

2015 年吐鲁番地区国有资产投资经营  
有限责任公司

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【316】号 01

债券简称：15 吐鲁番国  
投债/PR 吐国投

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：2022 年  
3 月 19 日

债券偿还方式：按年付  
息，债券存续期的第三  
年至第七年末等额偿还  
20%的本金

#### 分析师

姓名：

罗力 王贞姬

电话：

010-66216006

邮箱：

luol@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

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2015 年吐鲁番地区国有资产投资经营有限责任公司 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 17 日	2018 年 07 月 10 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”）对吐鲁番地区国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“吐鲁番国投”或“公司”）及其 2015 年 3 月 19 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：公司基础设施建设业务具有一定区域垄断性、未来该业务收入较有保障，获得较大力度外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司主业盈利能力减弱、资产流动性较弱、面临较大偿债压力以及存在一定或有负债风险等风险因素。

#### 正面：

- 公司基础设施建设业务具有一定区域垄断性，2018 年收入增加，未来该业务收入较有保障。公司是吐鲁番地区城市基础设施和保障性住房建设的重要投资和运营主体，该业务在吐鲁番地区具有一定垄断性，根据相应收入确认文件，2018 年获得基础设施建设收入 7.95 亿元，同比增长 46.92%；公司存货中基础设施项目、保障房项目等已投资未结转成本规模较大，可为该业务未来收入提供一定保障。
- 公司获得较大力度外部支持。2018 年吐鲁番市国有资产监督管理委员会（以下简称“吐鲁番市国资委”）划入公司 3 家企业股权，增加资本公积 1.21 亿元，同期公司获得棚改项目专项资金等各项补助合计 0.99 亿元。

## 关注：

- **公司主业盈利能力减弱。**受房地产业务收入及毛利率下降、安保押运、农产品及混凝土业务毛利率下降影响，2018 年公司综合毛利率下降 3.64 个百分点至 20.91%，利润总额下降至 0.97 亿元。
- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司存货、投资性房地产及无形资产账面价值占总资产的比重为 76.63%，以项目建设投入、土地等为主；其他应收款对营运资金形成较大占用且回款时间较不确定，整体资产流动性较弱。
- **公司仍面临较大偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 40.81 亿元，而速动比率及 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.97 和 0.82，偿债能力指标表现较弱，仍面临较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 3.17 亿元，占期末净资产的比重为 3.27%，均未设置反担保措施，其中对吐鲁番享隆枣业有限公司及吐鲁番市金石建材有限责任公司担保合计 730 万元已展期；根据公司提供的企业信用报告，截至 2019 年 5 月 31 日，公司存在关注类担保 1.77 亿元，不良担保 0.27 亿元；未来公司存在一定或有负债风险。

## 发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,625,735.09	1,612,664.74	1,393,765.44
所有者权益	970,337.08	946,507.61	906,145.69
有息债务	408,086.77	450,934.87	348,401.89
资产负债率	40.31%	41.31%	34.99%
流动比率	4.42	5.04	6.79
营业收入	96,042.87	65,369.08	57,947.93
利润总额	9,715.00	10,936.81	8,104.17
综合毛利率	20.91%	24.55%	23.87%
EBITDA	14,972.00	16,570.13	13,768.81
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.64	0.80
经营活动现金流净额	121,632.05	-168,190.46	1,610.51

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

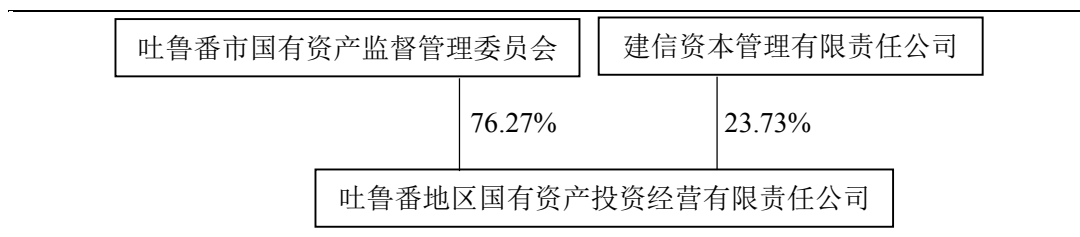
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月19日发行7年期12亿元公司债券，募集资金原计划全部用于吐鲁番市2014年保障性住房建设项目、鄯善县2014年保障性安居工程建设项目、托克逊县2014年保障性安居工程建设项目、吐鲁番市生活垃圾分类处理工程、吐鲁番市第二水源地煤窖沟水库引水工程和鄯善县新城北路至高铁站道路项目。截至2019年6月11日，本期债券募集资金专项账户余额为2,892.52元。

## 二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东及其持股比例均未发生变更。截至2018年末，公司注册资本26,222.22万元，其中吐鲁番市国资委持有公司76.27%股份，为公司控股股东和实际控制人。

**图 1 截至2018年12月31日公司产权及控制关系**



资料来源：公司提供

2018年公司主营业务未发生变化，当年吐鲁番市国资委将吐鲁番市新希望融资性担保有限责任公司、吐鲁番现代农业科技开发中心及吐鲁番市阳光绿谷农业科技开发有限公司股权划归公司，同时投资设立鄯善县安家房地产开发有限责任公司，截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共24家，详见附录二。

**表 1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
吐鲁番市新希望融资性担保有限责任公司	60,000.00	100%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等	股权划转
吐鲁番现代农业科技有限责任公司	12,062.52	100%	农药（高毒除外），畜禽养殖、销售等	股权划转
吐鲁番市阳光绿谷农业科技开发有限公司	50.00	100%	农业技术引进、开发、转让、咨询服务等	股权划转
鄯善县安家房地产开发有限责任公司	10.00	100%	房地产开发经营等	新设

资料来源：公司提供

### 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

	知》(发改办财金[2018]194号)		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,依法依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

### 吐鲁番市经济保持较快增长,但受投资下滑、消费增速放缓影响,增速有所回落

2018年吐鲁番市经济仍保持较快增长,当年实现地区生产总值310.59亿元,同比增长7.4%,但增速较2017年下降2.4个百分点,主要系投资下滑消费增速放缓所致。从三大产业结构来看,2018年吐鲁番市第一产业加速发展,当年实现增加值49.54亿元,同比增长5.5%;第二、三产业增速均有所回落,分别实现增加值157.06亿元和103.99亿元,增速同比分别下降6.0和0.6个百分点,其中第二产业增速降幅明显。2018年吐鲁番市人均GDP为49,279元,占当年全国人均GDP的76.2%。

2018年吐鲁番市实现工业增加值126.13亿元,增速回落至10.1%;固定资产投资下滑明显,同比下降55.1%;消费增速放缓明显,当年完成社会消费品零售总额53.78亿元,增速同比下降4.3个百分点至6.1%。



**表 3 吐鲁番市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）	310.59	7.4%	267.15	9.8%
第一产业增加值	49.54	5.5%	47.35	5.0%
第二产业增加值	157.06	7.1%	127.52	13.1%
第三产业增加值	103.99	8.8%	92.28	9.4%
工业增加值	126.13	10.1%	99.08	18.4%
固定资产投资	-	-55.1%	452.83	25.2%
社会消费品零售总额	53.78	6.1%	50.67	10.4%
存款余额	311.38	5.7%	294.51	14.9%
贷款余额	223.29	5.3%	211.99	23.3%
人均 GDP（元）		49,279		42,417
人均 GDP/全国人均 GDP		76.23%		71.10%

资料来源：吐鲁番市统计局

2018年吐鲁番市实现公共财政收入41.92亿元，同比增长15.88%，其中税收收入30.49亿元，占公共财政收入比重为72.73%；实现政府性基金收入7.57亿元，同比增长47.02%；同期吐鲁番市公共财政支出为110.15亿元，同比增长24.38%，财政自给率为38.06%。

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入主要来自基础设施建设、安保押运、农产品、房地产及混凝土等业务。得益于基础设施建设及安保押运收入增加，2018年公司实现营业收入9.60亿元，同比增长46.92%，其中基础设施建设收入7.93亿元，同比增长54.28%，安保押运收入同比增长415.60%至0.98亿元。受毛利率较高的房地产收入及毛利率均下降、混凝土及农产品业务毛利率下降等因素影响，2018年公司综合毛利率下滑3.64个百分点至20.91%。

**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
基础设施建设	79,300.72	20.52%	51,400.16	20.00%
安保押运	9,808.17	21.16%	1,902.30	24.94%
农产品	2,126.34	3.06%	1,251.38	63.72%
房地产	1,639.80	33.88%	4,978.19	49.09%
混凝土	1,418.13	-8.62%	1,886.91	18.30%

利息收入	760.63	32.72%	3,406.29	34.58%
物业管理	499.18	100.00%	327.03	100.00%
租赁	469.99	100.00%	191.60	100.00%
旅游管理	19.92	83.94%	25.23	50.61%
<b>合计</b>	<b>96,042.87</b>	<b>20.91%</b>	<b>65,369.08</b>	<b>24.55%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**基础设施建设业务是公司收入和利润的重要来源，公司该项业务在区域内具有一定垄断性，2018年收入有所增加，同时基础设施及保障房项目等已投资未结转规模较大，可为其未来收入提供一定保障**

公司是吐鲁番地区城市基础设施和保障性住房建设的重要投资和运营主体，同时也是区域内农村引水改水、农业节水、设施农业建设等农村基础设施建设工程的投资开发及运营主体，业务开展具有一定垄断性。公司基础设施业务板块主要由公司本部及子公司吐鲁番地区城建投资有限责任公司、鄯善县绿色楼兰农业开发投资有限责任公司、鄯善县国有资产投资经营有限责任公司和托克逊县国有资产投资经营有限公司负责运营。

公司基础设施建设业务主要通过和吐鲁番市政府签订委托建设和回购协议（以下简称“BT协议”）的方式开展，公司根据政府要求建设基础设施建设工程，并在建成后移交给政府。对于特殊的项目（计划总投资金额较大、工程内容复杂或能够分期开发的项目），政府每年根据分阶段建设情况、投资金额来阶段性地确认当年的回购金额；对于简单项目（计划总投资金额较小且一次完成整体完工验收的项目），政府将一次性确认回购金额。公司每年依据BT协议和当年确认的项目回购款情况，向政府提出回购款拨付申请，政府的回购款一般在3-5年内逐年分笔拨付。根据BT协议和项目结算经验，回购金额一般由工程成本、融资成本和投资利润三部分内容组成，政府每年末将根据各个项目完工情况和融资情况，分别确认公司的工程建设成本、产生的融资成本和投资利润，因此各项目的盈利情况有所不同。根据吐鲁番市高昌区及鄯善县财政局文件，2018年公司基础设施业务确认收入7.95亿元，同比增长46.92%，来自吐鲁番市2014年保障住房建设工程、鄯善县2014年保障房建设工程；毛利率为20.52%，同比持平。

**表 5 公司基础设施建设收入构成明细（单位：万元）**

时间	项目	确认成本	确认收入
2018 年	吐鲁番市 2014 年保障住房建设工程	46,875.00	58,692.45
	鄯善县 2014 年保障住房建设工程	16,640.55	20,800.69
	<b>合计</b>	<b>63,515.55</b>	<b>79,493.14</b>
2017 年	吐鲁番市 2014 年保障住房建设工程	25,595.20	31,994.00
	鄯善县 2014 年保障住房建设工程	15,524.93	19,406.16

	合计	41,120.13	51,400.16
--	----	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综合来看，公司基础设施建设业务是公司收入和利润的重要来源，公司该项业务在区域内具有一定垄断性，公司存货中基础设施项目、保障房项目等已投资未结转成本规模较大，可为该业务未来收入提供一定保障。

### 公司安保押运、农产品、房地产、混凝土等业务丰富了公司收入来源，但该等业务毛利率趋于下降

公司安保业务由子公司吐鲁番蓝盾保安武装守护押运有限公司经营，随着押运项目增加，2018年该业务收入大幅增长至9,808.17万元，毛利率略降至21.16%。

公司农产品业务由子公司新疆吐鲁番火洲果业股份有限公司（以下简称“火洲果业”）负责运营，火洲果业作为对接吐鲁番地区农产品和乌鲁木齐蔬菜果品市场的重要平台，主要通过向吐鲁番地区农业合作社和农户收购农产品（主要包括葡萄干、核桃、散装蔬菜和其他干果），再运输销往乌鲁木齐市场。随着收购量及销售量增加，2018年公司农产品业务收入提高至2,126.34万元，但该业务毛利率同比大幅下降60.66个百分点至3.06%，主要系市场竞争加剧、农产品价格波动、市场开拓及人力成本增加所致。

公司房地产业务主要由子公司吐鲁番绿色新能源房地产开发有限责任公司和吐鲁番国源房地产开发有限责任公司负责经营。2018年公司实现房地产销售收入1,639.80万元，同比下降67.06%，毛利率同比下降15.21个百分点至33.88%，主要系公司可售房地产规模下降所致。

公司混凝土业务由吐鲁番市国鑫混凝土有限公司经营，负责混凝土生产、销售，受下游需求不足及水泥等原材料价格上涨影响，该业务收入及毛利率均下降，2018年实现收入1,418.13万元，毛利率下降至-8.62%。

公司物业管理业务主要由子公司吐鲁番市新和谐物业管理有限责任公司经营，2018年实现物业管理收入499.18万元。租赁业务由子公司吐鲁番市国有资产投资经营有限责任公司经营，主要通过向其他单位和个人出租牧场、葡萄林地及附属葡萄架等获得租赁收入，2018年实现租赁收入469.99万元。

### 公司获得较大力度外部支持

2018年公司获得较大力度外部支持，当年吐鲁番市国资委将吐鲁番市新希望融资性担保有限责任公司、吐鲁番现代农业科技有限责任公司及吐鲁番市阳光绿谷农业科技开发有限公司股权划转至公司，增加资本公积1.21亿元。2018年公司获得棚改项目专项资金、土地补偿专项资金在内的各项补助合计0.99亿元，提升了当期利润水平。

## 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天健会计师事务所（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，2017年数据采用2018年审计报告年初数，报告采用新会计准则编制。2018年公司新增4家子公司纳入合并报表范围，截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共24家，详见附录二。

### 资产结构与质量

公司资产中规模较大的存货、投资性房地产及无形资产以项目建设投入、土地等为主，其他应收款对营运资金形成较大占用且回款时间较不确定，整体资产流动性较弱

2018年公司资产规模略有增长，年末总资产162.57亿元，其中流动资产129.91亿元，占比79.91%，以货币资金、其他应收款及存货为主。

2018年末公司货币资金7.38亿元，其中主要包括银行存款6.57亿元、其他货币资金0.81亿元，其他货币资金作为保证金均使用受限。公司其他应收款主要系与其他单位往来款，随着部分款项回收，2018年末总额下降至20.14亿元（不包含应收利息624.40万元），主要包括应收吐鲁番市国资委3.96亿元、鄯善县隆发投资建设有限公司2.58亿元、托克逊县新家园高精材料科技发展有限公司1.01亿元、吐鲁番市丝路通达交通投资有限公司1.01亿元和托克逊县恒丰实业投资有限公司1.00亿元，均为往来款项，部分款项账龄较长；剔除坏账准备后，2018年末公司其他应收款账面价值19.26亿元。

公司存货主要为基础设施、保障房等建设投入及土地资产，2018年末账面价值101.15亿元，主要包括开发成本83.13亿元和开发产品18.27亿元。开发成本主要为在建基础设施项目、待开发土地和部分房产项目，待开发土地账面价值53.24亿元，土地性质多为出让地，土地用途包括商业及工业用地，开发产品主要为部分已完工尚未移交的保障房项目。考虑到公司存货中工程项目规模较大，短期集中变现难度较高，同时基础设施项目收入实现时间和回款时间受政府结算计划与财政资金安排影响存不确定性。

**表 6 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	73,804.77	4.54%	8,933.20	0.55%
其他应收款	192,639.75	11.85%	289,230.66	17.93%
存货	1,014,535.23	62.40%	995,344.04	61.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,299,050.60</b>	<b>79.91%</b>	<b>1,306,298.24</b>	<b>81.00%</b>
投资性房地产	66,744.48	4.11%	66,744.48	4.14%
固定资产	51,244.20	3.15%	49,452.15	3.07%
在建工程	18,915.06	1.16%	8,980.71	0.56%
无形资产	164,567.62	10.12%	157,942.34	9.79%
<b>非流动资产合计</b>	<b>326,684.49</b>	<b>20.09%</b>	<b>306,366.50</b>	<b>19.00%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,625,735.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,612,664.74</b>	<b>100.00%</b>

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投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产。公司投资性房地产主要为吐鲁番市人民政府无偿划入的国营牧场，土地证未记载使用年限，2018 年末账面价值 6.67 亿元。公司固定资产主要包括房屋建筑物、办公及运输设备等，随着合并范围增加，2018 年末公司固定资产账面价值增至 5.12 亿元。随着农贸市场（果之源）等项目投入增加，2018 年末公司在建工程账面价值增至 1.89 亿元，其中农贸市场（果之源）1.61 亿元。公司无形资产主要为土地使用权，随着合并范围增加，2018 年末账面价值增至 16.46 亿元，其中土地使用权 16.05 亿元、林权 0.40 亿元，土地性质包括出让、划拨及租赁，土地用途以农用地及工业用地为主。

整体来看，公司资产中规模较大的存货、投资性房地产及无形资产以项目建设投入、土地等为主，其他应收款对营运资金形成占用且回款时间较不确定，整体资产流动性仍较弱。

## 盈利能力

### 公司主业收入有所增长，但毛利率及利润总额下降，利润较依赖外部支持

随着基础建设及安保押运业务收入增加，2018 年公司实现营业收入 9.60 亿元，同比增长 46.92%，而公司综合毛利率受毛利率较高的房地产收入占比及毛利率均下降、混凝土及农产品业务毛利率下降等因素影响同比下滑 3.64 个百分点至 20.91%。2017 年公司处置农行不良资产包获得投资收益较大，2018 年投资收益明显减少。2018 年公司获得政府补助 0.99 亿元，计入其他收益，推动公司实现营业利润 1.15 亿元，同比增长 5.13%。2018 年公司债务重组利得 0.22 亿元计入营业外收入，但补缴土地使用税滞纳金等导致公司营业外支出增加至 0.42 亿元，主要系补交土地使用税滞纳金；受此影响，公司利润总额同比下降 11.17% 至 0.97 亿元。

整体来看，2018年公司主业收入有所增长，但毛利率及利润总额下降，利润较依赖外部支持。

**表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	96,042.87	65,369.08
投资收益	415.24	8,048.29
其他收益	9,857.80	226.20
营业利润	11,489.99	10,929.25
营业外收入	2,422.73	60.19
营业外支出	4,197.71	52.63
利润总额	9,715.00	10,936.81
综合毛利率	20.91%	24.55%

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改善，缓解了当期偿债压力，但未来经营活动现金流受往来款收支影响仍存不确定性**

2018年公司收现比提高至1.05，当年销售商品、提供劳务收到现金10.08亿元，主要来自基础设施建设、安保押运、农产品贸易等业务；购买商品、接受劳务支付现金7.99亿元，主要用于项目建设投入。除政府补助款外，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要来自与其他单位的往来收支款项，2018年公司收回较大规模往来款，推动当年经营活动现金净流入12.16亿元，经营活动现金流有所改善，但公司经营活动现金流近年受往来款收支影响较大，未来经营活动现金流仍存不确定性。

投资活动方面，除买卖理财产品现金收支外，2018年公司投资活动现金主要表现为农贸市场（果之源）等项目建设及购置办公与机械设备等资金支出，当年投资活动现金净流出1.86亿元。公司筹资活动现金流入主要来自借款，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，2018年公司筹资活动现金净流出4.61亿元。

整体来看，2018年公司收回较大规模往来款、经营活动现金流改善，缓解了当期偿债压力，但未来经营活动现金流受往来款收支影响仍存不确定性。

**表 8 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	<b>1.05</b>	<b>1.00</b>
销售商品、提供劳务收到的现金	100,750.12	65,486.66
收到的其他与经营活动有关的现金	191,573.15	44,527.87
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>292,323.28</b>	<b>110,014.53</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	79,948.67	92,659.86
支付的其他与经营活动有关的现金	73,520.19	180,503.12
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>170,691.23</b>	<b>278,204.98</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>121,632.05</b>	<b>-168,190.46</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-18,619.07</b>	<b>2,848.39</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-46,135.49</b>	<b>126,808.05</b>
现金及现金等价物净增加额	56,877.49	-38,534.03

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

#### 公司有息债务规模仍较大，仍面临较大偿债压力

2018年末公司负债总额随债务偿还降至65.54亿元，而所有者权益股权划拨及利润累积提高至97.03亿元，受此影响，公司产权比率下降至67.54%。

**表 9 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
负债总额	655,398.00	666,157.13
所有者权益	970,337.08	946,507.61
产权比率	67.54%	70.38%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债占总负债比重提升至44.85%，主要包括应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债。公司应付账款均为应付工程款，2018年末余额1.59亿元，其中应付新疆中泰农业发展有限责任公司1.05亿元。公司其他应付款主要包括应付利息及暂收款，2018年末余额21.93亿元，其中应付利息0.99亿元，应付暂收款20.81亿元，其中账龄1年以上的重要其他应付款包括应付吐鲁番市住建局2.44亿元、吐鲁番国创城市建设投资有限公司0.59亿元、新疆鹏图房地产有限公司0.50亿元、吐鲁番国创房地产开发有限责任公司0.46亿元和鄯善县财政局0.43亿元。2018年末公司一年内到期的非流动负债4.40亿

元，包括本期债券2019年到期2.40亿元<sup>1</sup>及13吐鲁番国投债2019年到期2.00亿元。

**表 10 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
应付账款	15,924.54	2.43%	2,286.74	0.34%
其他应付款	219,304.37	33.46%	207,929.92	31.21%
一年内到期的非流动负债	44,000.00	6.71%	44,000.00	6.61%
<b>流动负债合计</b>	<b>293,921.46</b>	<b>44.85%</b>	<b>259,329.49</b>	<b>38.93%</b>
长期借款	189,266.98	28.88%	191,314.00	28.72%
应付债券	171,316.79	26.14%	214,620.87	32.22%
<b>非流动负债合计</b>	<b>361,476.55</b>	<b>55.15%</b>	<b>406,827.64</b>	<b>61.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>655,398.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>666,157.13</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	408,086.77	62.27%	450,934.87	67.69%

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。2018年末公司长期借款18.93亿元，均为信用借款。2018年末公司应付债券余额17.13亿元，包括本期债券7.18亿元和16吐鲁番国资债9.95亿元。

2018年末公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券的有息债务40.81亿元，从偿还期限来看，2019-2021年分别需偿还5.07亿元、3.44亿元和13.32亿元。

**表 11 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务 2019-2021 年待偿金额（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
待偿金额	50,683	34,359	133,150

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，随着债务偿还及权益资本增加，2018年末公司资产负债率下降至40.31%，受流动资产下降及流动负债增加叠加影响，2018年末公司流动比率与速动比率均有所下降。由于利润水平下降，2018年公司EBITDA减少至1.50亿元；随着有息债务及利息支出减少，2018年公司EBITDA利息保障倍数提高至0.82，年末有息债务与当年EIBTDA的比值同比变化不大；整体来看，EBITDA对有息债务本息的保障能力仍较弱。

<sup>1</sup> 已于 2019 年 3 月 19 日兑付。



**表 12 公司偿债能力指标**

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	40.31%	41.31%
流动比率	4.42	5.04
速动比率	0.97	1.20
EBITDA (万元)	14,972.00	16,570.13
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.64
有息债务/EBITDA	27.26	27.21

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司有息债务规模虽有所下降，但规模仍较大，偿债能力指标趋于弱化，未来偿债压力加大。

## 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，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月31日），公司本部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，公司对外担保余额3.17亿元，占期末净资产的比重为3.27%，均未设置反担保措施，其中对吐鲁番享隆枣业有限公司及吐鲁番市金石建材有限责任公司担保合计730万元已展期；此外，根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月31日，公司存在关注类担保1.77亿元，不良担保0.27亿元；未来公司存在一定或有负债风险。

**表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	有无反担保
吐鲁番享隆枣业有限公司	民营企业	430	2016.10.15	无
托克逊县凤城实业投资有限公司	国有企业	3,500	2019.1.07	无
托克逊县援疆市政工程有限公司	国有企业	3,500	2019.1.07	无
吐鲁番市金石建材有限责任公司	民营企业	300	2016.7.25	无
鄯善县精诚城市建设投资经营有限责任公司	国有企业	19,000	2030.6.30	无
吐鲁番中等职业学校	事业单位	5,000	2030.3.01	无

合计	31,730	-	-
----	--------	---	---

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

公司是吐鲁番地区城市基础设施和保障性住房建设的重要投资和运营主体，业务在吐鲁番地区具有一定垄断性，2018年基础设施建设收入增加，同时存货中基础设施项目、保障房项目等已投资未结转成本规模较大，可为该业务未来收入提供一定保障。此外，2018年公司在股权划转及财政补贴方面获得较大力度外部支持。

同时中证鹏元关注到，2018年公司房地产业务收入及毛利率下降、安保押运、农产品及混凝土业务毛利率下降，盈利能力减弱；公司资产以存货、投资性房地产及无形资产中的项目建设投入、土地等为主，其他应收款对营运资金形成较大占用且回款时间较不确定，整体资产流动性较弱；2018年末公司有息债务规模仍较大，而速动比率及EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标表现较弱，未来仍面临较大偿债压力；此外，公司对外担保均未设置反担保措施，部分被担保借款已展期，企业信用报告查询存不良及关注类担保，未来存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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	73,804.77	8,933.20	47,540.76
其他应收款	192,639.75	289,230.66	103,716.63
存货	1,014,535.23	995,344.04	923,580.64
无形资产	164,567.62	157,942.34	154,070.91
总资产	1,625,735.09	1,612,664.74	1,393,765.44
短期借款	3,503.00	1,000.00	2,537.00
其他应付款	219,304.37	207,929.92	128,029.86
一年内到期的非流动负债	44,000.00	44,000.00	20,000.00
长期借款	189,266.98	191,314.00	68,181.63
应付债券	171,316.79	214,620.87	257,683.26
长期应付款	892.78	892.78	892.78
总负债	655,398.00	666,157.13	487,619.75
有息债务	408,086.77	450,934.87	348,401.89
所有者权益	970,337.08	946,507.61	906,145.69
营业收入	96,042.87	65,369.08	57,947.93
营业利润	11,489.99	10,929.25	7,974.39
净利润	12,344.35	10,831.92	8,061.11
经营活动产生的现金流量净额	121,632.05	-168,190.46	1,610.51
投资活动产生的现金流量净额	-18,619.07	2,848.39	-6,767.85
筹资活动产生的现金流量净额	-46,135.49	126,808.05	35,271.55
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	20.91%	24.55%	23.87%
收现比	1.05	1.00	1.11
产权比率	67.54%	70.38%	53.81%
资产负债率	40.31%	41.31%	34.99%
流动比率	4.42	5.04	6.79
速动比率	0.97	1.2	1.05
EBITDA（万元）	14,972.00	16,570.13	13,768.81
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.64	0.80
有息债务/EBITDA	27.26	27.21	25.3

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日公司纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营业务
吐鲁番绿色新能源房地产开发有限责任公司	2,000.00	100.00%	房地产开发等
吐鲁番市新和谐物业管理有限责任公司	200.00	100.00%	物业管理等
吐鲁番高昌交河文化旅游发展有限责任公司	50.00	100.00%	旅游业等
鄯善县万新投资建设有限公司	5,000.00	100.00%	城乡供水排水, 污水处理投资等
鄯善县绿色楼兰农业开发投资有限责任公司	4,300.00	100.00%	农业开发等
鄯善县国有资产投资经营有限责任公司	10,287.00	70.84%	国有资产产权交易、基础设施建设等
鄯善县开源矿产开发投资有限责任公司	1,100.00	100.00%	矿产资源投资等
鄯善县国建建筑劳务有限责任公司	125.00	95.20%	建筑劳务总承包等
吐鲁番国泰房地产开发有限公司	1,000.00	100.00%	房地产开发、物业管理等
吐鲁番国源房地产开发有限责任公司	1,200.00	55.00%	房地产开发
吐鲁番昌源国盛投资有限公司	6,949.00	51.00%	城建投资、房地产投资等
吐鲁番地区城建投资有限责任公司	100.00	100.00%	城市市容管理服务、房屋和土木工程施工等
吐鲁番市国有资产投资经营有限责任公司	2,000.00	100.00%	国有资产的投资、经营、管理服务等
托克逊县国有资产投资经营有限公司	3,300.00	90.91%	投资管理
新疆吐鲁番火洲果业股份有限公司	33,187.40	93.22%	综合
吐鲁番国昇产业基金管理有限公司	5,000.00	36.00%	资产投资与管理
新疆火洲平界信息科技有限公司	500.00	51.00%	社会经济咨询服务
吐鲁番蓝盾保安武装守护押运有限公司	3,000.00	51.00%	守护押运等
吐鲁番市国鑫混凝土有限公司	2,500.00	100.00%	混凝土生产、销售
新疆碳排放权交易中心(有限责任公司)	10,000.00	63.00%	配额交易、CCER 交易等
吐鲁番市新希望融资性担保有限责任公司	60,000.00	100.00%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等
吐鲁番现代农业科技有限责任公司	12,062.52	100.00%	农药(高毒除外), 畜禽养殖、销售等
吐鲁番市阳光绿谷农业科技开发有限公司	50.00	100.00%	农业技术引进、开发、转让、咨询服务等
鄯善县安家房地产开发有限责任公司	10.00	100.00%	房地产开发经营等

资料来源: 公司提供

### 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	负债总额/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

## 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。