

# 信用等级公告

联合（2020）635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 2020 年公司债券（第一期）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<sup>+</sup>，2020 年广西柳州市东城投资开发集团有限公司公司债券（第一期）的信用等级为 AA<sup>+</sup>，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



# 2020年广西柳州市东城投资开发集团有限公司

## 公司债券（第一期）信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期债券发行规模：11亿元，其中基础发行规模6亿元，弹性配售规模5亿元

本期债券期限：5年，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

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司存量债务本息

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 <sup>+</sup>	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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主体之一，负责柳州市柳东新区的基础设施建设和开发，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资产流动性较弱、债务规模较大、短期偿付压力大、对外担保存在或有负债风险等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。

公司的经营活动现金流入量对公司拟发行的2020年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的保障能力强。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. 柳州市是中国西部地区重要的工业基地，近年来经济持续发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2019年，柳州市实现地区生产总值3128.35亿元，完成一般公共预算收入221.45亿元，同比分别增长2.4%和14.3%。
2. 公司是柳州市重要的城市基础设施建设主体，主要负责柳东新区的开发建设，业务区域竞争力强。近年来，公司在资产注入、财政补助、债务置换等方面获得了政府的大力支持。
3. 近年来，公司资产和权益规模持续增长，资本实力不断增强。

### 关注

1. 公司自营性项目投资规模较大，存在较大资本支出压力，且未来收益实现存在不确定性。
2. 公司资产以存货为主，存货主要是土地资产和项目建

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

设成本，且部分资产受限，公司的资产流动性较弱。

3. 公司有息债务规模增长较快，存在短期偿付压力。
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，该公司2019年财务状况差，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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA <sup>+</sup>	稳定	2019.6.28	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年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup>	稳定	2018.6.8	杨明奇、张建飞、王存	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	--
AA	稳定	2016.11.14	车驰、刘博	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	--

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

# 2020年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券（第一期）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”）前身为柳州东成高科技投资发展有限公司，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”）和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”）共同出资于2004年9月成立，初始注册资本3000万元，其中柳州高新区管委会持股96.67%，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%股权。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），公司名称变更为现名，注册资本增至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2019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%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：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。

## 二、本期债券概况

国家发展和改革委员会于2020年9月下发改文件（发改企业债券〔2020〕272号）同意公司发行公司债券11亿元。本期计划在批复额度内发行“2020年广西柳州市东城投资开发集团有限公司公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）11亿元，其中基础发行规模6亿元，弹性配售规模5亿元，期限为5年，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。本期债券按年付息，到期一次性还本，募集资金全部用于偿还公司存量债务本息。

## 三、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 1 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	83.2	91.9	99.1	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	-0.8
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	-3.9
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年一季度的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。

## 四、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2 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/会议名称	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	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

资料来源：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。2021 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

近年来，柳州市经济稳步发展，财政实力不断增强，但债务负担较重。公司业务所在的柳东新区成立以来发展迅速，公司面临良好的外部发展环境。

### 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，拥有柳钢、柳工等全国 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，其中汽车产业是柳州市的支柱产业，2019 年，柳州市汽车产量达 185 万辆，产值突破 2000 亿元，拥有一汽柳特、东风柳汽、上汽通用五菱、宝骏汽车四大生产基地。近年来，柳州市汽车年产量峰值突破 250 万辆，占全国的十分之一。

根据 2017—2019 年《柳州市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，柳州市分别实现地区生产总值 2755.64 亿元、3053.65 亿元和 3128.35 亿元，按可比价格计算，较上年分别增长 7.1%、6.4% 和 2.4%，增速持续放缓。2019 年地区生产总值中，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由 2017 年的 6.9：53.9：39.2 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%，其中，汽车工业增加值下降 7.8%，冶金工业增长 23.9%，机械工业下降 12.6%，电子及通信设备制造业增长 15.3%，医药制造业增长 11.0%；2019 年，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《柳州市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2017—2019 年，柳州市全市财政收入分别为 403.8 亿元、436.2 亿元和 436.3 亿元。其中，地方一般公共预算收入分别为 179.8 亿元、193.78 亿元和 221.45 亿元；2019 年，受减税降费政策影响，柳州市税收收入完成 124.43 亿元，较上年下降 8.9%；非税收入完成 97.01 亿元，较上年增长 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比重为 56.2%。税收收入中增值税 42.84 亿元，较上年增长 0.6%；企业所得税 14.69 亿元，较上年下降 23.6%；个人所得税 2.76 亿元，较上年下降 46.1%。

2019 年，柳州市完成政府性基金收入 197.13 亿元，较上年增长 25.4%；上级补助收入 3.04 亿元。截至 2019 年底，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。

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。

## 五、基础素质分析

**公司实际控制人是柳州市国资委，承担柳州市柳东新区的城市基础设施建设和土地一级开发任务，业务具有区域垄断优势，并持续获得柳州市政府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有力支持。**

### 1. 股权状况

柳州市国资委持有公司100.00%股权，是公司实际控制人。

### 2. 企业规模与竞争力

公司主要职能为承担柳州市柳东新区的城市基础设施建设、运营以及土地一级开发业务，业务开展在区域内具有垄断性。除公司外，柳州市另有8家重要市属国有独资企业，各公司职能定位详见表3。

表3 柳州市其他平台公司情况（单位：亿元）

名称	注册资本	职能定位
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	20.00	柳州市（除柳东新区、北部生态新区外）城市基础设施项目和公益事业项目的建设、投资和运营管理
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司	10.00	轨道交通项目的投资、建设、运营管理
广西柳州市金融投资发展集团有限公司	20.00	金融投资、资本运作与资产管理
广西柳州市产业投资发展集团有限公司	10.00	产业项目投资、建设、经营及管理
广西柳州市文化旅游投资发展集团公司	5.00	文化产业、旅游产业开发、投资与管理

广西柳州市水务投资集团有限公司	10.00	自来水制造、输配和销售；自来水、污水、固废等市政公用基础设施项目的投资、建设与运营管理
广西柳州市农业基础设施投资建设集团有限公司	5.00	扶贫移民、农村基础设施建设、农村生态建设、农业项目投资
广西柳州北城投资发展集团有限公司	20.00	北部生态新区基础设施投资建设、土地开发整理

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，公司在职能定位及区域划分上与其他平台公司区分明确，不存在区域内同业竞争关系。

### 3. 人员素质

截至2019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，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2019年底，公司本部共有员工88人。从年龄结构来看，30岁及以下占35.23%，30至50岁占59.09%，50岁及以上占5.68%。从学历结构来看，本科及以上学历占93.18%，大专学历占6.82%。

总体看，公司高级管理人员相关管理经验丰富，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

#### 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; 柳州市国资委以评估价值为42.25亿元的国有建设用地作价出资, 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

2017—2019年, 柳州市政府和柳东新区管委会向公司拨付财政日常经营补助分别为0.57亿元、3.16亿元、1.69亿元, 计入“其他收益”和“递延收益”。

#### 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》, 柳州市财政局、公司和相关贷款机构签订了《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》, 三方同意通过使用2015年度广西政府置换债券对公司所欠贷款机构的贷款本金进行置换, 债权债务关系解除后, 形成公司对柳州市财政局应付债务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”。

#### 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利

类信贷信息记录。已结清的信贷记录中存在28笔欠息记录, 根据公司提供的说明, 上述欠息记录中有27笔系银行系统原因所致, 1笔系公司扣息账户有效期到期日恰逢周日导致系统未能正常自动扣息, 并非公司故意造成, 该笔欠息已于2014年9月23日结清。

## 六、管理分析

**公司法人治理结构规范, 部门设置较为合理, 管理制度基本齐全。**

### 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。公司依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律制定了公司章程, 并设立了董事会、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, 行使制定公司发展战略、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、党群工作部和纪检监察部等9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，财务部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。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要负责柳东新区的城市基础设施建设和土地一级开发，收入主要来自城市建设及置业投资业务，近年来，公司营业收入持续快速增长，毛利率有所波动。

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；2017—2019年，公司分别实现营业总收入35.79亿元、67.91亿元和70.74亿元，年均复合增长40.58%，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，2017—2019年，城市建设业务收入分别占营业总收入的84.18%、70.21%和65.13%，是公司最主要的收入来源；此外，置业投资收入在营业总收入中的比重持续上升，分别为0.17%、18.29%和21.53%。

毛利率方面，受城市建设业务毛利率下降影响，公司业务毛利率整体波动下降，2017—2019年分别为49.84%、20.08%和21.91%。

表4 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2017年			2018年			2019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	301302.23	84.18	51.92	476772.72	70.21	20.44	460729.81	65.13	20.49
城市运营	24243.89	6.77	68.04	32689.67	4.81	56.63	40633.81	5.74	31.41
市政公用事业	15432.13	4.31	15.69	22329.01	3.29	17.44	28087.61	3.97	18.60
置业投资发展	593.89	0.17	31.89	124184.41	18.29	8.32	152297.04	21.53	22.10
产业投资	16364.34	4.57	17.42	23125.56	3.41	26.87	25676.08	3.63	34.86
合计	357936.48	100.00	49.84	679101.37	100.01	20.08	707424.35	100.00	21.91

注：1. 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；2. 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包括土地一级开发和城市基础设施建设。公司负责在柳东新区

进行土地一级开发整理，收入规模持续增长，回款情况受出让进度和政府拨款进度等影响大。随着 BT 模式逐渐结束，未来城市基础设施建设项目将主要采取代建、自建自营及 PPP 模式进行建设，项目未来资本支出压力较大；自建自营类项目经营收益实现存在不确定性，对公司资产质量或将造成一定影响。

#### 土地一级开发

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	2017 年	2018 年	2019 年
实际开发面积	14609.00	10627.90	11698.00
当年出让面积	1701.13	4881.68	2804.54
其中：工业用地	648.14	2955.19	1806.44
商住用地	983.06	1671.80	937.35
科教等其他用地	69.93	254.69	60.75
确认的土地收入	30.00	47.43	46.02
当年实际收到的回款	16.90	32.21	28.87

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司合计出让土地面积 9387.35 亩，公司分别确认土地收入 30.00 亿元、47.43 亿元和 46.02 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，土地收入规模有所波动；当年公司分别收到回款 16.90 亿元、32.21 亿元和 28.87 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

公司负责柳东新区范围内的基础设施建设，业务模式包括 BT、代建、自建自营等；同时公司作为政府出资方参与柳东新区 PPP 项目建设。

##### ① BT 模式

《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463 号，以下简称“463 号文”）发布前，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。根据国发办〔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购收入 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 年分别获得债务置换 62.14 亿元、36.91 亿元和 11.48 亿元。截至 2019 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。

“463 号文”发布后，公司承做的基础设施建设项目均未签订回购协议，公司采用代建

模式、自建自营模式和PPP模式开展基础设施建设业务。

### ② 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。

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
<b>在建项目</b>		
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
<b>小计</b>	<b>44.41</b>	<b>31.80</b>
<b>拟建项目</b>		
高阳收费站	3.35	--
柳州市司法警察训练基地迁建项目	1.40	--
<b>小计</b>	<b>4.75</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>49.16</b>	<b>31.80</b>

资料来源：公司提供

### ③ 自建自营模式

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
<b>在建项目</b>		
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
坪龙防洪排滞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
<b>小计</b>	<b>197.53</b>	<b>99.93</b>
<b>拟建项目</b>		
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	--
<b>小计</b>	<b>8.14</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>205.67</b>	<b>99.93</b>

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，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、%）

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
<b>合计</b>	<b>50.06</b>			--		<b>3.70</b>	--

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

2017—2019 年，受公司土地整理收入波动影响，公司城市建设业务收入整体波动上升，分别为 30.12 亿元、47.68 亿元和 46.07 亿元；受土地出让面积、均价、出让地块性质等因素影响，同期业务毛利率波动下降，2019 年为 20.49%。

## （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。近年来，公司租赁和文旅经营业务收入持续增长。**

### 租赁业务

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，随着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 1.59 亿元、1.91 亿元和 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。但同时，公司用于出租的资产投入规模较大，回收周期较长。

### 文旅经营业务

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，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，截至 2019 年底，柳州卡乐星球主题乐园已累积吸引客流超过 130 万人次；2017—2019 年，卡乐星球公司分别实现营业收入 1909.67 万元、5645.2 万元和 7183.88 万元。

2017—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快速增长，分别为 2.42 亿元、3.27 亿元和 4.06 亿元，

年均复合增长 29.46%；同期毛利率分别为 68.04%、56.63%和 31.41%，受游乐场经营成本提升，收入不及预期影响，毛利率水平持续下降。

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。近年来，公司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。2017—2019年，东城燃气分别实现燃气业务收入0.74亿元、1.05亿元和1.28亿元，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、柳州东城融祥石油有限公司负责。截至2019年底，公司有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。2017—2019年，公司分别实现加油站业务收入0.81亿元、1.19亿元和1.53亿元。

2017—2019年，公司市政公用事业收入稳步增长，分别为 1.54 亿元、2.23 亿元和 2.81

亿元，年均复合增长 34.91%；同期毛利率分别为 15.69%、17.44%和 18.60%，毛利率水平持续提升。

### （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，近年来收入持续增长。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相关政策影响。**

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，参考拆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，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。

2017—2019年，公司置业投资发展业务板块分别实现收入 0.06 亿元、12.42 亿元和 15.23 亿元，其中房产销售收入分别为 0 亿元、12.36 亿元和 15.15 亿元；2018 年和 2019 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 31.89%、8.32%和 22.10%，受当年结转收入的房产性质不同影响，板块毛利率波动幅度较大。

表 9 2019 年底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
总计	--	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	--	--
<b>合计</b>		<b>89.78</b>	<b>59.76</b>	<b>142.08</b>	<b>49.22</b>	<b>25.75</b>

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<sup>2</sup>·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
<b>合计</b>	<b>2887</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

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。2017—2019年, 公司产业投资业务收入分别 1.64 亿元、2.31 亿元和 2.57 亿元; 其中小贷及委托贷款收入分别为 1.54 亿元、2.20 亿元和 2.40 亿元; 担保业务收入分别为 0.09 亿元、0.11 亿

元和 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。

“十三五”期间公司将实施“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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年度财务报表进行了审计，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018—2019 年度财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2019 年底，公司拥有纳入合并范围的子公司 21 家（附件 1—3）；2018 年，公司合并范围内新增子公司 6 家，系投资设立；2019

年，公司合并范围内新增 1 家特殊化结构主体。近年来，公司合并范围新增的子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响小。此外，依据最新会计准则和财政部要求，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。本报告财务分析中 2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数据。

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，公司实现营业收入 70.74 亿元，利润总额 9.39 亿元。

### 2. 资产质量

近年来，公司资产规模不断增长，构成以流动资产为主；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；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，公司资产的流动性较弱，整体质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 5.96%；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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>760.51</b>	<b>75.27</b>	<b>747.93</b>	<b>70.23</b>	<b>784.24</b>	<b>69.13</b>
货币资金	108.75	10.76	37.61	3.53	21.69	1.91
应收账款	14.49	1.43	32.15	3.02	31.21	2.75
存货	548.41	54.28	610.44	57.32	654.10	57.66
委托贷款	33.09	3.28	31.99	3.00	30.79	2.71
<b>非流动资产</b>	<b>249.86</b>	<b>24.73</b>	<b>317.10</b>	<b>29.77</b>	<b>350.25</b>	<b>30.87</b>
投资性房地产	47.03	4.66	101.94	9.57	116.32	10.25
在建工程	144.10	14.26	62.78	5.89	81.88	4.98
其他非流动资产	14.22	1.41	65.93	6.19	56.47	7.22
<b>资产总额</b>	<b>1010.37</b>	<b>100.00</b>	<b>1065.03</b>	<b>100.00</b>	<b>1134.50</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### 流动资产

2017—2019年，公司流动资产波动增长，年均复合增长1.55%，主要来自应收账款和存货的增长。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（83.40%）、委托贷款（3.93%）和其他流动资产（占5.20%）构成。

2017—2019年，公司货币资金快速下降，年均复合下降55.34%。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。

2017—2019年，公司应收账款波动增长，年均复合增长46.77%。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。

2017—2019年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降70.78%。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。

2017—2019年，公司存货规模持续扩大，年均复合增长9.21%。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。

2017—2019年，公司委托贷款规模持续下降，年均复合下降3.54%。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。考虑东泰建筑的企业性质及财务状况，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。

2017—2019年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长70.74%。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

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 18.40%。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。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 23.29%。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<sup>1</sup> 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。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 40.26%。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。

2017—2019 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 57.26%。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。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 44.38%，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。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%）和游艺专用设备（34.31%）构成，其中未完成权证办理部分价值 10.78 亿元。

2017—2019 年，公司在建工程持续下降，年均复合下降 37.40%。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。

2017—2019 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 195.07%。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。

2017—2019 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 140.00%。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 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，

<sup>1</sup> 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。

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. 负债及所有者权益

**近年来，公司所有者权益不断增长，构成以资本公积为主，所有者权益稳定性较好；公司有息债务呈增长趋势，以长期债务为主，整体债务负担较重。**

#### 所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.78%，主要来自其他综合收益的增加。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。

2017—2019 年，公司实收资本保持稳定，均为 8.18 亿元。同期，公司资本公积变化不大，2019 年底，公司资本公积 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。

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—2019 年，公司其他权益工具均为 9.91 亿元。

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”。2019 年底，公司其他综合收益 17.77 亿元。

#### 负债

2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 6.73%。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。

2017—2019 年，公司流动负债稳步增长，年均复合增长 11.96%。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。

2017—2019 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 56.98%。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。

2017—2019 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 12.20%。2018 年底，公司其他应付款较 2017 年底增长 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；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；公司其余其他应付款主要为往来款。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动。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。

2017—2019 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 4.84%。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。

2017—2019 年，公司长期借款稳步增长，年均复合增长 3.04%。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。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 15.67%。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。

2017—2019 年，公司长期应付款有所波动。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，2017—2019 年，公司全部债务有所波动。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 21.20%，长期债务占 78.80%。

表 13 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	103.31	89.29	129.02
长期债务	441.12	450.42	479.57
全部债务	544.43	539.70	608.59
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

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，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，则公司实际债务负担高于上述债务指标值。

#### 4. 盈利能力

**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。**

2017—2019 年，公司营业总收入大幅增长，年均复合增长 40.58%，2019 年为 70.74 亿元；营业收入年均复合增长 41.28%，2019 年为 68.17 亿元。同期，公司营业成本大幅增长，年均复合增长 79.63%，增幅大于营业收入；公司近三年营业利润率波动下降，2019 年为 20.19%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用大幅增长，年均复合增长 22.46%。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。2017—2019 年，公司期间费用率不断下降，2018 年为 9.42%。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司分别计提资产减值损失 5.76 亿元、0.19 亿元和 1.18 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 亿元所致；2019 年，公司计提资产减值损失同比增加 0.99 亿元，主要系委托贷款新增计提减值准备所致。2017—2019 年，公司其他收益分别为 0.57 亿元、3.16 亿元和 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。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，2019 年计提公允价值变动收益 1.96 亿元。2017—2019 年，公司分别实现利润总额 9.52 亿元、7.62 亿元和 9.39 亿元。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	35.79	67.91	70.74
期间费用	4.44	6.56	6.66
其他收益	0.57	3.16	0.57
公允价值变动损益	1.78	-1.49	1.96
利润总额	9.52	7.62	9.39

营业利润率	49.74	18.47	20.19
总资产收益率	1.06	0.88	1.03
净资产收益率	1.74	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，2017—2019年，公司总资产收益率及净资产收益率均有所波动，2019年分别为1.03%和1.53%。

## 5. 现金流分析

**近年来，公司土地整理及项目投入规模大，经营活动收现质量一般；未来，随着项目建设继续投入以及前期债务还本支出，公司存在较大对外融资需求。**

经营活动方面，2017—2019年，公司经营现金流入量波动增长。2019年，公司经营现金流入量为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。2017—2019年，公司现金收入比分别为70.19%、72.65%和63.18%，收现质量一般。同期，公司经营现金流出量有所波动。2019年，公司经营现金流出量126.61亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金67.46亿元，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51.92亿元，主要为支付的往来款。2017—2019年，公司经营现金净流量分别为-61.63亿元、8.77亿元和-10.47亿元，受项目投入及收付往来款波动较大影响，公司经营现金净流量波动较大。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入量较小。2019年，公司投资活动现金流入量5.19亿元，主要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。2017—2019年，公司投资活动现金流出量持续下降，2019年为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，系存入的定期存款。2017—2019年，公司投资活动现金净流量分别为-87.51亿元、-30.80亿元和-21.28亿元。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，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量有所波动。2019年，公司筹资活动现金流入量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。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量有所波动，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。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为131.27亿元、-49.11亿元和15.83亿元。

表15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量	65.26	142.53	116.14
经营活动现金流出量	126.90	133.76	126.61
经营活动现金净流量	-61.63	8.77	-10.47
投资活动现金净流量	-87.51	-30.80	-21.28
筹资活动现金净流量	131.27	-49.11	15.83
现金收入比	70.19	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

**公司的短期及长期偿债能力指标均较弱，目前公司的间接融资渠道通畅，且能持续得到柳州市政府及柳东新区管委会的大力支持，公司整体偿债能力很强。**

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率持续下降，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为395.37%和65.61%，同

比分别下降 52.42 个和 16.70 个百分点；公司流动资产中存货占比较大，致使速动比率处于较低水平。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比波动较大，2019 年为负，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，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 10.04%，2019 年为 15.75 亿元；公司全部债务/EBITDA 波动下降，2019 年为 38.65 倍；EBITDA 利息倍数波动上升，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“阳和投资”）、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”）。被担保对象中阳和投资、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）与阳和投资持股公司，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
柳州阳和投资开发有限公司	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责任公司	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
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>96.88</b>	<b>--</b>

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。

## 九、本期债券偿还能力分析

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模11亿元，其中基础发行规模6亿元，弹性配售规模5亿元，以11亿元为测算基础（下同），分别相当于2019年底公司长期债务的2.29%和全部债务的1.81%，其发行对公司现有债务规模及构成的影响较小。

2019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61.31%、58.10%和52.21%，以公司2019年底的财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，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将分别上升至61.68%、58.53%和52.78%。

若考虑公司于2020年1月发行的“20柳城01”（10.00亿元）和2020年4月发行的“20柳州东投SCP001”（5.00亿元），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将进一步上升至62.18%、59.11%和53.53%。考虑到本期债券募集资金主要用于偿还公司存量债务，公司实际债务负担将低于预测值。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为13.00亿元、11.84亿元和15.75亿元，分别为本期债券拟发行规模的1.18倍、1.08倍和1.43倍，对本期债券的保障能力尚可。同期，公司经营活动现金流入量分别为65.26亿元、142.53亿元和116.14亿元，分别为本期债券拟发行规模的5.93倍、12.96倍和10.56倍，对本期债券的保障能力强；2017—2019年，公司经营活动现金净流量分别为-61.63亿元、8.77亿元和-10.47亿元，对本期债券的保障能力弱。

## 十、债权保护条款分析

为维护全体债券持有人的合法权益，公司聘请国开证券股份有限公司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》。国开证券股份有限公司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，在通知公司后，及时召集债券持有人会议；在债券存续期内，国开证券股份有限公司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，公司与国家开发银行广西壮族自治区分行及国开证券股份有限公司签署了《募集资金托管及监管协议》，公司在国家开发银行广西壮族自治区分行设立募集资金专用账户，专项用于监管募集资金和偿付本期债券本息。募集资金专用账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金专用账户。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专户，以保证按期支付本期债券本息。

## 十一、结论

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建设开发任务，业务区域竞争力强，近年来持续得到柳州市政府和新区管委会在资产注入、财政补助和债务置换等多方面的大力支持。

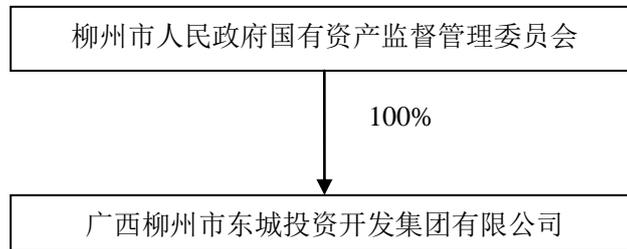
近年来，公司资产规模持续增长，其中存货占比较大，且部分资产受限，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司债务规模快速增长，整体债务负担较重；公司营业收入大幅增长，非经常性损益对公司利润总额影响较大。公司土地整理及项目投入规模大，经营活动收现质量较差，公司存在较大的对外融资需求。

未来，随着柳州市城市建设不断开展，公

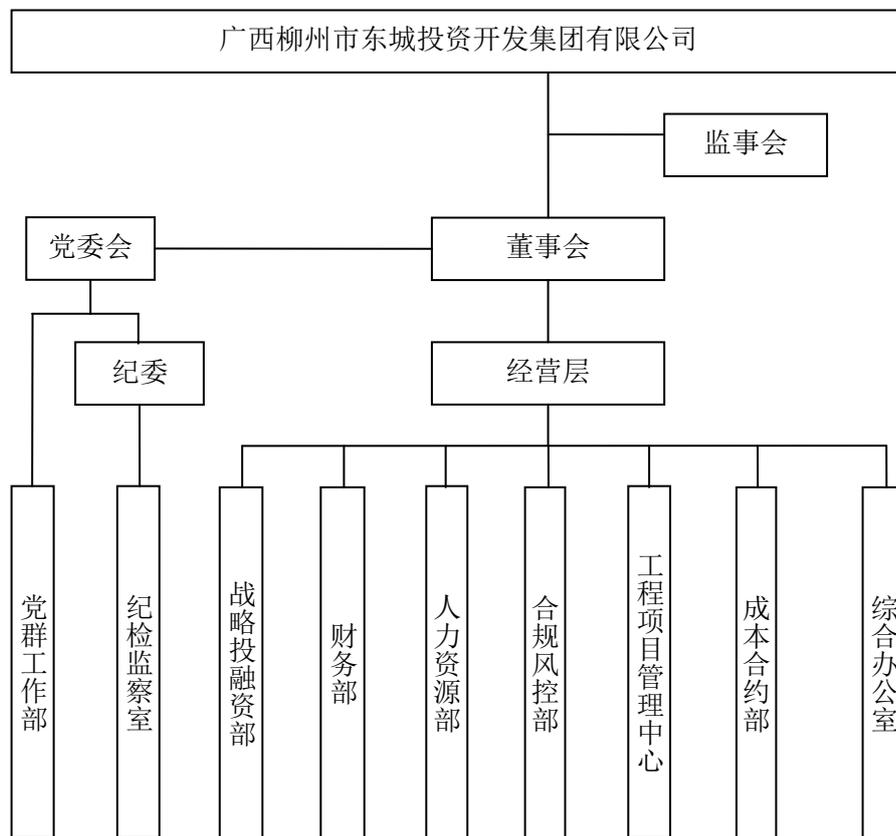
司各业务板块将保持良好的运营状态，公司未来发展前景良好。

公司的经营活动现金流入量对本期债券保障能力强。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。

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
<b>财务数据</b>			
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
<b>财务指标</b>			
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
<b>财务数据</b>			
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
<b>财务指标</b>			
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
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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/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

## 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

## 联合资信评估有限公司关于 2020年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券（第一期）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。