

## 柳州市城市投资建设发展有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“07柳州城投债”、“12柳州城投债/12柳城投”和“14柳州城投小微债/14柳微债”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“07柳州城投债”AAA的债项信用等级，维持“12柳州城投债/12柳城投”和“14柳州城投小微债/14柳微债”AA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十六日

## 柳州市城市投资建设发展有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 柳州市城市投资建设发展有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

### 存续期内债务融资工具列表

债券简称	发行额(亿元)	期限	本次债项信用等级	上次债项信用等级
07 柳州城投债	10	2007.09.21~2017.09.21	AAA	AAA
12 柳州城投债/12 柳城投	15	2012.12.31~2022.12.31	AA	AA
14 柳州城投小微债/14 柳微债	10	2014.10.16~2017.10.16	AA	AA

注：“07 柳州城投债”由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）提供全额不可撤销连带责任担保。

### 概况数据

柳州城投	2012	2013	2014
总资产(亿元)	393.68	447.73	591.57
所有者权益(亿元)	177.00	171.48	262.34
总负债(亿元)	216.68	276.25	329.23
总债务(亿元)	171.09	216.78	266.10
主营业务收入(亿元)	11.63	13.72	15.73
EBIT(亿元)	7.18	4.28	4.61
EBITDA(亿元)	7.70	4.82	5.09
经营活动净现金流(亿元)	1.09	3.37	0.94
主营业务毛利率(%)	53.57	23.53	28.67
EBITDA/主营业务收入(%)	66.19	35.15	32.34
总资产收益率(%)	2.22	1.02	0.89
资产负债率(%)	55.04	61.70	55.65
总资本化比率(%)	49.15	55.83	50.36
总债务/EBITDA(X)	22.22	44.95	52.30
EBITDA 利息倍数(X)	0.67	0.39	0.40

注：各年度财务报告均依据新会计准则编制。

中国建设银行	2012	2013	2014
资产总额(亿元)	139,728.28	153,632.10	167,441.30
净利润(亿元)	1,936.02	2,151.22	2,282.47
贷款总额(亿元)	75,123.12	85,900.57	94,745.23
不良贷款率(%)	0.99	0.99	1.19
资本充足率(%)	14.32	13.34	14.87

### 分析师

项目负责人：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈思宇 sychen@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 日

### 基本观点

中诚信国际维持柳州市城市投资建设发展有限公司（以下简称“柳州城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“07 柳州城投债”的信用等级为 AAA；维持“12 柳州城投债/12 柳城投”和“14 柳州城投小微债/14 柳微债”的信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了柳州市不断增强的经济与财政实力为公司的业务发展提供的良好环境，公司业务运营对柳州市城市发展重要性很高、柳州市政府对公司很强的支持及 2014 年土地资产的注入使得公司资本实力得到显著扩充等对公司未来发展的有力支撑。另外，考虑到建行对“07 柳州城投债”提供全额不可撤销连带责任担保对还本付息的保障作用。但同时，中诚信国际也关注到公司还本付息压力较大及面临一定政策风险等因素对公司未来信用状况的影响。

### 优势

- **柳州市区域经济和财政实力不断增强，为公司业务发展提供了良好发展环境。**柳州市是广西省乃至中国西部地区重要的工业基地，近年来柳州市总体经济实力和财政实力不断增强，为柳州市基础设施建设和公司的业务发展提供了良好的环境。
- **公司在城市基础设施建设中的重要地位。**作为柳州市主要的城市基础设施建设主体，公司承担了柳州市除柳东新区以外的大部分城市道路、桥梁建设和部分旧城改造任务，对柳州市城市发展起到非常重要的作用。
- **柳州市政府对公司支持力度很强。**为了支持公司业务发展，柳州市政府赋予公司道路通行费征收权和土地开发职能，路桥收费和土地开发是公司主要的收入来源。此外，柳州市政府给予公司较强的资金支持，通过拨入城建资金等方式保证还本付息的正常运行。另外，2012 年以来柳州市政府同意以作价出资的方式分批向公司注入大量土地，截至 2014 年末，公司拥有已取得土地权证的土地 5,717.63 亩，评估总价为 190.37 亿元，公司资本实力得到迅速扩充。
- **极强的担保实力。**中国建设银行为“07 柳州城投债”提供全额不可撤销连带责任担保，担保实力极强。

### 关注

- **还本付息压力较大。**公司通过银行贷款、企业债券、信托、BT 等方式融资，目前综合债务规模较大，面临一定还本付息压力，其中 2015~2017 年公司每年需偿还金额分别为 84.50 亿元、83.20 亿元和 72.06 亿元。
- **政策风险。**2010 年以来，国家发改委、银监会、人民银行、审计署等监管机构陆续出台了一系列政策防范地方融资平台债务风险，加之房地产市场调控增大了土地市场的不确定性，公司面临一定的政策风险。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在票据的存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“07 柳州城投债”募集资金用于柳州城市出入口交通畅通工程、东堤路及沿江景观改造工程、雅儒路北段改造工程、官塘大道工程、官塘创业园区基础设施建设工程等项目建设，目前已经全部竣工验收。

“12 柳州城投债”募集资金用于柳州市沿江路（二桥至静兰桥段）工程、柳州市外环路（南外环）工程、柳州市滨江西路延长线（铁锹-壶西大桥段）沿江道路工程、柳州市上桃花片区路网工程及柳州市磨滩路西段、河西路东段改造工程等，截至目前，募集资金均按计划投入使用，项目均在建设中。

## 近期关注

### 柳州市经济财政保持平稳增长态势，为区域内企业的发展提供了良好的外部环境

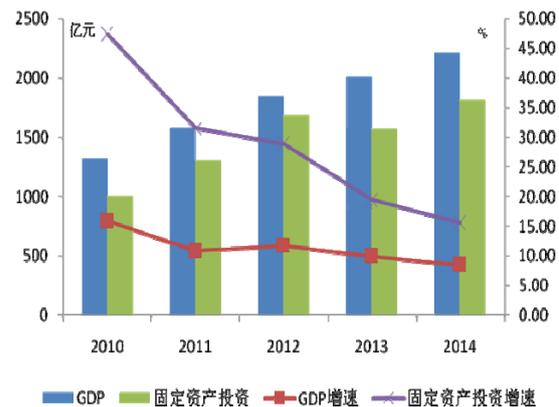
柳州市作为西部工业重镇，已经形成以汽车、机械、冶金三大支柱产业为龙头，制糖、烟草、造纸、制药、化工、建材、纺织等产业蓬勃发展的现代工业体系，拥有上汽通用五菱、柳钢、东风柳汽、柳工、五菱有限公司等全国 500 强工业企业。汽车制造业是柳州第一大支柱产业，柳州是全国唯一同时拥有中国三大汽车集团整车厂的城市，2012 年前 11 个月，汽车产量达到 150.99 万辆，是继北京、上海之后全国第三个汽车产量达到 100 万辆的城市。此外，柳州市还拥有“两面针牙膏”、“金嗓子喉宝”、“花红药业”等一批全国知名品牌。

近年来，在工业经济推动下，柳州市经济快速发展。2014 年，柳州市实现地区生产总值 2,208.51 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.50%。其中，第一产业增加值 157.12 亿元，同比增长 3.80%；第二产业增加值 1,312.54 亿元，同比

增长 8.50%，其中工业增加值 1,191.11 亿元，同比增长 8.60%；第三产业增加值 738.85 亿元，增长 9.50%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 7.11%，第二产业增加值比重为 59.43%，第三产业增加值比重为 33.46%，第二产业占比较大。

柳州市工业基础雄厚，2014 年柳州市实现工业总产值 4,419.86 亿元，同比增长 10.30%，规模以上工业总产值 4,308.68 亿元，同比增长 10.50%，其中，汽车工业总产值 1,952.63 亿元，同比增长 13.80%。柳州市工业对区域经济发展的贡献日益增加。同时，随着经济的迅速发展，柳州市对基础设施建设的投入力度日益加大，2014 年固定资产投资额达到 1,810.94 亿元，同比增长 15.60%。

图 1：2012 年~2014 年柳州市 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：柳州市统计公报、政府工作报告

近年来，柳州市的园区经济较快发展，园区集聚效应日渐显现，全市产值过百亿工业园区增至 5 个。2010 年 9 月，柳州市柳东新区升级为国家级高新技术产业开发区，是广西壮族自治区重点发展的三个新区之一。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，未来将加快上汽通用五菱 40 万辆乘用车基地、东风柳汽 10 万辆商用车基地和 25 万辆乘用车基地建设，着力打造具有国际水平的现代汽车城。

综合来看，柳州市地理位置仍然较为优越，显著的区位优势及良好的工业基础仍然为柳州市

社会经济持续稳定发展创造了良好的条件。

坚实的工业基础保障了柳州市较强的财政实力，近年呈现良好的增长态势。2014 年，柳州市实现财政总收入 316.55 亿元，同比增长 11.10%；其中公共财政预算收入为 133.16 亿元，同比增长 6.40%，增速较上年有所下滑；同时，自治区补助收入达到 125.68 亿元，同比增长 4.20%，体现出国家和自治区政府对柳州市的大力支持。支出方面，2014 年柳州市实现公共财政预算支出 261.11 亿元，比上年增长 9.15%。柳州市财政收支平衡能力偏弱，对转移支付依赖程度较高。

**表 1：2012~2014 年柳州市财政收支情况（亿元）**

全市口径	2012	2013	2014
<b>财政总收入</b>	<b>260.18</b>	<b>285.06</b>	<b>316.55</b>
公共财政预算收入	113.55	125.12	133.16
其中：税收收入	80.16	86.59	96.59
自治区补助收入	116.12	115.73	125.68
其中：返还性收入	20.78	21.08	21.71
一般性转移支付收入	41.31	49.65	52.82
专项转移支付收入	54.03	45.00	51.15
债券转贷收入	3.88	5.88	6.57
上年结余	19.63	28.36	21.45
<b>财政总支出</b>	<b>231.80</b>	<b>258.06</b>	<b>274.66</b>
公共财政预算支出	220.63	239.23	261.11
上解自治区支出	9.85	10.02	9.80
调出资金	1.32	1.53	1.75
债券还本支出	--	3.48	--
安排预算稳定调节基金	--	3.80	2.00

资料来源：柳州市财政局

市本级财政收支方面，2014 年柳州市实现市本级公共财政预算收入 79.24 亿元，对全市财政实力贡献较大；市本级公共财政预算支出高于公共财政预算收入，为 112.46 亿元。基金收支略有盈余，随着经济发展，以土地出让金为主的基金收入有力补充了柳州市财政实力，为地方城市建设提供了资金来源。

**表 2：2012~2014 年柳州市本级财政收支情况（亿元）**

市本级口径	2012	2013	2014
<b>财政总收入</b>	<b>139.22</b>	<b>149.35</b>	<b>154.27</b>
公共财政预算收入	71.36	76.21	79.24
其中：税收收入	46.11	45.89	51.81
非税收入	25.25	30.32	27.42
上级补助收入	49.35	40.76	44.59

债券转贷收入	3.18	5.18	5.68
下级上解	1.76	3.01	5.30
上年结余	13.57	20.7	16.86
调入其他资金	--	3.48	2.61
<b>财政总支出</b>	<b>120.30</b>	<b>133.13</b>	<b>141.51</b>
公共财政预算支出	96.29	100.89	112.46
上解自治区	9.17	9.08	8.88
补助县区	13.94	14.85	17.46
调出资金	0.90	1.04	1.21
债券还本	--	3.48	--
安排预算稳定调节基金	--	3.80	1.50

资料来源：柳州市财政局

随着中国-东盟自贸区的建立，作为中国内地走向东盟的重要通道城市和毗邻东盟的工业重镇，柳州市经济将获得进一步的发展。在工业经济的支撑下，柳州市财政实力稳步增强，自治区政府的大力支持有效弥补了财政平衡度偏弱的状况，经济发展带来的土地价值增长推动柳州市基金收入较快增加，为城市基础设施建设提供了较好的保障。

**公司承接了大部分柳州市的基础设施建设项目，未来有继续增加的可能，存在一定的投资压力，但同时公司代建业务收入也具有一定的保障性**

作为柳州市除柳东新区外其他地区主要的道路和桥梁投资建设主体，公司自成立以来，先后投资建成了阳和大桥、友谊大桥、静兰桥、双冲桥、沿江景观道路、柳石路、桂中大道北段、南环路东段、红光桥、飞鹅立交桥、龙屯桥公司胜利立交桥、城市污水综合治理工程、河东新区路网及排水工程和文昌综合楼等一大批市政和公用设施。

2012~2014 年，公司分别完成基础设施建设投资 35.02 亿元、40.87 亿元和 40.37 亿元。目前公司在建项目包括柳州风情港、广雅大桥、河西工业园片区、河东北片区开发、北外环路、西外环路及东外环北段等，上述项目计划总投资 356.25 亿元，截至 2014 年末已投资 341.52 亿元，未来投资压力不大。

按公司与柳州市政府签订的回购协议，2014 年柳州市政府回购东堤路和河东沿江景观工程、五星片水淹区改造项目（一期）等项目，公司获

得项目回购款 12.53 亿元。2015~2017 年，公司预计获得回购款 12.53 亿元、12.53 亿元和 8.14 亿元。

表 3：截至 2014 年末公司重点在建项目投资情况

项目名称	项目初始概算总投资 (亿元)	截至 2014 年末已投资 (亿元)
<b>外环路</b>	<b>64.43</b>	<b>74.97</b>
北外环路	15.00	20.08
西外环路（西鹅路）	10.80	16.39
南外环路（中段）	7.66	13.02
白露大桥	8.42	13.93
莲花立交桥	2.30	5.48
东外环北段	20.25	6.16
<b>河东新区项目</b>	<b>14.39</b>	<b>21.30</b>
桂中大道延长线	2.50	3.35
学院路延长线	3.16	3.80
鹧鸪江大桥	8.73	14.15
<b>城区干道及级配路网</b>	<b>84.90</b>	<b>79.14</b>
西鹅北片区路网（罗家村）	18.00	25.07
河西路西段	0.80	1.98
沿江路(二桥至三门江大桥)	15.00	10.09
广雅大桥	14.27	17.17
文惠桥扩建	2.28	5.31
河东路北片区路网	7.40	11.53
广雅八一路口改造	1.60	4.80
西南出口跨铁路立交桥	0.55	3.15
国道 209 沙埔至沙塘段改造工程	25.00	0.05
<b>其他项目</b>	<b>192.53</b>	<b>166.11</b>
柳州风情港	18.00	28.32
文昌会务中心	1.95	5.24
投资大厦 A 座	1.12	4.67
投资大厦 B 座	1.88	3.17
荣城·祥和名邸	9.00	12.28
荣御·优山美地	8.00	6.13
荣御·城市先锋	10.00	7.79
荣御·汇景新城	4.40	1.69
柳沙馨园	3.30	1.47
明城墙广场	5.50	8.62
磨滩路西段、河西路东段改造	4.78	9.01

广雅路雅儒路路口改造	0.78	1.66
马鞍山 1013 人防配套工程	0.40	1.01
柳宗元雕塑	1.00	2.31
和平路延长线改造	2.00	3.14
广西机械高级技工学校迁建	4.00	2.40
明城墙保护及蜡像馆	3.00	5.44
鹧鸪江片区拆迁安置工程	2.00	2.67
河西工业园区一区路网	5.00	8.82
河西工业园区二区路网	5.00	8.96
河西工业园区三区路网	6.00	10.41
河西工业园区四区路网	6.00	8.91
上桃花片区路网工程	9.00	4.54
下桃花片区路网工程	9.50	4.46
河东路北片区旧城改造工程	50.00	4.71
河东管理大厦	3.40	4.32
风情港能源站	1.10	1.81
鹅山路东段改造工程	0.90	0.67
八一广雅路口铁路立交	--	0.69
顺航路与新港路	1.40	0.79
红光桥匝道改造工程	0.21	--
白沙大桥	13.85	--
优山路	0.05	--
<b>合计</b>	<b>356.25</b>	<b>341.52</b>

注：由于公司部分项目后续投资金额有调整，因此部分项目已投资金额大于初始概算总投资

资料来源：公司提供

公司承担了柳州市的城市桥梁建设任务。柳州属于典型的喀斯特地貌，柳江穿越市区，把市区环绕成一个“U”字形半岛，因此柳州市对越江桥梁的需求较大。鹧鸪江大桥、白露大桥和文惠桥三座大桥建成后将进一步改善柳州市内的跨江交通，计划建设总投资分别为 8.73 亿元、8.42 亿元和 2.28 亿元，截至 2014 年末分别完成投资 14.15 亿元、13.93 亿元和 5.31 亿元，由于公司部分项目后续投资金额有调整，因此部分项目已投资金额大于初始概算总投资。另外，广雅大桥建设为柳州市重点工程之一，项目总投资为 14.27 亿元，截至 2014 年末，公司已投资 17.17 亿元。

柳州市区大部分的道路建设任务也主要由公司承担。目前公司正承建的项目包括柳州市的外环路和城区干道路网，外环路目前建设任务主要集中在城市的北部和西部，其中北外环工程全长 10.18 公里，西外环路工程全长 12.78 公里。北外环路和西外环路计划投资分别为 15.00 亿元和 10.80 亿元，截至 2014 年末分别完成投资 20.08 亿元和 16.39 亿元，上述项目建设完成后，将形成一条环绕柳州城区的外部环线交通线，提升柳州与周边城市的道路交通速度。

大部分基础设施项目为政府与公司签订回购协议的方式委托公司代建，柳州市政府支付公司的回购资金包括公司自筹项目建设资金和按政府未回购余额乘以同期贷款基准利率计算的利息，在若干年内完成回购，确认为政府项目代建收入。2013 年公司作了相关调整，从以往年度的政府项目代建收入转为政府项目回购收入。

在基础设施建设过程中，公司还负责城市区域性开发，主要是受柳州市政府委托、承担对城市旧城、城中村等区域进行大面积改造、开发。公司区域性开发的主要任务包括区域内的道路、广场、绿地、管网等基础设施配套以及土地整理与开发、拆迁安置等工作。目前区域性开发的主要建设项目为柳州风情港项目、河西工业园项目、河东北片区项目和下桃花片区项目等。

柳州风情港是柳州城市建设的十大重点工程之一。柳州风情港项目将建设商业综合街、文化休闲街、滨江美食街、电影院等设施，建成后与东面的观瀑广场和文惠桥有机相连，与河南滨江景观和名山相呼应，打造城市景观新亮点。该项目总用地 41,691 平方米，总建筑面积 337,487 平方米，包括高层住宅、商业、酒店、商务楼、明城墙保护及蜡像馆等。该项目初始估算总投资为 18.00 亿元，截至 2014 年末累计完成投资 28.32 亿元。

河东路以北片区项目建设规模为总用地面积约 6,143.30 亩，配套道路工程路线总长度为 15 公里。该项目主要建设内容包括，对用地范围内土地进行征用，对附着物进行拆迁清理，对征用

土地进行补偿，移民进行安置，并对土地进行整理。该项目预计总投资 50.00 亿元，为公司近几年重点建设工程，截至 2014 年末，累计已完成投资 4.71 亿元。

河西工业园位于广西柳州市城区西部，是柳州市产业布局的五大工业板块之一，地理位置优越，铁路、公路四通八达，交通十分便利，距离市中心约 5 公里。公司计划投资 22.00 亿元用于河西工业园区一、二、三、四区路网建设，截至 2014 年末，公司已累计完成投资 37.10 亿元。

总的看来，公司在柳州市城市发展中地位突出，承担了大部分的基础设施建设任务。但是公司投资压力很大，未来柳州市政府建设规划存在进一步增加的可能，公司投资压力可能继续增大。但同时公司将根据资金的匹配情况相应调整项目推进进度，适当减缓资本支出压力。

### 资金平衡

公司道路建设和城市基础设施建设资金来源主要是基本建设拨款和外部融资。公司作为城建类的投融资平台，大部分项目的还款得到了柳州市政府的财政支持，纳入柳州市的财政预算。2012~2014 年，柳州市政府拨付的城建资金分别为 5.50 亿元、2.81 亿元和 10.49 亿元；同时，公司通过土地抵押获得部分银行贷款。2012 年以来，柳州市政府以作价出资的方式向公司注入土地 4,573.65 亩，评估价值约为 76.00 亿元。截至 2014 年末，公司拥有已取得土地权证的土地 5,717.63 亩，评估总价为 190.37 亿元。未来公司计划通过土地整理并转让、建筑物出租以及路桥收费等收入来偿还债务。

为了缓解项目资金压力，公司跨江大桥项目和部分道路工程采用了 BT 建设方式，公司与建设方签订 BT 合同，协议一般规定在项目完工后一个月内支付合同价格的 50%，随后每半年支付合同价格的 12.5%和当期利息，两年后全部支付完毕。整体来看，公司项目投资金额较大，资金支付压力较重，通过 BT 协议，公司延缓了当期的资金支付需求，但是会增加未来的资金支出压力。

总体上看，公司基础设施建设任务较重，在建项目较多，在当前债务规模下还本付息压力较大，加之近两年融资环境趋紧，公司主要依靠自有资金完成项目投资和债务偿还难度较大。2015年仍为公司债务偿还高峰期，若项目投资仍保持当前规模、或者融资环境没有实质性变化，公司或将面临一定债务风险，中诚信国际将予以持续关注。

### 通行费收费模式进行调整，未来通行费收入将由政府直接拨付

由于公司对柳州市城市建设做出很大的贡献，柳州市政府赋予公司征收市机动车辆通行费的权利。2005年，经广西壮族自治区人民政府批准，柳州市“四桥一路”（壶东大桥、壶西大桥、文惠桥、潭中高架桥、南环路）和城市内环路以及中心主骨架道路项目2006年1月1日开始实行合并收费。采取年票和次票相结合的收费方式，收费期限为2006年1月1日至2028年12月31日，共23年。

表 4：柳州机动车辆路桥通行费收费标准

类别	车辆类型	年票标准(元)	次票标准(元)
一类	摩托车、手扶拖拉机	100	1
二类	≤7座客车，≤2t货车	680	10
三类	8座~19座客车，2t~5t（含5t）货车	1250	15
四类	20座~39座客车，5t~10t（含10t）货车	1650	25
五类	≥40座客车，10t~15t（含15t）货车、20英尺集装箱车	1950	30
六类	>15t货车、40英尺集装箱车	2200	35

资料来源：公司提供

2014年，道路通行费收入较2013年有所下滑，主要由于通行费收费模式调整所致。自2014年起，企业不再对外收取道路通行费，而是由政府直接拨付。根据“柳州市人民政府办公室关于《市城投公司请求明确路桥收费收入逐年递增拨付的请示》的批复”（柳政办函[2014]6号），柳州市政府同意从2014年至2020年视公司到期还本付息情况，每年从土地出让金净收入中安排3.00亿

元资金用于路桥收费权质押的还本付息；并同意以2013年路桥收费金额为基数每年递增10%的资金安排给公司用于收费项目贷款还本付息。2014年，由于扣除相关道路通行费业务成本等，收入规模较2013年有所下滑。

表 5：2007~2014年公司路桥通行费收入

年份	道路通行费收入（亿元）
2007	0.93
2008	0.99
2009	1.18
2010	1.45
2011	1.56
2012	1.65
2013	1.48
2014	0.90

资料来源：公司提供

总体来看，受道路通行费政策影响，公司通行费收入不再受汽车保有量以及通行费漏收等情况的影响，具有一定的稳定性，为公司带来稳定的现金流入。

### 2014年公司土地开发业务收入下降，但房地产销售收入及房屋租赁收入同比上升

公司主要从事区域中土地的一级开发，待土地收储、整理完毕，具备出让条件后，由柳州市政府通过“招拍挂”程序进行出让，之后由合法取得土地使用权的单位进行二级开发。

在土地出让收益分成方面，根据《柳州市国有资产投融资平台公司土地整理及运营试行办法》，“经投融资平台公司一级开发整理的土地出让收入实行收支两条线管理，除上交国家和自治区部分外其余全部进入市财政，市财政返还平台公司土地一级开发整理成本，并按成本的8%~10%给予开发整理利润；土地净收益部分，市财政以资本金形式全部注入平台公司”。2012年公司实现土地开发收入6.70亿元，2013年起公司将土地开发收入返还一同计入政府项目回购收入。未来随着收储土地逐渐变现，尤其是河东村地区的收储完成，预计将能为公司带来较大的收入，用以满足公司未来资金支付需求。2014年公司出让土地140.22亩，成交价格为0.87亿元。

公司土地出让进程很大程度上依赖土地市场的行情。同时中诚信国际关注到，公司大部分土地资产已用于抵押借款，未来通过土地抵押方式融资的规模较为有限。

房地产开发业务方面，截至 2014 年末，公司用于房地产开发土地储备为 4,536.84 亩，其中包括河东路以北片区土地 2,170.16 亩、沿江路 B 段土地 1,630.00 亩、河西工业三区土地 583.68 亩以及荣军路泰和广场 153.00 亩，丰富的土地储备为公司未来可持续发展奠定了良好的基础，以后还将视具体情况持续投入资金进行土地储备。

2014 年公司确认房地产销售收入 2.17 亿元，2013 年公司未确认房地产销售收入。未来公司在房地产业务方面具有一定的发展潜力，但该部分业务的收入受宏观政策影响较大，存在一定不确定性。

租赁业务方面，截至 2014 年末，公司以自建或外购以及柳州市政府通过无偿划拨等方式，公司积累了文昌综合楼、鱼峰山商业城第五层房产等多处可供出租房屋资产，入账价值总计为 14.69 亿元。这部分资产所涉及的办公楼、商铺等可用于出租，可供出租房屋面积为 9.51 万平方米，成为公司一项稳定的收入来源，2014 年公司实现租赁收入 0.92 亿元，较 2013 年增长 55.93%。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中兴华富华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审审计报告以及经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告。

需要说明的是，2013 年公司对投资建设的城市基础设施项目由“长期投资-项目投资”变更为“存货—项目开发成本”核算。2013 年度财务报告中就该项会计政策变更事项对 2011 年度、2012 年度财务报表进行追溯调整，调减 2011 年末长期投资 122.06 亿元，调增存货 122.06 亿元，对 2011 年末资产总额、净资产数以及 2011 年度营业收入和净利润均无影响；调减 2012 年末长期投资 138.55

亿元，调增存货 138.55 亿元，对 2012 年末资产总额、净资产数以及 2012 年度营业收入和净利润均无影响。2014 年，根据新会计准则，对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的投资从长期股权投资中分类至可供出售金融资产核算。因此，2013 年末长期股权投资减少 2.38 亿元。

## 资本结构

2012~2014 年末，公司总资产分别为 393.68 亿元、447.73 亿元和 591.57 亿元，公司资产规模逐年增长，主要系柳州市政府划拨土地注入以及公司项目开发导致存货大幅增长所致。

从资本结构来看，公司总资产主要由流动资产组成，截至 2014 年末，公司流动资产为 571.28 亿元，占总资产的比重为 96.57%。其中，存货、预付款项、货币资金和其他应收款为流动资产的重要构成，占流动资产的比例分别为 71.57%、13.83%、10.50%和 4.11%。

2014 年末，公司存货为 408.83 亿元，包括市政项目开发成本、房地产项目开发成本和土地使用权。公司进行的城市基础设施建设项目和房地产开发项目均采取委托代建形式，建设完成由柳州市财政局回购或是安排财政资金的形式来平衡，并计入开发成本，截至 2014 年末，市政项目开发成本和房地产项目开发成本分别为 191.20 亿元和 29.33 亿元；同时，2012 年以来，柳州市政府持续以土地使用权对公司进行增资，截至 2014 年末公司存货中的土地使用权评估价值为 188.31 亿元，其中新增的雀儿山周边土地估价约为 70.00 亿元。

截至 2014 年末，公司预付款项为 79.02 亿元，主要为预付柳州市各区征地办公室的征地拆迁款和项目公司的工程款等；2014 年末其他应收款为 23.46 亿元，主要是柳州市财政局应付公司的政府回购款及贴息款等 20.66 亿元。

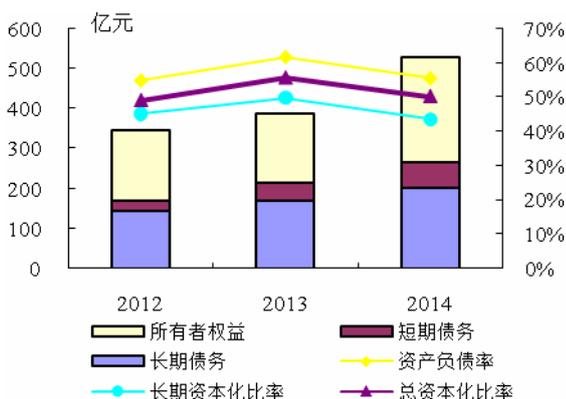
表 6：2012 年~2014 年公司流动资产构成（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
存货	250.14	269.19	408.83
预付款项	89.30	98.21	79.02
货币资金	23.15	30.81	59.96
其他应收款	15.32	34.07	23.46
流动资产合计	377.91	432.28	571.28

资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2012~2014 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 177.00 亿元、171.48 亿元和 262.34 亿元。2014 年，柳州市政府向公司进一步划入土地，使资本公积增长 87.79 亿元。所有者权益的增长导致资产负债率和资本化比率分别下降至 55.65%和 50.36%。可以看出，柳州市政府对公司支持力度很强，未来公司资本实力和融资能力的增强有赖政府进一步支持。

图 2：2012~2014 年末公司资本结构分析



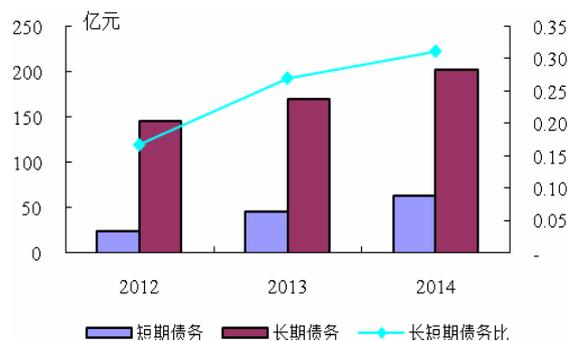
资料来源：公司财务报告

负债方面，2012~2014 年末，公司负债总额分别为 216.68 亿元、276.25 亿元和 329.23 亿元。公司负债主要由长期借款、应付债券、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。随着项目的持续推进，公司长期借款规模逐年增加，截至 2014 年末，公司长期借款余额为 167.55 亿元；应付债券为 35.14 亿元，主要包括公司于 2007 年和 2012 年发行的企业债合计 25 亿元以及于 2014 年发行的小微企业增信集合债券 10 亿元。2014 年末公司其他应付款为 42.80 亿元，主要包括公司与柳州市财政局的往来款 10.91 亿元；其中，账龄在 1~3 年的其他应付款占比为 78.41%。随着长期借款逐步到

期并转为一年内到期借款，2014 年末公司一年内到期的非流动负债增长至 54.28 亿元，公司短期偿债压力较大。

截至 2014 年末，公司总债务为 266.10 亿元。从债务结构上来看，公司以长期债务为主，2014 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.31 倍，较 2013 年的 0.27 倍有所上升，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司总债务以长期债务为主符合公司建设项目资金需求较大，建设周期较长的业务特点。

图 3：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

2014 年，随着柳州市政府大量的土地注资，公司资产及净资产规模得到较大幅度提升，资产负债率有所下降，资本结构得到优化。柳州市政府对公司支持力度很强，但未来资本实力的扩充和再融资能力的增强还有赖于政府的进一步支持。

## 盈利能力

2014 年，公司营业总收入为 15.73 亿元，较 2013 年增长 14.65%。从收入构成来看，政府项目回购收入为主要收入来源，2014 年为 11.71 亿元。其次，2014 年公司房产销售实现收入 2.17 亿元，成为营业总收入的重要补充。

从毛利率情况来看，2014 年公司整体毛利率为 28.67%，较 2013 年有所上升。其中，路桥收费、租赁和其他业务收入毛利率较高，分别为 76.20%、54.02%和 69.77%。

表 7：2012~2014 年公司营业总收入、毛利率构成

项目名称	2013		2014	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
路桥收费	1.48	69.99	0.90	76.20
政府项目回购	11.61	18.36	11.71	22.46
租赁	0.59	5.28	0.92	54.02
房产销售	-	-	2.17	31.22
其他业务	0.04	80.52	0.03	69.77
<b>合计</b>	<b>13.72</b>	<b>23.53</b>	<b>15.73</b>	<b>28.67</b>

资料来源：公司财务报告

公司期间费用主要为财务费用，2012~2014 年，公司财务费用分别为 1.11 亿元、1.02 亿元和 0.80 亿元，呈下降趋势。自 2012 年起，公司营业收入逐年增加，三费收入占比下降较为明显。

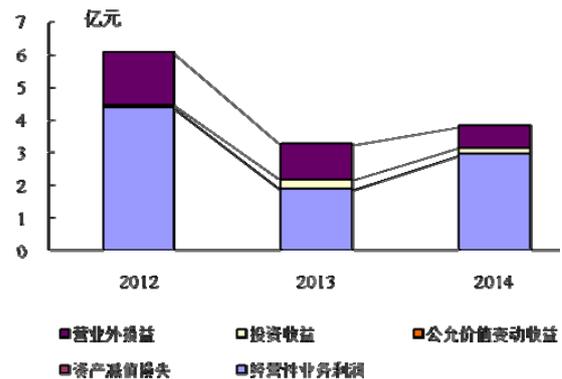
表 8：2012~2014 年公司期间费用情况

项目名称	2012	2013	2014
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.12	0.13	0.35
财务费用（亿元）	1.11	1.02	0.80
三费合计（亿元）	1.23	1.14	1.15
营业总收入（亿元）	11.63	13.72	15.73
三费收入占比（%）	10.62	8.32	7.29

资料来源：公司财务报告

2012~2014 年，公司利润总额分别为 6.06 亿元、3.26 亿元和 3.81 亿元，主要由经营性业务利润构成，同期公司经营性业务利润分别为 4.37 亿元、1.87 亿元和 2.94 亿元。2014 年公司营业毛利率上升且三费支出控制在合理水平，经营性业务利润有所回升。营业外损益主要为政府补助收入，2014 年为 0.69 亿元。

图 4：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

## 现金流

2012~2014 年，公司经营活动净现金流入分别为 1.09 亿元、3.37 亿元和 0.94 亿元，2014 年起政府款项的拨入纳入营业收入中核算，与此相关的现金流入与流出由投资活动改为经营活动中体现，因此经营活动现金流入与流出明显增加。

2012~2014 年，公司投资活动净现金流入分别为 -12.88 亿元、-33.09 亿元和 -27.74 亿元。随着基础设施建设项目进度的推进，公司投资活动现金流出变动较大，导致投资活动净现金流具有一定波动性。

2012~2014 年，公司筹资活动净现金流入分别为 18.09 亿元、37.38 亿元和 55.95 亿元。由于公司项目建设及土地开发对资金需求较大，公司融资规模保持较高水平。中诚信国际同时关注到，由于目前公司债务规模较高，每年需支付的用于偿还债务所需资金和偿付利息支付的现金规模较大，2014 年分别为 52.72 亿元和 16.49 亿元，中诚信国际将严密关注公司对于投资支出及债务偿还的资金匹配情况。

表 9：2012~2014 年公司现金流情况

项目名称	2012	2013	2014
经营活动现金流入（亿元）	3.28	13.58	24.80
经营活动现金流出（亿元）	2.18	10.21	23.85
经营活动净现金流（亿元）	1.09	3.37	0.94
投资活动现金流入（亿元）	28.62	2.94	0.20
投资活动现金流出（亿元）	41.50	36.03	27.94
投资活动净现金流（亿元）	-12.88	-33.09	-27.74
筹资活动现金流入（亿元）	69.87	82.08	125.16
其中：吸收投资（亿元）	-	0.00	0.02
借款（亿元）	69.87	58.75	110.64
筹资活动现金流出（亿元）	51.78	44.70	69.21

其中：偿还债务（亿元）	40.36	19.99	52.72
筹资活动净现金流（亿元）	18.09	37.38	55.95
现金及现金等价物净增加额（亿元）	6.30	7.66	29.15

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

截至 2014 年末，公司总债务为 266.10 亿元，以长期债务为主。中诚信国际注意到公司债务负担较重，每年需偿还债务金额较大。从公司提供的到期债务分布情况来看，2015~2017 年公司每年需偿还金额为 84.50 亿元、83.20 亿元和 72.06 亿元，未来三年面临较大还本付息压力，中诚信国际将予以严密关注。

偿债能力指标上，由于总债务增长速度较快，虽然 2014 年 EBITDA 相对有所上升，但对总债务的覆盖能力仍有所弱化。2014 年总债务/EBITDA 为 52.30 倍；EBITDA 利息保障系数为 0.40 倍，略有提高但覆盖能力较弱。另外，2014 年公司经营活动净现金流减小，对总债务和利息支出的覆盖能力减弱。

表 10：2012 年~2014 年公司偿债能力分析

项目名称	2012	2013	2014
总债务（亿元）	171.09	216.78	266.10
EBITDA（亿元）	7.70	4.82	5.09
经营活动净现金流（亿元）	1.09	3.37	0.94
经营活动净现金流/总债务（X）	0.01	0.02	0.00
总债务/EBITDA（X）	22.22	44.95	52.30
EBITDA 利息保障系数（X）	0.67	0.39	0.40
经营活动净现金流利息保障系数（X）	0.10	0.27	0.07

资料来源：公司财务报告

截至 2014 年末，公司对外担保余额为 23.43 亿元，从担保对象来看，均为柳州市国资委下属国有企业，公司代偿风险不大，但由此产生的或有负债风险仍需关注。

表 11：截至 2014 年末公司对外担保情况

被担保单位	担保金额（亿元）
柳州市投资控股有限公司	14.00
柳州市建设投资开发有限责任公司	8.43
柳州阳和开发投资有限公司	1.00
<b>合计</b>	<b>23.43</b>

资料来源：公司财务报告

受限资产方面，截至 2014 年末，公司将

179.70 亿元的存货和 9.37 亿元的房屋建筑物用于贷款抵质押，占净资产的 72.07%。

截至 2014 年末，公司获得银行授信总额为 211.89 亿元，其中尚未使用金额为 19.77 亿元。

## 过往债务履约情况

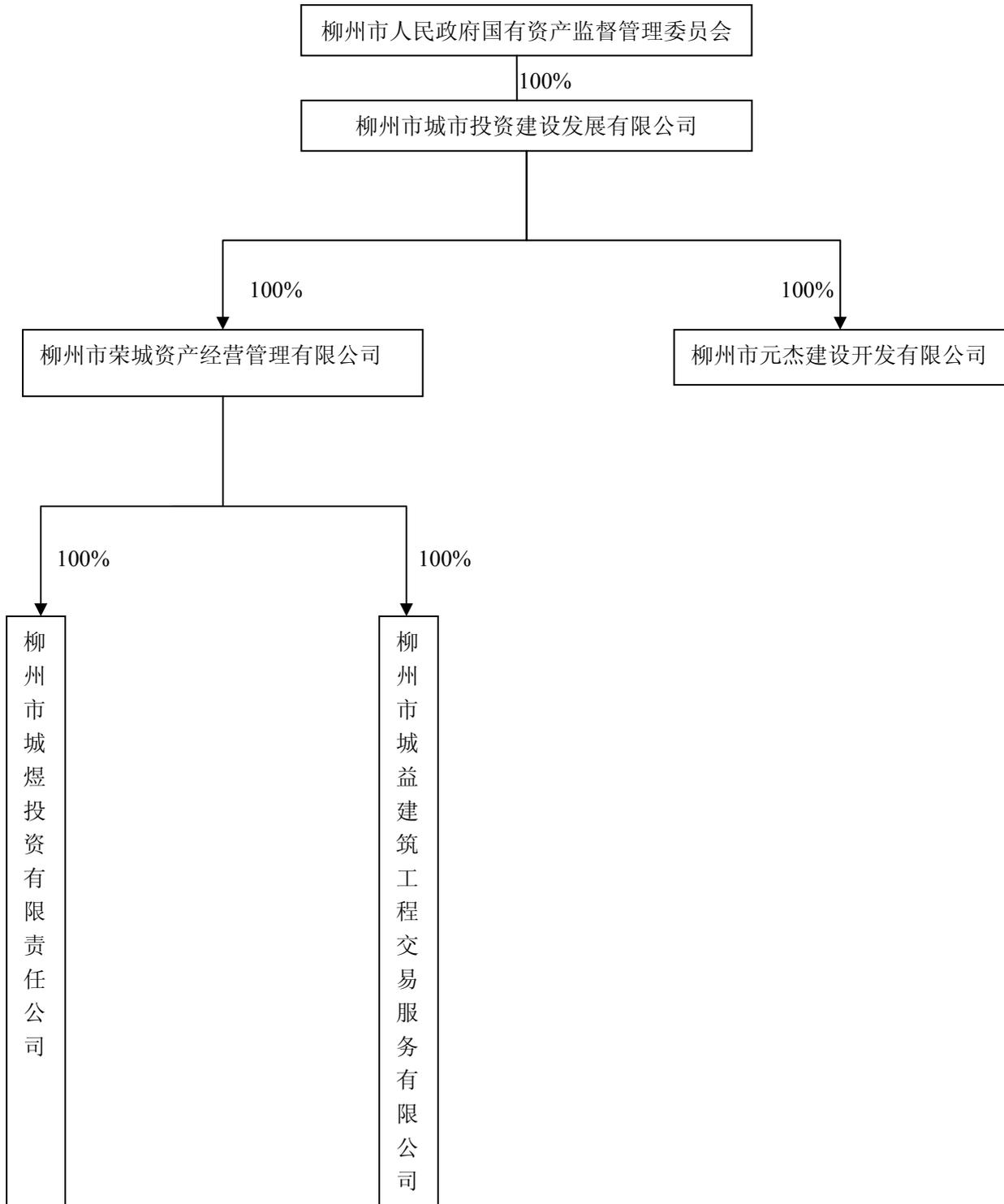
根据企业提供的资料，截至 2014 年末，公司银行信用记录良好，无违约记录，同时，商业信用良好，无拖欠供应商货款的记录。

公司自成立以来，共发行 2 期企业债券（07 柳州城投债、12 柳州城投债）和 1 期小微企业增信集合债，累计发行总额 35 亿元，截至 2014 年末，公司未出现过已发行债务融资工具到期未偿还情形。另外，考虑到建行对“07 柳州城投债”提供全额不可撤销连带责任担保对还本付息的保障作用。

## 结论

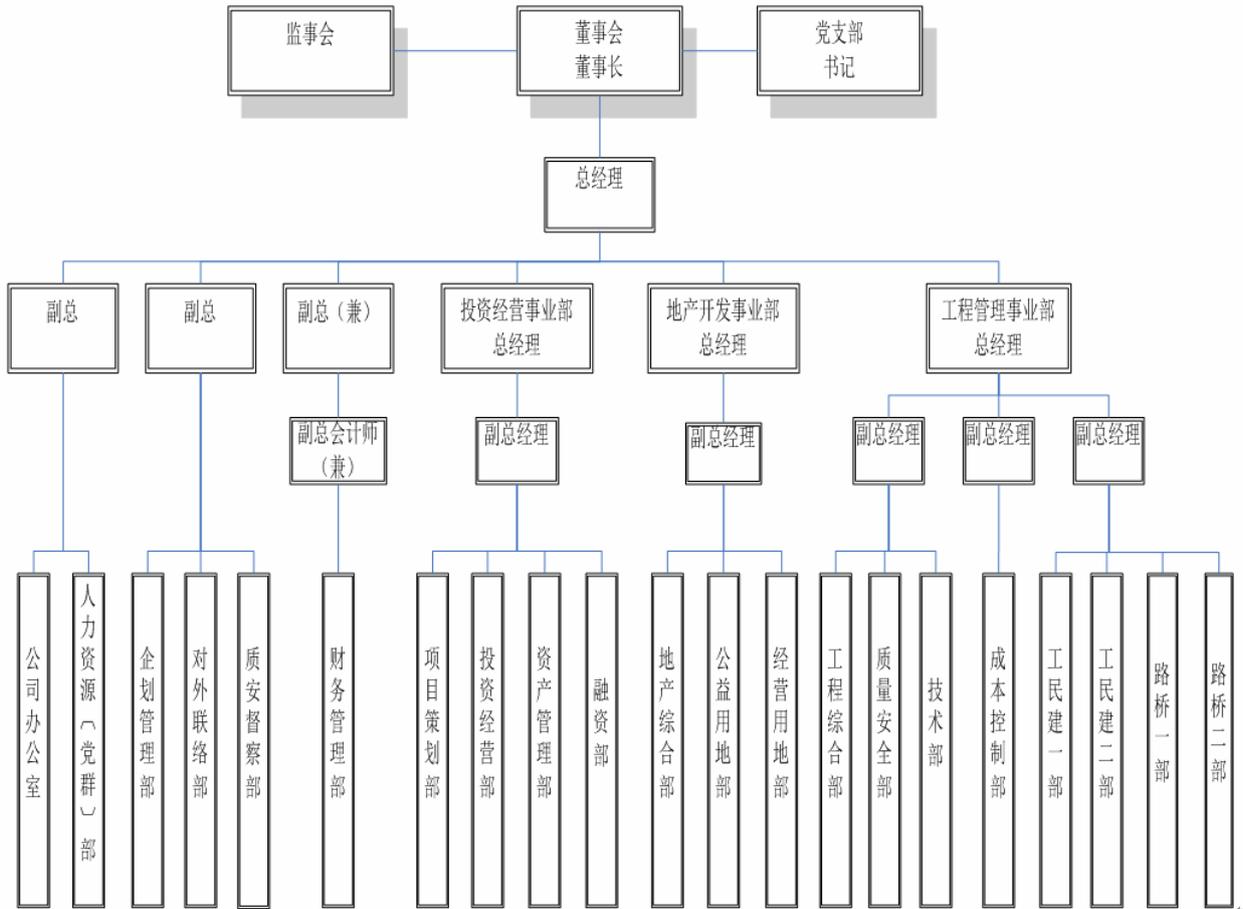
综上，中诚信国际维持柳州市城市投资建设发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“07 柳州城投债”的信用等级为 **AAA**；维持“12 柳州城投债/12 柳城投”和“14 柳州城投小微债/14 柳微债”的信用等级为 **AA**。

附一：柳州市城市投资建设发展有限公司股权结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附二：柳州市城市投资建设发展有限公司组织结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

**附三：柳州市城市投资建设发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	231,511.82	308,115.47	599,578.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	9.97
存货净额	2,501,408.65	2,691,931.80	4,088,343.70
其他应收款	153,187.97	340,723.09	234,632.36
长期投资	27,448.31	29,653.83	82,994.99
固定资产(合计)	126,454.50	122,275.87	118,666.87
总资产	3,936,799.34	4,477,305.26	5,915,692.54
其他应付款	380,833.24	461,854.78	427,961.31
短期债务	246,617.23	462,764.00	634,085.44
长期债务	1,464,314.50	1,705,019.68	2,026,916.81
总债务	1,710,931.73	2,167,783.68	2,661,002.25
净债务	1,479,419.92	1,859,668.21	2,061,423.34
总负债	2,166,829.58	2,762,493.39	3,292,340.33
财务性利息支出	11,152.99	10,178.46	7,979.72
资本化利息支出	103,100.00	112,922.00	119,601.44
所有者权益(含少数股东权益)	1,769,969.77	1,714,811.87	2,623,352.21
营业总收入	116,307.74	137,200.81	157,295.01
三费前利润	56,012.73	30,124.50	40,858.14
投资收益	800.00	2,961.78	2,000.00
EBIT	71,791.45	42,760.39	46,122.08
EBITDA	76,983.28	48,226.36	50,876.56
经营活动产生现金净流量	10,925.81	33,653.59	9,425.73
投资活动产生现金净流量	-128,821.96	-330,863.85	-277,435.19
筹资活动产生现金净流量	180,890.62	373,813.91	559,472.90
现金及现金等价物净增加额	62,994.46	76,603.66	291,463.43
资本支出	411,993.06	360,132.43	225,437.99
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	53.57	23.53	28.67
三费收入比(%)	10.62	8.32	7.29
EBITDA/营业总收入(%)	66.19	35.15	32.34
总资产收益率(%)	2.22	1.02	0.89
流动比率(X)	5.39	4.20	4.93
速动比率(X)	1.82	1.59	1.40
存货周转率(X)	0.04	0.04	0.03
应收账款周转率(X)	--	--	31,569.49
资产负债率(%)	55.04	61.70	55.65
总资本化比率(%)	49.15	55.83	50.36
短期债务/总债务(%)	14.41	21.35	23.83
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.02	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.07	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	0.10	0.27	0.07
总债务/EBITDA(X)	22.22	44.95	52.30
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.10	0.08
EBITDA 利息倍数(X)	0.67	0.39	0.40

注：公司各年度财务报告依据新会计准则编制。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业总收入-营业总成本）/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附七：债项信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。