权，由各子公司承担阿克苏地区新和县、拜城县、阿瓦提县、温宿县及沙雅县等县的灌溉业务，在各县均具有区域专营优势，未来该业务收入来源较有保障。各子公司根据其所属地政府每年公布的水费征收标准，按照每年的供水量向农户收取水费，计入公司收入；同时水资源费、维护费用及人工工资等成本由公司支付。2018年公司实现水费收入39,228.55万元，同比增长7.70%；由于部分县域单价有所提升，毛利率同比增长3.56个百分点至73.52%。

表 5 公司农田灌溉业务运营情况（单位：亿立方米、亿元、元/立方米）

县城	2018 年			2017 年		
	用水量	单价	灌溉收入	用水量	单价	灌溉收入
阿瓦提县	2.66	0.12	0.33	4.62	0.12	0.58
温宿县	9.95	0.10	1.01	11.25	0.09	0.97
拜城县	10.55	0.08	0.89	8.32	0.08	0.68
新和县	8.83	0.12	1.10	8.74	0.11	0.94
乌什县	8.90	0.06	0.54	7.16	0.06	0.44
柯坪县	0.81	0.06	0.05	0.59	0.06	0.04
合计	41.70	-	3.92	40.68	-	3.64

注：灌溉收入与售水量、单价之间存在差异系确认收入时条件差异所致

资料来源：公司提供

公司作为阿克苏地区市政工程代建、国有资产代管的运营主体，2018年代管代建业务收入有所增长，盈利能力较强，未来持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，项目建设面临较大资金压力

公司是阿克苏地区市政工程的投融资、建设及管理主体，其实际业务的开展由公司下属的各县子公司负责。根据下属各子公司所在地的县政府与各子公司所签订的资产代管、代建协议，温宿县、拜城县、沙雅县、新和县、乌什县、柯坪县、阿瓦提县各地方政府分别授予各个子公司投资项目代建、代管职能。

项目代建方面，下属各子公司就单项道路、供水管道、水厂、广场、安居房等项目分

别与各县财政局签订《工程项目投资建设委托代建合同》，承担市政工程代建职能，每年按照项目总投资额的3%或5%收取代建服务费。资产代管方面，下属各子公司与各县国有资产管理办公室签订了《委托代管合同》，合同约定由各子公司承担各县公用城区管网、水利设施、公共城区绿化及道路等公用资产的管理职能，每年获得代管资产总额的3%或5%作为代管服务费，各子公司收入确认情况具体如下表所示：

表 6 各子公司代建代管收入确认标准

子公司	依据文件	代建收入确认标准	代管收入确认标准
温宿县国有资产经营投资有限责任公司	温政发[2009]46号	每年根据项目累计投资额 3% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 3% 收取代管服务费
拜城县城乡建设投资建设(集团)有限公司	拜政字[2011]27号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
沙雅县财健保障性住房投资有限公司	沙政发[2012]136号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
新和县国有资产经营管理有限公司	新和政字[2009]46号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
乌什县燕山资产经营有限责任公司	乌政发[2017]101号	每年根据项目累计投资额 3% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 3% 收取代管服务费
柯坪县国有资产投资经营有限公司	柯政发[2008]26号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	瓦政发[2002]93号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费

资料来源：公司提供

公司根据当年实际建设项目的累计投资金额的3%或5%，确认代建业务收入，2018年实现代建业务收入合计1.13亿元，收入规模有所增长，该业务成本主要为人员薪酬等，因此近年维持较高毛利率。截至2018年末公司代建业务计划总投资25.89亿元，尚需投资7.35亿元，预计未来代建业务持续性较好。此外公司自建项目包括廉租房、公租房等，尚需投资约20.34亿元，公司项目建设面临较大资金压力。

表 7 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
拜城镇热斯坦村二区富民安居工程	1.75	1.71	0.04
拜城县喀普斯浪河综合整治工程建设项目	4.51	3.37	1.14
拜城镇城北新区基础设施建设项目	5.80	5.53	0.27
阿瓦提体育馆工程	0.30	0.28	0.02
阿瓦提交通局项目	0.10	0.07	0.03
新和县老年公寓	0.30	0.22	0.08
新和县职业高中	0.50	0.33	0.17
新和县县城及农村垃圾收集新和县清运处理项目	0.30	0.29	0.01

沙雅县职业高级中学实训基地拆迁及建设项目	0.50	0.32	0.18
温宿县新城区道路及附属工程	3.00	2.87	0.13
温宿县欣业街跨西侧截洪渠桥梁	0.06	0.06	0.00
温宿县欣业街延伸段（大学城）道路及附属工程	0.30	0.20	0.10
温宿县新城区景观河项目	4.53	1.94	2.59
柯坪县文化体育活动中心	0.05	0.04	0.01
柯坪县老年公寓	0.10	0.10	0.00
拜城教育矫治中心项目	3.50	1.11	2.39
拜城看守所改造建设项目	0.27	0.07	0.20
拜城综治中心改造项目	0.02	0.01	0.01
合 计	25.89	18.54	7.35

资料来源：公司提供

代管资产方面，截至2018年末公司代管资产账面价值27.12亿元，主要为水利资产和保障房资产，2018年公司实现代管业务收入1.09亿元，该业务成本主要为人员薪酬，因此近年维持较高毛利率。

表 8 截至 2018 年 12 月 31 日公司代管资产情况（单位：万元）

县域	资产类别	资产价值	管理费率	确认收入
温宿县	水利资产及保障房资产	134,619.17	3.00%	4,038.58
拜城县	水利资产及保障房资产	16,379.46	5.00%	818.97
新和县	水利资产及保障房资产	91,938.48	5.00%	4,596.92
沙雅县	保障房资产	28,264.36	5.00%	1,413.22
合计		271,201.47	-	10,867.69

资料来源：公司提供

房屋及商铺销售业务收入有所增长，但房屋销售利润亏损；此外，保安服务、租赁、液化气销售等业务丰富了收入来源，对公司形成一定补充

公司房地产销售收入来自销售保障房项目的住宅及配套商铺的收入，其中住宅销售价格为政府指导定价，毛利率较低；商铺销售为市场价，毛利率较高。2018年随着热斯坦二区（商铺）等达到出售条件，当期实现收入3,983.84万元，同比大幅增长，毛利率仍维持较高水平，为57.13%。住宅销售主要来自于绿色家园、清风苑2#等住宅项目，但由于住宅均为公益性质，因此毛利率为负。此外，公司在建的保障房项目也都是公益性质，销售价格为政府指导定价，预计未来毛利率水平仍很低，盈利能力很弱。

表 9 2018 年公司房屋、商铺情况（单位：万元）

项目名称	2018 年销售额
拜城热斯坦一区（商铺）	532.34

热斯坦二区（商铺）	3,169.67
热斯坦二区（回迁安置房）	14.81
绿色家园、清风苑 2#等商铺	254.88
绿色家园、清风苑 2#等住宅	1,049.01
阿瓦提历年商铺销售	26.95
拜城周转房	502.48
合计	5,550.14

资料来源：公司提供

保安服务业务运营主体系子公司阿瓦提蓝盾保安服务有限责任公司，该业务主要内容为各行政事业单位提供门卫及安保服务。2018年实现安保服务费1,918.36万元，同比有所下降。租赁业务收入系保障房、公租房的住宅出租形成，2018年公司实现租赁业务收入1,745.12万元、因承租对象系当地低收入群体，租金水平较低，因此毛利率仍为负。此外，公司还包含液化气销售、物业服务、广告制作等业务，主营业务收入中其他收入除来自工程业务外，还包括土地承包和担保业务等，其他业务包括钢瓶检测、销售等，上述业务丰富了公司收入来源，但规模较小。

公司在资产注入及财政补贴方面给予公司较大支持

2018年当地政府划入阿克苏纺城供排水有限公司的98.48%的股权，增加资本公积328,904.91万元，划入价值1,891.10万元固定资产并投入1,426.16万元货币资金，合计增加公司资本公积332,222.18万元，提升了公司资本实力。

同时，2018年公司获得政府补助合计592.14万元，一定程度提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司划入二级子公司1家，为阿克苏纺城供排水有限公司；新设三级子公司2家，为阿瓦提县利民天然气有限责任公司、阿瓦提县宏宇劳务派遣有限责任公司。

2018年主要会计政策变更情况如下：财政部于2018年6月发布了《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），公司根据相关要求按照一般企业财务报表格式（适用于尚未执行新金融准则和新收入准则的企业）编制财务报表：（1）原“应收票据”和“应收账款”项目，合并为“应收票据及应收账款”项目；（2）原“应

收利息”、“应收股利”项目并入“其他应收款”项目列报；（3）原“固定资产清理”项目并入“固定资产”项目中列报；（4）原“工程物资”项目并入“在建工程”项目中列报；元“应付票据”和“应付账款”项目，合并为“应付票据及应付账款”项目；（6）原“应付利息”、“应付股利”项目并入“其他应付款”项目列报；（7）原“专项应付款”项目并入“长期应付款”项目中列报；（8）进行研究与开发过程中发生的费用化支出，列示于“研发费用”项目，不再列示于“管理费用”项目；（9）在财务费用项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目；（10）所有者权益变动表中新增“设定受益计划变动额结转留存受益”项目。2017年数据采用的是2018年度审计报告期初数。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但以存货、在建工程和固定资产为主，且应收款项对资金形成占用，整体资产流动性较弱

2018年末公司资产总额为267.65亿元，同比增长22.87%，主要系公司融资规模扩大及政府注入股权、固定资产及货币资金所致。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2018年末占比为60.55%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、预付账款、其他应收款及存货。2018年末公司货币资金177,833.68万元，主要为银行存款，另有1,307.78万元的其他货币资金使用受限。公司应收票据及应收账款全部为应收账款，2018年末账面价值203,635.46万元，规模进一步增长，主要为应收新和县水利局、拜城县水利局、新和县财政局、拜城县财政局、温宿县财政局的工程款及水费。2018年末公司预付账款规模为59,108.91万元，同比有所下降，仍主要为预付施工单位的工程款。公司其他应收款主要为应收阿克苏纺织城发展有限责任公司、阿瓦提县财政局、阿瓦提县建设局、温宿县住房和城乡建设局和沙雅县财政局的往来款，账龄为1-4年，部分款项账龄较长，2018年末其他应收款账面价值360,763.29万元。2018年末公司应收款项占资产总额的比重为21.09%，占比较大，且应收对象以阿克苏地区各县域国有企业及政府部门为主，回款时间易受财政资金安排，对公司资金形成占用。公司存货主要包括为公司承担建设并用于出售的保障房180,258.25万元、代建项目投入185,367.39万元和土地资产433,774.75万元，2018年末大幅增长，主要系合并范围扩大、土地资产规模增长所致。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	177,833.68	6.64%	139,429.25	6.40%
应收票据及应收账款	203,635.46	7.61%	168,066.10	7.72%
预付账款	59,108.91	2.21%	71,794.86	3.30%
其他应收款	360,763.29	13.48%	324,893.79	14.92%
存货	811,648.03	30.33%	470,233.25	21.59%
流动资产合计	1,620,540.74	60.55%	1,178,830.98	54.12%
固定资产	513,185.92	19.17%	511,057.94	23.46%
在建工程	376,828.87	14.08%	338,899.48	15.56%
无形资产	109,554.62	4.09%	111,432.34	5.12%
非流动资产合计	1,055,936.21	39.45%	999,407.29	45.88%
资产总计	2,676,476.95	100.00%	2,178,238.27	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产。2018年末公司固定资产主要为房屋建筑物，其中账面价值7,035.40万元的固定资产尚未办妥产权证书。公司在建工程，系采用自建方式承担的保障房等项目，随着对部分项目投资增加，2018年末在建工程账面价值增加至376,828.87万元。公司无形资产主要为软件及土地使用权，2018年账面价值有所下降，系无形资产摊销所致。

2018年末公司部分货币资金、土地资产及应收账款使用受限，合计价值831,769.95万元，占资产总额的比重为31.08%。此外，公司资产以存货、在建工程、固定资产等为主，相对变现能力较弱，且应收款项对资金形成占用，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

公司收入及利润水平均有所提升，但综合毛利率有所下降

得益于水费及代建代管业务收入规模增长及其他收入大幅提升，2018年公司实现营业收入99,597.77万元，同比增长42.56%，但由于盈利能力较弱的其他收入占比大幅提升，2018年公司综合毛利率为59.12%，同比下降10.58个百分点。

2018年由于公司财务费用下降，期间费用对公司利润的侵蚀有所减弱；加之收入规模增长，推动公司实现营业利润41,828.03万元，同比增长68.92%。2018年公司实现营业外收入729.98万元，主要为政府补助。2018年公司实现利润总额41,332.97万元，同比增长58.77%。

整体来看，公司收入及利润水平有所增长，但综合毛利率有所下降。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	99,597.77	69,851.12
营业利润	41,828.03	24,762.53
营业外收入	729.98	1,362.23
利润总额	41,332.97	26,032.95
综合毛利率	59.12%	69.70%
期间费用率	14.93%	33.16%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力，同时公司对外部融资有一定依赖

2018年公司业务回款情况有所下降，收现比下降至0.51。公司经营活动现金流入主要系公司收到的农田灌溉费、代建代管费、其他经营业务的款项、政府补助及收到的往来款，经营活动现金流出主要为公司支付的工程建设款及与政府单位的往来款。2018年公司经营活动现金净流出581.58万元，经营活动现金流表现欠佳。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为划入子公司时收到的现金，投资活动现金流出主要为自建项目支付的现金和借出的委托贷款等，由于项目建设现金支出规模较大，2018年公司投资活动现金净流出33,686.33万元，但截至2018年末公司代建项目和自建项目合计尚需投资金额27.69亿元，项目建设尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为政府注入的货币资金、公司收到的重点建设基金、项目专项拨款和通过借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息、偿还其他单位借款以及偿还重点建设基金等款项，2018年筹资活动现金净流入74,573.73万元，由于项目建设资金压力较大，公司对外部融资有一定依赖。

整体来看，公司经营活动现金流表现欠佳，项目建设存在较大资金压力，公司对外部融资有一定依赖。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.51	0.99
销售商品、提供劳务收到的现金	50,360.48	69,033.48
收到的其他与经营活动有关的现金	63,632.80	17,231.97
经营活动现金流入小计	113,993.28	86,265.45
购买商品、接受劳务支付的现金	38,742.39	24,165.16

支付的其他与经营活动有关的现金	70,799.54	151,671.68
经营活动现金流出小计	114,574.86	180,943.63
经营活动产生的现金流量净额	-581.58	-94,678.18
投资活动产生的现金流量净额	-33,686.33	-194,739.53
筹资活动产生的现金流量净额	74,573.73	302,228.39
现金及现金等价物净增加额	40,305.82	12,810.67

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长，仍面临较大的偿债压力

随着融资规模扩大，2018年公司负债总额1,081,046.53万元，同比增长12.72%；从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主，2018年末占负债总额的比重为74.46%。得益于利润累积及政府注入股权、资金、资产等，2018年末公司所有者权益同比增长30.86%。随着所有者权益快速增长，2018年末公司产权比率为67.76%，有所下降。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,081,046.53	959,046.97
所有者权益	1,595,430.43	1,219,191.30
产权比率	67.76%	78.66%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债等。2018年末公司应付票据及应付账款全部为应付账款，主要为应付建筑工程公司的工程建设款项，其中账龄在一年之内的占比为15.32%。随着部分款项结转收入，2018年末公司预收款项下降至27,740.77万元，目前预收款项主要为预收售房款。公司其他应付款主要为往来款等，随着往来规模增长，余额有所增长。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，余额为10,000.00万元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	38,932.24	3.60%	36,434.70	3.80%
预收款项	27,740.77	2.57%	41,140.96	4.29%
其他应付款	197,644.58	18.28%	132,985.06	13.87%
一年内到期的非流动负债	10,000.00	0.93%	0.00	-

流动负债合计	276,121.02	25.54%	212,537.72	22.16%
长期借款	198,507.48	18.36%	221,247.90	23.07%
应付债券	332,047.45	30.72%	245,085.16	25.56%
长期应付款	133,506.52	12.35%	98,452.86	10.27%
其他非流动负债	136,621.19	12.64%	176,830.97	18.44%
非流动负债合计	804,925.50	74.46%	746,509.26	77.84%
负债合计	1,081,046.53	100.00%	959,046.97	100.00%
其中：有息债务	675,101.22	62.45%	633,013.31	66.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债。公司长期借款包括质押借款119,945.80万元、抵押借款34,515.00万元和信用借款44,046.68万元；长期借款利率在1.20%-5.37%之间。公司应付债券包括本期债券、18阿地01、18阿地03和18阿克苏PPN，经利息调整后2018年末余额分别为10.97亿元、6.37亿元、9.95亿元和5.92亿元。公司于2019年4月发行19阿地01，发行规模8.6亿元，票面利率5.99%。公司长期应付款主要为保障房等项目的专项款，2018年末为133,506.52亿元，规模较2017年末进一步增长。公司其他非流动负债主要包括应付中国农发重点建设基金有限公司、阿克苏地区交银振兴发展基金（有限合伙）等单位的借款、项目融资款及无息借款等。

2018年末公司有息债务余额675,101.22万元，较2017年有所增长，以长期债务为主。从偿债能力指标来看，得益于政府注资规模较大，2018年末公司资产负债率同比下降3.64个百分点至40.39%，同时流动比率也有所提升，但由于公司存货规模较大且增长较多，速动资产对流动负债的保障程度有所下降。得益于利润总额的提升，2018年公司EBITDA为67,422.60万元，同比增长14.18%，2018年公司有息债务余额为EBITDA的10.01倍，仍面临较大的债务偿还压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	40.39%	44.03%
流动比率	5.87	5.55
速动比率	2.93	3.33
EBITDA（万元）	67,422.60	59,047.04
EBITDA 利息保障倍数	4.71	2.79
有息债务/EBITDA	10.01	10.72

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至信用报告查询日，公司本部（查询日期：2019年4月30日）、阿克苏纺城供排水有限公司（查询日期：2019年4月30日）、温宿县国有资产经营投资有限公司（查询日期：2019年4月26日）、新和县国有资产经营管理有限公司（查询日期：2019年5月6日）、拜城县国有资产投资经营有限公司（查询日期：2019年4月28日）均不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末公司存在对外担保金额合计29,958.33万元，占2018年末净资产的比重为1.88%，部分被担保对象为民营企业或个人，涉及金额9,602.33万元，抗风险能力偏弱，公司存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
新疆守信棉纺织有限公司	1,000.00
新疆守信棉纺织有限公司	500.00
新疆薯正元农业有限公司	840.00
沙雅富宏纺织有限公司	979.00
沙雅光盛布业有限责任公司	800.00
沙雅神威服饰有限公司	300.00
新疆鸿力棉业有限公司	770.00
库存新城化工有限公司	629.99
贾丽妮	800.00
新疆富沃药业有限公司	1,100.00
沙雅梅楼新农村农业开发有限公司	56.00
新疆盛世龟兹葡萄酒有限公司	400.00
沙雅得利雅化纤有限责任公司	166.67
沙雅富红棉业有限公司	66.67
沙雅县公共交通运输有限责任公司	1,300.00
沙雅县地方国营新垦农场	10,000.00
新疆阿克苏地区国兴资产投资经营有限责任公司	2,600.00
阿瓦提县兴业交通水务发展有限责任公司	6,000.00
阿克苏阿瓦提县环源污水处理有限责任公司	1,650.00

合计

29,958.33

注：公司部分对外担保期满后又进行展期，到期日期不确定
资料来源：公司 2018 年审计报告

七、评级结论

2018年阿克苏地区经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境；公司农田灌溉业务和代建代管业务持续性较好；同时公司仍获得较大力度的外部支持。但值得关注的是，公司资产以固定资产、在建工程和存货为主，且部分资产使用受限，资产流动性偏弱；公司在建的代建、自建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；有息债务规模有所增长，面临较大的偿债压力；同时公司存在对外担保，且部分担保对象为民营企业或个人，抗风险能力偏弱，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	177,833.68	139,429.25	128,530.67
其他应收款	360,763.29	324,885.54	202,980.15
存货	811,648.03	470,233.25	454,608.99
固定资产	513,185.92	511,413.46	454,738.05
在建工程	376,828.87	338,893.45	187,765.54
资产总计	2,676,476.95	2,178,238.27	1,716,069.15
其他应付款	197,644.58	126,109.25	118,091.07
一年内到期的非流动负债	10,000.00	0.00	9,199.97
长期借款	198,507.48	221,247.90	30,849.68
应付债券	332,047.45	245,085.16	278,709.54
长期应付款	133,506.52	98,452.86	93,261.08
其他非流动负债	136,621.19	176,830.97	26,070.00
负债合计	1,081,046.53	959,046.97	619,358.89
有息债务	675,101.22	633,013.31	345,977.76
所有者权益	1,595,430.43	1,219,191.30	1,096,710.26
营业收入	99,597.77	69,851.12	82,313.05
营业利润	41,828.03	24,762.53	30,235.51
营业外收入	729.98	1,362.23	325.49
利润总额	41,332.97	26,032.95	30,385.87
经营活动产生的现金流量净额	-581.58	-94,678.18	14,698.54
投资活动产生的现金流量净额	-33,686.33	-194,739.53	-43,395.16
筹资活动产生的现金流量净额	74,573.73	302,228.39	108,410.87
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	59.12%	69.70%	65.69%
收现比	0.51	0.99	0.68
产权比率	67.76%	78.66%	56.47%
资产负债率	40.39%	44.03%	36.09%
流动比率	5.87	5.55	5.2
速动比率	2.93	3.33	2.76
EBITDA（万元）	67,422.60	59,047.04	63,219.33
EBITDA 利息保障倍数	4.71	2.79	3.56
有息债务/EBITDA	10.01	10.72	5.47

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县	公共设施管理业	97.56
温宿县国有资产经营投资有限责任公司	温宿县	公共设施管理业	96.00
拜城县国有资产投资经营有限公司	拜城县	公共设施管理业	100.00
沙雅县国有资产营运公司	沙雅县	公共设施管理业	74.81
新和县国有资产经营管理有限公司	新和县	公共设施管理业	70.07
乌什县燕山资产经营有限责任公司	乌什县	公共设施管理业	86.44
柯坪县国有资产经营管理有限责任公司	柯坪县	公共设施管理业	100.00
阿克苏纺城供排水有限公司	阿克苏市	城市供水	98.48

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+ 1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+部分其他非流动负债+部分其他应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。