

2017 年柳州市龙建投资发展有限责任公司

城市停车场专项债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100796】

评级对象: 2017年柳州市龙建投资发展有限责任公司城市停车场专项债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA	2019年6月28日
前次跟踪:	AA	稳定	AA	2018年6月27日
首次评级:	AA	稳定	AA	2017年8月8日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	62.63	82.75	53.58	48.47
刚性债务	109.16	155.67	151.58	179.09
所有者权益	151.34	153.40	214.67	214.68
经营性现金净流入量	-21.64	1.37	52.43	-15.86
发行人合并数据及指标:				
总资产	290.37	343.54	472.07	500.22
总负债	139.05	190.37	257.78	285.70
刚性债务	112.96	155.67	216.57	242.94
所有者权益	151.32	153.17	214.29	214.52
营业收入	10.01	10.70	9.12	0.63
净利润	2.38	1.93	1.50	0.01
经营性现金净流入量	-21.23	0.14	-2.18	-9.83
EBITDA	3.20	2.87	2.75	—
资产负债率[%]	47.89	55.42	54.61	57.11
长短期债务比[%]	443.22	416.70	783.50	730.01
权益资本与刚性债务比率[%]	133.96	98.39	98.95	88.30
流动比率[%]	1110.4	728.41	1137.13	1011.68
现金比率[%]	254.50	226.60	191.47	146.80
利息保障倍数[倍]	0.53	0.37	0.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.53	0.40	0.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01	—

注:发行人数据根据经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
邹媛 zouyuan@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对柳州市龙建投资发展有限责任公司(简称柳州龙建、发行人、该公司或公司)及其发行的17柳州龙投专项债的跟踪评级反映了2018年以来柳州龙建在区域经济环境、外部支持及财务弹性等方面保持优势,同时也反映了公司在投融资、项目回款、资产质量及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域经济实力较强。**柳州市工业基础较雄厚,汽车、机械、冶炼等支柱产业具有较强的竞争优势,经济体量在广西地级市中位居第二。
- **外部支持力度较大。**柳州龙建作为柳州市重要的保障房、市政基础设施的投融资主体,能够在项目、运营、资产等方面获得积极支持。2018年,公司收到政府注入的土地资产,进一步增强了资本实力。
- **具有一定财务弹性。**柳州龙建负债经营程度合理,目前在持可动用货币量较为充裕,且拥有一定的未使用银行授信和200万余平方米未抵押土地资源,未来仍具有一定再融资空间。

主要风险:

- **资金平衡压力。**柳州龙建承担了较多项目工程建设,有息债务风险积聚,且未来还有大额资金支出规划,面临持续的投融资压力。
- **项目回款风险。**柳州龙建建设项目回款时点较为滞后,加上存在较大额的非经营性资金流出,资金回收时点不确定。
- **资产质量一般。**柳州龙建资产以土地和工程项目为主,土地资产价值容易受土地市场波动影响,工程项目资金回笼缓慢,公司整体资产质量一般。

- 或有负债风险。柳州龙建存在一定规模的对外担保，面临由此形成的担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对柳州龙建及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年柳州市龙建投资发展有限责任公司

城市停车场专项债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年柳州市龙建投资发展有限责任公司城市停车场专项债券（简称“17 柳州龙投专项债”）的跟踪评级安排，本评级机构根据柳州龙建提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳州龙建的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2016 年 11 月，经《国家发展改革委关于广西柳州市龙建投资发展有限责任公司发行城市停车场建设专项债券核准的批复》（发改企业债券[2016]320 号）同意，该公司于 2017 年 9 月 20 日发行了总额为 5 亿元、期限为 10 年、利率为 7.00% 的 17 柳州龙投专项债，募集资金 4.75 亿元用于停车场项目，0.25 亿元用于补充营运资金。截至本评级报告出具日，募集资金已使用完毕。

截至本报告日，该公司存续期内的债券包括 2 期公司债券（企业债）、2 期非公开发行公司债、2 期中票、2 期非公开定向融资工具和 1 期债权融资计划，待偿还债券本金 70.60 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行时间	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	本期偿付情况
14 柳州龙投债	2014 年 4 月	10 年	8.28	18.00	12.60	按期偿付 1.8 亿元
16 柳龙 01	2016 年 3 月	3+3 年	4.99	8.00	8.00	回售 5.1 亿元并将其全部转售，目前票面利率 7.5%
16 龙建投资 MTN001	2016 年 3 月	5 年	4.45	15.00	15.00	未到期
16 柳龙 02	2016 年 8 月	3+3 年	4.55	7.00	7.00	未到期
17 柳州龙投专项债	2017 年 9 月	10 年	7.00	5.00	5.00	未到期
17 柳州龙建 PPN001	2017 年 9 月	3+2 年	6.50	5.00	5.00	未到期
17 柳州龙建 PPN002	2017 年 11 月	3+2 年	6.50	5.00	5.00	未到期
18 柳龙 ZR001	2018 年 4 月	2 年	7.0-7.3	6.00	6.00	未到期
19 龙建投资 MTN001	2019 年 2 月	3 年	6.75	7.00	7.00	未到期

资料来源：wind 资讯（至本报告出具日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善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，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》(简称“《规划》”)对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求,其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体,各级政府需确保必要投入,强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障;充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用;大力推广政府和社会资本合作(PPP),推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道,形成政府投资和社会资本的有效合力;推进价格机制改革,统筹运用税收、费价政策,按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则,清晰界定政府、企业和用户的权利义务,建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末,我国城镇化率为59.58%,与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间,在未来一段时间内,城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务,而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛,包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设,以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中,城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用,但债务规模也不断增大,风险有所积聚。为规范政府举债行为,监管部门出台了一系列政策。2014年9月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”),明确提出政府债务不得通过企业举借,剥离城投企业的融资职能。10月,财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351号),对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年,新预算法实施,地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年,国务院、财政部等部委陆续出台多项政策,从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展,进一步规范细化地方政府债务管理。2017年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月,财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),加强融资平台公司融资管理。5月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来,切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之,但与此同时,扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措,城投企业合理融资需求仍需保障。2月,国家发展改革委和财政部联合发布《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),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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),明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不

得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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，依法依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。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，柳州市汽车、机械、冶炼等支柱产业地位仍突出，受累于汽车行业景气度下滑，柳州市经济增速持续放缓。

柳州市位于广西壮族自治区中北部，系广西最大的工业城市。跟踪期内，受累于汽车工业经济运行下滑，柳州市经济增速持续减缓。2018年全市地区生产总值3053.65亿元，比上年增长6.4%，增速较上年下降0.7个百分点。其中，第一产业增加值195.00亿元，增长4.9%；第二产业增加值1608.66亿元，增长2.6%；第三产业增加值1249.99亿元，增长11.9%。三次产业结构调整至6.39:52.68:40.93。按常住人口计算，人均地区生产总值7.59万元。2019年第一季度，柳州市实现地区生产总值636.06亿元，同比增长0.7%，增速较上年同期大幅下降6.6个百分点。

图表 2. 2016 年以来柳州市主要经济指标

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	2476.94	7.3	2755.64	7.1	3053.65	6.4	636.06	0.7

项目	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
其中：第一产业增加值（亿元）	180.15	3.5	189.49	3.7	195.00	4.9	—	—
第二产业增加值（亿元）	1361.80	5.7	1487.08	4.4	1608.66	2.6	—	—
第三产业增加值（亿元）	934.99	10.4	1079.07	11.6	1249.99	11.9	—	—
固定资产投资（亿元）	2338.61	14.0	2697.20	15.3	—	15.4	—	13.7
规模以上工业总产值（亿元）	4685.11	5.1	5025.22	7.5	5000.04	2.1	1116.54	-8.7
社会消费品零售总额（亿元）	1045.13	10.7	1155.64	10.6	1266.58	9.6	299.79	7.9
进出口总额（亿美元）	135.37	-2.4	—	—	173.09	0.6	—	—
城镇居民人均可支配收入（元）	30270	7.4	32661	7.9	34849	6.7	10307	7.6
三次产业结构比例	7.3:55.0:37.7		6.88:53.96:39.16		6.39:52.68:40.93		—	

资料来源：2016-2018年柳州市国民经济与社会发展统计公报、柳州市统计局

图表 3. 2016-2018年广西前五大地级地区生产总值及增速情况（单位：亿元，%）

排名	城市	2016年		2017年		2018年	
		金额	增速	金额	增速	金额	增速
1	南宁市	3703.39	7.0	4118.83	8.0	—	5.4
2	柳州市	2476.94	7.3	2755.64	7.1	3053.65	6.4
3	桂林市	2075.89	7.0	2045.18	3.9	—	6.9
4	玉林市	1553.91	8.0	1699.54	7.6	—	7.2
5	梧州市	1175.60	7.6	1338.10	6.7	—	1.8

资料来源：根据公开信息整理

柳州市已形成了以汽车、机械、冶炼为支柱产业，制药、化工、造纸、制糖、建材等产业协同发展的现代工业体系，拥有柳州五菱汽车、上汽通用五菱、广西柳工机械公司、广西柳州钢铁等一批在国内外市场上具有较强竞争力的优势企业和名牌产品。受宏观经济增速放缓、购置税优惠政策退出、国际贸易争端等负面因素影响，2018年7月起我国汽车行业运行滑落，对柳州市整体工业经济影响较大。2018年，柳州市规模以上工业总产值5000.14亿元，增长2.1%。其中，规模以上汽车工业总产值2274.49亿元，下降7.9%，下拉规模以上工业总产值4.0个百分点；规模以上冶金工业总产值956.72亿元，增长12.6%；规模以上机械工业总产值441.91亿元，增长19.0%。2019年以来，汽车行业景气度进一步弱化，1-3月柳州市工业总产值、规模以上工业总产值分别为1157.18亿元、1116.54亿元，分别同比下降8.3%、8.7%。

柳州市固定资产投资保持较高增速，2018年投资较上年增长15.4%，第一、二、三次产业投资增速分别为60.5%、15.5%和14.2%。从投资领域看，固定资产投资重心集中在第二产业的制造业和第三产业的房地产、基建类。2018年制造业投资同比增长11.1%，占全市投资的14.4%；基础设施投资同比增长8.4%，占比为40.0%；房地产投资同比增长11.4%，占比27.2%。2019年第一季度，柳州市固定资产投资同比增长13.7%，增速较上年同期微降0.1个百分点。

图表 4. 2016 年以来柳州市固定资产投资及增速情况（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	894.4	2.0	966.23	8.0	—	9.8
基础设施	760.7	56.3	—	—	—	8.4
房地产	344.8	14.3	440.88	15.8	440.1	11.4

资料来源：柳州市统计局

2017 年 11 月柳州市政府发布《关于执行柳州市房地产市场调控工作方案的通知》¹，当地楼市开始回调。2018 年柳州市房地产投资增速下滑 3.2 个百分点至 11.4%，销售持续扩大但增速明显减缓。全年全市商品房销售面积 637.1 万平方米，增长 20.5%；商品房销售额 495.1 亿元，增长 26%；销售面积和销售额增速分别较上年下滑 7.6 个百分点和 16.7 个百分点。2019 年 1-4 月，柳州市房地产投资低位增长，销售量升价跌。当期全市房地产开发投资增长 0.4%；商品房销售面积 143.09 万平方米，同比增长 20.8%；商品房销售额 111.20 亿元，增长 15.2%。

图表 5. 2016 年以来柳州市房屋建设及销售情况（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积（万平方米）	2199.5	6.4	2298.18	4.5	2700.9	17.5
商品房竣工面积（万平方米）	200.66	-7.9	194.84	-2.9	171.9	11.8
商品房销售面积（万平方米）	412.9	25.4	528.76	28.1	637.1	20.5
其中：商品住宅销售面积（万平方米）	387.99	34.7	528.76	28.1	575.17	19.4
商品房销售额（亿元）	275.36	24.9	392.98	42.7	495.1	26.0
其中：商品住宅销售额（亿元）	251.34	44.6	343.22	36.6	439.41	28.0

资料来源：柳州市统计局

土地市场方面，在房地产调控政策下，2018 年柳州土地成交量价齐跌。当年柳州市成功出让地块 65 宗，流拍地块 3 宗，溢价地块 15 宗，总成交面积 4074.62 亩，同比下降 11.06%，总成交金额 141.31 亿元，同比下降 18.38%。从土地成交性质看，商住混合用地区位较好，成交额增多，由上年的 54.24 亿元增至 85.93 亿元，但面积同比减少 22.58% 至 1755.53 亩；纯居住用地和商业用地成交均明显下滑，其中纯居住用地成交额减少 59.31% 至 42.26 亿元，成交面积 1423.93 亩，增长 3.34%，主要系 2018 年供应的纯居地块大多涉及安置用地、定向供应限价地、旧城改造用地，多数由城投底价成交，商业用地成交额 4.43 亿元，仅为上年的 29.47%。2019 年 1-4 月，柳州市出让地块 14 宗，出让面积 771.31 亩，成交总额为 32.52 亿元，出让地块较上年同期减少 1 块，出让面积和成交总额同比分别下降 20.38% 和 13.76%

图表 6. 近年来柳州市土地出让情况

年份	成交宗数	成交面积（亩）	成交总额（亿元）
2014	36	2144.09	63.77

¹ 为近三年柳州市首次出台房地产调控政策，涉及加强商品房销售价格、商品房销售行为、商品房购买支付、商品房转让行为、土地市场等方面管理和加强房地产市场执法检查等。

年份	成交宗数	成交面积（亩）	成交总额（亿元）
2015	30	2974.52	79.64
2016	50	4126.24	111.32
2017	71	4581.29	173.14
2018	65	4074.62	141.31

资料来源：根据公开资料整理

2. 业务运营

跟踪期内，作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司仍主要从事基础设施建设、土地一级开发整理和保障性住房项目建设等业务。近期公司还重点参与了柳州市城市公共交通配套工程一期、二期，后续具体建设内容、进度和运作模式易受国家发改委批复、柳州市轨交规划调整影响而发生变化。

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事基础设施建设、土地一级开发整理和保障性住房项目建设业务；在 2017 年四季度还新增开展了城市公共交通配套项目建设。2018 年公司实现营业收入 9.12 亿元，同比减少 14.74%。当年土地一级整理收入同比下降 31.33% 至 6.01 亿元，成为主业减收的重要因素；其余业务收入规模相对较小，但均有不同程度的增长。2019 年第一季度，公司实现营业收入 0.63 亿元，主要来自于保障性住房业务结转。

图表 7. 公司营业收入及毛利情况（单位：万元，%）

业务收入	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	2723.57	2.72	654.76	0.61	922.63	1.01	210.87	3.32
自建工程	64004.24	63.97	—	—	—	—	—	—
保障性住房	24665.77	24.65	17465.75	16.32	24134.49	26.46	4503.08	70.97
资产管理收入	390.77	0.39	629.18	0.59	1102.32	1.21	330.20	5.20
土地一级整理	8271.99	8.27	87477.78	81.76	60070.99	65.86	—	—
酒店经营及其他	—	—	762.72	0.71	4986.10	5.47	1300.95	20.50
合计	100056.34	100.00	106990.18	100.00	91216.54	100.00	6345.09	100.00
毛利	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	2723.57	13.90	654.76	2.15	922.63	3.93	210.87	13.34
自建工程	4670.66	23.83	—	—	—	—	—	—
保障性住房	3543.88	18.08	5723.07	18.83	3214.92	13.69	972.69	61.54
资产管理收入	390.77	1.99	354.65	1.17	500.34	2.13	231.27	14.63
土地一级整理	8271.99	42.20	24761.12	81.45	23399.52	99.65	—	—
酒店经营及其他	—	—	-1094.11	-3.60	-4556.37	-19.40	165.64	10.48
合计	19600.87	100.00	30399.48	100.00	23481.05	100.00	1580.47	100.00

资料来源：柳州龙建

(1) 基础设施建设业务

该公司承担了柳州市部分路网建设（主要为保障性住房周边路网）、山体治理、旧城改造（含棚户区改造）等建设任务。2017 年以前，公司承接的基础设施项目分为自建及代建两种模式，其中自建模式由公司立项并负责资金筹措和项目投资，建设期柳州市财政局按工程进度向公司支付建设资金及 10% 收益；代建模式则系公司按项目总概算的 10% 确认收益，每年末按完工百分比核定公司收益。自 2017 年起，柳州市政府与公司业务合作模式全部转为代建（含 2017 年之前已建未结算以及在建项目），即项目建设资金仍由公司向银行贷款和自筹，政府对此类模式下的完工项目仅拨付代建管理费，代建管理费参照《基本建设项目建设成本管理规定》（财建[2016]504 号）确认代建管理费收入（费率水平见下表）；不确定成本拨付时间和项目移交时间。新运作模式进一步加大了公司在基础设施建设项目的垫资压力。会计核算上，公司 2016 年及以前将基础设施项目支出在存货中核算；2017 年起在其他非流动资产列示项目建设投入（2017 年之前已建未结算及在建项目一并调整入账至其他非流动资产），根据当年投资进度结转代建管理收入，并将收到的成本拨付计入专项应付款后年末冲抵其他非流动资产。

图表 8. 项目建设管理费总额控制数费率表

工程总概算	费率(%)	算例	
		工程总概算	项目建设管理费
2011	37	1000	$1000 \times 2\% = 20$
1000 以下	2	5000	$20 + (5000 - 1000) \times 1.5\% = 80$
1001—5000	1.5	10000	$80 + (10000 - 5000) \times 1.2\% = 140$
5001—10000	1.2	50000	$140 + (50000 - 10000) \times 1\% = 540$
10001—50000	1	100000	$540 + (100000 - 50000) \times 0.8\% = 940$
50001—100000	0.8	200000	$940 + (200000 - 100000) \times 0.4\% = 1340$

资料来源：新世纪根据公开信息整理

2018 年该公司代建管理费收入为 922.63 万元，主要来自于学院路中学、香兰中路东段和楼梯山横一路改造项目工程等。当年公司完成了滨江景观大道 C 段二期、炮团路东段、香兰中路东段、烈士纪念馆等工程，重点建设了静兰整村改造、柳西水厂进出口道路工程、静兰片区地下综合管廊、滨江西路壶西大桥至白露大桥段。上述在建项目投资规模偏大，后续还有较大规模融资需求。目前，公司在基础设施方面暂无拟建项目计划。

图表 9. 截至 2018 年末主要在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	总投资额	已投资额	2019 年计划投资额
静兰整村改造 ²	2017.01-2019.12	48.00	14.09	21.00
柳西水厂进出口道路工程	2017.12-2019.12	6.36	1.51	4.85
静兰片区地下综合管廊	2018.08-2020.12	12.77	0.09	12.68
滨江西路壶西大桥至白露大桥段	2018.12-2019.12	6.89	4.15	2.74
合计	—	74.02	19.84	41.27

资料来源：柳州龙建（截至 2018 年末）

² 为基础设施建设和土地开发综合项目

(2) 土地整理业务

2017 年以前，该公司土地整理项目均由土储中心立项、拆迁谈判签约，项目建成后由土储中心回购、柳州市财政拨付资金。项目建设前期，土储中心预付给公司部分项目铺底资金，由于预付金额较有限，大部分建设资金仍需通过公司自筹；公司每年根据工程进度，按项目投资额的 10% 确认代建收益。2017 年以后，公司作为土地一级整理的项目开发主体，负责办理规划、筹措资金等；对于新建和存量项目，市财政不再按照固定比率的方法结算项目款项，而是根据所整理的土地出让情况与公司结算土地整理收入，即由净额法调整为总额法核算，收入核算方法的变更使得土地一级整理收入大幅增加，但可持续性对未来土地市场景气度、政策规划和土地指标的依赖较大。会计处理方面，公司土地整理业务支出一直入账在存货科目，相关业务收入计入土地一级整理收入。

2018 年该公司重点在整理开发的土地包括静兰片区（即为静兰整村改造）、水南片区，其中静兰片区仍处大规模投入阶段，水南片区开发已接近尾声。2018 年公司整理土地中位于静兰片区和水南片区的 5 宗土地实现出让，出让面积 244.86 亩，较上年减少 3.75%，实现土地一级整理收入 6.01 亿元，较上年下降 31.33%，收入降幅超过面积一方面受土地市场回落影响，另外一方面是与地块所处区位相对偏远有关。土地出让返还金方面，4.88 亿元于 2018 年拨付，剩余 1.13 亿元已于 2019 年一季度到位。

图表 10. 2018 年公司土地整理业务确认收入及成本明细表（单位：亩，万元）

项目	宗地位置	土地性质	出让面积	土地整理收入	土地整理成本
静兰片区	桂柳路南侧莲花山庄东侧	商业用地	116.22	33868.41	19141.62
静兰片区	独秀苑项目配套用地地块	商住混合用地	3.31	1496.87	846.00
静兰片区	桂柳路南侧	商业用地	0.47	138.10	78.05
水南片区	西江路北侧静兰路西侧	商业用地	33.66	13410.54	9064.49
水南片区	东环路东侧炮团路北侧	商住混合用地	91.201	11157.07	7541.31
合计			244.86	60070.99	36671.47

资料来源：柳州龙建

(3) 保障房业务

该公司承建了柳州市部分公租房、廉租房及安置房等保障性住房项目。公租房及廉租房项目通过自筹资金进行建设，以项目投资总概算的 10% 确认为收入，建设成本全通过市财政局拨付的项目配套资金实现回笼。安置房（含棚户区改造）建设方面，2013 年以前公司安置房项目的建设由政府签订代建回购模式，在公司取得《商品房预售许可证》或建成地面以上三层后，政府向公司支付房款，最多不超过总房款的 80%（此部分收入确认在公司自建工程收入中）；待房屋具备办理商品房产证后一个月内，政府将剩余房款支付给公司（此部分收入确认在公司保障性住房收入中），公司安置房项目建设期在 3 年左右，而回购资金支付期一般为 10 年，项目建设期公司垫付资金规模较大且回款较慢。作为对公司建设安置房的市场化补偿，2015 年 8 月公司获批对完成安置工作后剩余房源的 90% 按照市场价格对外销售。会计处理上，用于销售的棚户区改造及保障房计入存货，并在房源交付后按实际销售价格结转收入；其余代建的保障性住房开

发支出 2016 年及以前在存货核算，2017 年起全部调整至其他非流动资产入账，收入确认参照实际投资结合对应代建费率（同基础设施代建费率）。

2018 年该公司保障性住房项目通过回购及对外销售分别确认收入 2.41 亿元。项目建设方面，2018 年公司对宜居馨苑、文庭新居、柳韵华府、美景华庭进行竣工结算，推进独秀苑三期、碧芙蓉、水南华庭二期项目。年末独秀苑三期、碧芙蓉、水南华庭二期等仍处于在建状态，已完成投资 22.82 亿元，尚需投入 24.18 亿元。此外，公司暂无拟建项目。

该公司公租房及廉租房项目配套资金在项目完工后结算，安置房项目回购期限较长且明显滞后于建设期。总体看，公司项目建设过程中垫资规模较大，随着承建保障房项目的进一步增多，公司或将面临较大的资金压力。

图表 11. 公司在建保障性住房项目（单位：万平方米、套、亿元）

项目名称	保障房类型	建设周期	占地面积	总建筑面积	总套数	总投资额	累计投资额	待投资额
碧芙蓉（一期&二期）	安置房	2017-2020	293	36.00	1351	20.00	9.95	10.05
水南华庭（二期）	安置房	2017-2020	170	30.70	1716	14.00	2.58	11.42
独秀苑三期	安置房	2017-2019	106.9	25.50	1552	13.00	10.29	2.71
合计	—	—	569.90	92.20	4619	47.00	22.82	24.18

资料来源：柳州龙建（截至 2018 年末）

该公司土地储备较为充足，截至 2018 年末拥有土地使用权 347.46 万平方米，账面价值共计 206.84 亿元（分别计入存货 195.45 亿元、无形资产 10.49 亿元和其他非流动资产 0.90 亿元）。其中作价出资的土地使用权账面价值 166.72 亿元（按评估价入账，财政局已缴纳土地出让金），面积为 219.66 万平方米，土地用途主要为城镇住宅用地及商服用地（商业）；划拨的土地使用权账面价值 0.29 亿元（按评估价入账），面积为 12.87 万平方米，土地用途主要为城镇住宅（廉租住房、公共租赁住房）用地；“招拍挂”获取的土地使用权账面价值 39.83 亿元，面积为 114.93 万平方米，土地用途主要为城镇住宅用地及商服用地。上述已抵押土地账面价值合计 23.69 亿元，其中用于抵押的作价出资和公开竞得的土地使用权价值分别为 10.44 亿元和 13.25 亿元，已抵押面积分别为 6.15 万平方米和 38.74 万平方米。

（4） 城市公共交通配套工程

2015 年 9 月，柳州市常委会同意启动城市轨道交通建设。柳州轨道交通线路网由 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线、S1 号线、S2 号线、S3 号线共七条线路组成，规划总里程约 226.8 公里，车站数量 129 座，换乘站 15 座，采用悬挂式单轨。

2019 年 5 月，柳州市城市轨道交通项目规划文件已被国家发改委接受受理³，审批结果暂未知。建设资金来源方面，城市轨交项目拟通过财政拨款和自筹资金解决，其中

³ 柳州市申报的轨道交通建设制式为轻轨；当地经济财政状况符合《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）文件规定的申报建设轻轨城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。

财政资金占比不低于 40%⁴，自筹资金则包括公司自有资金以及外部借款⁵。柳州市政府下发了多个文件支持城市轨交项目建设。2018 年 8 月，柳州市人民政府出具《关于柳州市城市轨道交通近期建设资金支持的实施意见》，明确城市轨道交通建设规划项目资本金由市政府出资，资金来源为一般公共预算和政府性基金预算，建设期形成的债务本息、维持运营投资和运营成本的资金平衡将以公司自身运营收入和沿线土地物业开发收入为基础，资金缺口部分由市财政轨道交通建设专项资金每年安排不少于 4 亿元。此外，为保障与落实轨道交通项目建设用地和轨道交通建设专项资金，柳州市人民政府于 2018 年 2 月印发《柳州城市轨道交通土地资源开发利用管理办法》（柳政规[2018]7 号）明确原则上城市轨道交通设施用地直接划拨给轨交集团，其他开发类建设用地以作价出资注入轨交集团或由其公开竞拍获取；城市轨道交通建设专项资金将从市区范围内土地出让价款中提取⁶，城市轨道交通项目建设范围内的土地出让收入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。

为加快推进城市轨道交通前期工作，2017 年 1 月柳州市发展和改革委员会同意柳州市城市公共交通配套工程一期（思贤至门头路和莲花山庄至华侨城）、公共交通配套工程二期（唐家至白莲洞）立项⁷，并由该公司组织建设。依据项目建议书批复，公共交通配套工程一期、二期合计总投资额为 185.30 亿元，其中一期项目工程路线总长 37 公里，设置车站 27 座，其中思贤至门头路和莲花山庄至华侨路路线总长 18 公里，车站 12 座，门头路至莲花山庄线路总长 19 公里，车站 15 座；二期项目工程线路总长 20 公里，设置车站 17 座，从唐家至白莲洞路。截至 2018 年末，城市公共交通配套工程累计投资 30.64 亿元，已完成部分线段的土地整理，正在桥梁桩基施工，未来还将投入 154.66 亿元，资金来源于自有资金和基金借款，后续建设内容、进度和运作模式受国家发改委批复、柳州市轨交规划影响较大。

作为城市公共交通配套工程的前置项目，火车站城市综合交通配套工程于 2016 年 8 月获柳州市发改委立项批复。火车站城市综合交通配套工程位于火车站东站房与东广场之间、南站路拟建下穿隧道下方，结构与火车站和东广场连通，工程长度约为 410 米，宽约 47 米，埋深约 25 米，包含预留轨道交通通道、客流集疏运设施、配套生产和辅助用房、配套市政工程等的土建工程。截至 2018 年末，该项目已投资 3.65 亿元，完成南疆区域主体结构部分和相关道路改造，正在进行火车站换乘站负一层主体结构施工和管线迁改。

图表 12. 公司在建城市轨道交通项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	总投资额	已投资额	待投资额
火车站城市综合交通配套工程	2016.03-2019.12	19.50	3.65	15.85

⁴ 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）文件，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，轨道交通项目总投资中财政资金投入不得低于 40% 并严禁以各类债务资金作为项目资本金。

⁵ 2018 年 8 月已获得国家开发银行柳州市分行关于柳州市城市轨道交通线网规划项目贷款意向的函，国家开发银行柳州市分行意向提供柳州市城市轨道交通线网规划项目 369.75 亿元人民币和 3 亿美元或等值人民币贷款，贷款期限原则上不超过 29 年，宽限期不超过 5 年。

⁶ 从 2018 年 1 月 1 日起，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，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，每季度清算一次，次月安排。

⁷ 柳州市城市公共交通配套工程一期、二期线路设置与柳州市轨道交通建设规划线路（2017-2020 年）的部分内容一致。

项目名称	计划建设周期	总投资额	已投资额	待投资额
柳州市城市公共交通配套工程一期、二期	2017.12-2020.12	185.30	30.64	154.66
合计	—	204.80	34.29	170.51

资料来源：柳州龙建（截至 2018 年末）

(5) 其他业务

2018 年，该公司资产管理业务实现收入 1102.32 万元，主要为房屋出租收入，该业务规模较小，对公司经营影响有限。

2017 年 11 月，该公司新建的莲花山庄投入运营（总投资 18.00 亿元），2018 年实现酒店经营收入 4986.10 万元。因尚处于业务培育期，收入无法完全覆盖日常支出和固定资产折旧，营业毛利为-1094.11 万元。

管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，仍是轨道交通投资集团全资子公司。公司关联交易主要体现为公司向轨道集团及其下属的柳州轨交提供大额有息借款。

跟踪期内，该公司产权结构稳定，治理架构、高级管理人员以及管理制度未发生重大变化。公司仍为轨道交通投资集团全资子公司，实际控制人仍为柳州市国资委。

轨道集团系柳州市人民政府直属企业，由柳州市国资委代表柳州市人民政府履行出资人职责。轨道集团主要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。2018 年末，轨道集团经审计的合并口径资产总额为 473.76 亿元，所有者权益为 214.79 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 214.21 亿元）；2018 年度实现营业收入 10.63 亿元，净利润 1.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.04 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-3.43 亿元。

为满足轨道集团日常运营支出，2018 年该公司向轨道集团及其下属子公司柳州轨道交通产业发展有限公司（以下简称“柳州轨交”）⁸提供大额有息借款，年末借款本金合计 40.90 亿元，由此产生应收利息 1.59 亿元。此外，公司因土地一级整理与土储中心之间存在业务往来以及经营性往来。2018 年公司向土储中心销售保障房 1.44 亿元，年末预收土储中心 5.93 亿元。

图表 13. 2018 年末公司主要关联资金拆解情况

交易对手	金额	起止日期	科目	备注
轨道集团	8.80	2018/12/31 2019/12/30	其他流动资产	公司与轨道集团签订最高额借款合同约定 2018 年 1 月 1 日 2019 年 12 月 31 日期间，轨道集团可向公司一次或多次申请总额不超过 10 亿元的借款，每笔借款期限不超过 1 年，借款利率为 5.255%/年，借款用途为补充轨道集团流动资金。
轨道集团	30.00	2018/02/01 2022/06/20	长期应收款	分两笔借出，第一笔金额为 15 亿元，自 2018 年 2 月 1 日-2022 年 6 月 20 日，借款利率 5.255%/年；第二笔金额为 15 亿元，自 2018 年 2 月 14 日-2022 年 6 月 20 日，借款利率 5.255%/年；以上借款均用于补充轨道集团流动资金。
柳州轨交	2.05	2018/12/19 2019/12/18	其他流动资产	公司与柳州轨交签订最高额借款合同约定 2018 年 1 月 1 日 2019 年 12 月 31 日期间，柳州轨交可向公司一次或多次申请总额不

⁸ 柳州轨交从事轨交桥梁、设备的产销

				超过 2.5 亿元，每笔借款期限不超过 1 年，借款利率为 5.255%/年，借款用途为补充柳州轨交流动资金。
合计	40.90	—	—	—

资料来源：柳州龙建

根据 2019 年 5 月 5 日《企业信用报告》所载，该公司本部未结清信贷信息中无不良记录。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台的 2019 年 6 月 19 日信息查询结果，公司本部无异常情况。

财务

由于项目建设和非经营资金流出增加，2018 年该公司负债规模增长较快，但受益于柳州市财政局注入资本金和土地资产，财务杠杆仍处于合理水平。未来随着承接项目增加、开发力度加大及长期债务逐步到期，公司面临持续的资金平衡压力。2019 年第一季度，公司筹资力度有所放缓，但前期融入款项临近偿付期，即期偿付压力明显上升。此外，公司还存在一定的或有损失风险。公司主业盈利偏少，资产获利能力欠佳。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计⁹，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。2018 年 6 月 15 日，财政部发布《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），公司按照规定，相应对财务报表格式进行修改。

为配合轨道集团业务发展，2018 年该公司将 2017 年度新设立的 2 家子公司柳州轨交和柳州市轨道交通工程有限责任公司股权无偿转让至轨道集团；同时清算注销无实际业务的子公司柳州龙泰达投资有限公司。截至 2018 年末，公司合并范围一级子公司 3 家、二级子公司 1 家，较上年末减少 2 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2018 年，柳州市人民政府向该公司划拨账面价值合计为 57.40 亿元的 9 宗商住用地、2.64 亿元财政专项资金（上述资产注入均入账“资本公积”），2018 年末公司所有者权益同比增长 39.91% 至 214.29 亿元。2018 年末所有者权益构成中，1 亿元实收资本、192.07 亿元资本公积、18.63 亿元未分配利润，其余为盈余公积和少数股东权益。资本公积中包括 30.81 亿元项目财政拨款、159.70 亿元土地资产注入以及 1.56 亿元房屋建筑。

跟踪期内，该公司基础设施建设、土地整理、保障房及轨交项目的建设推进，2018 年末公司负债总额为 257.78 亿元，同比增长 35.41%；受益于权益资本增加，资产负债

⁹ 根据该公司公告，2018 年变更会计师事务所系为适应公司未来业务发展。

率仍维持在合理水平，2018 年末为 54.61%。刚性债务是公司负债的增量因素和主要构成，2018 年末为 216.57 亿元，较上年末增长 39.12%，占负债的比重上升 2.44 个百分点至 84.01%。年末刚性债务中，61.42 亿元金融机构借款¹⁰、64.96 亿有息债券¹¹、20.27 亿元转贷款¹²和 67.38 亿元基金借款¹³。公司刚性债务规模增长较快，未来随着项目开发力度的加大及长期债务逐步到期，支付压力将不断加大。

2018 年，该公司偿还所有短期借款，并新增长期借款 10.75 亿元，年末金融机构借款小幅增长 1.18%。委托贷款¹⁴是公司金融机构借款的主要构成部分，2018 年末余额为 42.60 亿元，专项用于柳州市公共交通配套工程（一期）及柳州市火车站城市综合交通配套工程、柳州市滨江景观大道 C 段工程建设，借款期限为 3-4 年不等，年利率为 6.00%-7.30%，2018 年末已使用完毕。除委托贷款外，2018 年末公司金融机构借款由抵押借款和质押借款构成，两者余额分别为 13.83 亿元和 0.30 亿元，以本部为主要承债主体，借款期限主要为 2-7 年，借款利率分布在 4.90%-5.70%之间。

图表 14. 公司 2018 年末金融机构借款情况（单位：亿元，%）

银行名称	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	利率	起止日期	借款类型
柳州市区农村信用合作联社	—	—	0.30	4.90	2017/06/05-2032/05/26	应收账款质押
中国建设银行股份有限公司柳州分行	—	—	4.70	基准利率上浮 15%	2018/06/25-2025/06/25	龙兴投资担保
中国光大银行股份有限公司柳州分行	—	0.02	2.96	5.70	2016/01/21-2020/01/08	抵押
中国民生银行股份有限公司柳州分行	—	1.44	3.36	5.70	2016/01/27-2020/12/27	抵押
交通银行股份有限公司柳州分行	—	—	2.60	5.70	2018/04/17-2023/11/28	抵押
中国民生银行股份有限公司柳州分行	—	—	3.45	5.70	2018/04/26-2022/12/16	抵押
柳州银行股份有限公司五星支行	—	—	42.60	6.00-7.30	2017/06/22-2022/06/20	信用/委托
合计	—	1.46	59.96	—	—	—

资料来源：柳州龙建

有息债券是该公司除金融机构借款之外另一主要融资渠道。截至 2018 年末，公司存续期内的债券包括 2 期公司债券（企业债）、2 期非公开发行公司债、1 期中票、2 期非公开定向融资工具和 1 期债权融资计划，待偿还债券本金 60.30 亿元，发行利率为 4.45-8.28%。2019 年 3 月，16 柳龙 01 发生回售，回售金额为 5.1 亿元（不含利息），公司将其全部转售给富国资产管理（上海）有限公司，票面利率上调至 7.5%。2019 年下半年至 2020 年，公司还将有待偿本金合计 26.6 亿元的债券将到期或回售，存在一定的集中性兑付压力。

¹⁰ 金融机构借款=短期借款+一年内到期的长期借款+长期借款

¹¹ 有息债券=应付债券+一年内到期的应付债券

¹² 计入其他非流动负债及一年内到期的其他非流动负债

¹³ 计入其他非流动负债

¹⁴ 柳州柳银投资基金管理中心（有限合伙）委托柳州银行股份有限公司向该公司放款。

为支持柳州市安置房项目建设，国家开发银行股份有限公司通过柳州市安居建设投资开发有限公司向该公司发放 9 笔借款¹⁵，2018 年末转贷款余额为 20.27 亿元，放款日期在 2014-2016 年之间，期限在 15 年，大部分利率在 4.15%-5.60% 区间。

基金借款方面，2018 年 1 月该公司因水南华庭项目、静兰独秀苑三期以及柳州市城市公共交通配套工程等项目，向柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）新增借款 64.90 亿元¹⁶，利率为 5.255%/年，借款期限为 30 个月。另外，公司于 2016 年一季度获取 3 笔国家开发基金借款，用途分别为柳州市地下综合管廊 1.5 亿元、柳州空压缩机厂老工业综合改造项目 0.18 亿元、棚户区改造项目 0.8 亿元，年利率为 1.20%，借款期限为 20 年，附提前赎回条款¹⁷。

除刚性债务外，该公司专项应付款和预收款项余额较大，分别占 2018 年末负债总额的 4.86% 和 2.82%。2018 年末预收款项为 7.26 亿元，因部分保障房交付加之土地一级整理收入结转，年末预收款项减少 24.36%，全部由预收房款构成¹⁸。专项应付款主要系政府置换债资金，2018 年末为 12.52 亿元¹⁹。

截至 2018 年末，该公司对外担保余额 20 亿元，相当于所有者权益的 9.33%，存在一定或有损失风险。公司对外担保均系形成于对柳州市投资控股有限公司（以下简称“柳州投控”）的农发行贷款提供的连带责任担保，担保期限为 2016 年 1 月-2034 年 1 月。柳州投控是柳州市重要的投融资平台，主要负责柳州市部分保障房建设业务、城市投资建设业务、燃气供应、公交运营、供水以及污水处理等公用事业业务。2018 年末，柳州投控经审计的合并报表口径资产合计为 1297.37 亿元，所有者权益合计 552.42 亿元；2018 年实现营业收入 41.79 亿元，获得政府补贴 4.82 亿元，净利润 6.32 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 8.81 亿元。

2019 年以来，该公司持续多渠道融资，3 月末刚性债务进一步增加至 242.94 亿元。负债总额相应扩大至 285.70 亿元，推动财务杠杆上升至 57.11%，较年初提高 2.5 个百分点。

（2）现金流分析

该公司经营环节的现金流入主要反映代建项目回款、安置房回款，财政补贴款及与土储中心的往来款。2018 年，公司保障房建设投入加大，土地出让返还略有减少，经营性现金呈小额净流出状态，为 -2.18 亿元。投资性现金净流出明显扩大，除支付工程建设款 6.05 亿元、轨道交通建设支出 20.53 亿元和土地购置款 1.88 亿元外，还包括对轨道集团借出款项 37.72 亿元、支付柳州银行投资款 4.94 亿元、购买富国资产富东 1 号

¹⁵ 均为信用借款，本金合计 50.84 亿元；自借款起始日起 3 年的宽限期，满三年后，开始半年一次偿还本金，平均每半年偿还 1/25*本金。

¹⁶ 信用借款；分三次还本，第一次 2022 年 2 月 1 日偿还 4.9 亿元，第二次为 2022 年 5 月 21 日偿还 10 亿元，第三次为 2022 年 6 月 20 日偿还 50 亿元。

¹⁷ 依据借款协议，自 2020 年起，公司每 5 年赎回本金 0.62 亿元。

¹⁸ 2017 年及以前，预收款项包括预付土地整理款和预付房款。2017 年以后土地整理收入首先冲抵预付款项。

¹⁹ 该公司与柳州市财政局、贷款银行签订置换存量债务协议，2016 年和 2017 年柳州市财政局分别代公司偿还银行贷款 7.08 亿元和 5.44 亿元。

单-资产管理计划²⁰4.98 亿元和向广西柳州市金融投资发展集团有限公司（以下简称“柳州金融投资集团”）²¹拆借资金 4.86 亿元等，故投资活动产生现金流量净流出 76.96 亿元。公司资金缺口主要通过外部融资来弥补，2018 年筹资活动产生的现金流量净额为 51.52 亿元。

2019 年第一季度，该公司各类工程持续推进，并对富国资产富东 1 号单-资产管理计划追加投资，经营性和投资性现金分别净流出-9.83 亿元和-12.66 亿元。当期新增项目投入不多，公司资金筹措力度有所放缓，筹资性现金净流入明显减少，流量净额为 17.15 亿元（上年同期为 64.98 亿元）。

（3）资产质量分析

2018 年末，该公司资产总额较上年末增长 37.41% 至 472.07 亿元，以流动资产为主，年末余额为 331.78 亿元，主要集中在货币资金和存货。2018 年末存货余额为 258.94 亿元，因土地资产注入和项目推进，存货余额增长 44.21% 至 258.94 亿元，包括：170.44 亿元土地使用权、28.71 亿元土地整理投入、29.99 亿元在建保障房和 29.78 亿元完工保障房等；其中土地资产多数为城镇商住用地，价值和变现能力易受一级土地市场波动影响，土地整理和保障房建设成本变现受制于项目进程和政府结算意向。公司货币资金基本未受限，2018 年末扣除受限货币资金后的可动用货币资金余额为 55.87 亿元。此外，其他流动资产 2018 年末较上年末变化较大，由于对轨道集团和柳州轨交的短期有息借款，2018 年末增至 13.46 亿元。

该公司非流动资产主要由长期应收款、其他非流动资产、在建工程和可供出售金融资产构成。2018 年公司利用自有资金追加认购柳州银行股权 4.95 亿元、购买富国资产富东 1 号单一资产管理计划产品 4.98 亿元，年末可供出售金融资产增长 110.27% 至 18.91 亿元，包括：柳州银行股权 12.94 亿元（持股比例为 10.651%）、富国资产富东 1 号单一资产管理计划产品 4.98 亿元和国开精诚（北京）投资基金有限公司（以下简称“精诚投资”）股权 1 亿元（持股比例为 1.46%）。轨道交通项目建设开展使得在建工程快速增长至 27.67 亿元。2018 年末其他非流动资产 32.14 亿元，包括代建工程支出 31.27 亿元²²和预付代建工程款 0.87 亿元。此外，公司将拆借于股东和柳州金融投资集团的长期款项计入长期应收款，2018 年末合计 34.87 亿元。

2019 年 3 月末，该公司可供出售金融资产由于对富国资产富东 1 号单-资产管理计划追加投资而增至 25.46 亿元、轨交项目持续推进使得在建工程扩大至 34.63 亿元，期末资产总额为 500.22 亿元，较上年末增长 5.96%。

（4）流动性/短期因素

该公司资产集中在流动资产，负债以非流动负债为主，因此账面流动性指标表现较好，2018 年末流动比率和速动比率分别为 1137.13% 和 249.27%，但包括存货、长期应

²⁰ 该产品为固定收益类，存续期为 3 年，用于购买“16 柳州东通债”。“16 柳州东通债”发行总额 20 亿元，期限为 7 年，票面利率 4.45%，每年付息，存续期第 3 年末开始每年偿付 20% 的本金，2019 年待偿本息合计 4.90 亿元。

²¹ 柳州金融投资集团利用该些资金开展产业投资。

²² 2018 年末，该公司代建项目总工程成本支出 37.00 亿元，收到专项拨款 5.73 亿元，抵消之后代建项目工程支出余额 31.27 亿元，专项拨款余额 0 元。

收等在内的核心资产变现能力较弱或具有很大不确定性。公司在持现金量尚属充裕，截至 2018 年末和 2019 年 3 月末在持可动用货币资金分别为 55.87 亿元和 50.53 亿元，可对即期债务提供有效保障。

图表 15. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	1110.44	728.41	1137.13
速动比率 (%)	278.57	240.36	249.27
现金比率 (%)	254.50	226.60	191.47

资料来源：柳州龙建

截至 2018 年末，该公司所有权和使用权受到限制的资产合计 23.69 亿元，占资产总额的 5.02%，均为存货中土地资产用于抵押借款。

图表 16. 公司所有权和使用权受到限制的资产

项目	期末账面价值 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
存货	23.69	11.45	抵押借款

资料来源：柳州龙建（截至 2018 年末）

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自土地整理、保障房项目及基础设施建设业务，2018 年公司实现营业毛利 2.35 亿元，同比下降 22.76%，主要系土地整理收入下滑引起毛利减少所致。主业盈利是公司核心利润来源，投资收益和财政补贴形成一定补充。因柳州银行未实施分红，2018 年投资收益同比减少 46.02% 至 623.47 万元。财政补贴收入为 3259.85 万元，主要系柳州市财政局对于公司承担的建设任务给予的补贴。2018 年，公司实现净利润 1.50 亿元，净资产收益率为 0.82%，资产获利能力仍欠佳。

2019 年第一季度，该公司主要因保障性住房销售实现一定收入，当期营业收入和净利润分别为 0.63 亿元和 0.01 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为柳州市重要的城市基础设施建设和投融资主体，主业盈利受于土地整理业务减少而下降。由于承建项目较多加之项目建设过程中垫资规模较大，加之非经营资金流出增加，公司资金压力加大，负债总额较快速增长，得益于权益资本增厚，财务杠杆仍维持在合理水平。目前，公司货币资金尚属充裕，且拥有较多未使用的银行授信额度，财务弹性尚可。

2. 外部支持因素

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司可在项目、资金、管理等方面获得积极支持。公司已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，信贷融资渠道较为通畅。截至 2018 年末，公司共获得各类银行授信 736.36 亿元²³，剩余授信额度 471.49 亿元。

跟踪评级结论

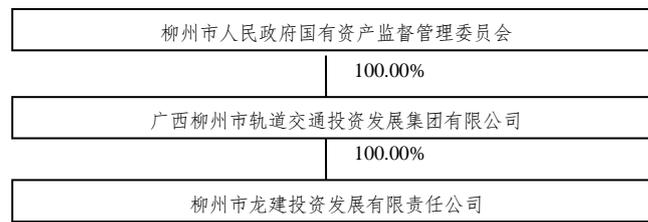
综上所述，跟踪期内，作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司仍主要从事基础设施建设、土地一级开发整理和保障性住房项目建设等业务。近期公司还重点参与了柳州市城市公共交通配套工程一期、二期，具体建设内容、进度和运作模式视国家发改委、柳州市轨交规划而定。由于项目建设和非经营资金流出增加，2018 年公司负债规模增长较快，但受益于柳州市财政局注入资本金和土地资产，财务杠杆仍处于合理水平。未来随着承接项目增加、开发力度加大及长期债务逐步到期，公司面临持续的资金平衡压力。2019 年一季度，公司筹资力度有所放缓，但前期融入款项临近偿付期，即期偿付压力明显上升。此外，公司还存在一定的或有损失风险。公司主业盈利偏少，资产获利能力欠佳。

同时，我们将持续关注：（1）柳州市经济发展状况对该公司运营能力和偿债能力的影响；（2）公司刚性债务压力；（3）城市公共交通配套工程审批进展；（4）大量资金拆解回收；（5）公司土地资产价值波动；（6）对外担保的代偿风险；（7）市财政拨付偿债资金和项目款的及时性。

²³ 含国开行授信 457.94 亿元，其中 369.75 亿元专项用于柳州市轨道交通项目。

附录一：

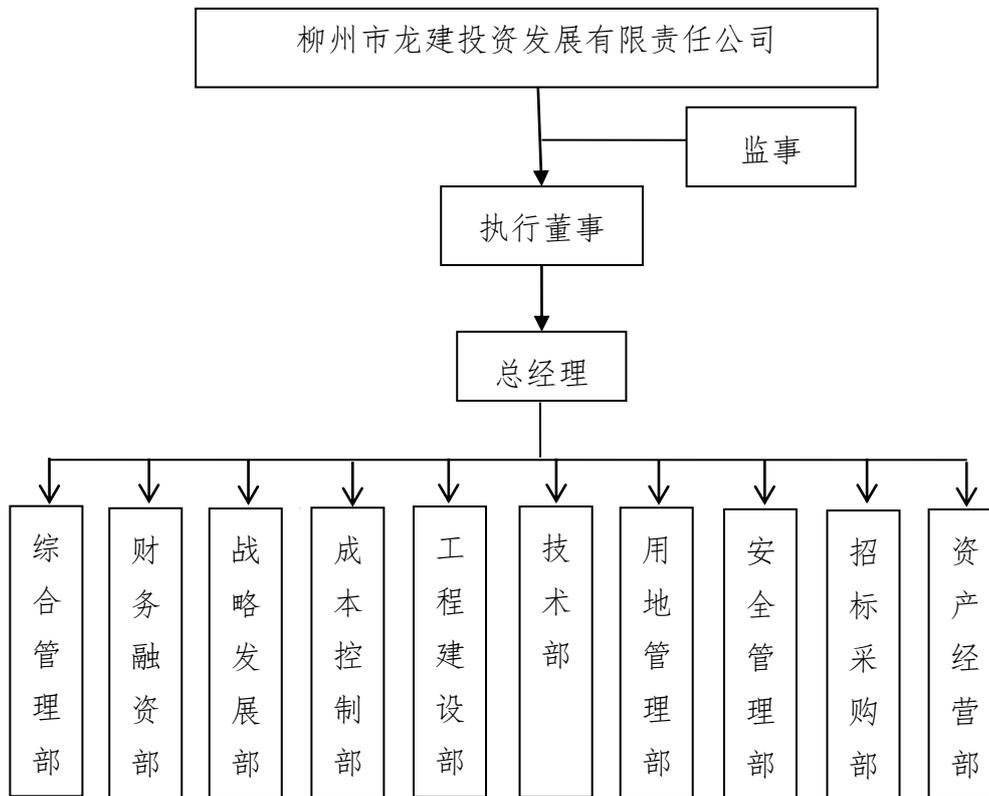
公司与实际控制人关系图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
资产总额 [亿元]	290.37	343.54	472.07	500.22
货币资金 [亿元]	65.15	83.49	55.87	50.53
刚性债务[亿元]	112.96	155.67	216.57	242.94
所有者权益 [亿元]	151.32	153.17	214.29	214.52
营业收入[亿元]	10.01	10.70	9.12	0.63
净利润 [亿元]	2.38	1.93	1.50	0.01
EBITDA[亿元]	3.20	2.87	2.75	—
经营性现金净流入量[亿元]	-21.23	0.14	-2.18	-9.83
投资性现金净流入量[亿元]	10.71	-27.33	-76.96	-12.66
资产负债率[%]	47.89	55.42	54.61	57.11
短期债务比[%]	443.22	416.70	783.50	32.63
权益资本与刚性债务比率[%]	133.96	98.39	98.95	88.30
流动比率[%]	1110.44	728.41	1137.13	1011.68
速动比率 [%]	278.57	240.36	249.27	235.52
现金比率[%]	254.50	226.60	191.47	146.80
利息保障倍数[倍]	0.53	0.37	0.19	—
有形净值债务率[%]	91.90	131.94	126.62	140.15
担保比率[%]	13.22	13.06	9.33	—
毛利率[%]	19.59	28.41	25.74	24.91
营业利润率[%]	17.43	24.50	22.43	2.01
总资产报酬率[%]	1.21	0.83	0.50	—
净资产收益率[%]	1.62	1.27	0.82	—
净资产收益率*[%]	1.62	1.27	0.82	—
营业收入现金率[%]	32.83	117.62	114.66	226.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-90.56	0.44	-6.60	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.17	0.08	-0.97	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-44.89	-87.10	-239.74	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.01	-16.51	-35.32	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.53	0.40	0.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01	—

注：表中数据依据柳州龙建经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。