



# 拉萨市城市建设投资经营有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1195 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

**本次跟踪发行人及评级结果** 拉萨市城市建设投资经营有限公司 **AA+/稳定****本次跟踪债项及评级结果** “20 藏投 01”、“22 藏投 01” **AA+**

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为拉萨市作为西藏自治区的首府，政治地位突出，经济发展水平不断提高，潜在的支持能力强；跟踪期内，拉萨市城市建设投资经营有限公司（以下简称“拉萨城投”或“公司”）仍是拉萨市规模最大和最重要的基础设施投资建设主体，负责整个拉萨市区的基础设施建设，区域专营优势突出，并积极拓展房地产开发、建材销售、物业管理租赁、石油销售等经营性板块，呈多元化发展格局，业务竞争力很强，并在资金注入、股权及资产划拨等方面得到股东持续有力支持。但同时需关注房地产市场景气度持续下滑对公司资产质量及业务稳定性的影响，公司 2022 年经营性业务利润由正转负，非经营性损益占利润总额的比重进一步上升，以及财务杠杆高企，短期债务占比有所上升，公司面临一定的短期偿债压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，拉萨市城市建设投资经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**拉萨市经济实力显著增强，公司资本实力及资产质量大幅提升；主要财务指标均大幅改善等。

**可能触发评级下调因素：**公司在拉萨市的重要性及战略地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司资产质量出现明显弱化，公司财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

### 正面

- **良好的外部发展环境。**拉萨市作为西藏自治区的首府，政治地位重要，经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **区域专营优势突出，持续获得外部支持。**公司是拉萨市规模最大的城市投资建设企业，负责整个拉萨市区的基础设施建设，业务开展具有区域专营优势，地位突出，在资本金注入、运营补贴、股权及资产划入等方面得到拉萨市政府的持续有力支持。
- **多元化业务格局。**公司形成了工程建设、房地产开发、建筑建材销售、物业管理及租赁、快速消费品销售、石油销售、项目管理服务及房产经纪等业务共同发展的多元化业务格局，有利于业务风险分散，整体业务竞争力强。

### 关注

- **房地产市场波动风险。**房地产开发业务系公司营业收入的主要来源之一，存量项目较多，截至2023年3月末存货中的开发产品和开发成本分别为45.25亿元和208.80亿元。2022年以来，受房地产市场景气度持续下滑影响，商品房销售业务营收规模有所下降，存量项目去化压力加大，对公司资产质量及业务稳定性的影响值得关注。
- **非经营性损益占利润总额的比重上升。**2022年，受营收规模及毛利水平下降，财务费用增加等因素影响，公司经营性业务利润由正转负，以公允价值变动损益和信用减值损失为代表的非经营性损益占利润总额的比重进一步上升。
- **财务杠杆高企，短期债务占比上升，面临一定的短期偿债压力。**截至2023年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为69.84%和62.59%，财务杠杆仍处于较高水平；加之短期债务占总债务的比重有所上升，货币资金对短期债务的保障程度减弱，公司面临一定的短期偿债压力。

项目负责人：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昊 hli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027) 87339288

## 财务概况

拉萨城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	795.60	948.02	961.14	1,005.61
经调整的所有者权益合计（亿元）	254.17	298.71	288.31	293.33
负债合计（亿元）	541.43	649.31	662.84	702.27
总债务（亿元）	365.56	446.94	430.74	490.81
营业总收入（亿元）	105.50	93.80	70.52	10.42
经营性业务利润（亿元）	10.84	5.09	-2.30	0.09
净利润（亿元）	21.77	8.18	2.95	0.01
EBITDA（亿元）	26.39	16.10	11.15	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.61	2.36	2.17	9.86
总资本化比率（%）	58.99	59.94	59.90	62.59
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.20	1.19	1.03	--

注：1、中诚信国际根据拉萨城投提供的经永拓会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告、经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020、2021 年数据为 2021、2022 年审计报告期初数，2022 年数据为 2022 年审计报告期末数；2、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、为准确计算有息债务，公司将长期应付款中的带息债务调整至长期债务核算，将其他权益工具中的永续中票调整至长期债务核算；4、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其它权益工具中的永续中票；5、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	拉萨城投	通联资本	西宁城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	拉萨市	银川市	西宁市
GDP（亿元）	747.57	2,535.63	1,644.35
一般公共预算收入（亿元）	67.69	174.59	131.72
所有者权益合计（亿元）	298.31	232.81	259.58
总资本化比率（%）	59.90	41.65	52.25
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.03	0.51	1.53

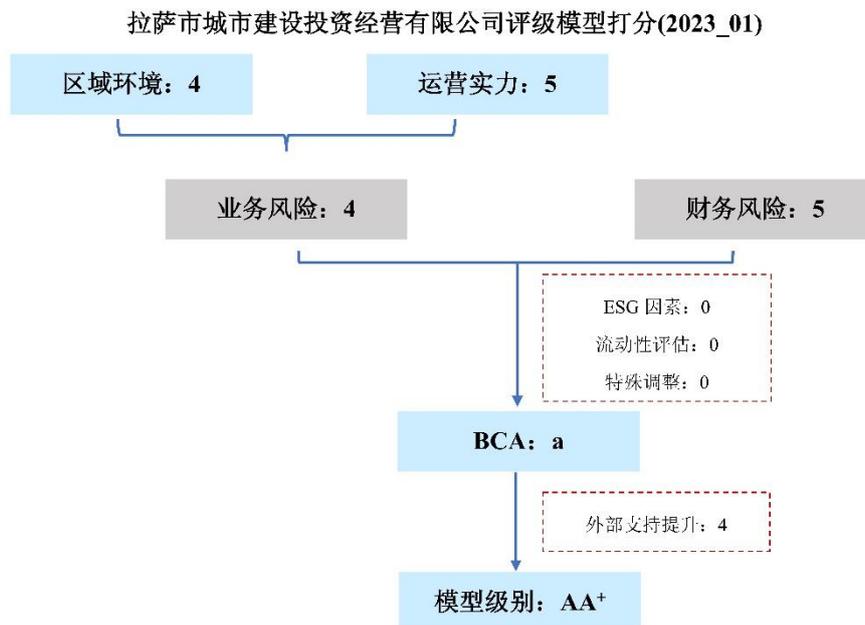
注：通联资本系“银川通联资本投资运营集团有限公司”的简称，西宁城投系“西宁城市投资管理有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 藏投 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/22	10	10	2020/06/09~2025/06/09	附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
22 藏投 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/22	30	30	2022/01/11~2027/01/11	附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,拉萨城投仍作为拉萨市规模最大和最重要的城市基础设施投资建设主体,负责整个拉萨市区的基础设施建设,区域专营优势突出,并积极拓展房地产开发、建材销售、物业管理租赁、石油销售等经营性板块,呈多元化发展格局,业务竞争力很强。工程施工项目储备充足,但随着房地产市场景气度持续下滑,商品房销售板块的稳定性有待关注。房地产项目投入和工程施工成本是公司最主要的资产构成,通过租售等形式可为公司带来一定的现金流入,收益性尚可,但回款周期偏长,加之市场景气度下降导致房地产项目去化压力加大,流动性偏弱。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,受益于股东支持以及房产项目评估增值,公司所有者权益规模整体呈增长趋势,具有较强的资本实力;但公司财务杠杆仍处于较高水平,债务负担偏重,且短期债务占总债务的比重有所上升,货币资金对短期债务的保障程度减弱,公司面临一定的债务集中到期压力;公司主营业务回款质量较好,但非经营性损益占利润总额的比重不断上升,EBITDA 虽可覆盖当期利息支出但保障程度逐年下降。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对拉萨城投个体信用等级评估无影响,拉萨城投具有 a 的个体信用等级,反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为,拉萨市政府的支持能力强,对公司的支持意愿强,主要体现在拉萨市政治地位突出以及经济发展水平不断提高,拉萨城投区域重要性突出,与政府的关联度较高,以及过往获得的支持力度大。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 藏投 01”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后，用于偿还公司债务及补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕，其中 8.80 亿元用于偿还有息债务，1.20 亿元用于补充流动资金。

“22 藏投 01”募集资金 30.00 亿元，扣除发行费用后，用于偿还公司有息债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中

央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

西藏自治区的社会经济、历史和地理条件在中国具有很大的特殊性，政治地位十分重要，得到了中央政府的大力支持。拉萨市是西藏首府，是西藏的政治、经济、文化和宗教中心，下辖 3 区 8 县，另设拉萨国家级经济技术开发区和柳梧新区，面积 2.96 万平方公里，地势相对较平坦，交通相对自治区内其他城市较为便利。根据《拉萨市第七次全国人口普查主要数据公报》，拉萨市常住人口为 86.79 万人，城镇化率为 69.77%。

2022 年，拉萨市实现地区生产总值（GDP）747.57 亿元，比上年增长 0.2%，经济发展水平远高于西藏自治区内其他地级市，首位度较高，但在全国范围来看经济发展水平仍偏弱，在全国省会城市中位于最后一位。从产业发展来看，2022 年拉萨市三次产业占比为 3.6:38.9:57.5，第三产业对拉萨市经济增长的拉动作用较大，其中旅游业、净土健康产业是经济增长的重要支撑。2022 年，拉萨市全社会固定资产投资比上年下降 37.3%，投资对当地经济发展的拉动力有所减弱。

财政收入方面，拉萨市一般公共预算收入位居自治区首位，但 2022 年受不利因素影响而下降幅度较大，财政平衡率较低，收支平衡对上级补助的依赖程度较高。2021 年以来，受土地市场行情景气度下降影响，政府性基金收入持续下滑。再融资环境方面，截至 2022 年末，拉萨市政府债务余额为 90.98 亿元，负债率和债务率均处于较低水平，区内城投企业的融资主要依赖银行借款，发债企业较少，但已发债企业信用资质尚可，债券市场发行利差较低，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，对非标融资的依赖度较低，整体再融资环境较好。

表 1：近年来拉萨市地方经济财政实力

项目	2010	2021	2022
GDP（亿元）	678.16	741.84	747.57
GDP 增速（%）	7.8	6.7	0.2
固定资产投资增速（%）	5.3	-19.0	-37.3
一般公共预算收入（亿元）	107.26	106.94	67.69
政府性基金收入（亿元）	51.85	25.38	17.89
公共财政平衡率（%）	28.18	22.74	13.02
政府债务余额（亿元）	61.08	79.86	90.98

资料来源：拉萨市财政局，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信认为，跟踪期内公司仍是拉萨市规模最大的城市投资建设企业，业务围绕基础建设业务呈现多元化发展，但主要受市场环境及房地产市场低迷影响，2022 年公司主要业务板块的营收规模均出现不同程度下滑，综合毛利率亦有所下降；工程施工项目有一定的项目储备，但已完工项目回款周期较长；随着房地产市场景气度持续下滑，商品房销售板块的稳定性及其去化情况有待关注。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程项目	40.26	38.16	17.11	26.12	27.84	8.08	23.31	33.05	11.87	0.90	8.62	13.50
商品房销售	30.86	29.25	20.69	27.01	28.79	19.67	19.42	27.53	28.72	3.06	29.34	23.45
建材销售	20.50	19.43	13.51	25.75	27.45	15.10	10.61	15.05	11.83	1.90	18.26	8.88
物业及租金	3.34	3.17	73.30	4.89	5.21	74.63	4.00	5.68	44.48	2.02	19.36	52.03
石油销售	0.46	0.44	8.66	0.70	0.74	10.77	0.39	0.55	17.57	0.09	0.90	13.13
项目管理	0.23	0.22	23.68	0.21	0.22	33.07	1.83	2.60	1.43	0.06	0.60	33.07
快速消费品	1.22	1.16	13.43	0.48	0.51	7.34	0.11	0.16	6.06	0.04	0.39	-8.53
房产经纪	0.17	0.16	98.64	0.84	0.90	99.63	0.33	0.47	94.09	0.06	0.55	96.05
其他	8.44	8.00	33.97	7.81	8.33	23.54	10.51	14.91	3.88	2.29	21.98	9.95
合计/综合	105.50	100.00	20.65	93.80	100.00	18.99	70.52	100.00	17.30	10.42	100.00	22.73

注：1、加总数与合计数存在差异系四舍五入所致；2、其他业务收入主要为代建管理费收入、水费、养护收入、资产处置收入、酒店经营收入、旅游收入、培训收入和汽车类收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 工程项目

**工程施工业务具有区域专营优势，施工资质齐全，项目储备充足，业务可持续性有一定保障；但 2022 年营收规模同比有所下滑，且已完工项目回款周期偏长，后续回款情况有待关注。**

工程项目业务主要由公司本部和子公司西藏鲲泰建设集团有限公司（以下简称“鲲泰建设”）负责，业务范围以拉萨市为主，鲲泰建设成立后，接替公司本部承担了市政设施、道路建设改造等基础设施项目，公司本部目前不再新增基础设施建设项目。业务模式方面，2016 年之前，公司主要通过委托代建模式承接工程项目，与相关政府部门签订代建协议，资金来源包括财政直接拨款（直接支付给施工方）、公司自筹及外部融资，公司在每个付款周期末根据工程进度按比例拨付工程款至施工单位，同时向政府单位申请拨付建设资金。2016 年，拉萨市政府成立拉萨市政投建设项目代建管理有限公司（以下简称“拉萨代建公司”），政府重大项目均由政府部门与其签署《建设项目全过程代建合同》，由拉萨代建公司负责项目前期管理、全过程项目管理及后期管理工作，公司通过单独或者成立联合体的形式向拉萨代建公司投标，再由相应施工主体进行工程项目建设。资金平衡方面，业主需要先支付一定比例的预付款，支付比例一般为 10~30%，之后按照工程项目建设进度向公司支付进度款项，在项目完工后合同约定的质保期结束后向公司支付质保金，质保金的支付比例一般为 3~5%，公司按照工程（履约）进度确认收入。此外，子公司鲲泰建设还承建了部分自营类项目，业主单位一般为集团本部或西藏城市置业集团有限公司（以下简称“西藏置业”）等关联方，项目类型以市内房建类项目为主。公司工程施工业务在区域内具有很强的竞争力，拥有水利水电施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级、公路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级和隧道工程专业承包一级等各类资质近 40 项，工程施工资质较为齐全，当前施工项目以拉萨市内房屋建设和市政路桥领域为主，并不断开拓其他专业工程领域，以及渗透拉萨市以外西藏其他地市的市场份额。

2022 年，公司确认工程施工收入 23.31 亿元，较上年下降 10.75%，但随着建筑材料、人工成本等减少，毛利率水平有所上升。2023 年 1~3 月，公司确认工程项目收入 0.90 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司已完工项目主要包括南环、西环、北环及延伸段、中心管理孵化器项目、经开区精准扶贫等，上述项目公司均签订了委托代建协议及施工合同，公司投资总额为 82.01 亿元，已回款金额为 57.95 亿元，项目回款周期整体偏长，中诚信国际将对已完工项目的回款情况保持关注。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工项目情况（亿元）

项目名称	签订合同	工程总投资实际结算额	公司投资总额	拟回款额	已回款额
南环	《建设项目委托代建合同》	32.28	10.99	11.18	10.99
西环	《建设项目委托代建合同》	27.61	5.28	5.37	5.13
北环	《项目委托代建合同》	14.52	4.98	5.25	3.45
北环（延伸段）	《项目委托代建合同》	7.65	7.44	7.44	0.37
柳东大桥	《项目委托代建合同》	7.52	5.04	5.04	5.04
慈觉林精准扶贫项目	《项目备案表》	7.20	5.24	1.28	1.28
中心管理孵化器项目	《委托代建购买服务合同》	5.68	4.25	4.25	1.43
经开区精准扶贫	《项目委托代建合同》	4.54	4.54	4.64	4.25
拉萨阿里完全中学	《委托融资代建合同》	4.44	3.35	3.35	2.81
教育城二期市政工程	《项目委托代建合同》	4.42	3.12	4.42	1.15
拉林高速(学子大道段)	《建设工程施工合同》	4.25	3.74	3.79	2.93
堆龙工业园	《项目委托代建合同》	2.40	2.40	2.43	1.79
易地扶贫（才纳乡）	《项目委托代建合同》	2.04	2.04	2.00	1.57
拉萨市财政局（2#闸）	《施工合同》	1.93	1.93	1.93	1.93
<b>合计</b>	--	<b>126.48</b>	<b>64.34</b>	<b>62.37</b>	<b>44.12</b>

注：1、公司已完工项目较多，上表仅列示投资规模较大的部分项目，包括委托代建类项目和工程施工类项目；2、工程总投资实际结算额=公司投资总额+政府对外直接支付合同金额；3、南环系 318 国道拉萨市绕城路工程，西环系拉萨市环城路（西环段）项目，北段系拉萨市环城路（北段）项目；4、柳东大桥项目由公司与拉萨市住房和城乡建设局签订委托代建合同，部分建设内容交由子公司鲲泰建设进行建设，上表列式的公司投资总额主要系子公司鲲泰建设作为施工方承担的投资金额；5、慈觉林精准扶贫项目拟回款金额小于公司已投资总额，主要系政府完成 1.27 亿元安置房购买后，剩余投资部分全部转为公司自有商业项目，政府未来不再回款所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建委托代建类项目主要为 S5 线拉萨至泽当快速通道（达孜至桑耶走廊）建设项目（以下简称“S5 项目”），业主单位为拉萨市交通运输局，该项目总投资为 98.00 亿元，其中政府直接出资 50.00 亿元，公司参与投资 48.00 亿元；同期末，该项目已累计完成投资 72.17 亿元，其中公司已完成投资 46.98 亿元，后续主要依据政府委托支付款项，公司资本支出压力相对可控。随着业务模式改变，截至 2023 年 3 月末，公司暂无拟建委托代建类项目。

2022 年及 2023 年 1~3 月，子公司鲲泰建设新签工程施工合同分别为 6 个和 6 个，新增合同金额分别为 6.19 亿元和 4.29 亿元，新签合同数量及金额较往年下降幅度较大。截至 2023 年 3 月末，鲲泰建设在手项目数量有 27 个，在手项目合同金额为 102.36 亿元，仍有一定的项目储备，对该板块后续业务的可持续性提供支撑。鲲泰建设承包项目以房建和市政项目为主，业主单位包括拉萨市住建局、拉萨市交通运输局、拉萨市城市管理和综合执法局、拉萨市柳梧新区管理委员会等当地政府部门（国投类项目）以及拉萨城投及其子公司（自投类项目）。

表 4：截至 2023 年 3 月末鲲泰建设主要工程承包项目情况（亿元）

项目名称	合同签订日期	业主	合同总造价	预计总收入	已投资	工程进度	累计确认收入
丽景榕华府、丽景枫华府开发项目	2021.6	拉萨城市房地产开发有限公司	23.74	21.78	1.28	13%	9.05

西藏江旭投资开发有限公司堆龙新城 2020 年集中连片地产开发项目	2021.04	西藏江旭投资开发有限公司	13.97	12.81	4.04	66%	9.39
堆龙新城(1#2-1#2-2#3#4#)	2019.04	西藏城市置业集团有限公司	12.27	11.26	4.25	54%	6.57
拉萨城投东城 12 号开发项目(洲际酒店周边项目)	2019.05	拉萨市城市房地产开发有限公司	11.96	9.50	8.70	92%	9.88
堆龙德庆区象雄美朵文化旅游小镇(一期)项目	2019.04	拉萨鹏鑫文化旅游产业有限公司	9.00	8.46	7.96	98%	7.93
拉萨市管网改造和智慧水务工程	2020.07	拉萨市住建局	6.43	5.89	3.13	87%	3.97
拉萨纳木措生态旅游项目 EPC 总承包	2017.1	拉萨市布达拉旅游文化集团有限公司	5.19	5.09	4.45	92%	4.63
墨竹工卡县“美丽乡村, 幸福家园”建设项目 EPC 总承包	2021.12	西藏城市置业集团有限公司	4.57	0.42	0.09	80%	0.12
拉萨河两岸绿化提升工程 EPC	2020.03	西藏拉萨市柳梧新区管理委员会	4.47	4.10	3.36	100%	3.77
西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区(二期)综合管廊和市政道路建设项目	2021.08	西藏幸福家园投资建设集团有限公司	3.87	3.25	2.91	97%	3.06
拉萨市五个停车场建设项目施工标段	2020.06	西藏启恒教育体育产业有限公司	2.86	2.62	2.43	100%	2.69
<b>合计</b>	--	--	<b>98.33</b>	<b>85.18</b>	<b>42.60</b>	--	<b>61.06</b>

注：1、自营类项目的业主方为拉萨城投及其子公司；2、预计总收入小于合同总造价，一方面预计总收入不含税，而合同总造价是含税的，另一方面，部分项目系联合承包，公司只确认除设计、勘察、建设等之外的建设部分收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 商品房销售

2022 年以来，受房地产市场景气度持续低迷以及交付进度放缓影响，商品房销售收入有所下降，该板块业务稳定性及其后续去化情况有待关注。

房地产开发业务运营主体主要为公司本部和子公司西藏置业，均拥有房地产开发二级资质，业务范围集中于拉萨市区，项目资金由公司自筹，建成后通过房产租售等形式实现资金平衡。

2022 年，随着房地产市场景气度下降以及交付进度放缓，公司签约金额以及销售均价均有所下降，公司当年确认商品房销售收入 19.42 亿元，较上年下降 28.10%，结转收入涉及的项目主要系包括翠湖文景居、工布花园、嘉林雲邸、东郡嘉华府、东郡康萨林、日喀则御澜湾等。2023 年 1~3 月，公司确认商品房销售收入 3.06 亿元。

表 5：近年来公司商品房销售情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
新开工面积(万平方米)	30.33	183.54	74.94	0.00
在建面积(万平方米)	304.71	481.90	29.22	104.16
签约金额(亿元)	32.09	72.04	22.04	8.64
签约面积(万平方米)	39.14	78.61	30.28	12.22
销售均价(元/平方米)	8,199	9,163	7,278	7,067
商品房销售收入(亿元)	30.86	27.01	19.42	3.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，截至 2023 年 3 月末，公司在售(含预售)房地产项目共计 55 个，在售面积共计 442.91 万平方米，累计已售面积 286.38 万平方米，其中阳吉华苑、日喀则御澜湾、翠湖文景居、锦庭世纪城等系主要的去化项目。受项目完工时点、公司销售政策不同等因素影响，上述各项目销售情况呈现较大差异，销售均价自数千元至上万元不等。截至 2023 年 3 月末，上述在售项目累

计实现销售收入 209.59 亿元，累计回笼资金 187.73 亿元，整体回款状况尚可。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在售（含预售）项目情况（万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	在售面积	累积已售面积	累计均价	累计销售金额	累计确认收入金额
翠湖文景居	23.84	22.46	7,653.52	17.19	15.59
阳吉华苑	24.80	20.68	7,655.10	15.83	13.54
日喀则御澜湾	21.41	18.92	8,128.17	15.38	13.38
锦庭世纪城	30.71	30.06	4,988.80	14.99	13.59
城投翰林苑	12.99	12.16	7,511.65	9.13	9.11
工布花园	18.22	14.11	6,452.63	9.11	5.94
东嘎时代广场	13.58	10.81	7,080.86	7.65	7.51
春江云邸	12.51	11.82	5,709.40	6.72	6.60
雪顿古镇（别墅）	5.59	5.07	13,099.14	6.65	5.89
宝萨翠湖庄园	6.02	5.82	11,401.29	6.64	5.94
东郡康萨林	8.52	6.85	9,316.23	6.38	5.04
青木呈祥苑	10.65	10.65	5,725.13	6.10	6.04
香巴拉豪庭	6.54	5.71	10,200.67	5.83	5.77
南城碧水湾	6.43	6.43	8,965.46	5.76	5.68
教师产权房二期	14.14	14.14	4,009.20	5.67	5.58
雅砻花园	20.81	6.53	7,868.95	5.14	3.53
其他	206.15	84.16	--	65.42	59.00
<b>合计</b>	<b>442.91</b>	<b>286.38</b>	<b>--</b>	<b>209.59</b>	<b>187.73</b>

注：公司在售房地产项目较多，上表仅列示部分在售房地产项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目开发方面，截至 2023 年 3 月末，公司已完工商品房项目主要包括颐堤半岛、圣城锦苑等，累计投资总额为 64.35 亿元，计划实现收入 81.81 亿元，累计实现收入 72.16 亿元，整体销售进度超过 90%，已完工项目去化回款情况较好。同期末，公司主要在建项目共计 48 个，其中住宅类项目共计 34 个，涉及总投资额 188.72 亿元，累计已投资 94.91 亿元，累计合同销售金额为 65.61 亿元；商业地产项目共计 14 个，涉及总投资额 58.02 亿元，累计已投资 51.45 亿元，累计合同销售金额为 5.47 亿元。总体来看，公司住宅项目储备充足，后续开发亦面临一定的资金压力，商业地产项目后续投资体量不大，但去化进度整体较慢。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目开发投资情况（万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	建设周期	总投资	已投资
<b>住宅</b>				
锦庭悦华府（农牧民一、二期续建项目）	25.74	2020.4-2021.4	20.28	7.57
日喀则御澜湾	33.00	2019.5-2020.7	15.60	3.85
丽景枫华府 A 区和 B 区	35.36	2021.6-2026.7	13.36	3.34
丽景裕华府	34.18	2021.6-2026.6	13.22	2.64
雅砻花园	24.79	2019.10-2021.10	12.33	5.01
吉曲靖河湾（堆龙新城 2-2 号）	27.51	2021.4-2026.4	12.30	4.97
吉曲翠堤湾（堆龙新城 2-1 号）	20.91	2021.4-2026.4	9.23	3.96
<b>商业地产</b>				
顿珠金玺苑	8.74	2017.12-2019.12	7.27	7.26
顿珠金玺苑	8.86	2017.12-2019.12	7.27	3.06
枫林雲邸（堆龙新城 6、8 号）	14.66	2021.8-2025.7	6.48	3.04
东郡澜华府	4.76	2018.7-2019.12	5.69	10.76

注：1、公司在建房地产项目较多，上表仅列示部分在建房地产项目；2、总投资金额是概算数，存在已投资金额大于总投资金额的情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 建材销售板块

建材销售品种以混凝土、水泥和钢材型材为主，主要在西藏区域内开展，上下游客户集中度较低，2022 年营收规模同比有所下滑。

公司开展建材销售业务，2018~2019 年销售品种主要为混凝土和水泥，经营主体主要为子公司西藏升航建材产业集团有限公司（以下简称“升航建材”），盈利模式方面，混凝土业务主要是公司外购沙土、石料等半成品，加工成混凝土后对外销售，水泥主要依赖于外购，再将外采的水泥销售给下游客户。2020 年起，西藏领峰实业集团有限公司（以下简称“领峰集团”）以及鲲泰建设涉足钢材型材销售，盈利模式方面，钢材型材业务通过向拉萨本地供应商采购，再直接销售给拉萨本地在建工程项目获取利润。业务模式方面，公司实行以销定采，先与客户签订销售合同，再根据实际需求与供应商签订采购合同，以保证供销平衡。结算方面，水泥业务要求现结现付，而商业混凝土等存在一定的账期。

2022 年，公司确认建材销售收入 10.61 亿元，较上年大幅下降 58.80%，毛利率水平亦有所下降。分品种来看，随着拉萨城投祁连山水泥有限公司年产 120 万吨熟料新型干法水泥生产线项目投产，公司水泥销售收入较上年进一步增加，而混凝土、砂石销售收入较上年大幅下降，主要系能耗“双控双限”政策限制以及限电限产压力，上游供货量减少，叠加下游区域内土木工程投资减少导致混凝土及钢材型材销售规模下滑所致。2023 年 1~3 月，公司确认建材销售收入 1.90 亿元。

表 8：近年来主要原产品销售情况（万元）

产品销售	2020	2021	2022	2023.1-3
混凝土	66,181.72	52,279.92	18,665.72	6,739.02
砂石	9,514.19	12,497.20	4,679.33	1,133.87
90 沥青	935.05	-	-	-
改性沥青	-	-	-	-
水泥	2,462.43	12,134.30	30,338.93	1,768.05
沥青混凝土	3,070.37	12,123.04	3,732.78	746.56
钢材型材	85,851.74	26,175.13	24,613.18	4,602.00
保温材料	1,444.55	-	-	-
其他	22,486.04	-	-	-
<b>合计</b>	<b>191,946.10</b>	<b>115,209.59</b>	<b>82,029.94</b>	<b>14,989.50</b>

注：加总数与合计数存在尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游渠道方面，公司建材销售业务需外采的货品均主要来源于就近的当地企业，供应较为稳定，基本能够满足公司的业务需要。2022 年，升航建材的建筑建材业务前五大供应商采购合计额为 1.93 亿元，占其采购总额比重为 34.88%，集中度较低，主要集中于西藏当地；前五大客户销售合计额为 1.72 亿元，占其销售总额的 28.19%，集中度亦较低。

表 9：升航建材 2022 年建材销售业务前五大供应商及客户明细（万元）

供应商名称	采购额	占比	是否为关联方
西藏南宕商贸有限公司	9,771.91	17.66%	否
湖北交投致远新材料科技有限公司	2,896.06	5.23%	否
四川欣顺建材有限公司	2,852.03	5.15%	否
西藏胡欣工贸有限公司	2,073.83	3.75%	否
西藏畅航建筑材料有限公司	1,706.04	3.08%	是
<b>合计</b>	<b>19,299.87</b>	<b>34.88%</b>	-
销售商名称	销售额	占比	是否为关联方
西藏启创供应链管理有限公司	4467.12	7.33%	否
西藏鑫众塑供应链有限公司	4097.08	6.72%	否

西藏鲲鹏建设集团有限公司	3263.51	5.36%	是
格尔木渝升合商贸有限公司	2782.86	4.57%	否
四川蜀物蓉欧实业有限公司	2566.68	4.21%	否
<b>合计</b>	<b>17,177.25</b>	<b>28.19%</b>	<b>-</b>

注：1、上表为子公司升航建材口径下，建材销售业务前五大供应商和下游客户情况，部分交易对象系关联方；2022 年，升航建材确认建材销售收入 6.09 亿元。2、加总数与合计数存在尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 物业经营板块

**跟踪期内，公司经营性物业资产规模及出租率进一步增加，但受特殊减免政策影响，2022 年营收规模同比有所下降。**

公司物业租赁及管理业务主要由子公司西藏置业、领峰集团等负责，经营资产主要包括八廓商城、万达广场、红星美凯龙、顿珠商场等住宅、商铺以及木材市场、钢材市场等专营类市场，均由公司自主开发形成。

从业务开展情况来看，2022 年，公司确认物业及租金收入 4.00 亿元，较上年下降 18.09%，其中租金收入下降幅度较大，主要系特殊减免政策所致；毛利率同比下降 40.40%，主要系公司在建物业项目陆续完工，人工等固定成本增加所致。2023 年 1~3 月，公司确认物业及租金收入 2.02 亿元，其中租金收入 1.33 亿元，较上年同期显著恢复。

表 10：近年来公司物业及租金收入情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
物业收入	1.08	2.65	2.55	0.69
租金收入	2.26	2.22	1.46	1.33
<b>合计</b>	<b>3.34</b>	<b>4.87</b>	<b>4.00</b>	<b>2.02</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司可出租物业面积为 186.07 万平方米，已出租面积为 164.22 万平方米，整体出租率为 88.26%，出租率进一步提升。随着西藏领峰国际智慧物流园陆续建成投入使用，公司可供租赁物业面积进一步增加，该板块营收规模有望进一步充实。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司可供租赁物业资产情况（万平方米）

物业名称	运营公司	可出租面积	已出租面积
钢材市场	西藏航龙钢铁物流有限公司	33.26	30.72
二期综合小区	西藏领峰农副产品经营管理有限公司	25.87	25.87
木材市场	西藏领峰木材经营管理有限公司	26.10	23.11
拉萨万达广场商业管理有限公司	拉萨万达广场商业管理有限公司	17.40	17.40
工程机械市场	西藏领峰工程机械市场有限公司	20.47	15.45
铁器市场	西藏领峰铁器市场有限公司	10.57	8.76
物流市场	拉萨城投物流有限公司	11.01	8.41
红星美凯龙拉萨顿珠商场	上海红星美凯龙品牌管理有限公司拉萨分公司	5.57	5.57
滨河公园二期	拉萨城投资产运营管理有限公司	3.99	3.99
一期市场	西藏领峰农副产品经营管理有限公司	5.35	3.61
八廓商城一期	拉萨城投资产运营管理有限公司	3.86	3.40
八廓商城二期	拉萨城投资产运营管理有限公司	2.45	2.44
洲际酒店大堂商铺	四川三岔湖长岛国际旅游度假中心有限公司	2.16	2.16
幸福苑二区	拉萨市华宝商业房产运营有限公司	1.24	1.24
圣城丽都苑	西藏圣城建设集团有限公司	1.21	1.21
卓美二期西南面	拉萨市华宝商业房产运营有限公司	1.82	1.14
其他	-	13.75	9.75
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>186.07</b>	<b>164.22</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他业务板块

**石油销售、项目管理服务、快速消费品、房产经纪等多元化业务板块，对公司营收形成补充，但收入规模相对偏小且 2022 年整体出现下滑。**

石油销售业务主要由下属子公司西藏中油城投石油销售有限公司负责，销售产品主要系柴油，下游客户大多为公司本部基建项目的工程承包方。2022 年，公司确认石油销售收入 0.39 亿元，较上年大幅下降 43.77%，但毛利率同比上升 63.18%。2023 年 1~3 月，公司确认石油销售收入 0.09 亿元。

项目管理业务主要由下属子公司拉萨城投项目管理有限公司负责，业务范围涉及工程项目管理、造价咨询及招投标代理等。2022 年，公司确认项目管理收入 1.83 亿元，较上年大幅增长，主要系拉萨市设计集团有限公司纳入公司合并范围，其相关收入计入该板块所致，但整体毛利率水平亦有所下降。2023 年 1~3 月，公司确认项目管理收入 0.06 亿元。

快速消费品销售业务主要由子公司西藏领峰农副产品经营管理有限公司负责运营，产品涉及蔬菜、肉禽蛋、粮油、酒水、饮料等生活用品，交易方式主要为现货交易。2022 年，公司确认快速消费品收入 0.11 亿元，较上年大幅减少 76.86%，主要系拉萨快速消费品市场供应商增多，导致客户分流所致；2023 年 1~3 月，公司确认快速消费品收入 0.04 亿元。

房产经纪业务主要由子公司拉萨市城市房地产开发有限公司负责，主要负责公司本部现阶段开发所有房产项目的营销及招商等。2022 年，公司确认房产经纪收入 0.33 亿元，较上年大幅减少 60.78%，毛利率亦大幅下降，主要系房地产市场景气度下降导致二手房收入规模下降，但店面租金、人工等成本变化不大所致；2023 年 1~3 月，公司确认房产经纪收入 0.06 亿元。

公司于 2019 年取得政府无偿划拨的拉萨净土水务有限公司 100% 股权，2022 年取得政府无偿划拨的拉萨市自来水公司 100% 股权，不断开拓取水、净水业务。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现取水、净水业务收入 1.29 亿元和 0.49 亿元。

酒店业务方面，公司酒店经营业务由子公司西藏鹏鑫文化旅游产业有限公司负责，旗下酒店为拉萨圣地天堂洲际酒店。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现酒店经营收入 0.07 亿元和 0.09 亿元。

## 财务风险

**中诚信国际认为，受益于股东支持以及房产项目评估增值，公司所有者权益规模整体呈上升趋势，具有较强的资本实力；但公司财务杠杆仍处于较高水平，短期债务占比有所上升，面临一定的短期偿债压力；公司主营业务回款质量较好，但经营性活动净现金流对利息支出的覆盖能力有限，非经营性损益占利润总额的比重上升，EBITDA 可覆盖当期利息支出但保障程度呈逐年下降趋势。**

## 资本实力与结构

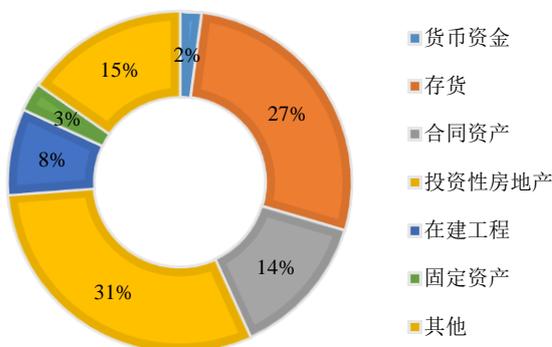
**跟踪期内，公司资产规模及资本实力整体呈上升趋势，但增幅较上年有所下降；房产项目投入和**

工程施工成本是公司最主要的资产构成，通过租售等形式可为公司带来一定的现金流入，收益性尚可，但回款周期偏长，加之市场景气度下降导致房产项目去化压力加大，流动性偏弱，公司资产质量整体一般；财务杠杆仍处于较高水平，债务负担偏重。

作为拉萨市最大的城市投资建设企业，2022 年公司继续推进市政基础设施建设和房地产开发，叠加房产评估增值以及拉萨市自来水公司无偿划入，致使存货、投资性房地产、固定资产等规模持续增长，带动公司总资产规模 2022 年末较年初增长 1.38%，但增幅较上年（19.16%）有所下降，主要系工程款支付、还本付息等因素导致货币资金余额较年初大幅下降 63.87%，以及工程施工项目完工结算导致合同资产有所减少所致。截至 2023 年 3 月末，公司总资产较年初增长 4.63%，其中货币资金较年初大幅增长 167.49%。

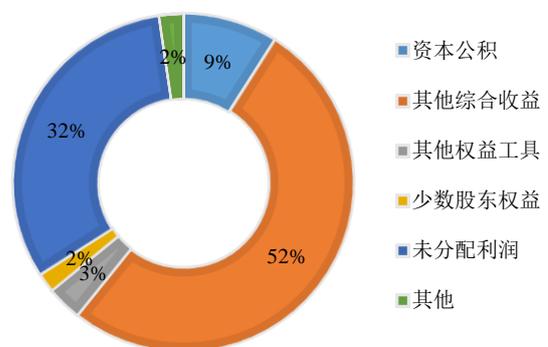
公司业务范围涵盖工程施工、房地产开发、建材销售、物业管理租赁、石油销售等多个板块，资产主要由上述业务形成的房地产项目投入、工程项目成本为主，主要计入投资性房地产、存货和合同资产科目，截至 2023 年 3 月末占总资产的比重分别为 29.20%、26.61%和 12.11%。具体来看，投资性房地产主要系八廓商城、万达商城、红星美凯龙、会展中心、钢材市场、圣地天堂酒店等自用房地产项目，随着上述项目陆续完工达到可使用条件，由存货等科目转入投资性房地产进行核算，同时无形资产相应转入土地使用权。存货主要由开发产品和开发成本构成，截至 2023 年 3 月末分别为 45.25 亿元和 208.80 亿元，其中开发产品主要系墨竹精准扶贫二期等已完工商品房项目，开发成本主要是顿珠地块等未完工商品房建设项目。合同资产主要系已完工未结算项目、未完工未结算项目和政府代建项目，截至 2023 年 3 月末分别为 38.28 亿元、41.49 亿元和 50.79 亿元，2022 年以来呈下降趋势，但结算回款进度整体偏慢。除上述三类主要资产外，在建工程主要系智慧物流园、纳金地表水厂、象雄美朵文化旅游小镇一期等自营性项目投入，其中 2022 年末较年初小幅下降主要系部分项目完工转固所致。公司应收类款项占总资产的比重较低，其中应收账款主要系应收工程项目款及建材销售款，其他应收款主要系对自治区内其他企业的拆借款和往来款项，应收对象均较为分散，但部分应收对象系民营企业，截至 2022 年末已累计计提了 1.18 亿元的坏账准备，后续回收进展有待关注。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，房地产项目投入、工程项目成本及自营性资产是公司最主要的资产构成，通过租售、

运营等形式可为公司带来一定的现金流入，资产收益性尚可。但随着房地产市场景气度持续下滑，存货中房地产项目的去化压力或将加大，叠加工程项目投入的回款进度受当地政府财力状况及结算安排的影响较大，回款周期整体较长，以及应收类款项仍形成一定的资金占用，公司资产流动性整体偏弱，中诚信国际将持续评估公司资产质量的后续变化。

截至 2022 年末，公司所有者权益较年初小幅下降 0.13%，主要系少数股东权益减少以及自用房地产或存货转换为以公允价值模式计量的投资性房地产导致其他综合收益减少所致。2022 年，公司继续获得股东支持，实收资本较年初增加 0.50 亿元，主要系拉萨市国资委以现金的形式向本公司增加注册资本金所致；资本公积较年初增加 1.35 亿元，主要系拉萨市自来水公司无偿划入所致。此外，公司 2022 年发行的 10 亿元“2022 拉萨城投 MTN001”期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，因此计入其他权益工具科目。截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益较年初增加 5.02 亿元，主要系股东现金增资导致实收资本增加 0.22 亿元，以及拉萨布达拉旅游文化集团有限公司（以下简称“布达拉公司”）无偿划入导致公司资本公积增加 4.97 亿元所致。

截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.84% 和 62.59%，财务杠杆率较年初变化不大但仍处于较高水平，债务负担整体偏重。随着项目建设推进，预计公司未来仍存在一定的外部融资需求，叠加近两年是公司偿债高峰期，预计公司财务杠杆仍将处于较高水平。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	795.60	948.02	961.14	1,005.61
流动资产占比	55.73	55.82	54.78	55.13
货币资金	52.49	55.90	20.20	54.02
存货	191.04	233.21	264.36	267.59
合同资产	111.03	140.15	131.11	121.78
投资性房地产	231.16	279.90	293.60	293.60
在建工程	58.02	79.51	78.30	84.54
固定资产	20.46	20.47	26.70	32.47
所有者权益合计	254.17	298.71	298.31	303.33
经调整的所有者权益合计	254.17	298.71	288.31	293.33
资本公积	25.05	25.54	26.89	31.86
其他综合收益	127.56	159.17	154.74	154.74
其他权益工具	-	-	10.00	10.00
少数股东权益	15.74	14.27	5.54	5.40
未分配利润	84.02	94.61	95.25	95.22
资产负债率	68.05	68.49	68.96	69.84
总资本化比率	58.99	59.94	59.90	62.59

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

2022 年，主要由于周转速度较快的建材贸易业务营收占比下降，以及商品房销售金额下滑，公司收现比指标有所弱化，经营活动净流入规模有所减少；资产购置及自营性项目建设持续推进导致投资活动净现金流缺口有所收窄但仍呈净流出状态，加之融资活动净现金流由正转负，公司资金缺口有所加大，经营发展对外部融资的依赖较强。

2022 年，公司收现比为 0.70，经营获现指标较上年有所下降，主要系回款周期较短的建材贸易业

务营收占比下降，以及房地产市场行情下滑导致商品房销售状况不佳，签约金额大幅下降所致。2022 年，公司主营业务回款以及房地产、工程施工等项目投入力度均有所下滑，叠加往来款净流入规模下降，公司经营活动净流入规模虽为正但仍相对较小。

2022 年，资产购置、智慧物流园等自营性项目建设导致公司投资活动现金流出规模有所下降，但由于公司持有的金融资产、股权投资体量有限，投资活动现金流入规模仍很小，导致公司投资活动现金流仍呈净流出状态。考虑到公司仍有部分自营性项目尚未完工以及公司在拉萨市投资领域的重要定位，预计公司未来一段时期投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司经营活动现金净流入规模较小，投资活动资金缺口主要通过外部融资来解决，但 2022 年受外部不利因素影响，公司对外融资规模有所下降，叠加当年系公司还本付息高峰期，公司筹资活动净现金流由正转负，进而导致公司期末现金及现金等价物余额有所下降。总体来看，随着债务陆续到期以及建设项目不断推进，公司未来仍存在较大的融资需求。公司在资本市场保持较强的再融资能力，但考虑到公司财务杠杆已处于较高水平，新增举债空间相对较小，并需关注融资监管政策的变化。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	3.61	2.36	2.17	9.86
投资活动产生的现金流量净额	-54.86	-15.85	-13.84	-1.57
筹资活动产生的现金流量净额	35.53	16.20	-24.33	25.53
现金及现金等价物净增加额	-15.72	2.71	-36.00	33.83
收现比	0.90	0.90	0.70	1.05

注：尾差系四舍五入产生。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**2022 年，非经营性损益占利润总额的比重上升，EBITDA 可覆盖当期利息支出但保障程度有所弱化；公司短期债务占比有所上升，非受限货币资金对短期债务的保障程度进一步下降且处于低水平，公司面临一定的短期偿债压力。**

2022 年，受外部不利因素影响，公司净融资额有所减少，总债务较年初有所下降，但 2023 年 1 季度再次呈现快速增加趋势。债务结构方面，公司有息债务以银行借款和债券融资为主，其中银行借款主要系抵、质押借款和保证借款；公司自 2018 年进入债券市场以来，直接融资表现活跃，债券余额占总债务的比重不断提升，2022 年母公司共发行 6 支债券，包括 1 支短融，2 支 PPN，2 支公司债和 1 支永续中票，2023 年 1 季度母公司发行 2 支债券，包括 1 支超短融和 1 支公司债，平均发行利率在 2.8~4.76% 之间，资本市场认可度相对较高；此外，子公司鲲鹏建设 2023 年 1 季度发行 1 支超短融，发行利率为 4.58%。2022 年以来，随着市场融资环境变化，公司新增较多融资租赁借款，但规模仍相对较小，2023 年 3 月末占总债务的比重在 10% 以下。期限结构方面，截至 2023 年 3 月末公司短期债务/总债务为 0.26，整体呈上升趋势，公司债务到期兑付压力有所增加。

表 14：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	融资余额	占比	1 年以内到期	1 年以上到期
----	----	------	----	---------	---------

银行贷款	信用借款/抵押借款/保证借款等	200.09	41.60	48.36	151.73
债券融资	普通债券等	235.00	48.85	62.48	172.52
非标等其他	融资租赁、信托等	45.92	9.55	16.39	29.54
<b>合计</b>		<b>481.02</b>	<b>100.00</b>	<b>127.23</b>	<b>353.79</b>

注：1、融资余额为公司提供，与财务报表口径总债务略有差异；2、合计数与加总数有所出入主要系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，营收规模及毛利水平下降，以及财务费用增加等因素导致公司经营性业务利润由正转负，进而导致公司利润总额及 EBITDA 同比有所下降。此外，以公允价值变动损益和资产减值损失为代表的非经营性损益占利润总额的比重进一步上升，但随着房地产市场降温，后续该部分收益的可持续性有待关注，公司 EBITDA 增长态势存在不确定性。偿债指标方面，2022 年 EBITDA 仍可覆盖当期利息支出，但保障程度有所下降；经营活动净现金流偏小，对当期利息支出的保障程度较弱。非受限货币资金对短期债务的保障程度有所下降，公司面临一定的短期偿债压力。

表 15：近年来公司偿债能力指标

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务（亿元）	365.56	446.94	430.74	490.81
短期债务占比（%）	17.29	20.19	18.63	25.97
EBITDA（亿元）	26.39	16.10	11.15	--
利润总额（亿元）	24.26	10.31	4.08	0.07
经营性业务利润（亿元）	10.84	5.09	-2.30	0.09
公允价值变动收益（亿元）	10.78	5.25	5.98	0.00
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.20	1.19	1.03	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.30	0.18	0.20	--
非受限货币资金/短期债务（X）	0.81	0.60	0.23	0.42

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末公司受限资产账面价值为 81.48 亿元，占同期末总资产的 8.10%，主要为投资性房地产 69.48 亿元，此外还有部分应收类款项抵质押以及存货受限。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。此外，公司暂不涉及较大规模未决诉讼事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的母公司《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 4 月，公司已结清信贷信息中有 1 笔关注贷款，根据公司提供的由国家开发银行西藏自治区分行出具的《情况说明》，该笔贷款分类为关注一级主要原因系银行系统故障导致分类结果与实际不符。除此之外，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为拉萨市最重要的城市投资建设企业，没有显著规模的资产划入和划出，无重大股权划转事项。

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

- 2023 年，公司各业务板块运营稳定，收入及盈利水平保持基本稳定。
- 2023 年，公司生产经营类资本支出预计约 10~20 亿元，主要系自营性项目投资等。
- 2023 年，公司净增加债务约 10~20 亿元。

## 预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	59.94	59.90	53.41~65.28
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.19	1.03	0.81~1.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述的个体信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司个体信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

公司流动性需求主要来自项目建设以及债务的还本付息，投资支出主要集中于房地产开发及部分自营性项目投入，资金需求约 10~20 亿元；近两年是公司偿债高峰期，未来一年还本付息规模约 130~140 亿元。

流动性来源方面，2022 年，公司经营活动净现金流仍为正，但净流入规模相对较小。2023 年 3 月末非受限货币资金为 54.02 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，公司备用流动性较为充足，截至 2023 年 3 月末公司共获得金融机构授信额度 526.72 亿元，其中未使用授信额度为 290.52 亿元。公司作为拉萨市最重要的基础设施投资建设主体，持续获得股东的资本性支持，且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

综上所述，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，ESG 对持续经营和信用风险无重大影响，但部分高层近年来发生违纪违法行为，以及部分监事及高级管理人员暂缺，治理水平仍有待提升。**

环境方面，公司工程施工、房地产开发等业务板块可能会面临一定环境风险，目前尚未因环保相关事件受到重大监管处罚。

社会方面，公开资料显示，公司涉及部分建设工程施工合同纠纷、房屋租赁合同纠纷及劳务合同纠纷，但暂不存在影响公司经营的重大未决诉讼及仲裁事项。

<sup>2</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

治理方面，公司战略规划清晰，已建立了相对健全的法人治理结构，在财务管理等方面制定了一系列内部控制制度，管理体系较为健全，公开市场中信息披露较为及时。针对持续扩大的合并范围，公司通过资金管控、预决算管理、考核管理等措施来加强对并表企业的管控，但考虑到子公司数量较多，行业较为分散，业务运行较为独立，公司仍面临一定的管控压力。此外，公司部分高层近年来发生违纪违法行为，以及部分监事及高级管理人员暂缺，治理水平仍有待提升。

## 外部支持

**中诚信国际认为，拉萨市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

西藏地区的社会经济、历史和地理条件在中国具有很大的特殊性，政治地位十分突出，得到了中央政府的大力支持。拉萨市作为西藏地区的政治、经济、文化和宗教中心，经济发展水平远高于区内其他地市，首位度较高，近年来经济发展水平不断提高，但在全国省会城市中仍偏弱，且受疫情冲击，游客量及旅游收入呈下降趋势。收支平衡对上级补助的依赖程度较高，政府性基金收入受土地市场行情影响而具有一定波动性，但政府债务规模相对可控，区域再融资环境较好。总体来看，拉萨市具备强的资源投入及协调能力。

**同时，拉萨市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下方面：**

- 1) 区域重要性强：公司作为拉萨市最重要的基础设施投资建设主体，负责拉萨市多个重点项目的开发建设任务，并积极拓展房地产开发、建材销售、物业管理租赁等经营性板块，呈多元化发展格局，是西藏自治区规模最大的城市投资建设企业。
- 2) 与政府的关联度高：公司由拉萨市国资委全资控股，并根据政府规划，承担市政、道路等重大项目投融资和建设任务，股权结构和业务开展均与政府具有很高的关联度。
- 3) 支持力度大：公司在获得资本金注入、资产划入、运营补贴等方面有良好记录。2022 年及 2023 年 1 季度，公司分别获得股东现金增资 0.50 亿元和 0.22 亿元；2022 年以来，拉萨市国资委先后将拉萨市自来水公司和布达拉公司无偿划入公司；此外，2022 年公司收到财政补贴 0.25 亿元，对公司经营性业务利润形成一定支撑。

表 17：西藏自治区主要发债平台 2022 年比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益合计	资产负债率	营业收入	净利润	债券余额
拉萨市城市建设投资经营有限公司	拉萨市国资委 100%	拉萨市最重要的基础设施建设主体，并拓展房地产开发、建材销售等经营性板块	961.14	298.31	68.96	70.52	2.95	233.75
西藏鲲鹏建设集团有限公司	拉萨市城市建设投资经营有限公司 100%	拉萨市重要的基础设施建设主体	150.16	47.01	68.69	39.18	0.72	10.00
西藏开发投资集团有限公司	西藏自治区发改委 100%	西藏自治区最主要的能源产业集团	243.57	42.36	82.61	12.97	-0.92	11.20
日喀则珠峰城市发展集团有限公司	日喀则市国资委 100%	日喀则市最主要的基础设施建设主体	209.51	64.22	69.35	15.59	0.00	10.00

注：债券余额为截至 2023 年 6 月 8 日的数据，不包含境外债和子公司发行的债券。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，拉萨市政府的支持能力强，对公司的支持意愿强，可对公司提供很强的外部支持。**

## 同行业比较

中诚信国际认为，拉萨城投与通联资本、西宁城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险无显著差异，财务风险相对较低，当地政府的支持能力以及对上述公司的支持意愿均强，最终主体信用等级处于同一档次。

拉萨市与银川市、西宁市均为西部省会城市，行政级别相当。相较于银川市和西宁市，拉萨市经济财政体量偏小，财政自给程度偏弱，但政府债务负担亦较小，三市对当地平台企业的支持能力处于同一档次。拉萨城投与可比对象均为当地最重要的基础设施投资建设主体，并积极涉及多元化板块经营，资产体量及职能重要性远高于区域内其他平台，当地政府对它们均有强支持意愿。

拉萨城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对上述企业的主要定位，公司与可比对象在各自业务领域均具有区域专营优势，业务范围集中于当地核心区域，均具有强业务竞争力。除承担区域内基础设施建设职能外，拉萨城投与可比公司还涉及公交、供水、燃气等准公益性业务以及房地产开发、贸易、租赁及物业管理等市场化板块，多元化经营有助于分散业务风险。相较于可比公司，拉萨城投房地产板块投资体量及营收占比较高，随着房地产市场景气度持续下滑，该板块业务稳定性及其对公司资产质量的影响有待关注。此外，相较于通联资本，国企改革对拉萨城投业务稳定性和可持续性的影响相对较小。2021 年以来，因银川市国资国企改革，通联资本业务结构变动较大，不再并表原部分子公司转而代持其股权，对其业务稳定性产生较大冲击。资产价值方面，基于行业特性，拉萨城投与可比公司资产流动性均偏弱，但收益性尚可，其中拉萨城投持有的投资性房地产规模较大，通过租售等形式可为公司带来一定的现金流入，而通联资本和西宁城投下辖的公交、燃气、供排水等资产亦能带来稳定的现金流。

拉萨城投的财务风险整体低于通联资本和西宁城投。首先，拉萨城投资产体量和权益规模均高于可比公司，资本实力相对更强，但由于债务规模较大，其财务杠杆亦处于更高水平，债务负担相对偏重。其次，拉萨城投营收规模和盈利水平均高于可比公司，但由于利息支出规模较大，EBITDA 对利息支出的保障程度处于适中水平。此外，拉萨城投经营活动净现金流为正，而可比对象经营活动净现金流均为负。最后，拉萨市的再融资环境整体优于银川市和西宁市，拉萨城投当前尚未使用的银行授信额度和债券融资余额均高于通联资本和西宁城投，且发行利率更低，资本市场认可度更高，再融资能力相对更强。

表 18：2022 年同行业对比表

	拉萨城投	通联资本	西宁城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	拉萨市	银川市	西宁市
GDP（亿元）	747.57	2,535.63	1,644.35
GDP 增速（%）	0.2	4.0	2.1
人均 GDP（万元）	8.61	8.78	6.63
一般公共预算收入（亿元）	67.69	174.59	131.72
公共财政平衡率（%）	13.02	52.45	38.85
政府债务余额（亿元）	90.98	662.77	517.61
控股股东及持股比例	拉萨市国资委 100.00%	银川市国资委 100%	西宁市工业和信息化局 100%
职能及地位	拉萨市最重要的基础设施建设主体，并房地产开发、建材销售、物业管理租赁、石油销售等	银川市最主要的国有资本投资经营主体，主营业务包括基础设施和城市更新建设、	西宁市最重要的综合开发主体，业务涉及基础设施建设、供水、金融、房地产及物业出租、公共交通级配套

	经营性板块	公交和燃气运营、图书及音像制品销售等	服务、旅游饮食服务等
核心业务及收入占比	工程施工 33.05%、商品房销售 27.53%、建材销售 15.05%、物业及租金 5.68%	租赁业务 11.95%、书刊销售 8.83%、公交运营 8.45%、燃气业务 5.81%、押运业务 4.63%	商品贸易 29.82%、房地产开发 15.60%、供排水 15.99%、金融业务 13.79%、租赁及物业 7.73%
总资产 (亿元)	961.14	463.26	814.75
所有者权益合计 (亿元)	298.31	232.81	259.58
总债务 (亿元)	430.74	166.18	284.03
总资本化比率 (%)	59.90	41.65	52.25
营业总收入 (亿元)	70.52	11.90	15.02
净利润 (亿元)	2.95	0.72	0.61
EBITDA (亿元)	11.15	4.87	9.58
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.03	0.51	1.53
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.17	-0.22	-0.50
可用银行授信余额 (亿元)	276.49	118.27	163.62
债券融资余额 (亿元)	233.75	53.50	69.00

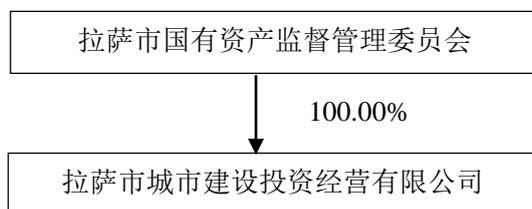
注：1、可用银行授信余额为 2023 年 3 月末；2、债券余额为截至 2023 年 6 月 8 日的数据，不包含境外债和子公司发行的债券。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 评级结论

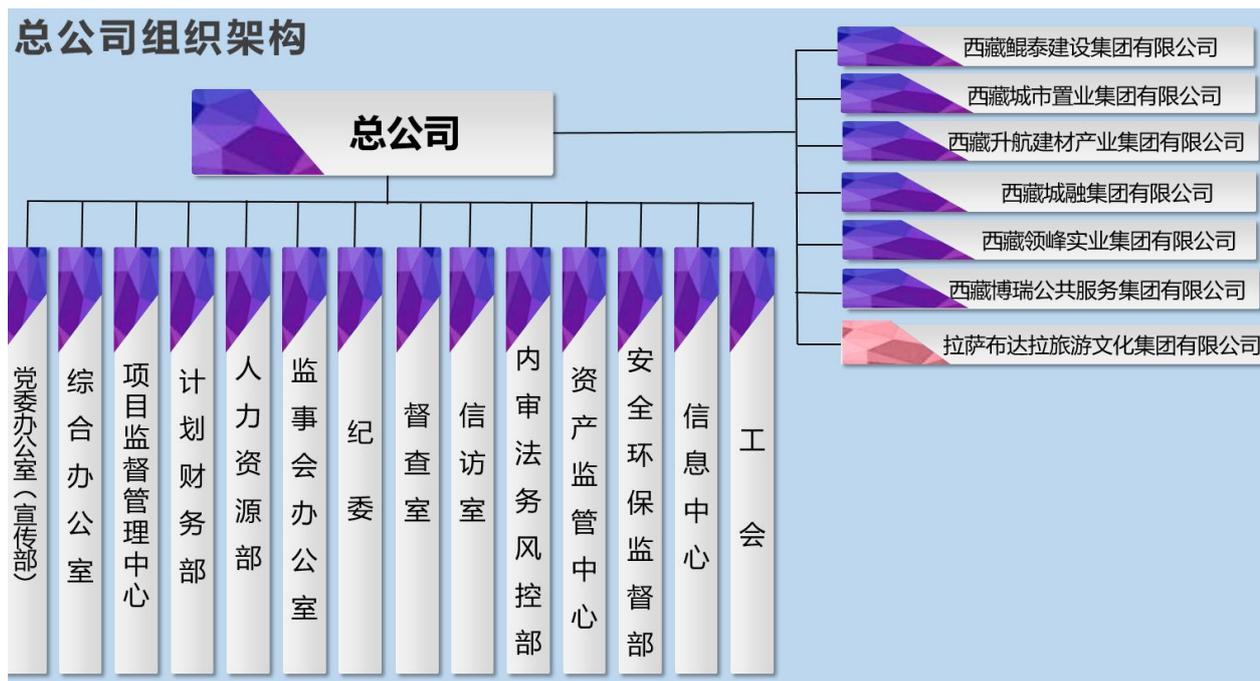
综上所述，中诚信国际维持拉萨市城市建设投资经营有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 藏投 01”和“22 藏投 01”的债项信用等级为 **AA+**。

## 附一：拉萨市城市建设投资经营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	业务范围	持股比例
西藏鲲泰建设集团有限公司	工程项目	100.00%
西藏城市置业集团有限公司	商品房销售	100.00%
西藏升航建材产业集团有限公司	建材生产销售	100.00%
西藏城融投资(集团)有限公司	金融投资	100.00%
西藏博瑞公共服务集团有限公司	公共设施管理	100.00%
西藏玉拓医疗健康养老产业有限责任公司	医疗养老	100.00%
西藏领峰实业集团有限公司	商贸物流	100.00%

注：公司下属子公司众多，上表仅列示主要子公司；西藏城融投资(集团)有限公司原名为拉萨城投金融投资控股集团有限公司；西藏博瑞公共服务集团有限公司原名为西藏博瑞公共设施管理服务服务有限公司。



资料来源：公司提供

## 附二：拉萨市城市建设投资经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	52.49	55.90	20.20	54.02
非受限货币资金	51.37	54.08	18.08	54.02
应收账款	38.81	45.03	47.17	47.77
其他应收款	21.02	22.29	27.81	24.93
存货	191.04	233.21	264.36	267.59
长期投资	9.40	8.92	9.01	10.48
在建工程	58.02	79.51	78.30	84.54
无形资产	28.31	22.89	20.15	21.74
资产总计	795.60	948.02	961.14	1,005.61
其他应付款	47.81	44.50	32.19	30.76
短期债务	63.21	90.22	80.24	127.47
长期债务	302.36	356.72	350.51	363.33
总债务	365.56	446.94	430.74	490.81
负债合计	541.43	649.31	662.84	702.27
利息支出	11.97	13.48	10.82	3.07
经调整的所有者权益合计	254.17	298.71	288.31	293.33
营业总收入	105.50	93.80	70.52	10.42
经营性业务利润	10.84	5.09	-2.30	0.09
其他收益	0.06	0.06	0.24	0.55
投资收益	-0.42	0.05	-0.05	0.03
营业外收入	0.18	0.71	2.16	0.05
净利润	21.77	8.18	2.95	0.01
EBIT	23.84	13.01	6.17	--
EBITDA	26.39	16.10	11.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金	95.41	84.25	49.12	10.95
收到其他与经营活动有关的现金	121.51	103.78	107.54	26.78
购买商品、接受劳务支付的现金	96.70	104.47	53.76	11.74
支付其他与经营活动有关的现金	107.39	70.84	89.90	12.28
吸收投资收到的现金	0.56	0.02	0.50	0.22
资本支出	43.55	14.92	6.37	--
经营活动产生的现金流量净额	3.61	2.36	2.17	9.86
投资活动产生的现金流量净额	-54.86	-15.85	-13.84	-1.57
筹资活动产生的现金流量净额	35.53	16.20	-24.33	25.53
现金及现金等价物净增加额	-15.72	2.71	-36.00	33.83
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	20.65	18.99	17.30	22.73
期间费用率（%）	9.82	13.10	19.21	25.67
应收类款项占比（%）	7.52	7.10	7.80	7.23
收现比（X）	0.90	0.90	0.70	1.05
资产负债率（%）	68.05	68.49	68.96	69.84
总资本化比率（%）	58.99	59.94	59.90	62.59
短期债务/总债务（%）	17.29	20.19	18.63	25.97
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.30	0.18	0.20	--
总债务/EBITDA（X）	13.85	27.77	38.63	--
EBITDA/短期债务（X）	0.42	0.18	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.20	1.19	1.03	--

注：1、中诚信国际根据拉萨城投提供的经永拓会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告、经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020、2021 年数据为 2021、2022 年审计报告期初数，2022 年数据为 2022 年审计报告期末数；2、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、为准确计算有息债务，公司将长期应付款中的带息债务调整至长期债务核算，将其他权益工具中的永续中票调整至长期债务核算；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/总资产
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业总收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn