

2014 年柳州市龙建投资发展
有限责任公司
公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【130】号 01

债券简称：14 柳州龙投
债/PR 柳龙投

债券剩余规模：12.6 亿
元

债券到期日期：2024 年
04 月 30 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在存续期的第
3-6 年末，每年分别按照
债券发行总额的 10% 偿
还债券本金；在存续期
的第 7-10 年末，每年分
别按照债券发行总额的
15% 偿还债券本金

分析师

姓名：
邓垠 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2014 年柳州市龙建投资发展有限责任公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 6 日	2018 年 6 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对柳州市龙建投资发展有限责任公司（以下简称“龙建投资”或“公司”）及其 2014 年 4 月 30 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司在柳州市城市交通配套设施建设中占据重要地位，业务持续性仍然较好，公司获得的外部支持力度较大，资本实力大幅增强；同时中证鹏元也关注到了公司资产以土地和在建项目为主，长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性一般，面临较大的资金压力，公司有息债务大幅增长带来的偿债压力加大，面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年柳州市实现 GDP 3,052.65 亿元，同比增长 6.4%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司在柳州市城市交通配套设施建设中占据重要地位。公司作为柳州市城市交通配套设施建设重要实施主体，承担柳州市城市公共交通配套工程一期、二期项目和火车站城市综合交通配套工程的建设任务。城市交通配套设施建设项目计划总投资额 204.80 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 34.29 亿元。公司未来还将承担线路两侧各 800 米内轨道交通规划控制范围土地的规划建设，并获得该范围内的土地出让按一定比例或定额的收入返还。

- **公司在建代建项目规模较大，业务可持续性较好。**截至 2019 年 3 月末，公司在建的代建项目及土地整理项目总投资预计为 74.02 亿元，累计已完成投资 19.84 亿元；在建保障房项目总投资 47.00 亿元，已完成投资 22.81 亿元。公司在建代建项目规模较大，业务可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大，公司资本实力大幅增强。**2018 年，柳州市人民政府以价值 57.40 亿元出让性质的国有建设用地作价出资和 2.64 亿元货币资金向公司注资，公司净资产同比增长 39.91%，为 214.29 亿元，资本实力大幅增强；此外，轨道交通项目和火车站城市综合交通配套项目收到 67,700 万元政府补助，计入递延收益。

关注：

- **公司资产以土地和在建项目为主，长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性一般。**截至 2018 年末，公司存货和其他非流动资产账面价值共计 291.08 亿元，占总资产比重为 61.66%，存货主要为拟开发的土地资产、土地整理成本、在建保障房和完工待售保障房，其他非流动资产主要为在建的代建工程；公司长期应收款余额为 34.87 亿元，对公司资金形成较大占用，资产流动性一般。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年 3 月末，公司在建保障房项目预计还需投入 24.19 亿元，在建的代建项目和土地整理项目预计还需投入 54.18 亿元，在建的城市交通配套设施项目预计还需投入 170.51 亿元，再加上偿还到期债务，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务大幅增长，偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司有息债务为 214.04 亿元，同比增长 39.50%，占负债总额的 83.03%。从静态角度看，公司 2019-2021 年分别需偿还 21.65 亿元、37.47 亿元和 42.11 亿元，偿债压力不断加大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司为柳州市投资控股有限公司提供一笔 20 亿元的连带责任担保，占公司净资产的 9.33%。该笔担保期限较长，公司未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	4,720,715.85	3,435,388.55	2,903,717.33
所有者权益	2,142,913.87	1,531,650.30	1,513,180.45
有息债务	2,140,375.31	1,534,340.97	1,110,101.91
资产负债率	54.61%	55.42%	47.89%
流动比率	11.37	7.28	11.10
营业收入	91,216.54	106,990.18	100,056.34
其他收益	3,259.85	5.37	-
营业外收入	2.14	0.37	14,528.71
利润总额	20,440.11	26,211.72	31,887.84
综合毛利率	25.74%	28.41%	19.59%
EBITDA	27,492.53	28,750.58	31,994.39
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.40	0.54
经营活动现金流净额	-21,799.99	1,386.23	-232,144.30

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

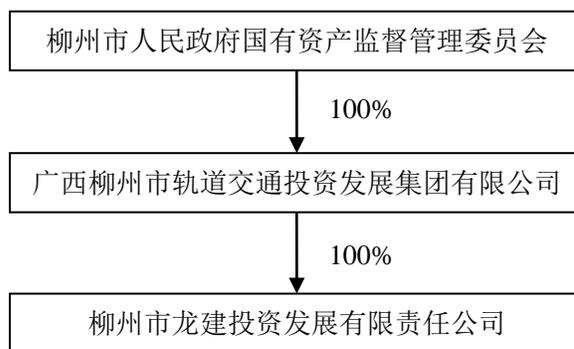
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年04月30日发行10年期18亿元公司债券，募集资金用于北雀路棚户区（品尚名城）改造、聚贤佳苑、西壶园、前锋路棚户区（如意名邸）改造等项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年，公司的注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变动。截至2018年末，公司注册资本及实收资本仍为10,000万元，广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司（以下简称“柳州交投”）仍为公司的全资控股股东，柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“柳州市国资委”）仍为公司的实际控制人。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司减少3家子公司，其中柳州轨道交通产业发展有限公司及其持有60%股权的子公司柳州市轨道交通工程有限责任公司被无偿划转给柳州交投，柳州龙泰达投资有限公司进行工商注销登记，因此上述3家子公司均不再纳入公司合并报表。

表 1 2018 年不再纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
柳州轨道交通产业发展有限公司	100%	10,000	轨道交通投资运营	无偿划拨
柳州市轨道交通工程有限	60%	10,000	轨道交通施工运营	无偿划拨

责任公司				
柳州龙泰达投资有限公司	51%	2,000	对外投资等	注销

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基

建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议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，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企	发展改革委、	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结

	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)	财政部	构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,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;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

柳州市经济稳定增长,整体实力较强,但以汽车为代表的支柱产业出现疲软态势

柳州市经济稳定增长,整体实力较强。2018年柳州市实现地区生产总值3,052.65亿元,按可比价格计算,较上年增长6.4%。其中,第一产业增加值195.00亿元,同比增长4.9%;第二产业增加值1,608.66亿元,同比增长2.6%;第三产业增加值1,249.99亿元,同比增长11.9%。三次产业结构比由上年的6.88: 53.96: 39.16调整为6.39: 52.70: 40.95。按常住人口计算,2018年柳州市实现人均GDP75,945.00元,与全国人均GDP的比为117.48%,经济发展水平较高。

柳州是传统的重工业城市,形成了汽车、冶金、机械三大支柱行业。2018年柳州市三

大支柱产业规模以上工业总产值3,673.12亿元，同比下降0.5%，出现疲软态势。其中，汽车工业总产值2,274.49亿元，同比下降7.9%；冶金工业总产值956.72亿元，同比增长12.6%；机械工业总产值441.91亿元，同比增长19.0%。

2018年柳州市固定资产投资比上年增长15.4%，增速加快，投资仍是带动经济增长的重要动力。在固定资产投资中，2018年柳州市第一产业投资增长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%。此外，2018年柳州市房地产市场发展良好，柳州市全年完成房地产开发投资440.07亿元，同比增长11.4%；商品房销售面积637.06万平方米，同比增长20.5%，商品房销售额495.15亿元，同比增长26.0%。2018年柳州市社会消费品零售总额为1,266.58亿元，同比增长9.6%，增速有所放缓。

表 3 柳州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,052.65	6.4%	2,755.64	7.1%
第一产业增加值	195.00	4.9%	189.49	3.7%
第二产业增加值	1,608.66	2.6%	1,487.08	4.4%
第三产业增加值	1,249.99	11.9%	1,079.07	11.6%
固定资产投资	-	15.4%	2,697.20	15.3%
社会消费品零售总额	1,266.58	9.6%	1,155.64	10.6%
进出口总额	173.09	0.6%	172.24	26.7%
存款余额（本外币）	3,801.75	2.4%	3,714.64	11.8%
贷款余额（本外币）	2,940.30	19.4%	2,462.39	8.0%
人均 GDP（元）	75,945.00		69,249.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.48%		116.07%	

注：2018 年柳州市未公布固定资产投资额，仅公布同比增速。

资料来源：2017-2018 年柳州市国民经济和社会发展统计公报

2018年柳州市实现公共财政收入193.78亿元，同比增长7.8%，其中税收收入136.6亿元，同比增长6.5%，税收收入占公共财政收入的比重为70.49%；实现政府性基金收入157.26亿元，同比增长15%。同期柳州市公共财政支出为424.38亿元，同比增长13.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为45.66%。

四、经营与竞争

公司是柳州市重要的基础设施建设和投融资主体之一，承担了柳州市城区内基础设施建设、土地整理、保障性住房项目建设及国有资产经营等职能。2018年，公司实现营业收

入91,216.54万元，同比下降14.74%，营业收入下降主要是因为公司土地一级整理收入同比下降31.33%。土地一级整理收入和保障房销售收入仍是公司主要的收入和利润来源，2018年分别实现收入60,070.99万元和24,134.49万元，占公司总收入比例分别为65.86%和26.46%。2018年公司酒店经营收入显著增长，实现收入4,986.10万元，同比增长553.73%，主要系2017年营业时间短，营收规模较小所致。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为25.74%，较2017年下降2.67个百分点，主要系高毛利率的土地一级整理业务收入占比下降，同时保障房销售毛利率下降。分业务来看，代建管理业务模式未变，毛利率仍为100%；保障房销售毛利率为13.32%，较上年下降19.45个百分点，原因是本年保障房主要是出售给其他融资平台公司和用于安置用房，价格相对更低；资产租赁业务毛利率为45.39%，较上年下降10.98个百分点；土地一级整理业务毛利率为38.95%，较上年上升10.64个百分点，主要是因为柳州市地块出让价上涨，导致本年结转单位面积成本较上年下降；酒店经营业务由于土地摊销费及房屋折旧费较大，导致毛利仍处于亏损状态。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建管理费	922.63	100.00%	654.76	100.00%
保障房销售	24,134.49	13.32%	17,465.75	32.77%
资产租赁	1,102.32	45.39%	629.18	56.37%
土地一级整理	60,070.99	38.95%	87,477.78	28.31%
酒店经营	4,986.10	-91.38%	762.72	-143.45%
合计	91,216.54	25.74%	106,990.18	28.41%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司是柳州市城市交通配套设施的重要建设主体，业务具有专营性

2017年3月，根据《关于组建广西柳州市轨道交通投资集团发展有限公司》（柳委[2016]321号）文件，柳州市国资委设立了柳州交投，是集投资、融资、建设、开发、运营及管理为一体的大型综合性交通发展集团，承担柳州市轨道交通等重点城市交通及城际交通项目建设、投融资、运营和资源开发与利用等职责。同年7月、12月，公司原股东柳州市国资委、柳州市土地交易储备中心将公司股权划入柳州交投名下。作为柳州交投的重要构成主体，公司承担柳州市城市交通配套设施投融资建设及沿线土地开发的任务，业务具有专营性，将对柳州市的城市布局优化、促进沿线土地增值、拉动区域经济增长等发挥有利作用。

目前公司在建的城市交通配套设施项目为柳州市城市公共交通配套工程一期、二期及

火车站城市综合交通配套工程。一期项目位于城市发展东西向的主轴线上，穿越中心城区的核心区，并与柳东新区、柳江县串联，主要解决中心城区与柳东新区、柳江县之间的居民日常出行，项目总投资122.36亿元，线路全长约45.6Km，其中思贤至门头路和莲花山庄至华侨城路段、门头路至莲花山庄路段，全长约18.4公里，计划2020年底建成；二期项目位于城市发展南北向的主轴线上，主要解决中心城区内南北向客流需求，项目总投资62.94亿元，线路全长约27.75Km，其中唐家至白莲洞部分全长约19.4公里，计划2020年底建成。火车站城市综合交通配套工程是柳州城市交通配套设施的首个试验段，建设规模包括车站（总建筑面积约59,200平方米）及区间隧道、出入口通道4座（建筑面积约2,400平方米）、风亭8座等，是主要的交通线路换乘车站，车站设在地下层，由于需要与火车站站前东广场同步建设，方便一期项目工程的推进建设，所以开工日期较早，预计2019年底建成。

表 5 截至 2019 年 3 月末公司在建城市交通配套设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
柳州市城市公共交通配套工程一期、二期	185.30	30.64
火车站城市综合交通配套工程	19.50	3.65
合计	204.80	34.29

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司在建城市交通配套设施项目预计总投资204.80亿元，后续还需投资170.51亿元。另外，作为城市交通配套设施项目的一部分，公司正在向国家发改委申报柳州轨道项目，依据《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52号），在项目获批后，财政将承担不少于40%的轨道交通项目资本金，其余需要公司和柳州交投自筹。

为统筹平衡城市轨道交通建设资金，根据2018年2月《柳州城市轨道交通土地资源开发利用管理办法》，轨道线路两侧各800米内的土地设为轨道交通规划控制范围土地，该范围内的土地出让收入应按一定比例或定额等方式反哺于城市轨道交通建设和运营。此外，柳州市区范围内以招标、拍卖、挂牌方式出让的经营性建设用地（除工矿仓储用地以外），在土地出让价款入库后，将根据用地出让面积以150元/平方米的标准计算城市轨道交通建设专项资金。根据2018年7月《柳州市人民政府关于柳州市城市轨道交通近期建设资金支持的实施意见》，柳州市财政每年将安排不少于4亿元的轨道交通建设专项资金。

2018年公司基础设施代建管理费收入仍较低，土地整理收入受出让面积和土地性质影响有所下降，但未来投资规模较大，业务可持续仍较好，也带来较大的资金压力

公司承担了较多的基础设施及土地整理任务。2018年，公司基础设施及土地整理业务模式没有发生重大变化。

基础设施工程为中小学校、公益设施等类别，相关政府主管部门作为业主与公司签订委托合同及代建协议书，代建项目由业主立项，项目建设前期，业主与公司签订项目委托协议，业主预付给公司项目资本金，其他部分由公司代垫。每年末由业主和公司按完工百分比法审核确认开发成本，以当年实际开发成本请示财政局，财政局根据项目核算的相关批复，在收到相关批复30-60日内支付代建收入。根据《基本建设项目建设成本管理规定》（财建[2016]504号），项目建设管理费费率采取超额累进费率进行计算，最高费率2%，最低费率0.4%，由于为纯收入，代建管理费毛利率100%。

2018年公司确认代建管理费收入922.63万元，主要来自于滨江西路壶西大桥至白露大桥AB段工程、香兰中路东段和学院路延长线西侧保障房（文庭新居）等项目，代建管理业务前五大明细见表6。

表 6 2018 年代建管理费前五大项目收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	计算费率
滨江西路壶西大桥至白露大桥 AB 段工程	190.05	1.00%
香兰中路东段	114.86	1.00%
学院路延长线西侧保障房（文庭新居）	44.89	1.00%
三中路 66 号政府办公大楼	40.75	2.00%
学院路中学	34.47	2.00%
合计	425.02	

资料来源：公司提供

土地整理方面，公司的土地一级整理业务仍采用代建模式，由公司全面负责筹措资金、办理规划、项目核准、征地拆迁和大市政建设等手续并组织实施，土地整理收入在所整理的土地出让后确认，采用总额法进行核算。2018年，公司整理的土地由政府通过招拍挂形式出让了244.86亩，然后政府将出让收入返还公司，确认土地整理收入60,070.99万元，同比下降31.33%，收入来源于静兰片区和水南片区的土地整理；毛利率为38.95%，较上年上升10.64个百分点。本年土地一级整理业务收入下降，一方面因为是静兰片区土地出让面积较上年减少82.51亩，另一方面是因为虽然水南片区土地出让面积有所增加，但主要是商业及商住混用地，相较于上年出让的居住用地，在土地出让价方面明显降低，从而导致整体土地整理收入下降。

表 7 2017-2018 年土地整理收入明细（单位：亩，万元）

项目名称	2018 年		2017 年	
	拍地面积	确认收入	拍地面积	确认收入
静兰片区土地整理	120.00	35,503.38	202.51	58,408.61
水南片区土地整理	124.86	24,567.61	51.90	29,069.17

合计	244.86	60,070.99	254.41	87,477.78
-----------	---------------	------------------	---------------	------------------

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司在建基础设施及土地整理项目总投资预计为74.02亿元，大部分项目在持续推进中，累计已完成投资19.84亿元，未来业务持续性较好，但由于投资规模较大，存在较大资金压力。土地整理业务收入与出让结果挂钩，易受土地市场行情、宗地位置和土地性质影响，预计收入和毛利率存在波动性。

表 8 截至 2019 年 3 月末公司在建代建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	开工日期	预期完工时间	业务模式
静兰片区地下综合管廊	12.77	0.09	2018.8	2020.12	代建
滨江西路壶西大桥至白露大桥段	6.89	4.15	2018.12	2019.12	代建
柳西水厂进出口道路工程	6.36	1.51	2017.12	2019.12	代建
静兰整村改造	48.00	14.09	2017.1	2019.12	代建#
合计	74.02	19.84			

注：累计已投资金额为项目实际已投资数据，最后一列带“#”项目为土地整理项目。

资料来源：公司提供

受益于交房数量增加，公司保障房业务收入增速较快，完工未售和在建项目规模较大，未来该业务收入较有保障

公司保障性住房业务分为安置房和廉租房。安置房由公司进行立项及筹资，购买出让用地进行项目建设。每个项目采取代建模式，房屋完工后移交由土地储备中心负责分配。公司每年根据实际开发成本加上5%至15%的利润，确认为保障性住房收入。实际中，在政府批准情况下，公司也会将剩余房屋对外销售。廉租房由公司进行立项及筹资，但土地一般由政府划拨。项目采用代建模式，投入的资金通过市财政局拨付的项目配套资金实现回笼房屋，完工交付后由柳州市住建委负责分配给租户。公司根据实际成本、开发进度请示财政局确认营业收入，营业收入按照开发成本的8%至10%确认。

2018年，公司实现保障房销售收入24,134.49万元，同比增长38.18%，主要系本年聚贤佳苑、品尚名城、静兰独秀苑、水南华庭一期销售面积增加所致，项目以交房时点确认收入。由于本年保障房主要是出售给其他融资平台公司和用于安置用房，移交给柳州市土地交易储备中心房屋按单位建筑成本加上转让环节税费作为移交单价，导致销售价格下降，保障房业务的毛利率较上年下降19.45个百分点。截至2018年末，公司保障房开发产品价值仍有29.78亿元，短期内可支撑公司保障房收入。

截至2019年3月末，公司在建保障房项目总投资470,000万元，各项目在持续建设中，预计后续还需投入241,887万元。加上未来代建基础设施和土地整理的投入，未来公司还

需投入大量资金。

表 9 截至 2019 年 3 月末公司在建保障性住房项目情况（单位：万元）

项目	总投资	累计已投资	开工时间
碧芙蓉	200,000	99,474	2017.12
水南华庭（二期）	140,000	25,785	2017.12
独秀苑三期	130,000	102,854	2017.12
合计	470,000	228,113	

注：累计已投资金额为项目实际已投资数据。

资料来源：公司提供

酒店业务对公司收入形成良好补充，但受折旧影响，盈利能力仍较弱

莲花山庄是公司自持的酒店物业，位于连接新老城区的桂柳路中段，紧邻柳江河，地理位置优越。酒店定位高端，总投资13亿元，规划建筑面积9万平方米，拥有客房套数300余间，2017年10月试营业，在短时间内实现收入762.72万元。随着2018年1月1日正式开业，2018年莲花山庄实现酒店经营收入4,986.10万元，较上年同比增长553.73%。由于莲花山庄在2017年12月31日转为固定资产，2018年计提的折旧金额较大，导致酒店经营业务毛利率为-91.38%，盈利能力较弱。酒店经营业务的发展，有助于公司业务多元化转型，对公司收入形成良好补充。

2018年，公司获得外部大力支持，增强了公司的资本实力及盈利水平

根据柳政函[2018]110号等文件，柳州市人民政府以2.64亿元货币资金和57.40亿元国有建设用地作价向公司注资，促进2018年末公司净资产达到214.29亿元，同比大幅增长39.91%，资本实力大幅提升；此外，根据[2018]93号等文件，公司因轨道交通项目和火车站城市综合交通配套项目收到67,700万元政府补助，计入递延收益。

表 10 2018 年公司获得的外部支持情况（单位：万元，平方米）

1、资产注入				
资产类别	评估价值	依据文件	土地用途	土地面积
土地	50,001.10	柳政函[2018]110号	商务金融用地、批发零售用地	142,331.62
土地	119,667.19	柳政函[2018]107号	批发零售用地、城镇住宅用地	115,233.48
土地	53,523.34	柳政函[2018]122号	城镇住宅用地	129,924.71
土地	114,005.32	柳政函[2018]120号	城镇住宅用地	165,621.76
土地	183,213.81	柳政函[2018]109号	城镇住宅用地、商务金融用地、文体娱乐用地、批发零售用地	278,684.44
土地	11,144.67	柳政函[2018]118号	批发零售用地、城镇住宅用地	14,521.20
土地	14,525.73	柳政函[2018]112号	城镇住宅用地、批发零售用地	13,402.59
土地*	15,829.72	柳财建[2018]22号	-	15418.20
土地*	12,078.04	柳财建[2018]23号	-	11945.45

现金	26,400.00	柳财预[2018]318号	-	-
2、财政补贴				
补贴金额	依据文件			
67,700.00	柳财预[2018]93号，柳财预[2017]206号，柳财预[2018]336号，柳财预[2018]539号			

注：资产类别标注“*”表示截至2019年4月30日尚未办妥产权证书。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告和经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年末，公司无新纳入合并范围子公司，减少3家纳入合并范围子公司，具体明细详见表1。

公司对会计政策做出调整。根据财政部2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号）要求，公司编制2018年度财务报表，并采用追溯调整法变更了相关财务报表列报，资产负债表中将“应收票据”和“应收账款”归并至新增的“应收票据及应收账款”项目；将“应收股利”和“应收利息”归并至“其他应收款”项目；将“固定资产清理”归并至“固定资产”项目；将“工程物资”归并至“在建工程”项目；将“应付票据”和“应付账款”归并至新增的“应付票据及应付账款”项目；将“应付股利”和“应付利息”归并至“其他应付款”项目；将“专项应付款”归并至“长期应付款”项目。利润表中从“管理费用”项目中分拆出“研发费用”项目，在财务费用项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，以土地和在建项目为主，且长期应收款对公司营运资金形成占用，资产流动性一般

2018年公司资产规模保持较快增速，期末资产规模达到4,720,715.85万元，同比增长37.41%，主要系2018年柳州市人民政府以2.64亿元货币资金和57.40亿元国有建设用地向公司注资所致。从资产结构来看，公司仍以流动资产为主，截至2018年末公司流动资产占总资产的比重为70.28%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	558,663.84	11.83%	834,894.55	24.30%
存货	2,589,391.68	54.85%	1,795,552.44	52.27%
流动资产合计	3,317,833.92	70.28%	2,683,729.62	78.12%
可供出售金融资产	189,149.11	4.01%	89,957.36	2.62%
长期应收款	348,680.00	7.39%	-	-
固定资产	140,536.63	2.98%	141,978.01	4.13%
在建工程	276,698.97	5.86%	58,857.24	1.71%
无形资产	105,111.62	2.23%	88,766.87	2.58%
其他非流动资产	321,407.60	6.81%	359,357.33	10.46%
非流动资产合计	1,402,881.93	29.72%	751,658.94	21.88%
资产总计	4,720,715.85	100.00%	3,435,388.55	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金和存货构成。2018年末，公司货币资金余额较上年下降 33.09%，主要系本年公司向柳州交投等单位提供 50.42 亿元借款所致；公司不存在货币资金使用受限的情形。公司存货主要为拟开发的土地资产、土地整理成本、在建保障房和完工待售保障房，截至 2018 年末，公司存货账面价值为 2,589,391.68 万元，较 2017 年同比增加 44.21%，主要系柳州市人民政府向公司注入土地资产所致。其中，有 236,948.22 万元土地已抵押，主要为城镇住宅用地与商服用地，占存货的比例为 9.15%。

表 12 截至 2018 年末公司存货的主要构成（单位：万元）

二级科目	三级科目	账面价值
开发成本	待开发土地（土地资产）	1,704,354.04
开发成本	土地一级整理成本	287,117.36
开发成本	在建保障房	299,900.08
开发产品	完工保障房	297,791.85
低值易耗品	-	228.36
合计		2,589,391.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。截至 2018 年末，公司持有可供出售金融资产 189,149.11 万元，同比增长 110.27%，其中本年新增可供出售债务工具 49,781.55 万元，为子公司柳州市龙兴投资发展有限责任公司购买的富国资产富东 1 号单一资产管理计划，以公允价值计量；可供出售权益工具仍为对柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”）和国开精诚（北京）投资基金有限公司的股权投资，以成本计量。2018 年公司认购柳州银行股份有限公司股票 24,340 万股，投入股金 49,410.20 万元，2018 年末合计持有柳州银行的股权比例为

10.65%。截至2018年末，公司长期应收款余额为348,680.00万元，主要系柳州交投2笔借款合计300,000万元（利率均为5.255%，到期日均为2022年6月20日）和广西柳州市金融投资发展集团有限公司借款48,680万元（利率为柳州银行存款当期活期利率，期限5年）。截至2018年末，公司固定资产账面价值为140,536.63万元，主要是公司自持物业，因计提折旧导致规模略有下降。其他非流动资产包括代建工程支出和预付工程款，截至2018年末其他非流动资产为321,407.60万元，同比下降10.56%。

整体来看，公司资产规模持续增长，但资产以土地资产和在建项目为主，且长期应收款对公司营运资金形成占用，整体流动性一般。

盈利能力

公司营收规模下降，未来面临波动性，政府补助对利润有一定补充

公司营业收入主要来自土地一级整理收入和保障房销售收入。2018年公司保障房销售收入同比大幅增长38.18%，为24,134.49万元，但由于土地一级整理收入同比下降31.33%，导致全年营业收入同比下降14.74%，为91,216.54万元。毛利率方面，由于高毛利的土地一级整理收入占比下降，再加上保障房销售毛利率大幅下降，导致公司2018年综合毛利率下降为25.74%，较上年减少2.67个百分点。

目前公司承担了较多的基础设施及土地整理等项目，在建项目较多，业务具有较好的可持续性，但近年公司收入存在波动，未来需要关注土地市场、项目进度、政府验收进度、保障房销售状况等因素对收入确认的影响，以及政府拨款延迟对公司后续投入的影响。

2018年，公司利润总额为20,440.11万元，同比下降22.02%，主要是因为公司营业收入下降和综合毛利率下降导致的。2018年确认与公司日常活动相关的政府补助3,259.85万元，占利润总额的比例为15.95%，其中3,254.35万元政府补助为以前年度递延收益转入本期其他收益，政府补助对利润有一定补充。此外，2018年因轨道交通项目和火车站城市综合交通配套项目收到67,700万元政府补助，计入递延收益。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	91,216.54	106,990.18
营业利润	20,460.49	26,214.21
其他收益	3,259.85	5.37
利润总额	20,440.11	26,211.72
综合毛利率	25.74%	28.41%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司投资净流出规模较大，对外部融资依赖度高，未来仍面临筹资压力

2018年公司收现比为1.15，较上年小幅下降，收现状况良好。尽管公司2018年收到政府补贴规模较大，但由于本年新增购买土地资产带来购买商品、接受劳务支付的现金增加，导致经营活动现金净流量由2017年的净流入1,386.23万元下降为2018年的净流出21,799.99万元。

在投资活动方面，2018年公司虽然收到合作单位归还的借款及利息61,069.01万元，带来投资活动现金流入大幅增加，但公司新增支付出借款项504,180.00万元，最终使得公司投资活动产生现金净流出769,607.53万元，较上年显著增加。

在筹资活动方面，公司通过发行债券和银行借款，实现筹资活动现金净流入515,176.81万元。截至2019年3月末，公司在建的保障房项目、代建项目和土地整理项目、城市交通配套设施项目预计还需投入248.88亿元，再加上偿还到期债务，公司仍面临较大的资金压力。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.15	1.18
销售商品、提供劳务收到的现金	104,586.62	125,844.76
经营活动现金流入小计	168,962.68	131,249.37
购买商品、接受劳务支付的现金	175,036.94	118,973.77
经营活动现金流出小计	190,762.66	129,863.14
经营活动产生的现金流量净额	-21,799.99	1,386.23
投资活动产生的现金流量净额	-769,607.53	-273,324.37
筹资活动产生的现金流量净额	515,176.81	456,164.51
现金及现金等价物净增加额	-276,230.71	184,226.37

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加大

截至2018年末，公司负债总额为2,577,801.98万元，同比增长35.41%，主要系债务融资规模增长所致。本年柳州市政府以26,400.00万元货币资金和573,988.92万元国有建设用地作价出资，公司年末所有者权益增长为2,142,913.87万元，同比增长39.91%，公司产权比率为120.29%，所有者权益对负债的保障程度仍不高。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	2,577,801.98	1,903,738.26
所有者权益	2,142,913.87	1,531,650.30
产权比率	120.29%	124.29%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括预收款项、应交税费和一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司短期借款余额为0，主要系本年偿还30,000.00万元质押借款。截至2018年末，公司预收款项为房款72,581.07万元，预收款项较上年下降24.36%。公司应交税费主要是应交企业所得税和营业税，随着每年计提的税费持续积累，应交税费也持续增长。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债余额为47,250.00万元，包括一年内到期的抵押借款14,640.00万元、2014柳州龙投债分次偿还本金18,000.00万元和其他非流动负债14,610.00万元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债。截至2018年末，公司长期借款余额为599,620.00万元，同比增长18.31%，长期借款利率区间主要在4.90%至7.30%之间。应付债券较2017年增长7.29%，主要是本年新发行2年期、6亿元的债权融资计划18柳龙ZR001。专项应付款为柳州市财政局代公司偿付的银行借款，该借款用于公司建设柳州市水上运动基地项目，后与柳州市财政局、贷款银行签订置换存量债务协议。其他非流动负债是公司与管理方的往来款，包括柳州市安居建设投资开发有限公司借款202,707.00万元（利率区间在4.145%至5.395%之间）、柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）借款649,000.00万元（利率为5.255%）和柳州阳和开发投资有限公司借款24,800.00万元（按平均年化投资收益率不超过1.2%计算和支付投资收益，按合同本金的1%一次性支付融资管理费），其中一年内到期的其他非流动负债为14,610.00万元。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	30,000.00	1.58%
预收款项	72,581.07	2.82%	95,955.19	5.04%
应交税费	98,136.57	3.81%	92,216.39	4.84%
一年内到期的非流动负债	47,250.00	1.83%	97,496.00	5.12%
流动负债合计	291,773.03	11.32%	368,438.94	19.35%
长期借款	599,620.00	23.26%	506,800.00	26.62%
应付债券	631,608.31	24.50%	588,675.97	30.92%

专项应付款	125,200.00	4.86%	125,200.00	6.58%
其他非流动负债	861,897.00	33.44%	311,369.00	16.36%
非流动负债合计	2,286,028.95	88.68%	1,535,299.32	80.65%
负债总额	2,577,801.98	100.00%	1,903,738.26	100.00%
其中：有息债务	2,140,375.31	83.03%	1,534,340.97	80.60%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，公司有息债务为2,140,375.31万元，同比增长39.50%，其中97.79%的有息债务为非流动负债。公司有息债务大部分为长期性债务，从静态角度看，2019-2021年分别需偿还21.65亿元、37.47亿元和42.11亿元，未来偿债压力不断增加。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	216,526.00	374,714.00	421,114.00	1,128,021.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司资产负债率为54.61%，较2017年下降0.81个百分点。公司流动比率和速动比率较2017年有所上升。由于利润下降，公司EBITDA有所下降，加之有息债务增长，公司盈利能力对有息债务的本金和利息保障程度下降。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	54.61%	55.42%
流动比率	11.37	7.28
速动比率	2.50	2.41
EBITDA（万元）	27,492.53	28,750.58
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.40
有息债务/EBITDA	77.85	53.37

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月5日），公司本部不存在未结清不良信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司为柳州市投资控股有限公司提供一笔20亿元的连带责任担保，是公司净资产的9.33%，柳州市投资控股有限公司为柳州市国资委旗下另一重要基础设施投融资平台。该笔担保期限较长，公司未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
柳州市投资控股有限公司	200,000.00	2034 年 1 月 6 日	无反担保

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年，柳州市GDP及公共财政收入保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。公司作为柳州市城市交通配套设施建设重要实施主体，在柳州市城市交通配套设施建设中占据重要地位。公司承担的代建基础设施和土地整理业务规模较大，营业收入持续增长且未来收入较有保障。此外，获得政府资产注入和政府补助等形式的外部支持，壮大了公司的资本实力和利润规模。

同时我们也关注到，公司资产以土地和在建项目为主，长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性一般。公司在建项目较多，面临较大的资金压力。随着对外融资增加，公司有息债务大幅增长，偿债压力加大。公司对外担保期限较长，未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元上调本期债券信用等级为AA+，上调公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	558,663.84	834,894.55	651,468.17
应收账款	11,507.86	48,269.99	60,417.16
存货	2,589,391.68	1,795,552.44	2,095,815.86
可供出售金融资产	189,149.11	89,957.36	59,507.36
长期应收款	348,680.00	-	-
固定资产	140,536.63	141,978.01	1,012.12
在建工程	276,698.97	58,857.24	133.75
无形资产	105,111.62	88,766.87	25.07
其他非流动资产	321,407.60	359,357.33	-
总资产	4,720,715.85	3,435,388.55	2,903,717.33
短期借款	-	30,000.00	-
预收款项	72,581.07	95,955.19	66,371.60
应交税费	98,136.57	92,216.39	88,440.75
一年内到期的非流动负债	47,250.00	97,496.00	49,600.00
长期借款	599,620.00	506,800.00	585,548.00
应付债券	631,608.31	588,675.97	474,953.91
专项应付款	125,200.00	125,200.00	70,800.00
其他非流动负债	861,897.00	311,369.00	-
总负债	2,577,801.98	1,903,738.26	1,390,536.88
有息债务	2,140,375.31	1,534,340.97	1,110,101.91
所有者权益	2,142,913.87	1,531,650.30	1,513,180.45
营业收入	91,216.54	106,990.18	100,056.34
其他收益	3,259.85	5.37	-
营业利润	20,460.49	26,214.21	17,436.35
营业外收入	2.14	0.37	14,528.71
利润总额	20,440.11	26,211.72	31,887.84
经营活动产生的现金流量净额	-21,799.99	1,386.23	-232,144.30
投资活动产生的现金流量净额	-769,607.53	-273,324.37	107,054.22
筹资活动产生的现金流量净额	515,176.81	456,164.51	413,556.62
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	25.74%	28.41%	19.59%
收现比	1.15	1.18	0.33
产权比率	120.29%	124.29%	91.89%
资产负债率	54.61%	55.42%	47.89%

流动比率	11.37	7.28	11.10
速动比率	2.50	2.41	2.92
EBITDA（万元）	27,492.53	28,750.58	31,994.39
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.40	0.54
有息债务/EBITDA	77.85	53.37	34.70

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
柳州市龙兴投资发展有限责任公司	11,000	90.91%	安置房、城市基础设施建设
柳州碧水莲花酒店管理有限公司	3,000	100%	酒店运营管理
柳州市龙建环保科技有限公司	2,000	100%	环保
柳州莲花山庄有限责任公司	100	100%	酒店运营管理

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+其他非流动负债

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。