

信用等级公告

联合〔2019〕2107号

广西柳州市东城投资开发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和公开发行的 2019 年公司债券进行了主动评级，确定：

广西柳州市东城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AA+_{pi}，评级展望为“稳定”

广西柳州市东城投资开发集团有限公司公开发行的 2019 年公司债券信用等级为 AA+_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月二十九日

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>

2019年广西柳州市东城投资开发集团有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA+_{pi}

公司主体信用等级：AA+_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：不超过15亿元

债券期限：5年

还本付息方式：债券存续期的第2、3、4、5个

计息年度末按25%的比例等额偿还本金，

当期利息随本金一起支付

评级时间：2019年8月29日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	848.24	1,010.37	1,065.03
所有者权益（亿元）	364.09	399.81	432.33
长期债务（亿元）	328.55	441.12	450.42
全部债务（亿元）	428.17	544.43	539.70
营业收入（亿元）	18.31	35.79	67.91
净利润（亿元）	2.48	6.94	5.38
EBITDA（亿元）	6.09	13.00	11.84
经营性净现金流（亿元）	1.55	-61.63	8.77
营业利润率（%）	30.55	49.74	18.47
净资产收益率（%）	0.68	1.74	1.24
资产负债率（%）	57.08	60.43	59.41
全部债务资本化比率（%）	54.04	57.66	55.52
流动比率（倍）	4.33	4.81	4.48
EBITDA全部债务比（倍）	0.01	0.02	0.02
EBITDA利息倍数（倍）	0.22	0.41	0.35
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.41	0.87	0.79

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. 长期应付款中的有息借款计入长期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体之一，负责柳州市柳东新区的建设开发，外部环境良好，外部支持力度很大。同时，联合评级也关注到公司存在较大的资本支出压力、自营项目收益存在较大的不确定性、债务规模较大、短期偿付压力较大以及或有负债风险较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强，分期偿还条款的设置有助于缓解公司集中还款的资金压力。

柳州市经济稳步发展为公司经营提供了良好的外部环境；随着柳东新区的不断发展、在建经营性项目完工运营以及业务多元化开展，公司未来收入规模有望持续。同时考虑到公司获得政府的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合评级对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 柳州市作为中国西部地区重要的工业基地，区位优势明显。近年来，柳州市经济稳步发展，财政实力较强，为公司业务发展创造了良好的外部环境。

2. 公司承担柳州市柳东新区的建设开发职能，在柳东新区具有区域垄断优势。

3. 近年来，公司在资产注入、财政补助、债务置换等多方面获得了政府的大力支持。

4. 近年来，公司资产和权益规模持续增长，资本实力不断增强。

5. 本次债券分期偿还条款的设置有助于缓

解公司集中还款的资金压力。

关注

1. 新的城市基础设施建设业务新模式的后续实际执行情况以及对相应业务收入的影响存在不确定性。

2. 公司未来项目投资规模大，存在较大资本支出压力，同时自营性项目投资规模很大，未来实际经营收益实现及投入回收周期存在较大不确定性。

3. 公司资产构成以存货为主，主要为土地资产及各项业务发生的建设成本，资产流动性较弱。

4. 近年来，公司为了开展项目建设通过多种融资渠道进行融资，债务规模较大，存在较大短期偿付压力。

5. 公司对柳州东泰建筑工程有限公司的担保及委托贷款规模较大，2018 年柳州东泰建筑工程有限公司整体财务状况差，公司对其委托贷款存在一定的回收风险。

6. 募投项目收益为公司自主测算，预测合理性值得关注；本次债券存续期内，募投项目部分年度无收益或净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分资金还本付息，需依赖公司自有资金及之前年度收益累积；募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际对外销售及出租情况，受当地房地产及租赁市场行情影响较大，具有一定不确定性。

分析师

张 蔚

电话：010-85172818

邮箱：zhangw@unitedratings.com.cn

张靖茜

电话：010-5172818

邮箱：zhangjx@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）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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。

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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其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

广西柳州市东城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）前身为柳州东成高科技投资发展有限公司，成立于2004年9月，注册资本3,000.00万元，由柳州高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“柳州高新区管委会”）持股96.67%，柳州高新技术产业开发区创业服务中心（以下简称“创业服务中心”）持股3.33%。后经多次增资及股权变更，截至2016年底，公司注册资本及实收资本均为8.18亿元，柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“柳州市国资委”）持有公司100%股份。2017年3月，根据《柳州市政府国有资产监督管理委员会关于组建广西柳州市东城投资开发集团有限公司的批复》（柳国资复〔2017〕26号），公司名称变更为现名，注册资本为20.00亿元，由柳州市国资委出资，于2020年12月31日前分步到位。截至2018年底，公司注册资本20.00亿元，实收资本8.18亿元，柳州市国资委持有公司100%股份，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：土地整理及开发，国有资产的运营和管理，市政基础设施的投资和建设管理，交通基础设施投资开发及建设管理，工业地产经营，投资管理咨询服务 and 自有房屋租赁，房地产开发经营（须凭建设行政主管部门核发的相关资质证从事经营），对文化旅游产业、会展项目的投资，会议、展览服务。

截至2018年底，公司本部内设综合办公室、战略投融资部、人力资源部、财务部、成本合约部、工程项目管理中心、合规风险部7个职能部门（详见附件1）；拥有纳入合并范围的子公司20家（详见附件2）。

截至2018年底，公司合并资产总额1,065.03亿元，负债合计632.70亿元，所有者权益432.33亿元，其中，归属于母公司所有者权益430.36亿元。2018年，公司实现营业收入65.60亿元，净利润5.38亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润5.30亿元；经营活动产生的现金流量净额8.77亿元，现金及现金等价物净增加额-71.14亿元。

公司注册地址：柳州市鱼峰区新柳大道89号柳东新区企业总部大楼商务写字楼C座；法定代表人：韦忠。

二、债券概况及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

公司计划发行规模不超过15.00亿元的公司债券，期限为5年。本次债券每年付息，同时设置本金分期偿付条款，即在债券存续期的第2、3、4、5个计息年度末按25%的比例等额偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本次债券募集资金15.00亿元，其中12.00亿元用于竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目、柳东新区南庆安置区项目（二期）和柳东新区南庆安置区项目（三期）（以下简称“募投项目”）建设，3.00亿元用于补充流动资金。具体资金使用情况见表1。

表1 募集资金使用情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目	89,214.81	29,500.00	33.07
柳东新区南庆安置区项目（二期）	44,062.83	30,500.00	69.22
柳东新区南庆安置区项目（三期）	111,011.54	60,000.00	54.05

补充流动资金	--	30,000.00	--
合计	244,289.18	150,000.00	--

资料来源：联合评级根据募投项目可行性研究报告及批复和公司提供资料整理

2. 募投项目概况

(1) 项目建设内容

竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目

项目建设地址位于柳东新区半塘路以南、新儒路以东；项目规划总用地面积约104,805.76m²，总建筑面积219,705.37m²，其中地上建筑面积150,009.37m²，地下建筑面积69,696.00m²。规划住宅1,324套。该项目主要建设内容包括：农民安置房8栋，以及配套公共用房、供配电、给排水、停车场、广场、道路、绿化等配套设施。

柳东新区南庆安置区项目（二期）

项目规划用地面积42,244m²，其中建设净用地面积33,173m²（约合49.76亩），水域面积3,588m²，绿地面积5,483m²。项目总建筑面积150,631.26m²（其中地面建筑面积94,440.22m²、地下建筑面积56,191.04m²）。规划户数912户。建设5栋（9#/10#/20#/21#/22#）高层建筑，建筑面积94,440.22m²。建设地下室1个，建筑面积56,191.04m²。配套建设围墙、景观绿化、道路及铺装、给排水、供配电等配套设施。

柳东新区南庆安置区项目（三期）

项目规划用地面积88333.28m²，其中建设净用地面积73,228.98m²，绿地面积12,574.23m²，代征道路用地2,530.14m²。项目总建筑面积270,629.9m²（其中地面建筑面积160,373.9m²、地下建筑面积110,256m²）。规划户数1,297户。建设10栋（1#/7-8#/11-12#/15-19#）高层建筑和2栋小区配套服务中心（13#/14#）以及1个幼儿园，建筑面积160,373.9m²。建设地下室建筑面积110,256m²。配套建设围墙、景观绿化、道路及铺装、给排水、供配电等配套设施。

(2) 项目审批情况

目前，募投项目已获得柳州市柳东新区管理委员会（以下简称“柳东新区管委会”）立项批复，并已取得项目可行性研究报告批复等相关政府部门批复文件。

(3) 项目资金来源

根据募投项目可行性研究报告及批复，募投项目总投资24.43亿元，资金来源均为自筹及融资。

(4) 项目进度

根据公司提供资料，募投项目建设期均为12个月；截至报告出具日，竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目已完成投资4.02亿元，完工比例80.00%；柳东新区南庆安置区项目（二期）已完成投资2.45亿元，完工比例55.00%；柳东新区南庆安置区项目（三期）已完成投资1.29万元，完工比例12.00%。

(5) 项目经济效益

根据公司提供的项目收益测算，募投项目建成后，未来收入由保障性住房销售收入、配套商业销售和租赁收入、停车位销售和租赁收入构成；募投项目运营期内（2020—2023年）募投项目净收益合计18.17亿元。

表 2 募投项目营业收入估算表（单位：万元）

项目		小计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目	收入	65,384.17	--	26,127.03	19,604.04	13,088.05	6,565.05
	成本	1,307.68	--	522.54	392.08	261.76	131.30
	增值税、税金及附加	7,997.67	--	3,195.81	2,397.93	1,600.91	803.02
	净收益	56,078.82	--	22,408.68	16,814.03	11,225.38	5,630.73
柳东新区南庆安置区项目（二期）	收入	55,331.70	--	22,088.74	16,581.01	11,084.84	5,577.11
	成本	1,659.95	--	662.66	497.43	332.55	167.31
	增值税、税金及附加	7,552.28	--	3,014.91	2,263.16	1,512.98	761.23
	净收益	46,119.46	--	18,411.16	13,820.42	9,239.31	4,648.57
柳东新区南庆安置区项目（三期）	收入	92,155.82	--	35,860.54	27,250.27	18,827.64	10,217.37
	成本	1,382.33	--	537.91	408.75	282.41	153.26
	增值税、税金及附加	11,272.33	--	4,386.40	3,333.20	2,302.96	1,249.77
	净收益	79,501.16	--	30,936.23	23,508.32	16,242.27	8,814.34
净收益合计		181,699.44	--	71,756.07	54,142.77	36,706.96	19,093.64

资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

三、行业及区域经济环境分析

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 3 2018 年以来与城投企业相关行业政策

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。

5. 区域经济环境

（1）柳州市

柳州市地处中国华南经济圈与西南经济圈的交汇地带，是珠三角沿海经济高梯度地区向西部经济低梯度地区承接与扩散的桥梁地带，也是广西五大经济区中“桂中经济区”的中心城市，还是“中国—东盟”自由贸易区的重要连接纽带，具备明显的区位优势。

柳州市作为西部工业重镇，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《柳州市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018 年，柳州市分别实现地区生产总值 2,476.94 亿元、2,755.64 亿元和 3,053.65 亿元，分别增长 7.3%、7.1%和 6.4%，增速有所放缓，但仍保持稳步增长。2018 年地区生产总值中，第一产业增加值 195.00 亿元，增长 4.9%；第二产业增加值 1,608.66 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 1,249.99 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%。

2018 年，柳州市全部工业总产值 5,146.88 亿元，比上年增长 2.2%；其中规模以上工业总产值 5,000.14 亿元，增长 3.0%。

2018 年，柳州市固定资产投资比上年增长 15.4%。其中，第一产业投资增长 60.5%；第二产业投资增长 15.5%，其中工业增长 9.8%；第三产业投资增长 14.2%。

2016—2018 年，柳州市全市财政收入分别为 370.16 亿元、403.8 亿元和 436.22 亿元。其中，地方一般公共预算收入分别为 159.16 亿元、179.80 亿元及 193.78 亿元。2018 年，税收收入完成 136.6 亿元，同比增长 6.5%；非税收入完成 57.18 亿元，同比增长 10.9%，非税收入占一般公共预算收入比重 29.5%。税收收入中：增值税 42.55 亿元，较上年下降 8.7%；企业所得税 19.22 亿元，较上年增长 53.3%；个人所得税 5.13 亿元，较上年增长 22.2%。

2018 年，柳州市完成政府性基金收入 157.26 亿元，增长 15%；上级补助收入 187.82 亿元。截至 2018 年底，全市政府债务余额 560.98 亿元，其中一般债务 192.82 亿元，专项债务 368.16 亿元。

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。

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。

（2）柳东新区

柳东新区成立于 2007 年 2 月，在区域上统辖柳州高新技术产业开发区与阳和工业新区，托管柳州市鱼峰区的雒容镇和洛埠镇。2010 年 9 月，柳州高新技术产业开发区升级为国家级高新技术产业开发区。柳东新区是广西壮族自治区重点发展的三个新区之一，致力打造成以汽车产业为主的产业新城，成为中国汽车整车生产的新基地、有色金属深加工为重点的新材料特色产业基地、西南地区生物医药和环保型产业的实验基地、承接产业转移及拓展未来柳州工业的主要承载地。

柳东新区规划用地面积 203 平方公里，将结合产业园区与城市新区，建设以汽车整车及零部件制造为核心的广西柳州汽车城，规划 2020 年实现地区生产总值 1200 亿元，工业产值 2500 亿元，财政收入 180 亿元，承载人口 100 万人，成为城市功能进一步完善，生态宜居的新城；2030 年，柳州汽车城建设完毕，计划实现地区生产总值 3000 亿元，工业产值 6000 亿元。

根据柳东新区管委会政务公开信息，2018 年柳东新区规模以上工业总产值完成 954.94 亿元，同

比增长 11.9%;固定资产投资同比增长 17.1%;社会消费品零售总额完成 82.3 亿元,同比增长 13.4%。其中柳州高新区在全国 169 家国家级高新区中综合实力位居第 49 位,位列广西第一。

根据《柳东新区(高新区)2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算(草案)》,2018 年,柳东新区实现一般公共预算收入 7.89 亿元,同比增加 1.89 亿元,增长 31.6%。其中,税收收入完成 7.49 亿元,增长 30.5%,占一般公共预算收入的 94.9%;非税收入完成 0.4 亿元,增长 54.6%,占一般公共预算收入比重 5.1%。2018 年,柳东新区实现政府性基金收入 0.51 亿元,上级补助收入 21.87 亿元。截至 2018 年底,柳东新区无政府性债务余额。

总体看,近年来柳州市经济发展势头良好,一般公共预算收入不断增长,但柳州市政府债务规模大,债务负担较重。公司业务所在的柳东新区成立以来发展迅速,公司作为柳州市柳东新区基础设施建设及土地一级整理主体,外部发展环境良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

柳州市存在多家基础设施投资建设及公共事业类企业,公司主要职能为承担柳州市柳东新区的基础设施建设以及土地一级整理业务,与柳州其他城投类企业不存在直接竞争关系,业务开展在区域内具有垄断性。

总体看,公司业务在柳州市柳东新区具有较强的区域垄断优势。

2. 人员素质

截至 2018 年底,公司拥有高级管理人员 10 人,其中董事长 1 人、总经理 1 人、党委副书记 1 人、副总经理 5 人、总经理助理 1 人、总工程师 1 人。

韦忠先生,1963 年 11 月出生,大学本科学历;历任广西柳州地区水电局建设科主任、计划财务科科长,柳州市计委重大科副科长,柳州市发展和改革委员会基础设施科科长,柳东新区管理委员会规划和建设环保处处长;现任公司董事长。

唐懿先生,1979 年 11 月出生,工商管理硕士;历任广西华御堂药业有限公司职员、部门主管、总经理助理,公司职员、发展部业务主管、规划部副经理、投资产权部副经理、投资发展部经理、副总经理;现任公司总经理。

截至 2018 年底,公司本部共有员工 181 人。从年龄结构来看,36 岁以下占比 56.35%,36 至 55 岁占比 40.88%,55 岁以上占比 2.77%。从学历结构来看,本科及以上学历占比 87.85%,大专学历占比 12.15%。从专业结构来看,管理人员占比 27.07%,技术人员占比 55.80%,财务人员占比 12.71%,行政人员占比 4.42%。

总体看,公司高层管理人员相关管理经验丰富;公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

3. 外部支持

公司自成立以来承担柳州市柳东新区的建设开发职能,得到柳州市和柳东新区管委会在资产注入、财政补助以及债务置换等方面的支持。

(1) 资产注入

2013 年,根据柳财预(2013)607 号文件,公司收到国有资本金 249.70 万元;根据柳财预(2013)

261 号文件，公司收到项目配套资金 0.20 亿元；同年，柳州市国资委以国有建设用地作价出资，新增公司资本公积 42.25 亿元，均计入“资本公积”。

2014 年，根据柳财预〔2014〕698 号文件，公司增加国有资本金 479.59 万元，计入“资本公积”。

2015 年，柳州市政府拨入土地使用权 104.78 亿元；根据柳财预〔2015〕654 号文件，公司收到国有资本金 516.79 万元，均计入“资本公积”。

2016 年，根据柳财预〔2016〕676 号文件，公司收到国有资本金 478.00 万元，计入“资本公积”。

（2）财政补助

2016—2018 年，柳州市政府和柳东新区管委会分别向公司拨付财政日常经营补助 0.53 亿元、0.57 亿元和 3.16 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

（3）债务置换

2015 年，根据广西财政厅《关于预告知 2015 年政府置换债券额度的通知》，由柳州市财政局、公司和相关贷款机构签订《柳州市 2015 年地方政府性转换债权对应债券债务解除协议书》约定：三方同意通过使用 2015 年度广西政府置换债券置换公司所欠贷款机构的贷款本金，债权债务关系解除后，形成公司对柳州市财政局债务 15.11 亿元，计入“长期应付款”。

2016—2018 年，柳州市财政局通过签署债务解除协议及政府债资金拨付方式分别偿付公司被认定为政府负有偿还义务的债务 62.14 亿元、36.91 亿元和 11.48 亿元，计入“资本公积”。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

五、公司管理

1. 公司治理

公司是国有独资公司，出资人为柳州市国资委。依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律，公司制定了章程并设立董事会、监事会和经营管理层。

公司设董事会，由 5 人组成，其中职工董事 1 人，另 4 名董事由柳州市国资委委派或更换。董事会设董事长 1 人，由出资人在董事会成员中指定，董事长是公司的法定代表人。董事会每届任期 3 年，任期届满，经委派、任命或选举可以连任。董事会对出资人负责，行使制定公司发展战略、中长期发展规划，决定公司经营计划和投资方案，制定公司基本管理制度等职权。

公司设监事会，成员为 5 人，其中职工代表 2 名，由公司职工代表大会选举产生，其余监事由柳州市国资委委派。监事会每届任期 3 年，任期届满，经委派、任命或选举可以连任。监事会行使检查公司财务以及对董事和高级管理人员的职务行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，副总经理 5 名，总经理负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议，对董事会负责。

总体看，公司治理结构较为完整，能满足公司管理需要。

2. 管理水平

公司内设综合办公室、战略投融资部、人力资源部、财务部、成本合约部、工程项目管理中心、合规风险部 7 个职能部门。公司明确了各部门职责，并建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司根据自身的实际需要，设置独立于其他职能部门的财务部，在公司负责人

的直接领导下，按照统一领导、统一管理、统一资金使用、统一核算、统一安排财务人员工作的原则，保证公司业务开展和资金有效使用。同时，与其他职能部门保持密切配合、协调一致。

重大投资决策方面，公司及全资子公司投资计划均需报公司股东审议批准，综合考虑经济上的合理性、效益性及投资风险，根据对各项条件的分析及对未来的预测选择最佳资源组合和投资方案。

子公司管理方面，公司对全资子公司实行分公司形式管理。人事方面，子公司的人事管理集中到母公司管理。子公司的人才招聘、培训、绩效考核与薪酬激励制度、劳动用工制度等工作由母公司人力资源部统一管理；财务方面，子公司不设财务部，由母公司财务部配备专门会计人员进行统一管理；重大决策方面，对子公司的重大决策进行集中管理，子公司的重大决策需要提交母公司审批。

对外担保管理方面：公司对外担保实行统一管理，对外担保必须按程序经公司董事会批准。各子公司不得对外进行担保。对外担保事项，无论金额大小均需董事会成员共同签署。公司重大担保事项在董事会作出决议后，还需报出资人审批。

总体看，公司治理结构较为完善，部门设置较为合理，管理制度基本齐全。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括城市建设及运营、市政公用事业、置业投资发展及产业投资等。2016—2018年，公司分别实现营业总收入18.31亿元、35.79亿元和67.91亿元，年均复合增长92.58%，增长主要来自于城市建设及置业投资业务收入的持续增长。业务构成方面，2016—2018年，城市建设业务收入在营业总收入中占比分别82.70%、84.18%和70.21%，为公司收入最主要来源；此外，置业投资收入在营业总收入中的比重快速上升，分别为0.46%、0.17%和18.29%。

毛利率方面，受城市建设业务收入在营业总收入中占比及毛利率水平波动影响，公司业务毛利率波动较大，2016—2018年分别为34.64%、49.84%和20.08%。

表4 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务	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
城市建设	151,426.26	82.70	32.06	301,302.23	84.18	51.92	476,772.72	70.21	20.44
城市运营	19,733.44	10.78	60.52	24,243.89	6.77	68.04	32,689.67	4.81	56.63
市政公用事业	9,331.32	5.10	14.79	15,432.13	4.31	15.69	22,329.01	3.29	17.44
置业投资发展	847.91	0.46	9.90	593.89	0.17	31.89	124,184.41	18.29	8.32
产业投资	1,769.76	0.97	83.09	16,364.34	4.57	17.42	23,125.56	3.41	26.87
合计	183,108.69	100.00	34.64	357,936.48	100.00	49.84	679,101.37	100.01	20.08

注：公司2018年审计报告对公司营业总收入及成本构成进行了调整，上表中2017年营业总收入构成采取2018年审计报告期初数，2016年营业总收入构成为公司提供；因四舍五入，部分合计数与分项之和有差异

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

2. 业务运营分析

（1）城市建设业务

公司城市建设业务板块主要包括土地一级开发整理以及城市基础设施建设。

土地一级开发整理

公司负责柳东新区的土地一级开发业务。公司根据柳东新区控制性规划及柳州市政府指导，确

定土地一级开发整理区域后，进行项目立项、编制项目总投资等工作，按审批权限上报柳州市政府相关部门审批，获批后，由公司负责解决项目资金。资金到位后，公司与柳东新区征地办、阳和工业新区征地办等政府征地部门签订委托征地协议，将资金预付给征地办，由征地办按照合法程序对土地实施征地拆迁。征迁完成后，公司对相应地块进行土地平整、市政基础设施和社会公共配套设施建设，并交由柳州市土地交易储备中心公开出让。由此产生的土地出让收入，在扣除上缴中央和自治区部分后的净收益，由市政财政确认为公司当年土地收入，并通过柳东新区管委会支付公司。

2018年2月，公司与柳东新区管委会签订了《广西柳州汽车城区域综合开发项目土地征收、拆迁、安置补偿服务购买协议》，柳东新区管委会委托公司投入全部资金进行土地征收、拆迁及拆迁安置补偿等土地整理服务，柳东新区管委会应于每年的11月30日前向公司支付土地整理投资服务费用，具体包括投资成本和投资收益两部分，投资收益按土地投资成本的15%（不含相应的增值税）计算。双方结算后，柳东新区管委会于结算日起60天支付付款项，协议项下的委托服务的委托期限为30年。2018年，公司该模式下确认土地收入47.42亿元，实际投资收益比例在25%左右。未来公司土地整理业务将主要采取该模式进行。

表 5 公司土地整理情况（单位：亩、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
实际开发面积	17,859.00	14,609.00	10,627.90
当年出让面积	4,371.32	1,701.13	4,881.68
确认的土地收入	15.01	30.00	47.42
当年实际收到的回款	19.46	16.90	32.21

资料来源：公司提供

表 6 公司土地出让情况（单位：亩、万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	出让面积	确认收入	出让面积	确认收入	出让面积	确认收入
工业用地	3,517.01	50,657.87	648.14	13,341.05	2,955.19	61,960.00
商住用地	854.31	99,474.92	983.06	284,256.91	1,671.80	389,370.00
科教等其他用地	--	--	69.93	2,429.08	254.69	22,980.00

注：2018 年出让的商住用地中部分地块未确认收入

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司合计出让土地面积10,954.13亩，公司分别确认土地收入15.01亿元、30.00亿元和47.42亿元，受出让面积、均价、出让地块性质、投资成本和政府确认进度等因素影响，土地收入规模持续增长；当年公司分别收到回款19.46亿元、16.90亿元和32.21亿元，土地收入回款情况受土地出让以及政府拨款进度等影响大。

城市基础设施建设

公司是柳州市主要的基础设施投融资主体之一，主要负责柳东新区基础设施投融资建设及国有资产运营和管理。近年公司先后完成了园博园、汽车城会展中心和职教园等重大基础设施项目的投资建设任务。公司的城市基础设施建设业务模式分为BT、代建和总承包三种。

BT模式方面，公司作为总承包人与柳州市政府签订项目回购协议书，实施融资、建设，柳州市政府对于部分项目投入一定比例的项目资本金，项目竣工并经柳州市财政审核同意后，公司将项目产权移交柳州市政府，柳州市政府分期支付回购款，回购款的金额以公司就项目向银行实际贷款金额及产生的贷款利息之和为准，年内具体的回购资金支付次数和金额根据公司与银行签订的贷款合同确定，柳州市政府承诺回购资金于还本付息日前一个月到位。

2012年、2013年公司就柳州市城乡一体化（阳和片区）综合配套等项目与政府签订了回购协议。根据国办发〔2014〕43号、财预〔2014〕351号等文件规定以及地方政府相关部门的要求，2014年底公司与政府签订的代建回购协议中逐年回购资金经审计后纳入到地方政府债务范围内。2015年，公司实现基础设施回收收入2.21亿元，当年获得政府债务置换15.11亿元；2016年开始政府不再进行回购，2016—2018年公司无基础设施回购收入，当年分别获得债务置换62.14亿元、36.91亿元和11.48亿元。截至2018年底，公司回购模式项目大部分已通过政府回购以及债务置换方式进行了资金平衡。

代建模式方面：公司作为总承包人实施建设，柳州市财政向公司按项目建设进度全额拨付资金，在项目建设期间柳州市政府分年度平均支付公司管理费，费率根据工程总额划分，1.00%-1.50%不等。财务处理方面，公司收到政府款项作为负债在“其他应付款”科目中核算；代建项目发生的建造支出，在“在建工程”科目中独立核算；在编制会计报表时，将收到代建款项与已发生的代建支付进行抵消列报，收到代建款大于已发生的代建支出时，差额作为负债在“长期应付款”列报；收到代建款小于已发生的代建支出时，差额作为“其他非流动资产”列报。

总承包模式：2018年2月，公司与柳州市柳东新区管委会签订了《广西柳州汽车城区域综合开发项目土地平整、基础及公共服务设施建设工程总承包合同》（以下简称“总承包合同”），柳东新区管委会委托公司投入全部资金协助柳东新区管委会进行柳州市汽车城的开发建设及管理工作，合作项目内容包括：与土地开发有关的平整、配套基础设施建设和社会公共服务设施建设；柳东新区管委会应于每年的11月30日前向公司支付建设费用，具体包括建设投资和建设收益两部分，建设收益按建设项目的总投资额的15%（不含相应的增值税）计算。协议项下的委托服务的委托期限为30年。但从2018年实际情况看，该业务模式并未实际执行，未来该模式的实际执行情况以及对公司未来城市基础设施建设业务收入可能产生的影响尚有待观察。

2016—2018年，得益于土地整理收入快速增长，公司城市建设业务收入快速增长，分别为15.14亿元、30.13亿元和47.68亿元，年均复合增长77.44%；同期毛利率分别为32.06%、51.92%和20.44%，受当年出让地块位置、性质及政府收入确认情况等影响，波动较大。

表7 截至2018年底公司主要基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
柳州市儿童医院工程	代建	9.72	5.34	4.38
柳东新区高中（市二中）工程	代建	3.35	2.44	0.91
广西（柳州）职业技能公共实训基地	代建	10.93	1.38	9.55
广西科技大学柳东校区—汽车学院	代建	6.99	1.99	5.00
柳州铁一中学柳东校区	代建	4.30	2.26	2.04
职教园（二期）	代建	7.45	4.01	3.44
柳州市消防中心工程代建项目	代建	1.67	0.91	0.76
柳东新区实验中学(柳铁一中初中部)	代建	1.32	0.97	0.35
合计		45.73	19.30	26.43

资料来源：公司提供

其他重大项目建设

截至2018年底，除代建模式项目外，公司存在大规模的自建自营类项目，资金来源为公司自筹及融资，未来拟通过项目经营收益及财政补贴实现资金平衡。自营类项目投资规模大，存在较大的资本支出压力，未来项目实际经营收益实现及投入回收周期存在较大不确定性，对公司资产质量及流动性或将造成一定影响。

表 8 截至 2018 年底公司其他重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资
职教园（二期）	自建自营	50.22	17.01	33.21
鹿山学院	自建自营	9.89	8.39	1.50
官塘启动区	自建自营	29.98	11.49	18.49
国家汽车质量监督检验中心	自建自营	14.99	5.09	9.90
科技园	自建自营	6.66	3.93	2.73
柳东新区文化广场	自建自营	16.48	1.25	15.23
柳东新区联合电子定制厂房	自建自营	2.45	1.39	1.06
柳东新区标准厂房 D 区	自建自营	4.50	1.30	3.20
企业总部云中心	自建自营	2.37	0.18	2.19
创业园孵化中心	自建自营	0.20	0.13	0.07
合计		137.74	50.16	87.58

注：职教园（二期）部分为代建，部分为自建自营
资料来源：公司提供

总体看，随着BT模式逐渐结束，未来公司基础设施项目建设将主要采取总承包及代建模式进行；公司2018年底在建项目较多，自建自营类项目总投资及尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力；且未来项目实际经营收益实现存在较大不确定性，对公司资产质量或将造成一定影响。

（2）城市运营业务

公司城市运营业务板块主要包括租赁业务、游乐场项目经营业务等。

租赁业务

公司的租赁业务主要是标准厂房租赁和职教园（一期）资产租赁，近三年此两项收入占公司租赁业务收入比重超过80%，其余租赁收入来自公司广告及场地租赁、会展中心、会议中心会议会展服务租赁等业务。由于公司租赁业务以当年实际收到的租赁金额确认收入及租金水平上涨和出租率变化，公司租赁业务收入近三年稳定增长，分别为1.41亿元、1.59亿元和1.91亿元，未来随着租赁项目的逐步多元化，公司租金收入有望增长。但同时，公司用于出租的资产投入规模较大，回收周期较长。

游乐项目经营业务

游乐项目经营业务由子公司柳州市卡乐星球经营管理有限公司（以下简称“卡乐星球”）负责。主要游乐项目为柳州卡乐星球主题乐园，该项目由公司投资，华侨城文化旅游科技有限公司参与项目建设和运营。运营期间，该项目可实现门票收入以及纪念品、餐饮、零售等周边收入。深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司在门票收入上可取得三成分成，其余收入全部属于公司。目前，柳州卡乐星球主题乐园的陆上公园已完成建设并于2017年7月开始试运营，截至2018年底，柳州卡乐星球主题乐园已累积吸引客流56.52万人次；2017—2018年，卡乐星球分别实现营业收入1,909.67万元和5,645.2万元。

2016—2018年，得益于游乐项目经营业务收入快速增长，公司城市运营业务收入快速增长，分别为1.97亿元、2.42亿元和3.27亿元，年均复合增长28.71%；同期毛利率分别为60.52%、68.04%和56.63%，毛利率水平有所波动，整体处于较高水平。

（3）市政公用事业

公司市政公用事业板块主要包括燃气供应业务及加油站加油业务。

燃气供应业务由公司子公司柳州东城燃气发展有限公司（以下简称“东城燃气”）负责，主要服务于新区范围内居民以及工商企业。截至2018年底，东城燃气用户总数4,754户，供气人口约0.95万

人。2018年，东城燃气供应燃气总量2,914万立方米，天然气供应价格由物价局文件规定。2016—2018年，东城燃气分别实现燃气业务收入0.47亿元、0.74亿元和1.05亿元，随着前期建设工作逐步完善，业务规模稳步提升。

加油站业务由子公司柳州东城石油化工有限公司（以下简称“东城石化”）、柳州东城融祥石油有限公司（以下简称“东城融祥”）负责。截至2018年底，公司有3座加油站建设完工，目前尚在建设的加油站有1座。与五菱物流、龙发物流签订进站加油协议，扩展油品销售渠道，2018年成品油销售14622吨。2016—2018年度，公司分别实现加油站业务收入0.46亿元、0.81亿元和1.19亿元。

2016—2018年，公司市政公用事业收入稳步增长，分别为0.93亿元、1.54亿元和2.23亿元，年均复合增长54.69%；同期毛利率分别为14.79%、15.69%和17.44%，整体较稳定。

（4）置业投资发展

公司置业投资发展板块主要为子公司柳州东城安居置业开发有限公司和柳州东城置地发展有限公司开展的房地产开发业务，开发的房地产包括商品房及保障性住房，通过房源对外销售实现收入；其中商品房按照市场价格销售向购房者销售，保障性住房中用于安置或保障部分（占70%左右）按照微利原则，参考征迁补偿标准向新区管委会销售，整体售价较低，配套的商品房或商铺部分（占30%左右）按照市场价格销售。

2016—2018年，公司置业投资发展业务板块分别实现收入0.08亿元、0.06亿元和12.42亿元，其中房产销售收入分别为0亿元、0亿元和12.36亿元；2018年房产销售收入结转带动板块收入增幅较大；同期业务毛利率分别为9.90%、31.89%和8.32%，受保障性住房销售单价较低影响，2018年板块毛利率处于较低水平。

表9 2018年底公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	总投资	已投资	可售面积	累计已售面积	2016年确认收入	2017年确认收入	2018年确认收入
蔚莱别苑	商品房	12.70	10.16	17.86	13.70	--	--	3.36
东庭丽景	保障房	5.61	2.47	8.30	6.30	--	--	1.43
东馨佳苑	保障房	5.27	2.06	8.40	6.98	--	--	2.23
东悦佳苑一期	保障房	3.92	2.74	8.93	7.92	--	--	2.97
东悦佳苑二期	保障房	4.52	1.80	9.58	7.62	--	--	0.26
古山居苑	安置房	17.99	13.93	22.69	9.65	--	--	2.11
石冲小区	保障房	3.35	2.16	--	--	--	--	--
阳和·安心雅舍	保障房	1.80	0.88	--	--	--	--	--
东悦新城	保障房	23.82	6.12	--	--	--	--	--
东锦华庭	安置房	4.87	1.43	--	--	--	--	--
东锦水岸（博园雅居）	安置房	9.04	3.75	--	--	--	--	--
农民安置房	安置房	43.15	6.41	--	--	--	--	--
合计	--	136.04	53.91	75.76	52.17	--	--	12.36

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要房地产项目总投资合计136.04亿元，已投资53.91亿元；其中在售项目可售面积合计75.76万平方米，已销售52.17万平方米，去化进度尚可，未来业务持续及收入实现有保障。但同时公司在建房地产项目尚需投资规模大，存在一定融资压力；未来销售情况易受房地产市场及相关政策影响。

（5）产业投资

公司产业投资板块主要包括小额贷款业务、对外担保业务以及委托贷款业务等。2016—2018年

公司产业投资业务收入分别为0.18亿元、1.64亿元和2.31亿元；其中小贷及委托贷款收入分别为0.11亿元、1.54亿元和2.20亿元；担保业务收入分别为0.07亿元、0.09亿元和0.11亿元。截至2018年底，公司累计发生代偿2024.85万元，应收代偿款余额为535.88万元。由于处于业务开展初期，公司担保费及利息收入较低，随着业务开展公司该板块收入有望增长。

3. 未来发展

“十三五”期间公司将实施“一核两翼，产融结合”的业务总体发展战略，将以土地基建开发为核心主业，重点培育和发展多元化的城市服务业务和金融业务，不断提高业务战略协同水平。“一核”是指：土地基建开发业务。土地基建开发业务包括柳东新区的土地整理开发、基础设施建设和公共服务设施建设。“两翼”是指：城市服务业务、金融业务。城市服务业务是服务于新区发展的产业投资类业务。城市服务业务是为新区的建设做必要的产业配套，健全城市功能，改善人居环境，通过开展投资融资、产业培育、资本整合，推动产业集聚和转型升级，孵化新的主业，进一步培育新的现金流、利润中心和效益增长点。金融业务是在有效控制风险的前提下，在现有的小贷、担保业务基础上，进一步扩大业务规模，提高业务能力，并扩大业务范围，争取获得更多金融牌照，从而做强做大做优金融业务，通过搭建更大的融资平台，实现资金的放大和产业促进作用。“产融结合”是指：产业资本与金融资本的结合与互动。一是加强内部业务之间的产融结合，土地基建开发、城市服务业务等业务板块优先选择金融板块提供的金融服务，有利于相关业务板块获得低成本、高效、便捷的金融服务，而金融业务也可以获得更多的业务机会和发展空间。二是促进公司内外部之间的产融结合，通过创新金融服务产品和服务模式，为新区创新型及各类中小企业提供更加强有力的服务支持。

总体看，公司发展规划较为清晰。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年度财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016—2017年度财务报表进行了审计，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。

截至2018年底，公司拥有纳入合并范围的子公司20家。2017年，公司合并范围内新增子公司6家，减少子公司1家；2018年，公司合并范围内新增子公司6家，上述12家新增子公司均为通过出资设立。此外，依据最新会计准则和财政部要求，2017年审计报告对利润表部分科目期初数据进行追溯调整；2018年审计报告对部分报表科目进行了调整，将投资性房地产的计量方式由成本计量变更为公允价值计量，并对期初数据进行了追溯调整。本报告财务分析2016年数据采用2017年审计报告年初数据，2017年数据采用2018年审计报告年初数据，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模不断增长，年均复合增长12.05%。截至2018年底，公司资产总额较年初增长5.41%至1,065.03亿元，其中流动资产占比70.23%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产保持增长，年均复合增长6.82%，增长主要来自应收账款和存货；

截至 2018 年底，公司流动资产 747.93 亿元，较年初下降 1.66%。

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 46.03%，主要系偿还到期债务及项目支出所致。截至 2018 年底，公司货币资金较年初下降 65.42% 至 37.61 亿元，主要由银行存款（占 99.99%）构成，其余为少量库存现金和其他货币资金。公司货币资金中受限部分 0.42 亿元，为小微债风险缓释保证金。

2016—2018 年，公司应收账款大幅增长，年均复合增长 793.16%，主要系应收柳东新区管委会代建项目款增加。截至 2018 年底，公司应收账款较年初增长 121.92% 至 32.15 亿元，其中应收柳东新区管委会业务款 31.63 亿元（占 98.37%），未计提坏账准备。总体看，公司应收柳东新区管委会业务款金额较大，对资金形成占用。

2016—2018 年，公司其他应收款波动较大，分别为 9.87 亿元、39.78 亿元和 5.46 亿元，款项性质主要为往来款及与柳东新区财政局及管委会的代付款¹。截至 2018 年底，公司其他应收款 5.46 亿元，较年初大幅减少，主要系往来款减少所致；其中应收利息 0.87 亿元；其他应收款账面余额 10.41 亿元，计提坏账准备 5.81 亿元，账面价值 4.60 亿元，其中欠款客户前五名账面余额合计 9.45 亿元（占账面余额的 90.79%），应收柳州化学工业集团有限公司 5.73 亿元，于 2018 年一次性全部计提坏账准备。总体看，公司其他应收款集中度高，部分款项预计无法收回而全额计提坏账准备，对公司资产质量及利润产生一定影响。

2016—2018 年，公司存货规模持续扩大，分别为 511.37 亿元、548.41 亿元和 610.44 亿元，年均复合增长 9.26%，2018 年增长的主要原因系房地产开发业务和土地一级开发业务持续投入以及部分投资性房地产中持有并准备增值后转让的土地使用权转入所致。截至 2018 年底，公司存货主要包括房地产开发成本、房地产开发产品、待开发土地和土地一级开发成本，分别为 59.53 亿元、12.88 亿元、183.07 亿元和 354.77 亿元。公司存货中价值 95.48 亿元的待开发土地及 10.87 亿元的房产开发储备用地用于对外借款抵押，合计金额占存货总额的 17.42%，对公司资产流动性造成一定不利影响。

2016—2018 年，公司委托贷款波动中大幅增长，年均复合增长 831.10%。截至 2018 年底，公司委托贷款 31.99 亿元，其中子公司首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金（以下简称“龙盈基金”）通过华夏银行对柳州东泰建筑工程有限公司（以下简称“东泰建筑”）提供委托贷款 30.00 亿元（2017—2025 年，年利率 5.9%）；龙盈基金规模 30 亿元，其中中信证券柳州市龙盈汽车城发展基金定向资管计划以优先级合伙人认缴出资 27 亿，公司作为劣后合伙人认缴出资 3 亿元，并以固定收益承诺回购优先级份额；因委贷对象为关联企业，该笔委托贷款未计提减值准备。东泰建筑由柳州阳和开发投资有限公司（国企）持股 85%，柳州高新技术产业开发区建设开发总公司（国企）持股 15%，主要承接房屋和土木工程建筑项目、建筑安装项目等，实质为国资平台公司承接项目和贷款的壳公司。截至 2018 年底，东泰建筑资产总额 77.677 亿，资产负债率 99.85%，2018 年未实现营业收入，利润总额为 10.15 万元；考虑东泰建筑的企业性质及财务状况，该笔款项的实际回收风险值得关注。此外，2018 年底，公司委托贷款按比例累计减值准备 0.11 亿元，次级及可疑类委托贷款合计 0.21 亿元，回收情况值得关注。

2016—2018 年，公司其他流动资产大幅增长，年均复合增长 366.72%，主要来自一年内到期的定期存款的增加。截至 2018 年底，公司其他流动资产较年初增长 107.78% 至 29.04 亿元，主要为一年内到期的定期存款 27.12 亿元，其中 25.15 亿元用于质押。

¹根据财政通知要求，公司对柳州市新区城镇化投资管理有限公司的投资自 2016 年 1 月 1 日起转为代政府持有，同时由公司代付柳州市新区城镇化投资管理有限公司对应的资管计划利息支出，故形成对管委会的其他应收款。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 28.24%，主要来自固定资产、投资性房地产和其他非流动资产的增加。截至 2018 年底，公司非流动资产 317.10 亿元，较年初增长 26.91%。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 38.95%，系可供出售权益性工具增加。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产较年初增长 46.37%至 18.45 亿元，其中主要为持有柳州银行股份有限公司 10.65%股权（11.54 亿元，其中 5.79 亿元已质押）及广西桂东高速公路有限公司²10.18%股权（5.80 亿元）。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 31.17%，主要来自对联营企业投资的增加。截至 2018 年底，公司长期股权投资较年初增长 10.02%至 7.98 亿元，其中对柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司投资 2.90 亿元、对柳州中建东城文化发展有限公司投资 1.31 亿元、对柳州市建优投资管理中心（有限合伙）投资 1.28 亿元及对柳州盛东投资中心（有限合伙）投资 1.26 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产大幅增长，年均复合增长 127.97%，主要系将存货、在建工程或固定资产中部分房屋建筑物转入以及公允价值变动增值所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产成本 79.87 亿元，累计公允变动增值 22.07 亿元，期末公允价值 101.94 亿元；年末公司投资性房地产全部为房屋、建筑物，尚未完成权证办理部分价值 55.20 亿元；投资性房地产中 20.95 亿元已用于抵押。

2016—2018 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 148.39%，主要来自外购及达到预定可使用状态自在建工程转入的房屋、建筑物。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 36.15 亿元，累计计提折旧 1.56 亿元，账面价值 34.59 亿元；年末公司固定资产主要为房屋、建筑物和游艺专用设施，分别占比 51.15%和 37.48%；其中未完成权证办理部分价值 9.61 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动中快速下降，年均复合下降 29.08%，主要系将计入在建工程中的土地资产调整至无形资产所致。截至 2018 年底，公司在建项目较年初下降 56.43%至 62.78 亿元，主要在建的自建项目详见表 8。

2016—2018 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长 147.89%，主要系将计入在建工程中的土地资产调入。截至 2018 年底，公司无形资产账面原值 17.56 亿元，累计计提摊销 0.42 亿元，账面价值 17.14 亿元；年末公司无形资产主要为土地使用权，占比 99.09%；其中 8.12 亿元已用于抵押。

2016—2018 年，公司其他非流动资产有所波动。截至 2018 年底，公司其他非流动资产较年初增加 51.71 亿元至 65.93 亿元，主要包括拟置换土地资产³31.79 亿元（从存货中转入）、长期定期存款 13.50 亿元（7.50 亿元已用于质押）、预付在建项目款 9.58 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 174.26 亿元，受限比率 16.36%，系用于抵押及质押借款的土地、房屋、定期存款等，对公司资产流动性造成一定影响。

近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，主要为土地资产及各项业务发生的建设成本，部分受限；非流动资产以房产、土地资产和自建项目为主。总体看，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

² 公司持有广西桂东高速公路有限公司股权未办理工商登记手续。

³ 根据柳东新区管委会通知，公司与相关部门进行等额的土地资产置换，目前置换暂未完成。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 14.32%，主要来自非流动负债的增加；2018 年底，公司负债总额较年初增长 3.63%至 632.70 亿元，其中非流动负债占比 73.60%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债稳步增长，年均复合增长 5.07%，主要来自短期借款和其他应付款的增加。截至 2018 年底，公司流动负债较年初增长 5.55%至 167.02 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，分别占比 13.64%、30.22%和 39.81%。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 41.17%。截至 2018 年底，公司短期借款 22.79 亿元，较年初增长 50.29%，主要由质押借款（占 99.61%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款呈增长趋势，年均复合增长 21.00%，主要系与柳州东泰建筑工程有限公司和柳州阳和开发投资有限公司等往来款增加。截至 2018 年底，公司其他应付款较年初增长 58.44%至 50.48 亿元，其中应付柳州东通投资发展有限公司（以下简称“东通公司”）开发权受让款 24.00 亿元，系 2013 年根据柳州市政府要求，公司享有的阳和片区及古亭片区土地开发权移交给东通公司，由东通公司补偿公司 30.00 亿元，后在东通公司支付公司 24.00 亿元后，双方对移交方式产生异议后搁置而产生；其余其他应付款主要为往来款。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 66.50 亿元，较年初下降 24.56%；其中一年内到期的长期借款应付债券和长期应付款分别为 35.63 亿元、17.99 亿元和 12.88 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 18.28%，主要来自长期借款和长期应付款的增加。截至 2018 年底，公司非流动负债较年初增长 2.95%至 465.68 亿元，主要由长期借款（占 56.35%）、应付债券（占 13.57%）和长期应付款（占 28.59%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款稳步增长，年均复合增长 11.75%。截至 2018 年底，公司长期借款 262.41 亿元，较年初增长 4.91%，主要由质押借款和抵押借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 3.52%，系部分债券偿还以及将于一年内到期调整至一年内到期非流动负债。截至 2018 年底，公司应付债券 63.21 亿元，较年初变化不大；涉及债券 9 支（不含一年内到期的应付债券），本金合计 64.30 亿元，在不考虑部分债券特殊条款情况下，2020—2021 年分别到期 36.30 亿元、10.00 亿元，2023 年到期 18.00 亿元。

2016—2018 年，公司长期应付款波动中大幅增长，年均复合增长 55.92%，主要系通过融资租赁、资管计划、信托计划等形式融资增加所致。截至 2018 年底，公司长期应付款 133.16 亿元，较年初下降 2.97%，其中有息部分已调整至长期债务中核算。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务有所波动。截至 2018 年底，公司全部债务 539.69 亿元，其中短期债务占比 16.54%，长期债务占比 83.46%。

从债务指标看，2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率有所波动，截至 2018 年底分别为 59.41%、55.52%和 51.02%，较年初分别下降 1.02 个、2.14 个和 1.44 个百分点。若将公司于 2017 年 12 月发行的永续中票“17 柳州东投 MTN001”考虑在内，则 2018 年底公司实际债务负担重于上述债务指标值。

近年来，公司有息债务呈增长趋势，债务结构以长期债务为主，整体债务负担保持在可控范围；未来，公司项目投资规模较大，存在资本支出压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 8.97%，主要来自资本公积的增加。截至 2018 年底，公司所有者权益较年初增长 8.13%至 432.33 亿元，主要由资本公积（占 83.56%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本保持稳定，均为 8.18 亿元；同期，公司资本公积稳步增长，年均复合增长 4.31%，主要来自政府债务置换。截至 2018 年底，公司资本公积较年初增长 3.28%至 361.25 亿元，主要由政府历年来注入的土地等资产及债务置换构成。

2017 年 12 月，公司发行永续中期票据“17 柳州东投 MTN001”，计入“其他权益工具”，规模 10.00 亿元。截至 2018 年底，公司其他权益工具 9.91 亿元，较年初未发生变化。

2018 年，公司将自用房屋用于出租，转入投资性房地产计量，确认公允价值评估增值 21.94 亿元，扣除所得税后部分计入“其他综合收益”。截至 2018 年底，公司其他综合收益 16.45 亿元。

总体看，公司近年来所有者权益不断增长，构成以资本公积为主，所有者权益稳定性良好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入大幅增长，年均复合增长 92.58%，2018 年为 67.91 亿元。其中营业收入年均复合增长 90.19%，2018 年为 65.60 亿元。同期，公司营业成本大幅增长，年均复合增长 109.86%，增幅大于营业收入。受此影响，公司近三年营业利润率呈下降趋势，2018 年为 18.47%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用大幅增长，年均复合增长 51.21%，三项费用均有所增加。2018 年，公司期间费用 6.56 亿元，较上年增长 45.46%。其中，销售费用 1.31 亿元，主要为广告宣传费和职工薪酬。管理费用 2.80 亿元，较上年增长 76.13%，主要来自职工薪酬的增加；财务费用 2.46 亿元，其中利息支出 3.21 亿元。2016—2018 年，公司费用收入比不断下降，分别为 15.83%、13.01%和 10.00%。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司计提资产减值损失 0.07 亿元、5.76 亿元和 0.19 亿元，其中 2017 年金额较大，系当期计提应收柳州化学工业集团有限公司款项减值损失 5.73 亿元。2016—2018 年，公司分别获得政府财政补贴 0.53 亿元、0.57 亿元和 3.16 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。2017 年，公司投资性房地产计提公允价值变动收益 1.78 亿元，2018 年计提公允价值变动损失 1.49 亿元。2016—2018 年，公司分别实现利润总额 3.36 亿元、9.52 亿元和 7.62 亿元。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 0.66 倍、1.16 倍和 0.90 倍，总资产收益率分别为 0.70 倍、1.36 倍和 1.04 倍，净资产收益率分别为 0.73 倍、1.82 倍和 1.29 倍。

近年来，公司营业收入大幅增长，非经常性损益对公司利润总额影响较大，2018 年对政府补助依赖较大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动增长，2018 年，公司经营活动现金流入量 142.53 亿元，较上年增长 118.40%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 47.66 亿元，较上年增长 98.79%，系营业收入增长带动收现增加。收到其他与经营活动有关的现金 92.65 亿元，主要为收到的往来款。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 30.94%。2018 年，公司经营活动现金流出量 133.76 亿元，较上年增长 5.41%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 69.03 亿元，系支付一级土地整理开发及房地产业务款项等支出。支付其他与经营活动有关的现金 58.55 亿元，主要为支付的往来款。2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 1.55

亿元、-61.63 亿元和 8.77 亿元，受项目投入及收付往来款波动较大影响，公司经营活动现金净流量波动较大。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 137.88%、70.19%和 72.65%，收现质量较差。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量较小，2018 年，公司投资活动现金流入量 22.05 亿元，全部为收到的其他与投资活动有关的现金，系收回的定期存款和委托贷款。2016—2018 年，公司投资活动现金流出有所波动，2018 年为 52.85 亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 27.50 亿元，系自建项目的投入。投资支付的现金 6.67 亿元，主要系购买的可供出售金融资产。支付其他与投资活动有关的现金 18.68 亿元，系存出的定期存款。2016—2018 年，公司投资活动现金净流量分别为-43.64 亿元、87.51 亿元和-30.80 亿元。近年来，公司对外投资及自建项目投入规模较大，经营活动产生的现金流无法满足投资活动需求。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量有所波动，2018 年，公司筹资活动现金流入量 136.14 亿元，主要为通过银行融资 78.62 亿元、发行债券融资 18.00 亿元、收到政府债务置换资金 7.37 亿元及质押存单解押、融资租赁等收到现金 32.15 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出不断增长，年均复合增长 39.31%。2018 年，公司筹资活动现金流出 185.25 亿元，其中偿还有息债务本息 133.86 亿元，支付定期存单质押及融资租赁保证金、手续费等 51.39 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 95.90 亿元、131.27 亿元和-49.11 亿元。

近年来，公司土地整理及项目投入规模大，经营活动收现质量较差。未来，随着项目建设继续投入以及前期债务还本支出，公司对外融资规模将进一步扩大，存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率分别为 4.33 倍、4.81 倍和 4.48 倍，速动比率分别为 0.95 倍、1.34 倍和 0.82 倍，公司流动资产中存货占比较大，致使速动比率处于较低水平。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 1.30 倍、1.05 倍和 0.42 倍，快速下降，总体看，公司短期偿债能力较弱。

长期偿债能力方面，2016—2018 年，公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长 39.45%，增幅大于全部债务，2018 年为 11.84 亿元；受此影响，公司 EBITDA 全部债务比呈上升趋势，2018 年为 0.02 倍；EBITDA 利息倍数有所增长，2018 年为 0.35 倍；公司 EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力弱。公司长期偿债指标较弱。

截至 2018 年底，公司非担保业务对外担保余额 82.35 亿元，担保比率为 19.05%，被担保对象分别为柳州阳和投资开发有限公司（以下简称“阳和开发”）、柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“柳州城投”）、东泰建筑、柳州市房地产开发有限责任公司（以下简称“柳州房开”）和上实融资租赁有限公司（以下简称“上实租赁”）。被担保对象中阳和开发、柳州城投和柳州房开为柳州市国资委控股及参股公司，东泰建筑为柳州高新技术产业开发区建设开发总公司（国企）与阳和开发持股公司，上实租赁为合资企业。其中柳州城投为柳州市主城区城市路桥基础设施建设的核心投融资主体，以柳州市路桥基础设施建设和土地开发为主业。东泰建筑业务范围包括承接房屋和土木工程建筑项目、建筑安装项目、建筑装饰项目等，实际为国资平台公司承接项目及贷款的壳公司；2018 年底，东泰建筑资产总额 77.677 亿，资产负债率 99.85%，2018 年未实现营业收入，利润总额为 10.15 万元。总体看，公司对外担保被担保单位主要为国有企业，但考虑到对外担保规模较大以及东泰建筑的性质及财务状况，公司存在或有负债风险。

表 10 截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	余额
柳州东泰建筑工程有限公司	30.00
柳州市城市投资建设发展有限公司	23.00
柳州市房地产开发有限责任公司	10.00
上实融资租赁有限公司	10.00
柳州阳和投资开发有限公司	9.35
合计	82.35

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度共计 557.46 亿元，尚未使用额度 120.68 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G10450203000424707），截至 2019 年 4 月 25 日，公司本部无已结清及未结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

总体看，公司作为柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体之一，可以得到柳州市政府及柳东新区管委会各方面的持续支持，且公司土地资源较为丰富，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. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产规模为998.55亿元，占合并口径资产总额的93.76%。其中，流动资产为681.10亿元，主要由存货、应收票据及应收账款构成。非流动资产317.45亿元，主要由投资性房地产、长期股权投资及其他非流动资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为431.19亿元；其中，资本公积占比83.47%，所有者权益稳定性较好。

截至2018年底，母公司负债合计567.36亿元；其中非流动负债占比63.09%，主要由长期借款和应付债券构成，流动负债209.44亿元，主要由其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为56.82%，整体债务负担尚可。

2018年，母公司实现营业总收入58.67亿元，利润总额8.19亿元，分别占合并口径的86.39%和107.48%。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

本次债券拟发行规模不超过 15.00 亿元（以下以 15.00 亿元计算），分别相当于 2018 年底公司长期债务、全部债务的 3.33%和 2.78%，对公司现有债务影响较小。假设本次债券募集资金净额为 15.00 亿元。

截至 2018 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分别为 59.41%、55.52%和 51.02%，本次债券发行后，上述三项指标将分别上升至 59.97%、56.20%和 51.84%。本次债券发行后，公司债务负担将加重。

2. 本次公司债偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 6.09 亿元、13.00 亿元和 11.84 亿元，EBITDA 对本次债

券覆盖倍数分别为 0.41 倍、0.87 倍和 0.79 倍，对本次债券覆盖能力弱；同期，公司经营活动现金流入量分别为 79.56 亿元、65.26 亿元和 142.53 亿元，对本次债券覆盖倍数分别为 5.30 倍、4.35 倍和 9.50 倍，对本次债券覆盖能力较强；2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 1.55 亿元、-61.63 亿元和 8.77 亿元，对本次债券保障能力弱。

本次债券期限为 5 年，公司自债券发行后第 2 年起，分 4 年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.75 亿元）计算，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为每年偿付本金的 1.62 倍、3.47 倍和 3.16 倍；经营活动现金流入量分别为每年偿付本金的 21.22 倍、17.40 倍和 38.01 倍；经营活动现金净流量分别为每年偿付本金的 0.41 倍、-16.44 倍和 2.34 倍；经营活动现金流入量及 EBITDA 对分期还本金额保障能力强，本次债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

总体看，本次债券发行对公司现有债务影响较小；公司经营活动现金流入量对本次债券保障能力强；本次债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

3. 本次债券偿债资金来源

本次债券共募集资金 15.00 亿元，其中 12 亿元用于竹尔屯棚户区改造（南部片区居住安置三期）项目、柳东新区南庆安置区项目（二期）及柳东新区南庆安置区项目（三期）三个募投项目建设，3 亿元用于补充流动资金。本次债券的偿债资金主要来源于募投项目未来收入和公司未来自身营业收入。

本次债券用于募投项目资金 12.00 亿元。偿债资金来源于募投项目的收益及公司日常经营收入。假设本次债券于 2019 年发行，则其将于 2024 年到期，在本次债券存续期内募投项目的收益测算及对每年还本付息保障情况如下表所示：

表11 债券存续期内募投项目收益预测和对用于募投项目资金本息保障情况（单位：万元、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	合计
募投项目净收益	--	71,756.07	54,142.77	36,706.96	19,093.64	--	181,699.44
还本金额	--		30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	120,000.00
付息金额		7,800.00	7,800.00	5,850.00	3,900.00	1,950.00	27,300.00
还本付息总额		7,800.00	37,800.00	35,850.00	33,900.00	31,950.00	147,300.00
当年净收益对本息合计覆盖倍数	--	9.20	1.43	1.02	0.56	--	1.23

注：本金为募集资金用于募投项目建设部分；假设本期债券于 2019 年发行，2020 年起付息，2021 年起开始分期还本，票面利率按 6.50% 估算。
资料来源：联合评级根据公司提供的资料整理

2019 年发行，则公司将于 2020 年开始付息，并将于 2021 年起开始偿还本金。若利率为 6.50%，从本次债券用于募投项目建设的额度来看，存续期内项目净收益合计对该部分额度的本息覆盖倍数为 1.23 倍，能够覆盖用于项目建设部分额度的本息支出。但联合评级也关注到，募投项目收益为公司自主测算，预测合理性值得关注；2023 年募投项目当年净收益无法完全覆盖当年用于募投项目部分还本付息总额；2024 年当年无募投项目收益，当年利息偿付需依赖公司自有资金及之前年度收益累积。此外，募投项目预期收益的实现依赖于项目完成后实际对外销售及出租情况，受当地房地产及租赁市场行情影响较大，具有一定不确定性。

九、债券保护条款分析

为维护全体债券持有人的合法权益，公司聘请中国工商银行股份有限公司柳州分行担任本期债券的债权代理人，并签署了《债权代理协议》，同时制定了《债券持有人会议规则》，债权代理人

将持续关注公司资信情况，在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，通知公司后，及时召集债券持有人会议；在债券存续期内，代表全体债券持有人勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务。

为了保证本次债券募集资金安全合规使用以及本息的按期足额偿还，公司与中国工商银行股份有限公司柳州分行签署了《账户及资金监管协议》，并在中国工商银行股份有限公司柳州分行设立募集资金使用专项账户和偿债账户，分别用于监管募集资金和偿付本次债券本息。募集资金使用专项账户设立后，公司须将本次债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。公司应按债券还本付息的有关要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本次债券本息。

十、综合评价

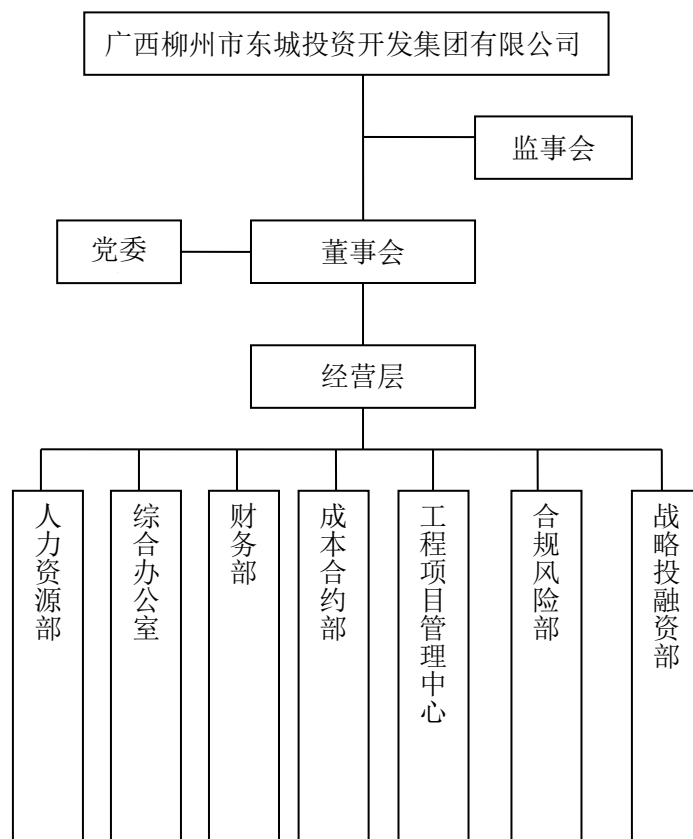
公司作为柳州市重要的城市基础设施建设及运营主体之一，负责柳州市柳东新区的建设开发，业务区域竞争力强，公司在经营环境、外部支持等方面存在显著优势。同时，联合评级也关注到公司存在较大的资本支出压力、资产流动性较弱、债务规模较大以及存在较大短期偿付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强，分期偿还条款的设置有助于缓解公司集中还款的资金压力。

柳州市经济及财力的稳步发展为公司经营提供了良好的外部环境；随着柳东新区的不断发展、在建经营性项目完工运营以及业务多元化开展，公司未来收入规模和利润水平有望持续。同时考虑到公司获得政府的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合评级对公司的评级展望为稳定。

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。

附件 1 广西柳州市东城投资开发集团有限公司 组织结构图



附件 2 截至 2018 年底广西柳州市东城投资开发集团有限公司 合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
柳州东润开发投资有限公司	基础设施项目投资	100	--	国资委划拨
柳州东城安居置业开发有限公司	保障性住房建设与配置	100	--	投资设立
柳州东城置地发展有限公司	经营性房地产开发	100	--	投资设立
柳州东城小额贷款有限公司	投资贷款	95	--	投资设立
柳州东城中小企业融资性担保有限公司	融资担保	90	--	投资设立
柳州东城酒店投资管理有限公司	酒店投资经营管理	90	10	投资设立
柳州东城交通投资发展有限公司	港口、码头客货运输、物流服务	40	15	投资设立
柳州东城燃气发展有限公司	天然气利用、汽车加气站投资建设	51	--	投资设立
柳州东城石油化工有限公司	汽油、柴油零售	51	--	投资设立
柳州东城安泰物业服务有限公司	物业管理服务	99.29	--	投资设立
柳州市卡乐星球经营管理有限公司	主题游乐园管理	100	--	投资设立
柳州东城融祥石油有限公司	汽油、柴油零售	51	--	投资设立
柳州柳银东城投资基金管理中心（有限合伙）	对外投资；对未上市企业进行股权投资	26.67	--	投资设立
首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金	对外投资；对未上市企业进行股权投资	10	--	投资设立
柳州市东城资产经营有限公司	资产管理、投资管理等	100	--	投资设立
柳州东城环境资源投资开发有限公司	土地整理开发服务、市政设施管理等	100	--	投资设立
柳州柳东引导基金有限公司	受托政府引导基金投资业务、参与发起设立股权投资基金	100	--	投资设立
柳州市东科智慧城市投资开发有限公司	智慧城市项目建设运营管理与投资管理	100	--	投资设立
柳州东投创业投资管理有限公司	股权投资管理，创业投资管理，资产管理	60	--	投资设立
柳州东投公共建设有限公司	市政、交通基础设施、工业地产的投资及建设管理经营	100	--	投资设立

注：柳州柳银东城投资基金管理中心（有限合伙）基金规模 30 亿元，由中江国际信托股份有限公司作为优先级合伙人出资 26.99 亿元，开源创新投资（北京）有限公司作为管理合伙人出资 100 万元，公司作为劣后级合伙人出资 3 亿元，认缴份额 10%，并以固定收益承诺回购其他合伙人份额，因此在合并报表中，将其他合伙人的出资作为负债披露，公司对柳州柳银东城投资基金管理中心（有限合伙）的合并报表持股比例为 100%；首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金规模 30 亿元，由中信证券柳州市龙盈汽车城发展基金定向资产管理计划作为优先级合伙人出资 27 亿元，公司作为劣后级合伙人出资 3 亿元，认缴份额 10%，并以固定收益承诺回购其他合伙人份额，因此在合并报表中，将其他合伙人的出资作为负债披露，公司对首京建投柳州市龙盈汽车城发展私募基金的合并报表持股比例为 100%

资料来源：联合评级根据审计报告整理

附件 3 广西柳州市东城投资开发集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	848.24	1010.37	1065.03
所有者权益（亿元）	364.09	399.81	432.33
短期债务（亿元）	99.62	103.31	89.29
长期债务（亿元）	328.55	441.12	450.42
全部债务（亿元）	428.17	544.43	539.70
营业收入（亿元）	18.31	35.79	67.91
净利润（亿元）	2.48	6.94	5.38
EBITDA（亿元）	6.09	13.00	11.84
经营性净现金流（亿元）	1.55	-61.63	8.77
应收账款周转次数（次）	7.45	4.59	2.81
存货周转次数（次）	0.03	0.03	0.09
总资产周转次数（次）	0.02	0.04	0.06
现金收入比率（%）	137.88	70.19	72.65
总资本收益率（%）	30.55	49.74	18.47
总资产报酬率（%）	0.58	1.06	0.88
净资产收益率（%）	0.69	1.36	1.64
营业利润率（%）	0.68	1.74	1.24
费用收入比（%）	15.67	12.41	9.66
资产负债率（%）	47.43	52.46	51.02
全部债务资本化比率（%）	54.04	57.66	55.52
长期债务资本化比率（%）	57.08	60.43	59.41
EBITDA 利息倍数（倍）	4.33	4.81	4.48
EBITDA 全部债务比（倍）	95.21	134.05	82.32
流动比率（倍）	1.30	1.05	0.42
速动比率（倍）	1.02	-38.95	5.25
现金短期债务比（倍）	0.01	0.02	0.02
经营现金流动负债比率（%）	0.22	0.41	0.35
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.41	0.87	0.79

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. 长期应付款中的有息借款计入长期债务核算

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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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