

信用评级公告

联合〔2023〕4532号

联合资信评估股份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⁺，维持“19 柳州东城债/PR19 柳东”“20 柳州东城债 01/20 柳东债”和“21 柳州东城债 01/21 柳东债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

广西柳州市东城投资开发集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	AA ⁺	负面	AA ⁺	稳定
19 柳州东城债 /PR19 柳东	AA ⁺	负面	AA ⁺	稳定
20 柳州东城债 01/20 柳东债	AA ⁺	负面	AA ⁺	稳定
21 柳州东城债 01/21 柳东债	AA ⁺	负面	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 柳州东城债 /PR19 柳东	15 亿元	7.5 亿元	2024/07/24
20 柳州东城债 01/20 柳东债	6 亿元	6 亿元	2025/12/28
21 柳州东城债 01/21 柳东债	5 亿元	5 亿元	2026/03/10

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；上表中“20 柳州东城债 01/20 柳东债”和“21 柳州东城债 01/21 柳东债”设有投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2023 年 6 月 27 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

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主体，主要承担柳州市柳东新区的城市基础设施建设投资、运营以及土地开发整理业务，业务开展具有区域专营优势。跟踪期内，公司继续获得政府在资金注入和财政补贴等方面的支持。但联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司存在资本支出压力，资产变现受土地市场行情、政府回款效率等影响较大，债务负担较重、短期偿付压力大，到期及可回售债券规模大、刚性兑付压力大等因素给公司信用水平带来不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 柳州东城债/PR19 柳东”“20 柳州东城债 01/20 柳东债”“21 柳州东城债 01/21 柳东债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

优势

- 区域专营优势。**跟踪期内，公司仍是柳州市重要的城市基础设施建设主体，在柳东新区的城市基础设施建设投资、运营以及土地开发整理等业务领域具有区域专营优势。
- 继续获得地方政府支持。**跟踪期内，公司在资金注入和财政补助方面继续得到政府的支持。

关注

- 存在资本支出压力。**公司自营项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资本支出压力，且未来收益实现存在不确定性。
- 资产变现受土地市场行情、政府回款效率等影响较大。**公司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，非流动资产以房产、土地资产和自建项目为主，较大规模的资产未办妥权证，且部分资产受限，资产变现受土地市场行情、政府回款效率等影响较大。

本次评级模型打分表及结果：

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	2
财务风险	F6	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		6
指示评级				bbb ⁻
个体调整因素				--
个体信用等级				bbb ⁻
外部支持调整因素				+8
评级结果				AA ⁺

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

分析师：胡元杰 马 颖

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

3. 债务负担较重，短期偿付压力大，到期及可回售债券规模大，刚性兑付压力大。截至 2022 年底，公司全部债务 681.47 亿元，全部债务资本化比率为 58.74%，债务负担较重；公司短期债务 231.91 亿元，现金短期债务比为 0.15 倍，短期偿付压力大。截至报告出具日，公司未来一年到期债券规模 29.30 亿元，可选择回售债券规模 92.10 亿元，若投资人全部选择回售，公司刚性兑付压力大。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	128.08	78.27	34.41
资产总额（亿元）	1305.32	1370.45	1333.53
所有者权益（亿元）	428.05	420.76	478.70
短期债务（亿元）	141.61	254.34	231.91
长期债务（亿元）	621.56	543.00	449.56
全部债务（亿元）	763.18	797.35	681.47
营业总收入（亿元）	56.45	49.16	41.15
利润总额（亿元）	5.98	2.67	2.52
EBITDA（亿元）	13.67	8.92	8.64
经营性净现金流（亿元）	-13.72	2.24	1.87
营业利润率（%）	21.70	19.47	20.33
净资产收益率（%）	0.99	0.41	0.36
资产负债率（%）	67.21	69.30	64.10
全部债务资本化比率（%）	64.07	65.46	58.74
流动比率（%）	356.03	217.25	247.56
经营现金流动负债比（%）	-5.59	0.54	0.50
现金短期债务比（倍）	0.90	0.31	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.19	0.19
全部债务/EBITDA（倍）	55.81	89.35	78.88
公司本部			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	1188.69	1225.74	1171.41
所有者权益（亿元）	426.85	421.01	472.63
全部债务（亿元）	623.18	647.01	537.33
营业总收入（亿元）	39.11	28.16	24.39
利润总额（亿元）	6.38	3.07	1.69
资产负债率（%）	64.09	65.65	59.65
全部债务资本化比率（%）	59.35	60.58	53.20
流动比率（%）	297.78	193.21	206.01
经营现金流动负债比（%）	-8.90	8.24	5.70
现金短期债务比（倍）	0.29	0.05	0.01

注：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；其他流动负债中有息部分纳入短期债务计算；其他应付款和长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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 /PR19 柳东	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/24	马 颖 胡元杰	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	阅读全文
20 柳州东城债 01/20 柳东债	AA ⁺						
21 柳州东城债 01/21 柳东债	AA ⁺						
21 柳州东城债 01/21 柳东债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/01/20	张建飞 马 颖 胡元杰	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	阅读全文
20 柳州东城债 01/20 柳东债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/06/02	张建飞 胡元杰	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	阅读全文
19 柳州东城债 /PR19 柳东	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/06/28	张建飞 许狄龙 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均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

广西柳州市东城投资开发集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估股份有限公司（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，公司经营范围、股权结构、注册资本和实收资本均无变化。截至 2022 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 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。

截至 2022 年底，公司本部内设党群工作部、纪检监察室、战略投融资部、财务部等职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 35 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 1333.53 亿元，所有者权益 478.70 亿元（含少数股东权益 1.21 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 41.15 亿元，利润总额 2.52 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：唐志华。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券余额合计 18.50 亿元，详见下表。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 柳州东城债/PR19 柳东	7.50	2019/07/24	5 年	6.50%
20 柳州东城债 01/20 柳东债	6.00	2020/12/28	3+2 年	7.20%
21 柳州东城债	5.00	2021/03/10	3+2 年	7.90%

01/21 柳东债				
合 计	18.50		--	

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 柳州东城债/PR19 柳东”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/PR19 柳东”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 2021 年底，募集资金已全部使用完毕，募投项目已完成建设，2022 年募投项目实现收入 1.90 亿元。截至本报告出具日，“19 柳州东城债/PR19 柳东”已按时偿付当期本息。

“20 柳州东城债 01/20 柳东债”募集资金 6.00 亿元，期限为 5 年，并附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“20 柳州东城债 01/20 柳东债”募集资金全部用于偿还公司存量债务，截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕，“20 柳州东城债 01/20 柳东债”已按时付息。

“21 柳州东城债 01/21 柳东债”募集资金 5.00 亿元，期限为 5 年，并附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“21 柳州东城债 01/21 柳东债”募集资金全部用于偿还公司存量债务，截至本报告出具日，募投资金已全部使用完毕，“21 柳州东城债 01/21 柳东债”已按时付息。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策

总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，

“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

柳州市是传统的重工业城市，拥有汽车、机械、冶金三大支柱产业，受支柱产业拖累，2022 年柳州市地区 GDP 出现小幅下降。受国家组合式税费政策落实、经济下行及房地产行业调整等因素影响，2022 年，柳州市一般公共预算收入及政府性基金预算收入均明显下降。

（1）柳州市

柳州市系广西壮族自治区下辖 14 个地级市之一，经济发展及财政实力在广西各地级市中处于第二梯队，仅次于南宁市。柳州市下辖城中区、柳北区、鱼峰区、柳南区、柳江区 5 个城区，柳城县、鹿寨县、融安县、融水苗族自治县和三江侗族自治县 5 个县。截至 2022 年底，柳州市常住人口 419.12 万人，比 2021 年底增加 1.59 万人，常住人口城镇化率为 70.58%。

柳州市是广西最大的工业城市，拥有汽车、机械、冶金三大支柱产业，是辐射西南，面向东部、南部沿海和东南亚的区域性制造业城市，国内唯一同时拥有四大汽车集团整车生产基地的城市，拥有国家汽车零部件生产基地、国家汽车及零部件出口基地和华南、西南地区最大的钢铁基地。

根据《柳州市 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2022 年，柳州市地区生产总值 3109.09 亿元，按可比价计算，比

2021 年下降 1.0%。其中，第一产业增加值 285.23 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 1292.44 亿元，下降 1.6%；第三产业增加值 1531.42 亿元，下降 1.4%。按常住人口计算，2022 年，柳州市人均地区生产总值 7.43 万元。

2022 年，柳州市全部工业总产值比 2021 年下降 3.6%，其中，规模以上工业总产值下降 3.6%。工业增加值下降 2.3%，其中，规模以上工业增加值下降 2.3%。

2022 年，柳州市规模以上汽车、冶金、机械三大支柱行业工业总产值比上年下降 10.0%。其中，汽车工业总产值下降 0.3%，冶金工业总产值下降 21.1%，机械工业总产值下降 21.7%。

2022 年，柳州市固定资产投资（不含农户）比上年下降 7.0%。其中房地产开发投资完成 437.5 亿元，下降 32.0%；项目投资增长 2.3%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年下降 16.0%；第二产业投资增长 30.8%，其中工业投资增长 31.1%，增速比去年提高 39.6 个百分点。第三产业投资下降 16.0%。

2022 年，柳州市商品住宅投资 239.28 亿元，比上年下降 30.5%。商品房施工面积 3667.33 万平方米，下降 1.4%，其中住宅 2671.64 万平方米，下降 1.9%。商品房竣工面积 95.16 万平方米，下降 30.0%，其中住宅 82.47 万平方米，下降 24.7%。商品房销售面积 410.93 万平方米，下降 38.6%，其中住宅 330.09 万平方米，下降 44.7%。商品房销售额 280.03 亿元，下降 38.9%，其中住宅 215.74 亿元，下降 47.1%。

根据《柳州市全市与市本级 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，2022 年，受落实组合式税费支持政策、经济下行等因素影响，柳州市完成一般公共预算收入 151.20 亿元，扣除留抵退税因素后下降 11.2%，按自然口径计算下降 13.6%；其中税收收入 97.46 亿元，扣除留抵退税因素后下降 12.4%，按自然口径计算下降 16%；非税收入 53.74 亿元，下降 8.8%。2022 年，柳州市财政自给率

为 41.75%。2022 年，柳州市政府性基金预算收入 211.37 亿元，比 2021 年下降 21.8%，主要系房地产市场遇冷导致国有土地出让收入减收所致。

根据柳州市统计局网站公布的 2023 年一季度柳州市经济运行情况，2023 年一季度，柳州市生产总值 732.54 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.7%。分产业看，第一产业增加值 24.44 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 292.07 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 416.03 亿元，增长 4.1%。

2023 年一季度，柳州市规模以上工业增加值同比增长 4.5%。同期，柳州市固定资产投资（不含农户）同比增长 0.7%。分产业看，第一产业投资下降 7.2%，第二产业投资增长 52.9%，第三产业投资下降 17.1%。分领域看，工业投资增长 46.1%，基础设施投资下降 19.8%，房地产开发投资下降 15.1%。高技术产业投资增长 79.6%。商品房销售面积同比增长 17.9%，商品房销售额增长 24.6%。

（2）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，辖区内柳州高新区跻身国家级高新区前 50 强，位列广西第一，也是全国 58 个国家级产城融合示范区之一。柳东新区重点发展的支柱产业包括汽车、智能轨道交通和电子—光电，同时引导发展高端装备制造、新一代信息技术、新材料等三大战略性新兴产业，培育发展研发设计、检测服务、信息服务、金融服务等生产性服务业。

柳东新区交通网络快捷畅通，新区通车里程 250 公里，湘桂线等多条铁路干线和高速公路在新区交汇，辖区内的铁路货运站、商品汽车铁路发运基地、国家公路枢纽柳东物流中心、

保税物流中心等设施让货物运输和通关快捷便利。新区水路畅通，依江建成官塘港区和阳和港区，拥有多个 2000 吨级泊位，向东可直达粤港澳大湾区，向南可达中国东盟自贸区。

作为广西柳州汽车城，柳东新区拥有上汽通用五菱、东风柳汽、一汽解放、广西汽车集团新能源四大整车基地，德国博世、佛吉亚、美国车桥、宝钢集团、福耀玻璃、玲珑轮胎、耐世特等数百家汽车零部件企业在新区配套发展，构建了相对完备的汽车制造产业链。

根据《柳东新区 2023 年高质量发展报告》，2022 年，柳东新区实现地区生产总值 320.8 亿元，同比增长 6.7%；规上工业总产值完成 1001.5 亿元，同比增长 25.4%；固定资产投资累计完成 310.7 亿元。2023 年，柳东新区将继续打造“1+3+5”现代产业体系，推进广西现代制造城核心区建设，年度计划实施重大项目 148 项，总投资 711.17 亿元，年度计划投资 145.88 亿元，同时对接粤港澳大湾区，加快粤桂黔高铁经济带合作试验区（柳州）广西园建设，加快承接东部产业转移，促进开放型经济发展。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年底，柳州市国资委是公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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专营优势。

3. 企业信用记录

公司未提供近期征信报告，公司本部及子公司均曾发生承兑票据逾期。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至 2023 年 6 月 20 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

根据上海票据交易所公开信息及公司公告，公司本部承兑票据累计逾期发生额为 0.88 亿元；子公司柳州东城置地发展有限公司和柳州东城安居置业开发有限公司承兑票据累计逾期发生额分别为 2.24 亿元和 0.08 亿元。截至报告出具日，上述逾期部分已全部兑付完毕。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度无重大变化。公司董事长和总经理发生变更。

八、重大事项

2022 年以来，公司因部分债券募集资金未按约定用途使用等情况受到监管处罚。

2022 年 11 月，因公司“21 柳城 01”“21 柳城 02”等 7 只公司债券未按募集说明书约定用途使用募集资金，且未照约定用途使用的资金均未按照募集说明书约定履行变更程序，中国证券监督管理委员会广西监管局出具《关于对广西柳州市东城投资开发集团有限公司及韦忠、唐懿采取出具警示函措施的决定》，决定对公司及相关责任人韦忠、唐懿采取出具警示函的行政监管措施。

2023 年 3 月，因公司“20 柳州东投 MTN003”“21 柳州东投 MTN001”“21 柳州东投 PPN001”“21 柳州东投 CP002”“22 柳州东投 SCP001”等 5 期债务融资工具部分募集资金未按约定用途使用，且年度报告未真实准确披露上述债务融资工具募集资金使用信息，以及公司未及时披露受到中国证券监督管理委员会广西监管局采取行政监管措施的情况，经中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）2023 年第 5 次自律处分会议审议，交易商协会决定对公司予以严重警告；责令公司针对本次事件中暴露出的问题进行全面深入的整改，并在收到处分决定书之日起 20 个工作日内向交易商

协会提交书面整改报告；责令公司就上述违规行为在银行间债券市场信息披露平台进行公开致歉；对公司时任信息披露第一责任人、董事长韦忠予以警告；对公司时任信息披露事务负责人、总经理唐懿予以通报批评。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括城市建设及运营、市政公用事业、置业投资发展及类金融服务等，收入主要来自城市建设及置业投资业务。2022年，公司营业总收入有所下降，毛利率有所上升。

2022年，公司营业总收入同比下降12.91%，主要系置业投资发展业务收入下降所致；城市建设、市政公用事业和置业投资发展业务收入是公司营业总收入的主要来源，三者收入合计占营业总收入的77.34%。2022年，公司城市建设业务收入同比变化不大；受当期交房规模

下降影响，公司置业投资发展业务收入同比下降54.35%；得益于燃气用户数和成品油销售量继续增长，公司市政公用事业业务收入同比增长32.43%；受租赁和旅游景区运营收入下降影响，公司城市运营业务收入同比下降22.13%；受小额贷款业务收入下降影响，公司类金融服务收入同比下降23.85%。公司其他业务收入主要来自学历教育、汽车检测、科技软件服务等，得益于学历教育收入增长，公司其他业务收入同比增长10.15%。

毛利率方面，2022年，因公司土地一级开发采用成本加成模式，公司城市建设业务毛利率维持在20.00%左右；受毛利率较高的租赁业务收入比重上升影响，公司城市运营业务毛利率同比上升7.46个百分点；受当期交房项目中安置房比重增加影响，公司置业投资发展业务毛利率同比下降4.07个百分点；公司类金融服务业务毛利率同比变化不大。受上述因素综合影响，公司综合毛利率同比上升2.06个百分点。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务类型	2021年			2022年		
	收入(万元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(万元)	占比(%)	毛利率(%)
城市建设	203982.19	41.49	20.06	198543.74	48.25	20.30
城市运营	33324.23	6.78	19.24	25950.62	6.31	26.70
市政公用事业	40461.76	8.23	17.16	53583.89	13.02	13.78
置业投资发展	144855.71	29.47	12.71	66126.08	16.07	8.64
类金融服务	25575.42	5.20	36.88	19476.16	4.73	39.62
其他业务	43384.06	8.83	10.82	47786.90	11.61	27.40
合计	491583.37	100.00	17.66	411467.39	100.00	19.72

注：其他业务包括学历教育、汽车检测、科技软件服务、酒店运营等；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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城市基础设施建设，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变化不大，回款情况良好，但土地一级开发已投入规模大，资金占用明显；公司自建自营类基础设施建设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，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 3 公司土地整理情况

项目	2021 年	2022 年
实际开发面积（亩）	501.00	0.00
当年出让面积（亩）	1890.48	3669.68
其中：工业用地（亩）	980.51	1463.69
商住用地（亩）	593.52	972.18
科教等其他用地（亩）	316.45	1233.81
确认的土地收入（亿元）	20.38	19.78
当年实际收到的回款（亿元）	33.59	55.59

资料来源：公司提供

2022年，受柳东新区土地市场及政府土地控规政策影响，公司当期未新增开发土地；得益于柳东新区加速释放土地，出让土地面积同比增长94.11%。同期，公司土地收入同比变化不大。2022年，得益于柳东新区管委会对以往年度土地一级开发业务集中回款，公司回款规模同比增长65.50%。

截至2022年底，公司达到出让条件的储备土地面积为1.06万亩，“存货”科目中土地一级开发整理成本为561.09亿元；暂无重要在开发和拟开发的土地项目。

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。

2022年，公司确认代建管理费收入746.93万元，主要来自柳东工人文化宫、柳州市第二中学2#食堂、10#学生宿舍等项目，毛利率为100.00%。截至2022年底，公司主要在建代建项目计划总投资5.76亿元，已投资1.10亿元；暂无拟建的代建项目。

表 4 截至 2022 年底公司主要在建代建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	计划总投资	已投资
柳州市柳东新区明德中学项目	1.64	0.58
柳州市柳东新区明德小学项目	1.35	0.19
柳州市第六十六中学项目	1.50	0.10
柳州高级中学柳南校区 8#学生宿舍项目	0.30	0.07
柳州市第八中学（本部）2#综合教学楼项目	0.59	0.04
柳州市第二职业技术学校 3#、4#、5#实训楼功能完善提升项目	0.38	0.12
合计	5.76	1.10

资料来源：公司提供

② 自建自营模式

公司自建自营类项目资金来源为公司自有资金及外部融资，未来拟通过项目经营收益及财政补贴实现资金平衡。截至2022年底，公司主要在建自营项目计划总投资114.85亿元，已投资61.89亿元；暂无拟建自营项目。公司自建自营类项目投资规模较大，存在较大的资本支出压力，且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。

表 5 截至 2022 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
柳州文化旅游科技体验园	21.12	21.00
官塘启动区	29.98	12.21

职教园（二期）	50.22	24.77
职教园共享区（体育）	7.28	3.18
国家汽车质量监督检验中心（二期）	6.24	0.73
合计	114.85	61.89

注：职教园（二期）部分为自建自营，部分为代建模式建设；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

③ PPP模式

截至 2022 年底，公司参与的 PPP 项目共 6 个，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），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，持股比例在 10.00~20.00%之间。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 2022 年底，公司参与的 PPP 项目均已成立 SPV 公司，公司已投资 14.49 亿元（含 SPV 公司资本金），尚未对前期成本进行移交和结算。

表 6 截至 2022 年底公司参与的 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	公司投资额 (含 SPV 公司资本金)	合作期限 (年)	运作方式	SPV 公司	SPV 公司 持股比例 (%)	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	3.74	12	BOT	柳州中建科工会展运营管理有限公司	20.00	可行性缺口补助
柳东新区文化广场	21.85	6.56	13	BOT	柳州中建东城文化发展有限公司	20.00	可行性缺口补助
雒容至东泉公路项目	7.63	0.15	12	BOT	广西北投雒东公路投资有限公司	10.00	政府付费
官塘大桥建设项目	11.38	0.10	15	BOT	柳州市中铁东城投资发展有限公司	20.00	政府付费
柳州市图书馆（新馆）项目	11.10	2.22	12	BOT	柳州中建科工文旅发展有限公司	20.00	可行性缺口补助
柳东新区官塘片区滨江生态湿地公园项目	8.59	1.72	13	BOT	柳州中建科工生态园林有限公司	20.00	政府付费
合计	80.17	14.49			--		

注：2017 年，公司与柳州市城市建设发展有限公司（以下简称“柳州城投”）就官塘大桥项目签订委托协议，将公司原定负责的工作内容全权委托柳州城投承接，该项目实际由柳州城投参与投资建设
资料来源：联合资信根据公司提供的资料及财政部 PPP 项目库公开资料整理

（2）城市运营业务

公司城市运营业务板块主要包括租赁和旅游景点经营。2022 年，公司租赁和旅游景点经营业务收入均有所下降，受当期游客出行意愿下降影响，旅游景点运营亏损显著扩大。

租赁业务

跟踪期内，公司出租的资产主要包括标准厂房和职教园（一期）。截至 2022 年底，公司职教园（一期）可出租面积合计 68.24 万平方米，租金水平为 130.00 元/平方米·年，长期租赁给柳州市第一、第二职业技术学校、柳州城市职

业学院和柳州铁道职业技术学院作为校址。公司租赁业务以当年实际收到的租金确认收入，2022 年，公司租赁业务收入同比下降 11.33% 至 2.52 亿元，毛利率为 76.78%。

旅游景点运营业务

公司旅游景点运营业务由子公司柳州卡乐星球经营管理有限公司和柳州东城文化旅游管理有限公司负责，主要运营的旅游景点包括卡乐星球欢乐世界旅游景区和克里湾水乐园，均为 4A 级景区。2022 年，卡乐星球欢乐世界旅游景区和克里湾水乐园客流量分别为 7.60

万人次和12.93万人次，同比分别下降84.54%和52.45%，主要系当期游客出行意愿下降所致。同期，公司旅游景点运营业务收入同比下降84.48%至763.56万元，亏损继续扩大，毛利率为-1625.19%。

（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运营业务。2022年，公司燃气用户数和成品油销售量继续增加，燃气业务和加油站业务收入继续增长。

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2022年底，东城燃气用户总数2.05万户，其中居民用户2.04万户，工商业用户153户，供气人口约7.19万人。2022年，东城燃气供应燃气总量5842.17万立方米，天然气供应价格由物价局文件规定。同期，公司实现燃气业务收入2.49亿元，同比增长41.27%，毛利率为13.78%。

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2022年底，公司共有运营中的加油站6座。2022年，公司成品油销售量同比增长8.17%至3.08万吨。同期，公司实现加油站业务收入2.87亿元，同比增长25.63%，毛利率为13.78%。

（4）置业投资发展

2022年，该业务板块收入和毛利率均有所下降。公司剩余待售房地产面积较大，未来销售情况易受房地产市场及政策影响，在建房地产项目尚需投资规模不大。

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，开发的房地产主要为保障性住房。其中，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。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。

2022年，受当期交房规模下降影响，公司置业投资发展业务收入同比下降54.35%。同期，业务毛利率同比下降4.07个百分点，主要系当期确认收入的安置房比重增加所致。

表7 截至2022年底公司主要已完工房地产项目情况

项目名称	类型	计划总投资 (亿元)	可售面积 (万平方米)	累计已售面积 (万平方米)	累计销售金额 (亿元)
东悦佳苑一期	安置房	4.66	9.46	8.66	3.31
东悦佳苑二期	安置房	5.21	9.41	9.04	3.43
古山居苑	安置房+公租房	18.00	25.11	24.74	16.78
东庭丽景	安置房	5.61	9.20	7.34	2.79
东馨佳苑	安置房	5.27	8.87	8.04	3.08
东悦新城	安置房	23.82	52.48	23.33	9.67
博园雅居	安置房	9.04	14.20	14.13	7.54
东悦汀兰岸	安置房	2.81	4.17	4.11	2.12
东锦绿苑	安置房	5.20	17.29	8.03	4.69
东锦华庭	安置房	3.27	7.04	4.17	2.38
合计		82.89	157.23	111.59	55.78

注：古山居苑的可售面积为安置房部分的可售面积，公租房部分通过对外出租产生收入，均不用于销售；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至2022年底，公司主要已完工房地产项目总投资82.89亿元，可售面积157.23万平方米，已售面积111.59万平方米，累计销售金额55.78亿元。截至2022年底，公司主要在建房地产项目为东锦梧桐树项目（安置房项目），计划总投资12.05亿元，建筑面积20.39万平方米，已投资4.26亿元；公租房项目可租赁套数为2898套，出租率为89.89%；公司无拟建的房地产项目。

表 8 截至 2022 年底公司公租房项目情况

项目名称	可租赁套数 (套)	出租率 (%)	单位租金 (元/平方米·月)
古山居苑	1008	83	46.08
石冲小区（一期、二期）	1386	93	234.09
阳和·安心雅舍	504	95	81.38
合计	2898	--	--

资料来源：公司提供

（5）类金融服务

公司类金融服务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。2022年，公司类金融服务业务收入中小贷及委托贷款和担保业务收入分别为1.76亿元和0.18亿元。

截至2022年底，公司累计发放贷款总额25.97亿元，贷款余额为3.46亿元，公司委托贷款累计计提减值准备0.21亿元，关注类委托贷款余额1.37亿元，次级及可疑类委托贷款余额合计1.79亿元，回收情况值得关注。

截至2022年底，公司提供经营性对外担保余额7.79亿元，担保对象主要为工商企业，累计发生代偿7637.47万元，应收代偿款余额为5430.96万元，涉及15家客户，存在资金回收风险。

3. 未来发展

作为柳州市国有资本投资运营公司试点企业，公司未来将明确服务柳州市战略发展的定位，深耕柳东新区，继续实施“一核两翼，产融结合”的总体发展战略，提高各业务板块的

联动经营水平，加强对战略新兴产业的投资布局，扩大国有资产经营效能，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。

十、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年度合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2022 年底，公司拥有纳入合并范围的子公司 35 家。2022 年，公司合并范围内新增 5 家子公司，均系投资设立；减少 2 家子公司，分别系股权划出和注销所致。2022 年，公司合并范围变化的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，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；非流动资产以房产、土地资产和自建项目为主；资产变现受土地市场行情、政府回款效率等影响较大，收益实现情况一般，且较大规模的资产未办妥权证，部分资产使用受限，整体资产质量一般。

截至 2022 年底，公司资产总额较上年底小幅下降，仍以流动资产为主。

表 9 公司资产构成情况

科目	2021 年底		2022 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	896.70	65.43	921.25	69.08
货币资金	19.61	1.43	10.92	0.82
应收账款	61.44	4.48	41.37	3.10
存货	754.02	55.02	823.76	61.77
非流动资产	473.75	34.57	412.27	30.92
投资性房地产	128.45	9.37	204.96	15.37
固定资产	64.03	4.67	39.32	2.95
在建工程	63.96	4.67	49.91	3.74

其他非流动资产	155.59	11.35	57.26	4.29
资产总额	1370.45	100.00	1333.53	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司货币资金较上年底下降 44.31%。其中，银行存款占 99.99%，其余为少量库存现金和其他货币资金。公司使用受限的货币资金 20.89 万元，为资金监管户资金。

截至 2022 年底，公司应收账款较上年底下降 32.67%，主要系柳东新区管委会集中回款所致；从账龄上看，1 年以内的占 64.85%、1~2 年的占 22.85%，账龄较短，共计提坏账准备 5064.91 万元；从集中度上看，公司应收柳东新区管委会的土地及代建业务款占应收账款余额的 93.36%。公司应收柳东新区管委会业务款规模较大，对公司资金形成较大占用。

截至 2022 年底，公司其他应收款 9.97 亿元，较上年底下降 16.32%；从账龄上看，1 年以内的占 43.45%、1~2 年的占 16.78%、5 年以上的占 33.99%，部分账龄偏长，共计提坏账准备 5.99 亿元；从集中度上看，公司应收柳州化学工业集团有限公司（以下简称“柳化集团”）的借款、应收柳州文兴悦实业有限公司（以下简称“文兴悦公司”）的往来款和应收柳州城投的借款分别占 35.82%、34.70%和 10.02%，集中度高。其中，应收柳化集团的借款因预计无法收回已于 2017 年一次性全额计提坏账准备。

截至 2022 年底，公司存货较上年底增长 9.25%，主要由土地开发整理成本（561.07 亿元）、待开发土地（194.59 亿元）、房地产开发成本（59.25 亿元）和房地产开发产品（8.57 亿元）构成。公司存货中价值 61.99 亿元的待开发土地及 26.54 亿元的房产开发储备用地用于借款抵押。公司存货的变现受土地市场行情、政府规划、房地产政策等影响较大。

截至 2022 年底，公司其他流动资产较上年底下降 11.66%至 27.68 亿元，主要由一年内到期的定期存款（18.14 亿元，其中 17.89 亿元

用于质押）和增值税进项税额（7.79 亿元）构成。

公司投资性房地产全部为房屋建筑物，2022 年底较上年底增长 59.57%，主要系启元广场、柳州东盟汽车贸易中心、石冲小区（二期）等用于对外出租的不动产竣工后由“在建工程”和“固定资产”科目转入所致。公司投资性房地产中尚未完成权证办理部分价值 78.69 亿元，用于抵押的部分价值 112.61 亿元。公司投资性房地产主要用于对外出租，从目前租赁收入水平看，整体投资回报周期较长。

公司固定资产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。截至 2022 年底，公司固定资产较上年底下降 38.58%，固定资产账面原值 46.47 亿元，累计计提折旧 7.14 亿元，主要由房屋、建筑物（净值 31.71 亿元）和机器设备（净值 6.43 亿元）构成，其中未完成权证办理部分价值 21.49 亿元、用于抵押的部分价值 9.12 亿元。

公司在建工程由公司自建自营类项目成本构成。截至 2022 年底，公司在建工程较上年底下降 21.97%，主要由柳州文化旅游科技体验园、官塘启动区、职教园（二期）等项目成本构成。公司未对在建工程计提跌价准备。

截至 2022 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 63.20%，主要系一年以上到期的定期存款和公司柳州阳和开发投资有限公司借款减少，以及政府部门置换的土地资产转入“存货”科目所致。截至 2022 年底，公司其他非流动资产主要由一年以上到期的定期存款（5.28 亿元，全部用于质押）、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”）通过华夏银行股份有限公司对文兴悦公司提供的委托贷款（29.55 亿元）和预付土地出让金及税费（7.58 亿元）构成。龙盈基金规模 30.00 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 27.00 亿元，公司作为劣后合伙人认缴出资 3.00 亿元，并以固定收益承诺回购优

先级份额。

截至 2022 年底,公司受限资产合计 248.43 亿元,受限比率 18.63%,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. 负债及所有者权益

2022 年底,公司所有者权益较上年底有所增长,以资本公积为主,稳定性较好;公司有息债务规模有所下降,以长期债务为主,债务负担较重,2023 年公司有息债务集中偿付压力大,且到期债券占比大,公司刚性兑付压力大。

所有者权益

截至 2022 年底,公司所有者权益 478.70 亿元,较上年底增长 13.77%,主要系柳州市财政局注入资金所致。其中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.18%、79.65%、5.93%和 8.78%,权益结构稳定性较好。

截至 2022 年底,公司实收资本较上年底未发生变化;公司资本公积较上年底增长 14.47%至 381.29 亿元,主要系柳州市财政局向公司注入资金 48.76 亿元所致;公司资本公积主要由政府历年来注入的土地等资产及债务置换资金构成;公司未分配利润较上年底变化不大。

负债

截至 2022 年底,公司负债总额较上年底下降 9.99%,负债结构相对均衡。

表 10 公司主要负债构成情况

科目	2021 年底		2022 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	412.75	43.46	372.13	43.53
短期借款	28.95	3.05	17.89	2.09
其他应付款	117.86	12.41	86.87	10.16
一年内到期的非流动负债	190.43	20.05	203.91	23.85
其他流动负债	24.33	2.56	3.17	0.37
非流动负债	536.95	56.54	482.70	56.47
长期借款	225.09	23.70	232.73	27.23

应付债券	179.79	18.93	61.67	7.21
长期应付款	119.54	12.59	171.66	20.08
负债总额	949.69	100.00	854.83	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底,公司短期借款较上年底下降 38.20%,主要由质押借款(5.66 亿元)、保证借款(8.63 亿元)和信用借款(2.40 亿元)构成,年利率区间为 1.50%~7.62%。

截至 2022 年底,公司其他应付款(合计)较上年底下降 26.29%,主要系往来款减少所致,其中,其他应付款(86.87 亿元)主要由应付广西柳州市投资控股集团有限公司(18.49 亿元)、广西柳州市文化旅游投资发展集团有限公司(13.47 亿元)、柳州市龙溪水利水电建设投资有限公司(8.10 亿元)等公司的有息拆借款、往来款等构成,其中有息拆借款到期期限均在 1 年以上,本报告将其纳入长期债务计算。

截至 2022 年底,公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 7.08%,其中,一年内到期的长期借款 46.54 亿元、一年内到期的应付债券 139.68 亿元、一年内到期的长期应付款 9.43 亿元。

截至 2022 年底,公司其他流动负债较上年底下降 86.98%,主要由公司发行的短期融资券(3.08 亿元,考虑计提利息和溢折价摊销)构成。

截至 2022 年底,公司长期借款较上年底增长 3.39%,其中,质押借款 114.88 亿元、抵押借款 80.36 亿元、保证借款 71.87 亿元、信用借款 12.16 亿元(均含一年内到期部分),质押物主要为公司的定期存款、持有的柳州银行股份有限公司股权等,抵押物主要为公司持有的土地使用权。公司长期借款期限主要分布在 5~20 年,年利率区间为 3.30%~9.95%。

截至 2022 年底,公司应付债券较上年底下降 65.70%,主要系部分将于一年内到期的债券转入流动负债所致。截至报告出具日,公司存续债券情况如下表所示。

表 11 截至报告出具日公司存续债券概况

(单位: 亿元、%)

证券简称	票面利率	到期日期	下一回售日	债券余额
20 柳州东投 MTN003	6.80	2023/11/03	--	5.00
20 柳州东投 PPN002	6.98	2023/12/09	--	8.00
21 柳州东投 PPN001	7.95	2024/01/28	2023/01/28	6.30
21 柳州东投 MTN001	7.50	2024/06/24	--	10.00
19 柳州东城债	6.50	2024/07/24	--	7.50
21 柳州东投 PPN002	7.00	2024/10/21	2023/10/23	4.00
19 柳城 01	7.50	2024/12/17	2022/12/19	9.95
20 柳城 01	7.50	2025/01/17	2023/01/17	0.70
22 柳城 01	7.80	2025/04/21	--	15.00
20 柳州东投 MTN001	7.00	2025/06/09	2023/06/09	2.00
20 柳州东投 PPN001	7.00	2025/09/14	2023/09/14	6.00
柳州东城 7.5% N20250922	7.50	2025/09/22	--	3.81
22 柳城 02	7.50	2025/12/14	--	3.40
20 柳州东投 MTN002	7.00	2025/12/16	2023/12/18	10.00
20 柳州东城债 01	7.20	2025/12/28	2023/12/28	6.00
21 柳城 01	7.20	2026/01/27	2024/01/27	3.00
21 柳州东城债 01	7.90	2026/03/10	2024/03/10	5.00
23 柳城 01	7.50	2026/03/14	--	12.75
21 柳城 02	7.80	2026/03/25	2025/03/25	15.00
21 柳城 03	7.60	2026/06/09	2025/06/09	4.10
21 柳城 04	7.00	2026/07/23	2023/07/24	1.50
21 柳城 05	7.00	2026/09/07	2023/09/07	3.50
21 柳州东投 PPN003	7.00	2026/11/01	2023/11/01	2.00
21 柳州东投 PPN004	7.50	2026/12/17	2024/12/17	8.40
合 计				152.91

注: 柳州东城 7.5% N20250922 发行规模为 0.53 亿美元, 按 2023 年 6 月 21 日美元兑人民币汇率收盘价 7.1883 计算折合人民币 3.81 亿元

资料来源: 联合资信根据 Wind 资讯整理

截至 2022 年底, 公司长期应付款较上年底增长 43.60%, 主要系柳州市财政局拨付的政府专项债券资金增长所致; 公司长期应付款主要由政府专项债券资金 (33.05 亿元)、代建工程项目拨款 (7.43 亿元) 和通过融资租赁、资管计划、信托计划等形式的非标融资款 (117.09 亿元) 构成, 非标融资款期限主要分布在 1~5 年, 利率区间为 1.50%~10.50%, 其中有息部

分纳入长期债务计算。

表 12 公司债务负担情况 (单位: 亿元、%)

项目	2021 年底	2022 年底
短期债务	254.34	231.91
长期债务	543.00	449.56
全部债务	797.35	681.47
资产负债率	69.30	64.10
全部债务资本化比率	65.46	58.74
长期债务资本化比率	56.34	48.43

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

有息债务方面, 截至 2022 年底, 公司全部债务较上年底下降 14.53%。其中, 短期债务占 34.03%、长期债务占 65.97%。债务指标方面, 截至 2022 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均较 2021 年底有所下降, 但公司债务负担仍较重。融资渠道方面, 公司银行借款、债券融资、非标融资分别占全部债务的 43.70%、30.88%和 18.81%, 剩余部分为柳州市其他国资主体有息拆借资金 (占 5.59%) 和票据融资 (1.03%)。

期限结构方面, 以 2022 年底公司有息债务为基础, 2023—2025 年, 公司需偿还的有息债务分别为 231.91 亿元、114.80 亿元和 77.70 亿元, 2023 年公司有息债务集中偿付压力大。截至报告出具日, 公司未来一年到期债券规模 29.30 亿元, 可选择回售债券规模 92.10 亿元, 若投资人全部选择回售, 公司刚性兑付压力大。

4. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业总收入有所下降, 实际费用控制能力较弱, 利润实现对非经常性损益较为依赖。

2022 年, 公司营业总收入和营业成本同比分别下降 16.30%和 18.13%; 营业利润率同比有所上升。

2022 年, 公司费用总额同比下降 16.48%, 主要系费用化利息支出规模下降所致。公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2022 年, 公司期间费用占营业总收入的 15.03%, 考虑到公司大部分利息支出进行资本化处理, 公司实

际费用控制能力较弱。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年
营业总收入	49.16	41.15
期间费用	7.40	6.18
其中：管理费用	3.70	3.42
财务费用	2.83	1.98
其他收益	0.84	0.64
投资收益	1.33	0.58
利润总额	2.67	2.52
营业利润率	19.47	20.33
总资产收益率	0.37	0.32
净资产收益率	0.41	0.36

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非经常性损益方面，2022 年，公司其他收益主要为柳东新区管委会拨付的日常经营补助；投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益。2022 年，公司利润总额同比下降 5.58%，其他收益和投资收益合计相当于利润总额的 48.29%，公司利润实现对非经常性损益较为依赖。

盈利指标方面，2022 年，公司总资产收益率及净资产收益率同比均有所下降。

5. 现金流分析

2022 年，公司经营活动现金小幅净流入，得益于柳东新区管委会对以往年度土地一级开发业务集中回款，公司现金收入比大幅上升，公司对外投资及自建项目投入规模出现收缩，随着债务集中到期，公司存在较大筹资压力。

经营活动方面，2022 年，得益于土地业务回款和往来款收现规模增加影响，公司经营活动现金流入量同比增长 24.67%。同期，受往来款付现规模增加影响，公司经营活动现金流出量同比增长 25.37%，主要为支付土地开发及房地产等业务款项及往来款付现。2022 年，公司经营活动现金继续小幅净流入。同期，得益于柳东新区管委会对以往年度土地一级开发业务集中回款，公司现金收入比大幅上升。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2021 年
经营活动现金流入小计	134.56	167.76
经营活动现金流出小计	132.32	165.89
经营活动现金流量净额	2.24	1.87
投资活动现金流入小计	30.24	33.12
投资活动现金流出小计	55.01	21.45
投资活动现金流量净额	-24.77	11.67
筹资活动现金流入小计	298.70	274.17
筹资活动现金流出小计	303.44	296.39
筹资活动现金流量净额	-4.74	-22.21
现金收入比	107.13	179.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2022 年，公司投资活动现金流入量同比增长 9.54%，主要为收回的定期存款和委托贷款。同期，公司投资活动现金流出量同比下降 61.00%，主要为自营类项目投入及存入的定期存款，对外投资及自建项目投入规模出现收缩。2022 年，公司投资活动现金由净流出转为净流入。

筹资活动方面，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 8.21%，主要来自财政注入资金、银行借款、债券和非标产品融资。同期，公司筹资活动现金流出量同比下降 2.33%，主要用于偿还债务本息、支付定期存单质押及融资租赁保证金和手续费等。2022 年，公司筹资活动现金净流出规模有所扩大。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债指标表现弱，短期偿债压力大，存在一定的或有负债风险。

短期偿债能力方面，截至 2022 年底，公司流动比率较上年底有所提升，速动比率和现金短期债务比较上年底有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度低。整体看，公司短期偿债能力指标表现弱。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标		
流动比率	217.25	247.56
速动比率	34.57	26.20

现金短期债务比	0.31	0.15
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	0.19	0.19
全部债务/EBITDA	89.35	80.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

长期偿债能力方面，2022 年，公司 EBITDA 对全部债务本息的保障能力仍弱。整体看，公司长期偿债能力指标表现弱。

截至 2022 年底，公司共获得银行授信额度 626.73 亿元，已使用额度为 494.57 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2022 年底，公司非经营性的对外担保金额 68.30 亿元，担保比率为 14.27%。被担保对象中柳州城投、柳州市投资控股有限公司、柳州阳和开发投资有限公司、文兴悦公司和柳州市金投资产经营管理有限公司由柳州市国资委或柳州市财政局实际控制；上实融资租赁有限公司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%）；柳州国轩电池有限公司由公司和合肥国轩高科动力能源有限公司（国轩高科股份有限公司全资子公司）合资成立，公司持股比例为 33.33%。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2022 年底公司对外担保情况
(单位：亿元)

被担保主体	担保余额
柳州文兴悦实业有限公司	300000.00
柳州市城市投资建设发展有限公司	176374.52
广西柳州市投资控股集团有限公司	31700.00
上实融资租赁有限公司	67000.00
柳州国轩电池有限公司	65927.52
柳州阳和开发投资有限公司	30000.00
柳州市金投资产经营管理有限公司	12000.00
合计	683002.03

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

7. 公司本部财务分析

公司资产主要来自于公司本部，公司本部所有者权益稳定性较好，债务负担一般，但短

期偿债指标表现很弱。

截至2022年底，公司本部资产总额1171.41亿元，较上年底下降4.43%。其中，流动资产占64.59%、非流动资产占35.41%。

截至2022年底，公司本部所有者权益为472.63亿元，较上年底增长12.26%。其中，实收资本占4.23%、资本公积占80.40%，权益稳定性较好。

截至2022年底，公司本部负债总额698.77亿元，较上年底下降13.17%。其中，流动负债占52.55%、非流动负债占47.45%。截至2022年底，公司本部全部债务516.96亿元，其中，短期债务占39.20%、长期债务占60.80%；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.65%和52.24%，公司本部债务负担一般；现金短期债务比为0.01倍，短期偿债指标表现很弱。

2022年，公司本部营业总收入为24.39亿元，利润总额为1.69亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为20.92亿元，投资活动现金流净额为15.49亿元，筹资活动现金流净额为-46.43亿元。

十一、 外部支持

跟踪期内，公司继续得到政府的资金注入和财政补助支持。

2022年，公司收到柳州市财政局拨付的资金45.76亿元，计入“资本公积”科目。

2022年，公司获得财政补助1.05亿元，计入“递延收益”和“其他收益”科目。

十二、 结论

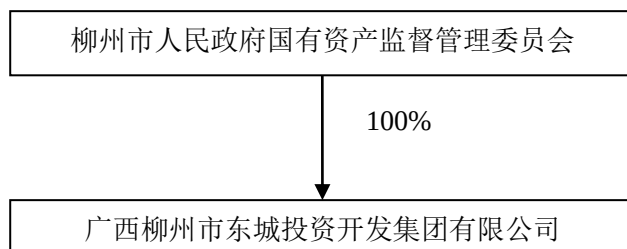
跟踪期内，公司仍是柳州市重要的城市基础设施建设主体，业务开展在柳东新区具有区域专营优势，并继续获得政府在资金注入和财政补贴等方面的支持。但公司存在资本支出压力，资产变现受土地市场行情、政府回款效率等影响较大，债务负担较重，短期偿付压力大，

到期及可回售债券规模大、刚性兑付压力大等因素给公司信用水平带来不利影响。

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，

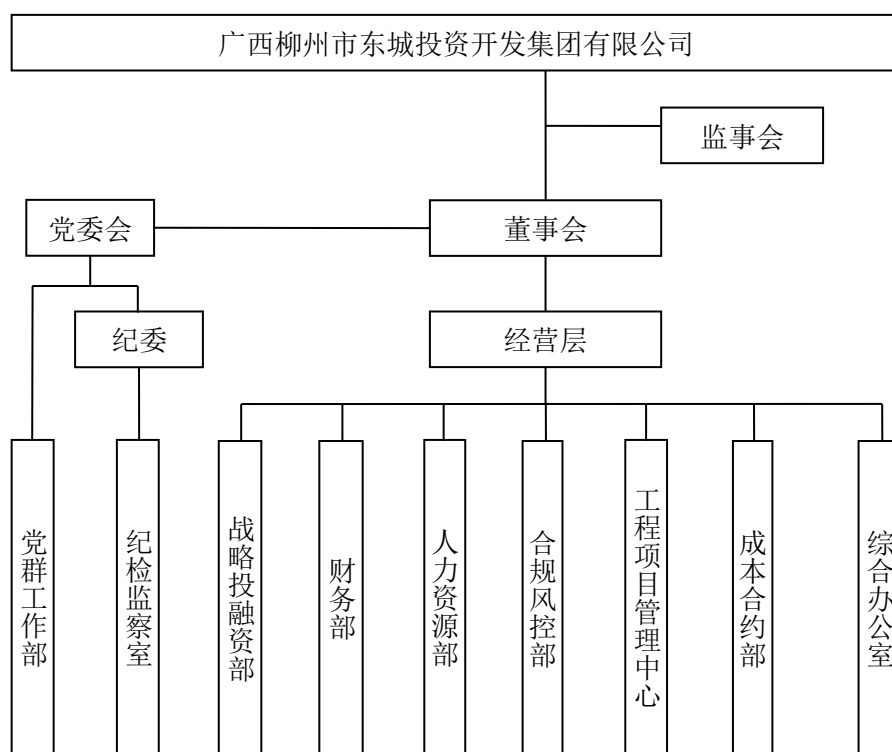
“19 柳州东城债/PR19 柳东”“20 柳州东城债 01/20 柳东债”和“21 柳州东城债 01/21 柳东债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	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	3000.00	100.00	--	股权划拨
柳州东城安居置业开发有限公司	保障性住宅建设与配置	101000.00	84.95	--	投资设立
柳州东城置地发展有限公司	经营性房地产开发项目	161333.00	61.98	10.14	投资设立
柳州市东城小额贷款有限公司	投资贷款	20000.00	95.00	--	投资设立
柳州东城中小企业融资性担保有限公司	融资担保服务	20000.00	90.00	--	投资设立
柳州东城文化旅游管理有限公司	酒店投资经营管理	15000.00	90.00	10.00	投资设立
柳州旭朗投资发展有限公司	港口、码头的客货运服务、物流服务	263900.00	75.79	--	投资设立
柳州柳东安泰物业服务有限公司	物业管理服务	1000.00	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	8000.00	100.00	--	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	10000.00	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	100000.00	100.00	--	投资设立
柳州柳东引导基金有限公司	引导基金投资、参与设立股权投资基金	400000.00	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	10000.00	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	500.00	60.00	--	投资设立
柳州工学院	开展高等学历教育和进行相关科学研究	360.00	100.00	--	股权划拨
广西柳州汽车质检发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)	以私募基金从事股权投资等活动	50000.00	55.00	15.00	投资设立
广西柳州市昇东产业投资合伙企业(有限合伙)	以自有资金从事投资活动	750010.00	100.00	--	投资设立
柳州汽车检测有限公司	汽车及零部件检验服务	2219.05	56.33	30.57	股权划拨
柳州文悦会展服务有限公司	会议及展览服务	50.00	100.00	--	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, 公司作为劣后级合伙人出资 3 亿元, 认缴份额 26.67%, 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%; 龙盈基金规模 30 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, 公司对龙盈基金的合并报表持股比例为 100%; 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, 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%; 柳州市柳东新区保障房信托受益权资产支持专项计划(二期)规模 5.48 亿元, 公司作为唯一劣后级认购 0.28 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(二期)的合并报表持股比例为 100%

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	128.08	78.27	34.41
资产总额（亿元）	1305.32	1370.45	1333.53
所有者权益（亿元）	428.05	420.76	478.70
短期债务（亿元）	141.61	254.34	231.91
长期债务（亿元）	621.56	543.00	449.56
全部债务（亿元）	763.18	797.35	681.47
营业总收入（亿元）	56.45	49.16	41.15
利润总额（亿元）	5.98	2.67	2.52
EBITDA（亿元）	13.67	8.92	8.64
经营性净现金流（亿元）	-13.72	2.24	1.87
财务指标			
现金收入比（%）	55.10	102.31	179.54
营业利润率（%）	21.70	19.47	20.33
总资本收益率（%）	0.79	0.37	0.32
净资产收益率（%）	0.99	0.41	0.36
长期债务资本化比率（%）	59.22	56.34	48.43
全部债务资本化比率（%）	64.07	65.46	58.74
资产负债率（%）	67.21	69.30	64.10
流动比率（%）	356.03	217.25	247.56
速动比率（%）	67.85	34.57	26.20
经营现金流动负债比（%）	-5.59	0.54	0.50
现金短期债务比（倍）	0.90	0.31	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.19	0.19
全部债务/EBITDA（倍）	55.81	89.35	78.88

注：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；其他流动负债中有息部分计入短期债务核算；其他应付款和长期应付款中有息部分计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	40.23	12.84	2.81
资产总额（亿元）	1188.69	1225.74	1171.41
所有者权益（亿元）	426.85	421.01	472.63
短期债务（亿元）	136.96	235.53	202.65
长期债务（亿元）	486.22	411.48	334.68
全部债务（亿元）	623.18	647.01	537.33
营业总收入（亿元）	39.11	28.16	24.39
利润总额（亿元）	6.38	3.07	1.69
EBITDA（亿元）	14.38	7.94	3.97
经营性净现金流（亿元）	-23.78	33.13	20.92
财务指标			
现金收入比（%）	49.96	127.32	250.65
营业利润率（%）	22.52	22.64	18.66
总资本收益率（%）	0.91	0.49	0.29
净资产收益率（%）	1.15	0.59	0.29
长期债务资本化比率（%）	53.25	49.43	41.46
全部债务资本化比率（%）	59.35	60.58	53.20
资产负债率（%）	64.09	65.65	59.65
流动比率（%）	297.78	193.21	206.01
速动比率（%）	60.24	26.37	25.88
经营现金流动负债比（%）	-8.90	8.24	5.70
现金短期债务比（倍）	0.29	0.05	0.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.18	0.09
全部债务/EBITDA（倍）	43.34	81.53	135.32

注：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；其他流动负债中有息部分计入短期债务核算；其他应付款和长期应付款中有息部分计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持