信用等级公告

联合〔2020〕1454 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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^+，“19 柳州东城债/19 柳东债”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

二〇二〇年六月二日

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

广西柳州市东城投资开发集团有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 柳州东城债/19 柳东债	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 柳州东城债/19 柳东债	15 亿元	15 亿元	2024/07/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体，主要负责柳州市柳东新区的基础设施建设，业务具有区域竞争优势。跟踪期内，柳州市经济持续发展，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好；公司资产和收入持续增长，盈利能力有所增强，且继续获得政府的财政补贴等支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司投资规模大、资产流动性较弱、存在或有负债和资产回收风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着柳东新区基础设施建设的不断推进，公司城市基础设施建设业务有望持续发展，公司待开发土地规模大，土地整理业务持续性好，未来收入规模和利润水平有望持续增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 柳州东城债/19 柳东债”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，柳州市经济持续发展，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。2019 年，柳州市实现地区生产总值 3128.35 亿元，较上年增长 2.4%；一般公共预算收入 221.45 亿元，较上年增长 14.3%。
2. 公司是柳州市柳东新区的开发建设主体，跟踪期内继续得到柳东新区政府的财政补助等支持。
3. 跟踪期内，公司资产和收入持续增长，盈利能力有所增强。

分析师：张建飞　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

关注

1. 公司自营性项目投资规模较大，且收益实现存在不确定性。
2. 公司资产以存货为主，存货主要为土地资产及各项业务发生的建设成本，且资产部分受限，公司资产流动性较弱。
3. 公司有息债务规模较大，债务负担有所加重。
4. 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，2019 年该公司整体财务状况差，公司的委托贷款存在回收风险，担保存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	124.68	78.26	77.20
资产总额（亿元）	1010.37	1065.03	1134.50
所有者权益（亿元）	399.81	432.33	438.95
短期债务（亿元）	103.31	89.29	129.02
长期债务（亿元）	441.12	450.42	479.57
全部债务（亿元）	544.43	539.70	608.59
营业总收入（亿元）	35.79	67.91	70.74
利润总额（亿元）	9.52	7.62	9.39
EBITDA（亿元）	13.00	11.84	15.75
经营性净现金流（亿元）	-61.63	8.77	-10.47
现金收入比（%）	70.19	72.65	65.55
营业利润率（%）	49.74	18.47	20.19
净资产收益率（%）	1.74	1.24	1.53
资产负债率（%）	60.43	59.41	61.31
全部债务资本化比率（%）	57.66	55.52	58.10
流动比率（%）	480.62	447.80	395.37
速动比率（%）	134.05	82.32	65.61
经营现金流动负债比（%）	-38.95	5.25	-5.28
现金短期债务比（倍）	1.21	0.88	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.35	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	41.87	45.58	38.65
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	933.83	998.55	1051.48
所有者权益（亿元）	397.93	431.19	438.83
全部债务（亿元）	437.40	426.90	475.43
营业总收入（亿元）	31.99	58.67	57.95
利润总额（亿元）	10.42	8.19	9.66

资产负债率（%）	57.39	56.82	58.27
全部债务资本化比率（%）	52.36	49.75	52.00
流动比率（%）	365.05	325.21	288.09
经营现金流动负债比（%）	-26.74	5.89	3.43

注：1. 其他流动资产和其他非流动资产中的定期存款调整至现金类资产核算；2. 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 柳州东城债/19 柳东债	AA$^+$	AA$^+$	稳定	2019/06/28	张建飞、胡元杰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018） 城投行业企业主体信用评级模型（2016）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广西柳州市东城投资开发集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）按照关于广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本和实收资本无变化。截至 2019 年底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 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”）是公司唯一股东和实际控制人。

2019 年 9 月，公司经营范围变更为：土地一级开发整理；市政基础设施及配套项目、交通基础设施的投资开发及建设管理；城市建设项目投资开发；产业园区建设投资；物流、文化旅游、酒店、会议会展等领域的投资开发及经营管理；金融、能源、教育、医疗、信息技术等产业的投资及管理；物业管理服务；国有资产的运营和管理；投资管理咨询服务；科技技术推广服务；汽车检测、汽车及汽车专用仪器设备的技术开发、技术咨询、技术服务。

截至 2019 年底，公司本部内设党群工作部、纪检监察室、战略投融资部、财务部、人力资源部、合规风控部、工程项目管理中心、成本合约部、综合办公室等 9 个职能部门（详见附件 1-2）；拥有纳入合并范围的子公司 21 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 1134.50 亿元，所有者权益 438.95 亿元（含少数股东权益 1.27 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 70.74 亿元，利润总额 9.39 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。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“19柳州东城债/19柳东债”，债券余额15.00亿元，详见表1。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 柳州东城债/19 柳东债	15.00	2019/07/24	5	6.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于2019年7月发行“19柳州东城债/19柳东债”募集资金15.00亿元，期限为5年，并附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第2－5年等额偿付本金25%。“19柳州东城债/19柳东债”募集资金中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。截至本报告出具日，募投资金已全部使用完毕，募投项目已完成建设，建设进度与募集资金使用进度匹配。截至本报告出具日，“19柳州东城债/19柳东债”尚未到首次付息日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的

核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上

投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩

大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，柳州市经济稳步发展，财政实力进一步强，但债务负担较重。公司业务所在的柳东新区继续保持快速发展势头，公司发展的外部环境良好。

柳州市

柳州市是中国华南经济圈与西南经济圈的交汇地带、广西“桂中经济区”中心城市、“中国－东盟”自由贸易区的重要连接纽带，区位优势明显。

根据《2019 年柳州市经济运行情况简析》，2019 年，柳州市实现地区生产总值 3128.35 亿元，按可比价格计算，较 2018 年增长 2.4%，增速有所放缓，其中第一产业增加值 223.47 亿元，增长 5.1%；第二产业增加值 1551.91 亿元，下降 0.7%；第三产业增加值 1352.96 亿元，增长 5.8%。2019 年，柳州市三次产业结构调整为 7.1∶49.6∶43.3，产业结构持续优化。

2019年，柳州市工业增加值较上年下降1.8%，柳州市固定资产投资较上年增长9.6%，其中，基础设施投资增长15.8%，工业投资增长14.7%，房地产开发投资增长5.8%。柳州市商品房销售面积651.8万平方米，较上年增长2.3%；商品房销售额511.2亿元，较上年增长3.2%。

根据《柳州市全市与市本级 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算（草案）报告》，2019 年，柳州市全市财政收入为 436.3 亿元，其中一般公共预算收入为 221.45 亿元，较 2018 年增长 14.3%；受减税降费政策影响，柳州市税收收入完成 124.43 亿元，较 2018 年下降 8.9%；非税收入完成 97.01 亿元，较 2018 年增长 69.7%，主要系国有资源（资产）有偿

使用收入及行政事业性收费收入增长所致。柳州市税收收入占一般公共预算收入的 56.2%，一般公共预算收入质量一般。2019 年，柳州市全市一般公共预算支出 498.89 亿元，较 2018 年增长 17.5%。

2019年，柳州市完成政府性基金收入197.13亿元，较2018年增长25.4%；上级补助收入3.04亿元。截至2019年底，柳州市全市政府债务余额593.28亿元，其中一般债务202.09亿元，专项债务391.19亿元。

柳东新区

柳东新区位于柳州市东北部，成立于 2007 年，辖区总面积约 381.5 平方公里，规划面积 203 平方公里，建设面积 138 平方公里，统辖柳州高新区，并托管雒容镇和洛埠镇，是广西壮族自治区党委和政府重点发展的三大城市新区之一，柳州市“一主三新”城市发展战略的重要承载地，也是柳州市推进工业高质量发展、建设现代制造城的主要区域。柳东新区致力打造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、承接柳州市产业转移及拓展工业形态的主要承载地。目前，柳东新区已发展成为中国“十佳最具投资竞争力园区”、国家产城融合示范区、国家小微企业创业创新示范基地以及国家知识产权示范区，辖区内柳州高新区跻身全国国家级高新区前 50 强，位列广西第一。

目前，柳东新区形成了“一主六副”的现代产业体系，形成了以汽车工业为龙头产业，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。位于柳东新区的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；新能源汽车、高端装备制造、新一代信息技术、新材料、节能环保和生物医药六大战略性新兴产业竞相发展，龙头企业包括联合电子、博世电子、中车庞巴迪、柳州医药等。柳东新区拥有高效便捷的交通网络，新区内通车里程约 226 公里，与主城区及外部的干线均已打通，外联内通骨架路网成型。柳东新区公共服务设施完善，拥有西南地区最大的职教基地，小初高优质教育资源集聚，打造了完备的教育体系。园博园、儿童医院、会展中心一期、卡乐星球等城市配套设施相继投入使用，城市建设初具规模。

根据《2020 年柳东新区发展报告》，2019 年，柳东新区规模以上工业总产值完成 1001.39 亿元，同比增长 6.7%；固定资产投资同比增长 17%；柳东新区 2019 年实施城市建设项目 75 个，完成投资 53 亿元；新增通车里程 23 公里，累计达 226 公里。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前 50 强，位列广西第一。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司业务在柳东新区保持区域垄断优势，并持续获得柳州市人民政府和柳东新区管委会在财政补助方面的有力支持。

公司是柳州市重要的城市基础设施建设主体之一，主要承担柳州市柳东新区的城市基础设施建设、运营及土地一级开发任务；跟踪期内，公司业务在柳东新区保持区域垄断优势。2019 年，公司收到政府补贴和日常经营补助 1.69 亿元，计入“递延收益”和“其他收益”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4503010000723760），截至 2020 年 4 月 9 日，公司本部无已结清及未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构、内部管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自城市建设及置业投资业务。跟踪期内，公司营业收入有所增长，毛利率有所提升。

公司主要业务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。

2019 年，公司实现营业总收入 70.74 亿元，同比增长 4.17%，主要来自置业投资业务收入的增长。从构成上看，城市建设业务收入 46.07 亿元，占营业总收入的 65.13%，是公司最主要的收入来源。

毛利率方面，城市建设板块和市政公用事业板块毛利率较 2018 年变化不大，分别为 20.49%和 18.60%；受游乐场经营成本提升，收入不及预期影响，城市运营板块毛利率下降至 31.41%；置业投资发展板块毛利率增长至 22.10%，主要系当期确认收入的房地产项目以商品房为主，毛利率较高所致。受上述因素综合影响，2019 年，公司综合毛利率小幅上升至 21.91%。

表 4　公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市建设	476772.72	70.21	20.44	460729.81	65.13	20.49
城市运营	32689.67	4.81	56.63	40633.81	5.74	31.41
市政公用事业	22329.01	3.29	17.44	28087.61	3.97	18.60
置业投资发展	124184.41	18.29	8.32	152297.04	21.53	22.10
产业投资	23125.56	3.41	26.87	25676.08	3.63	34.86
合计	**679101.37**	**100.01**	**20.08**	**707424.35**	**100.00**	**21.91**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）城市建设业务

城市建设业务包括土地一级开发和基础设施建设，其中土地一级开发是该板块主要收入来源。跟踪期内，公司土地一级开发整理收入规模受出让面积减少而有所下降，回款情况受政府拨款进度影响大；城市基础设施建设主要采取代建模式及自营模式进行，并参与柳东新区 PPP 项目建设；自营类项目尚需投资规模较大，未来资本支出压力较大，且未来项目经营收益实现存在不确定性。

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。土地完成出让后，扣除上缴中央和自治区部分的净收益由柳州市财政局确认为公司的土地出让收入，其中土地整理成本部分由柳州市财政局直接拨付给公司，土地整理收益部分由柳州市财政局划拨给广西柳州柳东新区管理委员会（以下简称“柳东新区管委会”），并通过柳东新区管委会支付给公司。

表 5　公司土地整理情况（单位：亩、亿元）

项目	2018 年	2019 年
实际开发面积	10627.90	11698.00
当年出让面积	4881.68	2804.54
其中：工业用地	2955.19	1806.44

商住用地	1671.80	937.35
科教等其他用地	254.69	60.75
确认的土地收入	47.43	46.02
当年实际收到的回款	32.21	28.87

资料来源：公司提供

2019年，公司出让土地面积2804.54亩，确认土地收入46.02亿元，受出让面积下降影响，公司土地收入规模有所下降；当年公司收到回款28.87亿元，土地收入回款情况受政府拨款进度影响大。

城市基础设施建设

公司城市基础设施建设业务主要采用代建模式和自营模式开展，同时公司作为政府出资方参与柳东新区PPP项目建设。

① 代建模式

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。

跟踪期内，公司已完工的主要代建项目为柳东新区实验中学（柳铁一中初中部），总投资1.32亿元。截至2019年底，公司在建的代建项目计划总投资44.41亿元，已完成投资31.80亿元，尚需投资12.61亿元；拟建的代建项目计划总投资4.75亿元。

表 6 截至 2019 年底公司主要代建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
在建项目		
柳州市儿童医院工程	9.72	8.34
柳东新区高中（市二中）工程	3.35	3.19
广西（柳州）职业技能公共实训基地	10.93	3.56
广西科技大学柳东校区一汽车学院	6.99	5.23
柳州铁一中学柳东校区	4.30	2.99
职教园（二期）	7.45	7.01
柳州市消防中心工程代建项目	1.67	1.48
小计	**44.41**	**31.80**
拟建项目		
高阳收费站	3.35	--
柳州市司法警察训练基地迁建项目	1.40	--
小计	**4.75**	--
合计	**49.16**	**31.80**

资料来源：公司提供

② 自营模式

截至2019年底，公司存在规模较大的自建自营类项目，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。截至2019年底，公司在建自营项目计划总投资197.53亿元，已完成投资99.93亿元，尚需投资97.60亿元；拟建自营项目计划总投资8.14亿元。公司自建自营类项目投资规模大，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 7 截至 2019 年底公司主要在建自营项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
在建项目		
柳东新区标准厂房 C 区	4.85	4.85
创业园孵化中心 7、8 楼	0.12	0.13
石冲小区	3.35	2.16
国家汽车质量监督检验中心（柳州）	14.99	5.73
华侨城文化综合体	17.00	9.90
中国-东盟（柳州）工业品展示交易中心一期（会展中心）	8.17	5.26
柳东新区九子岭公园	3.15	0.46
科技园	6.66	3.93
柳州东城综合楼(新柳中心)	12.32	0.05
鹿山学院	9.89	8.47
柳东企业大厦	11.95	9.44
官塘创业园—企业创新研发中心	0.47	0.10
职教园（二期）	50.22	18.67
柳东新区联合电子定制厂房	2.45	1.48
植物园	8.09	8.85
坪龙防洪排涝滞洪区综合整治工程	5.64	2.54

阳和港码头工程	2.52	3.01
柳州市柳东新区天然气利用工程	2.09	0.19
官塘启动区	29.98	11.49
华美达酒店	3.62	3.22
小计	**197.53**	**99.93**
拟建项目		
雒容广场北停车场	1.16	--
雒容小学北侧公共停车场	0.46	--
百花岭停车场	0.18	--
科技大厦	6.34	--
小计	**8.14**	--
合计	**205.67**	**99.93**

注：1. 职教园（二期）部分为自建自营，部分为代建模式建设；
2. 柳州国际会展中心部分为自建自营，部分为 PPP 模式建设；
3. 部分项目实际投资超过计划总投资

资料来源：公司提供

③ PPP 模式

截至 2019 年底，公司参与的 PPP 项目共 3 个，分别为中国-东盟（柳州）工业品展示交易中心二、三期（会展中心）PPP 项目、柳东新区文化广场建设项目和柳东新区官塘片区滨江生态湿地公园 PPP 项目。柳州市人民政府授权公司作为上述项目的执行主体（政府出资方），公司负责项目前期工作（包括立项、可研、招投标等）费用的垫付，并负责与中标的社会投资人成立合资项目公司，持股 20.00%。项目公司成立后，公司前期工作产生的成本将全部移交给项目公司，由项目公司按照“前期成本+社会资本方投标收益率计算的资金占用成本”支付给公司。

截至 2019 年底，上述项目均已签订 PPP 项目协议，其中中国-东盟（柳州）工业品展示交易中心二、三期（会展中心）PPP 项目和柳东新区文化广场建设项目均已成立 SPV 公司，公司分别持股 20.00%，柳东新区官塘片区滨江生态湿地公园 PPP 项目尚未成立 SPV 公司；公司已投资 3.70 亿元（含 SPV 公司资本金），尚未对前期成本进行移交和结算。

表 8　截至 2019 年底公司参与的 PPP 项目情况（单位：亿元、年、%）

项目名称	计划总投资	合作期限	运作方式	SPV 公司	SPV 公司持股比例	公司投资额（含 SPV 公司资本金）	回报机制
中国-东盟（柳州）工业品展示交易中心二、三期（会展中心）	19.62	12	BOT	柳州中建钢构东城会展建设有限公司	20.00	2.07	可行性缺口补助
柳东新区文化广场	21.85	13	BOT	柳州中建东城文化发展有限公司	20.00	1.63	可行性缺口补助
柳东新区官塘片区滨江生态湿地公园	8.59	13	BOT	--	--	--	政府付费
合计	**50.06**	--				**3.70**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料及财政部PPP项目库公开资料整理

2019年，受公司土地整理收入下降影响，公司城市建设业务收入同比下降3.36%至46.07亿元；同期，城市建设业务毛利率为20.49%，同比变化不大。

（2）城市运营业务

公司城市运营业务板块主要包括租赁和文旅经营。跟踪期内，公司租赁业务和文旅经营业务业务的收入持续增长。

租赁业务

跟踪期内，公司租赁业务主要包括标准厂房租赁和职教园（一期）资产租赁，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。公司租赁业务以当年实际收到的租赁金额确认收入，受租金水平上涨和出租率提高影响，公司租赁业务收入同比增长34.15%至2.57亿元。未来随着租赁项目的逐步多元化，公司租金收入有望增长。但公司用于出租的资产投入规模较大，回收周期较长。

文旅经营

文旅经营业务由子公司柳州卡乐星球经营管理有限公司（以下简称“卡乐星球公司”）

负责。卡乐星球公司的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，深圳华侨城文化旅游科技集团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集团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。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。2019年，柳州卡乐星球主题乐园客流量达到75万人次；2019年，卡乐星球公司实现营业收入7183.88万元，同比增长27.26%。

2019 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同比增长 24.30%至 4.06 亿元；同期，城市运营业务毛利率为 31.41%，同比下降 25.22 个百分点，主要受游乐场经营成本提升，收入不及预期影响。

此外，2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情在短期内将对公司游乐场经营造成不利影响，联合资信将持续关注疫情对公司城市运营业务造成的影响。

（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。跟踪期内，公司燃气用户数和加油站运营个数有所增加，燃气业务和加油站业务收入持续增长。

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2019年底，东城燃气用户总数7739户，其中居民用户7618户，工商业用户121户，供气人口约1.66万人。2019年，东城燃气供应燃气总量0.39万立方米，天然气供应价格由物价局文件规定。2019年，东城燃气实现燃气业务收入1.28亿元，同比增长21.90%，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、柳州东城融祥石油有限公司负责。截至2019年底，公司共有4座加油站建设完工并投入运营，无在建和拟建的加油站。公司与五菱物流、龙发物流签订进站加油协议，扩展油品销售渠道，2019年公司成品油销售量为19581.58吨。同期，公司实现加油站业务收入1.53亿元，同比增长28.57%。

2019 年，受燃气用户数增长以及加油站运营个数增长影响，公司市政公用事业收入同比增长 25.79%至 2.81 亿元；同期毛利率为 18.60%，较 2018 年小幅增长。

（4）置业投资发展

公司置业投资发展板块包括商品房及保障性住房开发；跟踪期内，该业务板块收入增长，毛利率提升。但公司在建房地产项目尚需投资规模大，存在一定融资压力；且未来销售情况易受房地产市场及政策影响。

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，其中商品房和安置房通过房源对外销售实现收入，公租房通过对外出租实现收入。商品房按照市场价格向购房者销售，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。公租房方面，公司按照《柳州市公共租赁住房管理暂行办法》和《柳东新区公共租赁住房管理暂行办法》向符合条件的住房困难家庭出租，租金标准原则上按照成本租金测算，参照同地段市场化租金的 60%~80%确定，并适时调整。

2019 年，公司房产销售收入结转带动置业投资发展业务收入同比增长 22.62%至 15.23 亿元；其中房产销售收入为 15.15 亿元，公租房出租收入 0.08 亿元；同期业务毛利率为 22.10%，较 2018 年增长 13.78 个百分点，主要受当期确认收入的商品房毛利率较高影响。

表 9　2019 年公司已完工房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	总投资	可售面积	累计已售面积	累计销售金额
东悦佳苑一期	安置房	4.66	9.46	8.13	2.97
东悦佳苑二期	安置房	5.21	9.41	0.72	0.26
小计	--	**9.87**	**18.87**	**8.85**	**3.23**

资料来源：公司提供

表 10　截至 2019 年底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	计划总投资	已投资	可售面积	累计已售面积	累计销售金额
蔚莱别苑	商品房	13.44	8.48	21.01	14.83	9.99
东庭丽景	安置房	5.61	3.56	9.20	6.61	2.39
东馨佳苑	安置房	5.60	3.50	8.87	7.66	2.79
古山居苑	安置房+公租房	17.99	14.33	25.11	11.27	7.34
石冲小区（一期、二期、三期）	公租房	5.52	5.52	--	--	--
阳和．安心雅舍	公租房	2.39	1.07	--	--	--
东悦新城（一期、二期，三期、四期）	安置房	23.82	12.60	52.48	8.85	3.24
东锦华庭	安置房	3.79	2.70	7.04	--	--
东悦汀兰岸	安置房	2.58	1.63	4.17	--	--
东锦水岸（博园雅居）	安置房	9.04	6.37	14.20	--	--
小计		**89.78**	**59.76**	**142.08**	**49.22**	**25.75**

注：1. 古山居苑的可售面积为安置房部分的可售面积；2. 公租房通过对外出租产生收入，均不用于销售，故无可售面积；3. 部分项目因设计调整导致计划总投资和可售面积有所增加

资料来源：公司提供

公司完工的房地产项目包括东悦佳苑一期和二期，总投资9.87亿元，可售面积18.87万平方米，已售面积8.85万平方米，累计销售金额为3.23亿元。截至2019年底，公司主要在建房地产项目总投资合计89.78亿元，已投资59.76亿元，其中用于对外出售的项目可售面积合计142.08万平方米，已销售49.22万平方米，累计销售金额25.75亿元；公租房项目可租赁套数为2887套，已租赁2789套；公司暂无拟建的房地产项目。

表 11　截至 2019 年底公司公租房项目情况

（单位：套、%、元/m^2·月）

项目名称	可租赁套数	出租率	单位租金
古山居苑	1008	94.74	46.08
石冲小区（一期、二期）	1367	99.56	234.09
阳和．安心雅舍	512	92.38	81.38
合计	**2887**	--	--

资料来源：公司提供

（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。2019年，公司产业投资业务收入 2.57 亿元；其中小额贷款及委托贷款收入 2.40 亿元；担保业务收入 0.17 亿元。截至 2019 年底，公司应收代偿款余额为 2530.03 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

未来，作为柳州市国有资本投资运营公司试点企业，公司将贯彻国企改革和地方平台转型的政策精神，明确服务柳州市战略发展的定位，深耕柳东新区，以成为“卓越的智慧城市投资运营商”为愿景，以改组国有资本投资运营公司为转型抓手，以国有资产管理平台、产业投资平台、金融服务平台和国资国企改革平台为功能定位。

公司将继续实施“一核两翼，产融结合”的总体发展战略，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：区域综合开发业务，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：智慧城市运营业务、科技金融业务。智慧城市运营业务是以大数据为依托，为新区产业发展提供良好的产业配套服务，为城市居民提供高品质的居住、生活与商业环境及服务。科技金融产业业务是提供以信息产业为主导的综合性、智慧性金融服务、围绕新基建的产业导向做强做优做实产业投资，致力于为区域综合开发运营及产业发展提供投融资一体化综合服务。

通过做优区域综合开发等核心先导业务，做强产业投资与科技金融服务等重点发展业务，做实智慧城市运营等价值延伸业务，持续提升在城市建设、金融、能源、地产、商业、文旅、教育、智慧城市等领域的经营能力，持续提高各业务板块的联动经营水平，持续加强对战略新兴产业的投资布局，持续扩大国有资产经营效能，成为市场竞争能力突出的国有资本投资运营公司，充分发挥国有资本在柳州城市发展中的带动作用，更好地服务柳州市和柳东新区经济社会高质量发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，纳入公司合并范围的子公司共 21 家（附件 1－3）；跟踪期内，公司合并范围内新增 1 家特殊化结构主体，规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

截至 2019 年底，公司资产总额 1134.50 亿元，所有者权益 438.95 亿元（含少数股东权益 1.27 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 70.74 亿元，利润总额 9.39 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，构成以流动资产为主；流动资产中存货占比大，主要为土地资产及各项业务发生的建设成本；非流动资产以房产、土地资产和自建项目为主；资产变现及收益受外部环境及运营情况影响大，且部分资产受限，流动性较弱，整体质量一般。

2019 年底，公司资产总额较 2018 年底增长 6.52%至 1134.50 亿元，其中流动资产占 69.13%，公司资产以流动资产为主。公司主要资产构成情况详见下表。

表 12　公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**747.93**	**70.23**	**784.24**	**69.13**
货币资金	37.61	3.53	21.69	1.91
应收账款	32.15	3.02	31.21	2.75
存货	610.44	57.32	654.10	57.66
委托贷款	31.99	3.00	30.79	2.71
非流动资产	**317.10**	**29.77**	**350.25**	**30.87**
投资性房地产	101.94	9.57	116.32	10.25
在建工程	62.78	5.89	56.47	4.98
其他非流动资产	65.93	6.19	81.88	7.22
资产总额	**1065.03**	**100.00**	**1134.50**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 784.24 亿元，较 2018 年底增长 4.86%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 2.77%）、应收账款（占 3.98%）、存货（占 83.40%）、委托贷款（占 3.93%）和其他流动资产（占 5.20%）构成。

2019 年底，公司货币资金较 2018 年底下降 42.33%至 21.69 亿元，主要用于偿还债务和项目建设支出。公司货币资金主要由银行存款（占 99.99%）构成，其余为少量库存现金。公司使用受限的货币资金 0.42 亿元，为小微企业债缓释金。

2019 年底，公司应收账款 31.21 亿元，较 2018 年底略有下降，其中应收柳东新区管委会和柳东新区财政局业务款 29.93 亿元（占 95.85%），未计提坏账准备。公司应收柳东新区管委会和柳东新区财政局业务款回收风险较小，但金额较大，对资金形成一定占用。

2019 年底，公司其他应收款 3.40 亿元，较 2018 年底下降 37.81%，主要系往来款减少所致；其中应收利息 1.64 亿元。其他应收款账面余额 8.10 亿元，计提坏账准备 6.34 亿元，账面价值 1.76 亿元，其中欠款客户前五名账面余额合计 7.50 亿元（占账面余额的 92.67%），其中应收柳州化学工业集团有限公司的借款 5.73 亿元，已于 2017 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，大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。

2019 年底，公司存货 654.10 亿元，较 2018 年底增长 7.15%，主要系房地产开发和土地一级开发整理持续投入所致。公司存货主要由房地产开发成本（60.05 亿元）、房地产开发产品（14.30 亿元）、待开发土地（170.63 亿元）和土地一级开发整理成本（408.95 亿元）构成。公司存货中价值 88.67 亿元的待开发土地及 12.08 亿元的房产开发储备用地用于借款抵押，合计金额占存货总额的 15.40%，对公司资产流动性造成一定影响。存货的变现受外部经济环境和项目实际运作影响较大，对公司资产质量造成一定影响。

2019 年底，公司委托贷款 30.79 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（贷款期限为 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 85.00%，柳州高新技术产业开发区建设开发总公司（国企）持股 15.00%，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。2019 年底，东泰建筑资产总额 83.79 亿元，资产负债率 99.87%；2019 年实现营业收入 20.01 万元，利润总额为 11.62 万元。考虑东泰建筑的财务状况，该笔款项的实际回收风险值得关注。2019 年底，公司委托贷款按比例累计减值准备 0.61 亿元，次级及可疑类委托贷款合计 0.27 亿元，回收情况值得关注。

2019 年底，公司其他流动资产较 2018 年底增长 40.30%至 40.75 亿元，主要来自一年内到期的定期存款增加。公司其他流动资产主要由一年内到期的定期存款（36.86 亿元）构成，其中 36.51 亿元用于质押。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产较 2018 年底增长 10.45%至 350.25 亿元，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 33.21%）、固定资产（占 9.77%）、在建工程（占 16.12%）和其他非流动资产（占 23.38%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 19.16

亿元，较 2018 年底变化不大，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 5.77 亿元已质押）及广西桂东高速公路有限公司[1]10.18%股权（5.80 亿元）。2019 年，公司可供出售金融资产取得的投资收益为 428.63 万元。

2019 年底，受公司新增对柳州润柳置业开发有限公司（以下简称“润柳置业”）的长期股权投资 5.88 亿元影响，公司长期股权投资较 2018 年底增长 78.81%至 14.28 亿元。公司长期股权投资主要由对润柳置业（5.88 亿元）、柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司（2.90 亿元）、柳州中建东城文化发展有限公司（1.31 亿元）、柳州盛东投资中心（有限合伙）（1.30 亿元）和柳州市建优投资管理中心（有限合伙）（1.28 亿元）的投资构成。2019 年，公司以权益法核算的长期股权投资收益为 227.67 万元，投资回报率较低。

2019 年底，公司投资性房地产 116.32 亿元，较 2018 年底增长 14.11%，主要来自存货、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。2019 年底，公司投资性房地产成本 90.56 亿元，累计公允变动增值 25.77 亿元；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 40.71 亿元；投资性房地产中 38.91 亿元已用于抵押，对流动性造成一定影响。公司投资性房地产主要用于对外出租，从目前年租赁收入水平看，整体投资回报周期较长。

2019 年底，公司固定资产 34.21 亿元，较 2018 年底基本保持稳定。公司固定资产账面原值 37.77 亿元，累计计提折旧 3.56 亿元，主要由房屋、建筑物（占 55.55%）和游艺专用设施（34.31%）构成，其中未完成权证办理部分价值 10.78 亿元。

2019 年底，公司在建工程较 2018 年底下降 10.06%至 56.47 亿元，主要系公司将已完工的在建工程结转至“投资性房地产”科目所致，公司在建工程中为公司自建自营类项目，主要自建自营类项目详见表 7。

2019 年底，公司无形资产 18.23 亿元，较 2018 年底增长 6.33%，主要系公司当年通过招拍挂取得土地使用权所致。公司无形资产账面原值 19.07 亿元，累计计提摊销 0.84 亿元，账面价值 18.23 亿元；公司无形资产主要由土地使用权（占 99.49%）构成，其中 7.69 亿元用于抵押。

2019 年底，公司其他非流动资产较 2018 年底增长 24.19%至 81.88 亿元，主要系置换土地资产和一年以上到期的定期存款增长所致。公司其他非流动资产主要包括拟置换土地资产[2]41.71 亿元（从存货中转入）、一年以上到期的定期存款 18.60 亿元（全部用于质押）、预付在建项目款 10.51 亿元。

2019 年底，公司受限资产合计 211.57 亿元，受限比率 18.65%，主要为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。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，构成以资本公积为主；公司有息债务呈增长趋势，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 438.95 亿元，较 2018 年底基本保持稳定，主要由资本公积（占 84.29%）构成。

2019 年底，公司实收资本 8.18 亿元，较 2018 年底保持不变；资本公积 361.56 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由政府历年来注入的土地等资产及债务置换构成；公司其他权益工具 9.91 亿元，为公司于 2017 年 12 月发行的永续中期票据“17 柳州东投 MTN001”；公司其他综合收益 17.77 亿元，主要为公司以公

[1] 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。

[2] 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。

允价值计量的投资性房地产评估增值。

负债

2019 年底，公司负债总额较 2018 年底增长 9.93%至 695.55 亿元，其中非流动负债占比 71.52%，构成上仍以非流动负债为主。

2019 年底，受短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长影响，公司流动负债较 2018 年底增长 18.76%至 198.36 亿元。公司流动负债主要由短期借款（占 18.87%）、其他应付款（占 20.25%）和一年内到期的非流动负债（41.28%）构成。

2019 年底，公司短期借款 37.36 亿元，较 2018 年底增长 63.95%，主要来自信用借款的增长，期末公司短期借款主要由质押借款（占 57.51%）和信用借款（占 29.17%）构成。

2019 年底，公司新增应付票据 9.90 亿元，其中应付商业承兑汇票 9.40 亿元，应付银行承兑汇票 0.50 亿元。

2019 年底，公司其他应付款（不含应付利息）较 2018 年底下降 20.56%至 40.10 亿元，主要系应付柳州东通投资发展有限公司开发权受让款减少所致；公司其他应付款主要由往来款构成。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 81.75 亿元，较 2018 年底增长 22.94%，主要系“15 柳东 01”“15 柳东 02”“17 柳州东投 PPN001”等债券于 2020 年集中偿还所致；公司一年内到期的非流动负债中长期借款、应付债券和长期应付款分别为 37.61 亿元、30.59 亿元和 13.55 亿元。

2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底增长 6.77%至 497.19 亿元，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 53.42%）、应付债券（占 17.22%）和长期应付款（占 27.49%）构成。

2019 年底，公司长期借款 265.58 亿元，较 2018 年底略有增长，主要由质押借款和抵押借款构成。

2019 年底，公司应付债券较 2018 年底增长 35.46%至 85.62 亿元，主要系公司于当年发行“19 柳州东城债/19 柳东债”“19 柳城 01”“柳州东城 7% B2022”等债券所致。

2019 年底，公司长期应付款 136.66 亿元，较 2018 年底变化不大，主要系通过融资租赁、资管计划、信托计划等形式融资，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，2019 年底，公司全部债务较 2018 年底增长 12.76%至 608.59 亿元，其中短期债务占比 21.20%，长期债务占比 78.80%。

表 13　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	89.29	129.02
长期债务	450.42	479.57
全部债务	539.70	608.59
长期债务资本化比率	51.02	52.21
全部债务资本化比率	55.52	58.10
资产负债率	59.41	61.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务指标看，2019 年底，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较 2018 年底均有所上升，2019 年底分别为 61.31%、58.10%和 52.21%，较 2018 年底分别上升 1.90 个、2.57 个和 1.19 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 2019 年底公司实际债务负担高于上述债务指标值。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，整体盈利能力有所提升，非经常性损益对公司利润总额有一定影响。

2019 年，公司营业总收入同比增长 4.17%至 70.74 亿元，其中营业收入同比增长 3.93%至 68.17 亿元。同期，公司营业成本小幅增长至 53.57 亿元，增幅小于营业收入；受此影响，公司营业利润率有所上升，2019 年为 20.19%。

2019 年，公司期间费用 6.66 亿元，同比变化不大，其中，销售费用 1.05 亿元，主要为广告宣传费和销售代理费；管理费用 2.86 亿元，

主要为职工薪酬；财务费用 2.75 亿元，其中利息支出 4.06 亿元，利息收入 1.32 亿元；研发费用 79.36 万元，主要为人工费用。公司期间费用占营业收入的比重为 9.42%，同比下降 0.24 个百分点。

非经常性损益方面，2019 年，公司计提资产减值损失 1.18 亿元，同比增加 0.99 亿元，主要系委托贷款新增计提减值准备所致；公司其他收益 0.57 亿元，主要为公司收到的来自柳东新区管委会的日常经营补助；公司投资性房地产计提公允价值变动收益 1.96 亿元。2019 年，公司实现利润总额 9.39 亿元，同比增长 23.27%。

表 14　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业总收入	67.91	70.74
期间费用	6.56	6.66
其他收益	3.16	0.57
利润总额	7.62	9.39
营业利润率	18.47	20.19
总资本收益率	0.88	1.03
净资产收益率	1.24	1.53

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升 0.15 个和 0.29 个百分点至 1.03%和 1.53%。

5. 现金流分析

2019 年，公司经营性净现金流由正转为净流出，收现质量一般；公司对外投资及自建项目投入规模较大，筹资前活动现金持续净流出，未来，随着项目建设继续投入以及前期债务还本付息支出，公司存在较大筹资压力。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量为 116.14 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 44.69 亿元，主要为各业务板块业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 68.88 亿元，主要为收到的往来款。2019 年，公司现金收入比为 63.18%，收现质量一般；同期，公司经营活动现金流出量为 126.61 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 67.46 亿元，主要为支付土地整理开发成本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 51.92 亿元，主要为支付的往来款。2019 年，公司经营活动现金净流量为-10.47 亿元，经营活动现金流转为净流出。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入量为 5.19 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金（定期存款等）。2019 年，公司投资活动现金流出量为 26.47 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 12.18 亿元，主要系自营类项目的投入；投资支付的现金 4.24 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 10.05 亿元，主要系存入的定期存款。2019 年，公司投资活动现金净流量为-21.28 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 193.43 亿元，较 2018 年增长 42.09%，主要系通过银行借款和发行债券获得，其中通过银行借款融资 90.27 亿元，发行债券融资 62.17 亿元，质押存单解押、融资租赁等其他方式收到现金 41.00 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流出量为 177.60 亿元，较 2018 年有所下降，其中用于偿还有息债务本息 124.33 亿元，支付定期存单质押及融资租赁保证金、手续费等 53.27 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 15.83 亿元。

表 15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	142.53	116.14
经营活动现金流出量	133.76	126.61
经营活动现金净流量	8.77	-10.47
投资活动现金净流量	-30.80	-21.28
筹资活动现金净流量	-49.11	15.83
现金收入比	72.65	63.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标较弱，

但考虑到公司土地资源较为丰富，随着区域持续开发，未来收益将逐步体现；且公司间接融资渠道通畅，在柳东新区业务定位显著，能得到柳州市政府及柳东新区管委会各方面的持续支持，公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力方面，2019 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 395.37%和 65.61%，较 2018 年底分别下降 52.42 个和 16.70 个百分点；公司流动资产中存货占比大，致使速动比率处于较低水平。2019 年，公司经营现金净流量为负，对流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.60 倍。

长期偿债能力方面，2019 年，公司 EBITDA 同比增长 32.98%至 15.75 亿元，增幅大于全部债务；受此影响，公司全部债务/EBITDA 呈下降趋势，2019 年为 38.65 倍；EBITDA 利息倍数呈上升趋势，2019 年为 0.47 倍；公司 EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力较弱。

截至 2019 年底，公司非经营性的对外担保余额 96.88 亿元，担保比率为 22.58%，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，上实租赁的大股东是上海星河数码投资有限公司（上海市国有资产管理办公室间接持股 45.00%）。柳州城投是柳州市主城区城市路桥基础设施建设的核心投融资主体。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财务状况，公司存在较大或有负债风险。

表 16　截至 2019 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位名称	担保类型	余额	期限
柳州市城市投资建设发展有限公司	保证	23.00	2016.04-2028.03
柳州阳和开发投资有限公司	抵押	0.41	2014.05-2029.05
	抵押	7.47	2014.05-2029.05
柳州市房地产开发有限公司	保证	10.00	2016.06-2021.08
上实融资租赁有限公司	保证	10.00	2017.12-2022.12
柳州东泰建筑工程有限公司	保证	27.00	2017.03-2025.03
	保证	3.00	2017.03-2025.03
	保证	2.00	2019.01-2020.01
	质押	1.00	2019.01-2020.01
	质押	5.00	2018.09-2020.09
	质押	2.00	2018.09-2020.10
	质押	2.00	2018.09-2020.09
	质押	2.00	2018.12-2019.12
	质押	2.00	2019.05-2020.05
合计	**--**	**96.88**	**--**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 655.68 亿元，尚未使用额度 181.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担尚可。

2019年底，母公司资产总额1051.48亿元，较2018年底增长5.30%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。流动资产693.14亿元，主要由存货（592.14亿元）、应收账款（30.90亿元）、其他流动资产（30.41亿元）和其他应收款（29.46亿元）构成；非流动资产358.33亿元，主要由投资性房地产（116.32亿元）、其他非流动资产（76.18亿元）、在建工程（51.17亿元）和长期股权投资（51.15亿元）构成。

2019年底，母公司所有者权益438.83亿元，较2018年底变化不大，其中实收资本占1.86%，资本公积占82.02%，所有者权益稳定性较好。

2019年底，母公司负债总额612.65亿元，较2018年底增长7.98%，主要系短期借款、一

年内到期的非流动负债和应付债券增长所致。流动负债240.60亿元，主要由其他应付款（99.06亿元）、一年内到期的非流动负债（74.27亿元）和短期借款（35.14亿元）构成。非流动负债372.06亿元，主要由长期借款（203.62亿元）、应付债券（82.10亿元）和长期应付款（78.65亿元）构成；2019年底，母公司资产负债率为58.27%，较2018年底上升1.45个百分点，整体债务负担尚可。

2019年，母公司实现营业总收入57.95亿元，利润总额9.66亿元。

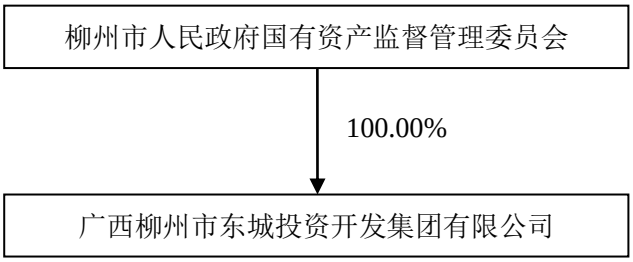
十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“19柳州东城债/19柳东债”债券余额15.00亿元；2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量对待偿还的债券余额的覆盖倍数分别为1.05倍和7.74倍，经营活动现金净流量对待偿还的债券余额无保障能力，经营活动现金流入量对存续债券的保障程度高。

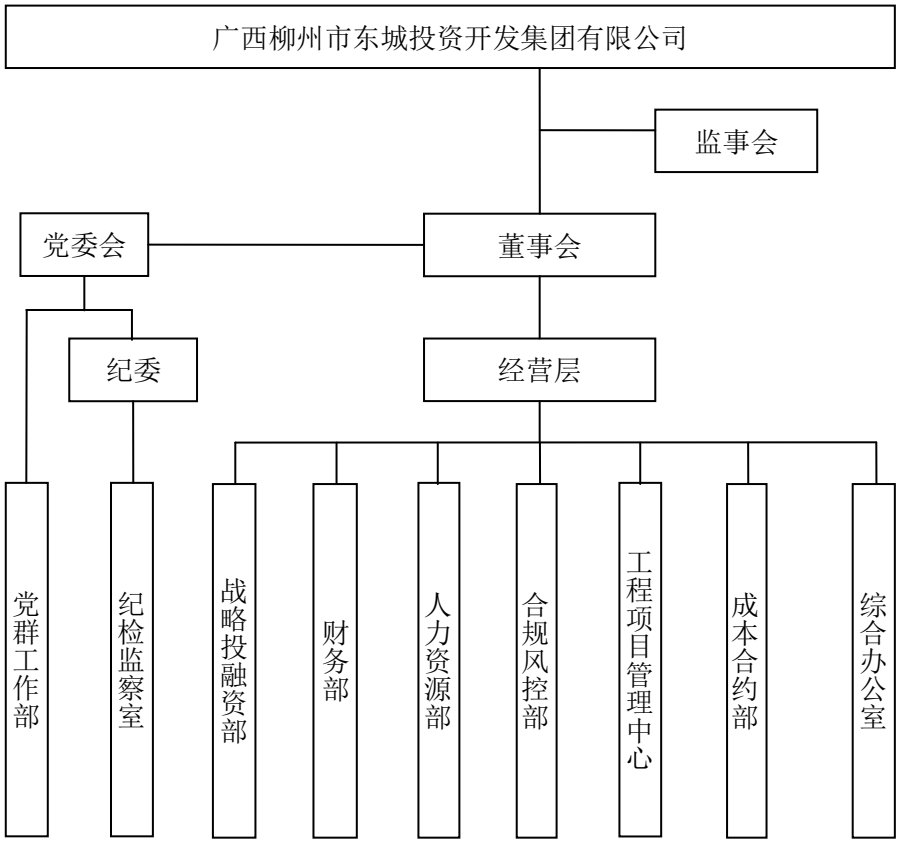
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“19 柳州东城债/19 柳东债”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

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	100.00	--	股权划拨
柳州东城安居置业开发有限公司	保障性住房建设与配置	77.53	--	投资设立
柳州东城置地发展有限公司	经营性房地产开发	55.56	--	投资设立
柳州市东城小额贷款有限公司	投资贷款	95.00	--	投资设立
柳州东城中小企业融资担保有限公司	融资担保	90.00	--	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	90.00	10.00	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	85.00	15.00	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	51.00	--	投资设立
柳州东城石油化工有限公司	汽油、柴油零售	51.00	--	投资设立
柳州东城安泰物业服务有限公司	物业管理服务	99.75	--	投资设立
柳州卡乐星球经营管理有限公司	主题游乐园管理	100.00	--	投资设立
柳州东城融祥石油有限公司	汽油、柴油零售	51.00	--	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	10.00	--	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	100.00	--	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	100.00	--	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	100.00	--	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	100.00	--	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	60.00	--	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	100.00	--	投资设立
柳州市柳东新区保障房信托受益权资产支持专项计划	债权投资	5.00	--	投资设立

注：1. 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%；2. 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%；3. 柳州市柳东新区保障房信托受益权资产支持专项计划规模 7.2 亿元，由中国民生银行股份有限公司认购优先级 6.84 亿元，子公司柳州东城安居置业开发有限公司作为唯一劣后级认购 0.36 亿元，认购比例 5%，公司对优先级实行固定收益的差额补足承诺，因此在合并报表中，将其优先级合伙人的出资作为负债披露，公司对柳州市柳东新区保障房信托受益权资产支持专项计划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（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	124.68	78.26	77.20
资产总额（亿元）	1010.37	1065.03	1134.50
所有者权益（亿元）	399.81	432.33	438.95
短期债务（亿元）	103.31	89.29	129.02
长期债务（亿元）	441.12	450.42	479.57
全部债务（亿元）	544.43	539.70	608.59
营业总收入（亿元）	35.79	67.91	70.74
利润总额（亿元）	9.52	7.62	9.39
EBITDA（亿元）	13.00	11.84	15.75
经营性净现金流（亿元）	-61.63	8.77	-10.47
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.80	2.91	2.23
存货周转次数（次）	0.05	0.11	0.10
总资产周转次数（次）	0.04	0.07	0.06
现金收入比（%）	70.19	72.65	65.55
营业利润率（%）	49.74	18.47	20.19
总资本收益率（%）	1.06	0.88	1.03
净资产收益率（%）	1.74	1.24	1.53
长期债务资本化比率（%）	52.46	51.02	52.21
全部债务资本化比率（%）	57.66	55.52	58.10
资产负债率（%）	60.43	59.41	61.31
流动比率（%）	480.62	447.80	395.37
速动比率（%）	134.05	82.32	65.61
经营现金流动负债比（%）	-38.95	5.25	-5.28
现金短期债务比（倍）	1.21	0.88	0.60
全部债务/EBITDA（倍）	41.87	45.58	38.65
EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.35	0.47

注：1. 其他流动资产和其他非流动资产中的定期存款调整至纳入现金类资产核算；2. 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	103.56	66.74	51.25
资产总额（亿元）	933.83	998.55	1051.48
所有者权益（亿元）	397.93	431.19	438.83
短期债务（亿元）	98.26	83.59	119.31
长期债务（亿元）	339.14	343.31	356.11
全部债务（亿元）	437.40	426.90	475.43
营业总收入（亿元）	31.99	58.67	57.95
利润总额（亿元）	10.42	8.19	9.66
EBITDA（亿元）	13.85	12.18	15.38
经营性净现金流（亿元）	-49.62	12.34	8.24
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.36	2.53	1.84
存货周转次数（次）	0.03	0.08	0.08
总资产周转次数（次）	0.04	0.06	0.06
现金收入比（%）	60.64	71.47	62.76
营业利润率（%）	51.85	18.90	21.54
总资本收益率（%）	1.31	1.09	1.23
净资产收益率（%）	1.97	1.42	1.66
长期债务资本化比率（%）	46.01	44.33	44.80
全部债务资本化比率（%）	52.36	49.75	52.00
资产负债率（%）	57.39	56.82	58.27
流动比率（%）	365.05	325.21	288.09
速动比率（%）	77.72	51.27	41.98
经营现金流动负债比（%）	-26.74	5.89	3.43
现金短期债务比（倍）	1.05	0.80	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	31.57	35.05	30.91
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.46	0.54

注：1. 其他流动资产和其他非流动资产中的定期存款调整至纳入现金类资产核算；2. 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据

附件 4　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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