

2015 年喀什城建投资集团有限公司

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：

## 2015 年喀什城建投资集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【623】号 01

债券简称：15 喀城投债  
/PR 喀城建

增信方式：保证担保

担保主体：喀什深喀投  
资发展有限公司

债券剩余规模：5.6 亿元

债券到期日期：2022 年  
7 月 20 日

债券偿还方式：单利按  
年计息，在债券存续期  
的第 3、4、5、6、7 年  
末分别按照债券发行总  
额 20%偿还债券本金

### 分析师

姓名：  
刘诗华 董斌

电话：  
0755-82872240

邮箱：  
liushh@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)

	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 6 月 25 日	2018 年 6 月 28 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”）对喀什城建投资集团有限公司（以下简称“喀什城建”或“公司”）及其 2015 年 7 月 20 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，喀什深喀投资发展有限公司（以下简称“喀什深喀”或“担保方”）提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定保障；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，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 年喀什市实现 GDP170.15 亿元，同比增长 4.5%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 担保方提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。经中证鹏元综合评定，喀什深喀主体长期信用等级为 AA，其能为本期债券偿付提供一定的保障。

### 关注：

- 公司资产流动性较弱。截至 2018 年末，公司存货和无形资产账面价值合计 100.88 亿元，占总资产比重为 73.84%，主要为基础设施、保障房工程开发成本及土地使

用权，其中已抵押土地使用权及房产账面价值合计 7.77 亿元，占总资产比重的 5.69%，整体资产流动性较弱。

- **整体负债水平较高，偿债压力较大。**2018 年末公司资产负债率为 65.89%，整体负债水平较高，其中有息债务为 20.59 亿元，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 16.62 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 35.66%，其中为民营企业担保 0.65 亿元，由于公司对外担保金额较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,366,270.13	1,496,572.17	1,799,775.94
所有者权益	466,092.81	492,088.44	700,998.00
有息债务	205,878.76	348,489.70	350,368.95
资产负债率	65.89%	67.12%	61.05%
流动比率	1.00	1.09	1.32
营业收入	54,601.81	71,205.96	133,464.23
其他收益	0.00	124.69	-
营业外收入	0.00	119.03	40.87
利润总额	1,408.81	4,010.57	6,817.95
综合毛利率	44.59%	47.71%	51.31%
EBITDA	21,518.51	30,284.51	33,920.59
EBITDA 利息保障倍数	1.40	1.87	1.56
经营活动现金流净额	52,780.78	-96,992.05	183,249.68

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数，中证鹏元整理

#### 喀什深喀主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	660,785.58	674,121.79	725,929.61
所有者权益	539,650.17	527,947.74	515,488.59
资产负债率	18.33%	21.68%	28.99%
营业收入	37,069.86	33,812.18	50,660.95
利润总额	11,682.20	12,521.64	18,289.57
经营活动现金流净额	33,287.25	39,153.17	15,491.47

资料来源：喀什深喀 2016-2018 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7月20日发行7年期7.00亿元公司债券，募集资金计划用于喀什市2013年保障性住房建设项目和喀什市外环一路、外环二路、外环三路、外环四路市政工程项目。截至2019年5月末，本期债券募集资金专项账户余额为0.54元。

## 二、发行主体概况

2018年国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）收回投资款3.61亿元，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发重点基金”）收回投资款0.21亿元，截至2018年12月末，公司注册资本和实收资本均变更为21.29亿元，其中喀什市国有资产管理中心（以下简称“喀什市国资”）出资19.36亿元，国开发展基金投入1.48亿元，农发重点基金投入0.45亿元，公司控股股东和实际控制人仍为喀什市国资。跟踪期内，公司董事长及总经理发生变更。

2018年，公司主营业务范围未发生重大变化，主要从事喀什市内土地开发整理、基础设施和保障房等业务，公司纳入合并报表的子公司减少3家。截至2018年12月31日，公司纳入财务报表合并范围的子公司共5家，明细详见附录二。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
喀什市市场开发建设服务公司	100.00%	961.03	租赁业	划转
喀什市规划设计研究院（有限责任公司）	60.00%	200.00	专业技术服务	划转
喀什城旺商贸有限责任公司	100.00%	100.00	商务服务业	注销

资料来源：公司2018年审计报告

## 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	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

	[2018]23号)		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

### 喀什市经济保持增长，但固定资产投资下滑较大，经济总量仍偏小

2018年喀什市实现地区生产总值170.15亿元，按可比价格计算，比上年增长4.5%，经济稳步增长。其中，第一产业增加值8.35亿元，增长1.8%；第二产业增加值42.9亿元，增长2.1%；第三产业增加值118.88亿元，增长5.5%。三次产业结构4.9：25.2：69.9，第三产业对经济增长贡献较大。

2018年喀什市实现规模以上工业增加值11.02亿元，增长7.5%，工业生产增速呈较快增长态势。2018年喀什市全年固定资产投资为52.54亿元，同比下降36.2%，下滑较大。2018年喀什市商品房销售面积为14.87万平方米，同比增长344.0%，商品房销售额3.61亿元，同比增长173.0%。2018年喀什市实现社会消费品零售总额88.10亿元，同比增长8.2%，消费品市场呈现稳中有升的发展态势。

总的来看，喀什市经济继续保持增长，但固定资产投资下滑较大，经济总量偏小。

表3 喀什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）	170.15	4.5%	161.85	4.0%
第一产业增加值	8.35	1.8%	7.93	1.6%
第二产业增加值	42.90	2.1%	42.38	0.5%
第三产业增加值	118.88	5.5%	111.54	5.8%
规模以上工业增加值	11.02	7.5%	10.20	-5.5%



固定资产投资	52.54	-36.2%	208.84	21.1%
社会消费品零售总额	88.10	8.2%	77.20	6.0%
进出口总额（亿美元）	-	-	16.41	107.2%
存款余额（亿元）	577.69	7.3%	538.93	10.1%
贷款余额（亿元）	287.35	2.3%	280.89	7.6%
人均 GDP（元）*		23,557		22,406
人均 GDP/全国人均 GDP		36.44%		37.56%

注：2018 年人均 GDP 数据采用喀什市 2017 年常住人口数据计算。

资料来源：《2017 年喀什市国民经济和社会发展统计公报》和《2018 年喀什市经济运行情况分析》，中证鹏元整理

2018年喀什市实现公共财政收入13.20亿元，同比下降23.96%，其中税收收入10.15亿元，占公共财政收入比重为76.89%；实现政府性基金收入20.17亿元，同比增长468.17%；同期喀什市公共财政支出为67.64亿元，同比增长4.35%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.52%。

#### 四、经营与竞争

公司主要从事喀什市内土地开发整理、基础设施和保障房等业务。2018年公司实现主营业务收入为5.45亿元，同比下降22.93%，主要系土地开发收入和代建管理收入大幅下降所致。2018年公司实现土地开发收入3.00亿元，同比下降29.68%，主要系受土地交易市场影响所致；代建管理收入0.13亿元，同比大幅下滑93.52%，主要系公司2018年代建管理业务基本停滞，决算项目大幅减少所致。2018年公司其他收入为2.32亿元，同比增长196.42%，主要系公司出售不动产收入，对公司主营业务收入形成一定补充，但不具备可持续性。

从毛利率来看，2018年公司主营业务毛利率为44.50%，同比下降了2.87个百分点，其中，公司与喀什市土地储备中心签订的委托协议未约定固定的加成比例，土地开发业务毛利率呈现一定的浮动，2018年该业务毛利率为42.81%，较上年上升17.43个百分点；公司代建管理收入毛利率仍然为100.00%，其他业务毛利率为43.53%。

**表4 公司主营业务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
土地开发	29,964.80	42.81%	42,611.89	25.38%
代建管理	1,313.83	100.00%	20,283.11	100.00%
其他	23,234.25	43.53%	7,838.21	30.69%
<b>合计</b>	<b>54,512.88</b>	<b>44.50%</b>	<b>70,733.21</b>	<b>47.37%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2018年公司土地开发收入规模有所下降，且受政府政策和土地市场波动影响较大，但毛利率水平有所回升

公司土地开发模式分比例加成及出让金返还两类，成本加成模式主要是公司与喀什市土地储备中心签订的《土地一级开发整理委托协议》（以下简称“委托协议”），土地开发整理业务所需资金由公司负责筹措，项目完工后按照项目结算成本金额及一定比例的收益加成确认为公司收入，其中加成比例并不固定。出让金返还模式主要是公司根据委托协议进行土地整理，然后移交给喀什市土地储备中心通过招拍挂程序进行出让，土地出让收入先上缴喀什市财政局，再由喀什市财政局扣除相关税费后全额返还给公司，公司以此确认为土地开发收入。由于委托协议约定的土地开发收益计算方式不固定，且易受土地位置、平整成本及土地市场价格波动等因素影响，公司土地开发业务毛利率存在较大浮动。

受当地土地交易市场影响，2018年公司土地开发收入为3.00亿元，同比下降29.68%；毛利率为42.81%，同比上升17.43个百分点。中证鹏元也关注到，公司土地开发业务均为委托建设并按照政府的统一规划执行，易受土地位置、平整成本及土地市场价格波动等因素影响，未来收入和盈利存在不确定性。

**表5 2018年公司土地开发收入明细（单位：万元）**

土地坐落	土地面积（亩）	收入
经十一路东侧、纬十九路南侧	75.50	6,072.00
纬五路南侧、经一路东侧	10.00	3,204.00
央布拉克路南侧、瓦普西路东侧	10.16	3,560.00
瓦普西路西侧、纬五路南侧	77.76	6,240.80
纬九路北侧、瓦普东路东侧	38.33	3,080.80
纬九路北侧、瓦普东路东侧	40.45	3,250.40
纬九路北侧、瓦普东路东侧	56.75	4,556.80
<b>合计</b>	<b>308.95</b>	<b>29,964.80</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2018年公司代建管理业务投资规模较小，收入规模大幅下降，且项目回购资金受喀什市财政安排和业主资金状况的影响，仍存在不确定性

公司是喀什市基础设施和保障房建设的重要主体，基础设施和保障房项目主要依照政府的计划来安排实施。目前公司基础设施和保障房项目采取多种运作模式，包括代建管理、政府回购和土地出让收益返还等，项目不同的运作模式导致项目收益的实现和毛利率水平存在较大的差异。

代建管理模式是指公司根据业主委托，部分项目由业主按照工程进度拨付给公司项目建设资金，部分项目由公司先行垫资，公司负责组织施工建设和项目运营，项目完工后按

照代建协议约定的比例支付公司代建管理费，约定比例通常为总投资额的5%，公司以此确认为代建管理收入。政府回购模式即公司与政府签订建设项目回购协议，项目类型主要为保障性住房和部分道路，由公司负责项目建设并自行筹措建设资金，政府对项目进行回购并向公司支付回购款，回购款计算方式因项目不同而存在一定差异。土地出让收益返还模式即公司负责基础设施项目建设并自行筹措资金，项目的经济效益通过政府指定地块的土地出让净收益分成实现，政府以土地出让收入作为专项配套资金，作为项目的成本补偿和收益来源，项目收益情况受土地市场影响较大。

2018年公司实现代建管理收入0.13亿元，同比大幅下滑93.52%，主要系2018年代建管理业务基本停滞，整体投资规模较小，决算项目大幅减少所致。由于代建管理项目主要由业主按照基础设施工程进度拨付给公司项目建设资金，公司根据收到的代建管理费确认收入，不确认代建管理项目成本，故代建管理业务毛利率为100.00%。

截至2018年12月末，公司尚有城东金融贸易区支路网项目、深圳产业园路网项目、新区大道项目等主要在建代建管理项目，其中主要在建代建管理项目总投资26.86亿元，已投资10.73亿元，尚需投资16.13亿元，项目建设资金由业主根据工程进度拨付给公司，故代建管理项目资金压力相对较小。

**表6 截至2018年12月31日公司主要在建项目施工情况（单位：万元）**

项目	项目总投资	项目已投资	尚需投资	运作模式
城东金融贸易区支路网项目	20,970.00	12,000.00	8,970.00	代建管理
深圳产业园路网项目	24,700.00	6,021.00	18,679.00	代建管理
新区大道项目	84,000.00	24,300.00	59,700.00	代建管理
城东大道项目	26,320.00	15,000.00	11,320.00	代建管理
城东大道二期项目	49,360.00	20,000.00	29,360.00	代建管理
瓦普东路市政工程项目	23,666.09	11,009.90	12,656.19	代建管理
喀什市瓦普西路、瓦普西南延段和克孜河桥桥梁工程项目	31,314.10	11,708.28	19,605.82	代建管理
中亚南亚工业园区西区基础设施建设项目	4,000.00	3,462.78	537.22	代建管理
喀什特区设计大厦	4,290.00	3,784.42	505.58	代建管理
<b>小计</b>	<b>268,620.19</b>	<b>107,286.38</b>	<b>161,338.81</b>	-

注 1：公司代建管理项目中城东金融贸易区支路网项目、深圳产业园路网项目、新区大道项目、城东大道项目、城东大道二期项目、瓦普东路市政工程项目和喀什市瓦普西路、瓦普西南延段和克孜河桥桥梁工程项目为喀什深喀发行的 2014 年喀什深喀投资发展有限公司公司债券募投项目，并由喀什深喀委托公司负责代建。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司本期债券募投项目总投资29.83亿元，根据公司与喀什地区行政公署签订的《2013年喀什市保障性住房项目投资建设回购协议书》以及和喀什市政府签订的《喀什市关于东城区部分土地出让收入作为喀什城建投资集团有限公司专项配套资金的请示的批复》，政

府将逐年回购喀什市2013年保障性住房建设项目，并以指定土地出让净收益覆盖外环一路、外环二路、外环三路、外环四路市政工程项目成本和收益，截至2018年末公司本期债券募投项目尚未产生收入，尚需回购规模为12.00亿元。受政府财政安排影响，募投项目相关收益的实现存在一定不确定性。

### **2018年股东收回部分投资，实收资本有所减少**

注册资本方面，2018年国开发展基金收回投资款3.61亿元，农发重点基金收回投资款0.21亿元，截至2018年12月末，公司注册资本及实收资本减少3.82亿元。资本公积方面，2018年，根据喀什市国资字【2018】82号文，公司股东对公司追加投资，增加资本公积3.65亿元；同时，置出土地资产减少资本公积2.68亿元。截至2018年12月末，公司资本公积合计增加0.97亿元。

## **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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的2017-2018年度审计报告，公司审计报告按新会计准则编制。

2018年公司有3家不再纳入合并范围的子公司，截至2018年底，公司报表合并范围子公司共计5家（明细见附录二）。

### **资产结构与质量**

**公司资产以基础设施、保障房开发成本及土地使用权为主，且部分土地资产和房产已用于抵押，整体资产流动性较弱**

截至2018年末公司资产总额为136.63亿元，同比下降8.71%，主要系公司股东收回部分投资款和公司偿还债务所致。从资产构成来看，公司资产以存货和无形资产为主，截至2018年末公司存货和无形资产占总资产比重分别36.69%和37.15%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至2018年末，公司货币资金余额为0.84亿元，同比大幅下降84.92%，主要系偿还债务所致，货币资金无使用受限制的情况。公司应收账款主要系应收工程款，2018年末应收账款账面价值为7.98亿元，同比增长42.62%，其中应收喀什市国土资源局土地款3.00亿元、应收喀什东城投资开发有限公司（以下简称“东城公司”）工程款2.78亿元、应收喀什发展集团有限公司工程

款1.10亿元、应收喀什市重点项目建设管理中心工程款1.15亿元。从账龄来看，1至2年的应收账款余额占比为47.89%，回收时间存在一定的不确定性。公司其他应收款主要为应收区域内政府部门和国有企业代垫款，截至2018年末其他应收款账面价值为20.67亿元，同比增长34.41%，主要系代垫东城公司工程款大幅增加所致，其中前五大应收对象分别为东城公司、新疆冠鲁房地产开发有限公司、喀什市重点项目管理中心、喀什汇城房地产开发有限公司、喀什市供排水总公司工程分公司。从账龄来看，1年以内的其他应收款余额占比为54.20%，1-2年占比39.58%。整体来看，公司应收款项合计占总资产的20.97%，规模较大，主要为政府项目工程款以及政府部门及国有企业代垫款，回收风险较小，但回款时间存在不确定性，对公司资金形成一定的占用。

公司存货主要为土地开发、基础设施和保障房项目工程开发成本，截至2018年末存货账面价值为50.13亿元，其中开发产品为6.60亿元，主要为喀什花园项目，该项目已投资完毕但尚未验收。公司已就部分基础设施和保障房项目与政府签订回购协议和土地出让收入返还协议，但项目收入确认时间和回款时间受政府财政资金安排影响较大，存货何时确认收入存在一定不确定性。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产和无形资产。截至2018年末公司可供出售金融资产账面余额为4.36亿元，系对乌鲁木齐商业银行投资4.35亿元和喀什新光华投资管理公司投资120.00万元。截至2018年末公司无形资产账面价值为50.75亿元，主要为土地使用权；2018年喀什市国土资源局和公司股东收回部分土地，同时公司处置部分土地，受此影响，公司无形资产账面价值同比下降17.67%。

总体来看，公司资产规模稳定增长，资产主要以基础设施、保障房开发成本及土地使用权为主，且部分土地资产和房产已用于抵押，抵押资产账面价值合计7.77亿元，占总资产比重的5.69%，整体资产流动性较弱。

**表7 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	8,350.95	0.61%	55,390.47	3.70%
应收账款	79,848.80	5.84%	47,214.99	3.15%
其他应收款	206,693.11	15.13%	153,780.41	10.28%
存货	501,305.18	36.69%	543,275.17	36.30%
<b>流动资产合计</b>	<b>799,182.54</b>	<b>58.49%</b>	<b>808,116.65</b>	<b>54.00%</b>
可供出售金融资产	43,620.00	3.19%	43,620.00	2.91%
无形资产	507,509.88	37.15%	616,459.53	41.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>567,087.59</b>	<b>41.51%</b>	<b>688,455.52</b>	<b>46.00%</b>

资产总计	1,366,270.13	100.00%	1,496,572.17	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2018年营业收入有所下降，毛利率水平较高，但收入和盈利受政府财政资金安排影响较大，存在较大的不确定性**

2018年公司实现营业收入为5.46亿元，同比下降23.32%，主要系土地开发收入和代建管理收入大幅下降所致。2018年公司实现其他收入2.32亿元，主要为公司出售不动产收入，对公司营业收入形成一定补充，但不具备可持续性。从毛利率来看，2018年公司综合毛利率为44.59%，较上年下降3.12个百分点，主要系公司代建管理收入下降较大，且该业务收入毛利率较高，进而拉低了整体毛利率水平。2018年公司取得投资收益0.26亿元，主要源自处置长期股权投资产生的投资收益0.11亿元和持有的乌鲁木齐商业银行投资的分红收益0.14亿元，对公司营业利润形成一定的补充。

公司目前主要代建基础设施规模较大，但项目回购资金受喀什市财政安排和业主资金状况的影响，仍存在不确定性。同时，值得注意的是，受当地财政安排影响，2018年政府尚未对公司已完工基础设施和保障性住房进行回购，未来公司基础设施和保障房项目的回购收入和盈利仍存在较大的不确定性。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	54,601.81	71,205.96
其他收益	0.00	124.69
投资收益	2,566.40	2,125.36
营业利润	1,413.58	5,063.82
营业外收入	0.00	119.03
利润总额	1,408.81	4,010.57
综合毛利率	44.59%	47.71%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司业务收现情况表现较差，公司依然面临一定的筹资压力**

2018年公司收现比为0.46，营业收入回款表现较差。2018年公司收到的其他与经营活动有关的现金规模较大，公司经营活动现金净流入5.28亿元。从投资活动来看，2018年公司投资活动产生的现金净流入0.97亿元，主要系公司收回上年银行理财产品导致投资活动

现金流入增多所致。

从筹资活动来看，2018年公司吸收投资收到的现金规模为3.27亿元，主要是股东投资款；偿还债务支付的现金为8.49亿元，筹资活动产生的现金流量净额表现为流出10.74亿元。近年来公司债务偿还规模扩大，公司依然面临着一定的筹资压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.46	0.27
销售商品、提供劳务收到的现金	25,214.06	19,282.95
收到的其他与经营活动有关的现金	214,626.28	154,476.35
经营活动现金流入小计	239,840.33	173,767.65
购买商品、接受劳务支付的现金	72,936.96	76,091.79
支付的其他与经营活动有关的现金	108,740.12	168,593.93
经营活动现金流出小计	187,059.55	270,759.70
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>52,780.78</b>	<b>-96,992.05</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>9,681.30</b>	<b>1,665.11</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-107,397.71</b>	<b>-63,496.17</b>
现金及现金等价物净增加额	-44,935.63	-158,823.11

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司所有者权益有所下降，整体负债水平较高，偿债压力较大

截至2018年末，公司负债总额为90.02亿元，同比下降10.38%；2018年公司股东收回部分投资款，所有者权益降至46.61亿元，产权比率下降至193.13%，所有者权益对负债的保障程度小幅上升。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	900,177.32	1,004,483.73
所有者权益	466,092.81	492,088.44
产权比率	193.13%	204.13%

资料来源：公司 2017-2018 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为88.76%，仍然是负债的主要构成。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司预收款项为项目业主预付的工程款，截至2018年末预收款项为6.25亿元。公司其他应付款主要为政府部门和国有企业等的往来款及代收代付款，偿还具有一定弹性且不需要支付利

息，截至2018年末公司其他应付款为62.35亿元。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债为10.39亿元，包括一年内到期的长期借款4.86亿元、一年内到期的应付债券3.00亿元以及一年内到期的长期应付款2.53亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2018年末公司长期借款为1.67亿元，以保证、抵质押借款为主。公司应付债券为“12喀什建投债”和本期债券，截至2018年末应付债券4.40亿元，其中“12喀什建投债”已于2019年6月14日提前兑付。公司长期应付款主要为农发重点基金和国开发展基金的项目投资款0.80亿元以及新疆扶贫开发投资有限责任公司有息债务0.75亿元、喀什深喀投资发展有限公司有息债务2.50亿元。

截至2018年末公司有息债务规模20.59亿元，占负债总额比例为22.87%，有息债务规模依然较大，其中一年内到期的非流动负债为10.39亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

**表11 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
预收款项	62,506.94	6.94%	63,002.25	6.27%
其他应付款	623,545.11	69.27%	582,016.29	57.94%
一年内到期的非流动负债	103,943.40	11.55%	72,850.00	7.25%
<b>流动负债合计</b>	<b>798,991.96</b>	<b>88.76%</b>	<b>744,622.66</b>	<b>74.13%</b>
长期借款	16,714.93	1.86%	96,883.93	9.65%
应付债券	44,038.30	4.89%	73,815.32	7.35%
长期应付款	40,432.13	4.49%	85,320.98	8.49%
<b>非流动负债合计</b>	<b>101,185.36</b>	<b>11.24%</b>	<b>259,861.07</b>	<b>25.87%</b>
<b>负债合计</b>	<b>900,177.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,004,483.73</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>205,878.76</b>	<b>22.87%</b>	<b>348,489.70</b>	<b>34.69%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，截至2018年末公司资产负债率为65.89%，整体负债水平依然较高。2018年末公司流动比率和速动比率分别为1.00、0.37，短期偿债能力较弱。受公司利润总额下降的影响，2018年公司EBITDA降至2.15亿元，EBITDA利息保障倍数下降至1.40，公司息税前利润对利息支付的保障程度有所下降。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	65.89%	67.12%
流动比率	1.00	1.09
速动比率	0.37	0.36



EBITDA（万元）	21,518.51	30,284.51
EBITDA 利息保障倍数	1.40	1.87
有息债务/EBITDA	9.57	11.51

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**喀什深喀提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供较好保障**

本期债券由喀什深喀提供的无条件不可撤销连带责任保证担保。保证人保证的范围包括本期债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

喀什深喀是于2005年8月17日由喀什市财政局全额出资成立的有限责任公司（国有独资），截至2018年末，喀什经济开发区财政局累计出资1.48亿元，持有喀什深喀100%股权。喀什深喀作为喀什经济开发区城市基础设施项目建设开发以及土地开发的运营主体，主要从事喀什经济开发区内土地开发整理、土地治理和基础设施建设等业务。2018年，喀什深喀实现营业收入37,069.86万元，其中工程代建收入为37,036.88万元，占主营业务收入的比重为99.91%；2018年喀什深喀未取得土地开发收入和土地治理收入。从毛利率来看，2018年工程代建业务毛利率为17.66%，主要系根据与喀什经济开发区财政局签订的代建协议约定按25%确认代建管理费点。

**表13 2017-2018年喀什深喀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
工程代建	37,036.88	17.66%	33,790.63	17.60%
其他业务	32.97	100.00%	21.56	100.00%
<b>合计</b>	<b>37,069.86</b>	<b>17.73%</b>	<b>33,812.18</b>	<b>17.65%</b>

资料来源：喀什深喀提供，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，喀什深喀资产总额为66.08亿元，所有者权益为53.97亿元，资产负债率为18.33%；2018年度，喀什深喀实现营业收入3.71亿元，利润总额1.17亿元，经营活动现金流净额3.33亿元。

**表14 2016-2018年喀什深喀主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	660,785.58	674,121.79	725,929.61
所有者权益	539,650.17	527,947.74	515,488.59
有息债务	95,405.41	120,817.48	177,258.19

资产负债率	18.33%	21.68%	28.99%
流动比率	11.75	6.88	37.87
营业收入	37,069.86	33,812.18	50,660.95
其他收益	10,700.65	17,561.04	-
营业外收入	120.83	120.51	21,225.20
利润总额	11,682.20	12,521.64	18,289.57
综合毛利率	17.73%	17.65%	19.17%
EBITDA	13,449.66	19,770.58	27,402.08
EBITDA 利息保障倍数	10.12	3.02	3.12
经营活动现金流净额	33,287.25	39,153.17	15,491.47

资料来源：喀什深喀 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，喀什深喀主体长期信用等级为AA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能够为本期债券的偿还提供较好保障。

## 七、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4月23日），公司本部发生1笔已还清欠息，金额为31.60万元，首次欠息发生日期为2016年8月22日，最近一次结清日期为2018年7月3日。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，公司对外担保金额为166,218.00万元，占公司2018年末所有者权益的比例为35.66%，其中为民营企业担保6,500.00万元，由于公司对外担保金额较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表15 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

序号	被担保企业	担保金额	担保期限
1	喀什东城投资开发有限公司	141,468.00	2016.01.18-2035.01.17
2	喀什建工集团有限责任公司	8,500.00	2017.05.22-2019.11.22
3	喀什花园保障房投资建设有限公司	9,650.00	2015.09.29-2030.09.28

4	新疆冠鲁房地产开发有限公司	5,300.00	2016.07.19-2019.07.19
5	新疆秦商伟业房地产开发有限责任公司	1,200.00	2015.08.19-2019.08.21
6	喀什市公交驾驶员培训有限公司	100.00	2015.09.23-2019.01.06
-	<b>合计</b>	<b>166,218.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2018年喀什市实现GDP170.15亿元，同比增长4.5%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。此外，喀什深喀提供的无条件不可撤销连带责任保证仍能为本期债券偿付提供一定保障。

同时中证鹏元也关注到了，截至2018年末，公司存货和无形资产账面价值合计100.88亿元，占总资产比重为73.84%，主要为基础设施、保障房工程开发成本及土地使用权，其中已抵押土地使用权及房产账面价值合计7.77亿元，占总资产比重的5.69%，整体资产流动性较弱。2018年末公司有息债务为20.59亿元，资产负债率为65.89%，整体负债水平较高，偿债压力较大。公司对外担保规模较大，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	8,350.95	55,390.47	212,141.40
其他应收款	206,693.11	153,780.41	68,085.96
存货	501,305.18	543,275.17	687,275.97
无形资产	507,509.88	616,459.53	641,448.88
资产总计	1,366,270.13	1,496,572.17	1,799,775.94
预收款项	62,506.94	63,002.25	125,499.35
其他应付款	623,545.11	582,016.29	580,105.78
一年内到期的非流动负债	103,943.40	72,850.00	38,000.00
长期借款	16,714.93	96,883.93	128,474.00
应付债券	44,038.30	73,815.32	89,540.39
长期应付款	40,432.13	85,320.98	94,289.56
负债合计	900,177.32	1,004,483.73	1,098,777.93
有息债务	205,878.76	348,489.70	350,368.95
所有者权益合计	466,092.81	492,088.44	700,998.00
营业收入	54,601.81	71,205.96	133,464.23
其他收益	0.00	124.69	-
营业利润	1,413.58	5,063.82	8,423.21
营业外收入	0.00	119.03	40.87
净利润	1,107.67	2,471.30	6,496.36
经营活动产生的现金流量净额	52,780.78	-96,992.05	183,249.68
投资活动产生的现金流量净额	9,681.30	1,665.11	-120,926.22
筹资活动产生的现金流量净额	-107,397.71	-63,496.17	46,075.12
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	44.59%	47.71%	51.31%
收现比	0.46	0.27	2.70
产权比率	193.13%	204.13%	156.74%
资产负债率	65.89%	67.12%	61.05%
流动比率	1.00	1.09	1.32
速动比率	0.37	0.36	0.44
EBITDA（万元）	21,518.51	30,284.51	33,920.59
EBITDA 利息保障倍数	1.40	1.87	1.56
有息债务/EBITDA	9.57	11.51	10.33

资料来源：公司 2016-2018 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	实收资本(万元)	持股比例	主营业务
喀什联创投资管理有限责任公司	4,000.00	100.00%	商务服务业
喀什现代服务发展有限公司	1,000.00	100.00%	商务服务业
喀什城发项目管理有限公司	1,000.00	100.00%	商务服务业
喀什克吐两河治理投资开发有限公司	3,000.00	100.00%	商务服务业
喀什丝路中亚国际贸易中心有限公司	10,000.00	55.00%	商务服务业

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 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	应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

## 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。