

# 拉萨市城市建设投资经营有限公司 2020 年公开发 行扶贫专项公司债券（第一期）跟踪评级报告 (2021)

---

项目负责人：李春辉 [chhli@ccxi.com.cn](mailto:chhli@ccxi.com.cn)

项目组成员：夏 雪 [xxia@ccxi.com.cn](mailto:xxia@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 24 日

## 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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1070号

## 拉萨市城市建设投资经营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“20 藏投 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持拉萨市城市建设投资经营有限公司（以下简称“拉萨城投”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 藏投 01”的债项信用等级为 **AA+**。2020 年以来，拉萨市不断增强的区域经济实力、公司区域专营优势及多元化业务格局等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产市场波动风险及总债务规模增长较快，财务杠杆高企等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

| 拉萨城投（合并口径）     | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 460.75 | 645.34 | 795.60 | 836.42 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 148.86 | 207.23 | 254.17 | 254.18 |
| 总负债（亿元）        | 311.89 | 438.11 | 541.43 | 582.23 |
| 总债务（亿元）        | 181.58 | 304.64 | 365.51 | 416.45 |
| 营业总收入（亿元）      | 91.82  | 96.56  | 105.50 | 14.15  |
| 经营性业务利润（亿元）    | 18.24  | 16.12  | 10.84  | 0.62   |
| 净利润（亿元）        | 11.79  | 21.62  | 21.77  | 0.35   |
| EBITDA（亿元）     | 13.90  | 29.28  | 30.40  | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 1.53   | 3.14   | 3.61   | -4.71  |
| 收现比(X)         | 0.87   | 1.00   | 0.90   | 0.79   |
| 营业毛利率(%)       | 24.77  | 25.75  | 20.65  | 19.50  |
| 应收类款项/总资产(%)   | 11.63  | 7.86   | 7.52   | 7.30   |
| 资产负债率(%)       | 67.69  | 67.89  | 68.05  | 69.61  |
| 总资本化比率(%)      | 54.95  | 59.52  | 58.98  | 62.10  |
| 总债务/EBITDA(X)  | 13.06  | 10.40  | 12.02  | --     |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.29   | 3.73   | 2.54   | --     |

注：中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 正面

■ **拉萨市区域经济实力不断增强。**西藏在中国具有重要的政治地位，中央政府给予其较大政策支持。拉萨市作为西藏首府，近年来区域经济持续发展，2020 年实现地区生产总值 678.16 亿元，同比增长 7.8%，保持快速增长态势，为公司发展提供了良好的经济基础。

■ **区域专营优势。**公司作为拉萨市政府辖下的国资企业，是西藏自治区规模最大的城市投资建设企业，负责整个拉萨市区的城市基础设施建设，具有较大的专营优势；同时，公司在项目建设、资产划入、资金补贴及政策等方面继续得到拉萨市政府

#### 同行业比较

| 部分基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表 |             |               |              |             |               |             |                  |
|---------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|---------------|-------------|------------------|
| 公司名称                      | 总资产<br>(亿元) | 所有者权益<br>(亿元) | 资产负债率<br>(%) | 总债务<br>(亿元) | 营业总收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营活动净现金流<br>(亿元) |
| 拉萨城投                      | 795.60      | 254.17        | 68.05        | 365.51      | 105.50        | 21.77       | 3.61             |
| 通联资本                      | 480.19      | 204.95        | 57.32        | 198.28      | 16.06         | 1.38        | -4.11            |

注：“通联资本”为“银川通联资本投资运营有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

| 债券简称     | 本次债项<br>信用等级 | 上次债项<br>信用等级 | 上次评级<br>时间 | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 存续期                   | 特殊条款           |
|----------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|-----------------------|----------------|
| 20 藏投 01 | AA+          | AA+          | 2020/06/23 | 10.00        | 10.00        | 2020/06/09~2025/06/09 | 回售，票面利率<br>选择权 |

注：“20 藏投 01”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。

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，2020 年营业总收入继续保持增长。

#### 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和利润的主要来源之一，其经营情况易受当地房地产市场行情波动影响，且公司在建项目较多，存在一定去化压力。此外，近年来，投资性房地产公允价值变动收益对利润总额影响较大，但该收益亦易受房地产市场行情影响。

■ **总债务规模增长较快，财务杠杆高企。**2020 年以来，公司承接的项目量不断增长，随着业务规模的持续扩大，对资金的需求亦不断增加，债务规模快速扩张，截至 2021 年 3 月末达 416.45 亿元，财务杠杆率已处于较高水平。未来随着项目进度的不断推进，公司仍有较大的资本支出压力，债务规模或将进一步扩大。

#### 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。

■ **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；公司财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

## 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定期与不定期跟踪评级，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 2021 年 5 月末，募集资金已按照约定用途使用完毕，其中 8.80 亿元用于偿还本息债务，1.20 亿元用于补充流动资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或



将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 拉萨市作为西藏的首府，政治地位重要，2020 年以来经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境

拉萨市是西藏首府，是西藏的政治、经济、文化和宗教中心。拉萨市位于西藏东南部，青藏高原中部，雅鲁藏布江支流拉萨河北岸，下辖3个区和8个县，另设拉萨国家级经济技术开发区和柳梧新区。拉萨市面积2.96万平方公里，境内蕴藏丰富的铜、铅、锌、地热等自然资源，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》，截至2020年11月1日，拉萨市常住人口为86.79万人，城镇化率为69.77%。

拉萨市作为西藏的首府和经济中心，其经济总量位居西藏自治区各地市首位，2020年，拉萨市实现地区生产总值678.16亿元，同比增长7.8%，经济实力稳步增强。分产业看，2020年，拉萨市第一产业增加值22.45亿元，同比增长11.2%；第二产业增加值为290.44亿元，同比增长16.5%；第三产业增加值为365.27亿元，同比增长2.1%；三次产业占比由2019年的3.3:38.2:58.5调整为3.3:42.8:53.9，第三产

业对拉萨市经济增长的拉动作用较大。

财政收入方面，2020 年，拉萨市实现一般公共预算收入 107.26 亿元，受疫情及减税降费影响，同比下降 8.36%；同期，财政平衡率为 28.18%，较上年有所下降，财政自给能力依旧处于较低水平，收支平衡主要依赖于上级补助。2020 年，拉萨市政府性基金收入为 51.85 亿元，同比增长 13.36%。截至 2020 年末，拉萨市政府债务余额为 61.08 亿元。

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，政治地位十分重要，得到了中央政府的大力支持。从 1980 年到 2020 年，中央先后召开七次西藏工作座谈会，从西藏实际出发，制定和实施了一系列特殊扶持政策，为西藏的长足发展和长治久安注入了强大动力，其中中央第七次西藏工作座谈会强调中央支持西藏、全国支援西藏，是党中央的一贯政策，必须长期坚持，认真总结经验，开创援藏工作新局面。此外，为进一步推进西藏经济社会发展和长治久安，2016 年，央行、银监会、证监会、保监会联合印发《关于金融支持西藏经济社会发展的意见》（以下简称“《意见》”），提出“十三五”（2016—2020 年）时期金融支持西藏的 24 项政策意见。《意见》从货币政策、信贷政策、金融扶贫开发政策、外汇管理政策等多方面给予西藏差异化政策支持，鼓励和支持金融机构完善在西藏的组织布局；要求进一步加强对西藏基础设施、“三农”、小微企业、特色产业、生态环保等领域的金融支持和服务。《意见》还要求，支持西藏企业、金融机构通过多层次股权市场发展壮大、通过债券市场拓宽资金来源；支持保险机构根据西藏实际开展重点领域产品和服务创新；进一步完善西藏支付、征信等金融基础设施建设，推进普惠金融发展等。

总体来看，拉萨市的区位优势突出，第三产业对经济增长的拉动作用较大。此外，西藏地区对于我国具有很大的特殊性，拉萨市作为西藏的首府，政治地位重要，2020 年以来经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

## 公司承接拉萨市基础设施建设项目，回款有序推进，工程项目收入仍为公司营业收入的最主要构成，该业务可持续性 & 稳定性有所保障

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司西藏鲲鹏建设集团有限公司（以下简称“鲲鹏建设”）负责，鲲鹏建设具备包括公路、房建、市政工程施工总承包一级等各类资质 40 余项，拥有各类专业承包资质 20 余项。公司本部及鲲鹏建设承接的基础设施项目主要包括拉萨市市区范围内的市政基础设施、道路建设改造等。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现工程项目收入 40.26 亿元和 5.72 亿元，仍为公司营业收入的最主要构成；其中 2020 年工程项目收入同比小幅减少，主要是受到结算进度影响所致。

业务模式方面，2016 年 11 月以前，公司主要通过委托代建模式承接工程项目，即与相关政府部门签订代建协议，每个付款周期末，公司根据工程进度按比例拨付工程款至施工单位，并同时向政府单位申请拨付建设资金。代建项目的资金来源主要包括财政直接拨款（即直接支付给施工方）、公司自筹及外部融资等；2016 年 11 月之后，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”），政府重大项目都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等工作。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，再由相应的施工团队进行施工建设。此外，子公司鲲鹏建设依托较强的专业实力和积累深厚的高原地区施工经验，除承接政府项目建设外，也会对外承接其他企业委托的施工项目，亦维持一定业务规模。

截至 2021 年 3 月末，公司已完工项目主要包括南环线（318 国道拉萨市绕城路）工程（以下简称“南环”）、拉萨市环城路（西环段）项目（以下简称“西环”）、拉萨市环城路（北段）（以下简称“北环”）和北环（延伸段）等，针对上述项目公司均与政府签订了委托代建协议及施工合同，投资总额 60.37 亿元，其中拉萨市政府已回购 39.83 亿元。2021 年 4~12 月、2022~2023 年，拉萨市政府拟回购金额分别为 6.33 亿元、6.14 亿元和 6.14 亿元。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司主要已完工基础设施建设项目情况（万元）

| 项目名称          | 工程总投资实际结算额   | 公司投资总额     | 截至2021年3月末<br>实际已回购额 | 政府对外直接支付<br>合同金额 | 未来三年回购计划  |           |           |
|---------------|--------------|------------|----------------------|------------------|-----------|-----------|-----------|
|               |              |            |                      |                  | 2021.4~12 | 2022      | 2023      |
| 北环            | 145,175.93   | 49,798.52  | 34,462.00            | 97,377.41        | 6,004.71  | 6,004.71  | 6,004.71  |
| 北环（延伸段）       | 76,455.48    | 74,359.10  | -                    | 2,096.38         | 24,786.37 | 24,786.37 | 24,786.37 |
| 南环            | 322,781.05   | 109,913.28 | 109,913.28           | 212,867.77       | 1,932.81  | -         | -         |
| 西环            | 276,098.45   | 52,817.40  | 49,171.40            | 223,281.05       | 1,525.82  | 1,525.82  | 1,525.82  |
| 拉林高速（学子大道段）   | 42,488.63    | 37,423.10  | 29,277.43            | 5,065.53         | 2,870.18  | 2,870.18  | 2,870.18  |
| 堆龙工业园         | 24,038.36    | 24,038.36  | 17,900.00            | -                | 2,136.12  | 2,136.12  | 2,136.12  |
| 慈觉林精准扶贫小康安居项目 | 72,000.00    | 52,431.25  | 12,765.50            | 19,568.75        | -         | -         | -         |
| 拉萨阿里完全中学建设项目  | 44,409.01    | 33,489.01  | 26,100.00            | 10,920.00        | 2,463.00  | 2,463.00  | 2,463.00  |
| 中心管理孵化器项目     | 56,757.77    | 42,495.64  | 14,262.13            | 27,012.53        | 9,411.17  | 9,411.17  | 9,411.17  |
| 柳东大桥          | 75,170.72    | 50,438.95  | 50,438.95            | 24,731.77        | -         | -         | -         |
| 教育城二期市政工程     | 44,167.13    | 31,167.13  | 11,459.64            | 13,000.00        | 10,902.50 | 10,902.50 | 10,902.50 |
| 经开区精准扶贫       | 45,368.96    | 45,368.96  | 42,510.00            | -                | 1,297.84  | 1,297.84  | 1,297.84  |
| 合计            | 1,224,911.49 | 603,740.70 | 398,260.33           | 635,921.19       | 63,330.52 | 61,397.71 | 61,397.71 |

注：1、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；2、慈觉林精准扶贫小康安居项目，政府完成 1.27 亿元安置房购买后，剩余投资部分（公司投资总额与政府已回购金额的差额）已全部转为公司自有商业项目，政府未来不再回款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司目前在建项目仍主要为 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”）和拉萨市柳东大桥延伸段建设项目，上述项目预计总投资规模为 110.00 亿元，公司实际已经完成投资 48.09 亿元。其中 S5 项目总投资规模较大，预计于 2022 年完工。截至 2021 年 3 月末，公司暂无拟建基础设施项目。

**表 2：截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）**

| 项目名称           | 总投资           | 已完成投资        |
|----------------|---------------|--------------|
| S5 项目          | 98.00         | 40.48        |
| 拉萨市柳东大桥延伸段建设项目 | 12.00         | 7.61         |
| <b>合计</b>      | <b>110.00</b> | <b>48.09</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司仍是拉萨市重要的基础设施建设主体，承接较多市政基础设施、道路建设改造等，业务模式清晰，项目回款有序开展；子公司施工资

质较强，亦维持一定业务规模。公司基础设施建设板块业务稳定性及可持续性有一定保障。

### 公司存量房地产项目销售情况良好，但 2020 年商品房销售收入同比小幅减少；在建项目较多，但房地产经营易受当地市场行情波动影响，需关注整体去化情况

房地产开发业务当前主要运营主体包括公司本部和子公司西藏城市置业集团有限公司。2020 年，公司实现商品房销售收入 30.68 亿元，同比小幅下降，主要是受到交付手续进度影响所致；2021 年 1~3 月，公司实现商品房销售收入 3.78 亿元。

截至 2021 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、雅美生态家园和吉旭生态家园等项目，累计投资总额为 59.44 亿元，销售进度大多在 90%~100% 左右，已完工项目累计实现销售回款 68.05 亿元，总体销售情况仍较好。

**表 3：截至 2021 年 3 月末公司已完工房地产项目情况**

| 项目名称       | 投资总额<br>(亿元) | 建筑面积<br>(平方米)       | 已销售面积<br>(平方米)      | 销售进度      | 2021 年 3 月末累计<br>销售回款 (亿元) |
|------------|--------------|---------------------|---------------------|-----------|----------------------------|
| 颐堤半岛       | 3.38         | 45,888.38           | 40,739.47           | 95.24%    | 4.07                       |
| 圣城锦苑       | 4.13         | 119,956.59          | 85,525.69           | 100%      | 5.52                       |
| 雅美生态家园     | 0.80         | 9,956.92            | 9,956.92            | 100%      | 1.19                       |
| 吉旭生态家园     | 1.32         | 15,989.68           | 15,989.68           | 100%      | 1.23                       |
| 吉曲玉景       | 2.11         | 55,103.24           | 55,103.24           | 99.51%    | 2.63                       |
| 水岸御园       | 0.67         | 10,293.06           | 10,293.06           | 100%      | 0.56                       |
| 八廓二期       | 3.50         | 12,104.38           | 9,134.11            | 74%       | 1.32                       |
| 教育城（园丁苑）   | 9.23         | 379,945.52          | 379,945.52          | 99.08%    | 13.64                      |
| 幸福家园       | 4.23         | 43,870.90           | 44,111.31           | 99.96%    | 3.03                       |
| 松枝小区（公安小区） | 1.08         | 12,119.86           | 12,119.86           | 100%      | 0.57                       |
| 梦之苑小区      | 0.42         | 11,997.36           | 11,997.36           | 100%      | 0.56                       |
| 阿里小区       | -            | 34,525.52           | 34,525.52           | 100%      | 1.44                       |
| 康德林小区      | 1.08         | 29,323.78           | 29,323.78           | 99.15%    | 2.02                       |
| 林聚小区       | 0.47         | 13,854.86           | 13,854.86           | 95.12%    | 1.33                       |
| 青木呈祥苑      | 5.98         | 107,986.58          | 107,986.58          | 96.49%    | 5.99                       |
| 香巴拉豪庭      | 4.91         | 84,450.00           | 59,441.02           | 90.99%    | 5.37                       |
| 城投翰林苑      | 6.52         | 176,220.96          | 121,800.32          | 93.73%    | 9.03                       |
| 雪顿古镇别墅及住宅  | 9.45         | 94,520.00           | 98,899.94           | 92.22%    | 7.29                       |
| 南林御景别墅     |              |                     | 22,915.85           | 94.33%    | 1.12                       |
| 南林御景住宅     | 0.16         | 128,360.00          | 4,194.33            | 5.79%     | 0.14                       |
| <b>合计</b>  | <b>59.44</b> | <b>1,386,467.59</b> | <b>1,167,858.42</b> | <b>--</b> | <b>68.05</b>               |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司房地产板块在建项目共 38 个，总投资额 214.26 亿元，已投资 198.47 亿元，资金均来自企业自筹。随着公

司在建地产项目的不断推进，其中部分房产已逐步达到销售条件并竣工交付，从而实现了资金回流及收入确认。但考虑到公司在建项目数量多，存在较



大去化压力，且房地产经营销售易受当地市场行情波动影响，中诚信国际将对公司房地产销售情况及投资进度保持关注。

**表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）**

| 项目名称                                  | 总投资           | 已投资           |
|---------------------------------------|---------------|---------------|
| 慈觉林幸福苑住宅小区及员工公寓                       | 4.47          | 4.36          |
| 顿珠金融城 04#地块                           | 6.63          | 6.60          |
| 东城 13 号项目                             | 7.27          | 7.05          |
| 柳梧新区精准扶贫项目（2017）                      | 8.05          | 7.46          |
| 顿珠金融城 8#地块（爱琴海项目）                     | 7.56          | 7.47          |
| 顿珠金融城 09#地块（住宅）                       | 9.08          | 9.04          |
| 顿珠金融城 10#地块                           | 4.74          | 4.73          |
| 顿珠金融城 11-1#地块                         | 3.46          | 3.44          |
| 顿珠金融城 12#地块                           | 3.27          | 3.22          |
| 顿珠金融城 13#地块                           | 4.97          | 4.77          |
| 顿珠金融城 14#地块                           | 4.59          | 4.36          |
| 顿珠金融城 12 号地块住宅开发                      | 3.27          | 3.22          |
| 顿珠金融城 20-2 号地块住宅开发                    | 4.19          | 4.18          |
| 北城商业综合体项目（城投 2018 年地产开发 14 号）         | 5.50          | 5.47          |
| 拉萨城投东城区 8 号住宅开发项目                     | 5.79          | 5.77          |
| 检察院东侧小区（城投 2018 年地产开发 6 号（东城 10 号地块）） | 2.73          | 2.50          |
| 阳吉华苑（城投 2018 年地产开发 7 号（东城 11 号地块））    | 10.25         | 7.52          |
| 拉萨城投商混站沿街商业综合体建设项目                    | 3.97          | 3.97          |
| 教育城二期那曲中学西侧地块                         | 6.37          | 6.05          |
| 农牧民安居房（一期）（地产 16 号）                   | 4.52          | 15.14         |
| 农牧民安居房（二期）（地产 17 号）                   | 14.31         |               |
| 拉萨堆龙设计大厦                              | 14.23         | 12.59         |
| 顿珠金融城 16 号地块                          | 5.17          | 3.41          |
| 顿珠金融城 02#地块                           | 2.69          | 2.47          |
| 拉萨市便民服务中心建设项目 EPC 总承包                 | 3.56          | 2.29          |
| 顿珠金融城 06#地块                           | 7.27          | 7.10          |
| 顿珠金融城 17 号地块                          | 2.69          | 2.51          |
| 教育城一期                                 | 0.33          | 0.33          |
| 教育城二期                                 | 5.81          | 5.81          |
| 拉萨市城关区 2017 年精准扶贫易地搬迁工程               | 2.05          | 2.05          |
| 拉萨市城关区精准扶贫易地搬迁项目（2016）                | 1.42          | 1.42          |
| 柳梧商业广场建设工程项目（城投 2018 年地产开发 15 号）      | 7.96          | 7.96          |
| 墨竹工卡精准扶贫二期项目                          | 7.20          | 7.20          |
| 僧尼敬老院                                 | 1.52          | 1.26          |
| 万达文华酒店项目（顿珠金融城 07#地块）                 | 8.05          | 7.60          |
| 西藏文化艺术创业园区项目                          | 2.29          | 2.18          |
| 拉萨市教育城二期城关区精准扶贫东侧地块开发建设项目             | 11.53         | 10.51         |
| 八廓三期                                  | 5.50          | 5.46          |
| <b>合计</b>                             | <b>214.26</b> | <b>198.47</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司建筑建材销售业务主要在西藏区域开展，业务稳定性依然较高，2020 年新增钢材型材品种使得收入规模大幅增长

公司经营建筑建材销售业务，2018~2019 年主要产品为混凝土和水泥，经营主体主要为西藏升航建材产业集团有限公司（以下简称“升航建材”）下属子公司拉萨城投建筑材料有限公司、拉萨城投节能建材股份有限公司、拉萨城投商品混凝土股份有限公司；具体来看，混凝土业务的盈利模式主要是公司外购沙土、石料等半成品，加工成混凝土，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。自 2020 年起，鲲鹏建设和升航建材涉足建筑建材销售业务，具体主要由其子公司西藏顺联实业有限公司、西藏万舜实业有限公司和西藏嘉丰建材商贸有限公司负责经营，新增的钢材型材品种亦并入公司建筑建材销售板块；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。得益于新增钢材型材品种销售业务，2020 年，公司实现建筑建材销售收入 20.50 亿元，较上年大幅增长 163.16%，但受原材料价格上涨及折旧加大影响，当期建筑建材销售毛利率有所下降。

**表 5：2018~2020 年主要原材料采购及产品销售规模（万元）**

| 原材料采购     | 2018             | 2019             | 2020              |
|-----------|------------------|------------------|-------------------|
| 水泥        | 29,804.43        | 21,630.89        | 25,923.64         |
| 外加剂       | 2,384.93         | 1,482.74         | 1,525.52          |
| 石粉        | 1,024.61         | 706.24           | 1,186.10          |
| 砂石        | 5,483.26         | 21,251.93        | 2,563.82          |
| 砂石原料      | 1,855.19         | 10,321.31        | 4,531.63          |
| 90 沥青     | 1,177.46         | 85.72            | 1,226.61          |
| 改性沥青      | 1,621.33         | -                | 313.47            |
| 钢材型材      | -                | -                | 131,543.70        |
| 保温材料      | -                | -                | 1,099.10          |
| <b>合计</b> | <b>43,351.21</b> | <b>55,478.83</b> | <b>169,913.60</b> |
| 产品销售      | 2018             | 2019             | 2020              |
| 混凝土       | 42,227.29        | 56,878.93        | 66,181.72         |
| 砂石        | 20,818.32        | 8,905.80         | 9,514.19          |
| 90 沥青     | -                | 1,390.04         | 935.05            |
| 改性沥青      | -                | 1,811.82         | -                 |
| 水泥        | 3,275.24         | 897.74           | 2,462.43          |
| 沥青混凝土     | -                | -                | 3,070.37          |
| 钢材型材      | -                | -                | 85,851.74         |
| 保温材料      | -                | -                | 1,444.55          |
| 其他        | -                | -                | 22,486.04         |

|    |           |           |            |
|----|-----------|-----------|------------|
| 合计 | 66,320.85 | 69,884.33 | 191,946.10 |
|----|-----------|-----------|------------|

资料来源：公司提供

渠道方面，公司建筑建材业务需外采的货品，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。2020年，公司建筑建材业务前五大供应商采购总额8.00亿元，占采购总额比重为45.10%，集中度同比有所提高；前五大客户销售总额5.07亿元，占比24.71%，集中度同比下降。

表6：2020年公司建筑建材业务前五大供应商及客户明细

| 供应商名称          | 采购额<br>(万元) | 占原材料采购<br>总额比重 |
|----------------|-------------|----------------|
| 拉萨城发实业有限公司     | 50,800.35   | 28.65%         |
| 西藏盛英钢材贸易有限公司   | 8,944.31    | 5.04%          |
| 青海瀚海昊天新材料有限公司  | 8,503.62    | 4.80%          |
| 西宁特殊钢新材料科技有限公司 | 6,007.30    | 3.39%          |
| 酒钢集团榆中钢铁有限责任公司 | 5,714.91    | 3.22%          |
| 合计             | 79,970.49   | 45.10%         |
| 销售商名称          | 销售额<br>(万元) | 占产品销售<br>总额比重  |
| 四川世纪联城建材有限公司   | 14,010.01   | 6.83%          |
| 中交第二公路工程局有限公司  | 12,595.06   | 6.14%          |
| 中交一公局第二工程有限公司  | 9,191.00    | 4.48%          |
| 西藏宏庆建设有限公司     | 7,444.17    | 3.63%          |
| 西藏盛峰路面科技有限责任公司 | 7,423.40    | 3.62%          |
| 合计             | 50,663.64   | 24.71%         |

资料来源：公司提供

此外，截至2021年3月末，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已投产，总投资13.00亿元，项目资金来源为自有资金和银行贷款，公司建筑建材板块生产加工能力有望进一步提升。

总体来看，公司建筑建材销售业务主要在西藏区域开展，业务稳定性依然较高，2020年新增钢材型材品种，带动收入规模大幅增长。

**经营性物业资产增加带动公司2020年出租收入稳步上升；随着在建项目陆续完工，该板块业务规模预计将进一步扩大**

公司物业租赁及管理业务主要由下属子公司拉萨城投物业管理有限公司负责。公司出租物业主要包括金盾苑、阳光家园、卓美三期等住宅及商铺，均为公司自主开发形成。截至2021年3月末，公

司合计持有物业面积132.89万平方米（较2019年末增加28.84万平方米），可出租面积100.43万平方米（较2019年末增加6.83万平方米），物业出租情况较为良好，出租率维持较高水平。2020年及2021年1~3月，公司分别实现物业租金收入3.34亿元和0.43亿元，随经营性物业面积增加稳步上升。

此外，截至2021年3月末，公司主要在建经营性房产项目为西藏领峰国际智慧物流园，该项目位于拉萨堆龙区，占地794.40亩，配备了仓储区、商业、办公和公寓等业态，建成后将成为拉萨市最大、功能最全的智慧物流园区，该项目总投资金额44.02亿元，分三期建设，截至2021年3月末已投资账面价值为26.34亿元，预计于年内完工，建成后有望进一步充实公司相关收入。

总体来看，公司物业租赁及管理业务有序开展，后续随着公司在建物业项目逐步完工实现出租，该板块业务规模将进一步扩大。

**2020年，公司不断盘活现有资产，发展多元化板块，对公司营业收入形成补充**

近年来，公司亦经营石油销售、项目管理服务、快速消费品、房产经纪等业务。

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，产品主要包括柴油及沥青，公司下游客户大多为公司本部基建项目的工程承包方。2020年和2021年1~3月，公司石油销售收入分别为0.46亿元和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。2020年和2021年1~3月，公司项目管理服务收入分别为0.23亿元和0.04亿元，收入规模较小。

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，产品涉及种类较多，交易方式主要为现货交易。2020年和2021年1~3月，公司快速消费品业务分别实现销售收入1.22亿元和0.10亿元。

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，2020 年和 2021 年 1~3 月，公司分别实现房产经纪业务收入 0.17 亿元和 0.03 亿元。

2020 年，公司开拓取水、净水业务及酒店运营，进一步丰富业务布局。截至 2021 年 3 月末，水务板块在建项目包括纳金地表水厂、管网改造和智慧水务，总投资 37.20 亿元，已投资账面价值为 14.11 亿元，预计于 2021 年年底完工，后续将通过管网和供水净水系统运营实现收益。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会展旅游实业有限公司，2020 年客房入住率为 37.89%；2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现酒店经营收入 6,920.00 万元和 862.53 万元。

总体来看，公司近年来不断盘活现有资产，丰富业务板块，对公司营业收入形成补充。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，以下分析基于各期财务报表期末数。

**2020 年，公司营业收入稳步增长，但毛利率有所下降，且由于期间费用率的提高，经营性业务利润同比大幅减少；当期投资性房地产公允价值变动收益是利润总额的重要补充**

2020 年，公司营业总收入维持增长态势，同比小幅增至 105.50 亿元，主要得益于建材销售收入大幅增加。具体来看，工程项目收入仍为公司营业收入的最主要来源，但 2020 年受工程结算进度影响小幅下滑；商品房销售收入较上年亦有所下降；随

着经营性物业资产增加，公司物业出租收入仍呈稳步上升趋势。2020 年，其他板块业务规模较上年大幅提升，对公司总体收入贡献度有所提高。2021 年 1~3 月，公司实现营业总收入 14.15 亿元，同比大幅上升。

毛利率方面，2020 年公司营业毛利率为 20.65%，较上年减少 5.10 个百分点，主要系收入占比较高的商品房销售业务和建筑建材销售业务毛利率下降较多所致，其余主要板块业务毛利率同比变化不大。2021 年 1~3 月，由于建筑建材销售业务盈利水平进一步下降，公司营业毛利率降至 19.50%。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

| 收入        | 2018         | 2019         | 2020          | 2021.1~3     |
|-----------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 工程项目收入    | 63.02        | 44.18        | 40.26         | 5.72         |
| 商品房销售收入   | 18.73        | 37.00        | 30.86         | 3.78         |
| 建材销售收入    | 6.63         | 7.79         | 20.50         | 3.56         |
| 物业及租金收入   | 1.50         | 3.09         | 3.34          | 0.43         |
| 石油销售收入    | 0.95         | 1.00         | 0.46          | 0.09         |
| 项目管理服务收入  | 0.11         | 0.06         | 0.23          | 0.04         |
| 快速消费品收入   | 0.04         | 0.69         | 1.22          | 0.10         |
| 房产经纪收入    | 0.52         | 0.31         | 0.17          | 0.03         |
| 其他        | 0.32         | 2.43         | 8.44          | 0.40         |
| <b>合计</b> | <b>91.82</b> | <b>96.56</b> | <b>105.50</b> | <b>14.15</b> |
| 毛利率       | 2018         | 2019         | 2020          | 2021.1~3     |
| 工程项目收入    | 21.68        | 18.48        | 17.11         | 12.48        |
| 商品房销售收入   | 24.24        | 30.96        | 20.69         | 36.59        |
| 建材销售收入    | 42.53        | 27.60        | 13.51         | 5.26         |
| 物业及租金收入   | 74.67        | 76.12        | 73.30         | 72.87        |
| 石油销售收入    | 5.26         | 4.89         | 8.66          | 12.24        |
| 项目管理服务收入  | 98.18        | 58.93        | 23.68         | 72.88        |
| 快速消费品收入   | -2.56        | 4.00         | 13.43         | 8.98         |
| 房产经纪收入    | 99.81        | 99.72        | 98.64         | 65.89        |
| 其他        | -23.68       | 22.72        | 33.97         | 22.94        |
| <b>综合</b> | <b>24.77</b> | <b>25.75</b> | <b>20.65</b>  | <b>19.50</b> |

注：其他业务收入主要为养护收入，资产处置收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍以管理费用为主，随着下属子公司不断增多，管理费用持续增长，2020 年为 5.55 亿元；同期，受债务规模持续扩大影响，财务费用亦增至 3.17 亿元，使得当期期间费用合计增至 10.36 亿元，期间费用率亦提高至 9.82%。同时，由于毛利率的下降，公司 2020 年经营性业务利润同比大



幅减少；同期，按公允价值计量的投资性房地产确认公允价值变动收益 10.20 亿元，仍是利润总额的重要补充。此外，2020 年公司因处置部分资产确认资产处置收益 4.09 亿元，得益于此，利润总额同比小幅增至 24.26 亿元。2021 年 1~3 月，公司经营性业务利润及利润总额规模均较小。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021.1~3 |
|----------|-------|-------|-------|----------|
| 期间费用合计   | 4.14  | 8.55  | 10.36 | 2.53     |
| 管理费用     | 3.15  | 4.90  | 5.55  | 1.37     |
| 财务费用     | 0.20  | 3.00  | 3.17  | 0.85     |
| 期间费用率(%) | 4.51  | 8.86  | 9.82  | 17.87    |
| 经营性业务利润  | 18.24 | 16.12 | 10.84 | 0.62     |
| 公允价值变动收益 | -5.20 | 9.40  | 10.78 | -        |
| 资产处置收益   | 0.29  | -     | 4.09  | -        |
| 利润总额     | 12.56 | 24.12 | 24.26 | 0.67     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020 年以来，公司总资产和债务规模仍持续扩大，资本实力亦稳步夯实；财务杠杆率已处于较高水平，中诚信国际将对公司债务水平控制情况保持持续关注

随着公司商品房及自营项目不断加大投入，2020 年以来总资产仍呈大幅增长趋势，截至 2021 年 3 月末为 836.42 亿元。具体来看，公司资产仍以流动资产为主，其中货币资金规模较为波动，截至 2021 年 3 月末为 72.69 亿。存货系资产的最主要构成，仍主要为公司房地产项目投入及工程施工成本，2020 年以来呈大幅扩张趋势，其中 2020 年末同比增加 66.33 亿元至 302.07 亿元，其中开发成本和工程施工账面价值分别为 130.72 亿元和 95.96 亿元；同期末，其他应收款亦升至 21.02 亿元，主要是基于业务开展需要，新增对自治区内其他企业的拆借款和往来款项，应收对象较为分散。跟踪期内，应收账款同比变化不大，主要包括应收拉萨代建公司、拉萨市财政局的工程项目款及应收建材销售款。非流动资产方面，投资性房地产仍是最主要组成部分，且按公允价值进行计量，2020 年，随着公司部分自营项目完工达到使用条件，部分资产由存货转入该科目进行核算，同时无形资产中亦相应转

入部分土地使用权至投资性房地产科目，使得期末投资性房地产同比大幅增加 62.58 亿元至 231.16 亿元，其中未办妥产权证书的账面价值为 114.60 亿元。公司在建工程仍持续大幅增长，2020 年末和 2021 年 3 月末分别为 58.02 亿元和 70.94 亿元，主要系智慧物流园、纳金地表水厂、管网改造和智慧水务等项目投资力度持续加大所致。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

|        | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产    | 460.75 | 654.34 | 795.60 | 836.42 |
| 流动资产占比 | 59.04% | 58.82% | 55.73% | 56.00% |
| 货币资金   | 38.35  | 67.09  | 52.49  | 72.69  |
| 存货     | 153.69 | 235.74 | 302.07 | 303.02 |
| 其他应收款  | 17.12  | 12.17  | 21.02  | 21.97  |
| 应收账款   | 36.46  | 38.56  | 38.81  | 39.08  |
| 投资性房地产 | 156.21 | 168.58 | 231.16 | 231.16 |
| 在建工程   | 3.65   | 36.65  | 58.02  | 70.94  |
| 无形资产   | 23.92  | 39.82  | 28.31  | 32.01  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资本实力持续夯实，2020 年末所有者权益同比增加 47.48 亿元至 254.17 亿元，其中资本公积同比增加 5.91 亿元，主要系自有土地置换，与当前市场价格的价差。其他综合收益增加主要系自有房地产或存货转入投资性房地产核算形成，仍是所有者权益的最主要构成。随着利润积累，2020 年末未分配利润亦升至 84.02 亿元，同比增加 20.34 亿元。2021 年 3 月末，所有者权益较上年末变动不大。

2020 年以来，公司负债快速增长，仍主要来自于应付债券等有息债务规模的大幅扩大，系随着业务规模扩张及项目建设推进，对外部融资的需求持续增长所致。截至 2021 年 3 月末，公司有息债务规模达 416.45 亿元，占总负债的 71.52%。此外，应付账款、预收款项和其他应付款亦是负债的重要构成，其中应付账款主要系未结算的工程款项和建材采购款，账龄以一年以内为主，2020 年末增至 54.62 亿元，2021 年 3 月末则有所减少；跟踪期内，预收款项随着房地产项目逐步达到预售条件，总体稳步增长；其他应付款增长较快，主要系公司与拉萨置

地投资开发有限公司<sup>1</sup>、四川九寨天堂国际会议度假中心有限公司等的往来款及暂借款。

随着债务规模的快速上升，公司财务杠杆率总体继续呈增长态势，截至 2021 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别达 69.61% 和 62.10%，已处于较高水平。债务结构方面，2020 年以来，公司短期债务规模及占比均大幅提高，主要是由于财务报表口径对非流动负债中一年内到期的部分计入流动负债核算所致，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司短期债务占比分别为 17.29% 和 15.66%，整体债务结构仍处于合理水平。

表 10：近年来公司资本结构情况（亿元、X）

|              | 2018          | 2019          | 2020          | 2021.3        |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>所有者权益</b> | <b>148.86</b> | <b>207.23</b> | <b>254.17</b> | <b>254.18</b> |
| 资本公积         | 6.67          | 19.14         | 25.05         | 22.55         |
| 其他综合收益       | 91.36         | 106.52        | 127.56        | 127.56        |
| 未分配利润        | 44.54         | 63.68         | 84.02         | 84.20         |
| 少数股东权益       | 4.49          | 16.10         | 15.74         | 15.57         |
| <b>总负债</b>   | <b>311.89</b> | <b>438.11</b> | <b>541.43</b> | <b>582.23</b> |
| 短期借款         | 6.00          | 1.35          | 9.30          | 3.84          |
| 应付账款         | 26.69         | 36.79         | 54.62         | 42.42         |
| 预收款项         | 33.08         | 37.87         | 50.87         | 50.29         |
| 其他应付款        | 53.77         | 39.51         | 47.81         | 51.21         |
| 一年内到期的非流动负债  | 0.00          | 0.02          | 52.70         | 61.32         |
| 长期借款         | 136.63        | 200.25        | 189.97        | 208.75        |
| 应付债券         | 29.94         | 79.72         | 92.61         | 113.42        |
| <b>总债务</b>   | <b>181.58</b> | <b>304.64</b> | <b>365.51</b> | <b>416.45</b> |
| 短期债务         | 6.00          | 1.87          | 63.21         | 65.21         |
| 短期债务/总债务     | 0.03          | 0.01          | 0.17          | 0.16          |
| 资产负债率(%)     | 67.69         | 67.89         | 68.05         | 69.61         |
| 总资本化比率(%)    | 54.95         | 59.52         | 58.98         | 62.10         |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2020 年，公司经营获现能力相对稳定，投资活动现金流缺口依然较大，筹资活动现金流净流入规模有所减少；公司 EBITDA 对利息支出的保障能力依然较好；2020 年以来，货币资金对短期债务的保障能力整体依然较好**

2020 年，公司经营活动现金流同比变化不大，仍呈小额净流入状态，公司经营获现能力维持稳定；2021 年 1~3 月因回款相对支出规模较少，经营

活动现金流转为净流出 4.71 亿元。投资活动现金流方面，2020 年以来仍呈一定规模净流出状态，主要系公司在自营项目方面投入力度依然较大，同时投资活动当前形成的效益规模尚且较小所致；因此，公司依赖外部融资平衡的需求仍较大，但由于 2020 年偿还债务支付的现金增加，当期筹资活动现金流净流入规模同比有所减少。

从偿债指标来看，2020 年，公司 EBITDA 略增至 30.40 亿元，受债务规模持续扩大影响，其对债务本息的覆盖能力均有所弱化，其中对利息支出的覆盖倍数降至 2.54 倍，总体保障能力仍较强。经营活动净现金流规模依然较小，仍无法对利息支出形成有效覆盖。此外，2020 年以来财务报表口径对非流动负债中一年内到期的部分计入流动负债核算，使得财务口径短期债务规模同比大幅增加，同时由于货币资金规模减少，期末货币资金对短期债务的覆盖倍数大幅降至 0.83 倍；随着货币资金的增加，2021 年 3 月末其对短期债务的覆盖倍数升至 1.11 倍，总体来看，公司短期偿债能力依然较好。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

|                | 2018   | 2019   | 2020   | 2021.1~3 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 经营活动净现金流       | 1.53   | 3.14   | 3.61   | -4.71    |
| 投资活动净现金流       | -27.27 | -56.08 | -54.86 | -18.47   |
| 筹资活动净现金流       | 26.07  | 81.67  | 35.53  | 43.38    |
| EBITDA         | 13.90  | 29.28  | 30.40  | --       |
| EBITDA 利息覆盖倍数  | 3.29   | 3.73   | 2.54   | --       |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 0.36   | 0.40   | 0.30   | --       |
| 总债务/EBITDA     | 13.06  | 10.40  | 12.02  | --       |
| 货币资金/短期债务      | 6.40   | 35.91  | 0.83   | 1.11     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司对外担保风险相对可控；未来两年面临一定的债务到期压力，但未使用银行授信额度充足，可为还本付息提供一定的资金支持**

债务到期方面，2021 年 4~12 月、2022 年及 2023 年，公司分别需偿还到期债务 74.82 亿元、87.79 亿元和 43.86 亿元，未来两年面临一定的债务到期压力，中诚信国际将持续关注公司偿付安排等情

<sup>1</sup> 公司对拉萨置地投资开发有限公司持股比例超过 50%，但不具备完全控制权，故不纳入合并报表范围。



况。

表 12：公司未来几年债务到期分布情况（亿元）

| 到期时间 | 2021.4~12 | 2022  | 2023  |
|------|-----------|-------|-------|
| 到期债务 | 74.82     | 87.79 | 43.86 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 12.99 亿元，占当期末净资产的 5.11%，被担保方系拉萨置地投资开发有限公司和拉萨市自来水公司，风险相对可控。

表 13：截至 2021 年 3 月末公司对外担保明细（亿元）

| 被担保方         | 担保余额  | 企业性质 |
|--------------|-------|------|
| 拉萨置地投资开发有限公司 | 11.80 | 国企   |
| 拉萨市自来水公司     | 1.19  | 国企   |
| 合计           | 12.99 | --   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产总计 73.21 亿元，占总资产的 9.20%，主要系公司将应收款项、投资性房地产用于银行抵押质押贷款及部分货币资金受限。

表 14：截至 2020 年末公司受限资产明细（亿元）

| 受限资产       | 账面价值  |
|------------|-------|
| 货币资金       | 1.12  |
| 应收款项/质押物价值 | 8.77  |
| 投资性房地产     | 63.32 |
| 合计         | 73.21 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 666.78 亿元，尚未使用的授信额度 302.78 亿元，较为充足的授信可为公司项目建设及还本付息等提供有力的资金支持。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 10 日，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逾期未偿付情形。

## 外部支持

### 公司在拉萨市战略地位较为突出，持续获得资产注入和资金支持

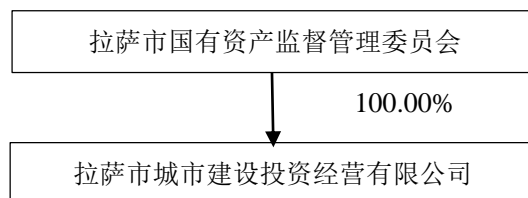
公司作为拉萨市重要的基础设施建设主体，在拉萨市经济社会发展中的作用突出，在资产划拨和资金等方面获得了拉萨市政府的大力支持。

资产注入方面，2018 年 12 月，公司收到拉萨市工业和信息化局入股资金 2.00 亿元；2020 年 2 月收到拉萨市财政局入股资金 0.50 亿元，2021 年 3 月末，公司实收资本同比增加 2.50 亿元至 3.70 亿元。2019 年，股东拉萨市国资委将拉萨净土水务有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，住房与城乡建设局将会展中心无偿划拨至公司，增强了公司资本实力。资金支持上，2019 年，公司获得政府补助 0.28 亿元，主要系增值税税收优惠。2020 年，公司获得政府补贴 0.12 亿元。此外，公司享有稳定的财政贴息，银行贷款利率较低，为公司的融资及发展提供了有利条件。

## 评级结论

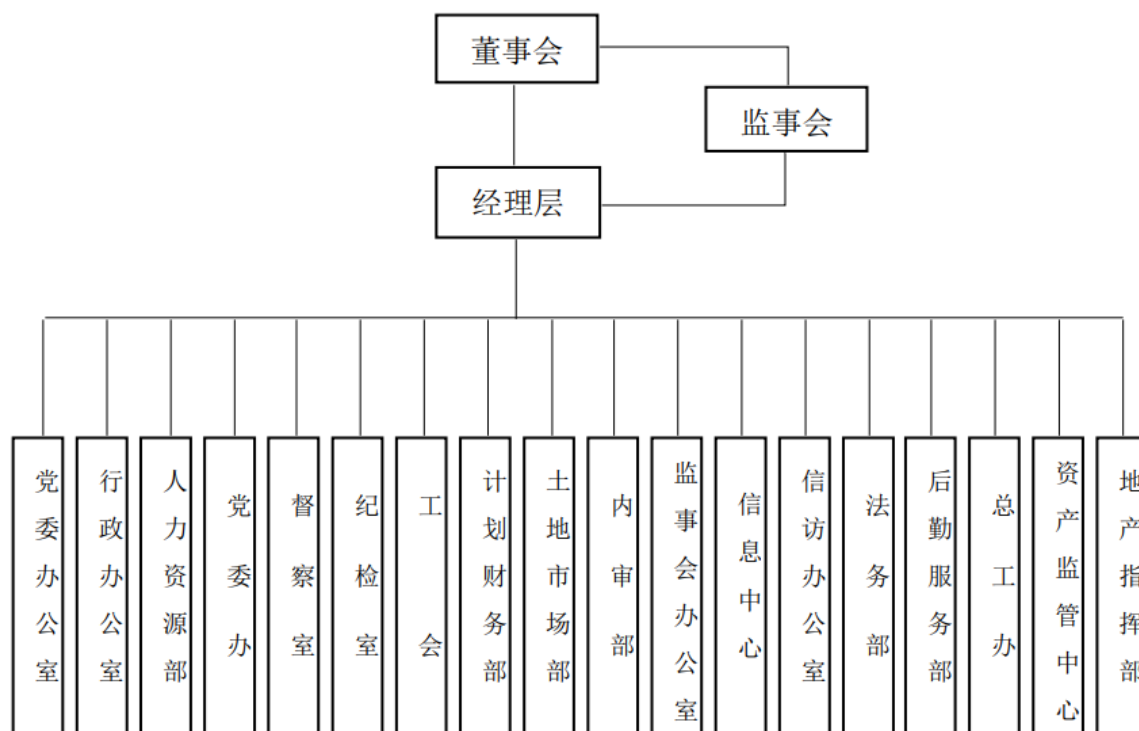
综上所述，中诚信国际维持拉萨市城市建设投资经营有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 藏投 01”的债项信用等级为 **AA+**。

## 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 2021 年 3 月末）



| 重要子公司名称          | 持股比例    |
|------------------|---------|
| 西藏鲲鹏建设集团有限公司     | 100.00% |
| 西藏城市置业集团有限公司     | 100.00% |
| 西藏升航建材产业集团有限公司   | 100.00% |
| 西藏博瑞公共设施管理服务有限公司 | 100.00% |

注：公司下属子公司众多，上表仅列式总资产及营业收入占比较大的一级子公司。



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：万元）       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 383,497.96   | 670,881.92   | 524,900.24   | 726,898.10   |
| 应收账款              | 364,581.37   | 385,563.70   | 388,128.75   | 390,787.07   |
| 其他应收款             | 171,176.95   | 121,722.34   | 210,205.78   | 219,690.34   |
| 存货                | 1,536,852.77 | 2,357,433.77 | 3,020,732.56 | 3,030,224.72 |
| 长期投资              | 13,819.22    | 17,226.98    | 93,995.78    | 83,595.25    |
| 在建工程              | 36,544.67    | 366,469.42   | 580,223.92   | 709,367.69   |
| 无形资产              | 239,172.19   | 398,218.69   | 283,140.54   | 320,110.61   |
| 总资产               | 4,607,497.30 | 6,453,414.69 | 7,955,985.46 | 8,364,175.31 |
| 其他应付款             | 537,664.02   | 395,118.93   | 478,080.17   | 512,090.00   |
| 短期债务              | 59,950.00    | 18,683.90    | 632,075.13   | 652,076.88   |
| 长期债务              | 1,755,837.12 | 3,027,740.11 | 3,023,009.78 | 3,512,438.28 |
| 总债务               | 1,815,787.12 | 3,046,424.01 | 3,655,084.91 | 4,164,515.16 |
| 总负债               | 3,118,909.42 | 4,381,093.83 | 5,414,281.91 | 5,822,327.43 |
| 费用化利息支出           | 8,749.89     | 35,145.02    | 35,875.08    | --           |
| 资本化利息支出           | 33,526.96    | 43,445.19    | 83,823.17    | --           |
| 实收资本              | 12,000.00    | 12,000.00    | 12,000.00    | 37,000.00    |
| 少数股东权益            | 44,879.19    | 160,954.22   | 157,413.71   | 155,716.30   |
| 所有者权益合计           | 1,488,587.88 | 2,072,320.86 | 2,541,703.56 | 2,541,847.88 |
| 营业总收入             | 918,238.51   | 965,561.12   | 1,054,954.38 | 141,482.68   |
| 经营性业务利润           | 182,389.55   | 161,225.51   | 108,428.09   | 6,184.49     |
| 投资收益              | 100.27       | 119.06       | -4,164.14    | 145.10       |
| 净利润               | 117,944.97   | 216,201.61   | 217,720.02   | 3,529.33     |
| EBIT              | 134,366.15   | 276,318.65   | 278,494.31   | --           |
| EBITDA            | 139,048.02   | 292,845.65   | 304,012.51   | --           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 794,546.53   | 969,830.88   | 954,080.00   | 112,287.33   |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 1,125,117.47 | 1,215,535.96 | 1,215,101.15 | 253,516.51   |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 1,660,369.58 | 1,481,871.18 | 966,978.01   | 153,353.22   |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 147,727.37   | 601,134.13   | 1,073,906.89 | 227,649.14   |
| 吸收投资收到的现金         | 28,403.50    | 4,352.74     | 5,550.00     | 550.00       |
| 资本支出              | 206,090.24   | 322,678.95   | 435,543.80   | 171,898.58   |
| 经营活动产生现金净流量       | 15,262.29    | 31,436.61    | 36,139.40    | -47,130.31   |
| 投资活动产生现金净流量       | -272,700.73  | -560,755.79  | -548,641.75  | -184,702.08  |
| 筹资活动产生现金净流量       | 260,694.62   | 816,703.14   | 355,346.44   | 433,830.25   |
| 财务指标              | 2018         | 2019         | 2020         | 2021.3       |
| 营业毛利率(%)          | 24.77        | 25.75        | 20.65        | 19.50        |
| 期间费用率(%)          | 4.51         | 8.86         | 9.82         | 17.87        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 11.63        | 7.86         | 7.52         | 7.30         |
| 收现比(X)            | 0.87         | 1.00         | 0.90         | 0.79         |
| 总资产收益率(%)         | 3.25         | 5.00         | 3.87         | --           |
| 资产负债率(%)          | 67.69        | 67.89        | 68.05        | 69.61        |
| 总资本化比率(%)         | 54.95        | 59.52        | 58.98        | 62.10        |
| 短期债务/总债务(X)       | 0.03         | 0.01         | 0.17         | 0.16         |
| FFO/总债务(X)        | 0.12         | 0.08         | 0.07         | -0.05        |
| FFO 利息倍数(X)       | 5.10         | 3.29         | 2.07         | --           |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.36         | 0.40         | 0.30         | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | 13.06        | 10.40        | 12.02        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 2.32         | 15.67        | 0.48         | --           |
| 货币资金/短期债务(X)      | 6.40         | 35.91        | 0.83         | 1.11         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 3.29         | 3.73         | 2.54         | --           |

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制，其中 2021 年一季度财务报表未经审计且未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料，故相关财务指标失效；2、中诚信国际统计债务口径将“长期应付款”中的有息债务部分纳入长期债务核算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标   |                    | 计算公式  |
|------|--------------------|---|
| 资本结构 | 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  |
|      | 资产负债率              | =负债总额/资产总额  |
|      | 总资本化比率             | =总债务/(总债务+所有者权益合计)  |
|      | 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                                      |
|      | 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                                       |
| 盈利能力 | 营业成本合计             | =营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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        |
|      | 营业毛利率              | =(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入   |
|      | 期间费用合计             | =财务费用+管理费用+销售费用+研发费用  |
|      | 期间费用率              | =(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入                                  |
|      | 经营性业务利润            | =营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益                  |
|      | EBIT (息税前盈余)       | =利润总额+费用化利息支出   |
|      | 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                                      |
|      | 总资产收益率             | =EBIT/总资产平均余额   |
|      | EBIT 利润率           | =EBIT/当年营业总收入   |
| 现金流  | EBITDA 利润率         | =EBITDA/当年营业总收入   |
|      | FFO (营运现金流)        | =经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)                |
|      | 收现比                | =销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入  |
| 偿债能力 | 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/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                     |
|      | FFO 利息覆盖倍数         | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)  |
| 偿债能力 | 经营活动净现金流利息覆盖倍数     | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                   |

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 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      | 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。

| 中长期债券等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| 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。

| 短期债券等级符号 | 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      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。