信用等级公告

联合[2018] 2499 号

联合资信评估有限公司通过对柳州市城市投资建设发展有限公司及“18 柳州城投 CP001”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^{+}，“18 柳州城投 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年九月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

柳州市城市投资建设发展有限公司
2018 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券名称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
18 柳州城投 CP001	5 亿元	2019/8/03	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 9 月 3 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	75.19	154.86	138.65	160.61
资产总额(亿元)	662.36	777.21	829.05	849.44
所有者权益(亿元)	298.03	307.94	369.68	373.14
短期债务(亿元)	93.94	137.27	114.87	118.40
长期债务(亿元)	198.73	296.27	315.03	326.89
全部债务(亿元)	292.67	433.53	429.91	445.29
营业收入(亿元)	14.74	15.82	15.50	3.67
利润总额 (亿元)	3.23	3.41	3.88	0.68
EBITDA(亿元)	4.51	5.97	5.81	--
经营性净现金流(亿元)	26.53	-0.48	-39.01	8.61
营业利润率(%)	16.44	22.55	19.07	18.73
净资产收益率(%)	0.97	1.02	0.91	--
资产负债率(%)	55.00	60.38	55.41	56.07
全部债务资本化比率(%)	49.55	58.47	53.77	54.41
流动比率(%)	406.91	415.08	549.75	546.27
全部债务/EBITDA(倍)	64.84	72.65	74.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.34	0.21	--
经营现金流动负债比(%)	16.88	-0.28	-28.08	--

注：1.短期债务中含其他应付款中的有息部分；2.长期债务中含长期应付款中的融资租赁款；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张建飞　黄琪融

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“公司”）是柳州市主城区重要的城市路桥基础设施建设及土地一级开发的实施主体，对柳州市大型城建项目进行投融资建设和经营管理。跟踪期内，柳州市经济稳步发展，柳州市政府持续给予公司在资金注入、政府补助以及债务置换等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司业务易受国家政策和地区规划影响、受限资产规模大、债务规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将继续以柳州市路桥基础设施建设和土地开发为主业，辅以国有经营性资产管理；随着投资项目陆续完工，公司经营活动获现能力将有所增强，业务多元化有助于分散经营风险。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+，“18 柳州城投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 柳州市作为中国西部地区重要的工业基地，跟踪期内，经济持续稳步发展，财政实力稳步增长，基础设施投资力度较大，为公司业务发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为柳州市主城区重要的城市路桥基础设施建设以及土地一级开发的实施主体，跟踪期内持续获得柳州市政府在资金注入、财政补助以及债务置换等方面所给予的支持。
3. 房地产租赁和路桥收费等相关多元化业务的运营，有助于分散公司的经营风险。

关注

1. 受宏观经济、国家政策及地区整体规划的影响，土地开发收入稳定性偏弱，非经营性投资对利润总额影响大。
2. 跟踪期内，公司资产中以基础设施建设投入和土地为主的存货占比较高，整体受限资产规模大。
3. 公司不断通过外部融资满足城市基础设施建设的资金需要，跟踪期内，债务规模仍保持在较高水平。
4. 跟踪期内，公司经营活动获现能力受往来款影响较大，经营活动净现金流仍为负且资金缺口迅速扩大。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

柳州市城市投资建设发展有限公司
2018 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

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“18 柳州城投 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围均未发生变化，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 102788.00 万元，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”）为公司唯一股东以及实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 829.05 亿元，所有者权益 369.68 亿元（其中少数股东权益 829.42 万元）。2017 年，公司实现营业收入 15.50 亿元，利润总额 3.88 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 849.44 亿元，所有者权益 373.14 亿元（其中少数股东权益 0.08 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，利润总额 0.68 亿元。

公司注册地址：柳州市潭中东路 72 号；法定代表人：吴运远。

三、“18 柳州城投 CP001”概况及募集资金使用情况

公司于2018年8月3日发行“18柳州城投CP001”，余额5.00亿元。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
18 柳州城投 CP001	5.00	2018/8/3	5

资料来源：联合资信整理

由于本期债券发行时间较短，募集资金尚未使用。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是

主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小

幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域环境

1. 城市基础设施建设

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》指出，2018 年政府将启动新的三年棚改攻坚计划，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，加强排涝管网、地下综合管廊等建设工作。2018 年，中央将安排地方专项债券 1.35 万亿元，优先支持在建项目平稳建设，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司主要从事柳州市主城区城市道路桥梁的投融资、经营性路桥项目经营以及土地房屋等资产管理，其经营发展直接受柳州市经济及财政实力的影响。

根据柳州市统计局公布的相关数据，2017年，柳州市实现地区生产总值2755.64亿元，按可比价格计算，比上年增长7.1%。分产业看，第一产业增加值189.49亿元，增长3.7%；第二产业增加值1487.08亿元，增长4.4%；第三产业增加值1079.07亿元，增长11.6%。三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为6.88%、53.96%和39.16%。

2017年，柳州市全部工业总产值5116.14亿元，规模以上工业增加值1310.58亿元，增长4.7%。

2017年，柳州市固定资产投资2697.2亿元，同比增长15.3%。其中：第一产业投资完成96.82亿元，比上年下降0.15%；第二产业投资完成1006.87亿元，增长10.7%，其中工业投资完成966.23亿元，增长8.0%，增速比去年提高了6个百分点；第三产业投资完成1593.49亿元，增长19.6%，三产占全部投资比重已达到近59.1%，比去年提高了2个百分点。

根据《柳州市2017年财政预算执行情况和2018年财政预算（草案）报告》，2017年柳州市全市财政收入403.8亿元，同比增长9.1%。全市地方一般公共预算收入179.8亿元，同比增长13.0%。其中，税收收入128.22亿元，同比增长11.9%，占一般预算收入的71.3%；非税收入51.58亿元，同比增长15.8%，占一般公共预算收入的28.7%。政府性基金收入118.3亿元，同比增长0.3%。上级补助收入176.36亿元。截至2017年底，全市政府债务余额528.1亿元，其中一般债务181.32亿元，专项债务346.78亿元。以此计算，2017年底柳州市政府债务率为111.31%，债务负担较重。

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。

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。总体来看，柳州市城市基础设施建设行业发展前景良好。

总体看，柳州市经济及财政实力持续增长，柳州市政府债务负担重。

六、基础素质分析

公司作为柳州市主城区重要的基础设施建设以及土地一级开发实施主体，跟踪期内，在资金注入、财政补助及债务置换等方面得到了市政府的大力支持。2017年，柳州市财政局向公司注入资金6.39亿元，计入公司“资本公积”。2017年获得其他收益1.78亿元，以政府补助为主，包括土地出让金返还、城市路网专项补助、再生能源专项补助、城市建设支出补助等。截至2018年3月底，公司累计163.91

亿元债务纳入地方政府一类债务，置换的债务计入“资本公积”，待置换余额为 11.44 亿元。

根据 2018 年 6 月 19 日的经中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1045020200032380X）显示，公司存在 36 笔欠息记录，均已于 2007 年 6 月 21 日至 2016 年 9 月 22 日结清。根据公司的说明，公司的欠息系由于公司人员疏忽付息日为周六、银行系统扣息操作失误等原因所致，并非公司故意造成。公司已结清关注类贷款 15 笔，均系银行信贷资产分类标准的要求所致，公司已于 2011 年 11 月前结清，公司未发生欠息、逾期情况。公司存在关注类对外担保 18900 万元，根据有关协议及说明，上述对外担保已到期解保，公司已无担保义务，但受征信系统信息更新滞后影响，仍列入关注类对外担保。

七、管理分析

跟踪期内，根据柳州市国资委相关任免通知、决定，由唐志华担任公司总经理。

唐志华，男，1976 年 2 月生，汉族，籍贯广东罗定，在职本科学历，曾任广西柳州市北城投资开发集团有限公司副总经理，柳州市房地产开发有限责任公司副总经理，现任公司总经理。

公司上述人事变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。

跟踪期内，公司管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要包括基础设施建设、土地开发整理、城市路桥收费、土地及房屋租赁、房地产开发业务等。

2016~2017 年，公司分别实现营业收入 15.82 亿元和 15.50 亿元，保持相对稳定。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	8.21	51.91	24.08	9.71	62.69	25.00	--	--	--
项目回购	5.87	37.12	9.64	4.35	28.05	5.05	3.52	95.78	18.83
租赁	0.61	3.87	33.78	0.65	4.22	46.30	0.15	4.13	52.40
路桥收费	1.10	6.95	90.19	--	--	--	--	--	--
房产销售	--	--	--	0.76	4.93	25.01	--	--	--
其他	0.02	0.15	49.51	0.02	0.10	23.39	小于 0.01	0.09	10.03
合计	**15.82**	**100.00**	**23.73**	**15.50**	**100.00**	**20.30**	**3.67**	**100.00**	**20.21**

资料来源：公司提供

注：其他业务包括码头业务以及建设管理费业务，2018 年 1~3 月实现收入合计 32.95 万元。

从营业收入构成看，2016 年及 2017 年，公司基础设施建设业务（项目回购）收入分别为 5.87 亿元和 4.35 亿元，收入规模和占比的下降主要因公司政府回购项目减少所致。2017 年，房产销售收入 0.76 亿元。2016 年，城市路桥收费业务收入 1.10 亿元，2017 年受会计准则调整的影响，公司将该板块业务收入调整至“其他收益”。2016 年及 2017 年，公司新增土地开发整理业务收入 8.21 亿元和 9.71 亿元，成为目前最主要收入来源。

2017 年，公司综合毛利率 20.30%，同比下降 3.43 个百分点主要系当年毛利率较高的城市路桥收费业务计入“其他收益”，同时占比较高的项目回购业务毛利率下降所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，为 2017 年全年的 23.68%。同期，公司综合毛利率为 20.21%。

2. 业务经营分析

（1） 基础设施建设业务

公司是柳州市重要的城市基础设施建设主体，承担柳州市主城区主要市政道路及桥梁项目的建设任务。公司自成立以来，先后投资建成了阳和大桥、友谊大桥、静兰桥、双冲桥、沿江景观道路、柳石路、桂中大道北段、南环路东段、红光桥、飞鹅立交桥、龙屯桥、胜利立交桥、城市污水综合治理工程、河东新区路网及排水工程等一大批市政和公用设施项目。

近年来，公司处于回购期的城市基础设施建设项目均已于2012年前与政府签订了回购协议，由公司筹集并投入非经营性城市基础设施项目建设资金，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。截至2018年3月底，公司签订的回购项目共12个，回购期在2009年至2021年之间。根据回购协议，政府拟回购金额总计123.60亿元，截至2018年3月年底已确认的回购收入103.95亿元，已全部到位。2018年4~12月至2021年期间仍有19.65亿元待回购。2015~2017年及2018年1~3月，公司分别确认基础设施建设收入12.09亿元、5.87亿元、4.35亿元和3.52亿元，受政府回购进度放缓影响有所下降。

2012年后，公司所承做的基础设施建设项目均未签订回购协议，公司主要以自筹资金进行项目建设，投入资金计入“存货-开发成本”，政府根据财政安排每年向公司拨付资金，并准许或授权公司开展土地一级开发、路桥资产管理等业务，以平衡基础设施建设的资金投入。

截至2018年3月底，公司在建项目初始概算总投资192.23亿元，已累计投资91.37亿元。

表4 2018年3月底重点在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	已投资额
城市路网工程		
东环路文昌路交叉口改造	2.20	0.92
河东以北片区路网	6.80	2.74
莲花大道	16.60	10.27
沙塘至沙埔(一期)	5.58	3.30
沙塘至沙埔(二期)	7.78	0.91
沙塘至沙埔(三期)	9.18	1.22
双冲桥柳化下穿	0.20	0.14
顺航路与兴港路	1.67	1.56
五岔路口改造	1.89	1.93
文昌路人民医院人行通道	0.19	0.14
东外环南段	20.00	2.33
潭中西路南片区路网	3.95	0.02
河西物流园	14.62	0.23
桥梁隧道工程		
白沙大桥	5.96	6.70
官塘大桥	12.09	7.01
桂中公园	1.12	0.32
环江滨水大道	16.17	18.91
环江旅游码头	0.11	0.21
下桃花片区路网(南环路立交)	9.00	3.04
胜利路改造	2.59	1.99
西外环	22.98	9.93
白莲大道(门头路)	3.36	16.70
白沙大桥西岸引道立交	5.96	0.49
凤凰岭大桥	19.29	0.33
三门江跨江桥	2.00	0.03
桂中大道延长线景观提升	0.94	--
合计	**192.23**	**91.37**

资料来源：公司提供

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。

截至2018年3月底，公司拟建项目计划总投资额47.56亿元，以城市道路、桥梁、隧道为主，资金来源将通过自筹、银行贷款、发行债券等多种方式筹集。

表5 2018年3月底公司拟建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资
桥梁、隧道工程	
潭中东路与东环路路口改造工程	待定
高新三路立交工程	3.00
河东大桥改扩建工程	10.00
白云大桥工程	15.00
双冲桥匝道工程	1.00
城市路网	
大美天地周边规划道路	5.00

北雀路（南段）改造工程	3.50
雀儿山路改造工程	1.60
永前路改造工程	1.00
白沙路延长线	待定
白露至凤凰河沿江道路	3.00
静兰大桥至洛维高速公路西岸沿江道路	2.46
旅游及旅游基础设施	
蛮王城沿江景观工程	2.00
合计	**47.56**

资料来源：公司提供

注：由于负责统计项目投资数据部门的调整，数据统计口径有所变化，故表 3 及表 4 中相关数据较上期变动较大。

总体看，公司在建和拟建项目投资规模较大，未来面临一定的投融资压力。

（2） 土地整理业务

公司所承担的土地一级开发项目均经柳州市人民政府授权，并与柳州市土地储备交易中心签订相关土地一级开发整理项目委托合同。待土地出让后，除上交国家和自治区部分外的其余全部土地出让金均进入市财政，市财政在将土地一级开发整理成本返还至公司的同时按成本的 8%~10%给予公司土地整理利润。

表 6 2016~2017 年土地开发情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	2016 年	2017 年
完成土地整理面积	2829.00	910.00
平均开发成本	70.00	80.00
土地开发总成本	198030.00	72800.00
土地出让面积	628.12	1201.00
出让均价	437.51	427.31
土地出让成交总价	274810.00	513160.00
返还至公司确认土地出让收入	82100.00	97144.30

资料来源：公司提供

2016 年之前，市财政以资本金形式将土地整理净利润以资本金形式注入至公司，计入“资本公积”；2016 年以后公司将该部分款项以土地整理收入形式进行核算。2016 年及 2017 年，公司分别完成土地整理 2829 亩和 910.00 亩，土地出让面积分别为 628.12 亩和 1201.00 亩，土地出让成交总价分别为 27.48 亿元和 51.32 亿元，当年公司确认土地综合开发收入分别为 8.21 亿元和 9.71 亿元，款项已全部收回。2017 年底，公司存货中土地使用权账面价值 187.46 亿元。2018 年及 2019 年，公司计划出让土地 600~700 亩。未来，随着土地逐渐变现，预计公司土地综合开发收入将得以持续，但易受土地市场行情和房地产行情影响。

（3） 城市路桥收费业务

作为柳州市主城区重要的基础设施建设项目以及土地一级开发建设项目的重要实施主体，公司在柳州市城镇化发展过程中承担着公益性基础设施投融资任务，柳州市人民政府为提高公司经营能力、弥补公益性项目对公司造成的资金压力，向公司注入经营性资产。

2005 年，经广西壮族自治区人民政府批准，公司成为柳州市“四桥一路”（壶东大桥、壶西大桥、文惠桥、潭中高架桥和南环路）、城市内环路及中心主骨架道路收费项目的管理主体，自 2006 年 1 月 1 日向机动车征收道路桥梁机动车通行费，收费年限 23 年，采取年票和次票相结合的收费方式。

自 2014 年 1 月 1 日，公司正式停止向社会公众收取路桥费，原向车主收取的路桥费改由柳州市财政局给予财政补贴，首年补贴金额为 9000.00 万元，根据柳政办函【2014】6 号文，每年按 10.00%的比例逐年稳定增长，直至收费年限结束。依据 2013 年 3 月柳州市人民政府常务会议决议通知（[2013]1 号）第 3 项“原则同意从 2014 年起安排资金 9000 万元作为城投公司路桥费补贴，所需经费列为财政预算”。

2015~2016 年，公司分别确认路桥通行费收入 1.00 亿元和 1.10 亿元，计入“营业收入”；2017 年，公司收到路桥通行费补贴款 1.21 亿元，受会计准则变更的影响，公司将该部分款项确认为补贴收入计入“其他收益”。

（4） 土地及房产租赁业务

公司以自建、外购以及柳州市人民政府无偿划拨等方式，积累了多处可供出租的资

产（计入“存货”、“固定资产”等科目），开展自有土地、房屋、办公楼的租赁业务，每年持续形成的租金收入成为营运资金的补充。目前，公司已出租的资产主要包括旧机场11块土地、文昌综合楼及东堤春晓商业物业。

①旧机场地块为政府划拨所得，为公司可租赁地块较为集中的土地资产；自2014年起，公司逐步将到期土地收回，转由公司自主经营管理，可租赁总面积为463亩。2010年起公司对该地块采取每年一签的短租模式，出租单价为1.2元/m^2·月，出租率为98%。

②文昌综合楼为公司自建，建筑功能为行政办公，总建筑面积75158平方米；其中主楼底下2层，地上12层，建筑高度72.95米；裙楼3层，建筑高度24.53米。目前，公司与柳州市机关事务管理局签订长期租赁协议，该项目已全部出租给柳州市政府部门，出租单价为40元/m^2·月。

③东堤春晓项目是公司投资建造并于2012年4月正式开业的集餐饮、休闲、娱乐、文化于一体的商业中心，总租赁建筑面积约15000平方米，出租单价为30元/m^2·月，出租率为75%。

2016年及2017年，公司租赁收入分别为0.61亿元和0.65亿元；毛利率分别为33.78%和46.30%，2016年毛利率较低主要系当年毛利率较高的旧机场地块部分土地被市政府收回，导致当期该地块的收入减少所致。

（5） *房地产开发业务*

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。

公司已建成在售的主要房地产项目包括柳州风情港、荣城•祥和名邸、荣美雅居及优山美地等。

①柳州风情港属于柳州城市发展的重点工程项目之一，包括高层住宅、商业、酒店、商务楼、明城墙保护及蜡像馆等多种功能的建筑集群组成，并与五星商圈无缝对接，是柳州市的城市名片。该项目总投资19.68亿元，建设期限自2009年至2017年，截至2018年3月底，该项目已销售90.00%。

②荣城•祥和名邸为柳州市荣军路旧城改造项目安置小区，总投资6.50亿元，建设期自2012年5月至2014年2月，截至2018年3月底已销售比例97.20%。

表7 2018年3月底公司主要房地产项目概况

（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	已售比例
风情港	32.54	19.68	19.68	90.00
荣城•祥和名邸	14.99	6.50	6.50	97.20
荣美雅居	5.80	2.80	2.80	87.23
优山美地	11.00	4.68	4.02	32.38
柳沙馨园	11.81	4.05	4.05	0.04
合计	**76.14**	**37.71**	**37.05**	--

资料来源：公司提供

公司房地产板块收入规模始终很小，主要来自风情港、祥和名邸及荣美雅居，其中：2016年，公司未结转房地产销售收入，但当期预收购房款约7000万元；2017年确认房地产销售收入0.76亿元。

基于公司为柳州市主城区城市路桥基础设施建设的重要建设主体的优势，其在路桥基础设施建设阶段拍得地块的同时可以获得柳州市政府的土地出让金返还，公司在取得地块方面较其他房地产企业具有明显成本优势。但受房地产市场行情影响，未来收入存在不确定性。

3. 未来发展

“十三五”期间，柳州市规划实施重大项目926项，总投资规模达到1万亿元以上，主要布局在基础设施建设、产业升级增效、民生保障改善、生态文明建设等四大投资领域的17个重点投资方向。公司作为柳州市主城区基础设施建设的投融资主体，未来仍将以城市路桥基础设施建设、土地综合开发为主业。

项目建设方面，公司将积极推进在建项目、续建项目、拟建项目的进程；土地综合整理方面，为平衡公益性项目收支，公司将加大力度推进土地一级整理工作，寻找土地整理项目新的增长点。

此外，公司将积极与柳州市人民政府沟通，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。

总体看，随着柳州市城镇化建设和基础设施改造升级等工作的推进，公司未来业务发展将保持稳定。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年的财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司拥有合并范围子公司 4 家。其中，2017 年较 2016 年新增 1 家子公司。2018 年 1~3 月，公司合并范围无变化。新增子公司净资产规模、收入规模较小，对公司财务数据的可比性影响小。

截至 2017 年底，公司资产总额 829.05 亿元，所有者权益 369.68 亿元（其中少数股东权益 829.42 万元）。2017 年，公司实现营业收入 15.50 亿元，利润总额 3.88 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 849.44 亿元，所有者权益 373.14 亿元（其中少数股东权益 0.08 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，利润总额 0.68 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 829.05 亿元，同比增长 6.67%。其中：流动资产占 92.12%、非流动资产占 7.88%，公司资产以流动资产为主。

表 8　2015~2017 年及 2018 年 3 月底公司资产主要科目情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	154.86	19.93	138.65	16.72	160.61	18.91
预付款项	85.39	10.99	36.51	4.40	36.29	4.27
其他应收款	4.50	0.58	42.89	5.17	34.57	4.07
存货	463.97	59.70	536.71	64.74	543.84	64.02
流动资产合计	**717.80**	**92.36**	**763.69**	**92.12**	**783.75**	**92.27**
可供出售金融资产	44.80	5.76	48.74	5.88	49.18	5.79
固定资产	9.84	1.27	11.32	1.37	11.22	1.32
非流动资产合计	**59.41**	**7.64**	**65.36**	**7.88**	**65.69**	**7.73**
资产总额	**777.21**	**100.00**	**829.05**	**100.00**	**849.44**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报告

流动资产

2017 年底，流动资产为 763.69 亿元，同比增长 6.39%。

2017 年底，公司货币资金 138.65 亿元，主要为银行存款和其他货币资金。2017 年底，公司受限货币资金 18.00 亿元（其他货币资金），全部质押用于贷款。

2017 年底，公司预付款项 36.51 亿元，同比下降 57.24%，主要系随着各项项目工程进度的推进，预付款随之结转所致。

2015~2017 年，公司其他应收款波动较大，年均复合增长 15.62%。2017 年底，公司其他应收款 42.89 亿元，较上年底增加 38.39 亿元，主要系新增了应收柳州市祥源投资发展有限

公司、广西柳州市金融投资发展集团有限公司（以下简称“柳州金融投资公司”）的往来款（合计 33.00 亿元）所致。柳州金融投资公司成立于 2017 年 3 月 16 日，柳州市国资委为该公司唯一股东及实际控制人；柳州金融投资公司主要承做以金融为主、非金融为辅的投资、资本运作及资产管理业务，考虑到该公司属于国企性质，其回收风险较小。账龄上看，1 年以内的占 97.99%，2 年以上的占 2.01%。整体看，公司其他应收款集中度较高，账龄短，对公司资金占用较为明显。

2015~2017 年，公司存货小幅增长，年均复合增长 8.07%。2017 年底，公司存货 536.71 亿元，同比增长 15.68%。其中：市政开发成本 240.20 亿元（占 44.75%），为建设的道路、桥梁等市政基础设施工程；土地使用权 187.46 亿元（占 34.93%，182.83 亿元为注资方式取得，4.63 亿元为出让方式取得）；房地产开发成本 54.05 亿元（占 10.07%）。公司未计提存货跌价准备。

2017 年底，公司其他流动资产 8.93 亿元，同比下降 1.78%。其中：预交税费 1.30 亿元；委托贷款 7.62 亿元，系公司发行的“14 柳州城投小微债”所产生的尚未到期的委托贷款余额，公司委托贷款由银行进行风险把控，并由当地国有担保公司提供担保，尚未发生过债务人违约而对公司造成损失的情况。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 65.36 亿元，同比增长 10.02%。

2017 年底，公司可供出售金融资产 48.74 亿元，同比增长 8.78%，主要系新增对柳州市正坦建设投资有限公司、柳州柳银城投投资基金管理中心（有限合伙）等公司的投资所致。

公司长期应收款均为应收融资租赁保证金，为 2016 年新增科目，2017 年底无变化。

2017 年底，公司固定资产 11.32 亿元，同比增长 15.05%，主要系在建项目转入所致。其中，房屋及建筑物占 99.91%、运输设备占 0.06%、办公及电子设备占 0.03%。

2017 年底，公司其他非流动资产 2.75 亿元，同比增长 26.78%，全部为公益性房屋及建筑物，面积共 6.51 万平方米。

2017 年底，公司受限资产合计 181.48 亿元，占资产总额的 21.89%，全部用于办理抵质押借款，包括货币资金、土地使用权及房屋建筑物。公司受限资产规模较大。

2018 年 3 月底，公司资产总额 849.44 亿元，较 2017 年底增长 2.46%。其中，流动资产 783.75 亿元，较 2017 年底增长 2.63%，主要来自货币资金以及存货的增长。非流动资产 65.69 亿元，较 2017 年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，其中以市政开发投入和土地为主的存货占比较大，应收类账款占比较大，对资金占用明显，货币资金相对充足，资产流动性较好；但公司受限资产规模较大，对未来融资能力造成一定影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 369.68 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元），同比增长 20.05%，主要由实收资本（占 2.78%）、资本公积（占 88.88%）及未分配利润（占 7.40%）构成。2017 年，公司实收资本为 10.28 亿元，未发生变化；资本公积为 328.57 亿元，同比增长 21.64%，主要系当年柳州市财政局向公司注入土地使用权（0.35 亿元）、资金（6.39 亿元）以及政府债务置换（51.96 亿元）所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 373.14 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元），较 2017 年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，其中实收资本和资本公积占比大，所有者权益结构稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债合计 459.37 亿元，同比下降 2.11%。其中，流动负债占 30.24%、非流动负债占 69.76%。

2017 年底，公司流动负债 138.92 亿元，同比下滑 19.67%，主要来自短期借款和一年内到期的非流动负债的下降。公司短期借款 12.90 亿元，全部为质押借款。应付账款 4.18 亿元，同比下降 6.01%，主要为应付施工单位的工程款。从账龄上来看，账龄在 1 年以内的占 41.47%、1~2 年的占 36.99%、2~3 年的占 10.78%、3 年以上的占 10.76%，前五大应付账款期末余额合计 2.23 亿元，占比 63.08%。预收款项 4.44 亿元，为公司名下房地产销售收取的预售款，由于房屋尚未交付，因此预售款计入预收账款科目。其他应付款 52.03 亿元，同比下降 19.44%。其中，账龄在 1 年以内占 5.89%、1~2 年占 84.36%、2 年以上占 9.74%。本报告已将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算。一年内到期的非流动负债 56.80 亿元，同比下滑 26.42%，主要为一年内到期的长期借款（31.48 亿元）及应付债券（19.50 亿元）。

2017 年底，公司非流动负债 320.45 亿元，同比增长 8.14%，主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。长期借款 193.37 亿元，同比下降 9.85%，主要由信用借款（占 26.00%）、抵押借款（占 30.08%）和质押借款（占 43.92%）构成。

2017 年，公司应付债券 53.27 亿元，同比增长 54.45%，主要系“2017 中信银行 PPN001”、“国开行柳州城投 MTN001”、“光大银行 PPN002”及“柳州城投 2017 年第 2~6 期债权融资计划”的成功发行所致。

2017 年底，公司长期应付款 68.39 亿元，同比增长 44.68%，主要为应付融资租赁款，本报告将其调整至长期债务。

2016 年以前，公司将政府返还的土地出让金计入专项应付款，待土地整理成本结转后将其转入资本公积；2016 年以后，公司专项应付款的主要构成为应付工程项目款。因此近两年公司专项应付款分别为 0 亿元和 5.37 亿元。

表 9　公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	137.27	114.87	118.40
长期债务	296.27	315.03	326.89
全部债务	**433.53**	**429.91**	**445.29**
长期债务资本化比率	49.03	46.01	46.70
全部债务资本化比率	58.47	53.77	54.41
资产负债率	60.38	55.41	56.07

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司全部债务 429.91 亿元，其中，短期债务占 26.72%、长期债务占 73.28%。

2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 55.41%、53.77%、46.01%，较 2016 年底分别下降 4.97 个、4.70 个及 3.02 个百分点。

2018 年 3 月底，公司负债总额 476.30 亿元，较 2017 年底增长 3.28%。其中流动负债占 30.12%，非流动负债占 69.88%。2018 年 3 月底，公司流动负债 143.47 亿元，较上年底增长 3.28%，主要来自短期借款的增长；公司非流动负债 332.83 亿元，较上年底增长 3.86%，主要来自长期借款及应付债券的增长。

有息债务方面，2018 年 3 月底，公司全部债务 445.29 亿元，较 2017 年底增长 3.58%，构成仍以长期债务为主。债务指标方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较 2017 年底均有所增长，分别为 56.07%、54.41%及 46.70%。

总体看，跟踪期内，公司负债仍以非流动负债为主，债务规模保持在较高水平，债务负担处于可控范围内。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 15.50 亿元，同比下降 2.02%。同期，公司营业成本为 12.35

亿元，同比增长 2.40%。当期营业利润率为 19.07%，同比下降 3.48 个百分点。

表 10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	15.82	15.50
投资收益	1.52	0.92
其他收益	--	1.78
营业外收入	1.10	小于 0.01
利润总额	3.41	3.88
营业利润率	22.55	19.07
总资本收益率	0.71	0.62
净资产收益率	1.02	0.91

资料来源：根据公司审计报告整理

从期间费用看，2017 年，公司期间费用为 1.96 亿元，同比下降 17.70%，主要来自财务费用的减少。当期，期间费用占营业收入比重为 12.66%，较上年下降 2.42 个百分点。整体看，公司对期间费用的管控能力一般。

2017 年，公司利润总额 3.88 亿元，同比增长 13.52%。从非经常性损益对利润的影响看，公司投资收益（委托贷款收益、出售部分南方黑芝麻股票等）和营业外收入（2017 年为其他收益）合计分别为 1.97 亿元、2.62 亿元和 2.70 亿元，分别占利润总额的 60.84%、76.78%和 69.59%，占比较高。

2016 年及 2017 年，公司总资本收益率分别为 0.71%和 0.62%，净资产收益率分别为 1.02%和 0.91%，始终处于低水平，公司盈利能力弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，为 2017 年的 23.68%；投资收益 0.14 亿元，公司利润总额为 0.68 亿元。2018 年 1~3 月，公司营业利润率为 18.73%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入小幅下滑；非经常性损益对利润的影响较大，公司整体盈利能力弱。

5．现金流分析

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动现金流入量为 36.26 亿元。其中：销售商品、提供劳务收到的现金主要为基础设施建设项目收入、一级土地开发出让收入返还、租赁收入等；收到其他与经营活动有关的现金包括路桥收费收入、各项财政补贴、拆迁进度款以及往来款的收回。2017 年，公司现金收入比 113.41%，同比增长 14.15 个百分点，主要得益于土地出让收入返还款到位及时。2017 年，公司经营活动现金流出量为 75.27 亿元，其中：购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长 102.77%，主要系偿还经营性应付款导致；支付其他与经营活动有关的现金较上年增长 24.14%，主要为支付的往来资金量的增长。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-39.01 亿元，较上年大幅减少 38.51 个百分点。

表 11　公司现金流量表主要构成

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	56.70	36.26
经营活动现金流出量	57.18	75.27
经营活动现金流量净额	**-0.50**	**-39.01**
投资活动现金流量净额	**-31.15**	**-2.07**
筹资活动现金流量净额	**89.07**	**28.87**
现金收入比	99.26	113.41

资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动现金流入量较上年小幅下降 2.71%至 3.16 亿元。投资活动现金流出量下降 84.80%至 5.23 亿元，主要系 2016 年公司对 11 家企业进行投资导致当期投资支付的现金大幅增长所致，2017 年公司投资支付的现金回归正常水平。受此影响，公司投资活动现金流量净额大幅下滑 93.35%至-2.07 亿元。

2017 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-41.08 亿元，现金流对外部融资保持较大依赖。

筹资活动现金流方面，2017 年，公司筹资活动现金流入量仍保持较大规模，为 114.65 亿元，主要为取得银行借款和发行债券所收到的现金。2017 年，公司筹资活动现金流出

85.78 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 28.87 亿元。公司根据当年项目用款计划及存量贷款还款安排进行相应的筹资活动。但 2017 年公司现金及现金等价物净增加额为 -12.21 亿元，外部融资无法满足当年公司经营及投资活动所需资金。

2018 年 1~3 月，受往来款支出减少的影响，公司经营活动现金流量净额 8.61 亿元。同期，公司投资活动净现金流为 0.03 亿元，筹资活动现金流量净额 10.31 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力受往来款影响较大，经营活动净现金流仍为负且资金缺口迅速扩大；受城市基建、土地整理等业务特点影响，投资活动现金流出规模始终较大，整体现金流对筹资活动依赖程度较高，但 2017 年公司筹资活动现金流无法弥补经营及投资活动的资金缺口。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率及速动比率分别为 549.75%和 163.39%，同比分别增长 134.67 个及 16.61 个百分点；2016 年及 2017 年经营活动现金流为负，对流动负债无保障能力。2018 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 546.27%和 167.22%，较 2017 年底变动不大。总体看，公司流动资产中存货占比较大，且经营活动产生的现金流量净额波动较大，但 2017 年底及 2018 年 3 月底现金类资产对同期短期债务的覆盖倍数分别为 1.21 倍和 1.36 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 5.81 亿元，同比下降 2.66%；全部债务/EBITDA 为 74.01 倍，公司长期偿债指标低。考虑到公司获得政府支持力度大，且土地资源较为丰富，随着工程逐步推进，未来收益将逐步体现。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额合计 32.55 亿元，担保比率 8.80%。公司为 5 家集团企业提供担保，被担保人均为柳州市国资委直接或间接参股或控股的企业，其中：前 4 家被担保人均为承担柳州市基础设施建设任务的国有公司，担保余额合计 30.01 亿元，占比最大的为广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“柳东公司”）的担保，柳东公司负责柳州市柳东新区的投融资、开发建设、经营管理，区域垄断地位明显，对担保代偿风险相对较小；柳州化学工业集团有限公司为化工类企业，担保余额合计 2.54 亿元，所处行业风险度较大，但所涉担保余额规模较小。

表 12　2018 年 3 月底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保人	担保余额
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	200000.00
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	30000.00
柳州市祥源投资发展有限公司	30000.00
柳州阳和开发投资有限公司	40097.21
柳州化学工业集团有限公司	25364.00
合计	**325461.21**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司获得各类金融机构授信总额 414.40 亿元，已使用额度 391.60 亿元，未使用额度 22.80 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

十、“18 柳州城投 CP001”偿还能力分析

公司于 2018 年 8 月 3 日发行“18 柳州城投 CP001”，余额 5.00 亿元。

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为“18柳州城投CP001”发行规模的8.58倍、11.34倍和7.25倍；经营活动现金流量净额分别为“18柳州城投CP001”发行规模的5.31倍、-0.10倍和-7.80倍；EBITDA分别为“18柳州城投CP001”发行规模的0.90倍、1.19倍和1.16倍。

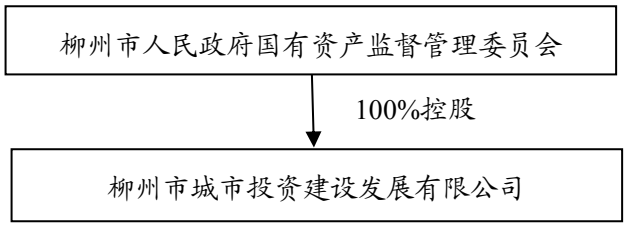
整体看，公司经营活动产生的现金流入量

对“18柳州城投CP001”保障能力好，EBITDA对“18柳州城投CP001”的保障能力尚可。

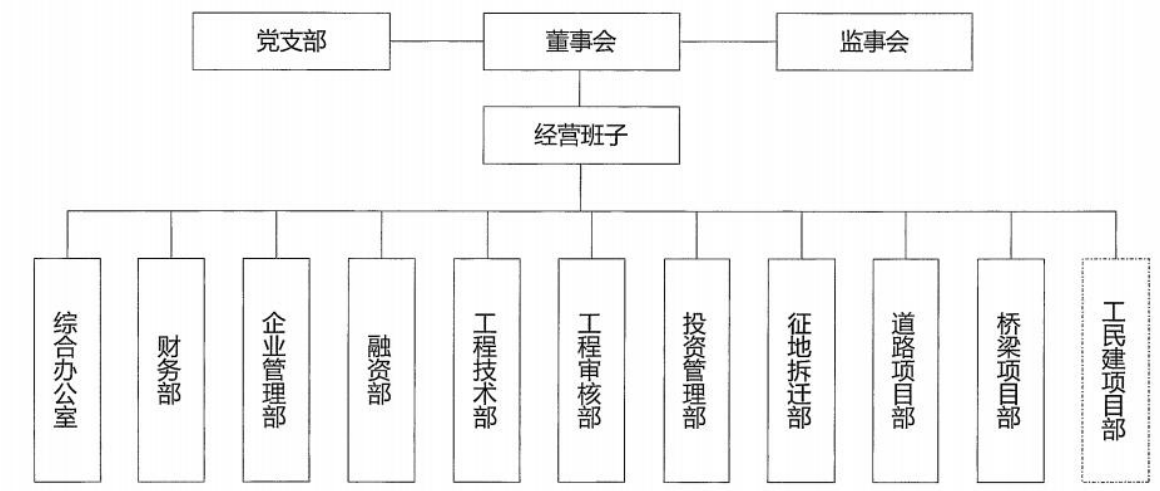
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“18 柳州城投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	75.19	154.86	138.65	160.61
资产总额(亿元)	662.36	777.21	829.05	849.44
所有者权益(亿元)	298.03	307.94	369.68	373.14
短期债务(亿元)	93.94	137.27	114.87	118.40
长期债务(亿元)	198.73	296.27	315.03	326.89
全部债务(亿元)	292.67	433.53	429.91	445.29
营业收入(亿元)	14.74	15.82	15.50	3.67
利润总额(亿元)	3.23	3.41	3.88	0.68
EBITDA(亿元)	4.51	5.97	5.81	--
经营性净现金流(亿元)	26.53	-0.48	-39.01	8.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18686.05	15796.03	15730.48	--
存货周转次数(次)	0.02	0.03	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	86.49	99.26	113.41	211.87
营业利润率(%)	16.44	22.55	19.07	18.73
总资本收益率(%)	0.62	0.71	0.62	--
净资产收益率(%)	0.97	1.02	0.91	--
长期债务资本化比率(%)	40.01	49.03	46.01	46.70
全部债务资本化比率(%)	49.55	58.47	53.77	54.41
资产负债率(%)	55.00	60.38	55.41	56.07
流动比率(%)	406.91	415.08	549.75	546.27
速动比率(%)	114.49	146.78	163.39	167.22
经营现金流动负债比(%)	16.88	-0.28	-28.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.34	0.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	64.84	72.65	74.01	--

注：1.短期债务中含其他应付款中的有息部分；2.长期债务中含长期应付款中的融资租赁款；3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

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+利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息