信用评级公告

联合〔2021〕4390 号

联合资信评估股份有限公司通过对柳州市城市投资建设发展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，确定维持柳州市城市投资建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 柳州城投 MTN001”“20 柳州城投 MTN002”“20 柳发 01”“20 柳发 02”和“21 柳发 01”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

柳州市城市投资建设发展有限公司2021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
20 柳州城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 柳州城投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 柳发 01	AA+	稳定	AA+	稳定
20 柳发 02	AA+	稳定	AA+	稳定
21 柳发 01	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
20 柳州城投 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/03/11
20 柳州城投 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/07/31
20 柳发 01	11.00 亿元	11.00 亿元	2025/10/29
20 柳发 02	15.50 亿元	15.50 亿元	2025/12/08
21 柳发 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/01/29

注：1. 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；2. 上表中除“20 柳州城投 MTN002”外，其余债券均为含权债券，到期兑付日为不行权到期日

跟踪评级时间：2021 年 6 月 25 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	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		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

柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“公司”）是柳州市重要的城市基础设施建设及土地一级开发主体，主要负责柳州市主城区的基础设施建设及土地整理等工作。跟踪期内，柳州市经济稳步发展，公司获得柳州市政府在政府专项债及财政补贴等方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来资本支出压力较大、债务规模快速增长、短期偿债压力大、对外担保规模大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

随着柳州市城市基础设施不断完善以及公司投资项目陆续完工结转，公司的经营实力有望持续提升。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+，“20 柳州城投 MTN001”“20 柳州城投 MTN002”“20 柳发 01”“20 柳发 02”和“21 柳发 01”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境较好。**柳州市是传统的重工业城市，经济及财政实力在广西各地级市中处于第二梯队。2020 年，柳州市完成地方生产总值 3176.94 亿元，比上年增长 1.5%。
2. **获得外部支持。**公司作为柳州市重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内获得柳州市政府在政府专项债资金及财政补贴等方面的有力支持。

关注

1. **未来资金支出压力较大。**公司主要在建基础设施建设及自营项目未来尚需投入规模约136亿元。
2. **资产流动性较弱。**公司资产中存货和其他应收款占比较大，存货变现受政府结算进

分析师：

马 颖 登记编号（R0150220120035）

丁 晓 登记编号（R0150221030019）

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

度及房地产市场等因素影响较大，其他应收款对公司资金形成占用，公司整体资产质量一般。

3. **债务规模快速增长，短期偿付压力大，2023年面临较大的债券集中兑付压力。**2020年底，公司全部债务较上年底增长20.41%。2020年底及2021年3月底，公司剔除受限资金后的现金类资产分别是同期短期债务的0.26倍和0.15倍。假定附有投资者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权，公司将于2023年面临单年最大偿付金额95.50亿元。
4. **存在或有负债风险。**2021 年 3 月底，公司对外担保余额 124.73 亿元，担保比率 33.42%。公司对外担保规模大，且均未设置反担保措施，存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	93.44	55.26	82.51	69.90
资产总额（亿元）	815.31	806.33	888.51	877.18
所有者权益（亿元）	387.25	369.32	372.55	373.26
短期债务（亿元）	78.88	105.26	153.32	147.76
长期债务（亿元）	272.99	270.76	299.45	291.95
全部债务（亿元）	351.87	376.01	452.77	439.71
营业收入（亿元）	15.42	14.99	13.37	3.62
利润总额（亿元）	5.08	4.73	4.70	0.94
EBITDA（亿元）	7.46	9.64	10.10	--
经营性净现金流（亿元）	15.28	-36.88	-9.58	6.70
现金收入比（%）	106.99	78.15	99.47	77.66
营业利润率（%）	18.45	20.28	21.23	25.81
净资产收益率（%）	1.22	0.96	0.93	--
资产负债率（%）	52.50	54.20	58.07	57.45
全部债务资本化比率（%）	47.61	50.45	54.86	54.09
流动比率（%）	496.19	427.79	362.49	364.82
速动比率（%）	100.36	78.33	71.44	64.75
经营现金流动负债比（%）	10.40	-22.22	-4.43	--
现金短期债务比（倍）	1.18	0.53	0.54	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.39	0.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	47.19	39.00	44.84	--

公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	817.31	821.84	890.25	873.28
所有者权益（亿元）	387.23	369.34	372.59	373.31
全部债务（亿元）	331.81	350.08	421.33	410.28
营业收入（亿元）	15.40	14.97	13.35	3.62
利润总额（亿元）	5.09	4.76	4.74	0.95
资产负债率（%）	52.62	55.06	58.15	57.25
全部债务资本化比率（%）	46.15	48.66	53.07	52.36
流动比率（%）	461.40	349.49	322.00	333.82
经营现金流动负债比（%）	-4.89	-6.64	-9.31	--

注：1. 公司其他应付款及其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 2021 年一季度财务数据未经审计

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
21 柳发 01	AA+	AA+	稳定	2021/01/11	薛琳霞 马颖	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 柳发 02	AA+	AA+	稳定	2020/11/27	党宗汉 郭雄飞 薛琳霞 马颖 杨晓薇	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 柳州城投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/07/24	黄琪融 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 柳发 01	AA+	AA+	稳定	2020/06/12	李乃鹏 党宗汉	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
20 柳州城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/06/02	黄琪融 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 柳州城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/07/09	黄琪融 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柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

柳州市城市投资建设发展有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于柳州市城市投资建设发展有限公司（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，公司股权结构未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 102788.00 万元，广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“柳州城建”）是公司唯一股东，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”）作为柳州城建的唯一股东，是公司的实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围新增养老服务和机构养老服务。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设公司办公室、人力资源（党群）部、企划管理部、质安督察部、财务管理部、资产管理部、融资部、地产综合部、工程综合部等共 17 个部门；纳入合并范围的一级子公司共 3 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 888.51 亿元，所有者权益 372.55 亿元；2020 年，公司实现营业收入 13.37 亿元，利润总额 4.70 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 877.18 亿元，所有者权益 373.26 亿元；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.62 亿元，利润总额 0.94 亿元。

公司注册地址：柳州市潭中东路 72 号；法定代表人：曾东斌。

三、存续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包括“20柳州城投MTN001”“20柳州城投MTN002”“20柳发01”“20柳发02”和“21柳发01”，债券余额合计42.50亿元，详情见表1。上述存续债券募集资金均用于偿还公司有息债务，截至2021年5月底，“20柳州城投MTN001”和“20柳州城投MTN002”募集资金已按计划使用完毕；“20柳发01”“20柳发02”和“21柳发01”募集资金分别使用10.88亿元、13.52亿元和4.60亿元。跟踪期内，公司调整了“20柳发01”“20柳发02”和“21柳发01”募集资金用于偿还金融机构借款的明细，并对外公告。跟踪期内，“20柳州城投MTN001”已按时付息，其他债券尚未至付息日。

“20柳州城投MTN001”“20柳发01”“20柳发02”和“21柳发01”期限均为3+2年，附设存续期第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

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
20 柳州城投 MTN001	5.00	2020/03/11	3+2	4.19
20 柳州城投 MTN002	5.00	2020/07/31	3	6.50
20 柳发 01	11.00	2020/10/29	3+2	6.70
20 柳发 02	15.50	2020/12/08	3+2	6.70
21 柳发 01	6.00	2021/01/29	3+2	6.90
合计	**42.50**	--	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作

目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 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
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资源来源：联合资信综合整理

（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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融

资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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

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，经济及财政实力在广西各地级市中处于第二梯队，但一般公共预算收入质量一般，财政自给率较低。受新冠疫情等因素影响，2020 年柳州市一般公共预算收入下降较快。

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。2020 年底全市常住人口 415.79 万人，比上年底增加 7.99 万人。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，是辐射大西南，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《柳州市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，柳州市实现地区生产总值 3176.94 亿元，比上年增长 1.5%。三次产业结构由 2019 年的 7.14：49.61：43.25 调整为 2020 年的 7.28：47.25：45.47。按常住人口计算，2020 年柳州市人均地区生产总值 77148 元。

2020 年，柳州市固定资产投资（不含农户）比上年下降 1.0%。其中房地产开发投资完成 464.00 亿元，下降 0.3%；项目投资下降 1.2%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年下降 12.8%；第二产业投资增长 4.5%，其中工业投资增长 0.9%，增速比去年下降 13.8 个百分点。第三产业投资下降 1.9%。

根据《柳州市全市与市本级预算执行情况和财政预算草案的报告》，2020 年，柳州市完成地方一般公共预算收入 173.12 亿元，受新冠疫情等因素影响同比下降 21.8%；其中税收收入占比为 61.04%，较 2019 年上升 4.85 个百分点。柳州市非税收入主要为国有资源（资产）有偿使用收入和专项收入，2020 年底上述两项占比分别为 53.11%和 16.48%。2020 年，柳州市一般公共预算支出为 468.25 亿元，财政自给率为 36.97%，较 2019 年有所下降。同期，柳州市政府性基金预算收入为 238.92 亿元，同比增长 21.2%。2020 年，柳州市上级补助收入为 257.33 亿元。

六、基础素质分析

公司主要承接柳州市主城区的基础设施建设及土地一级开发等工作，业务区域竞争优势明显。跟踪期内，公司得到柳州市政府在政府专项债资金及财政补贴等方面的支持。

公司是柳州市重要的城市基础设施建设及土地一级开发主体，主要负责柳州市主城区的基础设施建设及土地开发整理等业务，在柳州市基础设施建设以及土地一级开发领域处于龙头地位，区域竞争优势明显。

2020 年，公司合计获得 3.30 亿元的政府专项债资金，计入“其他非流动负债”科目。

2020 年及 2021 年 1－3 月，公司分别收到财政补贴 3.04 亿元和 0.33 亿元，主要为路桥收费补贴和日常经营补助，计入“其他收益”。

根据企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91450200715124277 5），截至 2021 年 6 月 3 日，公司本部不存在未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷记录中存在 15 笔关注类贷款记录（均已正常还款）。

七、管理分析

根据柳州市国资委文件《柳州市人民政府国有资产监督管理委员会关于曾东斌等人任免职的通知》（柳国资〔2020〕90 号），任命曾东斌为公司董事长和总经理，免去吴运远董事长、董事职务，免去唐志华董事、总经理职务。

根据柳州城建文件《广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司关于罗熹、黄家建同志任职的通知》，任命罗熹、黄家建为公司董事。

根据公司职工代表大会决议，任命曾晓峰为公司董事。

曾东斌先生，1964 年生，中共党员，成都市建设工程学校城市路桥专业毕业，在职湖南大学大专学历，工程师。曾任柳州市政工程公司施工员、质检员、第四工程公司副经理、副书记，公司项目部经理，公司总经理助理、董事。2020 年 10 月起任公司董事长、总经理。

上述事项属于正常人事变动，对公司日常经营管理影响较小。

除此以外，公司在法人治理结构和管理体制等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营基础设施建设和土地整理业务，2020 年，公司营业收入有所下降，毛利率小幅提升。2021 年一季度，公司营业收入及毛利率水平较均 2020 年同期有所提升。

2020 年，公司营业收入同比下降 10.85%，主要受房产销售收入规模下降影响。其中，土地整理收入受土地出让及政府结算情况影响较大，2020 年同比增长 10.07%；基础设施建设业务（项目回购）主要根据回购协议确认收入，2020 年收入同比下降 26.52%；房屋销售收入同比下降 46.13%，主要系剩余房源逐渐减少所致；租赁业务收入小幅下降 2.17%；代建管理收入规模很小。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率同比小幅提升 1.12 个百分点。其中，土地整理业务毛利率小幅上升，基础设施建设（项目回购）毛利率有所下降；因销售项目类型不同，房地产开发毛利率有所下降；租赁毛利率小幅下降但总体保持较高水平；代建管理毛利率为 100%。

2021 年 1－3 月，公司营业收入相当于 2020 年全年的 27.08%，同比增长 19.02%，主要受益于土地整理收入增加；综合毛利率较 2020 年同期上升 2.37 个百分点。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	7.40	49.37	26.98	8.15	60.96	27.30	2.87	79.38	27.00
基础设施建设	2.48	16.57	8.05	1.83	13.66	4.29	0.43	11.78	11.21
代建管理	0.03	0.21	100.00	0.07	0.55	100.00	0.00	0.00	--
租赁	1.31	8.75	50.06	1.28	9.60	48.92	0.32	8.82	48.68
房产销售	3.74	24.97	15.25	2.02	15.09	11.24	0.00	0.00	--
其他	0.02	0.12	28.61	0.02	0.15	29.71	0.00	0.02	14.00
合计	**14.99**	**100.00**	**23.09**	**13.37**	**100.00**	**24.21**	**3.62**	**100.00**	**27.05**

注：1. 其他收入主要为码头服务收入；2. 2021 年 1－3 月，其他业务收入为 8.82 万元

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

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务对资金占用明显，资金平衡方式主要为政府资金拨付以及授权开展土地整理等。在建及拟建项目投资规模较大，公司未来面临较大的资金支出压力。

公司基础设施建设业务主要为柳州市主城区重点市政道路及桥梁项目的建设工作，由公司本部具体负责。业务模式方面，《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，公司基础设施建设业务主要通过BT模式进行，463号文出台后，公司基础设施建设业务主要通过政府购买服务、委托代建以及自筹资金+政府平衡模式开展。此外，公司还代表政府出资，参与基础设施建设领域的PPP项目投资。

BT模式

公司通过与柳州市政府签订回购协议，参与非经营性城市基础设施项目建设，柳州市政府按照“协议约定建设成本+建设补偿款”的金额确认回购总额，分期支付资金回购产权。账务处理方面，公司将项目建设投入计入“存货”科目，根据回购协议确认收入并结转存货计入营业成本。截至2021年3月底，公司仍有部分签订回购协议的项目未完成回购。

政府购买服务模式

公司与柳州市住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）就部分项目签订《柳州市政府购买社会公共服务合同》，由公司自筹资金进行项目建设，住建局按合同确认的总价款分期支付服务费用，合同约定的支付期为11~28年不等。截至2021年3月底，公司政府购买服务模式下的在建项目共1个，为沙塘至沙埔道路改造工程（一期）项目，计划总投资5.78亿元，已完成投资4.00亿元。

委托代建模式

公司部分基础设施建设项目采用委托代建模式开展，委托单位主要包括柳州市投资控股有限公司、广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“东城集团”）和柳州市龙建投资发展有限责任公司（以下简称“龙建投资”）等当地国有企业。公司分别与委托单位就项目签署委托代建协议，根据协议，委托单位负责筹措项目建设资金以及征地拆迁工作，并按项目建设进度将资金支付给公司，公司负责办理报批报建手续、选择工程设计施工及监理单位和项目全过程管理。实际执行中，委托单位每半年按照成本加成的模式向公司支付代建资金，加成比例为1.00%~1.50%不等，公司将其中加成部分确认为代建管理费收入。账务处理方面，公司将代建项目投入计入“其他非流动资产”科目（2019年之前公司计入存货科目，2019年开始公司将委托代建投入由存货转入其他非流动资产），将委托方拨付的资金计入“专项应付款”，每年底将符合条件的代建项目投入与收到的委托方资金进行冲抵。2019－2020年，公司分别确认代建管理费收入321.76万元和736.83万元，毛利率均为100.00%。

截至2021年3月底，公司主要的在建代建项目为三门江跨江桥和中国东盟（柳州）旅游食品产业园，计划总投资10.76亿元，公司已完成投资2.75亿元。

自筹资金+政府平衡模式

目前，公司主要通过自筹资金+政府平衡模式开展基础设施建设工作。该模式下，柳州市政府每年会通过财政向公司拨付一定建设资金，并准许或授权公司开展土地整理、国有资产经营及房地产销售等业务平衡建设资金投入。

截至2021年3月底，公司该模式下的重点在建项目计划总投资89.40亿元，已完成投资55.58亿元，尚需投入37.64亿元。

表5　截至2021年3月底公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投入
东环路文昌路交叉口改造	2.20	0.94	1.26
白云路东段	8.00	2.95	5.05

城邕路工程	7.87	0.47	7.40
东外环南段	20.00	8.49	11.51
潭中西路南片区路网	3.95	1.75	2.20
河西物流园路网工程二期	8.00	2.44	5.56
环江滨水大道	16.17	19.15	0.00
下桃花片区路网(南环路立交)	9.00	9.84	0.00
白莲大道(门头路)	3.36	2.35	1.01
白沙大桥西岸引道立交	5.96	4.91	1.05
桥梁排水收集系统改造工程	0.25	0.25	0.00
宜柳高速进德互通工程	4.64	2.04	2.60
合计	**89.40**	**55.58**	**37.64**

注：1. 上述项目已投资额系按实际发生的工程施工金额提供，因此与存货中的数据有差异；2. 公司承建项目普遍存在续建、扩建情况，因此部分项目已投资金额大于初始概算总投资额
资料来源：公司提供

PPP 模式

截至 2021 年 3 月底，公司参与的 PPP 项目共 10 个，均纳入财政部 PPP 项目库。PPP 模式下，公司代表政府方出资，公司负责推进项目前期工作(包括征地拆迁、立项、可研、招投标等)，并负责与中标的社会资本方成立合资项目公司（公司参股）。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，由住建局或柳州市政府指定的主体将前期费用支付给公司。该模式下，公司承担的资金支出压力相对较小。

截至 2021 年 3 月底，上述项目均已设立项目公司，公司对项目公司持股比例为 3.40%~20.00%不等；公司参与的 10 个 PPP 项目计划总投资 193.20 亿元，公司投资额为 27.85 亿元（含项目公司资本金），其中项目公司资本金计入“可供出售金融资产”科目，项目前期成本计入“存货”科目，公司尚未就前期成本与政府方进行结算。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司参与的 PPP 项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资	项目公司名称	公司对项目公司持股比例	公司投资额（含项目公司资本金）	回报机制
莲花大道	15.74	柳州市正坦建设投资有限公司	20.00	2.33	政府付费
沙塘至沙埔(二、三期)	16.96	柳州市广龙投资管理有限责任公司	5.88	6.59	政府付费
五岔路口改造	1.95	柳州市建合源投资管理有限责任公司	20.00	0.68	政府付费
官塘大桥	11.38	柳州市中铁东城投资发展有限公司	20.00	3.65	政府付费
胜利路改造	3.32	柳州市建合嘉投资管理有限责任公司	20.00	0.36	政府付费
西外环	23.42	柳州市城铁建设投资有限公司	4.04	10.77	政府付费
凤凰岭大桥	17.53	柳州市中铁凤凰岭投资发展有限公司	3.40	0.16	政府付费
市民服务中心	13.51	柳州市浩龙投资管理有限责任公司	4.00	0.96	可行性缺口补助
城市档案中心	7.89	柳州市翔龙工程项目管理有限责任公司	19.02	0.80	可行性缺口补助
融安至从江高速公路一期工程（融安至安太段）	81.50	柳州市国冶路桥投资发展有限公司	10.00	1.55	可行性缺口补助
合计	**193.20**	--	--	**27.85**	--

注：官塘大桥项目原政府出资方为东城集团，东城集团与社会资本方合资成立柳州市中铁东城投资发展有限公司作为官塘大桥项目的项目公司。2017 年，东城集团与公司就官塘大桥项目签订委托协议，将原东城集团负责的工作内容全权委托公司承接
资料来源：联合资信根据公司提供资料和财政部 PPP 项目库公开资料整理

截至 2021 年 3 月底，公司主要拟建项目共 12 个，计划总投资合计 63.02 亿元，其中白云大桥和白露大道东段工程拟采用 PPP 模式（尚未签署 PPP 协议），其他项目拟采用自建模式。公司拟建项目投资规模较大，建设工期较短，多数资金由公司自筹，公司面临较大的资本支出压力。

表 7　截至 2021 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	计划建设工期
白云大桥	15.45	2021.6-2024.9
柳汽二三基地周边道路工程	11.00	2021.8-2023.12
上桃花片区路网工程纵一路	0.40	2021.6-2022.9
楼梯山纵四路道路工程	0.85	2021.9-2022.10
河西工业园三区以北路网工程（二期）一横一路工程	2.20	2021.11-2022.12
河西高新区柳太路(绿柳路至白露大桥段)污水管网提升工程	0.31	2021.10-2022.10
白露大道东段工程	11.34	2021.12-2024.12
航二路至银桐路道路工程	15.07	2021.12-2024.12
航鹰路延长线工程	2.50	2021.10-2023.12
楼梯山横二路东段道路工程	0.90	2021.10-2022.12
楼梯山纵三路北段道路工程	1.20	2021.10-2022.12
龙潭医院新院周边道路工程	1.80	2021.11-2022.12
合计	**63.02**	--

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

2020 年，公司土地整理业务收入有所增长，土地出让均价出现明显下降，公司土地整理业务未来仍有较大结转空间，但受政府土地出让规划、房地产市场行情以及政府资金返还情况影响较大。

公司经柳州市政府授权开展土地一级开发整理任务，根据柳州市政府的土地开发规划，开展土地熟化相关工作，在土地整理完毕并具备出让条件后，公司将整理完毕的土地交由柳州市土地储备交易中心通过“招拍挂”程序进行出让。土地出让收入首先进入柳州市财政局专户，之后由柳州市财政局与公司统一结算。在扣除相关税费成本后，柳州市财政局根据土地溢价情况将土地出让收入返还至公司，公司根据返还金额确认土地整理收入并结转相关成本。

表 8　公司土地开发情况（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	2019 年	2020 年
完成土地整理面积	2289.00	2307.51
平均开发成本	80.00	70.00
土地开发总成本	183120.00	161526.00
土地出让面积	455.00	971.72
出让均价	527.08	296.07
土地出让成交总价	239820.00	287695.00
公司确认土地整理收入	74021.24	81472.45

资料来源：公司提供

土地整理方面，2020 年，公司完成整理的土地面积略有增加，平均整理成本快速下降，带动公司土地开发总成本支出有所下降。土地出让方面，公司所整理土地出让面积大幅上升，主要受当年政府土地出让规划影响；土地出让均价明显下降，2020 年同比下降 43.83%，主要系当年出让的土地中包含部分工业用地所致。受出让规模以及政府返还情况影响，2020 年，公司土地整理业务收入保持增长，款项已全部收回。因出让土地中工业用地较多，2021 年 1－3 月，公司土地整理收入 2.87 亿元，收到回款 1.44 亿元。

截至 2020 年底，公司存货中土地整理投入 113.90 亿元；已整理完毕但尚未出让的土地面积 1997.24 亩。随着土地出让的逐步推进，公司土地整理业务未来仍有较大的结转空间，但实际结转情况受政府土地出让规划、房地产市场行情以及政府资金返还情况影响较大。

（3）房地产开发业务

公司房地产项目均已完工，无在建和拟建的房地产项目，业务持续性及未来收入实现情况存在不确定性。

公司自 2008 年开始在基础设施建设项目所在区域及周边地区开展房地产业务，早期项目以安置房为主，后续因实际工作需要，逐渐开展商品住宅和商业地产项目。

公司目前在售项目包括优山美地和柳沙馨园项目，均已完工，其中优山美地项目总投资4.68亿元，建筑面积约11万平方米，截至2021年3月底已完成销售82.50%；柳沙馨园项目总投资4.05亿元，建筑面积约11.81万平方米，截至2021年3月底已完成销售33.86%。截至2021年3月底，公司合同负债中预收房款7.70亿元。公司无在建和拟建的房地产开发项目。

（4）租赁业务

2020年，公司租赁收入小幅下降，毛利率水平较高。

公司通过自建、外购以及柳州市政府无偿划拨等方式，积累了多处可供出租的房产，每年持续形成的租金收入成为营运资金的补充。目前，公司出租资产主要包括文昌综合楼、文昌西楼、文昌会务中心和河东管理大厦。

①文昌综合楼：根据公司与柳州市机关事务管理局签订的《柳州市文昌综合楼租赁协议》，柳州市机关事务管理局承租文昌综合楼，承租期限为2011年12月至2026年12月，年租金为5000.00万元。

②文昌西楼和文昌会务中心：根据公司与柳州市机关事务管理局签订的《柳州市文昌西楼及文昌会务中心租赁协议》，柳州市机关事务管理局承租文昌西楼和文昌会务中心，承租期限为2019年1月1日至2038年12月31日，年租金为5000.00万元。

③河东管理大厦：公司与广西柳州市丰鑫投资有限公司签订整体长期租赁协议，租赁期限为20年，从2016年1月1日起至2035年12月31日止，出租价为2388.00万元/年。

④东堤春晓商业项目：跟踪期内，该项目出租单价为30元/m^2·月，出租率为100.00%。

（5）自营项目

公司主要在建及拟建自营项目包括秋澜颐养中心项目、三柳高速凤山连接线下穿通道改造工程、柳北体育园和柳南体育园等，资金来源为公司自筹或自筹与政府专项债相结合，未来拟通过路桥补贴或运营收入实现资金回笼。

截至2020年底，公司主要在建及拟建自营项目计划总投资26.87亿元，累计获得专项债资金3.30亿元，未来尚需投入26.14亿元。

秋澜颐养中心项目总用地面积182943.90平方米（合274.41亩），总建筑面积189500平方米。项目建设内容包括养老综合服务区、居家式养老区、配套养老特色区三大分区，老年公寓、照看护理、康体疗养、陪护探亲、康乐休闲、教育文化、特色餐饮七大功能。秋澜颐养中心项目总投资152075.06万元，于2021年5月开工，建设工期24个月，未来拟通过养老服务收入、康复医疗收入、餐饮保健收入、养老娱乐活动收入、商业设施出售收入和停车位收入实现资金平衡。

表9　截至2020年底公司主要在建及拟建自营项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	资金来源	累计获得专项债	已投资	未来收益来源
三柳高速凤山连接线下穿通道改造工程	14832.83	自筹	--	6448.65	路桥补贴
柳州市柳城县凤山镇凤鸣路东段工程	13892.25	自筹	--	852.63	路桥补贴
柳北体育园	13000.00	自筹+专项债	10000.00	0.00	运营收入
柳南体育园	50900.00	自筹+专项债	6000.00	0.00	运营收入
桂中大道东区地下停车场	24000.00	自筹+专项债	17000.00	0.00	运营收入
秋澜颐养中心项目	152075.06	自筹	--	0.00	运营收入
合计	**268700.14**	--	**33000.00**	**7301.28**	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将根据柳州市人民政府关于城市基础设施建设的发展战略，实施重大城市基础设施项目的投资与建设，继续改善柳州市的

市政基础设施，加快城市经济发展，提升城市品质。公司还将进一步拓展自有土地开发及出让规模，增加土地开发收益，保持自身可持续发展。同时，公司将积极参与整合柳州市国有资产，争取获得更多优质的资产来充实自身经济实力，努力把公司打造成资产优、规模大、效益好、实力强的综合性企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司共 3 家（附件 1-3）。2020 年，公司根据股东柳州城建董事会会议决议，将柳州市城通港湾投资管理有限公司 100%股权无偿划转给柳州市城建非凡投资有限公司。2021 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。总体看，柳州市城通港湾投资管理有限公司资产、权益、收入等规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2020 年底，公司资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主。流动资产中存货和其他应收款占比较大，其中存货变现受政府结算进度及房地产市场等因素影响较大，其他应收款对公司资金形成占用，公司整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额较上年底增长 10.19%，主要来自货币资金和存货的增加；资产结构较上年底变动不大，仍以流动资产为主。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**709.92**	**88.04**	**783.51**	**88.18**	**772.02**	**88.01**
货币资金	55.26	6.85	82.51	9.29	69.90	7.97
其他应收款	66.91	8.30	67.02	7.54	61.26	6.98
存货	579.93	71.92	629.09	70.80	635.00	72.39
非流动资产	**96.41**	**11.96**	**105.00**	**11.82**	**105.16**	**11.99**
可供出售金融资产	50.69	6.29	50.84	5.72	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	49.71	5.67
投资性房地产	15.02	1.86	14.37	1.62	14.21	1.62
其他非流动资产	27.12	3.36	36.09	4.06	35.51	4.05
资产总额	**806.33**	**100.00**	**888.51**	**100.00**	**877.18**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动资产较上年底增长 10.37%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2020 年底，公司货币资金较上年底增长 49.30%，主要系融资规模扩大所致。公司货币资金由银行存款（占 48.67%）和其他货币资金（占 51.33%）构成。公司使用受限的货币资金 42.35 亿元，其中 35.54 亿元为用于质押借款的定期存单，6.20 亿元为银行借款保证金，0.61 亿元为银行承兑汇票保证金，受限比例较高。

2020 年底，公司其他应收款较上年底变动不大。从账龄看，公司其他应收款账龄组合部分 5.90 亿元，其中 1 年以内的占 71.31%，1~2 年的占 17.02%，账龄相对较短。从集中度来看，公司其他应收款前五大欠款金额合计占其他应收款总额的 95.65%，集中度很高；应收方主要为当地国有企业及信托公司，回收风险较低，但对公司资金形成明显占用。期末公司其他应收款累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例为 0.47%。

表11　2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
柳州市祥云盛世投资发展有限公司	44.48	66.50
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	12.86	19.22
柳州市城建集团柳江投资开发有限责任公司	3.40	5.08
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	2.04	3.06
中国民生信托有限公司	1.20	1.79
合计	**63.98**	**95.65**

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货较上年底增长 8.48%，主要系基础设施建设及土地整理项目持续投入所致。期末公司存货包括基础设施项目投入（包括完工及在建项目成本）313.76 亿元、待开发土地 175.92 亿元、房地产开发成本 25.52 亿元、土地一级整理项目投入 113.90 亿元。公司未计提存货跌价准备。

2020 年底，公司其他流动资产 2.21 亿元，较上年底下降 12.95%，主要系委托贷款减少所致。期末公司其他流动资产包括预交税费（0.47 亿元）和委托贷款（1.74 亿元）。截至 2021 年 3 月底，公司其他流动资产中委托贷款余额 1.42 亿元，累计计提减值准备 1399.40 万元。

2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 8.91%，主要系其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产和其他非流动资产构成。

2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底变动不大。其中，公司对柳州市城营城镇化发展投资中心（有限合伙）（以下简称“城营投资”）投资 30.00 亿元（持股 99.97%）、对柳州银行投资 7.56 亿元（持股 8.74%）、对柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司（以下简称“城致投资”）投资 4.78 亿元（持股 4.66%），均以成本法计量。

公司投资性房地产采用成本方式计量。2020 年底，公司投资性房地产较上年底下降 4.34%，主要系计提折旧所致。期末公司投资性房地产累计折旧 3.36 亿元，未计提减值准备。其中，河东管理大厦未办妥产权证书。

2020 年底，公司在建工程较上年底增加 0.85 亿元至 0.86 亿元，主要系自营项目投入所致。

2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 33.04%，主要系委托代建项目支出增加所致。期末公司其他非流动资产主要为委托代建项目支出（16.39 亿元）、长期借款（7.00 亿元）、非经营性土地（9.64 亿元）和公益性房屋及建筑物（2.17 亿元）。

截至 2020 年底，公司受限资产 91.35 亿元，占资产总额的 10.28%。其中，受限货币资金 42.35 亿元，主要为质押借款受限 35.54 亿元、借款保证金 6.20 亿元、票据保证金 0.61 亿元；可供出售金融资产和投资性房地产中受限资产分别为 3.76 亿元和 6.49 亿元，系因抵质押借款而受限；存货中受限资产 38.75 亿元，包括因抵押借款受限 36.56 亿元和因房地产开发项目诉讼纠纷查封受限 2.19 亿元。

2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 1.28%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。其中，货币资金较上年底下降 15.28%，主要系项目投入所致；其他应收款较上年底下降 8.59%，主要系收回往来款所致；可供出售金融资产下降为零，系转入其他权益工具投资和债权投资所致。

3. 所有者权益及负债

2020 年底，公司所有者权益规模保持稳定，构成以资本公积为主；债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担一般，2021 年及 2023 年到期债务规模较为集中。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 372.55 亿元，较上年底增长 0.87%，主要系利润累积所致；所有者权益主要由实收资本（占 2.76%）、资本公积（占 85.88%）和未分配利润（占 10.15%）构成。其中，公司实收资本为 10.28 亿元，较上年底保持稳定；资本公积较上年底下降 0.05%至 319.95 亿元，系公司无偿划转子公司股权减少资本公积 0.17 亿元所致。2021 年 3 月底，公

司所有者权益规模及构成较上年底变化不大。

负债

2020 年底，公司负债总额较上年底增长 18.07%，主要来自一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付债券和长期应付款的增加。从负债结构看，非流动负债占比小幅下降，公司负债结构仍以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.84	6.37	28.13	5.45	32.48	6.45
预收款项	8.97	2.05	8.38	1.62	0.62	0.12
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	7.76	1.54
其他应付款（合计）	39.94	9.14	41.63	8.07	42.08	8.35
一年内到期的非流动负债	72.42	16.57	103.52	20.06	86.07	17.08
其他流动负债	5.00	1.14	21.05	4.08	27.61	5.48
流动负债	**165.95**	**37.97**	**216.15**	**41.89**	**211.62**	**41.99**
长期借款	168.30	38.51	87.51	16.96	83.91	16.65
应付债券	44.84	10.26	127.56	24.72	121.04	24.02
长期应付款（合计）	57.88	13.24	81.41	15.78	84.03	16.68
非流动负债	**271.06**	**62.03**	**299.81**	**58.11**	**292.30**	**58.01**
负债总额	**437.01**	**100.00**	**515.96**	**100.00**	**503.92**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年底，公司流动负债较上年底增长 30.25%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2020 年底，公司短期借款较上年底增长 1.07%；其中质押借款 24.13 亿元，保证借款 1.00 亿元，信用借款 3.00 亿元。质押借款的质押物为定期存单和公司持有的柳州银行部分股权。

2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 4.23%，主要系应付利息增加所致。公司其他应付款主要为应付利息（6.06 亿元）和应付往来款（34.32 亿元）。公司其他应付款中应付城营投资往来款 28.07 亿元、应付城致投资往来款 4.78 亿元。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 42.95%。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（45.94 亿元）、应付债券（18.49 亿元）和长期应付款（39.09 亿元）构成。

2020 年底，公司其他流动负债较上年底增长 321.00%，主要系新发行 20 亿元短期公司债所致。

2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 10.61%，主要来自长期借款和应付债券的增加。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2020 年底，公司长期借款较上年底下降 48.00%，主要系部分借款重分类至一年内到期的非流动负债和调整至长期应付款所致。期末公司长期借款包括抵押借款 13.24 亿元、质押借款 83.81 亿元（质押物主要为项目未来收益权、定期存单等）、保证借款 16.10 亿元、保证抵押借款 16.77 亿元和保证质押借款 3.54 亿元（合计数中包括一年内到期的长期借款 45.94 亿元）。2021 年 3 月底，公司长期借款主要包含银行借款（合计 61.19 亿元，年利率多在 4.4%~5.5%之间）和信托借款（合计 21.64 亿元，年利率在 9.1%~11.0%之间），信托借款融资成本较高。

2020 年底，公司应付债券较上年底大幅增长 184.46%，主要系发行多支公司债、中期票据、定向债务融资工具等所致。截至 2021 年 5 月底，公司存续债券如下表所示。

表 13　截至 2021 年 5 月底公司存续债券明细（单位：亿元、%）

债券名称	债券类型	发行日期	到期日期	下一行权日	债券余额	票面利率
21 柳发 01	一般公司债	2021-01-28	2026-01-29	2024-01-29	6.00	6.90
20 柳发 02	一般公司债	2020-12-03	2025-12-08	2023-12-08	15.50	6.70
20 柳发 01	一般公司债	2020-10-27	2025-10-29	2023-10-29	11.00	6.70
20 柳州城投 PPN002	定向工具	2020-09-25	2025-09-28	2023-09-28	4.00	7.30
20 柳州 04	私募债	2020-07-24	2025-07-27	2022-07-27	7.40	6.50
20 柳州 03	私募债	2020-04-24	2025-04-24	2023-04-24	5.00	6.50
20 柳州 02	私募债	2020-03-25	2025-03-26	2023-03-26	15.00	6.20
20 柳州城投 MTN001	一般中期票据	2020-03-09	2025-03-11	2023-03-11	5.00	4.19
20 柳州 01	私募债	2020-01-16	2025-01-17	2023-01-17	20.00	6.50
21 柳州城投 PPN001	定向工具	2021-04-19	2024-04-20	2023-04-20	10.00	7.50
20 柳州城投 MTN002	一般中期票据	2020-07-29	2023-07-31	--	5.00	6.50
20 柳州城投 PPN001	定向工具	2020-03-04	2023-03-06	--	5.00	5.00
12 柳州城投债	一般企业债	2012-12-31	2022-12-31	--	4.50	7.18
21 柳州 D1	私募债	2021-03-05	2022-03-08	--	7.00	6.50
19 柳州城投 PPN001	定向工具	2019-01-10	2022-01-14	--	5.00	6.50
20 柳州 D2	私募债	2020-08-21	2021-08-25	--	10.00	5.60
20 柳州 D1	私募债	2020-06-23	2021-06-24	--	10.00	5.29
合计	--	--	--	--	**145.40**	--

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯公开资料整理

2020 年底，公司长期应付款较上年底增长 40.65%，主要系融资租赁等借款增加以及公司将远期股权回购款从长期借款调至该科目所致。期末公司长期应付款包括应付融资租赁款（41.84 亿元）、柳州柳银城投投资基金管理中心（有限合伙）对子公司柳州市元杰建设开发有限公司的明股实债（19.96 亿元）和柳州市建优投资管理中心（有限合伙）的资产收益权回购价款[3]（11.30 亿元）、远期股权回购款[4]（46.58 亿元）和代建项目拨款（0.33 亿元）（合计数中包括一年内到期的长期应付款 38.60 亿元）。本报告将长期应付款中有息部分调至长期债务核算。

2020 年底，公司新增其他非流动负债 3.30 亿元，为自营项目获得的政府专项债资金。期末公司其他非流动负债均为政府专项债资金。

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.33%，负债结构较上年底变动不大。其中，短期借款较上年底增长 15.46%，主要系质押借款增加所致；预收款项大幅下降同时新增合同负债，主要系公司将预收房款调至合同负债所致；随着部分债务到期偿还，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 16.86%；其他流动负债较上年底增长 31.17%，主要系新发行短期公司债和短期债权融资所致。

2020 年底，公司全部债务较上年底增长 20.41%；长期债务占比较上年底下降 5.87 个百分点至 66.14%。2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底下降 2.88%，债务结构较上年底变动不大。

表 14　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	105.26	153.32	147.76
长期债务	270.76	299.45	291.95

[3] 回购总价款=购买价款*（1+5.94%/365 天*资金实际占用天数）

[4] 2016 年，公司与上海浦银安盛资产管理有限公司（以下简称“浦银安盛”）、东城集团和柳州建投共同出资成立柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司（以下简称“城致投资公司”），浦银安盛认缴出资 92.25 亿元，公司、东城投资及柳州建投分别认缴出资 4.78 亿元、3.24 亿元及 2.23 亿元，同时签署《股权回购协议》，约定由公司回购浦银安盛出资款对应持有的城致投资公司股权，在 2021－2023 年期间完成回购，浦银安盛获固定回报

全部债务	376.01	452.77	439.71
资产负债率	54.20	58.07	57.45
全部债务资本化比率	50.45	54.86	54.09
长期债务资本化比率	42.30	44.56	43.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均较上年底有所上升，公司整体债务负担一般。2021 年 3 月底，随着部分到期债务的偿还，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较上年底略有下降。

2021 年 4—12 月、2022 年及 2023 年，公司到期债务规模分别为 146.16 亿元、51.51 亿元、112.60 亿元（未考虑“20 柳州 04”“20 柳州城投 PPN002”“20 柳发 01”“20 柳发 02”和“21 柳发 01”含权债券的提前回售）。公司 2021 年和 2023 年公司到期债务规模较为集中。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所下降，期间费用占营业收入比重略有上升；利润总额对政府补助的依赖大。

2020 年，公司营业收入同比下降 10.85%，主要系受房产销售收入下降所致；同期，公司营业成本同比下降 12.15%，降幅大于营业收入，受此影响公司营业利润率提升 0.94 个百分点。

表 15　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	14.99	13.37	3.62
营业成本	11.53	10.13	2.64
费用总额	1.26	1.16	0.32
其他收益	3.32	3.04	0.33
利润总额	4.73	4.70	0.94
营业利润率	20.28	21.23	25.81
总资本收益率	1.04	0.99	--
净资产收益率	0.96	0.93	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从期间费用看，2020 年，公司费用总额同比下降 8.19%，主要受财务费用下降影响。从构成看，公司期间费用以管理费用（占 38.33%）及财务费用（占 59.78%）为主。2020 年，公司期间费用占营业收入的比例同比上升 0.25 个百分点至 8.68%。

2020 年，公司其他收益同比下降 8.53%，主要为路桥收费补贴。其他收益对公司利润影响大。

2020 年，公司投资收益 1821.63 万元，包括可供出售金融资产持有期间取得的投资收益 2406.56 万元和委托贷款收益-584.93 万元。同期，公司资产减值损失 2042.32 万元，包括坏账损失 642.92 万元和委托贷款减值损失 1399.40 万元。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年略有下降。

2021 年 1—3 月，公司营业收入相当于 2020 年全年的 27.08%，同比增长 19.02%，主要受益于土地整理收入增加。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流仍呈净流出状态，收入实现质量有所提高；随着自营项目及代建项目持续投入，投资活动现金呈净流出状态；经营活动和投资活动现金需求大，加之后续的债务偿还资金需求，公司未来融资压力大。

2020 年，公司经营活动现金流入量同比增长 89.84%，主要受往来款流入规模较大影响。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 4.68%。2020 年，公司经营活动现金流量净额持续为负。

从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比较 2019 年有所上升，收入实现质量有所改善。

表 16　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	34.09	64.71	18.84
经营活动现金流出小计	70.97	74.29	12.14
经营活动现金流量净额	**-36.88**	**-9.58**	**6.70**
投资活动现金流入小计	3.59	0.43	0.30

投资活动现金流出小计	4.47	11.17	1.27
投资活动现金流量净额	**-0.87**	**-10.74**	**-0.97**
筹资活动现金流入小计	159.66	195.29	40.04
筹资活动现金流出小计	160.37	159.00	64.36
筹资活动现金流量净额	**-0.71**	**36.29**	**-24.32**
现金收入比	78.15	99.47	77.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年，公司投资活动现金流入量较小；投资活动现金流出量同比大幅增长 150.12%，主要为自营项目及代建项目投入。2020 年，公司投资活动现金持续净流出，且净流出规模迅速扩大。

2020 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 22.32%，主要系收到金融机构借款及发行债券所致。同期，公司筹资活动现金流出量同比下降 0.85%，主要为偿还债务本息支出的现金。2020 年，公司筹资活动现金呈大规模净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入，投资活动现金和筹资活动现金均呈净流出状态。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标弱，但考虑到公司作为柳州市重要的城市基础设施投资建设主体，持续获得柳州市政府有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降。2021 年 3 月底，公司流动比率略有回升，速动比率继续下降。2020 年底，公司现金短期债务比略有上升，2021 年 3 月底现金短期债务比有所下降。2020 年底及 2021 年 3 月底，公司剔除受限资金后的现金类资产分别是同期短期债务的 0.26 倍和 0.15 倍。

表 17　公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	427.79	362.49	364.82
速动比率	78.33	71.44	64.75
现金短期债务比	0.53	0.54	0.47
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.39	0.37	--
全部债务/EBITDA	39.00	44.84	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比增长 4.73%至 10.10 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数略有下降，全部债务/EBITDA 有所上升。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额合计 124.73 亿元，担保比率为 33.42%。公司对外担保对象均为柳州市当地国有企业，对外担保规模较大，公司均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 18　截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保对象	担保余额
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	70000.00
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	639268.25
柳州市泓益资产经营管理有限责任公司	68380.00
柳州市祥云盛世投资发展集团有限公司	383100.00
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	47000.00
柳州市三江县盛世文化旅游投资有限公司	27000.00
柳州市阳和开发投资有限公司	12600.00
合计	**1247348.25**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 5 月底，公司共获得银行授信总额 386.64 亿元，尚可使用额度 121.89 亿元。

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，整体债务负担一般。

2020年底，母公司资产总额890.25亿元，较上年底增长8.33%，主要来自货币资金、存货和其他非流动资产的增加。其中流动资产763.95亿元，较上年底增长8.65%，主要由货币资金（占9.21%）、其他应收款（占9.34%）及存货（占81.00%）构成；非流动资产126.31亿元，较上年底增长6.41%，主要由可供出售金融资产（占40.25%）、长期股权投资（占18.44%）、投

资性房地产（占11.38%）和其他非流动资产（占27.73%）构成。2021年3月底，母公司资产总额873.28亿元，较上年底下降1.91%，资产结构较上年底变动不大。

2020年底，母公司所有者权益372.59亿元，较上年底增长0.88%；主要由实收资本（占2.76%）、资本公积（占85.86%）和未分配利润（占10.17%）构成。2021年3月底，母公司所有者权益规模及构成较2020年底变化不大。

2020年底，母公司负债总额517.66亿元，较上年底增长14.40%，主要来自一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付债券和长期应付款的增加。其中，流动负债237.25亿元，较上年底增长17.93%，主要由短期借款（占7.62%）、其他应付款（占31.52%）、一年内到期的非流动负债（占42.79%）和其他流动负债（占8.87%）构成；非流动负债280.41亿元，较上年底增长11.58%，主要由长期借款（占24.52%）、应付债券（占45.49%）和长期应付款（占28.80%）构成。2020年底，母公司资产负债率58.15%，较上年底上升3.09个百分点；全部债务资本化比率53.07%，母公司整体债务负担一般；现金短期债务比为0.50倍，存在短期偿付压力。2021年3月底，母公司负债总额499.97亿元，较2020年底下降3.42%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。

2020年，母公司实现营业收入13.35亿元，营业成本为10.12亿元，利润总额为4.74亿元。2021年1－3月，母公司实现营业收入3.62亿元，利润总额为0.95亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额合计145.40亿元，其中一年内到期的债券[5]余额合计34.25亿元。假定附有投资者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权，公司将于2023年面临单年最大偿付金额95.50亿元（其中到期兑付日在2023年的债券余额10.00亿元，行权日在2023年的债券余额85.50亿元）。总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力较强，经营活动现金流入量、经营性净现金流和EBIDTA对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱。公司2023年面临较大的债券集中兑付压力。

表19　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	34.25
未来待偿债券本金峰值	95.50
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	2.41
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.68
2020 年经营活动现金流量净额/未来待偿债券本金峰值	-0.10
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

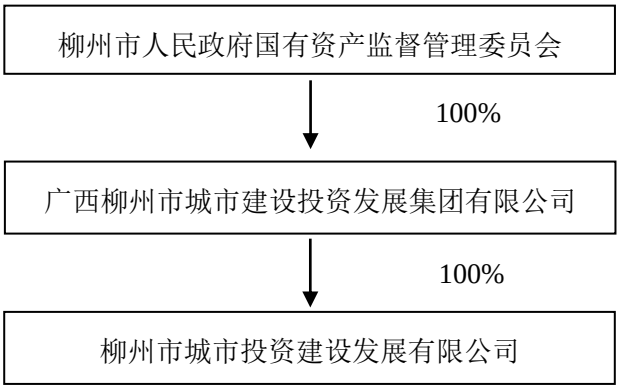
注：上表中假定附有投资者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权测算未来待偿债本金峰值
资料来源：联合资信整理

十一、 结论

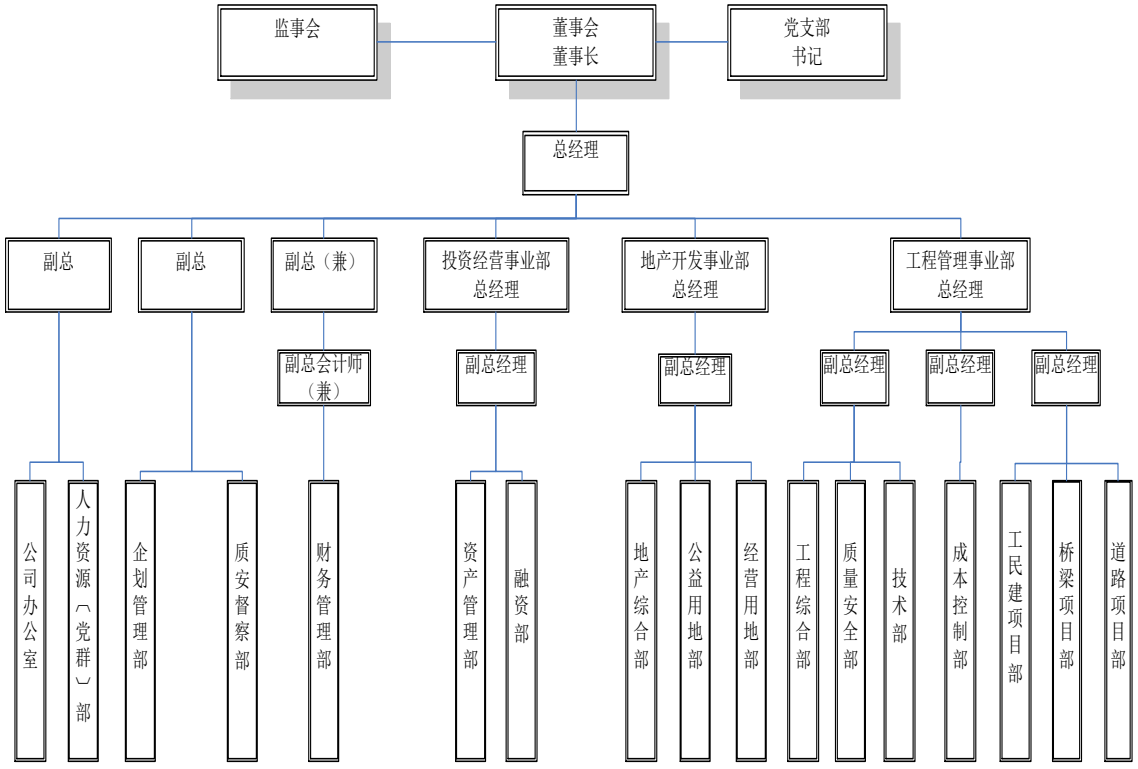
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，“20柳州城投MTN001”“20柳州城投MTN002”“20柳发01”“20柳发02”和“21柳发01”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

[5] 即2021年6月1日至2022年5月31日到期的债券

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
柳州市荣城资产经营管理有限公司	资产管理	26200.00	100.00
柳州市元杰建设开发有限公司	土地一级开发整理	14300.00	100.00
广西柳城盛迦旅游文化开发有限责任公司	旅游开发和经营管理	5000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	93.44	55.26	82.51	69.90
资产总额（亿元）	815.31	806.33	888.51	877.18
所有者权益（亿元）	387.25	369.32	372.55	373.26
短期债务（亿元）	78.88	105.26	153.32	147.76
长期债务（亿元）	272.99	270.76	299.45	291.95
全部债务（亿元）	351.87	376.01	452.77	439.71
营业收入（亿元）	15.42	14.99	13.37	3.62
利润总额（亿元）	5.08	4.73	4.70	0.94
EBITDA（亿元）	7.46	9.64	10.10	--
经营性净现金流（亿元）	15.28	-36.88	-9.58	6.70
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21767.99	23.39	15.01	--
存货周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	106.99	78.15	99.47	77.66
营业利润率（%）	18.45	20.28	21.23	25.81
总资本收益率（%）	0.87	1.04	0.99	--
净资产收益率（%）	1.22	0.96	0.93	--
长期债务资本化比率（%）	41.35	42.30	44.56	43.89
全部债务资本化比率（%）	47.61	50.45	54.86	54.09
资产负债率（%）	52.50	54.20	58.07	57.45
流动比率（%）	496.19	427.79	362.49	364.82
速动比率（%）	100.36	78.33	71.44	64.75
经营现金流动负债比（%）	10.40	-22.22	-4.43	--
现金短期债务比（倍）	1.18	0.53	0.54	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	47.19	39.00	44.84	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.39	0.37	--

注：1. 公司其他应付款及其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 2021 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	70.35	53.36	70.36	51.85
资产总额（亿元）	817.31	821.84	890.25	873.28
所有者权益（亿元）	387.23	369.34	372.59	373.31
短期债务（亿元）	63.11	99.07	141.27	134.81
长期债务（亿元）	268.70	251.01	280.06	275.47
全部债务（亿元）	331.81	350.08	421.33	410.28
营业收入（亿元）	15.40	14.97	13.35	3.62
利润总额（亿元）	5.09	4.76	4.74	0.95
EBITDA（亿元）	7.17	9.01	9.47	--
经营性净现金流（亿元）	-7.51	-13.35	-22.09	-2.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	23.38	14.99	--
存货周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	106.99	78.12	99.48	69.38
营业利润率（%）	18.44	20.27	21.22	25.81
总资本收益率（%）	0.89	1.08	1.04	--
净资产收益率（%）	1.23	0.97	0.94	--
长期债务资本化比率（%）	40.96	40.46	42.91	42.46
全部债务资本化比率（%）	46.15	48.66	53.07	52.36
资产负债率（%）	52.62	55.06	58.15	57.25
流动比率（%）	461.40	349.49	322.00	333.82
速动比率（%）	91.83	65.76	61.19	54.70
经营现金流动负债比（%）	-4.89	-6.64	-9.31	--
现金短期债务比（倍）	1.11	0.54	0.50	0.38
全部债务/EBITDA（倍）	46.27	38.87	44.47	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.31	0.38	0.37	--

注：1. 公司其他应付款及其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 2021 年一季度财务数据未经审计

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其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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。