信用等级公告

联合〔2020〕1447 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^+，“20 柳州城投 MTN001”的信用等级为 AA^+，“19 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

二〇二〇年六月三日

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 2020 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
19 柳州城投 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 柳州城投 MTN001	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
19 柳州城投 CP001	5.00 亿元	5.00 亿元	2020/10/30
20 柳州城投 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/03/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA+
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、土地开发整理、土地及房屋的租赁等业务。跟踪期内，柳州市经济稳步发展，公司持续获得柳州市政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司基础设施建设项目投资规模较大、利润总额对非经常性损益的依赖程度高、对外担保规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着土地整理和基础设施建设业务的持续开展，未来公司收入规模有望继续扩大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“19 柳州城投 CP001”的信用等级为 A-1，“20 柳州城投 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展的外部环境良好：跟踪期内，柳州市经济稳步发展，财政实力持续增强。2019 年，柳州市实现地区生产总值 3128.35 亿元，同比增长 2.4%；完成一般公共预算收入 221.45 亿元，同比增长 14.3%。
2. 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，跟踪期内继续得到柳州市政府的财政补贴等支持。

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. 公司利润总额对非经常性损益的依赖程度高，自身盈利能力一般。

分析师： 黄琪融　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

3. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。
4. 公司债务规模持续上升，短期债务比重增长，2020 年到期债券规模较大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	138.65	93.44	55.26	101.32
资产总额（亿元）	829.05	815.31	806.33	862.78
所有者权益（亿元）	369.68	387.25	369.32	369.97
短期债务（亿元）	71.98	78.88	105.26	138.33
长期债务（亿元）	315.03	272.99	270.76	287.00
全部债务（亿元）	387.02	351.87	376.01	425.33
营业收入（亿元）	15.50	15.42	14.99	3.04
利润总额（亿元）	3.88	5.08	4.73	0.85
EBITDA（亿元）	5.81	7.46	9.64	--
经营性净现金流（亿元）	-39.01	15.28	-36.88	6.72
现金收入比（%）	113.41	106.99	78.15	60.29
营业利润率（%）	19.07	18.45	20.28	23.30
净资产收益率（%）	0.91	1.22	0.96	--
资产负债率（%）	55.41	52.50	54.20	57.12
全部债务资本化比率（%）	51.15	47.61	50.45	53.48
流动比率（%）	549.75	496.19	427.79	372.55
速动比率（%）	163.39	100.36	78.33	86.25
经营现金流动负债比（%）	-28.08	10.40	-22.22	--
现金短期债务比（倍）	1.93	1.18	0.53	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	0.21	0.30	0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	66.62	47.19	39.00	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	843.67	817.31	821.84	869.39
所有者权益（亿元）	369.59	387.23	369.34	369.99
全部债务（亿元）	373.16	331.81	350.08	399.03
营业收入（亿元）	15.48	15.40	14.97	3.04
利润总额（亿元）	3.87	5.09	4.76	0.86
资产负债率（%）	56.19	52.62	55.06	57.44
全部债务资本化比率（%）	50.24	46.15	48.66	51.89
流动比率（%）	462.52	461.40	349.49	323.32
经营现金流动负债比（%）	-12.47	-4.89	-6.64	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算；3.长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 柳州城投 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/04/23	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
	A-1	AA+	稳定	2019/09/26	黄琪融、张建飞、胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
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
--	--	AA+	稳定	2018/03/01	杨明奇、王存	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017）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。

柳州市城市投资建设发展有限公司 2020 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、注册资本及经营范围均无变化。截至 2020 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。

截至 2020 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（详见附件 1-2）；纳入合并范围的一级子公司共 4 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 806.33 亿元，所有者权益 369.32 亿元；2019 年，公司实现营业收入 14.99 亿元，利润总额 4.73 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 862.78 亿元，所有者权益 369.97 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.04 亿元，利润总额 0.85 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“19柳州城投CP001”和“20柳州城投MTN001”，债券余额合计10亿元，详见表1。截至本次跟踪评级日，上述债券均未至还本付息日，其中“19柳州城投CP001”募集资金已按约定用途使用完毕，“20柳州城投MTN001”募集资金尚未使用。

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
19 柳州城投 CP001	5.00	2019/10/30	1	3.98
20 柳州城投 MTN001	5.00	2020/03/11	3+2	4.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0

出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术

支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动

减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资

职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基

础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是

我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

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，其经营发展与柳州市经济发展和财政实力关系密切。跟踪期内，柳州市经济稳步发展，财政实力持续增强，但政府债务负担较重。

柳州市是中国华南经济圈与西南经济圈的交汇地带、广西“桂中经济区”中心城市、“中国－东盟”自由贸易区的重要连接纽带，区位优势明显。

根据《柳州市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，柳州市实现地区生产总值 3128.35 亿元，按可比价格计算，较 2018 年增长 2.4%，增速明显放缓，其中第一产业增加值 223.47 亿元，增长 5.1%；第二产业增加值 1551.91 亿元，下降 0.7%；第三产业增加值 1352.96 亿元，增长 5.8%。2019 年，柳州市三次产业结构由 2018 年的 6.4∶52.7∶40.9 调整为 7.1∶49.6∶43.3，产业结构持续优化。

2019年，柳州市工业增加值较上年下降1.8%，其中，汽车工业增加值下降7.8%，冶金工业增长23.9%，机械工业下降12.6%，电子及通信设备制造业增长15.3%，医药制造业增长11.0%。2019年，柳州市固定资产投资较上年增长9.6%，其中，基础设施投资增长15.8%，工业投资增长14.7%，房地产开发投资增长5.8%。2019年，柳州市商品房销售面积651.8万平方米，较上年增长2.3%；商品房销售额511.2亿元，较上年增长3.2 %。

根据《柳州市全市与市本级 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算（草案）报告》，2019 年，柳州市全市财政收入为 436.3 亿元，与上年持平；其中一般公共预算收入为 221.45 亿元，较 2018 年增长 14.3%；受减税降费政策影响，柳州市税收收入完成 124.43 亿元，较 2018 年下降 8.9%；非税收入完成 97.01 亿元，较 2018 年增长 69.7%，主要系国有资源（资产）有偿使用收入及行政事业性收费收入增长所致。柳州市税收收入占一般公共预算收入的 56.2%，一般公共预算收入质量一般。2019 年，柳州市全市一般公共预算支出 498.89 亿元，较 2018 年增长 17.5%。2019 年，柳州市完成政府性基金收入 197.13 亿元，较 2018 年增长 25.4%；上级补助收入 3.04 亿元。2019 年，柳州市财政自给率为 44.39%，自给率较低。截至 2019 年底，柳州市全市政府债务余额 593.28 亿元，其中一般债务 202.09 亿元，专项债务 391.19 亿元。

六、基础素质分析

公司主要承接柳州市主城区的城市道路桥梁建设、土地一级开发以及国有资产管理工作，业务区域竞争优势明显。跟踪期内，公司继续得到柳州市政府的财政补助等支持。

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、土地开发整理、土地及房屋的租赁等业务，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。

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司收到政府补贴分别为 3.32 亿元和 0.32 亿元，包括路桥收费补贴、城中村改造补助、征地拆迁补助款及发债补助资金等，均计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91450200715124277 5），截至 2020 年 5 月 29 日，公司本部不存在未结清的不良信贷记录，已结清的信贷记录中存在 36 笔欠息记录，均已于 2016 年 9 月 22 日前结清；15 笔关注类贷款记录，已于 2011 年 11 月前结清；1 笔不良类对外担保记录，以上已结清不良记录公司均已提供相关说明。跟踪期内公司本部无新增不良信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、内部管理制度和高级管理人员无重大变化。

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，跟踪期内，公司营业收入小幅下滑，毛利率有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 14.99 亿元，同比略有下降，其中土地整理收入 7.40 亿元，同比下降 9.57%，系当期出让的土地面积下降所致；公司项目回购业务实现收入 2.48 亿元，同比下降 58.91%，系根据回购协议当期确认收入的规模较小所致；公司租赁业务收入同比增长 111.91%至 1.31 亿元，主要系当年新增文昌会务中心等房产的租赁收入所致。跟踪期内，公司新增房产销售收入 3.74 亿元，主要为荣城•祥和名邸和优山美地项目的购房款。

毛利率方面，2019 年，公司土地整理、项目回购以及租赁板块的毛利率同比变化不大；房地产业务毛利率为 15.25%；其他业务毛利率同比大幅提升至 74.32%，主要系代建管理费收入无对应成本所致。受上述因素综合影响，2019 年公司综合毛利率为 23.09%，较 2018 年提升 3.37 个百分点。

2020 年 1－3 月，受土地整理收入不及 2019 年同期以及 BT 项目接近回购尾声影响，公司营业收入同比下降 26.43%至 3.04 亿元，相当于 2019 年营业收入的 20.28%，其中土地整理业务、项目回购业务和租赁业务分别实现收入 1.69 亿元、1.04 亿元和 0.31 亿元。同期，公司综合毛利率为 24.68%，较 2019 年上升 1.59 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	2018 年			2019 年			2020 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	8.19	53.09	25.00	7.40	49.37	26.98	1.69	55.47	28.00
项目回购	6.05	39.21	9.20	2.48	16.57	8.05	1.04	34.33	12.82
租赁	0.62	4.01	53.40	1.31	8.75	50.06	0.31	10.13	47.13
房产销售	--	--	--	3.74	24.97	15.25	--	--	--
其他	0.57	3.70	19.02	0.05	0.34	74.32	0.00	0.06	-44.29
合计	**15.42**	**100.00**	**19.72**	**14.99**	**100.00**	**23.09**	**3.04**	**100.00**	**24.68**

注：1. 分项加总不等于合计数系四舍五入所致；2. 其他收入中包含代建管理费收入和码头服务收入；3.2020 年 1－3 月，其他业务收入为 19.65 万元
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务持续投入，但大部分已完工项目尚未结转，对公司资金形成一定占用；在建及拟建项目投资尚需投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。

BT 模式

《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463 号，以下简称“463 号文”）发布前，公司承做的城市基础设施建设项目均与柳州市人民政府签订回购协议，由公司筹集并投入非经营性城市基础设施项目建设资金，柳州市人民政府按照“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。财务处理方面，项目建设投入计入“存货”科目，待财政拨付的回购款到位后冲减“存货”，并确认收入。截至 2020 年 3 月底，公司仍有部分签订回购协议的项目未完成回购。2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别确认项目回购收入 2.48 亿元和 1.04 亿元。

“463 号文”发布后，公司承做的基础设施建设项目均未签订回购协议，公司采用政府购买服务模式、委托代建模式、自筹资金+政府平衡模式和 PPP 模式开展基础设施建设业务。

政府购买服务模式

2017 年，公司与柳州市住房和城乡建设委员会（以下简称“柳州市住建委”，现更名为柳州市住房和城乡建设局）就部分项目签订《柳州市政府购买社会公共服务合同》，根据合同约定，由公司自筹资金进行项目建设，项目建设投入计入“存货”。柳州市住建委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，资金来源于柳州市财政资金，并在财政预算中统筹安排。

截至 2020 年 3 月，公司政府购买服务模式下的在建项目共 4 个，计划总投资 15.32 亿元，已完成投资 11.49 亿元。

表 5　截至 2020 年 3 月底政府购买服务模式下的在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	已投资额
河东以北片区路网	6.80	7.30
沙塘至沙埔(一期)	5.58	3.58
三门江跨江桥	2.00	0.60
桂中大道延长线	0.94	0.01
合计	**15.32**	**11.49**

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

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，委托单位均为柳州市的政府部门及柳州市其他国有企业。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。2019 年，公司确认代建管理费收入 321.76 万元。

截至 2020 年 3 月底，公司主要的在建代建项目包括白沙大桥项目和顺航路与兴港路项目，计划总投资 14.13 亿元，已完成投资 7.94 亿元，尚需投资 6.19 亿元。

自筹资金+政府平衡模式

除上述模式外，公司负责的项目中有部分项目由公司自筹资金进行项目建设，柳州市人民政府每年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、国有资产经营等业务，以其收入平衡建设资金投入。项目建设投入计入“存货”。

截至 2020 年 3 月底，公司该模式下的重点在建项目初始概算总投资 89.40 亿元，已累计投资 45.64 亿元，尚需投资 43.76 亿元。

表 6　截至 2020 年 3 月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
东环路文昌路交叉口改造	2.20	0.94
白云路东段	8.00	1.98
城邕路工程	7.87	0.04
东外环南段	20.00	7.23
潭中西路南片区路网	3.95	1.58
河西物流园路网工程二期	8.00	0.26
环江滨水大道	16.17	19.07
下桃花片区路网(南环路立交)	9.00	6.81
白莲大道(门头路)	3.36	2.30
白沙大桥西岸引道立交	5.96	4.00
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	1.18
合计	**89.40**	**45.64**

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 2020 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，详见表 7。具体模式为：柳州市人民政府授权公司作为上述项目的执行主体，代表政府方出资，公司负责项目前期工作（包括征地拆迁、立项、可研、招投标、行政审批等）投入、工程预算审查及项目建设过程监督，并负责与中标的社会资本方成立合资项目公司（公司参股）参与 PPP 项目建设。项目建设资金由社会资本方承担，公司在前期工作中产生的成本由柳州市住建委或柳州市政府指定的主体负责支付给公司。

截至 2020 年 3 月底，上述项目中共有 8 个项目已设立 SPV 公司，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 119.85 亿元，公司投资额为 23.71 亿元（含 SPV 公司资本金），其中 SPV 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，公司尚未对前期成本与政府方进行结算。

表 7　截至 2020 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	SPV 公司名称	SPV 公司持股比例	公司投资额（含 SPV 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	2.26	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	5.05	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	0.63	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	3.59	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	0.27	政府付费
西外环	23.42	柳州市城铁建设投资有限公司	4.04	9.97	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	0.70	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	0.44	可行性缺口补助
城市档案中心	7.89	--	--	0.08	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）	8.15	--	--	0.28	可行性缺口补助
合计	**119.85**	--	--	**23.71**	--

注：官塘大桥项目原政府出资方为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”），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

拟建项目

截至 2020 年 3 月底，公司主要拟建项目共 9 个（详见表 8），计划总投资额为 94.25 亿元，建设模式尚未确定，联合资信将持续关注公司项目建设进展及业务模式情况。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司主要拟建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资
学院路延长线（高新五路－五指山路）工程	10000.00
柳州市粮库路网道路工程	10000.00
柳探花苑周边规划道路	4000.00

学院路幼儿园周边道路	6500.00
乡乡通二级（三级）公路	567000.00
太阳村镇至洛满流山公路项目	25000.00
白云大桥	150000.00
洛维片区东北片路网工程	150000.00
鱼峰区南片区规划“最美公路”道路工程	20000.00
合计	**942500.00**

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生重大变化，随着公司自持的土地逐渐入市，土地整理收入有望持续，但业务易受土地市场行情和政府规划影响。

公司依据柳州市人民政府的授权开展土地一级开发工作。具体模式为：公司与柳州市土地储备交易中心签订相关土地的一级开发整理项目委托合同，在土地整理完毕并具备出让条件后，将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，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，公司据此确认土地整理收入。

表 9　公司土地开发情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
完成土地整理面积	1100.00	2289.00	32.00
平均开发成本	77.00	80.00	95.13
土地开发总成本	84000.00	183120.00	3044.00
土地出让面积	655.00	455.00	192.00
出让均价	442.72	527.08	92.84
土地出让成交总价	289980.00	239820.00	17825.00
返还至公司确认土地出让收入	81853.11	74021.24	16869.66

资料来源：公司提供

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别完成土地整理 2289.00 亩和 32.00 亩，土地出让面积分别为 455.00 亩和 192.00 亩，土地出让成交总价分别为 23.98 亿元和 1.78 亿元，当期公司分别确认土地整理收入 7.40 亿元和 1.69 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司存货中待开发土地的土地使用权账面价值 177.03 亿元。

（3）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重要补充。公司已出租的资产主要包括旧机场等 11 块土地、文昌综合楼、文昌西楼、文昌会务中心、河东管理大厦及东堤春晓商业项目。

①旧机场等地块：跟踪期内，根据柳州市人民政府的要求，公司代替柳州市人民政府管理的资产不得用于租赁，已出租部分需全部收回。旧机场地块已出租部分自 2019 年 1 月起全部收回且不再对外租赁。

②文昌综合楼：跟踪期内，公司与柳州市机关事务管理局签订整体长期租赁协议，该项目已全部出租给柳州市政府部门，出租价为 5000.00 万元/年。

③文昌西楼和文昌会务中心：跟踪期内，公司与柳州市机关事务管理局签订整体长期租赁协议，该项目已全部出租给柳州市政府部门，出租价为 5000.00 万元/年。

④河东管理大厦：跟踪期内，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，出租价为 2388.00 万元/年。

⑤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%。

2019 年及 2020 年 1－3 月，公司分别实现租赁收入 1.31 亿元和 0.31 亿元；业务毛利率分别为 50.06%和 47.13%。

（4）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。公司主要房地产项目包括柳州风情港、荣城•祥和名邸、柳沙馨园及优山美地等。

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 2020 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 2020 年 3 月底已全部销售完毕。

2019 年，公司收到柳沙馨园、优山美地和荣城•祥和名邸等项目的预售房款 8.39 亿元，计入“预收款项”科目。同期，公司从“预收款项”科目结转 3.74 亿元计入房地产销售收入。2020 年 1－3 月，公司收到预售房款 0.20 亿元，尚未结转房地产销售收入，计入“预收款项”科目。同期，公司未确认房地产销售收入。

表 10　截至 2020 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
风情港	32.54	19.68
荣城•祥和名邸	14.99	6.50
荣美雅居	5.80	2.80
柳沙馨园	11.81	4.05
优山美地	11.00	4.68
合计	**76.14**	**37.71**

资料来源：公司提供

公司房地产项目均已完工，无在建和拟建的房地产项目。公司房地产项目销售易受柳州市房地产市场行情及宏观调控政策的影响，业务持续性及未来收入实现情况存在不确定性。

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 2019 年度财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围一级子公司 4 家（附件 1-3）；跟踪期内，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 806.33 亿元，所有者权益 369.32 亿元；2019 年，公司实现营业收入 14.99 亿元，利润总额 4.73 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 862.78 亿元，所有者权益 369.97 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.04 亿元，利润总额 0.85 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模波动增长，以流动资产为主；流动资产中以市政开发投入和土地为主的存货占比较高，其他应收款对公司资金占用明显，公司资产流动性较弱。

2019 年底，公司资产总额 806.33 亿元，较 2018 年底略有下降，其中流动资产占 88.04%，非流动资产占 11.96%，资产构成仍以流动资产为主。公司主要资产构成情况见表 11。

表11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**729.29**	**89.45**	**709.92**	**88.04**	**765.62**	**88.74**
货币资金	93.44	11.46	55.26	6.85	101.32	11.74
其他应收款	48.73	5.98	66.91	8.30	66.84	7.75
存货	581.77	71.36	579.93	71.92	588.36	68.19
非流动资产	**86.03**	**10.55**	**96.41**	**11.96**	**97.16**	**11.26**
可供出售金融资产	53.59	6.57	50.69	6.29	50.80	5.89
投资性房地产	--	--	15.02	1.86	14.86	1.72
固定资产	13.41	1.65	0.67	0.08	0.66	0.08
其他非流动资产	16.39	2.01	27.12	3.36	27.85	3.23
资产总额	**815.31**	**100.00**	**806.33**	**100.00**	**862.78**	**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

2019 年底，公司流动资产 709.92 亿元，较 2018 年底下降 2.66%，构成上以货币资金（占 7.78%）、其他应收款（占 9.43%）和存货（占 81.69%）为主。

2019 年底，公司货币资金 55.26 亿元，较 2018 年底下降 40.86%，主要用于项目建设投入。公司货币资金主要由银行存款（占 43.76%）和其他货币资金（占 56.24%）构成。公司使用受限的货币资金 31.07 亿元，其中 26.07 亿元用于贷款质押，5.00 亿元为借款保证金，受限比例较高。

2019 年底，公司应收账款由 2018 年底的 6.60 万元增长至 1.28 亿元，主要为应收柳州市财政局的土地出让金返还款（占 99.98%），公司未对上述款项计提坏账准备。

2019 年底，公司预付款项 1.00 亿元，较 2018 年底基本保持稳定。公司预付款项全部为预付柳城县土地交易中心的土地竞买保证金。

2019 年底，受应收柳州市祥云盛世投资发展有限公司（以下简称“祥云公司”，实际控制人是柳州城建）、柳州城建的往来款和借款增长影响，公司其他应收款较 2018 年底增长 37.30%至 66.91 亿元，其中政府单位及关联方组合的其他应收款金额 58.12 亿元，未计提坏账准备；按账龄组合的其他应收款金额 8.99 亿元，计提坏账准备 0.25 亿元。从账龄上看，1 年以内的占 89.65%，1 年以上的占 10.35%。其他应收款前五名合计占 98.65%，集中度高且均为柳州市政府部门和国有企业，回款风险较小，但对公司资金形成一定占用。

表 12　2019 年底公司其他应收款金额前五名情况

（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	43.86	65.36
柳州城建	14.18	21.13
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	7.03	10.47
广西柳州市产业投资发展集团有限公司	1.00	1.49
柳州市投资控股有限公司	0.14	0.20
合计	**66.21**	**98.65**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货 579.93 亿元，较 2018 年底基本保持稳定。其中：市政开发成本（含已完工未结转的项目开发成本）289.44 亿元、待开发土地 177.03 亿元、房地产开发成本 23.58 亿元、土地一级整理项目成本 89.88 亿元。公司未计提存货跌价准备。

2019 年底，公司其他流动资产 2.54 亿元，较 2018 年底下降 41.30%，主要系收回委托贷款所致。

2019 年底，公司非流动资产 96.41 亿元，较 2018 年底增长 12.08%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 52.57%）、其他非流动资产（占 28.13%）及投资性房地产（占 15.58%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 50.69 亿元，较 2018 年底下降 5.41%，主要系退出对柳州市建柳管理中心（有限合伙）的投资所致。公司可供出售金融资产主要为对柳州市城营城镇化发展投资中心（有限合伙）（以下简称“城营中心”）、柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”）及柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司（以下简称“城致公司”）等公司的投资。

2019 年底，公司长期应收款较 2018 年底下降 5.66%至 2.36 亿元，全部为应收融资租赁保证金。

2019 年底，公司将文昌综合楼、文昌会务中心、东堤春晓商业项目等原计入“固定资产”科目中的用于对外租赁的房屋及建筑物转入“投资性房地产”。受此影响，公司新增投资性房地产 15.02 亿元，固定资产较 2018 年底下降 95.01%至 0.67 亿元。

2019 年底，公司其他非流动资产 27.12 亿元，较 2018 年底增长 65.54%，主要系当年将委托代建项目投入从“存货”科目转入该科目所致。

2019 年底，公司受限资产合计 80.36 亿元，其中货币资金 31.07 亿元、存货中的土地使用权 38.73 亿元、可供出售金融资产 2.93 亿元、投资性房地产 7.63 亿元，全部用于借款保证、抵押或质押。公司资产受限比例为 9.97%，受限比例较低。

2020 年 3 月底，公司资产总额 862.78 亿元，较 2019 年底增长 7.00%，主要系货币资金增长所致，构成上看仍以流动资产（占 88.74%）为主。公司货币资金较 2019 年底增长 83.35%至 101.32 亿元，主要系当期发行债券融资取得。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降，以资本公积为主；公司负债以非流动负债为主，跟踪期内债务规模有所上升，债务负担尚可。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 369.32 亿元，较 2018 年底下降 4.63%，主要系资本公积减少所致；所有者权益主要由实收资本（占 2.78%）、资本公积（占 86.68%）和未分配利润（占 9.41%）构成。2019 年底，公司实收资本为 10.28 亿元，较 2018 年底保持稳定；资本公积较 2018 年底下降 6.28%至 320.12 亿元，主要系公司将 2014 年以前建设的红光大桥等原用于收费的路桥资产移交给柳州市财政局所致。2020 年 3 月底，公司所有者权益 369.97 亿元，规模及构成较 2019 年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 437.01 亿元，较 2018 年底小幅上升，其中流动负债占 37.97%，非流动负债占 62.03%，构成上仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 165.95 亿元，较 2018 年底增长 12.91%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 16.77%）、其他应付款（占 24.07%）及一年内到期非流动负债（占 43.64%）构成。

2019 年底，公司短期借款较 2018 年底下降 5.46%至 27.84 亿元，其中质押借款 26.84 亿元，保证借款 1.00 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。

2019 年底，公司预收款项 8.97 亿元，较 2018 年底增长 63.53%，主要系预收柳沙馨园的房款增长所致。

2019 年底，受应付往来款减少影响，公司其他应付款较 2018 年底下降 24.40%至 39.94 亿元，其中应付利息 3.14 亿元，主要为公司借款和债券应付的利息；往来款 34.73 亿元，主要对手方为城营中心（占 80.94%）和城致公司（占 13.78%）；其余为少量质保金、押金和安置房补差款等。

2019 年底，受“17 柳州城投 MTN001”“17 柳州城投 PPN001”“17 柳州城投 PPN002”以及 2017 年度北部湾债权融资计划第 1－5 期将

于 2020 年集中兑付影响，公司一年内到期的非流动负债较 2018 年底增长 67.72%至 72.42 亿元。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 37.37%）、应付债券（占 49.66%）和长期应付款（占 12.97%）构成。

2019 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，为公司发行的“19 柳州城投 CP001”，本报告将其纳入短期债务核算。

2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底下降 3.57%至 271.06 亿元。公司非流动负债主要由长期借款（占 62.09%）、应付债券（占 16.54%）及长期应付款（占 21.35%）构成。

2019 年底，公司长期借款 168.30 亿元，较 2018 年底变化不大，其中信用借款 58.28 亿元，抵押借款 19.63 亿元，质押借款 90.61 亿元，保证+抵押借款 20.26 亿元，保证+质押借款 3.54 亿元。抵押物为公司持有的土地使用权和房产，质押物为定期存单、公司持有的柳州银行部分股权以及公司部分项目未来的应收账款和资产收益权。

2019 年底，公司应付债券 44.84 亿元，较 2018 年底下降 9.55%，主要系部分债券即将在 2020 年到期转入“一年内到期的非流动负债”科目所致。2020－2022 年，公司待赎回的债券本金分别为 40.75 亿元（含“19 柳州城投 CP001”）、18.25 亿元和 22.25 亿元。2020 年，公司面临集中偿付压力。

2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底下降 4.95%至 57.88 亿元，主要由应付融资租赁款（37.65 亿元）和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）构成，本报告已将其调整至长期债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 492.81 亿元，较 2018 年底增长 12.77%，主要系公司当期新增借款和发行债券所致；构成上仍以非流动负债（占 58.30%）为主；公司短期借款较 2019 年底增长 13.05%至 31.47 亿元；受往来款增长影响，公司其他应付款较 2019 年底增长 14.90%至 45.88 亿元；公司长期借款 139.89 亿元，较 2019 年底下降 16.88%；公司应付债券较 2019 年底增长 102.74%至 90.91 亿元，主要系当期发行“20 柳州 01”“20 柳州城投 PPN001”“20 柳州城投 MTN001”和“20 柳州 02”所致。截至 2020 年 3 月底，公司公开市场存续债券如下表所示：

表 13　截至 2020 年 3 月底公司公开市场存续债券

（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	票面利率	到期日
12 柳州城投债	6.75	7.18	2022.12.31
17 柳州城投 PPN002	4.00	6.60	2020.08.04
19 柳州城投 PPN001	5.00	6.50	2022.01.14
19 柳州城投 CP001	5.00	3.98	2020.10.30
20 柳州 01	20.00	6.50	2025.01.17
20 柳州城投 PPN001	5.00	5.00	2023.03.06
20 柳州城投 MTN001	5.00	4.19	2025.03.11
20 柳州 02	15.00	6.20	2025.03.26
合计	**65.75**	--	--

注：债券余额未考虑溢价因素

资料来源：联合资信根据公开数据整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 376.01 亿元，较 2018 年底增长 6.86%；债务结构以长期债务为主（占 72.01%），但短期债务比重呈上升趋势。

表 12　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	78.88	105.26	138.33
长期债务	272.99	270.76	287.00
全部债务	351.87	376.01	425.33
长期债务资本化比率	41.35	42.30	43.69
全部债务资本化比率	47.61	50.45	53.48
资产负债率	52.50	54.20	57.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2020 年 3 月底，公司全部债务 425.33 亿元，较 2019 年底增长 13.12%，结构上仍以长期债务（占 66.77%）为主，短期债务比重较 2019 年底继续上升。

债务指标方面，受债务增长影响，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2018 年底分别上升

至54.20%、50.45%和42.30%；2020年3月底，上述指标较2019年底分别上升至57.12%、53.48%和43.69%。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入略有下降，期间费用占营业收入比重小幅上升；利润总额对政府补助的依赖大，自身盈利能力一般。

2019年，公司营业收入14.99亿元，同比略有下降；同期，公司营业成本11.53亿元，同比下降6.84%，降幅大于营业收入，受此影响公司营业利润率提升至20.28%。

2019年，公司期间费用1.26亿元，同比增长4.50%，主要系财务费用增长所致；期间费用占营业收入的比重同比上升0.59个百分点至8.43%。2019年，受其他收益下降和营业外支出增长影响，公司利润总额同比下降6.94%至4.73亿元。2019年，公司其他收益3.32亿元，主要为柳州市财政局拨付的路桥收费补贴及日常经营性补助，相当于利润总额的70.24%，公司利润总额对政府补助的依赖程度高。2019年，公司营业外支出0.67亿元，其中0.66亿元为公司因合同纠纷败诉支付给柳州市建宇房地产开发有限责任公司的违约金和损失赔偿金。

表14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	15.42	14.99
期间费用	1.21	1.26
其他收益	3.73	3.32
利润总额	5.08	4.73
营业利润率	18.45	20.28
总资本收益率	0.87	1.04
净资产收益率	1.22	0.96

资料来源：根据公司审计报告整理

2019年，公司总资本收益率同比上升0.17个至1.04%，净资产收益率同比下降0.26个百分点至0.96%。

2020年1－3月，受土地整理收入不及2019年同期影响，公司营业收入同比下降26.43%至3.04亿元，为2019年全年的20.28%。当期利润总额为0.85亿元，营业利润率为23.30%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流受往来款影响波动大，收入实现质量有所下降；投资活动现金流入流出规模一般，筹资活动现金流入流出均维持较大规模，公司筹资压力较大。

2019年，公司经营活动现金流入34.09亿元，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各项财政补贴以及往来款的收回。公司现金收入比为78.15%，收现质量较2018年有所下降。公司经营活动现金流出量为70.97亿元，受当年公司支付的往来资金量增长影响，较2018年增加50.47亿元。2018年，公司经营活动净现金流为-36.88亿元。

表15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	35.78	34.09
经营活动现金流出量	20.50	70.97
经营活动净现金流	15.28	-36.88
投资活动净现金流	-4.52	-0.87
筹资活动净现金流	-68.77	-0.71
现金收入比	106.99	78.15

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司投资活动产生的现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产和投资支付的现金。2019年，公司投资活动现金流入量为3.59亿元。公司投资活动现金流出量为4.47亿元。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.87亿元。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为借款和发行债券收到的现金，2019年为159.66亿元，同比增长113.65%，主要为取得银行借款和发行债券所收到的现金。公司筹资活动现金流出为160.37亿元，主要为偿还债务支付的现金。2019年，公司筹资活动产生的现金流量

净额为-0.71亿元。

2020年1－3月，受收到往来款规模增长影响，公司经营活动净现金流为6.72亿元，现金收入比下降至60.29%，投资活动净现金流为-1.08亿元，筹资活动净现金流为36.64亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司的短期偿债能力指标有所弱化，长期偿债能力指标有所增强，考虑到公司的区域地位及柳州市政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

2019年底，公司流动比率和速动比率较2018年底分别下降68.40个和22.03个百分点至427.79%和78.33%；2020年3月底，公司流动比率进一步下降至372.55%，速动比率小幅上升至86.25%；2019年，公司经营现金呈净流出状态，对流动负债无保障能力。2020年3月，公司现金短期债务比为0.73倍。

2019年，公司EBITDA同比增长29.29%至9.64亿元，受此影响，公司全部债务/EBITDA由2018年的47.19倍下降为39.00倍，EBITDA利息倍数由2018年的0.30倍提高为0.39倍。

截至 2020 年 3 月 13 日，公司对外担保余额合计 94.61 亿元，相当于 2020 年 3 月底公司所有者权益的 25.57%，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。公司对外担保中存在 1 笔担保余额为 20.00 万元的不良担保记录，系公司为柳州化学工业集团有限公司（以下简称“柳化集团”）25364.00 万元借款提供的保证担保中的一部分。根据公司提供的公司与中国建设银行股份有限公司柳州分行于 2010 年 12 月 20 日签订的保证合同，公司为柳化集团 25364.00 万元借款提供的保证担保已于 2011 年 2 月 19 日自动失效。公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 16　截至 2020 年 3 月 13 日公司对外担保情况

（单位：万元）

被保证人	保证余额
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	200000.00
柳州市祥云盛世投资发展有限公司	175000.00
	110000.00
	39000.00
	9000.00
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	50000.00
	30000.00
	12273.12
	10000.00
	7331.11
	4887.41
柳州市泓益资产经营管理有限责任公司	100000.00
	100000.00
柳州化学工业集团有限公司	25364.00
柳州市三江县盛世文化旅游投资有限公司	36000.00
柳州阳和开发投资有限公司	37209.75
合计	**946065.39**

资料来源：公司提供的《企业征信报告（2020 年 3 月 13 日）》

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各类金融机构授信总额 423.63 亿元，已使用 376.42 亿元，未使用额度 47.21 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，整体债务负担尚可。

2019年底，母公司资产总额821.84亿元，较2018年底变化不大，其中流动资产703.13亿元，主要由货币资金、其他应收款及存货构成；非流动资产118.70亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成。2020年3月底，母公司资产总额869.39亿元，较2019年底增长5.79%，主要系货币资金增长所致。

2019年底，母公司所有者权益369.34亿元，其中，实收资本占2.78%、资本公积占86.67%，母公司所有者权益稳定性强。2020年3月底，母公司所有者权益规模及构成较2019年底变化不大。2019年底，母公司负债总额452.50亿元，较2018年底增长5.21%，其中流动负债201.19亿元，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债251.31亿元，主要由长期借款、应付债券和长

期应付款构成。2019年底，母公司资产负债率55.06%，债务负担处于可控范围。2020年3月底，母公司负债总额499.40亿元，较2019年底增长10.36%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券增长所致。

2019年，母公司实现营业收入14.97亿元，营业成本为11.52亿元，利润总额为4.76亿元。2020年1－3月，母公司实现营业收入3.04亿元，利润总额为0.86亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，存续债券“19柳州城投CP001”和“20柳州城投MTN001”待偿还本金合计10.00亿元。

2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“19柳州城投CP001”和“20柳州城投MTN001”待偿还本金总额的覆盖倍数分别为0.96倍和3.41倍。

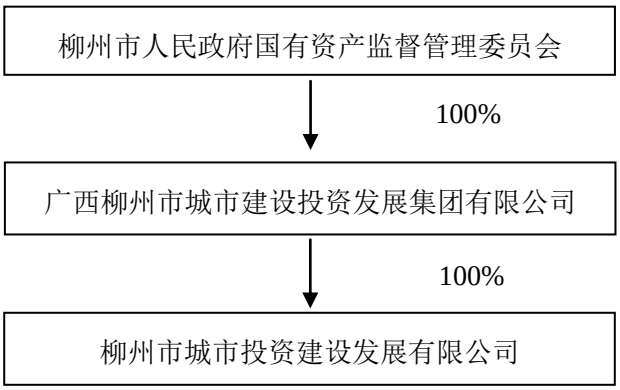
“19柳州城投CP001”将于2020年到期，2020年3月底，公司现金类资产对“19柳州城投CP001”的覆盖倍数为20.26倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“19柳州城投CP001”和“20柳州城投MTN001”的保障能力较强，现金类资产对“19柳州城投CP001”的保障能力强。

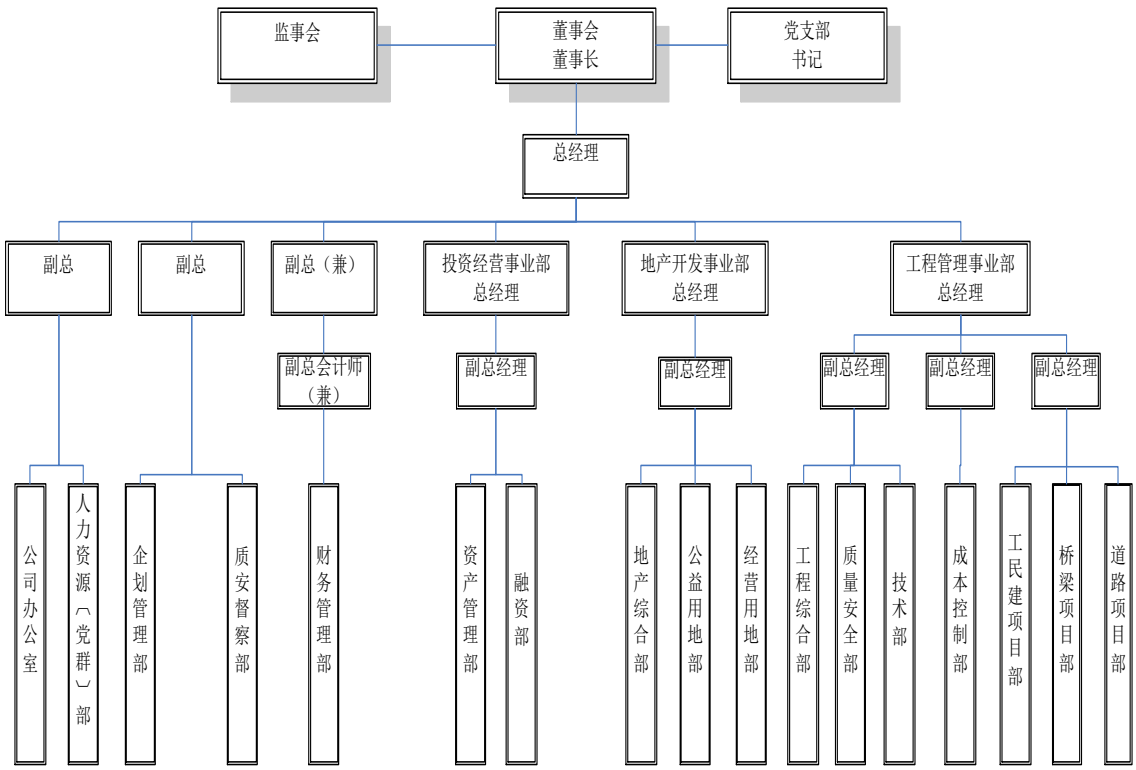
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 柳州城投 CP001”的信用等级为 A-1，“20 柳州城投 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况

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	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	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；房屋及土地租赁	14300.00	100.00
柳州市城通港湾投资管理有限公司	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	200.00	100.00
广西柳城盛迦旅游文化开发有限责任公司	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	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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	138.65	93.44	55.26	101.32
资产总额（亿元）	829.05	815.31	806.33	862.78
所有者权益（亿元）	369.68	387.25	369.32	369.97
短期债务（亿元）	71.98	78.88	105.26	138.33
长期债务（亿元）	315.03	272.99	270.76	287.00
全部债务（亿元）	387.02	351.87	376.01	425.33
营业收入（亿元）	15.50	15.42	14.99	3.04
利润总额（亿元）	3.88	5.08	4.73	0.85
EBITDA（亿元）	5.81	7.46	9.64	--
经营性净现金流（亿元）	-39.01	15.28	-36.88	6.72
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15730.48	21767.99	23.39	--
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（%）	113.41	106.99	78.15	60.29
营业利润率（%）	19.07	18.45	20.28	23.30
总资本收益率（%）	0.65	0.87	1.04	--
净资产收益率（%）	0.91	1.22	0.96	--
长期债务资本化比率（%）	46.01	41.35	42.30	43.69
全部债务资本化比率（%）	51.15	47.61	50.45	53.48
资产负债率（%）	55.41	52.50	54.20	57.12
流动比率（%）	549.75	496.19	427.79	372.55
速动比率（%）	163.39	100.36	78.33	86.25
经营现金流动负债比（%）	-28.08	10.40	-22.22	--
现金短期债务比（倍）	1.93	1.18	0.53	0.73
全部债务/EBITDA（倍）	66.62	47.19	39.00	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.21	0.30	0.39	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算；3.长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	134.95	70.35	53.36	94.51
资产总额（亿元）	843.67	817.31	821.84	869.39
所有者权益（亿元）	369.59	387.23	369.34	369.99
短期债务（亿元）	65.22	63.11	99.07	131.32
长期债务（亿元）	307.93	268.70	251.01	267.71
全部债务（亿元）	373.16	331.81	350.08	399.03
营业收入（亿元）	15.48	15.40	14.97	3.04
利润总额（亿元）	3.87	5.09	4.76	0.86
EBITDA（亿元）	5.80	7.17	9.01	--
经营性净现金流（亿元）	-20.18	-7.51	-13.35	2.23
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	23.38	--
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（%）	113.41	106.99	78.12	60.26
营业利润率（%）	19.07	18.44	20.27	23.34
总资本收益率（%）	0.66	0.89	1.08	--
净资产收益率（%）	0.91	1.23	0.97	--
长期债务资本化比率（%）	45.45	40.96	40.46	41.98
全部债务资本化比率（%）	50.24	46.15	48.66	51.89
资产负债率（%）	56.19	52.62	55.06	57.44
流动比率（%）	462.52	461.40	349.49	323.32
速动比率（%）	140.02	91.83	65.76	73.66
经营现金流动负债比（%）	-12.47	-4.89	-6.64	--
现金短期债务比（倍）	2.07	1.11	0.54	0.72
全部债务/EBITDA（倍）	64.29	46.27	38.87	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.22	0.31	0.38	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算；3.长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算

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　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 5-3　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 5-4　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