

信用等级公告

联合〔2019〕1776号

联合资信评估有限公司通过对广西柳州市东城投资开发集团有限公司及其拟发行的2019年公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定广西柳州市东城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,2019年广西柳州市东城投资开发集团有限公司公司债券的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十八日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话:010-85679696

传真:010-85679228

邮编:100022

<http://www.lhratings.com>

2019 年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期债券信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债券概况:

本期债券发行规模: 不超过 15 亿元
本期债券期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 分期还本
募集资金用途: 项目建设和补充流动资金

评级时间: 2019 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	129.13	108.78	37.65
资产总额(亿元)	848.24	1010.37	1065.03
所有者权益(亿元)	364.09	399.81	432.33
短期债务(亿元)	99.62	103.31	89.29
长期债务(亿元)	328.55	441.12	450.42
全部债务(亿元)	428.17	544.43	539.70
营业总收入(亿元)	18.31	35.79	67.91
利润总额(亿元)	3.36	9.52	7.62
EBITDA(亿元)	6.09	13.00	11.84
经营性净现金流(亿元)	1.55	-61.63	8.77
营业利润率(%)	30.55	49.74	18.47
净资产收益率(%)	0.68	1.74	1.24
资产负债率(%)	57.08	60.43	59.41
全部债务资本化比率(%)	54.04	57.66	55.52
流动比率(%)	433.21	480.62	447.80
经营现金流负债比(%)	1.02	-38.95	5.25
全部债务/EBITDA(倍)	70.33	41.87	45.58
EBITDA 利息倍数(倍)	0.22	0.41	0.35

注: 长期应付款中有息部分调整至长期债务; 2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数据; 2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据

分析师: 张建飞 许狄龙 胡元杰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

广西柳州市东城投资开发集团有限公司(以下简称“公司”)作为柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体之一,负责柳州市柳东新区的建设开发,业务区域竞争力强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在经营环境、外部支持等方面的显著优势。同时,联合资信也关注到公司存在较大的资本支出压力、资产流动性较弱、债务规模较大以及存在较大短期偿付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强,分期偿还条款的设置有助于缓解公司集中还款的资金压力。

柳州市经济及财力的稳步发展为公司经营提供了良好的外部环境;随着柳东新区的不断发展、在建经营性项目完工运营以及业务多元化开展,公司未来收入规模和利润水平有望持续。同时考虑到公司获得政府的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 柳州市作为中国西部地区重要的工业基地,区位优势明显;近年来经济稳步发展,财政实力较强,为公司业务发展创造了良好的外部环境。
2. 公司承担柳州市柳东新区的建设开发职能,业务区域竞争力强。
3. 近年来,公司在资产注入、财政补助、债务置换等多方面获得了政府的大力支持。
4. 近年来,公司资产和权益规模持续增长,资本实力不断增强。

5. 本期债券分期偿还条款的设置有助于缓解公司集中还款的资金压力。

关注

1. 新的城市基础设施建设业务模式的后续实际执行情况以及对相应业务收入的影响存在不确定性。
2. 公司项目建设未来投资规模大, 存在较大资本支出压力。自营性项目未来项目实际经营收益实现及投入回收周期存在较大不确定性。
3. 公司资产构成以存货为主, 主要为土地资产及各项业务发生的建设成本, 部分受限, 资产流动性较弱。
4. 近年来, 公司为了开展项目建设通过多种融资渠道进行融资, 债务规模较大, 存在较大短期偿付压力。
5. 公司对柳州东泰建筑工程有限公司的担保及委托贷款规模较大, 2018 年柳州东泰建筑工程有限公司整体财务状况差, 公司对其委托贷款的回收风险以及可能面临的或有负债风险值得关注。
6. 募投项目收益为公司自主测算, 预测合理性值得关注; 本期债券存续期内, 募投项目部分年度无收益或净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分资金还本付息, 需依赖公司自有资金及之前年度收益累积; 募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际对外销售及出租情况, 受当地房地产及租赁市场行情影响较大, 具有一定不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）前身柳州东成高科技投资发展有限公司成立于2004年9月，注册资本3000万元，由柳州高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“柳州高新区管委会”）持股96.67%，柳州高新技术产业开发区创业服务中心（以下简称“创业服务中心”）持股3.33%。后经多次增资及股权变更，截至2016年底，公司注册资本及实收资本均为8.18亿元，柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“柳州市国资委”）持有公司100%股份。2017年3月，根据《柳州市政府国有资产监督管理委员会关于组建广西柳州市东城投资开发集团有限公司的批复》（柳国资复〔2017〕26号），公司名称变更为广西柳州市东城投资开发集团有限公司，注册资本为20亿元，由柳州市国资委出资，于2020年12月31日前分步到位。截至2018年底，公司注册资本20.00亿元，实收资本8.18亿元，柳州市国资委持有公司100%股份，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：土地整理及开发，国有资产的运营和管理，市政基础设施的投资和建设管理，交通基础设施投资开发及建设管理，工业地产经营，投资管理咨询服务和自有房屋租赁，房地产开发经营（须凭建设行政主管部门核发的相关资质证从事经营），对文化旅游产业、会展项目的投资，会议、展览服务。

截至2018年底，公司本部内设综合办公室、战略投融资部、人力资源部、财务部、成本合约部、工程项目管理中心、合规风险部7个职能部门（详见附件1-2）；拥有纳入合并范围的子公司20家（详见附件1-3）。

截至2018年底，公司资产总额1065.03亿元，所有者权益432.33亿元（其中少数股东权益1.97亿元）；2018年，公司实现营业总收入67.91亿元，利润总额7.62亿元。

公司注册地址：柳州市鱼峰区新柳大道89号柳东新区企业总部大楼商务写字楼C座，法定代表人：韦忠。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概述

公司计划发行规模不超过15.00亿元的公司债券（以下简称“本期债券”），期限为5年。本期债券每年付息，同时设置本金分期偿付条款，即在债券存续期的第2、3、4、5个计息年度末按25%的比例等额偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本期债券募集资金15.00亿元，其中12.00亿元用于竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目、柳东新区南庆安置区项目（二期）和柳东新区南庆安置区项目（三期）（以下简称“募投项目”）建设，3.00亿元用于补充流动资金。具体资金使用情况见表1。

表1 募集资金使用情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目	89214.81	29500.00	33.07
柳东新区南庆安置区项目（二期）	44062.83	30500.00	69.22
柳东新区南庆安置区项目（三期）	111011.54	60000.00	54.05
补充流动资金	--	30000.00	--
合计	244289.18	150000.00	--

资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告及批复和公司提供资料整理

2. 募投项目概况

项目建设内容

(1) 竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目

项目建设地址位于柳东新区半塘路以南、新儒路以东；项目规划总用地面积约104805.76m²，总建筑面积219705.37m²，其中地上建筑面积150009.37m²，地下建筑面积69696.00m²。规划住宅1324套。该项目主要建设内容包括：农民安置房8栋，以及配套公共用房、供配电、给排水、停车场、广场、道路、绿化等配套设施。

(2) 柳东新区南庆安置区项目（二期）

项目规划用地面积42244m²，其中建设净用地面积33173m²（约合49.76亩），水域面积3588m²，绿地面积5483m²。项目总建筑面积150631.26m²（其中地面建筑面积94440.22m²、地下建筑面积56191.04m²）。规划户数912户。建设5栋（9#/10#/20#/21#/22#）高层建筑，建筑面积94440.22m²。建设地下室1个，建筑面积56191.04m²。配套建设围墙、景观绿化、道路及铺装、给排水、供配电等配套设施。

(3) 柳东新区南庆安置区项目（三期）

项目规划用地面积88333.28m²，其中建设净用地面积73228.98m²，绿地面积12574.23m²，代征道路用地2530.14m²。项目总建筑面积270629.9m²（其中地面建筑面积160373.9m²、地下建筑面积110256m²）。规划户数1297户。

建设10栋（1#/7-8#/11-12#/15-19#）高层建筑和2栋小区配套服务中心（13#/14#）以及1个幼儿园，建筑面积160373.9m²。建设地下室建筑面积110256m²。配套建设围墙、景观绿化、道路及铺装、给排水、供配电等配套设施。

项目审批情况

目前，募投项目已获得柳州市柳东新区管理委员会（以下简称“柳东新区管委会”）立项批复，并已取得项目可行性研究报告批复等相关政府部门批复文件。

项目资金来源

根据募投项目可行性研究报告及批复，募投项目总投资24.43亿元，资金来源均为自筹及融资。

项目进度

根据公司提供资料，募投项目建设期均为12个月；截至报告出具日，竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目已完成投资4.02亿元，完工比例80.00%；柳东新区南庆安置区项目（二期）已完成投资2.45亿元，完工比例55.00%；柳东新区南庆安置区项目（三期）已完成投资1.29万元，完工比例12.00%。

项目经济效益

根据公司提供的项目收益测算，募投项目建成后，未来收入由保障性住房销售收入、配套商业销售和租赁收入、停车位销售和租赁收入构成；募投项目运营期内（2020-2023年）募投项目净收益合计18.17亿元。

表2 募投项目营业收入估算表（单位：万元）

项目	小计	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目	收入	65384.17	--	26127.03	19604.04	6565.05
	成本	1307.68	--	522.54	392.08	131.30
	增值税、税金及附加	7997.67	--	3195.81	2397.93	803.02
	净收益	56078.82	--	22408.68	16814.03	5630.73
柳东新区南庆安置区项目（二期）	收入	55331.70	--	22088.74	16581.01	11084.84
	成本	1659.95	--	662.66	497.43	332.55
	增值税、税金及附加	7552.28	--	3014.91	2263.16	1512.98
	净收益	46119.46	--	18411.16	13820.42	9239.31
柳东新区	收入	92155.82	--	35860.54	27250.27	18827.64
						10217.37

项目		小计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
南庆安置区项目（三期）	成本	1382.33	--	537.91	408.75	282.41	153.26
	增值税、税金及附加	11272.33	--	4386.40	3333.20	2302.96	1249.77
	净收益	79501.16	--	30936.23	23508.32	16242.27	8814.34
净收益合计		181699.44	--	71756.07	54142.77	36706.96	19093.64

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方

政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得

到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分

别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速

有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康

发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自

身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2014〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允

许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2018〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《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〔2018〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

行业展望

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

柳州市

柳州市地处中国华南经济圈与西南经济圈的交汇地带，是珠三角沿海经济高梯度地区向西部经济低梯度地区承接与扩散的桥梁地带，也是广西五大经济区中“桂中经济区”的中心城市，还是“中国—东盟”自由贸易区的重要连接纽带，具备明显的区位优势。

柳州市作为西部工业重镇，已经形成以汽车、机械、冶金三大支柱产业为龙头，制糖、烟草、造纸、制药、化工、建材、纺织等产业蓬勃发展的现代工业体系，拥有上汽通用五菱、柳钢、东风柳汽、柳工、五菱等全国500强工业企业，以及“两面针牙膏”“金嗓子喉宝”“花红药业”等一批全国知名品牌。

根据《柳州市国民经济和社会发展统计

公报》，2016—2018年，柳州市分别实现地区生产总值2476.94亿元、2755.64亿元和3053.65亿元，同比分别增长7.3%、7.1%和6.4%，增速有所放缓，但仍保持稳步增长。2018年地区生产总值中，第一产业增加值195.00亿元，增长4.9%；第二产业增加值1608.66亿元，增长2.6%；第三产业增加值1249.99亿元，增长11.9%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为6.39%、52.68%和40.93%。

2018年，柳州市全部工业总产值5146.88亿元，比上年增长2.2%；其中规模以上工业总产值5000.14亿元，增长3.0%。

2018年，柳州市固定资产投资比上年增长15.4%。其中，第一产业投资增长60.5%；第二产业投资增长15.5%，其中工业增长9.8%；第三产业投资增长14.2%。

2016—2018年，柳州市全市财政收入分别为370.16亿元、403.8亿元和436.22亿元。其中，地方一般公共预算收入分别为159.16亿元、179.8亿元及193.78亿元；2018年，税收收入完成136.6亿元，同比增长6.5%；非税收入完成57.18亿元，同比增长10.9%，非税收入占一般公共预算收入比重29.5%。税收收入中：增值税42.55亿元，同比下降8.7%；企业所得税19.22亿元，同比增长53.3%；个人所得税5.13亿元，同比增长22.2%。

2018年，柳州市完成政府性基金收入157.26亿元，增长15%；上级补助收入187.82亿元。截至2018年底，全市政府债务余额560.98亿元，其中一般债务192.82亿元，专项债务368.16亿元。

城市基础设施需求与地方经济发展水平和政府财力密切相关，柳州市较强的财政实力对城市基础设施建设的发展提供有力支持。随着西部大开发以及“中国—东盟”自由贸易区的发展，柳州市的区域中心优势将得到充分体现，与此相对应的城市基础设施建设速度将进一步加快。

根据“十三五”规划，柳州市计划大力推进“三柳高速生态经济带”“空港经济区”等战略性领域重大项目。全市重大项目储备投资规模力争在1万亿以上，主要布局在基础设施建设、产业升级、民生保障、生态文明建设等四大投资领域的17个重点投资方向。初步规划“十三五”投入6379亿元，实施225个城建类重大建设项目。依托中心城区“一江两岸、两环六射、十横七纵”主骨架道路、“一心两城多组团”间的互联互通推进项目建设，打造沙东生态新城、三柳高速生态经济带、空港经济区。围绕建设国家“一带一路”有机衔接的重要铁路、公路、水路联运节点，加快建设以柳州为货运枢纽，东连粤港澳，南连北部湾、东南亚，西接云贵川，形成连接新亚欧大陆桥和海上丝绸之路、衔接“一带一路”的综合运输新通道。

柳东新区

柳东新区成立于2007年2月，在区域上统辖柳州高新技术产业开发区与阳和工业新区，托管柳州市鱼峰区的雒容镇和洛埠镇。2010年9月，柳州高新技术产业开发区升级为国家级高新技术产业开发区。柳东新区是广西壮族自治区重点发展的三个新区之一，致力打造成以汽车产业为主的产业新城，成为中国汽车整车生产的新基地、有色金属深加工为重点的新材料特色产业基地、西南地区生物医药和环保型产业的实验基地、承接产业转移及拓展未来柳州工业的主要承载地。

经多年高速发展，柳东新区构建了“一主六副”的现代产业体系，形成以汽车工业为龙头，高新技术产业协同发力，现代服务业蓬勃兴起的产业发展新格局。新区上汽通用五菱宝骏基地一期、二期项目和东风柳汽乘用车新基地一期项目相继建成投产，东风柳汽商用车项目加速推进，百万整车先进制造基地布局顺利完成，以联合电子、轨道交通、柳医药、久日机械等为龙头的新能源汽车、高端装备制造、新一代信息技术、新材料、节能环保、生物医

药等六大战略性新兴产业竞相发展。宜居宜业新城崭露头角，拥有高效便捷交通网络，通车里程约150公里，打通与主城区及外部通道，外联内通骨架路网成型。公共服务设施完善，拥有西南地区最大的职教基地，建成大专中学校7所，在建4所，师生近10万多人，小初高优质教育资源集聚，打造了完备的教育体系。以园博园、儿童医院、会展中心一期、广西最大的文化产业项目卡乐星球等城市配套设施相继投入使用为标志，新区医疗、商业服务配套、人居环境、公用设施等进一步增强，城市建设初具规模。

柳东新区规划用地面积203平方公里，将结合产业园区与城市新区，建设以汽车整车及零部件制造为核心的广西柳州汽车城，规划2020年实现地区生产总值1200亿元，工业产值2500亿元，财政收入180亿元，承载人口100万人，成为城市功能进一步完善，生态宜居的新城；2030年，柳州汽车城建设完毕，计划实现地区生产总值3000亿元，工业产值6000亿元。

根据柳东新区管委会政务公开信息，2018年柳东新区规模以上工业总产值完成954.94亿元，同比增长11.9%；固定资产投资同比增长17.1%；社会消费品零售总额完成82.3亿元，同比增长13.4%。其中柳州高新区在全国169家国家级高新区中综合实力位居第49位，位列广西第一。

根据《柳东新区（高新区）2018年财政预算执行情况和2019年财政预算（草案）》，2018年，柳东新区实现一般公共预算收入7.89亿元，同比增加1.89亿元，增长31.6%。其中，税收收入完成7.49亿元，增长30.5%，占一般公共预算收入的94.9%；非税收入完成0.4亿元，增长54.6%，占一般公共预算收入比重5.1%。2018年，柳东新区实现政府性基金收入0.51亿元，上级补助收入21.87亿元。2018年底，柳东新区无政府性债务余额。

总体看，近年来柳州市经济发展势头良

好，一般预算收入不断增长，但柳州市政府债务规模大，债务负担较重。公司业务所在的柳东新区成立以来发展迅速，公司作为柳州市柳东新区基础设施建设及土地一级整理主体，外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司系柳州市国资委出资设立的国有独资企业，柳州市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

柳州市存在多家基础设施投资建设及公共事业类企业，公司主要职能为承担柳州市柳东新区的基础设施建设以及土地一级整理业务，与柳州其他城投类企业不存在直接竞争关系，业务开展在区域内具有垄断性。

3. 人员素质

截至2018年底，公司拥有高级管理人员10人，其中董事长1人、总经理1人、党委副书记1人、副总经理5人、总经理助理1人、总工程师1人。

韦忠先生，1963年11月出生，大学本科学历。历任广西柳州地区水电局建设科主任、计划财务科科长，柳州市计委重大科副科长，柳州市发展和改革委员会基础设施科科长，柳东新区管理委员会规划和建设环保处处长；现任公司董事长。

唐懿先生，1979年11月出生，工商管理硕士。历任广西华御堂药业有限公司职员、部门主管、总经理助理，公司职员、发展部业务主管、规划部副经理、投资产权部副经理、投资发展部经理、副总经理；现任公司总经理。

截至2018年底，公司本部共有员工181人。从年龄结构来看，36岁以下占比56.35%，36至55岁占比40.88%，55岁以上占比2.77%。从学历结构来看，本科及以上学历占比87.85%，大专学历占比12.15%。从专业结构

来看，管理人员占比27.07%，技术人员占比55.80%，财务人员占比12.71%，行政人员占比4.42%。

总体看，公司高层管理人员相关管理经验丰富；公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

4. 外部支持

公司自成立以来承担柳州市柳东新区的建设开发职能，主要业务及收入均来源于当地政府，因此其经营和发展受柳州市及柳东新区经济发展和财政实力影响较大；同时公司得到柳州市和柳东新区管委会在资产注入、财政补助以及债务置换等方面的支持。

资产注入

2013年，根据柳财预〔2013〕607号文件，公司收到国有资本金249.70万元；根据柳财预〔2013〕261号文件，公司收到项目配套资金0.20亿元；同年，柳州市国资委以国有建设用地作价出资，新增公司资本公积42.25亿元，均计入“资本公积”。

2014年，根据柳财预〔2014〕698号文件，公司增加国有资本金479.59万元，计入“资本公积”。

2015年，柳州市政府拨入土地使用权104.78亿元；根据柳财预〔2015〕654号文件，公司收到国有资本金516.79万元，均计入“资本公积”。

2016年，根据柳财预〔2016〕676号文件，公司收到国有资本金478.00万元，计入“资本公积”。

财政补助

2016—2018年，柳州市政府和柳东新区管委会分别向公司拨付财政日常经营补助0.53亿元、0.57亿元和3.16亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

债务置换

2015年，根据广西财政厅《关于预告知2015年政府置换债券额度的通知》，由柳州市

财政局、公司和相关贷款机构签订《柳州市2015年地方政府性转换债权对应债券债务解除协议书》约定：三方同意通过使用2015年度广西政府置换债券置换公司所欠贷款机构的贷款本金，债权债务关系解除后，形成公司对柳州市财政局债务15.11亿元，计入“长期应付款”。

2016—2018年，柳州市财政局通过签署债务解除协议及政府债资金拨付方式分别偿付公司被认定为政府负有偿还义务的债务62.14亿元、36.91亿元和11.48亿元，计入“资本公积”。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

5. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G10450203000424707），截止2019年4月25日，公司本部无已结清及未结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国有独资公司，出资人为柳州市国资委。依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律，公司制定了章程并设立董事会、监事会和经营管理层。

公司设董事会，由5人组成，其中职工董事1人，另4名董事由柳州市国资委委派或更换。董事会设董事长1人，由出资人在董事会成员中指定，董事长是公司的法定代表人。董事会每届任期3年，任期届满，经委派、任命或选举可以连任。董事会对出资人负责，行使制度公司发展战略、中长期发展规划，决定公司经营计划和投资方案，制定公司基本管理制度等职权。

公司设监事会，成员为5人，其中职工代表2名，由公司职工代表大会选举产生，其余监事由柳州市国资委委派。监事会每届任期3

年，任期届满，经委派、任命或选举可以连任。监事会行使检查公司财务以及对董事和高级管理人员的职务行为进行监督等职权。

公司设总经理1名，副总经理5名，总经理负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议，对董事会负责。

公司董事、监事及高管人员均按公司章程要求实际到位，且不存在政府部门兼职情况。

2. 管理水平

公司内设综合办公室、战略投融资部、人力资源部、财务部、成本合约部、工程项目管理中心、合规风险部7个职能部门。公司明确了各部门职责，并建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司根据自身的实际需要，设置独立于其他职能部门的财务部，在公司负责人的直接领导下，按照统一领导、统一管理、统一资金使用、统一核算、统一安排财务人员工作的原则，保证公司业务开展和资金有效使用。同时，与其他职能部门保持密切配合、协调一致。

重大投资决策方面，公司及全资子公司投资计划均需报公司股东审议批准，综合考虑经济上的合理性、效益性及投资风险，根据对各项条件的分析及对未来的预测选择最佳资源组合和投资方案。

子公司管理方面，公司对全资子公司实行分公司形式管理。人事方面，子公司的人事管理集中到母公司管理。子公司的人才招聘、培训、绩效考核与薪酬激励制度、劳动用工制度等工作由母公司人力资源部统一管理；财务方面，子公司不设财务部，由母公司财务部配备专门会计人员进行统一管理；重大决策方面，对子公司的重大决策进行集中管理，子公司的重大决策需要提交母公司审批。

对外担保管理方面：公司对外担保实行统一管理，对外担保必须按程序经公司董事会批准。各子公司不得对外进行担保。对外担保事项，无论金额大小均需董事会成员共同签署。

公司重大担保事项在董事会作出决议后，还需报出资人审批。

总体看，公司治理结构完善，部门设置较为合理，管理制度基本齐全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括城市建设及运营、市政公用事业、置业投资发展及产业投资等；2016—2018 年，公司分别实现营业总收入 18.31 亿元、35.79 亿元和 67.91 亿元，年均复

合增长 92.58%，增长主要来自于城市建设及置业投资业务收入的持续增长。业务构成方面，2016—2018 年，城市建设业务收入在营业总收入中占比分别 82.70%、84.18%和 70.21%，为公司收入最主要来源；此外，置业投资收入在营业总收入中的比重快速上升，分别为 0.46%、0.17%和 18.29%。

毛利率方面，受城市建设业务收入在营业总收入中占比及毛利率水平波动影响，公司业务毛利率波动较大，2016—2018 年分别为 34.64%、49.84%和 20.08%。

表 4 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市建设	151426.26	82.70	32.06	301302.23	84.18	51.92	476772.72	70.21	20.44
城市运营	19733.44	10.78	60.52	24243.89	6.77	68.04	32689.67	4.81	56.63
市政公用事业	9331.32	5.10	14.79	15432.13	4.31	15.69	22329.01	3.29	17.44
置业投资发展	847.91	0.46	9.90	593.89	0.17	31.89	124184.41	18.29	8.32
产业投资	1769.76	0.97	83.09	16364.34	4.57	17.42	23125.56	3.41	26.87
合计	183108.69	100.00	34.64	357936.48	100.00	49.84	679101.37	100.01	20.08

注：公司 2018 年审计报告对公司营业总收入及成本构成进行了调整，上表中 2017 年营业总收入构成采取 2018 年审计报告期初数，2016 年营业总收入构成为公司提供；因四舍五入，部分合计数与分项之和有差异

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务运营分析

（1）城市建设业务

公司城市建设业务板块主要包括土地一级开发整理以及城市基础设施建设。

土地一级开发整理

公司负责柳东新区的土地一级开发业务。公司根据柳东新区控制性规划及柳州市政府指导，确定土地一级开发整理区域后，进行项目立项、编制项目总投资等工作，按审批权限上报柳州市政府相关部门审批，获批后，由公司负责解决项目资金。资金到位后，公司与柳东新区征地办、阳和工业新区征地办等政府征地部门签订委托征地协议，将资金预付给征地办，由征地办按照合法程序对土地实施征地拆迁。征迁完成后，公司对相应地块进行土地平整、市政基础设施和社会公共配套设施建设，并交由柳州市土地交易储备中心公开出让。由

此产生的土地出让收入，在扣除上缴中央和自治区部分后的净收益，由市财政确认为公司当年土地收入，并通过柳东新区管委会支付公司。

2018年2月，公司与柳东新区管委会签订了《广西柳州汽车城区域综合开发项目土地征收、拆迁、安置补偿服务购买协议》，柳东新区管委会委托公司投入全部资金进行土地征收、拆迁及拆迁安置补偿等土地整理服务，柳东新区管委会应于每年的11月30日前向公司支付土地整理投资服务费用，具体包括投资成本和投资收益两部分，投资收益按土地投资成本的15%（不含相应的增值税）计算。双方结算后，柳东新区管委会于结算日起60天支付付款项，协议项下的委托服务的委托期限为30年。2018年，公司该模式下确认土地收入47.42亿元，实际投资收益比例在25%左右。未来公

司土地整理业务将主要采取该模式进行。

表 5 公司土地整理情况（单位：亩、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
实际开发面积	17859.00	14609.00	10627.90

当年出让面积	4371.32	1701.13	4881.68
确认的土地收入	15.01	30.00	47.42
当年实际收到的回款	19.46	16.90	32.21

资料来源：公司提供

表 6 公司土地出让情况（单位：亩、万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	出让面积	确认收入	出让面积	确认收入	出让面积	确认收入
工业用地	3517.01	50657.87	648.14	13341.05	2955.19	61960.00
商住用地	854.31	99474.92	983.06	284256.91	1671.80	389370.00
科教等其他用地	--	--	69.93	2429.08	254.69	22980.00
合计	4371.32	150132.79	1701.13	300027.04	4881.68	474310.00

注：2018 年出让的商住用地中部分地块未确认收入

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司合计出让土地面积10954.13亩，公司分别确认土地收入15.01亿元、30.00亿元和47.42亿元，受出让面积、均价、出让地块性质、投资成本和政府确认进度等因素影响，土地收入规模持续增长；当年公司分别收到回款19.46亿元、16.90亿元和32.21亿元，土地收入回款情况受土地出让以及政府拨款进度等影响大。

城市基础设施建设

公司是柳州市主要的基础设施投融资主体之一，主要负责柳东新区基础设施投融资建设及国有资产运营和管理。近年公司先后完成了园博园、汽车城会展中心和职教园等重大基础设施项目的投资建设任务。公司的城市基础设施建设业务模式分为BT、代建和总承包三种。

BT模式方面，公司作为总承包人与柳州市政府签订项目回购协议书，实施融资、建设，柳州市政府对于部分项目投入一定比例的项目资本金，项目竣工并经柳州市财政审核同意后，公司将项目产权移交柳州市政府，柳州市政府分期支付回购款，回购款的金额以公司就项目向银行实际贷款金额及产生的贷款利息之和为准，年内具体的回购资金支付次数和金额根据公司与银行签订的贷款合同确定，柳州市政府承诺回购资金于还本付息日前一个月

到位。

2012年、2013年公司就柳州市城乡一体化（阳和片区）综合配套等项目与政府签订了回购协议。根据国办发（2014）43号、财预（2014）351号等文件规定以及地方政府相关部门的要求，2014年底公司与政府签订的代建回购协议中逐年回购资金经审计后纳入到地方政府债务范围内。2015年，公司实现基础设施回收收入2.21亿元，当年获得政府债务置换15.11亿元；2016年开始政府不再进行回购，2016—2018年公司无基础设施回购收入，当年分别获得债务置换62.14亿元、36.91亿元和11.48亿元。截至2018年底，公司回购模式项目大部分已通过政府回购以及债务置换方式进行了资金平衡。

代建模式方面：公司作为总承包人实施建设，柳州市财政向公司按项目建设进度全额拨付资金，在项目建设期间柳州市政府分年度平均支付公司管理费，费率根据工程总额划分，1.00%-1.50%不等。财务处理方面，公司收到政府款项作为负债在“其他应付款”科目中核算；代建项目发生的建造支出，在“在建工程”科目中独立核算；在编制会计报表时，将收到代建款项与已发生的代建支付进行抵消列报，收到代建款大于已发生的代建支出时，差额作为负债在“长期应付款”列报；收到代建款小

于已发生的代建支出时，差额作为“其他非流动资产”列报。

总承包模式：2018年2月，公司与柳州市柳东新区管委会签订了《广西柳州汽车城区域综合开发项目土地平整、基础及公共服务设施建设工程总承包合同》（以下简称“总承包合同”），柳东新区管委会委托公司投入全部资金协助柳东新区管委会进行柳州市汽车城的开发建设及管理工作，合作项目内容包括：与土地开发有关的平整、配套基础设施建设和社会公共服务设施建设；柳东新区管委会应于每年的11月30日前向公司支付建设费用，具体包括建设投资成本和建设投资收益两部分，建设投

资收益按建设项目的总投资额的15%（不含相应的增值税）计算。协议项下的委托服务的委托期限为30年。但从2018年实际情况看，该业务模式并未实际执行，未来该模式的实际执行情况以及对公司未来城市基础设施建设业务收入可能产生的影响尚有待观察。

2016—2018年，得益于土地整理收入快速增长，公司城市建设业务收入快速增长，分别为15.14亿元、30.13亿元和47.68亿元，年均复合增长77.44%；同期毛利率分别为32.06%、51.92%和20.44%，受当年出让地块位置、性质及政府收入确认情况等影响，波动较大。

表 7 截至 2018 年底公司主要基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
柳州市儿童医院工程	代建	9.72	5.34	4.38
柳东新区高中（市二中）工程	代建	3.35	2.44	0.91
广西（柳州）职业技能公共实训基地	代建	10.93	1.38	9.55
广西科技大学柳东校区—汽车学院	代建	6.99	1.99	5.00
柳州铁一中学柳东校区	代建	4.30	2.26	2.04
职教园（二期）	代建	7.45	4.01	3.44
柳州市消防中心工程代建项目	代建	1.67	0.91	0.76
柳东新区实验中学(柳铁一中初中部)	代建	1.32	0.97	0.35
合计		45.73	19.30	26.43

资料来源：公司提供

其他重大项目建设

截至2018年底，除代建模式项目外，公司存在大规模的自建自营类项目，资金来源为公司自筹及融资，未来拟通过项目经营收益及财

政补贴实现资金平衡；项目投资规模大，存在较大的资本支出压力；未来项目实际经营收益实现及投入回收周期存在较大不确定性，对公司资产质量及流动性或将造成一定影响。

表 8 截至 2018 年底公司其他重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
职教园（二期）	自建自营	50.22	17.01	33.21
鹿山学院	自建自营	9.89	8.39	1.50
官塘启动区	自建自营	29.98	11.49	18.49
国家汽车质量监督检验中心	自建自营	14.99	5.09	9.90
科技园	自建自营	6.66	3.93	2.73
柳东新区文化广场	自建自营	16.48	1.25	15.23
柳东新区联合电子定制厂房	自建自营	2.45	1.39	1.06
柳东新区标准厂房 D 区	自建自营	4.50	1.30	3.20
企业总部云中心	自建自营	2.37	0.18	2.19
创业园孵化中心	自建自营	0.20	0.13	0.07
合计		137.74	50.16	87.58

注：职教园（二期）部分为代建，部分为自建自营

资料来源：公司提供

总体看，随着BT模式逐渐结束，未来公司基础设施项目建设将主要采取总承包及代建模式进行；公司2018年底在建项目较多，自建自营类项目总投资及尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力；且未来项目实际经营收益实现存在较大不确定性，对公司资产质量或将造成一定影响。

（2）城市运营业务

公司城市运营业务板块主要包括租赁业务、游乐场项目经营业务等。

租赁业务

公司的租赁业务主要是标准厂房租赁和职教园（一期）资产租赁，近三年此两项收入占公司租赁业务收入比重超过80%，其余租赁收入来自公司广告及场地租赁、会展中心、会议中心会议会展服务租赁等业务。由于公司租赁业务以当年实际收到的租赁金额确认收入及租金水平上涨和出租率变化，公司租赁业务收入近三年稳定增长，分别为1.41亿元、1.59亿元和1.91亿元，未来随着租赁项目的逐步多元化，公司租金收入有望增长。但同时，公司用于出租的资产投入规模较大，回收周期较长。

游乐项目经营业务

游乐项目经营业务由子公司柳州市卡乐星球经营管理有限公司（以下简称“卡乐星球”）负责。主要游乐项目为柳州卡乐星球主题乐园，该项目由公司投资，华侨城文化旅游科技有限公司参与项目建设和运营。运营期间，该项目可实现门票收入以及纪念品、餐饮、零售等周边收入。深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司在门票收入上可取得三成分成，其余收入全部属于公司。目前，柳州卡乐星球主题乐园的陆上公园已完成建设并于2017年7月开始试运营，截至2018年底，柳州卡乐星球主题乐园已累积吸引客流56.52万人次；2017-2018年，卡乐星球分别实现营业收入

1909.67万元和5645.2万元。

2016—2018年，得益于游乐项目经营业务收入快速增长，公司城市运营业务收入快速增长，分别为1.97亿元、2.42亿元和3.27亿元，年均复合增长28.71%；同期毛利率分别为60.52%、68.04%和56.63%，毛利率水平有所波动，整体处于较高水平。

（3）市政公用事业

公司市政公用事业板块主要包括燃气供应业务及加油站加油业务。

燃气供应业务由公司子公司柳州东城燃气发展有限公司（以下简称“东城燃气”）负责，主要服务于新区范围内居民以及工商企业。截至2018年底，东城燃气用户总数4754户，供气人口约0.95万人。2018年，东城燃气供应燃气总量2914万立方米，天然气供应价格由物价局文件规定。2016—2018年，东城燃气分别实现燃气业务收入0.47亿元、0.74亿元和1.05亿元，随着前期建设工作逐步完善，业务规模稳步提升。

加油站业务由子公司柳州东城石油化工有限公司（以下简称“东城石化”）、柳州东城融祥石油有限公司（以下简称“东城融祥”）负责。截至2018年底，公司有3座加油站建设完工，目前尚在建设的加油站有1座。与五菱物流、龙发物流签订进站加油协议，扩展油品销售渠道，2018年成品油销售14622吨。2016—2018年度，公司分别实现加油站业务收入0.46亿元、0.81亿元和1.19亿元。

2016—2018年，公司市政公用事业收入稳步增长，分别为0.93亿元、1.54亿元和2.23亿元，年均复合增长54.69%；同期毛利率分别为14.79%、15.69%和17.44%，整体较稳定。

（4）置业投资发展

公司置业投资发展板块主要为子公司柳州东城安居置业开发有限公司和柳州东城置地发展有限公司开展的房地产开发业务，开发

的房地产包括商品房及保障性住房，通过房源对外销售实现收入；其中商品房按照市场价格销售向购房者销售，保障性住房中用于安置或保障部分（占 70%左右）按照微利原则，参考征迁补偿标准向新区管委会销售，整体售价较低，配套的商品房或商铺部分（占 30%左右）按照市场价格销售。

2016—2018 年，公司置业投资发展业务板

块分别实现收入 0.08 亿元、0.06 亿元和 12.42 亿元，其中房产销售收入分别为 0 亿元、0 亿元和 12.36 亿元；2018 年房产销售收入结转带动板块收入增幅较大；同期业务毛利率分别为 9.90%、31.89%和 8.32%，受保障性住房销售单价较低影响，2018 年板块毛利率处于较低水平。

表 9 2018 年底公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	总投资	已投资	可售面积	累计已售面积	2016 年确认收入	2017 年确认收入	2018 年确认收入
蔚莱别苑	商品房	12.70	10.16	17.86	13.70	--	--	3.36
东庭丽景	保障房	5.61	2.47	8.30	6.30	--	--	1.43
东馨佳苑	保障房	5.27	2.06	8.40	6.98	--	--	2.23
东悦佳苑一期	保障房	3.92	2.74	8.93	7.92	--	--	2.97
东悦佳苑二期	保障房	4.52	1.80	9.58	7.62	--	--	0.26
古山居苑	安置房	17.99	13.93	22.69	9.65	--	--	2.11
石冲小区	保障房	3.35	2.16	--	--	--	--	--
阳和·安心雅舍	保障房	1.80	0.88	--	--	--	--	--
东悦新城	保障房	23.82	6.12	--	--	--	--	--
东锦华庭	安置房	4.87	1.43	--	--	--	--	--
东锦水岸（博园雅居）	安置房	9.04	3.75	--	--	--	--	--
农民安置房	安置房	43.15	6.41	--	--	--	--	--
合计	--	136.04	53.91	75.76	52.17	--	--	12.36

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要房地产项目总投资合计136.04亿元，已投资53.91亿元；其中在售项目可售面积合计75.76万平方米，已销售52.17万平方米，去化进度尚可，未来业务持续及收入实现有保障。但同时公司在建房地产项目尚需投资规模大，存在一定融资压力；未来销售情况易受房地产市场及相关政策影响。

（5）产业投资

公司产业投资板块主要包括小额贷款业务、对外担保业务以及委托贷款业务等。2016—2018年公司产业投资业务收入分别为0.18亿元、1.64亿元和2.31亿元；其中小贷及委托贷款收入分别为0.11亿元、1.54亿元和2.20亿元；担保业务收入分别为0.07亿元、0.09亿元和0.11亿元。截至2018年底，公司累计发生代偿2024.85万元，应收代偿款余额为535.88万元。由于处于业务开展初期，公司担保费及利

息收入较低，随着业务开展公司该板块收入有望增长。

3. 未来发展

“十三五”期间公司将实施“一核两翼，产融结合”的业务总体发展战略，将以土地基建开发为核心主业，重点培育和发展多元化的城市服务业务和金融业务，不断提高业务战略协同水平。“一核”是指：土地基建开发业务。土地基建开发业务包括柳东新区的土地整理开发、基础设施建设和公共服务设施建设。“两翼”是指：城市服务业务、金融业务。城市服务业务是服务于新区发展的产业投资类业务。城市服务业务是为新区的建设做必要的产业配套，健全城市功能，改善人居环境，通过开展投资融资、产业培育、资本整合，推动产业集聚和转型升级，孵化新的主业，进一步培育

新的现金流、利润中心和效益增长点。金融业务是在有效控制风险的前提下，在现有的小贷、担保业务基础上，进一步扩大业务规模，提高业务能力，并扩大业务范围，争取获得更多金融牌照，从而做强做大做优金融业务，通过搭建更大的融资平台，实现资金的放大和产业促进作用。“产融结合”是指：产业资本与金融资本的结合与互动。一是加强内部业务之间的产融结合，土地基建开发、城市服务业务等业务板块优先选择金融板块提供的金融服务，有利于相关业务板块获得低成本、高效、便捷的金融服务，而金融业务也可以获得更多的业务机会和发展空间。二是促进公司内外部之间的产融结合，通过创新金融服务产品和服务模式，为新区创新型及各类中小企业提供更加有力的服务支持。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016-2017 年度财务报表进行了审计，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无

保留意见审计结论。

2018 年底，公司拥有纳入合并范围的子公司 20 家；2017 年，公司合并范围内新增子公司 6 家，减少子公司 1 家；2018 年，公司合并范围内新增子公司 6 家，上述 12 家新增子公司均为通过出资设立。此外，依据最新会计准则和财政部要求，2017 年审计报告对利润表部分科目期初数据进行追溯调整；2018 年审计报告对部分报表科目进行了调整，将投资性房地产的计量方式由成本计量变更为公允价值计量，并对期初数据进行了追溯调整。本报告财务分析 2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数据，2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据。

截至 2018 年底，公司资产总额 1065.03 亿元，所有者权益 432.33 亿元（其中少数股东权益 1.97 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 67.91 亿元，利润总额 7.62 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 12.05%；2018 年底，公司资产总额同比增长 5.41%至 1065.03 亿元，其中流动资产占比 70.23%，公司资产构成以流动资产为主。

表 10 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	655.42	77.27	760.51	75.27	747.93	70.23
货币资金	129.12	15.22	108.75	10.76	37.61	3.53
应收账款	0.40	0.05	14.49	1.43	32.15	3.02
存货	511.37	60.29	548.41	54.28	610.44	57.32
委托贷款	0.37	0.04	33.09	3.28	31.99	3.00
非流动资产	192.82	22.73	249.86	24.73	317.10	29.77
投资性房地产	19.61	2.31	47.03	4.66	101.94	9.57
在建工程	124.82	14.72	144.10	14.26	62.78	5.89
其他非流动资产	23.04	2.72	14.22	1.41	65.93	6.19
资产总额	848.24	100.00	1010.37	100.00	1065.03	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产保持增长，

年均复合增长 6.82%，增长主要来自应收账款和存货；2018 年底，公司流动资产 747.93 亿

元，同比下降 1.66%。

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 46.03%，主要系偿还到期债务及项目支出；2018 年底，公司货币资金同比下降 65.42%至 37.61 亿元，主要由银行存款（占 99.99%）构成，其余为少量库存现金和其他货币资金。公司货币资金中受限部分 0.42 亿元，为小微债风险缓释保证金。

2016—2018 年，公司应收账款大幅增长，年均复合增长 793.16%，主要系应收柳东新区管委会业务款增加；2018 年底，公司应收账款同比增长 121.92%至 32.15 亿元，其中应收柳东新区管委会业务款 31.63 亿元（占 98.37%），未计提坏账准备。总体看，公司应收柳东新区管委会业务款金额较大，对资金形成占用。

2016—2018 年，公司其他应收款波动较大，分别为 9.87 亿元、39.78 亿元和 5.46 亿元，款项性质主要为往来款及与柳东新区财政局及管委会的代付款¹。2018 年底，公司其他应收款 5.46 亿元，同比大幅减少，主要系往来款减少所致；其中应收利息 0.87 亿元；其他应收款账面余额 10.41 亿元，计提坏账准备 5.81 亿元，账面价值 4.60 亿元，其中欠款客户前五名账面余额合计 9.45 亿元（占账面余额的 90.79%），应收柳州化学工业集团有限公司 5.73 亿元，于 2018 年一次性全部计提坏账准备。总体看，公司其他应收款集中度高，部分款项预计无法收回而全额计提坏账准备，对公司资产质量及利润产生一定影响。

2016—2018 年，公司存货规模持续扩大，分别为 511.37 亿元、548.41 亿元和 610.44 亿元，年均复合增长 9.26%；2018 年增长的主要原因系房地产开发业务和土地一级开发业务持续投入以及部分投资性房地产中持有并准备增值后转让的土地使用权转入所致；2018 年底，公司存货主要包括房地产开发成本、房

地产开发产品、待开发土地和土地一级开发成本，分别为 59.53 亿元、12.88 亿元、183.07 亿元和 354.77 亿元。公司存货中价值 95.48 亿元的待开发土地及 10.87 亿元的房产开发储备用地用于对外借款抵押，合计金额占存货总额的 17.42%，对公司资产流动性造成一定不利影响。

2016—2018 年，公司委托贷款波动中大幅增长，年均复合增长 831.10%；2018 年底，公司委托贷款 31.99 亿元，其中子公司首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金（以下简称“龙盈基金”）通过华夏银行对柳州东泰建筑工程有限公司（以下简称“东泰建筑”）提供委托贷款 30.00 亿元（2017—2025 年，年利率 5.9%）；龙盈基金规模 30 亿元，其中中信证券柳州市龙盈汽车城发展基金定向资管计划以优先级合伙人认缴出资 27 亿，公司作为劣后合伙人认缴出资 3 亿元，并以固定收益承诺回购优先级份额；因委贷对象为关联企业，该笔委托贷款未计提减值准备。东泰建筑由柳州阳和开发投资有限公司（国企）持股 85%，柳州高新技术产业开发区建设开发总公司（国企）持股 15%，主要承接房屋和土木工程建筑项目、建筑安装项目等，实质为国资平台公司承接项目和贷款的壳公司；2018 年底，东泰建筑资产总额 77.677 亿，资产负债率 99.85%，2018 年未实现营业收入，利润总额为 10.15 万元；考虑东泰建筑的企业性质及财务状况，该笔款项的实际回收风险值得关注。此外，2018 年底，公司委托贷款按比例累计减值准备 0.11 亿元，次级及可疑类委托贷款合计 0.21 亿元，回收情况值得关注。

2016—2018 年，公司其他流动资产大幅增长，年均复合增长 366.72%，主要来自一年内到期的定期存款的增加；2018 年底，公司其他流动资产同比增长 107.78%至 29.04 亿元，主要为一年内到期的定期存款 27.12 亿元，其中 25.15 亿元用于质押。

非流动资产

¹根据财政通知要求，公司对柳州市新区城镇化投资管理有限公司的投资自 2016 年 1 月 1 日起转为代政府持有，同时由公司代付柳州市新区城镇化投资管理有限公司对应的资管计划利息支出，故形成对管委会的其他应收款。

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 28.24%，主要来自固定资产、投资性房地产和其他非流动资产的增加；2018 年底，公司非流动资产 317.10 亿元，同比增长 26.91%。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 38.95%，系可供出售权益性工具增加；2018 年底，公司可供出售金融资产同比增长 46.37%至 18.45 亿元，其中主要为持有柳州银行股份有限公司 10.65%股权（11.54 亿元，其中 5.79 亿元已质押）及广西桂东高速公路有限公司²10.18%股权（5.80 亿元）。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 31.17%，主要来自对联营企业投资的增加；2018 年底，公司长期股权投资同比增长 10.02%至 7.98 亿元，其中对柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司投资 2.90 亿元、对柳州中建东城文化发展有限公司投资 1.31 亿元、对柳州市建优投资管理中心（有限合伙）投资 1.28 亿元及对柳州盛东投资中心（有限合伙）投资 1.26 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产大幅增长，年均复合增长 127.97%，主要系将存货、在建工程或固定资产中部分房屋建筑物转入以及公允价值变动增值所致；2018 年底，公司投资性房地产成本 79.87 亿元，累计公允变动增值 22.07 亿元，期末公允价值 101.94 亿元；年末公司投资性房地产全部为房屋、建筑物，尚未完成权证办理部分价值 55.20 亿元；投资性房地产中 20.95 亿元已用于抵押。

2016—2018 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 148.39%，主要来自外购及达到预定可使用状态自在建工程转入的房屋、建筑物；2018 年底，公司固定资产账面原值 36.15 亿元，累计计提折旧 1.56 亿元，账面价值 34.59 亿元；年末公司固定资产主要为房屋、建筑物

和游艺专用设施，分别占比 51.15%和 37.48%；其中未完成权证办理部分价值 9.61 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动中快速下降，年均复合下降 29.08%，主要系将计入在建工程中的土地资产调整至无形资产；2018 年底，公司在建项目同比下降 56.43%至 62.78 亿元，系自建项目，主要自建项目详见表 8。

2016—2018 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长 147.89%，主要系将计入在建工程中的土地资产调入；2018 年底，公司无形资产账面原值 17.56 亿元，累计计提摊销 0.42 亿元，账面价值 17.14 亿元；年末公司无形资产主要为土地使用权，占比 99.09%；其中 8.12 亿元已用于抵押。

2016—2018 年，公司其他非流动资产有所波动；2018 年底，公司其他非流动资产同比增加 51.71 亿元至 65.93 亿元，主要包括拟置换土地资产³31.79 亿元（从存货中转入）、长期定期存款 13.50 亿元（7.50 亿元已用于质押）、预付在建项目款 9.58 亿元。

2018 年底，公司受限资产合计 174.26 亿元，受限比率 16.36%，系用于抵押及质押借款的土地、房屋、定期存款等，对公司资产流动性造成一定影响。

近年来，公司资产规模不断增长，以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，主要为土地资产及各项业务发生的建设成本，部分受限；非流动资产以房产、土地资产和自建项目为主；总体看，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 8.97%，主要来自资本公积的增加；2018 年底，公司所有者权益同比增长 8.13%至 432.33 亿元，主要由资本公积（占

² 公司持有广西桂东高速公路有限公司股权未办理工商登记手续。

³ 根据柳东新区管委会通知，公司与相关部门进行等额的土地资产置换，目前置换暂未完成。

83.56%) 构成。

2016—2018 年，公司实收资本保持稳定，均为 8.18 亿元；同期，公司资本公积稳步增长，年均复合增长 4.31%，主要来自政府债务置换；2018 年底，公司资本公积同比增长 3.28% 至 361.25 亿元，主要由政府历年来注入的土地等资产及债务置换构成。

2017 年 12 月，公司发行永续中期票据“17 柳州东投 MTN001”，计入“其他权益工具”，规模 10 亿元；2018 年底，公司其他权益工具 9.91 亿元，同比未发生变化。

2018 年，公司将自用房屋用于出租，转入投资性房地产计量，确认公允价值评估增值 21.94 亿元，扣除所得税后部分计入“其他综合收益”；2018 年底，公司其他综合收益 16.45 亿元。

总体看，公司近年来所有者权益不断增长，构成以资本公积为主，所有者权益稳定性良好。

负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 14.32%，主要来自非流动负债的增加；2018 年底，公司负债总额同比增长 3.63% 至 632.70 亿元，其中非流动负债占比 73.60%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债稳步增长，年均复合增长 5.07%，主要来自短期借款和其他应付款的增加；2018 年底，公司流动负债同比增长 5.55% 至 167.02 亿元，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，分别占比 13.64%、30.22% 和 39.81%。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 41.17%；2018 年底，公司短期借款 22.79 亿元，同比增长 50.29%，主要由质押借款（占 99.61%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款呈增长趋势，年均复合增长 24.57%，主要系与柳州东泰建筑工程有限公司和柳州阳和开发投资有限公司等往来款增加；2018 年底，公司其他应付

款同比增长 53.76% 至 50.48 亿元，其中应付柳州东通投资发展有限公司（以下简称“东通公司”）开发权受让款 24.00 亿元，系 2013 年根据柳州市政府要求，公司享有的阳和片区及古亭片区土地开发权移交给东通公司，由东通公司补偿公司 30.00 亿元，后在东通公司支付公司 24.00 亿元后，双方对移交方式产生异议后搁置而产生；其余其他应付款主要为往来款。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动；2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 66.50 亿元，同比下降 24.56%；其中一年内到期的长期借款应付债券和长期应付款分别为 35.63 亿元、17.99 亿元和 12.88 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 18.28%，主要来自长期借款和长期应付款的增加；2018 年底，公司非流动负债同比增长 2.95% 至 465.68 亿元，主要由长期借款（占 56.35%）、应付债券（占 13.57%）和长期应付款（占 28.59%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款稳步增长，年均复合增长 11.75%；2018 年底，公司长期借款 262.41 亿元，同比增长 4.91%，主要由质押借款和抵押借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 3.52%，系部分债券偿还以及将于一年内到期调整至一年内到期非流动负债；2018 年底，公司应付债券 63.21 亿元，同比变化不大；涉及债券 9 支（不含一年内到期的应付债券），本金合计 64.30 亿元，在不考虑部分债券特殊条款情况下，2020—2021 年分别到期 36.30 亿元、10.00 亿元，2023 年到期 18.00 亿元。

2016—2018 年，公司长期应付款波动中大幅增长，年均复合增长 55.92%，主要系通过融资租赁、资管计划、信托计划等形式融资；2018 年底，公司长期应付款 133.16 亿元，同比下降 2.97%，其中有息部分已调整至长期债务及全部债务核算。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务有所波动；2018 年底，公司全部债务 539.69 亿元，其中短期债务占比 16.54%，长期债务占比 83.46%。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	99.62	103.31	89.29
长期债务	328.55	441.12	450.42
全部债务	428.17	544.43	539.70
长期债务资本化比率	47.43	52.46	51.02
全部债务资本化比率	54.04	57.66	55.52
资产负债率	57.08	60.43	59.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务指标看，2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率有所波动，2018 年底分别为 59.41%、55.52%和 51.02%，同比分别下降 1.02 个、2.14 个和 1.44 个百分点。若将公司于 2017 年 12 月发行的永续中票“17 柳州东投 MTN001”考虑在内，则 2018 年底公司实际债务负担重于上述债务指标值。

近年来，公司有息债务呈增长趋势，债务结构以长期债务为主，整体债务负担保持在可控范围；未来，公司项目投资规模较大，存在资本支出压力。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入大幅增长，年均复合增长 92.58%，2018 年为 67.91 亿元；其中营业收入年均复合增长 90.19%，2018 年为 65.60 亿元。同期，公司营业成本大幅增长，年均复合增长 109.86%，增幅大于营业收入；受此影响，公司近三年营业利润率呈下降趋势，2018 年为 18.47%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用大幅增长，年均复合增长 51.21%，三项费用均有所增加；2018 年底，公司期间费用 6.56 亿元，同比增长 45.46%。其中，销售费用 1.31 亿元，主要为广告宣传费和职工薪酬；管理费用 2.80 亿元，同比增长 76.13%，主要来自职

工薪酬的增加；财务费用 2.46 亿元，其中利息支出 3.21 亿元。2016—2018 年，公司期间费用率不断下降，2018 年为 9.66%。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司计提资产减值损失 0.07 亿元、5.76 亿元和 0.19 亿元，其中 2017 年金额较大，系当期计提应收柳州化学工业集团有限公司款项减值损失 5.73 亿元；2016—2018 年，公司分别获得政府财政补贴 0.53 亿元、0.57 亿元和 3.16 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”；2017 年，公司投资性房地产计提公允价值变动收益 1.78 亿元，2018 年计提公允价值变动损失 1.49 亿元。2016—2018 年，公司分别实现利润总额 3.36 亿元、9.52 亿元和 7.62 亿元。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	18.31	35.79	67.91
其他收益	0.00	0.57	3.16
公允价值变动损益	0.00	1.78	-1.49
利润总额	3.36	9.52	7.62
营业外收入	0.54	0.01	0.02
营业利润率	30.55	49.74	18.47
总资本收益率	0.58	1.06	0.88
净资产收益率	0.68	1.74	1.24

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率及净资产收益率呈增长趋势，2018 年分别为 0.88%和 1.24%。

近年来，公司营业收入大幅增长，非经常性损益对公司利润总额影响较大；公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动增长；2018 年，公司经营活动现金流入量 142.53 亿元，同比增长 118.40%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 47.66 亿元，同比增长 98.79%，系营业收入增长带动收现增加；收到其他与经营活动有关的现金 92.65 亿元，主要为收到的往来款。

2016—2018 年，公司现金收入比分别为 137.88%、70.19%和 72.65%，收现质量较差；同期，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 30.94%；2018 年，公司经营活动现金流出量 133.76 亿元，同比增长 5.41%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 69.03 亿元，系支付一级土地整理开发及房地产业务款项等支出；支付其他与经营活动有关的现金 58.55 亿元，主要为支付的往来款。2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 1.55 亿元、-61.63 亿元和 8.77 亿元，受项目投入及收付往来款波动较大影响，公司经营活动现金净流量波动较大。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量较小；2018 年，公司投资活动现金流入量 22.05 亿元，全部为收到的其他与投资活动有关的现金，系收回的定期存款和委托贷款。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量有所波动，2018 年为 52.85 亿元；其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 27.50 亿元，系自建项目的投入；投资支付的现金 6.67 亿元，主要系购买的可供出售金融资产；支付其他与投资活动有关的现金 18.68 亿元，系存出的定期存款。2016—2018 年，公司投资活动现金净流量分别为-43.64 亿元、-87.51 亿元和-30.80 亿元；近年来，公司对外投资及自建项目投入规模较大，经营活动产生的现金流无法满足投资活动需求。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量有所波动；2018 年，公司筹资活动现金流入量 136.14 亿元，主要为通过银行融资 78.62 亿元、发行债券融资 18.00 亿元、收到政府债务置换资金 7.37 亿元及质押存单解押、融资租赁等收到现金 32.15 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量不断增长，年均复合增长 39.31%；2018 年，公司筹资活动现金流出量 185.25 亿元，其中偿还有息债务本息 133.86 亿元，支付定期存单质押及融资租赁保证金、手续费等 51.39 亿元。2016—

2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 95.90 亿元、131.27 亿元和-49.11 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	79.56	65.26	142.35
经营活动现金流出量	78.01	126.90	133.76
经营活动现金净流量	1.55	-61.63	8.77
投资活动现金净流量	-43.64	-87.51	-30.80
筹资活动现金净流量	95.90	131.27	-49.11
现金收入比	137.88	70.19	72.65

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

近年来，公司土地整理及项目投入规模大，经营活动收现质量较差；未来，随着项目建设继续投入以及前期债务还本支出，公司对外融资规模将进一步扩大，存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率有所波动，2018 年底上述两指标分别为 447.80%和 82.32%，同比分别下降 32.82 个和 51.73 个百分点；公司流动资产中存货占比较大，致使速动比率处于较低水平。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比波动较大，2018 年为 5.25%，经营活动现金流对流动负债保障能力较弱。2018 年底，公司现金类资产 37.65 亿元，对短期债务的 0.42 倍。总体看，公司存在较大短期支付压力。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长 39.45%，增幅大于全部债务，2018 年为 11.84 亿元；受此影响，公司全部债务/EBITDA 呈下降趋势，2018 年为 45.58 倍；EBITDA 利息倍数有所增长，2018 年为 0.35 倍；公司 EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力弱。公司长期偿债指标较弱。

截至 2018 年底，公司非担保业务对外担保余额 82.35 亿元，担保比率为 19.05%，被担保对象分别为柳州阳和投资开发有限公司（以下简称“阳和开发”）、柳州市城市投资建设发

展有限公司（以下简称“柳州城投”）、东泰建筑、柳州市房地产开发有限责任公司（以下简称“柳州房开”）和上实融资租赁有限公司（以下简称“上实租赁”）。被担保对象中阳和开发、柳州城投和柳州房开为柳州市国资委控股及参股公司，东泰建筑为柳州高新技术产业开发区建设开发总公司（国企）与阳和开发持股公司，上实租赁为合资企业。其中柳州城投为柳州市主城区城市路桥基础设施建设的核心投融资主体，以柳州市路桥基础设施建设和土地开发为主业。东泰建筑业务范围包括承接房屋和土木工程建筑项目、建筑安装项目、建筑装饰项目等，实际为国资平台公司承接项目及贷款的壳公司；2018年底，东泰建筑资产总额77.677亿，资产负债率99.85%，2018年末实现营业收入，利润总额为10.15万元。总体看，公司对外担保被担保单位主要为国有企业，但考虑到对外担保规模较大以及东泰建筑的性质及财务状况，公司存在较大或有负债风险。

表 14 截至 2018 年底公司对外担保情况
(单位: 亿元)

被担保单位名称	余额
柳州东泰建筑工程有限公司	30.00
柳州市城市投资建设发展有限公司	23.00
柳州市房地产开发有限责任公司	10.00
上实融资租赁有限公司	10.00
柳州阳和投资开发有限公司	9.35
合计	82.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度共计 557.46 亿元，尚未使用额度 120.68 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司作为柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体之一，可以得到柳州市政府及柳东新区管委会各方面的持续支持，且公司土地资源较为丰富，随着工程逐步推进，未来收益将逐步体现，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为998.55

亿元，占合并口径资产总额的93.76%。其中，流动资产为681.10亿元，主要由存货、应收票据及应收账款构成。非流动资产317.45亿元，主要由投资性房地产、长期股权投资及其他非流动资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为431.19亿元；其中，资本公积占比83.47%，所有者权益稳定性较好。

截至2018年底，母公司负债合计567.36亿元；其中非流动负债占比63.09%，主要由长期借款和应付债券构成，流动负债209.44亿元，主要由其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为56.82%，整体债务负担尚可。

2018年，母公司实现营业总收入58.67亿元，利润总额8.19亿元，分别占合并口径的86.39%和107.48%。

总体看，公司资产主要集中于母公司，母公司收入、利润对合并口径贡献大。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过15.00亿元（以下以15.00亿元计算），分别相当于2018年底公司长期债务、全部债务的3.33%和2.78%，对公司现有债务影响较小。

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.41%、55.52%和51.02%，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至59.97%、56.20%和51.84%。本期债券发行后，公司债务负担将加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为6.09亿元、13.00亿元和11.84亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.41倍、0.87倍和0.79倍，对本期债券覆盖能力弱；同期，公司经营活动现金流入量分别为79.56亿元、65.26亿元和142.53

亿元，分别为本期债券拟发行规模的5.30倍、4.35倍和9.50倍，对本期债券覆盖能力较强；2016—2018年，公司经营活动现金净流量分别为1.55亿元、-61.63亿元和8.77亿元，对本期债券保障能力弱。

本期债券期限为5年，公司自债券发行后第2年起，分4年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.75亿元）计算，2016—2018年，公司EBITDA分别为每年偿付本金的1.62倍、3.47倍和3.16倍；经营活动现金流入量分别为每年偿付本金的21.22倍、17.40倍和38.01倍；经营活动现金净流量分别为每年偿付本金的0.41倍、-16.44倍和2.34倍；经营活动现金流入量及EBITDA对分期还本金额保障能力强，本期债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

总体看，本期债券发行对公司现有债务影

响较小；公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力强；本期债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

3. 本期债券偿债资金来源

本期债券共募集资金 15.00 亿元，其中 12 亿元用于竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目、柳东新区南庆安置区项目（二期）及柳东新区南庆安置区项目（三期）三个募投项目建设，3 亿元用于补充流动资金。本期债券的偿债资金主要来源于募投项目未来收入和公司未来自身营业收入。

本期债券用于募投项目资金 12.00 亿元。偿债资金来源于募投项目的收益及公司日常经营收入。假设本期债券于 2019 年发行，则其将于 2024 年到期，在本期债券存续期内募投项目的收益测算及对每年还本付息保障情况如下表所示：

表15 债券存续期内募投项目收益预测和对用于募投项目资金本息保障情况（单位：万元、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	合计
募投项目净收益	--	71756.07	54142.77	36706.96	19093.64	--	181699.44
还本金额	--		30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	120000.00
付息金额		7800.00	7800.00	5850.00	3900.00	1950.00	27300.00
还本付息总额		7800.00	37800.00	35850.00	33900.00	31950.00	147300.00
当年净收益对本息合计覆盖倍数	--	9.20	1.43	1.02	0.56	--	1.23

注：本金为募集资金用于募投项目建设部分；假设本期债券于 2019 年发行，2020 年起付息，2021 年起开始分期还本，票面利率按 6.50% 估算。

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

假设本期债券于2019年发行，则公司将于2020年开始付息，并将于2021年起开始偿还本金。若利率为6.50%，从本期债券用于募投项目建设的额度来看，存续期内项目净收益合计对该部分额度的本息覆盖倍数为1.23倍，能够覆盖用于项目建设部分额度的本息支出。但联合资信也关注到，募投项目收益为公司自主测算，预测合理性值得关注；2023年募投项目当年净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分还本付息总额；2024年当年无募投项目收益，当年利息偿付需依赖公司自有资金及之前年度收益累积。此外，募投项目预期收益的实

现依赖于项目完成后实际对外销售及出租情况，受当地房地产及租赁市场行情影响较大，具有一定不确定性。

十、债权保护条款分析

为维护全体债券持有人的合法权益，公司聘请中国工商银行股份有限公司柳州分行担任本期债券的债权代理人，并签署了《债权代理协议》，同时制定了《债券持有人会议规则》，债权代理人将持续关注公司资信情况，在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，通知公司后，及时召集债券持有人会议；在债券存

续期内，代表全体债券持有人勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务。

为了保证本期债券募集资金安全合规使用以及本息的按期足额偿还，公司与中国工商银行股份有限公司柳州分行签署了《账户及资金监管协议》，并在中国工商银行股份有限公司柳州分行设立募集资金使用专项账户和偿债账户，分别用于监管募集资金和偿付本期债券本息。募集资金使用专项账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。公司应按债券还本付息的有关要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本期债券本息。

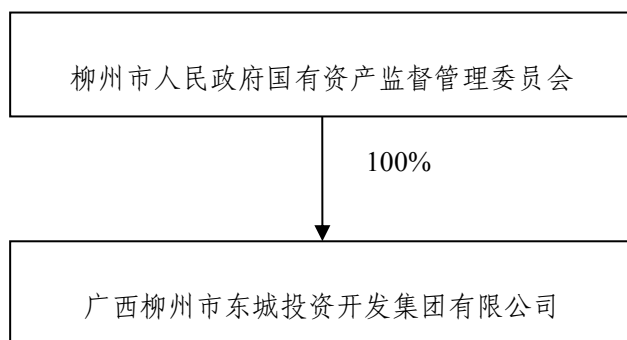
十一、结论

公司作为柳州市重要的基础设施建设主体，近年柳州市经济稳步发展，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境；公司主要承担柳州市柳东新区的建设开发业务，业务区域竞争力强；近年来公司在资产注入、财政补助和债务置换等多方面获得了政府的大力支持。目前，公司资产构成中存货占比较大且部分受限，资产流动性较弱，整体资产质量一般，债务规模快速增长，整体债务水平尚在可控范围。

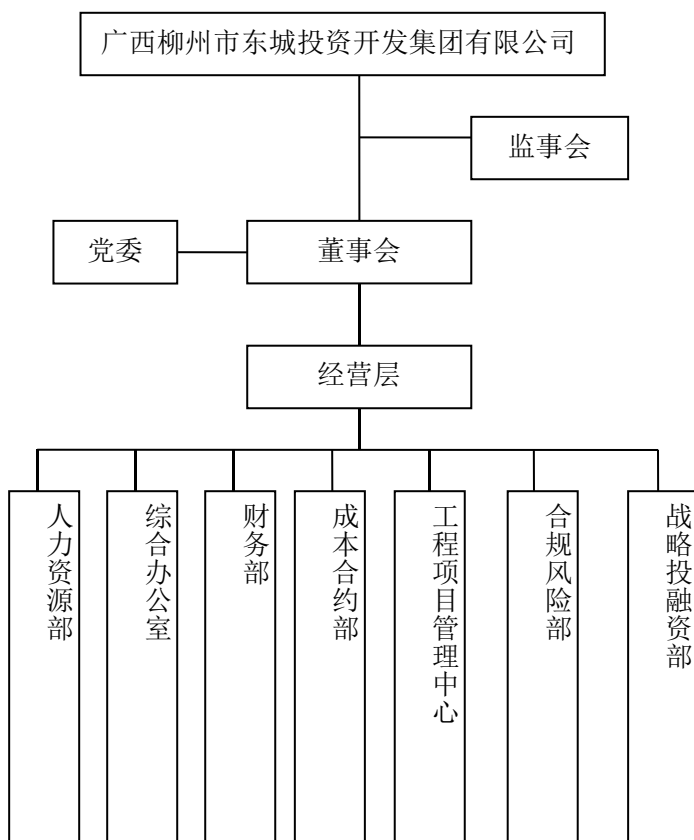
公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强，分期偿还设置有助于缓解公司集中还款的资金压力；本期债券存续期内募投项目合计净收益能够覆盖用于项目部分资金的本息支出；但募投项目收益为公司自主测算，预测合理性值得关注；部分年度募投项目当年无收益或净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分资金还本付息，需依赖公司自有资金及之前年度收益累积；此外募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际对外销售及出租情况，受当地房地产及租赁市场行情影响较大，具有一定不确定性。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
柳州东润开发投资有限公司	基础设施项目投资	100	--	国资委划拨
柳州东城安居置业开发有限公司	保障性住房建设与配置	100	--	投资设立
柳州东城置地发展有限公司	经营性房地产开发	100	--	投资设立
柳州东城小额贷款有限公司	投资贷款	95	--	投资设立
柳州东城中小企业融资性担保有限公司	融资担保	90	--	投资设立
柳州东城酒店投资管理有限公司	酒店投资经营管理	90	10	投资设立
柳州东城交通投资发展有限公司	港口、码头客货运输、物流服务	40	15	投资设立
柳州东城燃气发展有限公司	天然气利用、汽车加气站投资建设	51	--	投资设立
柳州东城石油化工有限公司	汽油、柴油零售	51	--	投资设立
柳州东城安泰物业服务有限公司	物业管理服务	99.29	--	投资设立
柳州市卡乐星球经营管理有限公司	主题游乐园管理	100	--	投资设立
柳州东城融祥石油有限公司	汽油、柴油零售	51	--	投资设立
柳州柳银东城投资基金管理中心(有限合伙)	对外投资;对未上市企业进行股权投资	26.67	--	投资设立
首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金	对外投资;对未上市企业进行股权投资	10	--	投资设立
柳州市东城资产经营有限公司	资产管理、投资管理等	100	--	投资设立
柳州东城环境资源投资开发有限公司	土地整理开发服务、市政设施管理等	100	--	投资设立
柳州柳东引导基金有限公司	受托政府引导基金投资业务、参与发起设立股权投资基金	100	--	投资设立
柳州市东科智慧城市投资开发有限公司	智慧城市项目建设运营管理与投资管理	100	--	投资设立
柳州东投创业投资管理有限公司	股权投资管理,创业投资管理,资产管理	60	--	投资设立
柳州东投公共建设有限公司	市政、交通基础设施、工业地产的投资及建设管理经营	100	--	投资设立

注:柳州柳银东城投资基金管理中心(有限合伙)基金规模 30 亿元,由中江国际信托股份有限公司作为优先级合伙人出资 26.99 亿元,开源创新投资(北京)有限公司作为管理合伙人出资 100 万元,公司作为劣后级合伙人出资 3 亿元,认缴份额 10%,并以固定收益承诺回购其他合伙人份额,因此在合并报表中,将其他合伙人的出资作为负债披露,公司对柳州柳银东城投资基金管理中心(有限合伙)的合并报表持股比例为 100%;首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金规模 30 亿元,由中信证券柳州市龙盈汽车城发展基金定向资产管理计划作为优先级合伙人出资 27 亿元,公司作为劣后级合伙人出资 3 亿元,认缴份额 10%,并以固定收益承诺回购其他合伙人份额,因此在合并报表中,将其他合伙人的出资作为负债披露,公司对首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金的合并报表持股比例为 100%

资料来源:联合资信根据审计报告整理

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	129.13	108.78	37.65
资产总额(亿元)	848.24	1010.37	1065.03
所有者权益(亿元)	364.09	399.81	432.33
短期债务(亿元)	99.62	103.31	89.29
长期债务(亿元)	328.55	441.12	450.42
全部债务(亿元)	428.17	544.43	539.70
营业总收入(亿元)	18.31	35.79	67.91
利润总额(亿元)	3.36	9.52	7.62
EBITDA(亿元)	6.09	13.00	11.84
经营性净现金流(亿元)	1.55	-61.63	8.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.42	4.58	2.81
存货周转次数(次)	0.03	0.03	0.09
总资产周转次数(次)	0.02	0.04	0.06
现金收入比(%)	137.88	70.19	72.65
营业利润率(%)	30.55	49.74	18.47
总资本收益率(%)	0.58	1.06	0.88
净资产收益率(%)	0.68	1.74	1.24
长期债务资本化比率(%)	47.43	52.46	51.02
全部债务资本化比率(%)	54.04	57.66	55.52
资产负债率(%)	57.08	60.43	59.41
流动比率(%)	433.21	480.62	447.80
速动比率(%)	95.21	134.05	82.32
经营现金流动负债比(%)	1.02	-38.95	5.25
全部债务/EBITDA(倍)	70.33	41.87	45.58
EBITDA 利息倍数(倍)	0.22	0.41	0.35

注：长期应付款中有息部分调整至长期债务；2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数据；2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2019 年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广西柳州市东城投资开发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

广西柳州市东城投资开发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广西柳州市东城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广西柳州市东城投资开发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广西柳州市东城投资开发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现广西柳州市东城投资开发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广西柳州市东城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广西柳州市东城投资开发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广西柳州市东城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广西柳州市东城投资开发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。