信用等级公告

联合〔2019〕1874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^+，“18柳州城投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月九日

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	2019/08/03	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 9 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	154.86	138.65	93.44	89.19
资产总额(亿元)	777.21	829.05	815.31	826.62
所有者权益(亿元)	307.94	369.68	387.25	386.73
短期债务(亿元)	137.27	114.87	116.00	121.47
长期债务(亿元)	296.27	315.03	274.56	273.36
全部债务(亿元)	433.53	429.91	390.56	394.83
营业收入(亿元)	15.82	15.50	15.42	4.13
利润总额 (亿元)	3.41	3.88	5.08	0.80
EBITDA(亿元)	5.97	5.81	6.20	--
经营性净现金流(亿元)	-0.48	-39.01	15.28	-3.99
营业利润率(%)	22.55	19.07	18.45	18.25
净资产收益率(%)	1.02	0.91	1.22	--
资产负债率(%)	60.38	55.41	52.50	53.22
全部债务资本化比率(%)	58.47	53.77	50.21	50.52
流动比率(%)	415.08	549.75	496.19	464.47
全部债务/EBITDA(倍)	72.65	74.01	62.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.21	0.26	--
经营现金流动负债比(%)	-0.28	-28.08	10.40	--

注：1.短期债务中含其他应付款及其他流动负债中的有息部分；2.长期债务中含长期应付款中的融资租赁款；3.2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：黄琪融　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

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，公司债务规模下降，债务负担有所减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地整理业务易受国家政策和地区规划影响、未来拟投资规模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，公司盈利能力有望得以增强。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，经济稳步发展，财政实力持续增长，基础设施投资力度较大，公司外部发展环境良好。
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. 公司账面土地资产规模较大，公司土地综合开发业务持续性强。
4. 跟踪期内，公司债务规模下降，债务负担有所减轻。

关注

1. 公司基础设施建设项目拟投资规模大，存在一定资本支出压力。
2. 公司利润对非经常性损益的依赖程度高，整体盈利能力弱。
3. 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。
4. 跟踪期内，公司融资规模迅速下滑，当年筹资活动现金流大幅净流出；此外，公司尚未使用授信额度规模较小，融资渠道有待拓宽。

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，公司股权结构发生变化，2018 年 11 月 20 日，根据《柳州市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入柳州市城市投资建设发展有限公司等企业国有股权通知》，柳州市国资委决定以其持有的公司全部股权作为出资注入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”），股东由柳州市国资委会变更为柳州城建。经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 102788.00 万元，柳州城建为公司唯一股东，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”）为公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 815.31 亿元，所有者权益 387.25 亿元。2018 年，公司实现营业收入 15.42 亿元，利润总额 5.08 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 826.62 亿元，所有者权益 386.73 亿元。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.13 亿元，利润总额 0.80 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、存续债券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、%）

债券简称	债券余额	起息日	票面利率
18 柳州城投 CP001	5.00	2018/8/3	4.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至本报告出具日，“18 柳州城投 CP001”募集资金已使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持

续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””

2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2018 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

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，主要从事柳州市主城区城市道路桥梁的建设、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。

柳州市位于广西壮族自治区中北部，是广西省第一大工业城市，西南地区工业重镇、综合交通枢纽、商贸物流中心，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，拥有上汽通用五菱、柳钢、东风柳汽、柳工、五菱等全国 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。

根据柳州市统计局公布的相关数据，2018 年，柳州市实现地区生产总值 3053.65 亿元，同比增长 6.4%。其中，第一产业增加值 195.00 亿元，增长 4.9%；第二产业增加值 1608.66 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 1249.99 亿元，增长 11.9%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 6.39%、

52.68%和 40.93%，对经济增长的贡献率分别为 5.2%、22.1%和 72.7%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 75945 元。

2018 年，柳州市全部工业总产值 5146.88 亿元，同比增长 2.2%；其中，规模以上工业总产值为 5000.14 亿元。

2018 年，柳州市固定资产投资同比增长 15.4%。2018 年，房地产开发投资完成 440.07 亿元，比上年增长 11.4%，项目投资比上年增长 16.9%。

2018 年，柳州市全市财政收入为 436.22 亿元，同比增长 8.0%。其中，其中公共财政预算收入 193.78 亿元，同比增长 7.8%，其中税收收入 136.60 亿元，同比增长 6.5%。公共财政预算支出 424.38 亿元，同比增长 13.4%。

根据柳州市政府公布的《柳州市全市与市本级 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，柳州市实现财政收入 436.22 亿元，同比增长 8%；其中，政府性基金预算总收入 278.44 亿元（包含政府性基金预算收入 157.26 亿元，同比增长 15%；上级补助收入 2.73 亿元，上年结余收入 55.57 亿元，专项债券转贷收入 62.88 亿元）。截至 2018 年底，柳州市政府债务余额约 560.98 亿元，其中一般债务 192.82 亿元，专项债务 368.16 亿元。经联合资信测算，柳州市政府债务率为 128.60%，柳州市政府债务负担重。

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较强，但政府债务负担重。

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。2018 年，柳州市财政局向公司注入资金 11.50 亿元，计入公司“资本公积”。2018 年，公司获得其他收益 3.73 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 2019 年 3 月底，公司累计纳入地方政府一类债务 163.91 亿元，已全部置换完毕，置换的债务计入“资本公积”。

根据 2019 年 5 月 5 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，公司本部存在以下欠息记录、关注类贷款记录、不良类对外担保记录。

欠息记录

截至2019年5月5日，公司存在36笔已结清欠息记录，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。

关注类贷款

截至 2019 年 5 月 5 日，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。

不良类对外担保

截至 2019 年 5 月 5 日，公司存在不良类对外担保 13762.02 万元，根据有关协议及公司提供的说明，上述对外担保已到期解保，公司已无担保义务，但由于被担保对象未按时还款，仍被列入不良类对外担保。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管成员、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为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，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、房地产开发等业务。

2018 年，公司营业收入小幅下滑至 15.42 亿元。

表 3　2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司营业收入构成情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	9.71	62.69	25.00	8.19	53.09	25.00	2.52	61.17	25.00
项目回购	4.35	28.05	5.05	6.05	39.21	9.50	1.34	32.46	0.54
租赁	0.65	4.22	46.30	0.62	4.01	53.40	0.26	6.27	58.64
房产销售	0.76	4.93	25.01	--	--	--	--	--	--
其他	0.02	0.10	23.39	0.57	3.70	19.30	小于 0.01	0.09	6.06
合计	**15.50**	**100.00**	**20.30**	**15.42**	**100.00**	**19.72**	**4.13**	**100.00**	**19.15**

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，2017-2018 年，公司土地整理收入分别为 9.71 亿元及 8.19 亿元，为公司营业收入的最主要来源。基础设施建设业务（项目回购）根据回购协议确认收入，由于每年确认收入规模不定，因此呈波动增长趋势，2018 年同比增长 39.08%至 6.05 亿元。

2017-2018 年，公司综合毛利率分别为 20.30%和 19.72%，主要系 2017 年起毛利率较高的路桥收费业务不再形成收入。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.13 亿元，为 2018 年全年的 26.78%，主要来自土地整理业务收入及项目回购收入。同期，公司综合毛利率为 19.15%，较上年同期有所回落。

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 2019 年 3 月底，公司签订的回购项目共 24 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 2019 年 3 月底已确认的回购收入 111.34 亿元，已全部到位。

2019-2021 年期间仍有 10.03 亿元待回购。2016-2018 年及 2019 年 1-3 月，公司分别确认基础设施建设收入 5.87 亿元、4.35 亿元、6.05 亿元和 1.34 亿元，主要受政府回购进度影响所致。

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 年底，公司重点在建项目初始概算总投资 204.27 亿元，已累计投资 92.87 亿元。

表 4　截至 2018 年底公司重点在建项目情况

（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	0.93
河东以北片区路网	6.80	2.95
莲花大道	16.60	14.27
沙塘至沙埔(一期)	5.58	3.51
沙塘至沙埔(二期)	7.78	1.38
沙塘至沙埔(三期)	9.18	2.31
五岔路口改造	1.89	2.09
文昌路人民医院人行通道	0.19	0.14
白云路东段	8.00	0.29
城邕路工程	7.87	0.03
东外环南段	20.00	3.52
潭中西路南片区路网	3.95	0.41
河西物流园路网工程二期	8.00	0.23
桥梁隧道工程		
白沙大桥	5.96	6.34
官塘大桥	12.09	10.54
环江滨水大道	16.17	19.07
下桃花片区路网(南环路立交)	9.00	3.68
胜利路改造	2.59	1.99
西外环	22.98	13.23
白莲大道(门头路)	3.36	2.11
白沙大桥西岸引道立交	5.96	2.26
凤凰岭大桥	19.29	0.62
三门江跨江桥	2.00	0.05
水南路下穿工程	1.00	0.40
桥梁排水收集系统改造工程	0.25	0.25
宜柳高速进德互通工程	4.64	0.26
桂中大道延长线景观提升	0.94	0.01
合计	**204.27**	**92.87**

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 2019 年 3 月底，公司拟建项目共 7 个（详见表 5），计划总投资额为 175.74 亿元，以高速公路、城市道路、桥梁为主，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 4　截至 2019 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	总投资	建设工期
融安至从江高速公路一期工程（融安至安太段）	高速公路全长 43 公里及 14 公里二级路连接线。	799000	2019.4-2021.12
乡乡通二级（三级）公路	实施项目 42 个，二级公路 536 公里，三级公路 325.8 公里。	567000	2019.4-2021.12
太阳村镇至洛满流山公路项目	对太阳村至洛满、流山的二级道路进行修缮扩建	25000	2019-2021
白云大桥	位于静兰大桥与阳和大桥之间柳江河段，西接白云路，东接阳和中路，主桥长约 500 米。	150000	2019-2022
宜柳高速柳州进德互通及连接道路工程	项目包含一座高速公路接收费站全互通式立交、收费站广场及收费大棚、收费管理站、城市快速路。其中全互通式立交主线 1007.211m；，设置 7 进 13 出收费站(含 2 进 3 出加宽车道)，收费管理站（约 1400 平米房建面积）。同时根据规划设置约 0.75km 的连接道路，采用城市快速路标准，道路红线宽 50m。	46444	2019-2020 2019.3-2020.12
洛维片区东北片路网工程	全长 12 公里，红线宽度 12-30 米，城市次干道和支路。	150000	2019.2-2020.9
鱼峰区南片区规划“最美公路”道路工程	最美公路长 10 公里，自大龙潭至七彩山庄至都乐公园至迎宾路，宽 12 米，两车道。	20000	2019.4-2021.12
合计	--	**1757444**	--

资料来源：公司提供

注：公司并入柳州城建后，柳州城建对公司重大项目建设计划进行了调整，故表 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

公司承担的土地一级开发项目都经柳州市政府授权，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，合法合规开展业务并获取收益。

公司负责土地一级整理工作，待土地整理完毕并具备出让条件后，交由柳州市土地储备交易中心通过“招拍挂”程序进行出让，土地出让收入直接进入财政专户，由柳州市财政局与公司统一结算，在扣除相关税费成本后，根据土地溢价情况返还至公司。

表 6 公司土地开发情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	2017 年	2018 年
完成土地整理面积	910.00	1100.00
平均开发成本	80.00	77.00
土地开发总成本	72800.00	84000.00
土地出让面积	1201.00	655.00
出让均价	427.31	422.72
土地出让成交总价	513160.00	289980.00
返还至公司确认土地出让收入	97144.30	81853.11

资料来源：公司提供

2017-2018 年，公司分别完成土地整理 910.00 亩及 1100.00 亩，分别完成土地出让面积 1201.00 亩及 655.00 亩，土地出让成交总价分别为 51.32 亿元及 29.00 亿元，分别确认土地整理收入 9.71 亿元及 8.19 亿元，款项已全部收回。截至 2018 年底，公司土地使用权账面价值 177.37 亿元。未来，随着土地逐渐变现，预计公司土地整理收入将得以持续，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，柳州市人民政府原则上同意将补贴款列入财政预算，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。

2017 年及 2018 年，公司分别收到路桥通行费补贴款 1.21 亿元及 1.20 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%。

2017-2018 年，公司分别实现租赁收入 0.65 亿元及 0.62 亿元；业务毛利率分别为 46.30%及 53.40%。

（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 2019 年 3 月底，该项目已基本完成对外销售，剩余少量物业为公司自持。

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 2019 年 3 月底已全部销售完毕。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司主要房地产项目情况

（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	100.00
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	13.18
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：2017 年确认房地产销售收入 0.76 亿元；2018 年，公司收到预售购房款 5.28 亿元，当年未结转房地产销售收入。

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2018年度财务报告，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2019年一季度财务数据未经审计。

截至2019年3月底，公司拥有合并范围子公司4家。其中，2017年新增1家子公司。新增子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响小。

截至2018年底，公司资产总额815.31亿元，所有者权益387.25亿元。2018年，公司实现营业收入15.42亿元，利润总额5.08亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额826.62亿元，所有者权益386.73亿元。2019年1-3月，公司实现营业收入4.13亿元，利润总额0.80亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额815.31亿元，同比下降1.66%。其中，流动资产占89.45%、非流动资产占10.55%，公司资产以流动资产为主。

表8 2016-2018年及2019年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年底		2018年底		2019年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	138.65	16.72	93.44	11.46	89.19	10.79
预付款项	36.51	4.40	1.01	0.12	1.01	0.12
其他应收款	42.89	5.17	48.73	5.98	59.04	7.14
存货	536.71	64.74	581.77	71.36	587.38	71.06
流动资产合计	**763.69**	**92.12**	**729.29**	**89.45**	**740.49**	**89.58**
可供出售金融资产	48.74	5.88	53.59	6.57	53.69	6.50
固定资产	11.32	1.37	13.41	1.64	13.34	1.61
非流动资产合计	**65.36**	**7.88**	**86.03**	**10.55**	**86.13**	**10.42**
资产总额	**829.05**	**100.00**	**815.31**	**100.00**	**826.62**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

流动资产

2018年底，公司流动资产729.29亿元，同比下降4.51%，主要系货币资金及预付款项的减少所致。

2018年底，公司货币资金93.44亿元，主要为银行存款和其他货币资金；受限货币资金30.79亿元（其他货币资金），其中25.79亿元为用于质押的定期存单、5.00亿元为银行借款保证金。预付款项1.01亿元，同比下降97.23%，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。其他应收款48.73亿元，同比增长13.62%，主要系往来款的增长所致。账龄上看，1年以内的占56.38%，2年以上的占43.62%。存货581.77亿元，同比增长8.40%；其中：市政开发成本287.09亿元（占49.35%），为建设的道路、桥梁等市政基础设施工程；土地使用权177.37亿元（占30.49%，173.80亿元为注资方式取得，3.57亿元为出让方式取得）；房地产开发成本53.04亿元（占9.12%）；土地一级整理项目成本57.57亿元（占9.90%）。公司未计提存货跌价准备。其他流动资产4.33亿元，同比下降51.54%；其中：预交税费1.20亿元；委托贷款3.13亿元，系公司发行的“14柳州城投小微债”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

2018年底，公司非流动资产86.03亿元，

同比增长 31.62%，主要由可供出售金融资产及固定资产构成。

2018 年底，公司可供出售金融资产 53.59 亿元，同比增长 9.95%，主要系追加对柳州银行股份有限公司的投资所致。固定资产 13.41 亿元，同比增长 18.45%，主要来自存货中市政项目开发成本的转入。其他非流动资产 16.39 亿元，较上年底增加 13.64 亿元，主要系当年新增非经营性土地所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 826.62 亿元，较 2018 年底增长 1.39%。其中，流动资产 740.49 亿元，较 2018 年底增长 1.54%；非流动资产 86.13 亿元，较 2018 年底变动不大。

2019 年 3 月底，公司受限资产合计 59.67 亿元，占同期资产总额的 7.22%。受限资产主要是作为银行借款抵质押、子公司借款保证金等。

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，其他应收款规模较大，对公司资金占用明显，公司资产流动性一般。

3．负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 387.25 亿元，同比增长 4.75%，主要由实收资本（占 2.65%）、资本公积（占 88.21%）及未分配利润（占 8.16%）构成。

2018 年底，公司资本公积同比增长 3.96%至 341.59 亿元，主要系当年柳州市财政局代公司偿还债务和拨付资本公司所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 386.73 亿元，较 2018 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益持续增长，其中实收资本和资本公积占比大，所有者权益结构稳定性强。

负债

2018 年底，公司负债合计 428.06 亿元，同比下降 6.82%。其中，流动负债占 34.34%、非流动负债占 65.66%。

2018 年底，公司流动负债 146.98 亿元，同比增长 5.80%，主要来自短期借款和其他流动负债的增长。

2018 年底，公司短期借款 29.45 亿元，全部为质押借款。应付账款 2.94 亿元，同比下降 29.62%，主要为应付施工单位的工程款。预收款项同比增长 23.57%至 5.48 亿元，为公司房地产项目销售收取的预售款，由于房屋尚未交付，因此预售款计入预收款项科目。其他应付款（不包含应付利息）51.49 亿元，同比下降 1.04%；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 43.18 亿元，同比下降 23.99%，主要由一年内到期的长期借款（占 64.65%）、最低租赁付款额（占 21.40%）及应付债券（占 19.11%）构成。2018 年底，公司新增其他流动负债 5.00 亿元，为公司发行的 18 柳州城投 CP001”。考虑到该科目实际为有息债务，本报告将其列入短期债务核算。

2018 年底，公司非流动负债 281.08 亿元，同比下降 12.29%，主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。

2018 年底，公司长期借款 170.59 亿元，同比下降 11.78%，主要由信用借款（91.65 亿元）、抵押借款（35.73 亿元）和质押借款（70.12 亿元）构成。应付债券同比下降 6.94%至 49.58 亿元，主要系“2015 柳州城投 PPN001”及“2015 柳州城投 PPN002”的到期兑付所致。长期应付款 54.39 亿元，同比下降 20.46%，主要为应付融资租赁款，本报告已将其调整至长期债务核算。专项应付款 6.50 亿元，主要为工程项目的专项资金。

表 9　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	137.27	114.87	116.00	121.47
长期债务	296.27	315.03	274.56	273.36
全部债务	**433.53**	**429.91**	**390.56**	**394.83**
长期债务资本化比率	49.03	46.01	41.49	41.41

全部债务资本化比率	58.47	53.77	50.21	50.52
资产负债率	60.38	55.41	52.50	53.22

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2018 年底，公司全部债务 390.56 亿元，其中，短期债务占 29.70%、长期债务占 70.30%。

2018 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 52.50%、50.21%、41.49%，同比分别下降 2.91 个、3.55 个及 4.52 个百分点。

2019 年 3 月底，公司负债总额 439.89 亿元，较 2018 年底增长 2.76%。其中流动负债占 36.24%，非流动负债占 63.76%。2019 年 3 月底，公司流动负债 159.43 亿元，较上年底增长 8.47%，主要来自其他应付款及一年内到期非流动负债的增长。公司非流动负债 280.46 亿元，较上年底变动不大。

有息债务方面，2019 年 3 月底，公司全部债务 394.83 亿元，较 2018 年底增长 1.09%，构成仍以长期债务为主。债务指标方面，公司资产负债率及全部债务资本化比率较 2018 年底均有所增长，分别为 53.22%及 50.52%；长期债务资本化比率小幅下降至 41.41%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，总债务规模呈下降趋势，债务负担处于可控范围内。

4．盈利能力

2018 年，公司营业收入小幅下降至 15.42 亿元。但公司营业成本增长至 12.38 亿元。受此影响，公司营业利润率下降 0.62 个百分点至 18.45%。

表 10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	15.50	15.42
投资收益	0.92	0.05
其他收益	1.78	3.73
营业外收入	小于 0.01	小于 0.01
利润总额	3.88	5.08
营业利润率	19.07	18.45
总资本收益率	0.62	0.66
净资产收益率	0.91	1.22

资料来源：根据公司审计报告整理

注：2017 年及 2018 年，公司营业外收入分别为 33.37 万元及 0.30 万元

2018 年，公司期间费用下降 38.36%至 1.21 亿元，主要是财务费用的大幅下降所致。期间费用占营业收入比重下降 4.81 个百分点至 7.85%。整体看，公司对期间费用的管控能力持续增强。

2018 年，公司实现利润总额 5.08 亿元，同比增长 31.06%。2018 年，公司投资收益（委托贷款收益、出售部分南方黑芝麻股票等）和政府补助合计 3.78 亿元，相当于利润总额的 74.41%，公司利润总额对非经常性损益的依赖程度高。

2018 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别增长 0.04 个及 0.31 个百分点至 0.66%及 1.22%，公司盈利能力弱。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.13 亿元，为 2018 年的 26.78%；利润总额 0.80 亿元。2019 年 1-3 月，公司营业利润率为 18.25%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入小幅下降，受益于公司财务费用的大幅下降以及政府补助的增长，公司利润总额快速增长。但公司利润对非经常性损益的依赖程度高，公司整体盈利能力弱。

5．现金流

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入 35.78 亿元，同比下降 1.33%。其中：销售商品、提供劳务收到的现金主要为各业务收入以及房地产项目的预售款等；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。2018 年，公司现金收入比小幅下降至 106.99%，但收现质量良好。2018 年，公司经营活动现金流出 20.50 亿元，同比下降 72.77%，主要系当年公司支付的往来资金量较少所致。2018 年，公司经营活动产生的现

金流量净额由负转正，为 15.28 亿元。

表 11　公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	56.70	36.26	35.78
经营活动现金流出量	57.18	75.27	20.50
经营活动现金流净额	-0.48	-39.01	15.28
投资活动现金流净额	-31.15	-2.07	-4.52
筹资活动现金流净额	89.07	28.87	-68.77
现金收入比	99.26	113.41	106.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流入 6.45 亿元，同比增长 104.27%，主要来自对外委托贷款的本金收回。2018 年，公司投资活动现金流出 10.97 亿元，主要为公司追加对柳州银行股份有限公司的投资。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.52 亿元。

筹资活动现金流方面，2018 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 34.82%至 74.73 亿元，主要为取得银行借款和发行债券所收到的现金。筹资活动现金流出 143.49 亿元，主要为偿还债务支付的现金。筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-68.77 亿元，主要系当年公司融资渠道受政策环境影响有所收窄所致。

2019 年 1-3 月，受往来款支出规模较大的影响，公司经营活动现金流量净额-3.99 亿元，投资活动净现金流 0.47 亿元，筹资活动现金流量净额 2.36 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流由负转正，融资规模迅速下滑致使当年筹资活动现金流大幅净流出，公司还本付息压力较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率及速动比率分别为 496.19%和 100.36%，同比分别下降 53.56 个及 63.03 个百分点。2018 年，经营现金流动负债比为 10.40%，经营性净现金流对流动负债的保障能力弱。2019 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 464.47%和 96.04%，较 2018 年底进一步下滑。2018 年底及 2019 年 3 月底现金类资产对同期短期债务的覆盖倍数分别为 0.84 倍和 0.77 倍，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.20 亿元，全部债务/EBITDA 为 62.97 倍，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额合计 77.06 亿元，担保比率 19.93%。公司为 6 家企业提供担保，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，担保代偿风险相对可控。

表 12　2019 年 3 月底公司对外担保明细（单位：万元）

被保证人	保证余额
广西柳州东城投资开发有限公司	200000.00
柳州市祥源投资发展有限公司	175000.00
	20000.00
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	50000.00
	30000.00
柳州阳和开发投资有限公司	38064.98
	6572.08
柳州市荣城资产经营管理有限公司	200930.10
柳州市元杰建设开发有限公司	26500.10
	23500.10
合计	**770567.36**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司获得各类金融机构授信总额 359.28 亿元，已使用额度 337.13 亿元，未使用额度 22.15 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

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，公司整体偿债能力很强。

7．母公司财务分析

2018 年底，母公司资产总额 817.31 亿元，同比下降 3.12%。其中，流动资产 708.45 亿元，占总资产的 86.68%，主要由货币资金、其他应收款及存货构成；非流动资产 108.85

亿元，主要由可供出售金融资产及长期股权投资构成。

2018 年底，母公司所有者权益合计 387.23 亿元，其中，资本公积占 2.65%、实收资本占 88.21%、未分配利润占 8.16%。母公司所有者权益稳定性较强。

2018 年底，母公司负债总额 430.07 亿元，同比下降 9.28%，主要由其他应付款以及融资款项构成。2018 年底，母公司资产负债率 52.62%，债务负担处于可控范围内。

2018 年，母公司实现营业收入 15.40 亿元，同比小幅下降 0.51%。营业成本增长 0.22%至 12.37 亿元。利润总额增长 31.56%至 5.09 亿元。

整体看，母公司资产和权益规模占合并口径的比重大，对合并口径营业收入和利润的贡献高。

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”，债券余额 5.00 亿元。

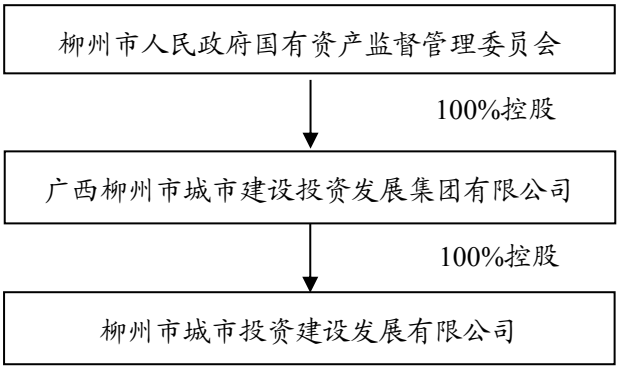
2018年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流量净额及EBITDA分别为“18柳州城投CP001”发行规模的7.16倍、3.06倍及1.24倍。2019年3月底，公司现金类资产89.19亿元，相当于“18柳州城投CP001”的17.84倍。

整体看，公司经营活动产生的现金流入量及现金类资产对“18柳州城投CP001”保障能力强，EBITDA对“18柳州城投CP001”的保障能力尚可。

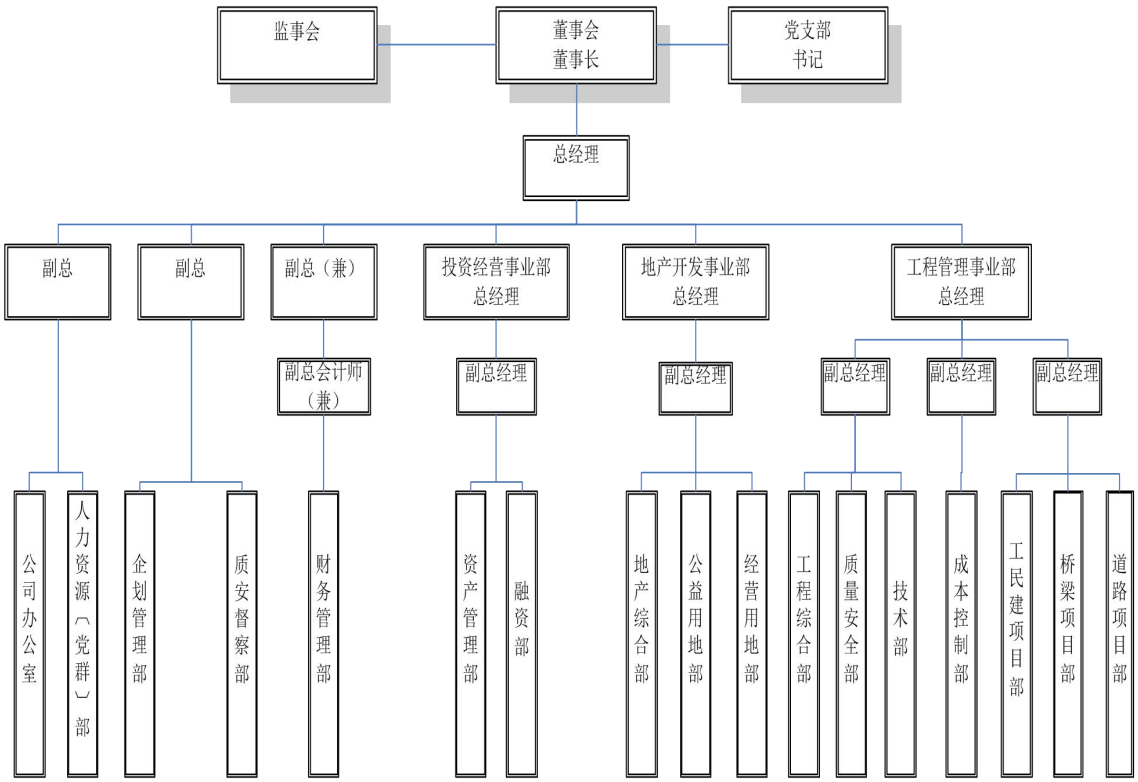
十一、 结论

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 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底纳入合并范围子公司概况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
柳州市荣城资产经营管理有限公司	广西柳州	广西柳州	受托或委托资产管理业务；产业投资；自有物业租赁；与资产管理业务相关的咨询业务；建材销售；制作、发布国内各类广告；会展服务；日用百货零售；房地产开发经营；土地一级开发整理及运营；对文化产业进行投资；城镇化建设项目的开发与管理	100.00	--	出资设立
柳州市元杰建设开发有限公司	广西柳州	广西柳州	土地一级开发整理；房屋及土地租赁	100.00	--	出资设立
柳州市城通港湾投资管理有限公司	广西柳州	广西柳州	码头建设的投资及经营；游艇（船）服务；旅游信息咨询服务；地面停车服务；场地出租；日用百货及旅游纪念品零售	100.00	--	出资设立
广西柳城盛迦旅游文化开发有限责任公司	广西柳州	广西柳州	旅游资源开发和经营管理；旅游宣传促销策划；旅游商品开发销售；旅游景区配套设施建设；景区游览服务；旅游项目投资；房地产开发销售；文化传播；园林规划；土地一级开发整理；商务服务	100.00	--	购买股权

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	154.86	138.65	93.44	89.19
资产总额(亿元)	777.21	829.05	815.31	826.62
所有者权益(亿元)	307.94	369.68	387.25	386.73
短期债务(亿元)	137.27	114.87	116.00	121.47
长期债务(亿元)	296.27	315.03	274.56	273.36
全部债务(亿元)	433.53	429.91	390.56	394.83
营业收入(亿元)	15.82	15.50	15.42	4.13
利润总额(亿元)	3.41	3.88	5.08	0.80
EBITDA(亿元)	5.97	5.81	6.20	--
经营性净现金流(亿元)	-0.48	-39.01	15.28	-3.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13032.93	15730.48	21767.99	--
存货周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	99.26	113.41	106.99	146.54
营业利润率(%)	22.55	19.07	18.45	18.25
总资本收益率(%)	0.71	0.62	0.66	--
净资产收益率(%)	1.02	0.91	1.22	--
长期债务资本化比率(%)	49.03	46.01	41.49	41.41
全部债务资本化比率(%)	58.47	53.77	50.21	50.52
资产负债率(%)	60.38	55.41	52.50	53.22
流动比率(%)	415.08	549.75	496.19	464.47
速动比率(%)	146.78	163.39	100.36	96.04
经营现金流动负债比(%)	-0.28	-28.08	10.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.34	0.21	0.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	72.65	74.01	62.97	--

注：1.短期债务中含其他应付款及其他流动负债中的有息部分；2.长期债务中含长期应付款中的融资租赁款；3. 2019 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

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　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

附件 4-3　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