

2015 年喀什城建投资集团有限公司  
公司债券 2020 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：

谭璇

## 2015年喀什城建投资集团有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【804】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：2.8 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：  
蒋晗 刘惠琼

电话：  
0755-82872658

邮箱：  
jiangan@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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	2020 年 7 月 29 日	2019 年 6 月 25 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 2020 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公司资产流动性较弱，未来土地开发收入实现面临不确定性，短期偿债压力较大，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。喀什地区 2019 年实现地区生产总值 1,048.3 亿元，同比 5.6%，第三产业成为拉动当地经济增长的第一动力。喀什市为喀什地区行政公署驻地，2019 年地区生产总值同比增长 6.2%，固定资产投资增长 16.2%，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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保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 2019 年末，公司存货账面价值 104.87 亿元，占总资产比重为 78.46%，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账面价值 28.74 亿元，占总资产比重的 21.50%。
- **公司收入大幅下降，未来土地开发收入实现面临不确定性。**2019 年公司实现营业收入为 0.82 亿元，同比下降 85.03%，当年无土地开发收入，该业务受政府政策和土地市场波动影响较大，未来土地开发收入仍存在不确定性。
- **公司整体负债水平较高，短期偿债压力较大。**2019 年末公司资产负债率为 67.84%，有息债务为 22.83 亿元，短期现金债务比为 0.13，2020-2021 年需偿还的有息债务为 10.80 亿元。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 15.09 亿元，占当期末所有者权益的比例为 35.09%，担保对象均为当地国有企业，但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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,336,662.39	1,366,270.13	1,496,572.17
所有者权益	429,911.55	466,092.81	492,088.44
有息债务	228,281.06	205,878.76	348,489.70
资产负债率	67.84%	65.89%	67.12%
现金短期债务比	0.13	0.08	0.60
营业收入	8,172.83	54,601.81	71,205.96
其他收益	3.33	0.00	124.69
利润总额	1,034.86	1,408.81	4,010.57
综合毛利率	95.52%	44.59%	47.71%
EBITDA	5,862.33	21,518.51	30,284.51
EBITDA 利息保障倍数	0.64	1.40	1.87
经营活动现金流净额	-145,864.07	52,780.78	-96,992.05
收现比	2.79	0.46	0.27

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

#### 喀什深喀主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	638,980.94	660,785.58	674,121.79

所有者权益	535,991.58	539,650.17	527,947.74
资产负债率	16.12%	18.33%	21.68%
营业收入	37,811.08	37,069.86	33,812.18
利润总额	11,280.72	11,682.20	12,521.64
经营活动现金流净额	62,663.78	33,287.25	39,153.17

资料来源：喀什深喀2017-2019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2020年6月19日，本期债券募集资金专项账户余额为0.24万元。

## 二、发行主体概况

2019年喀什市国有资产管理中心（以下简称“喀什市国资中心”）追加货币资金出资11.57亿元，同时减少土地使用权出资13.72亿元，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）收回出资880.00万元，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发重点基金”）收回出资642.00万元，剩余1.78亿元出资调整至公司负债科目核算，截至2019年末，公司注册资本减少至21.25亿元，其中喀什市国资中心持股91.09%，国开发展基金持股6.79%，农发重点基金持股2.12%，实收资本减少至17.21亿元，喀什市国资中心出资17.21亿元，公司控股股东和实际控制人仍为喀什市国资中心。

2019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。2019年公司纳入合并报表的子公司增加2家，截至2019年12月31日，公司纳入财务报表合并范围的子公司共7家，明细详见附录二。

**表1 2019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	纳入合并报表的原因
喀什丝路印象文化传媒有限公司	100.00%	1,000.00	文化艺术交流	新设
喀什众信人和人力资源有限公司	100.00%	200.00	人力资源服务	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿元，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《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》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

### 喀什市经济保持增长，固定资产投资为拉动经济增长的主要动力

喀什市隶属新疆喀什地区，位于新疆西南缘，塔里木盆地西部，东临塔克拉玛干沙漠，南依喀喇昆仑山与西藏阿里地区，西靠帕米尔高原，是中国最西部的边陲城市，是喀什地区行政公署驻地。

喀什地区 2019 年实现地区生产总值 1,048.3 亿元，同比 5.6%。其中，第一产业增加值 295.9 亿元，增长 6.1%；第二产业增加值 199.9 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 552.5 亿元，增长 6.6%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 28.2%，第二产业增加值占地区生产总值的比重为 19.1%，第三产业增加值占地区生产总值的比重为 52.7%，第三产业成为拉动经济增长的第一动力。2019 年人均地区生产总值 22,647 元，比上年增长 5.9%。

喀什市 2019 年地区生产总值较上年增长 6.2%，经济增速有所提升，规模以上工业增加值增长 15.0%。2019 年喀什市固定资产投资增长 16.2%，为拉动经济增长的重要动力。



2019年喀什市实现公共财政收入15.26亿元，同比增长15.61%，其中税收收入12.33亿元，占公共财政收入比重为80.80%；实现政府性基金收入31.06亿元，同比增长54.0%；实现上级补助收入52.12亿元；同期喀什市公共财政支出为95.46亿元，同比增长41.13%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为15.99%。

## 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。2019年公司实现主营业务收入为0.81亿元，同比大幅下降85.07%，主要系当期未实现土地开发收入及不动产销售收入所致。2019年公司代建管理收入0.46亿元，同比增长251.84%，主要系当期决算项目增多所致；受当地政府土地出让政策及财政资金安排等影响，公司2019年未实现土地开发收入。2019年公司其他收入为0.35亿元，主要系国有资产、商铺等出租收入和征收补偿收入等，对公司主营业务收入形成一定补充。从毛利率来看，2019年公司主营业务毛利率为95.50%，同比上升51.00个百分点，主要系当期代建管理收入占比大幅提高且该项收入毛利率水平较高所致。

**表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	0.00	0.00	29,964.80	42.81%
代建管理	4,622.64	100.00%	1,313.83	100.00%
其他	3,517.82	89.59%	23,234.25	43.53%
<b>合计</b>	<b>8,140.46</b>	<b>95.50%</b>	<b>54,512.88</b>	<b>44.50%</b>

注：2018年其他收入中包含销售不动产收入2.14亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年公司未实现土地开发收入，该业务受政府政策和土地市场波动影响较大，存在不确定性**

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，公司以此确认土地开发收入。

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，2019年公司未实现土地开发收入，且2019年末暂无大型土地整理开发项目，未来收入和盈利亦存在不确定性。

**2019年公司代建管理收入有所上升，仍有一定规模在建项目，短期内具有一定的可持续性，但项目回购资金易受喀什市财政安排和业主资金状况的影响**

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。

2019年公司实现代建管理收入0.46亿元，同比增长251.84%，主要系当期决算项目增加所致。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2019年末，公司在建项目主要为喀什市水域华庭小区建设项目，该项目为保障房项目，计划总投资4.20亿元，预计2020年底完工，可实现一定规模的代建管理收入，但项目尚需投入资金3.64亿元，公司仍面临一定的资金压力。

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成本和收益，截至2019年末，公司本期债券募投项目尚需回购规模为12.00亿元，且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。

#### **公司租金收入、征收补偿收入等对主营业务收入形成一定补充**

公司其他业务收入主要为租金收入和征收补偿收入，其中租金收入主要为公司持有的国有资产、喀什花园小区商铺、停车场等出租形成的收入，2019年实现租金收入0.22亿元；拆迁补偿收入为公司从事棚户区改造项目征收服务工作形成的收入，2019年实现拆迁补偿收入0.12亿元。2019年公司合计实现其他收入0.35亿元，对公司主营业务收入形成一定补充；当期其他收入同比下降84.86%，主要系2018年公司实现不动产销售收入2.14亿元，而2019年未实现该收入。

#### **2019年公司资本结构有所调整，实收资本有所下降**

实收资本方面，2019年喀什市国资中心以货币资金出资，增加实收资本11.57亿元，同时收回部分土地使用权出资，减少实收资本13.72亿元；此外，国开发展基金和农发重点基金作为实收资本的项目资本金调整至负债核算，减少实收资本1.93亿元，其中当期收回项目资本金0.15亿元，上述调整后，2019年公司实收资本合计净减少4.08亿元。资本公积方面，2019年喀什市国资中心补偿公司固定资产折旧费增加其他资本公积0.19亿元，调整项目资本金增加资本公积0.17亿元，2019年公司资本公积合计增加0.35亿元。

## **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2018年度审计报告和经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的2019年度审计报告，公司审计报告均按新会计准则编制。2019年公司新增2家纳入合并范围的子公司，截至2019年末，公司报表合并范围子公司共计7家（明细见附录二）。

### **资产结构与质量**

**2019年公司资产规模保持稳定，但以基础设施、保障房开发成本及土地使用权为主，且部分土地资产已用于抵押，整体资产流动性较弱**

截至2019年末公司资产总额为133.67亿元，变化较小。2019年公司将无形资产中的土地使用权转入存货核算，期末流动资产占比提升至95.61%。

截至2019年末，公司货币资金余额为1.20亿元，无使用受限制的情况。

应收账款主要系应收工程款，2019年末应收账款账面价值为8.04亿元，前五大应收对象分别为喀什市自然资源局、喀什东城投资开发有限公司、喀什发展集团有限公司、喀什市重点项目管理中心、喀什铁建开江工程有限公司，合计占应收账款余额的100.00%。从账龄来看，主要集中在1-3年，回收时间存在较大不确定性。

其他应收款主要为应收当地政府部门和国有企业代垫款，截至2019年末账面价值为13.27亿元，其中前五大应收对象分别为喀什市重点项目管理中心、喀什市供排水总公司工程分公司、新疆联海创智信息科技有限公司喀什分公司（民企，余额0.88亿元）、喀什市金龙房地产开发有限公司（民企、余额0.88亿元）、江西省银鹰建设工程有限公司（民企、余额0.41亿元），合计占其他应收款余额的37.07%，部分应收对象为民营企业，存在一定的回收风险。整体来看，公司应收款项合计占总资产的15.94%，规模大、回收期不确定，对公司资金形成较大的占用。

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及土地使用权，截至2019年末存货账面价值为104.87亿元，同比增长109.19%，主要系无形资产中的土地使用权转入存货所致，其中账面价值28.74亿元的土地资产用已抵押，占总资产的21.50%。公司已就部分基础设施和保障房项目与政府签订了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不确定性。

截至2019年末，公司可供出售金融资产账面价值为4.35亿元，系对乌鲁木齐银行股份有限公司投资4.35亿元，当期确认现金红利0.15亿元。

总体来看，公司资产规模保持稳定，但以基础设施、保障房开发成本及土地使用权为主，且部分土地资产已用于抵押借款，抵押资产账面价值合计28.74亿元，占总资产的21.50%，整体资产流动性较弱。

**表3 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11,972.35	0.90%	8,350.95	0.61%
应收账款	80,364.24	6.01%	79,848.80	5.84%
其他应收款	132,721.21	9.93%	206,693.11	15.13%
存货	1,048,685.94	78.46%	501,305.18	36.69%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,277,949.56</b>	<b>95.61%</b>	<b>799,182.54</b>	<b>58.49%</b>
可供出售金融资产	43,500.00	3.25%	43,620.00	3.19%
无形资产	37.12	0.00%	507,509.88	37.15%
<b>非流动资产合计</b>	<b>58,712.84</b>	<b>4.39%</b>	<b>567,087.59</b>	<b>41.51%</b>

资产总计	1,336,662.39	100.00%	1,366,270.13	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司营业收入大幅下降，未来收入受政府政策和财政资金安排影响较大，存在不确定性**

2019年公司实现营业务收入为0.82亿元，同比下降85.03%，主要系当期未实现土地开发收入及不动产销售收入所致。2019年公司实现代建管理收入0.46亿元，占当期营业收入的56.56%，为公司收入的主要来源。2019年公司其他收入为0.35亿元，同比下降84.86%，主要系2018年实现不动产销售收入2.14亿元，而2019年未实现该收入。从毛利率来看，2019年公司综合毛利率为95.52%，同比大幅上升50.93个百分点，主要系当期代建管理收入占比大幅提高且该项收入毛利率水平较高所致。

中证鹏元关注到，公司土地开发收入受政府政策和土地市场波动影响较大，存在不确定性。同时，受当地财政安排影响，2019年政府尚未对公司已完工保障性住房进行回购，未来公司保障房项目的回购收入和盈利仍存在较大的不确定性。

**表4 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	8,172.83	54,601.81
营业利润	1,031.95	1,413.58
利润总额	1,034.86	1,408.81
综合毛利率	95.52%	44.59%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司业务收现情况有所改善，仍有一定规模的在建项目，存在一定的外部融资需求**

2019年公司收现比为2.79，营业收入回款情况有所改善。2019年公司使用股东投入资金购入部分土地资产，使得当年购买商品、接受劳务支付的现金支出19.39亿元，公司经营现金净流出14.59亿元。从投资活动来看，2019年公司投资活动产生的现金净流入1.15亿元，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，2019年公司收到股东投资款11.57亿元，且债务规模有所增加，使得当年筹资活动现金净流入13.80亿元，一定程度上缓解了公司资金压力，但考虑到公司主要在建项目仍需投入资金3.64亿元，公司依然存在一定的外部融资需求。

**表5 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	2.79	0.46
销售商品、提供劳务收到的现金	22,805.22	25,214.06
收到的其他与经营活动有关的现金	34,562.86	214,626.28
经营活动现金流入小计	57,391.64	239,840.33
购买商品、接受劳务支付的现金	193,913.79	72,936.96
支付的其他与经营活动有关的现金	3,766.90	108,740.12
经营活动现金流出小计	203,255.71	187,059.55
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-145,864.07</b>	<b>52,780.78</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,519.84</b>	<b>9,681.30</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>137,965.63</b>	<b>-107,397.71</b>
现金及现金等价物净增加额	3,621.40	-44,935.63

资料来源：公司 2018-2019 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，短期偿债压力较大**

截至2019年末，公司负债总额为90.68亿元，与上年末基本持平。2019年公司股东收回土地资产，部分实收资本调整至负债科目，同时增加部分货币资金投资，受此影响当期末所有者权益降至42.99亿元，产权比率上升至210.92%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

**表6 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	906,750.84	900,177.32
所有者权益	429,911.55	466,092.81
产权比率	210.92%	193.13%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司负债仍以流动负债为主。截至2019年末，公司短期借款余额为1.09亿元，其中保证借款1.00亿元，由喀什市供排水有限责任公司提供连带责任保证。公司预收款项主要为项目业主预付的房款及土地整治款，截至2019年末预收款项为8.54亿元。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2019年末，余额为58.81亿元。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为7.87亿元，包括一年内到期的长期借款3.74亿元、一年内到期的应付债券1.40亿元以及一年内到期的长期应付款2.73亿元。

截至2019年末，公司长期借款为7.75亿元，全部为抵押借款，抵押物为土地资产。公司应付债券为本期债券，2020年7月20日已偿还本金1.40亿元。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2.61亿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。

截至2019年末公司有息债务规模22.83亿元，占负债总额比例为25.18%，有息债务规模依然较大，其中2020-2021年需偿还的有息债务为10.80亿元。

**表7 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,900.00	1.20%	0.00	0.00%
预收款项	85,369.99	9.41%	62,506.94	6.94%
其他应付款	588,066.81	64.85%	623,545.11	69.27%
一年内到期的非流动负债	78,747.88	8.68%	103,943.40	11.55%
<b>流动负债合计</b>	<b>768,117.67</b>	<b>84.71%</b>	<b>798,991.96</b>	<b>88.76%</b>
长期借款	77,536.00	8.55%	16,714.93	1.86%
应付债券	29,849.56	3.29%	44,038.30	4.89%
长期应付款	31,247.62	3.45%	40,432.13	4.49%
<b>非流动负债合计</b>	<b>138,633.18</b>	<b>15.29%</b>	<b>101,185.36</b>	<b>11.24%</b>
<b>负债合计</b>	<b>906,750.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>900,177.32</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>228,281.06</b>	<b>25.18%</b>	<b>205,878.76</b>	<b>22.87%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，截至2019年末，公司资产负债率为67.84%，整体负债水平依然较高。2019年末公司短期债务比有所上升，但仍处于较低水平，面临较大的短期偿债压力。受公司利润总额下降的影响，2019年公司EBITDA降至0.59亿元，当期EBITDA利息保障倍数下降至0.64。

**表8 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	67.84%	65.89%
现金短期债务比	0.13	0.08
EBITDA（万元）	5,862.33	21,518.51
EBITDA利息保障倍数	0.64	1.40
有息债务/EBITDA	38.94	9.57

资料来源：公司2018-2019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一定保障

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2019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。

2019年，喀什深喀实现营业收入37,811.08万元，收入规模与上年基本持平，其中工程代建收入为公司主要的收入来源，占当期营业收入的99.81%。从毛利率来看，2019年工程代建业务毛利率为17.60%，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。

**表9 2018-2019年喀什深喀营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	37,740.34	17.60%	37,036.88	17.66%
其他业务	70.74	100.00%	32.97	100.00%
<b>合计</b>	<b>37,811.08</b>	<b>17.75%</b>	<b>37,069.86</b>	<b>17.73%</b>

资料来源：喀什深喀提供，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，喀什深喀资产总额为63.90亿元，所有者权益为53.60亿元，资产负债率为16.12%；2019年度，喀什深喀实现营业收入3.78亿元，利润总额1.13亿元，经营活动现金流净额6.27亿元。

**表10 2017-2019年喀什深喀主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	638,980.94	660,785.58	674,121.79
所有者权益	535,991.58	539,650.17	527,947.74
有息债务	31,465.94	95,405.41	120,817.48
资产负债率	16.12%	18.33%	21.68%
现金短期债务比	0.55	1.43	0.68
营业收入	37,811.08	37,069.86	33,812.18
其他收益	9,373.40	10,700.65	17,561.04
利润总额	11,280.72	11,682.20	12,521.64
综合毛利率	17.75%	17.73%	17.65%



EBITDA	12,605.28	13,449.66	19,770.58
EBITDA 利息保障倍数	0.62	1.81	2.27
经营活动现金流净额	62,663.78	33,287.25	39,153.17
收现比	0.93	1.35	1.19

资料来源：喀什深喀 2017-2019 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一定保障。

## 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2017年1月1日至报告查询日（2020年7月21日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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2019年末，公司对外担保金额为150,868.00万元，占同期末所有者权益的比例为35.09%，担保对象均为当地国有企业，但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11 截至2019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	喀什花园保障房投资建设有限公司	9,400.00	2015.09.29-2030.09.28
-	合计	<b>150,868.00</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2019年喀什市GDP同比增长6.2%，固定资产投资增长16.2%，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担保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，公司存货规模较大，且部分土地已抵押，资产流动性较弱。

2019年公司营业务收入大幅下降，土地开发收入受政府政策和财政资金安排影响较大，未来仍存在不确定性。整体负债水平较高，短期偿债压力较大。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，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	11,972.35	8,350.95	55,390.47
其他应收款	132,721.21	206,693.11	153,780.41
存货	1,048,685.94	501,305.18	543,275.17
无形资产	37.12	507,509.88	616,459.53
资产总计	1,336,662.39	1,366,270.13	1,496,572.17
预收款项	85,369.99	62,506.94	63,002.25
其他应付款	588,066.81	623,545.11	582,016.29
一年内到期的非流动负债	78,747.88	103,943.40	72,850.00
长期借款	77,536.00	16,714.93	96,883.93
应付债券	29,849.56	44,038.30	73,815.32
长期应付款	31,247.62	40,432.13	85,320.98
负债合计	906,750.84	900,177.32	1,004,483.73
有息债务	228,281.06	205,878.76	348,489.70
所有者权益合计	429,911.55	466,092.81	492,088.44
营业收入	8,172.83	54,601.81	71,205.96
其他收益	3.33	0.00	124.69
营业利润	1,031.95	1,413.58	5,063.82
营业外收入	10.16	0.00	119.03
净利润	1,125.53	1,107.67	2,471.30
经营活动产生的现金流量净额	-145,864.07	52,780.78	-96,992.05
投资活动产生的现金流量净额	11,519.84	9,681.30	1,665.11
筹资活动产生的现金流量净额	137,965.63	-107,397.71	-63,496.17
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	95.52%	44.59%	47.71%
收现比	2.79	0.46	0.27
产权比率	210.92%	193.13%	204.13%
资产负债率	67.84%	65.89%	67.12%
现金短期债务比	0.13	0.08	0.60
EBITDA（万元）	5,862.33	21,518.51	30,284.51
EBITDA 利息保障倍数	0.64	1.40	1.87
有息债务/EBITDA	38.94	9.57	11.51

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

企业名称	注册资本(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%	资产管理
喀什现代服务发展有限公司	1,000.00	100.00%	企业管理咨询
喀什城发项目管理有限公司	1,000.00	100.00%	基础设施建设
喀什克吐两河治理投资开发有限公司	3,000.00	100.00%	水利建设投资
喀什丝路中亚国际贸易中心有限公司	10,000.00	55.00%	房地产开发与经营
喀什丝路印象文化传媒有限公司	1,000.00	100.00%	文化艺术交流
喀什众信人和人力资源有限公司	200.00	100.00%	人力资源服务

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开资料，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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+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。