

信用等级公告

联合〔2019〕2396号

广西柳州市建设投资开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对广西柳州市建设投资开发有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**广西柳州市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA，
评级展望为“稳定”**

**广西柳州市建设投资开发有限责任公司拟公开发行的 2020 年公司
债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十一月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广西柳州市建设投资开发有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 9 亿元（含）

债券期限：5（3+2）年

担保方：柳州市城市投资建设发展有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 11 月 14 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西柳州市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承担土地开发、部分基础设施建设项目和回迁房建设等业务，获得外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到公司土地开发和代建业务资金占用规模大、资金支出压力大、短期债务规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着柳州市城市建设发展，公司基础设施建设、土地开发业务等仍有一定发展空间。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“柳州城投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，柳州城投作为柳州市主城区重要的基础设施建设、土地整理投资主体，获得了有力的外部支持，其担保对本期债券的信用水平具有积极的提升作用。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 柳州市经济发展平稳，财政实力有所增强。公司作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承担土地开发、部分基础设施建设项目和回迁房建设等业务，外部发展环境良好。

2. 公司获得柳州市国资委在土地注入和股权划拨方面的支持力度较大。

3. 本期债券由柳州城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，柳州城投作为柳州市主城区重要的基础设施建设、土地整理投资主体，获得了有力的外部支持，其提供的担保对本期债券的信用水平具有积极的提升作用。

分析师

崔莹

电话：010-85172818

邮箱：cuiy@unitedratings.com.cn

袁琳

电话：010-85172818

邮箱：yuanl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

关注

1. 公司土地开发业务的收入确认及土地出让金返还受市场行情和柳州市财政局资金拨付影响较大，代建业务财政拨款资金到位较项目建设支出有所滞后，对公司形成较大资金占用。

2. 公司资产中土地所有权占比较高，资产流动性一般；公司债务规模增长较快，短期债务规模较大，且 2021 年和 2022 年到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

3. 担保方柳州城投基础设施项目建设对其资金形成较大占用且资金回收时间具有较大的不确定性。

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	364.48	389.05	371.79	402.47
所有者权益（亿元）	163.88	166.52	171.67	171.68
长期债务（亿元）	112.14	136.22	127.57	144.55
全部债务（亿元）	165.11	172.52	172.35	195.93
营业收入（亿元）	8.48	17.13	11.06	0.90
净利润（亿元）	1.28	2.64	1.64	0.02
EBITDA（亿元）	12.71	14.94	12.97	--
经营性净现金流（亿元）	11.95	21.72	3.70	8.97
营业利润率（%）	27.98	18.14	25.74	33.42
净资产收益率（%）	0.81	1.60	0.97	--
资产负债率（%）	55.04	57.20	53.82	57.34
全部债务资本化比率（%）	50.19	50.89	50.10	53.30
流动比率（倍）	3.59	3.70	4.19	3.87
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.68	0.64	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.41	1.66	1.44	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	777.21	829.05	815.31	844.58
所有者权益（亿元）	307.94	369.68	387.25	390.71
营业收入（亿元）	15.82	15.50	15.42	7.25
净利润（亿元）	3.13	3.37	4.74	1.61
EBITDA（亿元）	5.97	5.81	6.20	--
资产负债率（%）	60.38	55.41	52.50	53.74

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径，均指人民币；3. 将公司长期应付款纳入长期债务核算，将担保方柳州城投其他应付款中有息债务部分及其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西柳州市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）是经柳政函〔1995〕16号批准，于1995年3月成立的国有独资公司，设立时注册资本为200万元，出资人为柳州市人民政府。后经多次增资及股权变更，截至2019年6月底，公司注册资本和实收资本均为1.25亿元，柳州市投资控股有限公司（以下简称“柳州投控”）持有公司100%股权，公司实际控制人为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”）。

公司经营范围：为本市经济建设重点项目引进筹集资金、受市政府委托负责盘活市有财力及各项建设基金的管理和经营、开展经营性及开发性投资业务；自有房屋、土地出租，停车场管理及经营，土地开发整理，房地产开发经营；建筑材料、钢材销售；公共自行车租赁；热力供应和冷气供应。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年6月底，公司本部设综合办公室、财务部、融资部等10个部门（详见附件1-1）；拥有子公司3家，合并口径拥有员工101人。

截至2018年底，公司合并资产总额371.79亿元，负债合计200.11亿元，所有者权益171.67亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年，公司实现营业收入11.06亿元，净利润1.64亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额3.70亿元，现金及现金等价物净增加额-31.67亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额402.47亿元，负债合计230.79亿元，所有者权益171.68亿元，全部为属于母公司所有者权益。2019年1—6月，公司实现营业收入0.90亿元，净利润0.02亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额8.97亿元，现金及现金等价物净增加额22.78亿元。

公司住所：柳州市学院路35号；法定代表人：吴运远。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕407号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过13亿元（含）的公司债券，采用分期发行模式。本期债券名称为“广西柳州市建设投资开发有限责任公司2020年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过9亿元（含）。本期债券期限为5（3+2）年，面值100元，按面值平价发行；票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司和主承销商根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券采取按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“柳州城投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

(1) 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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。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。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来与城投企业相关产业政策

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》国办发〔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）	严格按照要求规范的 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

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城

投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 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。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境分析

柳州市位于广西壮族自治区中部偏东北，市辖城中区、柳北区、鱼峰区、柳南区、柳江区 5 个城区，柳城县、鹿寨县、融安县和融水苗族自治县、三江侗族自治县 5 个县。柳州市是广西最大的工业城市，拥有汽车、机械、冶金三大支柱产业，是辐射大西南，面向东部、南部沿海和东南亚的区域性制造业城市，国内唯一同时拥有四大汽车集团整车生产基地的城市，拥有国家汽车零部件生产基地、国家汽车及零部件出口基地和华南、西南地区最大的钢铁基地。

柳州市经济实力较强。2018 年，柳州市地区生产总值 3,053.65 亿元，较上年增长 6.4%。其中，第一产业增加值 195.00 亿元，较上年增长 4.9%；第二产业增加值 1,608.66 亿元，较上年增长 2.6%；第三产业增加值 1,249.99 亿元，较上年增长 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 75,945 元。2018 年，柳州市固定资产投资较上年增长 15.4%，其中房地产开发投资完成 440.07 亿元，较上年增长 11.4%。

财政实力方面，2018 年，柳州市一般公共预算收入为 193.78 亿元，较上年增长 7.8%，其中税收收入为 136.6 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重为 70.5%；柳州市一般公共预算支出为 424.38 亿元，财政自给率为 45.66%，财政自给率较低。2018 年，柳州市获得上级补助收入 185.09 亿元，政府性基金预算收入为 157.26 亿元，较上年增长 15%。截至 2018 年底，柳州市政府债务余额为 560.98 亿元，其中一般债务为 192.82 亿元，专项债务为 368.16 亿元。

总体看，柳州市经济发展平稳，政府性基金收入和一般公共预算收入均有所增长，并获得了一定规模的上补助收入，但财政自给率较低，政府债务余额规模较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承担土地开发、部分基础设施项目建设和回迁房建设等业务。截至 2019 年 6 月底，公司在建基础设施代建项目预计总投资额 51.30 亿元，在开发土地规模达 1,279.87 亩，在开发房地产项目规划建筑面积为 106.86 万平方米，承担项目建设规模较大。

柳州市主要的基础设施建设主体为 4 个，具体如下表所示。公司为柳州投控下属重要子公司。从业务范围看，柳州投控、柳州城投和柳州市龙建投资发展有限责任公司均负责柳州市城区的基础设施建设和土地整理等业务，业务重合度较高。

表 2 截至 2018 年底柳州市主要市属城投企业情况（单位：亿元、%）

公司名称	控股股东	主要业务	业务范围	净资产	营业收入	资产负债率
柳州市投资控股有限公司	柳州市国资委	保障房建设、基建、土地整理、水务燃气等公用事业运营	柳州市城区	552.42	41.79	57.42
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	柳州市国资委	柳东新区内基建、土地整理	柳州市柳东新区	432.33	67.91	59.41
柳州市城市投资建设发展有限公司	柳州市国资委	基建、土地整理	柳州市城区	815.31	15.42	52.50
柳州市龙建投资发展有限责任公司	广西柳州市轨道交通投资发展有限公司	保障房、土地整理、基建	柳州市城区	214.19	9.12	54.61

资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，公司作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承担土地开发、部分基础设施建设项目和回迁房建设等业务，在手项目规模较大。

2. 人员素质

截至 2019 年 6 月底，公司董事 6 人，监事 5 人，高级管理人员 3 人。

公司董事长吴运远，1963 年生，研究生学历，高级工程师；曾任柳州市房地产公司工程科科长、工程科科长，华宇监理公司副经理、华宇监理公司法人代表、经理、副总经理兼柳州新世纪房开公司总经理、华宇监理公司经理，柳州东通投资发展有限公司总经理、党支部书记；现任公司董事长。

公司总经理唐志华，1976 年生，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、董事。

截至 2019 年 6 月底，公司合并口径拥有员工 101 人。从年龄构成看，35 岁以下员工占 36.63%，35~44 岁员工占 32.67%，45 岁以上员工占 30.70%；从文化素质来看，大专及以下学历员工占 21.78%，本科学历员工占 68.32%，硕士研究生及以上学历员工占 9.90%。

总体看，公司高级管理人员管理经验能够满足公司日常经营需要。

3. 外部支持

2013 年，根据柳国资复（2013）13 号批文，柳州市国资委将东环路北段东侧、白莲机场扩建项

目等 26 块土地使用权划拨给公司，账面价值 108.27 亿元。

2018 年，根据柳国资复（2018）94 号文件，柳州市国资委将柳州市泓益资产管理有限责任公司（以下简称“泓益资产”）的股权无偿划入公司，以 2017 年 12 月 31 日泓益资产的净资产 3.52 亿元入账。

总体看，公司在土地资产注入和股权划拨方面获得柳州市国资委的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《公司法》和其他相关规定，公司设立了董事会、监事会和总经理，职责明确。

根据《广西柳州市建设投资开发有限责任公司章程》的规定，公司不设股东会，由公司股东¹行使股东职权。公司设董事会，由 7 名董事组成，其中 5 名董事由股东委派，职工董事 2 名，由公司职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满，经原任免机关委派、任命或选举同意可以连任。董事会设董事长 1 名，由股东委派，董事长是公司的法定代表人。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，并接受监事监督。

公司设监事会，其成员为 5 名，其中由股东委派的监事 3 名，由职工代表大会选举产生的职工监事 2 名。监事会设监事会主席 1 名，由股东从监事会成员中指定。监事任期三年，任期届满，经委派、任命或选举同意可以连任。

总体看，公司治理结构相对健全，运行良好。

2. 管理制度

从内部管理来看，公司下设财务部、融资部、工程技术部、工程审核部、投资管理部、综合办公室等 10 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。公司制定了《财务管理办法》、《资金管理制度》、《内部风险控制基本制度》、《融资担保业务操作规程》等一系列的管理制度，对资金管理、内部流程等方面做出明确规定。

总体看，公司管理体系整体健全，能够满足公司日常的经营管理需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为柳州市重要的土地一级开发、基础设施建设及房地产开发主体，收入主要来源于房地产销售收入和土地整理收入。2016—2018 年，公司营业收入分别为 8.48 亿元、17.13 亿元和 11.06 亿元，其中主营业务收入占比均超过 97%，公司主营业务突出。

从主营业务收入构成看，2016—2018 年，房地产销售收入波动增长，主要系受房地产开发及交房进度影响。土地整理收入波动增长，主要系受公司完成开发土地的出让情况和土地出让金返还进度影响。其他收入主要是代建业务收入、停车场经营、学生住宿和直供热水收费收入等，其他收入占比较小，对公司收入影响不大。

¹目前《广西柳州市建设投资开发有限责任公司章程》显示股东仍为柳州市国资委。根据《柳州市国有资产管理委员会关于授权柳州市投资控股有限公司经营国有资产的通知》（柳国资委字〔2001〕3 号），柳州市国资委授权柳州投控经营公司。根据《广西可以律师事务所关于广西柳州市建设投资开发有限责任公司 2019 年非公开发行公司债券之法律意见书》，广西可以律师事务所认为公司实际股东为柳州投控，公司章程及工商登记信息不影响柳州投控作为公司股东的权利和义务。

表 3 2016—2018 年公司主营业务收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售收入	5.91	70.76	32.13	7.71	45.68	15.47	7.07	65.36	28.01
土地整理收入	2.18	26.11	30.41	8.50	50.35	23.97	3.44	31.85	21.78
其他收入	0.26	3.13	100.00	0.67	3.97	30.91	0.30	2.79	77.30
其中：代建收入	0.17	2.07	100.00	0.14	0.81	100.00	0.20	1.84	100.00
合计	8.35	100.00	33.80	16.89	100.00	20.36	10.82	100.00	27.40

资料来源：公司审计报告

从毛利率看，2016—2018 年，公司房地产销售业务毛利率波动下降，主要系结转项目不同所致。土地整理业务毛利率持续下降，主要系土地开发成本上涨所致。其他业务 2016 年毛利率为 100%，主要系代建业务按管理费确认收入，不确认成本，且停车场收费成本直接计入管理费用，直接供水收费为代收代支的差额收入，均不确认成本所致；2017 年开始公司停车场经营业务和供水业务成本按照实际发生情况核算，毛利率有所下降。受房地产销售业务毛利率波动下降影响，公司主营业务综合毛利率波动下降。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 0.90 亿元，占上年全年收入的比重为 8.13%，主要系受房地产销售结转进度和土地出让进度影响所致；毛利率为 34.92%。

总体看，房地产销售和土地整理收入为公司主要收入来源，2016—2018 年公司主营业务收入波动增长。受房地产销售业务毛利率波动下降影响，公司主营业务综合毛利率波动下降。

2. 土地开发业务

公司接受柳州市各区政府或柳州市土地交易储备中心（以下简称“柳州土储中心”）的委托，开展土地一级开发业务。具体模式为，前期土地开发资金为公司自筹，待土地开发完成后，交由柳州土储中心收储。在公司所开发土地出让完成后，柳州市财政局在扣除相关规费后，将土地出让金返还到公司，公司相应的确认收入并结转开发成本。

近年来，公司完成牛车坪项目、窑埠古镇增补用地、学院路及马鹿山周边地块等的土地一级开发，2016—2018 年，公司分别实现土地整理收入 2.18 亿元、8.50 亿元和 3.44 亿元。公司土地整理收入确认受土地市场及柳州市财政局资金拨付影响较大，开发投入规模较大但对公司资金形成占用。

表 4 2016—2018 年公司土地开发业务成本和确认收入明细表（单位：亩、万元）

时间	项目	面积	开发成本	确认收入
2016 年	牛车坪项目	0.39	1,533.80	2,058.25
	市天山公园周边改造	2.77	13,638.12	19,742.38
	小计	3.16	15,171.92	21,800.63
2017 年	窑埠古镇增补用地	8.58	64,640.44	85,024.27
	小计	8.58	64,640.44	85,024.27
2018 年	学院路延长线东侧皇娘山北侧、学院路东侧地块	4.11	12,629.08	15,953.89
	马鹿山延长线南侧、学院路延长线东侧	1.84	6,964.63	9,324.48
	荣军路西侧鸿泰名城以北	1.19	7,351.86	9,169.82
	小计	7.14	26,945.57	34,448.19

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，公司在开发土地面积合计为 1,279.87 亩，预计总投资额为 11.34 亿元，已投资额为 2.43 亿元，尚需投资额为 8.91 亿元。

表 5 截至 2019 年 6 月底公司在开发土地项目情况（单位：亩、万元）

土地整理项目	预计开发时间	面积	预计总投资额	已投资额
柳长路西侧居住及配套	2016—2019	5.88	5,307.00	8,055.35
柳长路东侧居住及配套	2016—2020	4.96	2,664.00	3,900.51
南环路北侧居住及配套	2016—2019	16.68	6,666.00	2,509.93
水山旅游服务区项目	2018—2020	49.88	3,000.00	412.55
鱼峰区城中村改造	2018—2020	350.00	35,000.00	2,547.39
大龙潭公园东侧	2018—2020	505.24	37,767.00	156.75
灵湖路以南居住及配套	2018—2020	18.15	7,200.00	5,359.85
牛车坪增补地块	2018—2022	329.08	15,800.00	1,379.40
合计	--	1,279.87	113,404.00	24,321.73

资料来源：公司提供

总体看，公司土地开发业务资金为自筹，土地出让金返还及收入确认受土地市场和柳州市财政局资金拨付影响较大，对公司资金形成占用。公司在开发土地规模较大，存在一定的资金支出压力。

3. 房地产开发业务

公司目前的房地产开发资质为二级。公司通过招拍挂程序拿地，建设资金为公司自筹。其中部分房产为回迁房，分配给拆迁户，部分房产为商品房，面向市场销售。收入确认方面，公司交付的回迁安置房按市价 3,500 元/平方米确认收入，但无现金流入，系公司负责回迁户相关的土地一级开发，具体模式主要为实物安置，进行拆迁成本核算，无实际现金流出所致。商品房销售按照实际销售情况确认收入，销售均价为 5,000~10,000 元/平方米。

截至 2019 年 6 月底，金沙角等 5 个项目均已完工，累计投资额为 40.66 亿元。商品房可售建筑面积共 36.47 万平方米，已销售面积为 21.57 万平方米，剩余可售面积未来将可实现一定的收入和资金回笼。

表 6 截至 2019 年 6 月底公司已完工房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	累计投资额	可售建筑面积		已销售面积		实现资金流入	
		回迁房	商品房	回迁房	商品房	回迁房	商品房
鹿山嘉园	1.51	2.36	2.14	2.36	1.99	--	0.87
金沙角	23.07	16.08	14.09	14.02	9.85	--	11.06
东方国际	1.44	0.29	3.15	0.29	2.23	--	1.78
福地华府	1.15	--	2.94	--	2.04	--	1.41
瑞景文苑	13.49	6.98	14.15	5.72	5.46	--	4.18
合计	40.66	25.71	36.47	22.39	21.57	--	19.30

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，公司在建房地产项目共 4 个，预计总投资额为 49.74 亿元，已投资额为 32.36 亿元。

表 7 截至 2019 年 6 月底公司在建房地产项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

在建房地产项目	规划建筑面积	预计总投资额	已投资额
天山雅筑	30.79	13.27	15.39
观山府邸	58.11	23.69	11.97
丽景嘉苑	13.71	8.84	3.54
山居馨苑	4.25	3.94	1.46
合计	106.86	49.74	32.36

注：公司在开发房地产项目在满足回迁房分配需求的前提下，公司将剩余房源作为商品房出售，目前回迁房的套数尚未明确
资料来源：公司提供

总体看，公司房地产业务通过商品房销售实现资金回笼，房地产业务资金平衡受商品房销售情况影响较大。

4. 代建业务

公司代建业务系受政府委托，进行基础设施项目建设，完工后移交给政府单位或业主方。柳州市财政每年向公司拨付一定的项目建设资金，但财政拨款较项目建设进度有所滞后。差额部分由公司通过银行贷款等方式筹集，体现在“其他非流动资产-代建项目款”科目。收入确认方面，公司每年按照政府审定的工程支出成本的 0.4%~3%确认代建收入，具体比例根据《基本建设项目建设成本管理规定》按照工程概算规模确定。2016—2018 年，公司分别实现代建收入 1,731.77 万元、1,374.66 万元、1,987.65 万元。

截至 2019 年 6 月底，公司代建项目预计总投资额 51.30 亿元，已投资额为 44.04 亿元，财政拨款到位 22.20 亿元，其余部分由公司筹资，形成一定的资金占用。

表 8 截至 2019 年 6 月底公司代建项目建设及政府拨款到位情况（单位：万元）

代建项目	预计总投资额	已投资额	财政拨款到位情况
马鹿山公园	14.62	14.83	10.47
龙潭湖周边景观工程	7.87	6.05	4.14
鱼峰公园	6.63	5.35	0.85
天山路	6.19	4.73	0.46
李宁体育馆	5.59	4.25	0.99
磨太路	4.39	3.84	2.19
柳铁中心医院	3.20	2.87	2.53
华丰湾	2.81	2.12	0.57
合计	51.30	44.04	22.20

资料来源：公司提供

总体看，公司代建业务财政拨款资金到位较项目建设支出有所滞后，差额部分由公司筹集，代建业务对公司形成一定的资金占用。

5. 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。公司未来仍以基础设施建设、土地开发和房地产开发为主业，结合各业务板块的发展需要，加强项目前期规划设计方案推进，按计划推进征地拆迁工作，加速项目建设推进和严格按照合同约定的审核时间节点进行项目核查。

总体看，公司未来发展规划较具体，可实施性强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2017 年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年半年度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定进行确认、计量和编制。

合并范围方面，2016 年公司无子公司，2017 年公司投资设立子公司柳州柳银建投投资基金管理中心（有限合伙）（以下简称“柳建基金”），2018 年公司合并范围新纳入 2 家子公司，泓益资产系柳州市国资委划拨给公司，三江盛世文化旅游投资有限公司为公司投资设立。

总体看，公司新纳入子公司影响不大，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模较为稳定。截至 2018 年底，公司合并资产总额 371.79 亿元，较年初下降 4.44%；其中流动资产占 81.83%，非流动资产占 18.17%，资产构成以流动资产为主。

2016—2018 年，公司流动资产波动下降，年初复合下降 2.08%。截至 2018 年底，公司流动资产 304.22 亿元，较年初下降 4.70%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.27%）和存货（占 84.36%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 12.32%。截至 2018 年底，公司货币资金 43.40 亿元，较年初下降 31.15%，主要系公司偿还债务所致；货币资金全部为银行存款。截至 2018 年底，货币资金中受限部分为 25.19 亿元，其中用于质押的定期存款为 23.94 亿元，用于质押的活期存款为 1.25 亿元，受限货币资金占比为 58.04%，受限比例高。

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 1.27%。截至 2018 年底，公司存货为 256.64 亿元，较年初变动不大；公司存货主要由开发成本（占 99.66%）构成，开发成本主要为政府无偿划拨给公司的土地使用权、土地开发及房地产开发业务投入。截至 2018 年底，公司存货未计提跌价准备。

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 19.64%。截至 2018 年底，公司非流动资产 67.56 亿元，较年初下降 3.25%，主要系其他非流动资产减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 18.48%）、固定资产（占 10.03%）和其他非流动资产（占 61.48%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 66.98%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 12.48 亿元，较年初增长 67.74%，主要系公司增加对柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”）投资所致。公司可供出售金融资产主要为公司持有的柳州银行的股权，采用成本法计量，账面价值为 12.38 亿元。截至 2018 年底，公司对柳州银行的持股比例为 10.48%。

2016—2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 5.22%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 6.78 亿元，较年初增长 13.02%，主要系观瀑金沙角停车场由存货转入固定资产所致；固定

资产主要由房屋及建筑物（占 96.73%）构成，累计计提折旧 1.17 亿元；固定资产成新率 85.63%，成新率较高。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 14.44%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 41.54 亿元，较年初下降 15.87%，主要系子公司柳建基金收回对泓益资产的委托贷款 19.59 亿元所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产由代建项目款 35.67 亿元、为柳州市政府代持对柳州市新区城镇化投资管理有限公司投资 1.00 亿元、对广西柳州市金融投资发展集团有限公司借款 4.87 亿元构成，其中代建项目款系公司代建项目投资额与收到的代建项目拨款的差额。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 402.47 亿元，较年初增长 8.25%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 82.12%，非流动资产占 17.88%，仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年 6 月底，公司受限资产共计 67.96 亿元，包括受限货币资金 20.96 亿元及相应利息 0.12 亿元、受限存货 40.71 亿元和受限可供出售金融资产 6.17 亿元，受限资产占资产总额的比例为 16.89%，资产受限比例一般。

总体看，公司资产规模较稳定，资产构成以流动资产为主，流动资产中政府无偿划拨的土地使用权占比较高，资产流动性一般，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动下降，年均复合下降 0.12%。截至 2018 年底，公司负债总额 200.11 亿元，较年初下降 10.08%。其中，流动负债占 36.25%，非流动负债占 63.75%，负债结构以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 9.44%。截至 2018 年底，公司流动负债为 72.54 亿元，较年初减少 15.96%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 33.08%）、预收款项（占 19.76%）、应交税费（占 10.87%）、其他应付款（占 7.58%）和一年内到期的非流动负债（占 28.64%）构成。

2016 年，公司无短期借款。截至 2018 年底，公司短期借款为 24.00 亿元，较年初的 3.00 亿元大幅增长。公司短期借款全部为质押借款。

2016—2018 年，公司预收款项持续下降，年均复合下降 16.42%。截至 2018 年底，公司预收款项 14.34 亿元，较年初下降 15.59%，主要系部分预收售房款结转收入所致。

2016—2018 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 18.34%。截至 2018 年底，公司应交税费为 7.88 亿元，较年初增长 17.69%，主要系公司应交企业所得税和增值税累积所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动减少，年均复合下降 24.40%，主要系拆出往来款波动减少所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 5.50 亿元，其中其他应付款（不含利息）为 4.14 亿元，主要为往来款、保证金、押金等。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降 37.19%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 20.78 亿元，包括一年内到期的长期借款 4.00 亿元、一年内到期的融资租赁款 2.80 亿元和一年内到期的应付债券 13.98 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 6.66%。截至 2018 年底，公司非流动负债 127.57 亿元，较年初减少 6.35%，主要系应付债券和长期应付款减少所致。公司非流动负债由长期借款（占 37.62%）、应付债券（占 28.78%）和长期应付款（占 33.60%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动减少，年均复合下降 1.62%。截至 2018 年底，公司长期借款为 47.99 亿元，较年初增长 191.01%，主要系保证借款增加所致。公司长期借款主要为保证借款和抵押借款，信用借款较少。从长期借款到期分布看，长期借款将于 2020 年到期的金额为 6.00 亿元，于 2021 年到期的金额为 8.00 亿元，于 2022 年到期的金额为 32.99 亿元，其余为 2023 年及以后到期。

2016—2018 年，公司应付债券波动减少，年均复合下降 17.20%。截至 2018 年底，公司应付债券为 36.72 亿元，较年初减少 31.60%，主要系“15 柳建债”的期限为 3+2 年，债券持有人于 2018 年全部行权回售，以及“16 柳州建投 PPN001”将于 2019 年到期重分类至一年内到期的非流动负债所致。

表9 截至2018年底公司应付债券明细（单位：年、亿元、%）

债券名称	发行日期	债券期限	发行规模	票面利率
16 柳建 01	2016/8/29	3+2	7.00	4.80
16 柳建 02	2016/9/27	3+2	8.00	5.00
16 柳建 03	2016/10/25	3+2	5.00	5.00
18 柳州建投 PPN001	2018/3/9	3	1.50	7.00
18 柳州建投 PPN002	2018/8/7	3	2.50	7.30
18 桂柳州建投 ZR001	2018/6/5	3+1	3.00	7.30
18 桂柳州建投 ZR002	2018/12/26	3+1	5.00	7.20
18 柳建 01	2018/12/28	2	5.00	7.30
合计	--	--	37.00	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 118.24%。截至 2018 年底，公司长期应付款为 42.87 亿元，较年初减少 35.09%，主要系新华信托股份有限公司收回对柳建基金的出资额 17.99 亿元所致。截至 2018 年底，长期应付款包括远期股权回购款 22.39 亿元，联合发债款 9.00 亿元，融资租赁款 14.27 亿元。远期股权回购款系公司参股柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司（以下简称“城致投资公司”），出资额为 22.39 亿元，持股比例为 21.76%，2016 年公司与城致投资公司签订《目标公司投资协议》，城致投资公司以货币资金形式向公司投资 22.39 亿元，其中 20.15 亿元的投资额约定公司在 2021 年、2022 年和 2023 年进行回购，回购款分别为 6.045 亿元、6.045 亿元和 8.06 亿元。联合发债款系 2016 年公司与母公司柳州投控联合发行企业债“16 柳州投控债”，发行规模 19 亿元，收到柳州投控转来联合发债款 9.00 亿元。本报告将长期应付款计入长期债务核算。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 172.35 亿元，较年初变动不大。其中短期债务为 44.78 亿元（占 25.98%），长期债务为 127.57 亿元（占 74.02%），以长期债务为主。长期债务到期分布如下表所示，公司于 2021 年和 2022 年存在一定的集中偿付压力。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 53.82%、50.10%和 42.63%，分别较年初下降 3.37 个百分点、0.79 个百分点和 2.36 个百分点。

表 10 截至 2018 年底公司长期债务到期期限分布情况（单位：亿元）

年份	长期借款	应付债券	长期应付款	合计
2020 年	6.00	4.95	3.00	13.95
2021 年	8.00	31.77	9.05	48.82
2022 年	32.99	--	9.05	42.04
2023 年及以后	1.00	--	21.76	22.76
合计	47.99	9.02	42.86	127.57

注：合计数与各项相加数之和存在差异，主要系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额 230.79 亿元，较年初增长 15.33%，主要系长期借款和其他应付款等增加所致。其中流动负债占 37.02%，非流动负债占 62.98%，以非流动负债为主，较年初变化不大。截至 2019 年 6 月底，公司应付债券为 39.15 亿元，较年初增长 6.64%，主要系公司发行“19 桂柳州建投 ZR001（2.50 亿元）”“19 柳州建投 PPN001”“19 柳建 01”“19 柳建 02”和“19 柳州建投 MTN001”，合计发行规模 22.50 亿元，同时“16 柳建 01”“16 柳建 02”“16 柳建 03”于 2019 年达到回售行权期，回售行权债券规模为 19.00 亿元，调整至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务合计 195.93 亿元，较年初增长 13.68%，其中短期债务 51.38 亿元，长期债务 144.55 亿元，仍以长期债务为主。截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 57.34%、53.30%和 45.71%，分别较年初提高 3.52 个百分点、3.20 个百分点和 3.08 个百分点。

总体看，公司债务规模有所增长，短期债务规模较大，且 2021 年和 2022 年到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 2.35%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 171.67 亿元，较年初增长 3.10%，主要系未分配利润累积及资本公积增加所致。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，主要由实收资本（占 0.73%）、资本公积（占 90.23%）和未分配利润（占 8.42%）构成。截至 2018 年底，公司资本公积为 154.90 亿元，较年初增长 2.33%，主要系柳州市国资委将泓益资产的股权无偿划入公司，以 2017 年 12 月 31 日泓益资产的净资产 3.52 亿元入账所致。截至 2018 年底，公司资本公积全部为其他资本公积，主要系根据柳国资复（2013）13 号文，柳州市国资委无偿划拨给公司的柳州市东环路北段东侧、白莲机场扩建项目等 26 块土地使用权形成。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益为 171.68 亿元，较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 14.21%。2018 年，公司实现营业收入 11.06 亿元，较上年减少 35.44%，主要系受公司开发土地出让进度影响，土地整理业务收入有所减少。2016—2018 年，公司营业利润率波动下降，2018 年为 25.74%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 17.74%。2018 年，公司费用总额 7,590.51 万元，较上年增长 68.99%，主要系财务费用增长所致；主要由管理费用（占 62.33%）和财务费用（占 27.71%）构成。2016—2018 年，公司费用收入比波动增长，2018 年为 6.86%，公司费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.25 亿元、-0.75 亿元和 -0.18 亿元，2017 年和 2018 年资产减值损失为负，主要系其他应收款逐年收回，计提的坏账准备转回所致。2016—2017 年，公司实现投资收益分别为 1,297.72 万元和 782.43 万元，2018 年投资收益规模较小，主要系 2018 年柳州银行未进行分红所致。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资本收益率和总资产报酬率波动下降，净资产收益率波动上升，2018 年分别为 3.51%、3.31%和 0.97%，整体盈利水平一般。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 0.90 亿元，净利润 0.02 亿元。

总体看，公司营业收入波动增长，营业利润率波动下降，整体盈利水平一般。

5. 现金流

2016—2018 年,公司经营活动现金流入波动增长,2017 年经营活动现金流入较上年增长 17.98%,主要系受土地出让进度影响,当年实现土地整理收入规模较大所致;公司经营活动现金流出波动增长,年均复合增长 18.39%,2018 年经营活动现金流出增长,主要系公司房地产开发和土地整理投入及往来款增加所致。2016—2018 年,公司经营活动产生的现金流持续呈净流入态势,分别为 11.95 亿元、21.72 亿元和 3.70 亿元。2016—2018 年,公司现金收入比分别为 107.96%、80.59%和 79.69%,收入实现质量一般。

2016—2017 年,公司投资活动现金流入规模很小,2018 年公司投资活动现金流入为 11.61 亿元,大幅增长,主要系公司合并泓益资产,将泓益资产的年初货币资金 11.60 亿元计入“收到其他与投资活动有关的现金”所致。2016—2018 年,公司投资活动现金流出波动增长,年均复合增长 6.62%,2017 年投资活动现金流出合计为 38.91 亿元,较上年增长 99.94%,主要系增加对柳州银行的投资,以及支付代建项目款所致。2016—2018 年,公司投资活动产生的现金流持续呈净流出态势,净流出额分别为 19.33 亿元、38.75 亿元和 10.51 亿元。

2016—2018 年,受融资、代建项目财政拨款及债务到期偿还影响,公司筹资活动现金流入和现金流出均持续增长。2016—2017 年,公司筹资活动现金流为净流入状态,2018 年受债务到期偿还增多影响,由净流入转为净流出。2016—2018 年,公司筹资活动现金流净额分别为 19.43 亿元、20.47 亿元和-24.87 亿元。

2019 年 1—6 月,公司经营活动现金流量净额为 8.97 亿元,投资活动现金流量净额为-6.03 亿元,筹资活动现金流量净额为 19.85 亿元。

总体看,公司收入实现质量一般,投资活动现金持续净流出,筹资活动现金流由净流入转为净流出,未来随着公司项目建设推进,公司存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016—2018 年,公司流动比率持续增长,速动比率和现金短期债务比波动下降,截至 2018 年底上述指标分别为 4.19 倍、0.66 倍和 0.97 倍。截至 2019 年 6 月底,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 3.87 倍、0.80 倍和 1.21 倍。此外,考虑到公司货币资金受限比例高,公司现金类资产对短期债务的实际覆盖程度低于测算数。整体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看,2016—2018 年,公司 EBITDA 波动增长,分别为 12.71 亿元、14.94 亿元和 12.97 亿元。2018 年,公司 EBITDA 较上年减少 13.17%,主要系计入财务费用的利息支出和利润总额有所下降所致;EBITDA 主要由利润总额(占 17.49%)和计入财务费用的利息支出(占 79.70%)构成。2016—2018 年,公司 EBITDA 利息倍数波动增长,分别为 0.59 倍、0.68 倍和 0.64 倍;EBITDA 全部债务比较为稳定,2018 年为 0.08 倍。整体看,公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 6 月底,公司获得银行授信共 162.36 亿元,已使用授信额度为 106.45 亿元,公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2019 年 6 月底,公司对外担保金额共 22.53 亿元,担保比率为 13.12%。被担保企业为广西柳州市东城投资开发集团有限公司和柳州城投,均为柳州国有企业,或有负债风险整体可控。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(机构信用代码:G10450205000054304),截至 2019 年 9 月 5 日,公司无未结清和已结清不良贷款记录。

截至 2019 年 6 月底,公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，考虑到公司作为柳州市重要的基础设施建设公司之一，承担土地开发、部分基础设施建设项目和回迁房建设等业务，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 366.11 亿元，所有者权益 171.92 亿元，负债 194.19 亿元。2018 年，母公司实现营业收入 11.04 亿元，利润总额 2.52 亿元。

截至 2019 年 6 月底，母公司资产总额 402.47 亿元，所有者权益 171.68 亿元，负债 230.79 亿元，全部债务 161.48 亿元，其中应付债券为 39.15 亿元；母公司资产负债率 56.51%，全部债务资本化比率 48.43%。2019 年 1—6 月，母公司实现营业收入 0.90 亿元，利润总额 0.04 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务合计 195.93 亿元，本期拟发行债券规模为 9.00 亿元，相对于目前公司全部债务规模，本期债券发行对债务影响较小。

以 2019 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 9.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.28%、54.41%和 47.21%，较发行前分别上升 0.93 个百分点、1.12 个百分点和 1.50 个百分点，债务负担稍有加重。考虑到本期债券募集资金用于偿还有息债务，实际值或低于测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 12.97 亿元，为本期债券发行额度（9.00 亿元）的 1.44 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般；经营活动产生的现金流入为 33.48 亿元，为本期债券发行额度的 3.72 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为重要的基础设施建设主体之一，获得外部支持力度较大，联合评级认为，本期债券到期无法还本付息的风险很低。

九、债券保护条款分析

本次债券由柳州城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据柳州城投为本次债券出具的担保函，柳州城投为柳州建投本次拟发行的不超过 20.00 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期之日起 2 年。

1. 担保人主体概况

柳州城投成立于 1999 年 8 月，初始注册资本 1,000.00 万元，柳州市国资委履行出资人职责。历经多次增资及股权变更，截至 2018 年 9 月底，柳州城投注册资本及实收资本均为 102,788.00 万元，唯一股东及实际控制人为柳州市国资委。2018 年 11 月，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建设发展有限公司等企业国有股权的通知》，柳州市国资委将其持有的

柳州城投 100%股权无偿划转至广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司(以下简称“城建集团”),由城建集团履行出资人职责。截至 2019 年 6 月底,柳州城投注册资本及实收资本均为 102,788.00 万元,股东为城建集团,柳州市国资委为柳州城投实际控制人。

柳州城投经营范围:城市基础设施及公用事业单位国有资产的营运(体育中心和防洪工程的国有资产除外)及对市政府指定的城市基础设施建设项目投资建设;土地一级开发整理及运营;自有房屋、场地租赁;房地产开发经营。

截至 2019 年 6 月底,柳州城投本部内设综合办公室、财务管理部、资产管理部、融资部、工程综合部、质量安全部、技术部等 17 个职能部门(见附件 1-2)。截至 2018 年底,柳州城投合并范围内子公司共计 4 家,在职员工 86 人。

截至 2018 年底,柳州城投合并资产总额 815.31 亿元,负债合计 428.06 亿元,所有者权益 387.25 亿元,全部为归属于母公司所有者权益。2018 年,柳州城投实现营业收入 15.42 亿元,净利润 4.74 亿元,全部为归属于母公司所有者的净利润;经营活动产生的现金流量净额 15.28 亿元,现金及现金等价物净增加额-58.00 亿元。

截至 2019 年 6 月底,公司合并资产总额 844.58 亿元,负债合计 453.87 亿元,所有者权益 390.71 亿元,全部为归属于母公司所有者权益。2019 年 1—6 月,公司实现营业收入 7.25 亿元,净利润 1.61 亿元,全部为归属于母公司所有者的净利润;经营活动产生的现金流量净额-27.32 亿元,现金及现金等价物净增加额-16.96 亿元。

柳州城投注册地址:柳州市潭中东路 72 号;法定代表人:吴运远。

2. 担保人经营分析

(1) 经营概况

柳州城投作为柳州市主城区重要的基础设施建设、土地整理投资主体,主要负责柳州市主城区(除柳东新区)的市政道路、桥梁基础设施建设以及土地一级开发。2016—2018 年,柳州城投营业收入较为稳定,收入主要来自土地整理业务和项目回购业务。

从收入构成看,2016—2018 年,柳州城投土地整理收入受所整理地块出让情况影响波动下降。柳州城投根据回购协议确认相应项目回购收入,2016—2018 年,项目回购收入波动增长。租赁收入主要系柳州城投自有房屋租赁产生的收入,2016—2018 年收入规模相对稳定,但该板块收入规模较小,对收入贡献有限。由于柳州城投所运营的市政路桥资产于 2014 年 1 月停止向社会公众收费,改为政府补贴,根据最新会计准则,柳州城投将相关补助收入计入“其他收益”科目,故柳州城投 2017—2018 年未产生路桥收费收入。2016—2018 年,柳州城投房地产销售收入受项目结转进度影响存在较大波动,2016 年及 2018 年均未实现销售收入。

表 11 2016—2018 年柳州城投营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	8.19	53.09	25.00
项目回购	5.87	37.12	9.64	4.35	28.05	5.05	6.05	39.21	9.50
租赁	0.61	3.87	33.78	0.65	4.22	46.30	0.62	4.01	53.40
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	0.57	3.70	19.30
合计	15.82	100.00	23.73	15.50	100.00	20.30	15.42	100.00	19.72

注:其他业务主要包括码头业务以及建设管理费业务
资料来源:柳州城投提供

从毛利率情况看，2016—2018 年，柳州城投土地整理业务毛利率相对稳定，该业务盈利情况主要受土地整理成本和出让情况影响。同期，柳州城投项目回购业务毛利率波动下降，项目回购毛利率受回购项目差异影响出现波动。柳州城投租赁业务毛利率逐年增长，2018 年为 53.40%。路桥收费业务成本仅为路桥管理及养护成本，2016 年该业务毛利率水平较高。2017 年，柳州城投房产销售毛利率 25.01%，处于正常水平。由于毛利率较高的路桥收费业务不再确认收入以及项目回购业务毛利率出现波动，2016—2018 年，柳州城投综合毛利率水平逐年下降，2018 年为 19.72%。

2019 年 1—6 月，柳州城投实现营业收入 7.25 亿元，较上年同期下降 1.22%，变化不大。柳州城投综合毛利率为 23.02%。

总体看，柳州城投业务板块较多，收入规模相对稳定，盈利能力有所下滑。柳州城投目前收入的主要来源为土地整理收入，但该业务受政策、当地政府规划以及房地产市场影响较大，收入规模存在一定不确定性。

（2）基础设施建设业务

柳州城投作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责柳州市城区（除柳东新区）的市政道路、桥梁、基础设施建设等方面工作。

业务模式方面，柳州城投处于回购期的城市基础设施建设项目已于 2012 年之前与政府签订回购协议，政府委托柳州城投对基础设施项目进行代建，由柳州城投筹集资金，开展对相关项目的投资及工程管理工作。项目竣工验收合格并经柳州市财政审核同意后，柳州城投将项目产权移交柳州市政府，柳州市政府根据回购协议按照“协议约定建设成本+项目融资利息”的金额确认回购总额并制定每年的回购计划，分期支付回购款项。账务处理方面，对于处在建设期的工程项目，柳州城投将项目产生的相关成本计入“存货-开发成本”，收到回购款项时，确认营业收入，并结转相关成本。截至 2019 年 6 月底，柳州城投签订的回购项目共 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 6 月底已确认的回购收入 111.34 亿元，回购款项已全部到位。2019 年 7 月至 2021 年期间有 12.26 亿元基础设施建设项目待回购。2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，柳州城投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 1.65 亿元，确认收入规模受政府回购进度影响有所波动。

2012 年后，柳州城投所承做的基础设施建设项目均未签订回购协议，柳州城投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柳州城投拨付资金，并准许或授权柳州城投开展土地一级开发、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 2019 年 6 月底，柳州城投主要在建项目预计总投资 204.27 亿元，已累计投资 103.71 亿元，尚需投资规模为 100.56 亿元，柳州城投存在一定的资金支出压力。截至 2018 年底，柳州城投“存货-开发成本”中基础设施建设相关项目账面价值为 287.09 亿元，对柳州城投资金形成较大占用，且 2012 年以后承接的基础设施建设项目未签订回购协议，资金回收具有较大的不确定性。

表 12 截至 2019 年 6 月底柳州城投重点在建项目情况（单位：亿元）

城市路网工程			桥梁隧道工程		
项目名称	预计总投资额	已投资额	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	0.93	白沙大桥	5.96	6.34
河东以北片区路网	6.80	3.17	官塘大桥	12.09	11.82
莲花大道	16.60	14.40	环江滨水大道	16.17	19.07
沙塘至沙埔（一期）	5.58	3.56	下桃花片区路网（南环路立交）	9.00	4.13
沙塘至沙埔（二期）	7.78	1.61	胜利路改造	2.59	2.01

沙塘至沙埔（三期）	9.18	4.01	西外环	22.98	15.38
五岔路口改造	1.89	2.10	白莲大道（门头路）	3.36	2.28
文昌路人民医院人行通道	0.19	0.14	白沙大桥西岸引道立交	5.96	2.67
白云路东段	8.00	0.59	凤凰岭大桥	19.29	1.75
城邕路工程	7.87	0.03	三门江跨江桥	2.00	0.09
东外环南段	20.00	4.50	水南路下穿工程	1.00	0.77
潭中西路南片区路网	3.95	0.79	桥梁排水收集系统改造工程	0.25	0.25
河西物流园路网工程二期	8.00	0.23	宜柳高速进德互通工程	4.64	1.08
			桂中大道延长线景观提升	0.94	0.01
小计	98.04	36.06	--	108.14	67.65

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. 柳州城投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：柳州城投提供

截至 2019 年 6 月底，柳州城投拟建项目的计划总投资额为 185.14 亿元，以城市道路为主，建设资金将通过自筹、银行贷款、发行债券等多种方式筹集。

表 13 截至 2019 年 6 月底柳州城投主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	建设内容
融安至从江高速公路一期工程（融安至安太段）	79.90	高速公路全长 43 公里及 14 公里二级路连接线
乡乡通二级（三级）公路	56.70	实施项目 42 个，二级公路 536 公里，三级公路 325.8 公里
太阳村镇至洛满流山公路项目	2.50	对太阳村至洛满、流山的二级道路进行修缮扩建
白云大桥	15.00	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
宜柳高速柳州进德互通及连接道路工程	4.64	项目包含一座高速公路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 1.01km；设置 7 进 13 出收费站（含 2 进 3 出加宽车道），收费管理站（约 1,400 平方米房建面积）。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
洛维片区东北片路网工程	15.00	全长 12 公里，红线宽度 12~30 米，城市次干道和支路
鱼峰区南片区规划“最美公路”道路工程	11.40	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
合计	185.14	--

资料来源：柳州城投提供

此外，柳州城投少量基础设施项目采取委托代建形式，业主单位为柳州市其他平台公司，项目建设资金来源于委托方，柳州城投作为代建方仅负责项目的建设管理工作收并取得少量代建管理费。

总体看，柳州城投作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承接了大量重点项目投资建设工作。目前，基础设施建设项目持续投入对柳州城投资金形成较大占用且资金回收时间具有较大的不确定性。此外，在建项目及拟建项目投资需求较大，未来面临较大的资金支出压力。

（3）土地整理业务

柳州城投由柳州市政府授权开展土地整理工作，目前负责整理开发的土地片区主要包括河东路以北片区、沿江路 B 段周边土地、河西工业三区以及沙塘至沙埔道路柳北段周边土地。

业务模式方面，柳州城投主要通过自筹资金进行土地一级开发整理，并完成相关配套基础设施建设后交由柳州市土地储备中心公开出让。土地完成出让后，由柳州市财政局将土地整理成本并加成一定比例的利润返还至柳州城投，具体比例视情况而定。会计处理方面，柳州城投将土地整理开发所投入的成本计入“存货-开发成本”，土地挂牌成交后根据成本加成金额确认“营业收入”，待收

到柳州市财政局拨付的土地返还款后冲减“应收账款”。

表 14 2016—2018 年柳州城投土地整理业务情况（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
完成土地整理面积	2,829.00	910.00	1,100.00
平均开发成本	70.00	80.00	77.00
土地开发总成本	198,030.00	72,800.00	84,000.00
土地出让面积	628.12	1,201.00	655.00
出让均价	437.51	427.31	422.72
土地出让成交总价	274,810.00	513,160.00	289,980.00
返还至公司确认土地出让收入	82,100.00	97,144.30	81,853.11

资料来源：柳州城投提供

2016—2018 年，柳州城投平均开发成本较为稳定，土地开发总成本随土地整理面积而波动。同期，柳州城投所整理土地出让情况受政府出让计划影响较大，分别确认收入 8.21 亿元、9.71 亿元和 8.19 亿元，款项已全部收回。2016 年之前，柳州市财政将土地整理收益以资本金形式注入至柳州城投。截至 2018 年底，柳州城投存货中土地一级整理开发成本 57.57 亿元，未来柳州城投土地整理业务收入实现仍有较大空间，但土地出让情况受当地房地产市场以及政府出让计划影响较大，收入实现的时点存在一定不确定性。

总体看，柳州城投作为柳州市重要的土地开发整理主体，尚未完成出让的土地规模较大，未来收入实现空间较大。但土地出让情况受当地房地产市场以及政府出让计划影响较大，存在一定不确定性。

（4）城市路桥收入

为了增强柳州城投运营能力、缓解资金压力，柳州市政府向柳州城投注入经营性资产。目前，柳州城投是经广西壮族自治区人民政府批准为收费项目的柳州市“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、文昌大桥和城市进出口道路路桥收费的管理主体，向机动车征收道路桥梁机动车通行费，其中“四桥一路”和城市内环路及中心主骨架道路已经自治区人民政府批准收取柳州市城市路桥通行费，收费年限 23 年，自 2006 年 1 月 1 日开始收费，采取年票和次票相结合的收费方式。

自 2014 年 1 月 1 日，柳州城投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 9,000.00 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。

2016 年，柳州城投确认路桥通行费收入 1.10 亿元，计入“营业收入”；2017—2018 年，柳州城投收到路桥通行费补贴款 1.21 亿元和 1.20 亿元，受会计准则变更的影响，柳州城投将该部分款项确认为补贴收入计入“其他收益”。

总体看，城市路桥业务收入对柳州城投利润及现金流起到一定支撑作用。

（5）土地及房产租赁业务

柳州城投以自主投资建设、外购以及柳州市人民政府划拨等方式形成多处可供出租资产，开展自有土地、房屋、办公楼的租赁业务。目前，柳州城投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。

柳州城投对外租赁资产中，旧机场地块为政府划拨所得，可租赁总面积达 908.50 亩，自 2010 年

起采取每年一签的短租模式，截至 2019 年 6 月底出租单价为 1.2 元/平方米/月，出租率为 98%左右。2014 年旧机场区域租赁收入达 297.73 万元，自 2014 年起，柳州城投逐步将到期土地收回，转由柳州城投自主经营管理，因此出租地块面积减至 463 亩。文昌综合楼为柳州城投自建，建筑功能为行政办公，总建筑面积 75,158 平方米。目前，柳州城投与柳州市机关事务管理局签订长期租赁协议，该项目已全部向柳州市政府部门出租。东堤春晓项目是柳州城投投资建造并于 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 15,000 平方米，出租单价为 30 元/m²·月，出租率为 75%左右。

总体看，土地及房产租赁业务可为柳州城投带来较为稳定的现金流入，但目前该业务收入规模较小，对柳州城投整体经营情况影响不大。

(6) 房地产开发业务

柳州城投房地产开发业务收入来自住宅及商业地产项目开发及销售。柳州城投自 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，柳州城投通过房地产开发业务增加收入来源、平衡基建项目及土地一级开发资金支出。柳州城投房地产开发资金来源主要为自筹及银行贷款，土地来源主要为自有土地及通过招拍挂获取。柳州城投在土地资源获取方面具有一定优势。

柳州城投目前主要在售房地产项目包括风情港、荣城·祥和名邸、荣美雅居、优山美地和柳沙馨园。其中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，并与五星商圈对接。该项目总投资 19.68 亿元，建设期限自 2009 年至 2017 年，截至 2019 年 6 月底，该项目已销售 90.00%。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 6 月底已全部销售。荣美雅居、优山美地和柳沙馨园项目已售比例分别为 87.23%、37.60%和 13.60%。

表 15 截至 2019 年 6 月底柳州城投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	100.00
荣美雅居	5.80	2.80	2.80	87.23
优山美地	11.00	4.68	4.02	37.60
柳沙馨园	11.81	4.05	4.05	13.60
合计	76.14	37.71	37.05	--

资料来源：柳州城投提供

总体看，柳州城投房地产业务收入规模较小、稳定性较弱。此外，房地产去化情况受政策及市场行情影响较大，存在一定不确定性。

(7) 外部支持

资本金注入

2015 年，柳州城投资本公积增加 32.25 亿元，主要系柳州市财政拨款和城市基金股权回购所致；2016 年，柳州城投资本公积增加 7.17 亿元，主要系柳州市财政拨款所致；2017 年，柳州城投资本公积增加 58.70 亿元，主要系政府债务置换及资金注入所致。2018 年，柳州城投资本公积增加 13.02 亿元，主要系柳州市财政局代偿还债务及拨付资本金所致。

资金补贴

2016—2018 年，柳州城投获得政府补助金额分别为 1.10 亿元、1.78 亿元和 3.83 亿元，计入当年的“营业外收入”或“其他收益”科目，政府补贴主要包括城市路网专项补助、土地出让补助以及城市建设支出补助等。

债务置换

柳州城投共有 163.91 亿元债务纳入地方政府一类债务，截至 2019 年 6 月底，已全部置换完毕。柳州城投将政府已完成置换的债务金额计入“资本公积”科目。

总体看，柳州城投在资本金注入、资金补贴及债务置换等方面获得了较为有力的外部支持。

3. 担保人财务分析

(1) 财务概况

柳州城投提供的 2016—2018 年的合并财务报告已经中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。柳州城投提供的 2019 年半年度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年和 2017 年柳州城投合并范围内分别新增 1 家子公司，2018 年柳州城投合并范围未发生变化。

柳州城投根据财政部 2017 年、2018 年发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，会计政策的变更主要对财务报表项目列示产生影响，对柳州城投的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。柳州城投无会计估计的变更。

总体看，柳州城投合并范围变化不大，会计政策连续，财务数据可比性较强。

(2) 资产质量

2016—2018 年，柳州城投资产总额波动增长，年均复合增长 20.33%。截至 2018 年底，柳州城投资产总额 815.31 亿元，较年初下降 1.66%，主要系货币资金减少所致。近三年柳州城投流动资产占比均维持在 90%以上。

流动资产

2016—2018 年，柳州城投流动资产波动增长，年均复合增长 0.80%。截至 2018 年底，柳州城投流动资产 729.29 亿元，较年初下降 4.51%，主要系货币资金减少所致。柳州城投流动资产主要由货币资金（占 12.81%）、其他应收款（占 6.68%）和存货（占 79.77%）构成。

2016—2018 年，柳州城投货币资金逐年下降，年均复合减少 22.32%。截至 2018 年底，柳州城投货币资金 93.44 亿元，较年初下降 32.61%，主要系当年债务偿还规模较大所致；货币资金为银行存款（余额 62.65 亿元）和其他货币资金（余额 30.79 亿元），其他货币资金全部受限，货币资金受限比例 32.95%。

柳州城投其他应收款主要为往来款。2016—2018 年，柳州城投其他应收款逐年增长，年均复合增长 229.10%。截至 2018 年底，柳州城投其他应收款 48.73 亿元，较年初增长 13.62%，主要系往来款增长所致。柳州城投其他应收款账龄组合账面余额 35.80 亿元，账龄 1 年以内的占 56.38%，1~2 年的占 41.31%；政府单位及关联方组合账面余额 13.46 亿元。柳州城投前五大欠款方应收合计 46.33 亿元，欠款方主要为柳州当地国有企业，回收风险可控，但欠款集中度较高，对营运资金有所占用。

表 16 截至 2018 年底柳州城投其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

欠款方	控股股东	余额	占比	账龄
柳州市祥源投资发展有限公司	广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	28.31	57.47	1 年以内、1~2 年

柳州市财政局	--	8.64	17.55	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3~4 年、4~5 年、5 年以上
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	柳州市国资委	3.43	6.95	1 年以内、1~2 年、5 年以上
广西柳州中小企业信用担保有限公司	柳州市产业投资有限公司	3.00	6.09	1~2 年
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	柳州市国资委	2.96	6.00	1 年以内
合计	--	46.33	94.06	--

资料来源：柳州城投审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，柳州城投存货逐年增长，年均复合增长 11.98%。截至 2018 年底，柳州城投存货 581.77 亿元，较年初增长 8.40%，主要系基础设施建设项目及土地整理业务持续推进所致；存货中市政项目开发成本 287.09 亿元（占 49.35%），主要为建设的道路、桥梁等市政基础设施工程；土地使用权 177.37 亿元（占 30.49%），其中政府作价出资注入的商服用地为 173.80 亿元；房地产开发成本 53.04 亿元（占 9.12%）；土地开发成本 57.57 亿元（占 9.90%）。柳州城投未对存货计提跌价准备。随着各类项目进度的推进，柳州城投存货规模持续增长，对资金形成大规模占用。此外，柳州城投以土地使用权抵质押融资，受限土地使用权账面价值 21.94 亿元。

非流动资产

2016—2018 年，柳州城投非流动资产逐年增长，年均复合增长 20.33%。截至 2018 年底，柳州城投非流动资产 86.03 亿元，较年初增长 31.62%，主要系其他非流动资产增长所致。柳州城投非流动资产主要由可供出售金融资产（占 62.29%）、固定资产（占 15.59%）和其他非流动资产（占 19.05%）构成。

2016—2018 年，柳州城投可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 9.37%。截至 2018 年底，柳州城投可供出售金融资产 53.59 亿元，较年初增长 9.95%，主要系对柳州银行追加 4.06 亿元投资所致。柳州城投按成本法计量的可供出售金融资产 53.48 亿元，主要投资对象包括柳州市城营城镇化发展投资中心（有限合伙）（以下简称“城营投资中心”，投资金额 30.00 亿元，持股比例为 99.97%，柳州城投担任有限合伙人，承担有限责任，不执行合伙企业事务，基金融资用于柳州城投基建项目建设）、柳州银行（投资金额 7.56 亿元，持股比例为 8.60%）、城致投资公司（投资金额 4.78 亿元，持股比例为 4.66%）；按公允价值计量的可供出售金融资产 0.11 亿元，主要为公司持有的南方黑芝麻集团股份有限公司（股票代码：000716.SZ）388.21 万股股权资产。

2016—2018 年，柳州城投固定资产逐年增长，年均复合增长 16.74%。截至 2018 年底，柳州城投固定资产 13.41 亿元，较年初增长 18.45%，主要系存货中部分市政项目完工转入所致。柳州城投固定资产以房屋及建筑物（占 99.88%）为主，累计计提折旧 3.58 亿元，成新率为 79.26%，成新率尚可。

2016—2018 年，柳州城投其他非流动资产快速增长，年均复合增长 175.00%。截至 2018 年底，柳州城投其他非流动资产 16.39 亿元，较年初增加 13.64 亿元，主要系新增非经营土地 9.64 亿元及长期借款 4.00 亿元所致。

截至 2018 年底，柳州城投受限资产合计 59.67 亿元，主要为受限货币资金 30.79 亿元及用于抵质押借款的土地资产和房产 28.88 亿元，受限比例为 7.32%。

截至 2019 年 6 月底，柳州城投资产合计 844.58 亿元，较年初增长 3.59%，流动资产和非流动资产均较年初有所增长。柳州城投资产结构较年初变化不大，仍以流动资产（占 89.60%）为主。

总体看，2016—2018 年，柳州城投资产规模波动增长，其中基础设施项目建设及土地整理投入

成本规模大，基础设施项目资金回收具有不确定性，土地整理投入成本变现情况受当地政府出让计划及房地产市场影响大，对柳州城投资金占用明显，且货币资金受限比例高，受限资产规模较大，柳州城投资产流动性较弱，资产质量一般。

（3）负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，柳州城投负债总额逐年下降，年均复合下降 4.49%。截至 2018 年底，柳州城投负债合计 428.06 亿元，较年初下降 6.82%。柳州城投负债结构以非流动负债为主，2016—2018 年，非流动负债占比均超过 60%。

2016—2018 年，柳州城投流动负债波动下降，年均复合下降 7.81%。截至 2018 年底，柳州城投流动负债 146.98 亿元，较年初增长 5.80%，主要系短期借款增长所致。柳州城投流动负债由短期借款（占 20.03%）、应交税费（占 5.52%）、其他应付款（占 35.94%）和一年内到期的非流动负债（占 29.38%）构成。

2016—2018 年，柳州城投短期借款波动增长，年均复合增长 33.18%。截至 2018 年底，柳州城投短期借款 29.45 亿元，较年初增长 128.26%，系柳州城投质押借款规模扩大所致。

2016—2018 年，柳州城投应交税费逐年增长，年均复合增长 8.88%。截至 2018 年底，柳州城投应交税费 8.11 亿元，较年初增长 9.54%，主要系应交增值税及企业所得税增长所致。

2016—2018 年，柳州城投其他应付款逐年下降，年均复合下降 10.04%。截至 2018 年底，柳州城投其他应付款 52.82 亿元，较年初减少 0.70%，主要系往来款减少所致。柳州城投其他应付款账龄以 1 年以内（占 12.76%）和 2~3 年（占 74.06%）为主，应付金额前五大占比为 88.99%。本报告已将其其他应付款有息部分调整至短期债务。

2016—2018 年，柳州城投一年内到期的非流动负债逐年下降，年均复合下降 25.21%。截至 2018 年底，柳州城投一年内到期的非流动负债 43.18 亿元，主要为一年内到期的长期借款 27.91 亿元及一年内到期的应付债券 8.25 亿元。

截至 2018 年底，柳州城投新增其他流动负债 5.00 亿元，为发行的“18 柳州城投 CP001”。本报告已将其列入短期债务核算。

2016—2018 年，柳州城投非流动负债波动下降，年均复合下降 2.61%。截至 2017 年底，柳州城投非流动负债 320.45 亿元，较年初增长 8.14%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。截至 2018 年底，柳州城投非流动负债 281.08 亿元，较年初下降 12.29%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。截至 2018 年底，柳州城投非流动负债主要由长期借款（占 60.69%）、应付债券（占 17.64%）和长期应付款（占 21.67%）构成。

2016—2018 年，柳州城投长期借款逐年下降，年均复合下降 10.82%。截至 2018 年底，柳州城投长期借款 170.59 亿元，较年初下降 11.78%，主要系到期借款偿还所致。柳州城投长期借款以信用借款和质押借款为主。从到期期限分布看，2020 年到期 31.86 亿元、2021 年到期 50.97 亿元、2022 年到期 16.01 亿元，其余借款将在 2023 年及以后到期，柳州城投每年到期规模均较大。

2016—2018 年，柳州城投应付债券波动增长，年均复合增长 19.90%。截至 2018 年底，柳州城投应付债券 49.58 亿元，较年初下降 6.94%，主要系“2015 柳州城投 PPN001/PPN002”到期兑付所致。2020 年，柳州城投到期的应付债券合计 33.50 亿元，面临较大的集中偿付压力。

柳州城投长期应付款主要为应付融资租赁款。2016—2018 年，柳州城投长期应付款波动增长，年均复合增长 13.50%。截至 2018 年底，柳州城投长期应付款 60.90 亿元，较年初下降 17.44%，主要系到期偿还部分借款所致。本报告已将长期应付款有息部分调整至长期债务核算。

2016—2018 年，柳州城投全部债务逐年下降，年均复合下降 5.09%。截至 2018 年底，柳州城投全部债务 390.56 亿元，较年初下降 9.15%，其中短期债务 116.00 亿元（占 29.70%），长期债务 274.56 亿元（占 70.30%），以长期债务为主。随着到期债务的逐步偿还，债务指标逐年下降，截至 2018 年底，柳州城投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.50%、50.21%和 41.49%，较年初分别下降 2.91 个百分点、3.55 个百分点和 4.52 个百分点，债务水平有所降低，柳州城投目前整体债务负担尚可。

截至 2019 年 6 月底，柳州城投负债总额 453.87 亿元，较年初增长 6.03%。其中柳州城投流动负债 168.06 亿元，较年初增长 14.35%，主要系往来款增加及一年内到期的非流动负债增加所致；非流动负债 285.81 亿元，较年初变化不大。截至 2019 年 6 月底，柳州城投全部债务 404.89 亿元，较年初增长 3.67%。其中短期债务 127.27 亿元，较年初增长 9.72%；长期债务 277.62 亿元，较年初增长 1.12%。柳州城投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.74%、50.89%和 41.54%，分别较年初上升 1.24 个百分点、0.68 个百分点和 0.05 个百分点，债务负担尚可。

总体看，柳州城投负债以非流动负债为主，债务负担尚属可控，但柳州城投有息债务规模较大且在 2020 年及 2021 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

2016—2018 年，柳州城投所有者权益逐年增长，年均复合增长 12.14%。截至 2018 年底，柳州城投所有者权益 387.25 亿元，较年初增长 4.75%，主要系资本公积增长所致。柳州城投所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本占 2.65%、资本公积占 88.21%、未分配利润占 8.16%。柳州城投所有者权益以资本公积为主，所有者权益稳定性较高。

2016—2018 年，柳州城投实收资本未发生变化，均为 10.28 亿元。同期，柳州城投资本公积逐年增加，年均复合增长 12.46%。截至 2017 年底，柳州城投资本公积 328.57 亿元，较年初增长 21.64%，主要系当年柳州市财政局向柳州城投注入土地使用权（0.35 亿元）、资金（6.39 亿元）以及政府债务置换（51.96 亿元）所致。截至 2018 年底，柳州城投资本公积 341.59 亿元，较年初增长 3.96%，主要系柳州市财政局代柳州城投偿还债务和拨付资金所致。

截至 2019 年 6 月底，柳州城投所有者权益 390.71 亿元，较年初下降 0.89%，主要系资本公积和利润留存所致。柳州城投所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，得益于有力的外部支持，柳州城投所有者权益逐年增加，资本实力有所增强，所有者权益中资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较高。

（4）盈利能力

2016—2018 年，柳州城投营业收入较为稳定，分别为 15.82 亿元、15.50 亿元和 15.42 亿元。同期，柳州城投营业成本逐年增长，分别为 12.06 亿元、12.35 亿元和 12.38 亿元。2016—2018 年，柳州城投营业利润率逐年下滑，分别为 22.55%、19.07%和 18.45%。

期间费用方面，2016—2018 年，柳州城投期间费用逐年下降，年均复合下降 28.77%，主要系财务费用逐年减少所致。柳州城投期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年柳州城投期间费用总额 1.21 亿元，其中管理费用 0.80 亿元（占 66.51%），财务费用 0.41 亿元（占 33.49%），财务费用较上年大幅下降 74.00%，主要系相应利息资本化处理所致。近三年，柳州城投费用收入比分别为 15.08%、12.66%和 7.85%，柳州城投费用控制能力有所提升。

2016—2018 年，柳州城投投资收益分别为 1.52 亿元、0.92 亿元和 0.05 亿元，分别占当期利润总额的 44.55%、23.83%和 0.90%。同期，柳州城投营业外收入与其他收益合计额分别为 1.10 亿元、1.78 亿元和 3.73 亿元，主要为路桥收费补贴、征地拆迁补助款等，分别占当期利润总额的 32.23%、

46.02%和 73.41%。柳州城投非经常性损益对利润总额贡献程度高。

2016—2018 年，柳州城投利润总额分别为 3.41 亿元、3.88 亿元和 5.09 亿元，年均复合增长 48.25%；净利润分别为 3.13 亿元、3.37 亿元和 4.74 亿元，年均复合增长 23.05%，柳州城投利润规模有所扩大。

从盈利指标看，2018 年柳州城投总资产收益率、总资产报酬率分别为 0.65%和 0.67%，较上年变化不大；净资产收益率为 1.25%，较上年上升 0.26 个百分点。整体看，柳州城投资产和资本获利能力较弱。

2019 年 1—6 月，柳州城投实现营业收入 7.25 亿元，较上年同期下降 1.22%；净利润 1.61 亿元，较上年同期下降 19.90%。

总体看，近年柳州城投营业收入相对稳定，但盈利能力弱，利润实现对投资收益和政府补助依赖程度高。

（5）现金流

经营活动现金流方面，2016—2018 年，柳州城投经营活动现金流入分别为 56.70 亿元、36.26 亿元和 35.78 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 15.70 亿元、17.57 亿元和 16.50 亿元，主要为基础设施建设项目回购款返还、一级土地开发出让收入返还、房地产销售预售款等；收到其他与经营活动有关现金分别为 41.00 亿元、18.69 亿元和 19.28 亿元，主要来自路桥收费补贴、各项财政补贴以及往来款的收回等。同期，柳州城投经营活动现金流出分别为 57.18 亿元、75.27 亿元和 20.50 亿元，其中购买商品和支付劳务有关现金流出分别为 5.45 亿元、11.04 亿元和 10.65 亿元；支付其他与经营活动有关现金规模较大，主要为支付往来资金，近三年分别为 51.31 亿元、63.69 亿元和 9.55 亿元，2018 年柳州城投支付往来资金明显减少。由于 2018 年柳州城投支付的往来款大幅减少，柳州城投经营活动现金由净流出转为净流入，净额分别为-0.48 亿元、-39.01 亿元和 15.28 亿元。2016—2018 年，柳州城投现金收入比分别为 99.26%、113.41%和 106.99%，收入实现质量良好。

投资活动现金流方面，2016—2018 年，柳州城投投资活动现金流入分别为 3.25 亿元、3.16 亿元和 6.45 亿元，2018 年大幅增加系委托贷款本金收回所致。同期，柳州城投投资活动现金流出分别为 34.39 亿元、5.23 亿元和 10.97 亿元，2016 年规模较大主要为对城营投资中心投资 30.00 亿元。2016—2018 年，柳州城投投资活动现金均呈净流出，净流出规模分别为 31.15 亿元、2.07 亿元和 4.52 亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018 年，柳州城投筹资活动现金流入逐年减少，分别为 199.23 亿元、114.65 亿元和 72.73 元，主要为取得银行借款和发行债券所收到的现金。同期，柳州城投筹资活动现金流出分别为 110.16 亿元、85.78 亿元和 143.49 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2016—2018 年，柳州城投筹资活动现金流量净额分别为 89.07 亿元、28.87 亿元和-68.77 亿元，2018 年呈净流出，系当年融资环境有所收紧所致。

2019 年 1—6 月，柳州城投经营活动现金净流出 27.32 亿元，投资活动现金净流出 0.78 亿元，筹资活动现金净流入 11.14 亿元。

总体看，2018 年柳州城投往来款支付规模大幅减少，经营活动净现金流由负转正，柳州城投保持一定的对外投资规模，存在一定资金缺口，同时考虑到 2018 年柳州城投融资规模快速下滑，随着柳州城投基础设施建设、土地整理业务以及对外投资的持续推进，柳州城投面临较大的外部筹资压力。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，柳州城投流动比率分别为 4.15 倍、5.50 倍和 4.96 倍，

速动比率分别为 1.47 倍、1.63 倍和 1.00 倍，现金短期债务分别为 1.13 倍、1.21 倍和 0.81 倍。截至 2019 年 6 月底，柳州城投流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 4.50 倍、0.98 倍和 0.60 倍。整体看，柳州城投短期债务规模较大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，柳州城投 EBITDA 波动增长，年均复合增长 1.95%。2018 年，柳州城投 EBITDA 为 6.20 亿元，主要由折旧（占 11.49%）、计入财务费用的利息支出（占 6.61%）和利润总额（占 81.89%）构成。同期，柳州城投 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.34 倍、0.21 倍和 0.26 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.01 倍、0.01 倍和 0.02 倍。柳州城投长期偿债能力弱。

根据柳州城投提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1045020200032380X），截至 2019 年 6 月 20 日柳州城投对外担保余额合计 86.73 亿元，以柳州城投 2019 年 6 月底净资产测算，柳州城投担保比率为 22.20%。柳州城投对外担保对象 6 家，被担保人均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 17 截至 2019 年 6 月 20 日柳州城投对外担保明细（单位：万元）

担保对象	担保余额
广西柳州东城投资开发有限公司	200,000.00
柳州市祥源投资发展有限公司 （现名：柳州市祥云盛世投资发展有限公司）	175,000.00
	110,000.00
	20,000.00
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	50,000.00
	30,000.00
	12,273.12
柳州市泓益资产经营管理有限责任公司	100,000.00
	100,000.00
柳州化学工业集团有限公司	25,364.00
柳州阳和开发投资有限公司	38,064.98
	6,572.08
合计	867,274.18

资料来源：柳州城投提供的《企业信用报告》

截至 2019 年 6 月底，柳州城投重大未决诉讼 2 笔，涉案金额共计 67,659.17 万元，为与柳州市建宇房地产开发有限责任公司（以下简称“柳州建宇”）合同纠纷案及房地产开发经营合同纠纷。广西壮族自治区高级人民法院（以下称“广西高院”）分别于 2017 年 7 月 20 日及 2017 年 11 月 14 日作出判决，驳回柳州建宇起诉。针对房地产开发经营合同纠纷，柳州建宇向最高人民法院提起上诉，最高人民法院于 2018 年 5 月 31 日作出二审判决，撤销广西高院民事裁定，指令广西高院审理。广西高院已于 2019 年 3 月 15 日开庭，目前尚未判决。

截至 2019 年 6 月底，柳州城投已获得的银行授信额度 380.42 亿元，已使用授信额度 356.97 亿元，剩余可使用授信额度 23.45 亿元，柳州城投间接融资渠道有待拓宽。

根据柳州城投提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1045020200032380X），截至 2019 年 9 月 5 日，柳州城投已结清业务中存在 15 笔关注类贷款及 36 笔欠息记录，关注类贷款产生系银行信贷资产分类标准的要求所致，柳州城投已于 2011 年 11 月前结清；欠息记录产生系由于财务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，并非柳州城投故意造成，欠息均已结清。截至 2019 年 9 月 5 日，柳州城投存在不良类对外担保 13,762.02 万元，根据有关协议及柳州城投提供的说明，上述对外担保已到期解保，柳州城投已无担保义务，但由于被担保对象未按

时还款，仍被列入不良类对外担保。

总体看，柳州城投短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标偏弱。考虑到柳州城投是柳州市重要的基础设施建设及土地整理开发的实施主体，在业务垄断性、外部支持等方面具有较强的竞争优势，柳州城投整体偿债能力很强。

（7）母公司财务概况

截至 2018 年底，柳州城投母公司资产总额 817.31 亿元，所有者权益 387.23 亿元，负债合计 430.07 亿元，全部债务²278.32 亿元，其中应付债券 49.58 亿元；母公司资产负债率 52.62%，全部债务资本化比率 41.82%。2018 年柳州城投母公司实现营业收入 15.40 亿元，利润总额 5.09 亿元。

总体看，柳州城投担保能力很强，经联合评级评定，柳州城投主体长期信用等级为 AA+。

十、综合评价

公司作为柳州市重要的基础设施建设主体之一，承担土地开发、部分基础设施建设项目和回迁房建设等业务，获得外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到土地开发和代建业务资金占用规模大、资金支出压力大、短期债务规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

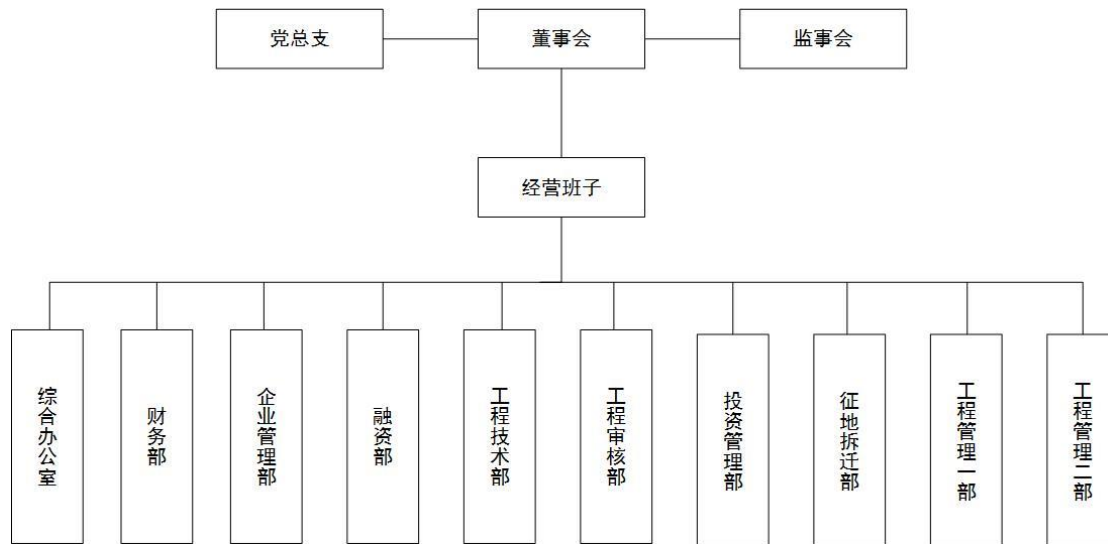
未来，随着柳州市城市建设发展，公司基础设施建设、土地开发业务等仍有一定发展空间。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由柳州城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，柳州城投作为柳州市主城区重要的基础设施建设、土地整理投资主体，获得了较为有力的外部支持，其担保对本期债券的信用水平具有积极的提升作用。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

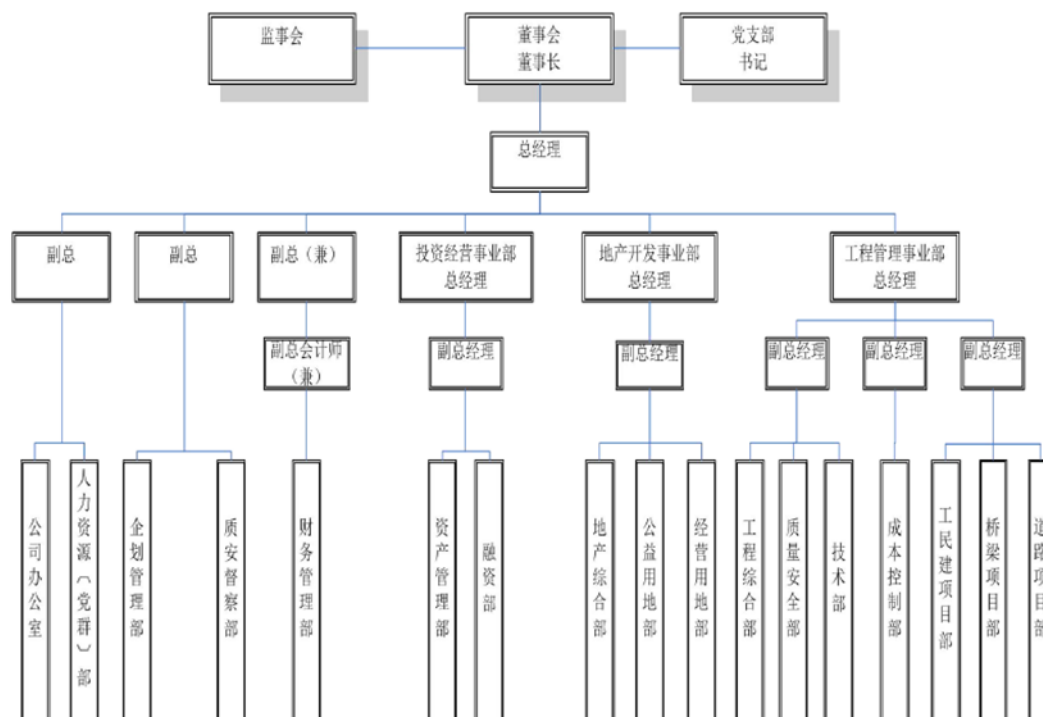
² 柳州城投母公司全部债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券

附件 1-1 柳州市建设投资开发有限责任公司
截至 2019 年 6 月底组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 柳州市城市投资建设发展有限公司
截至 2019 年 6 月底组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 柳州市建设投资开发有限责任公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	364.48	389.05	371.79	402.47
所有者权益（亿元）	163.88	166.52	171.67	171.68
短期债务（亿元）	52.98	36.31	44.78	51.38
长期债务（亿元）	112.14	136.22	127.57	144.55
全部债务（亿元）	165.11	172.52	172.35	195.93
营业收入（亿元）	8.48	17.13	11.06	0.90
净利润（亿元）	1.28	2.64	1.64	0.02
EBITDA（亿元）	12.71	14.94	12.97	--
经营性净现金流（亿元）	11.95	21.72	3.70	8.97
应收账款周转次数（亿元）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	0.02	0.05	0.03	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.05	0.03	--
现金收入比率（%）	107.96	80.59	79.69	223.47
总资本收益率（%）	3.80	4.11	3.51	--
总资产报酬率（%）	3.38	3.87	3.31	--
净资产收益率（%）	0.81	1.60	0.97	--
营业利润率（%）	27.98	18.14	25.74	33.42
费用收入比（%）	6.46	2.62	6.86	27.50
资产负债率（%）	55.04	57.20	53.82	57.34
全部债务资本化比率（%）	50.19	50.89	50.10	53.30
长期债务资本化比率（%）	40.63	44.99	42.63	45.71
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.68	0.64	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.08	--
流动比率（倍）	3.59	3.70	4.19	3.87
速动比率（倍）	0.76	0.82	0.66	0.80
现金短期债务比（倍）	1.07	1.74	0.97	1.21
经营现金流动负债比率（%）	13.51	25.17	5.11	10.50
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.41	1.66	1.44	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
 2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 将长期应付款计入长期债务核算

附件 3 柳州市城市投资建设发展有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	777.21	829.05	815.31	844.58
所有者权益（亿元）	307.94	369.68	387.25	390.71
短期债务（亿元）	137.27	114.87	116.00	127.27
长期债务（亿元）	296.27	315.03	274.56	277.62
全部债务（亿元）	433.53	429.91	390.56	404.89
营业收入（亿元）	15.82	15.50	15.42	7.25
净利润（亿元）	3.13	3.37	4.74	1.61
EBITDA（亿元）	5.97	5.81	6.20	--
经营性净现金流（亿元）	-0.48	-39.01	15.28	-27.32
应收账款周转次数（次）	15,796.03	15,476.95	19,541.87	--
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	--
现金收入比率（%）	99.26	113.41	106.99	119.31
总资本收益率（%）	0.80	0.64	0.65	--
总资产报酬率（%）	0.77	0.68	0.67	--
净资产收益率（%）	1.03	0.99	1.25	--
营业利润率（%）	22.55	19.07	18.45	21.38
费用收入比（%）	15.08	12.66	7.85	7.41
资产负债率（%）	60.38	55.41	52.50	53.74
全部债务资本化比率（%）	58.47	53.77	50.21	50.89
长期债务资本化比率（%）	49.03	46.01	41.49	41.54
EBITDA 利息倍数（倍）	0.34	0.21	0.26	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	0.02	--
流动比率（倍）	4.15	5.50	4.96	4.50
速动比率（倍）	1.47	1.63	1.00	0.98
现金短期债务比（倍）	1.13	1.21	0.81	0.60
经营现金流动负债比率（%）	-0.28	-28.08	10.40	-16.26

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 将其他应付款中有息债务部分及其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 柳州市建设投资开发有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年柳州市建设投资开发有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

柳州市建设投资开发有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。柳州市建设投资开发有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注柳州市建设投资开发有限责任公司的相关状况，如发现柳州市建设投资开发有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如柳州市建设投资开发有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至柳州市建设投资开发有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送柳州市建设投资开发有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十一月十四日