

2014 年柳州市龙建投资发展有限责任公司  
公司债券 2020 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員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：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【272】号 01

债券简称：14 柳州龙投  
债/PR 柳龙投

债券剩余规模：10.80 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：  
何卫平 陈刚

电话：  
0755-82871701

邮箱：  
cheng@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年柳州市龙建投资发展有限责任公司公司债券 2020 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	2020 年 6 月 24 日	2019 年 6 月 6 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 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：柳州市整体实力较强，为公司发展提供了良好基础，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，公司业务可持续性较好；同时中证鹏元也关注到公司资产以土地和在建项目为主，其他流动资产和长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，面临较大的资金压力，公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加大，且面临一定的或有负债等风险因素。

### 正面：

- 柳州市整体实力较强，为公司发展提供了良好基础。2019 年柳州市实现 GDP 3,128.35 亿元，同比增长 2.4%，区域经济保持增长，整体实力较强，继续为公司发展提供了良好基础。
- 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。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，业务具有专营性。城市交通配套设施建设项目计划总投资为 204.80 亿元，截至 2019 年末已投资 45.63 亿元。

- **公司业务可持续性较好。**截至 2019 年末，公司在建的代建项目及土地整理项目总投资预计为 75.66 亿元，累计已完成投资 45.65 亿元；在建保障房项目总投资 47.00 亿元，已完成投资 23.93 亿元。公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。

#### 关注：

- **公司资产以土地和在建项目为主，其他流动资产和长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货、在建工程和其他非流动资产账面价值共计 360.02 亿元，占总资产比重为 68.60%，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，在建工程主要为柳州市城市交通配套设施建设项目，其他非流动资产主要为在建的代建工程；2019 年末公司其他流动资产和长期应收款合计为 66.71 亿元，对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司在建保障房项目预计还需投入 23.07 亿元，在建的代建项目和土地整理项目预计还需投入 30.01 亿元，在建的城市交通配套设施项目预计还需投入 159.17 亿元，再加上偿还到期债务，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加大。**截至 2019 年末，公司有息债务为 259.16 亿元，同比增长 21.08%，占负债总额的 84.14%。不考虑债券回售的情况下，截至 2019 年末，公司一年内需偿还的有息债务为 202,915.07 万元。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保规模为 21.03 亿元，占公司净资产的 9.70%，对外担保期限较长，且均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	5,248,037.91	4,720,715.85	3,435,388.55
所有者权益	2,167,814.63	2,142,913.87	1,531,650.30
有息债务	2,591,644.71	2,140,375.31	1,534,340.97
资产负债率	58.69%	54.61%	55.42%
现金短期债务比	1.98	11.82	6.55
营业收入	141,934.41	91,216.54	106,990.18
其他收益	18.41	3,259.85	5.37
利润总额	27,477.34	20,440.11	26,211.72
综合毛利率	28.76%	25.74%	28.41%
EBITDA	39,599.02	27,492.53	28,750.58
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.26	0.40
经营活动现金流净额	-95,098.65	-21,799.99	1,386.23
收现比	1.04	1.15	1.18

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

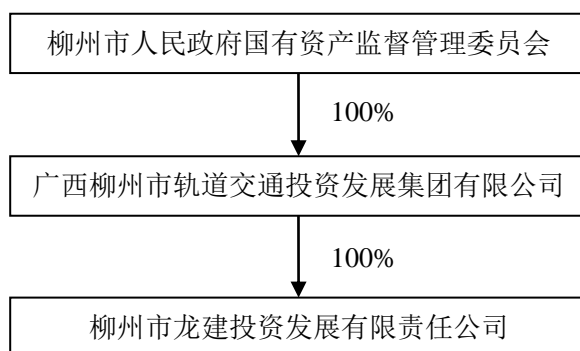
## 一、本期债券募集资金使用情况

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2019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

2019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2019年末，公司注册资本及实收资本仍为10,000.00万元，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 2019 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

2019年，公司新增2家纳入合并报表范围的子公司，减少1家纳入合并报表范围的子公司，详见下表。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
柳州市大众建筑工程公司	100.00%	978.00	建筑业	无偿划拨
柳州市鑫泰房地产经营开发公司	100.00%	1,015.54	房地产业	无偿划拨

### 2、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况



子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并报表的原因
柳州莲花山庄有限责任公司	100.00%	100.00	酒店运营管理	注销

资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019 年以来，在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的基础**

### 定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司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，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，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。同月，财政部发布《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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止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，禁止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。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

柳州市经济保持增长，但以汽车为代表的支柱产业出现疲软态势



柳州市经济保持增长，整体实力较强。2019年柳州市实现地区生产总值3,128.35亿元，按可比价格计算，较上年增长2.4%。其中，第一产业增加值223.47亿元，同比增长5.1%；第二产业增加值1,551.91亿元，同比下降0.7%；第三产业增加值1,352.96亿元，同比增长5.8%。三次产业结构比由上年的6.39：52.70：40.95调整为7.14：49.61：43.25。按常住人口计算，2019年柳州市人均GDP为77,056元，与全国人均GDP的比为108.69%，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、机械三大支柱产业。2019年柳州市工业增加值同比下降1.8%，出现疲软态势。2019年柳州市规模以上汽车、冶金、机械三大支柱产业工业总产值3,434.7亿元，同比下降2.2%。其中，汽车工业总产值1,988.3亿元，同比下降8.3%；冶金工业总产值1,060.7亿元，同比增长14.9%；机械工业总产值385.7亿元，同比下降8.2%。

投资仍是带动经济增长的重要动力。2019年柳州市固定资产投资比上年增长9.6%，但增速较上年有所放缓。此外，2019年柳州市房地产市场发展良好，柳州市全年房地产开发投资同比增长5.8%；商品房销售面积651.8万平方米，同比增长2.3%，商品房销售额511.2亿元，同比增长3.2%。2019年柳州市社会消费品零售总额同比增长7.0%，增速有所放缓。

受COVID-19疫情影响，2020年一季度柳州市实现地区生产总值608.92亿元，同比下降17.9%。其中，第一产业增加值为21.4亿元，同比下降2.0%；第二产业增加值为263.4亿元，同比下降28.9%；第三产业增加值为324.12亿元，同比下降6.8%。

**表 2 柳州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,128.35	2.4%	3,008.29	-
第一产业增加值	223.47	5.1%	195.00	4.9%
第二产业增加值	1,551.91	-0.7%	1,608.66	2.6%
第三产业增加值	1,352.96	5.8%	1,249.99	11.9%
固定资产投资	-	9.6%	-	15.4%
社会消费品零售总额	1,355.62	7.0%	1,266.58	9.6%
进出口总额	219.10	26.4%	173.09	0.6%
存款余额（本外币）	3,916.71	3.0%	3,801.75	2.4%
贷款余额（本外币）	3,226.06	9.7%	2,940.30	19.4%
人均 GDP（元）	77,056		75,945	
人均 GDP/全国人均 GDP	108.69%		117.48%	

注 1：根据广西地区生产总值（GDP）核算制度和第四次全国经济普查结果，自治区统计局对 2018 年柳州地区生产总值初步核算数进行了修订，表中 2018 年地区生产总值为修订后数据，因此与三次产业合计

数有差异；

注 2：标注“-”为未公布数据。

资料来源：2018-2019 年柳州市国民经济和社会发展统计公报，柳州市统计局，中证鹏元整理

2019 年柳州市实现公共财政收入 221.45 亿元，同比增长 14.3%；实现政府性基金收入 197.13 亿元，同比增长 25.4%；实现上级补助收入 213 亿元。

## 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、土地整理、保障性住房和公共交通配套设施建设等职能。2019年，公司实现营业收入 141,934.41 万元，同比增长 55.60%，主要系当年保障房销售收入大幅增加所致。从收入结构来看，土地一级整理和保障房销售是公司主要的收入来源，2019 年分别实现收入 72,822.41 万元和 60,841.99 万元，占公司营业收入的比重分别为 51.31% 和 42.87%。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 28.76%，较上年增加 3.02 个百分点，主要系保障房销售收入占比增加且毛利率上升所致。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建管理费	703.11	100.00%	922.63	100.00%
保障房销售	60,841.99	30.41%	24,134.49	13.32%
资产租赁	1,512.39	51.54%	1,102.32	45.39%
土地一级整理	72,822.41	34.69%	60,070.99	38.95%
酒店经营	5,524.46	-82.32%	4,986.10	-91.38%
其他业务	530.04	23.04%	0.00	0.00%
合计	141,934.41	28.76%	91,216.54	25.74%

注：其他业务主要为废品、泔水处置业务、投房出售业务和维修工程业务。

资料来源：公司提供

### 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

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，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、二期和火车站城市综合交通配套工程。一期项目位于柳州市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 45.6 公里；二期项目位于柳州市

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27.75公里。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。

**表 4 截至 2019 年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	38.24
火车站城市综合交通配套工程	19.50	7.39
合计	204.80	45.63

资料来源：公司提供

截至2019年末，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159.17亿元。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，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，后由国家发改委委托中铁第一勘察设计院集团有限公司在柳州召开关于《柳州市近期建设规划（2019-2024年）》评估会。目前，中铁第一勘察设计院集团有限公司已将《柳州市近期建设规划（2019-2024年）评估报告》提交国家发改委，待上国家发改委主任办公会。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，2019年公司未收到该专项资金。

**2019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增加，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。柳州市政府与公司业务合作模式为代建，即项目建设资

金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）（以下简称“504号文件”）确认，成本拨付时间和项目移交时间均不确定。

2019年公司确认代建管理费收入703.11万元，主要来自于滨江西路壶西大桥至白露大桥AB段工程、学院路延长线西侧保障房（文庭新居）和学院路中学等项目，代建管理业务前五大明细见表5。

**表 5 2019 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
滨江西路壶西大桥至白露大桥 AB 段工程	66.96
学院路延长线西侧保障房（文庭新居）	32.35
柳州市学院路中学	27.23
荣军路东侧保障房（宜居馨苑）	23.53
洛维路延长线改造工程	18.93
合计	169.00

资料来源：公司提供

土地整理方面，2017年以来公司的土地一级整理业务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。

2019年，公司整理的土地由政府通过招拍挂形式出让了255.34亩，然后政府与公司进行结算，确认土地整理收入72,822.41万元，同比增长21.23%，收入来源于静兰片区的土地整理；毛利率为34.69%，较上年下降4.26个百分点。2019年公司土地一级整理业务收入增长，主要是静兰片区土地出让面积较上年大幅增加，出让的主要为商住混合用地、商办混合用地。

**表 6 2018-2019 年土地整理收入明细（单位：亩，万元）**

项目名称	2019 年		2018 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	255.34	72,822.41	120.00	35,503.38
水南片区土地整理	0.00	0.00	124.86	24,567.61
合计	255.34	72,822.41	244.86	60,070.99

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建基础设施及土地整理项目总投资预计为75.66亿元，大部分项目在持续推进中，累计已完成投资45.65亿元，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 7 截至 2019 年末公司主要在建代建基础设施及土地整理项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	业务模式
静兰片区地下综合管廊	12.77	0.30	代建
柳西水厂进出口道路工程	6.36	1.50	代建
滨江西路壶西大桥至白露大桥 AB 段工程	6.89	4.45	代建
柳州市学院路中学	1.64	0.40	代建
静兰整村改造	48.00	39.00	#
合计	75.66	45.65	

注：最后一列标“#”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，2019年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。公司公租房及廉租房项目通过自筹资金进行建设，土地一般由政府划拨，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。安置房（含棚户区改造）建设方面，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，房屋完工后由柳州市土地交易储备中心（以下简称“土储中心”）、拆迁办等单位购买，将购买的保障房用于安置被拆迁户。实际操作中，在政府批准的情况下，公司也会将剩余房屋对外销售。

2019年，公司实现保障房销售收入60,841.99万元，同比增长152.10%，主要系本年独秀苑和水南华庭一期销售收入增加所致，项目以交房时点确认收入。受益于当年出售的独秀苑和水南华庭单价更高，以及单位建设成本较低，2019年公司保障房业务毛利率为30.41%，较上年增长17.09个百分点。截至2019年末，公司保障房开发产品价值仍有25.68亿元，开发成本中在建保障房价值41.05亿元，短期内可支撑公司保障房收入。

截至2019年末，公司在建保障房项目总投资47.00亿元，各项目在持续建设中，预计后续还需投入23.07亿元。

**表 8 截至 2019 年末公司在建保障性住房项目情况（单位：亿元）**

项目	预计总投资	累计已投资	开工时间
碧芙蓉	20.00	10.00	2017.12
水南华庭（二期）	14.00	3.58	2017.12
独秀苑三期	13.00	10.35	2017.12
合计	47.00	23.93	

资料来源：公司提供

**酒店业务尚处于运营初期，受折旧影响，盈利能力仍较弱**

公司酒店经营业务收入来自于子公司柳州碧水莲花酒店管理有限公司下属物业莲花山庄，由柳州碧水莲花酒店管理有限公司委托广州白天鹅酒店管理有限公司运营。莲花山庄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，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。2019年，公司酒店经营业务收入为5,524.46万元，同比增长10.80%。由于莲花山庄处于运营初期，资产折旧金额较大，导致酒店经营业务毛利率为-82.32%，盈利能力较弱。

#### 2019年公司获得一定的外部支持，增强了公司的资本实力

根据柳财预[2019]410号文件，柳州市人民政府以5,000.00万元货币资金作价出资，计入资本公积。根据柳国资[2018]21号文件和柳州交投出具的文件，柳州交投将柳州市鑫泰房地产经营开发公司和柳州市大众建筑工程公司无偿划转至公司名下，增加资本公积3,745.65万元。整体来看，2019年公司获得一定的外部支持，增强了公司的资本实力。

## 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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup>审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2019年，公司新增2家纳入合并报表范围的子公司，减少1家纳入合并报表范围的子公司，明细见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，以土地资产和在建项目为主，其他流动资产和长期应收款对公司运营资金形成占用，整体流动性较弱

随着负债融资规模增加，公司资产规模持续增长，2019年末资产规模达5,248,037.91万元，同比增长11.17%。从资产结构来看，公司仍以流动资产为主，2019年末公司流动资产占总资产的比重为67.97%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比

<sup>1</sup> 华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）于2019年6月经主管部门批准更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

货币资金	400,789.62	7.64%	558,663.84	11.83%
存货	2,769,306.12	52.77%	2,589,391.68	54.85%
其他流动资产	315,438.22	6.01%	134,597.06	2.85%
<b>流动资产合计</b>	<b>3,566,870.68</b>	<b>67.97%</b>	<b>3,317,833.92</b>	<b>70.28%</b>
可供出售金融资产	238,142.28	4.54%	189,149.11	4.01%
长期应收款	351,638.03	6.70%	348,680.00	7.39%
在建工程	530,066.31	10.10%	276,698.97	5.86%
其他非流动资产	300,818.10	5.73%	321,407.60	6.81%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,681,167.23</b>	<b>32.03%</b>	<b>1,402,881.93</b>	<b>29.72%</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,248,037.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,720,715.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金为400,789.62万元，同比下降28.26%，2019年末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2019年末，公司存货账面价值为2,769,306.12万元，同比增长6.95%，其中有289,338.83万元土地已抵押，主要为城镇住宅用地和商服用地，占存货的比例为10.45%。截至2019年末，公司其他流动资产为315,438.22万元，同比增长134.36%，主要系当年对柳州交投借款增加及转让债权所致。

**表 10 截至 2019 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）	1,697,847.77
开发成本	土地一级整理成本	403,883.02
开发成本	在建保障房 <sup>2</sup>	410,517.90
开发产品	完工保障房	256,822.76
低值易耗品	-	168.23
原材料	-	66.44
<b>合计</b>		<b>2,769,306.12</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司可供出售金融资产为238,142.28万元，其中可供出售债务工具为98,678.00万元，系公司子公司龙兴公司购买的富国资产富东1号单一资产管理计划<sup>3</sup>，按成本计量；可供出售权益工具为139,464.28万元，系对柳州银行股份有限公司（持股10.65%）、国开精诚（北京）投资基金有限公司（持股1.46%）和柳州柳建房地产股份有限公司（持股1.87%），按成本计量。截至2019年末，公司长期应收款为351,638.03万元，

<sup>2</sup> 该科目中除在建保障房项目外，还包含已完工但尚未竣工验收结转收入的保障房项目。

<sup>3</sup> 该产品为固定收益类，存续期限为3年，用于购买“16柳州东通债”。“16柳州东通债”，发行规模20亿元，期限为7年，票面利率为4.45%，每年付息1次，存续期第3年末逐年偿付20%的债券本金。

主要为应收柳州交投的借款300,000万元（利率均为5.255%）、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）等款项。截至2019年末，公司在建工程为530,066.31万元，同比增长91.57%，主要系轨道交通项目等新增投入所致。其他非流动资产包括代建工程支出、预付工程款和预付投资款，截至2019年末，公司其他非流动资产为300,818.10万元。截至2019年末，公司受限资产合计313,497.33万元，占当年末总资产的5.97%，主要为存货和无形资产。

整体来看，公司资产规模保持增长，但资产以土地资产和在建项目为主，其他流动资产和长期应收款对公司营运资金形成占用，整体流动性较弱。

## 盈利能力

**公司收入规模大幅增长，但未来面临波动性，政府补助规模大幅下降，需关注政府补助规模对公司盈利状况的影响**

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。受益于公司保障房销售业务大幅增加，2019年公司营业收入同比增长55.60%，为141,934.41万元。毛利率方面，由于保障房销售收入占比增加且毛利率上升，带动公司2019年综合毛利率上升为28.76%，较上年增加3.02个百分点。

目前公司承担了较多的基础设施、土地整理和保障房等项目，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。

2019年，公司利润总额为27,477.34万元，同比增长34.43%，主要系公司营业收入增长和综合毛利率上升所致。2019年，公司收到的各类政府补助合计18.41万元，较上年大幅下降，需关注政府补助规模对公司盈利状况的影响。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	141,934.41	91,216.54
营业利润	27,491.96	20,460.49
其他收益	18.41	3,259.85
利润总额	27,477.34	20,440.11
综合毛利率	28.76%	25.74%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流



## 公司经营活动现金流表现较差，对外借款和在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力

2019年公司收现比为1.04，较上年小幅下降，收现状况良好。2019年，受土地一级整理和保障房业务支出较大影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较大，再加上当年收到的政府补助规模减少，导致公司经营活动现金净流出95,098.65万元，经营活动现金流表现较差。

在投资活动方面，受城市交通配套设施项目投入的影响，公司投资活动中构建固定资产支付的现金较大，再加上当年新增对柳州交投等单位的借出款项，导致公司投资活动现金净流出420,187.52万元。

公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款和发行债券，筹资活动现金流出主要为偿还债务本金和利息，2019年公司筹资活动现金净流入357,411.95万元。截至2019年末，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212.25亿元，再加上偿还到期债务，公司面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.04	1.15
销售商品、提供劳务收到的现金	147,691.15	104,586.62
收到的其他与经营活动有关的现金	13,244.49	64,376.05
经营活动现金流入小计	160,935.64	168,962.68
购买商品、接受劳务支付的现金	219,622.22	175,036.94
支付的其他与经营活动有关的现金	18,928.25	7,905.82
经营活动现金流出小计	256,034.28	190,762.66
经营活动产生的现金流量净额	-95,098.65	-21,799.99
投资活动产生的现金流量净额	-420,187.52	-769,607.53
筹资活动产生的现金流量净额	357,411.95	515,176.81
现金及现金等价物净增加额	-157,874.21	-276,230.71

资料来源：公司 2018-2019 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2019年末，公司负债总额为3,080,223.28万元，同比增长19.49%，主要系债务融资规模增长所致。受益于利润积累和资产注入，2019年公司所有者权益为2,167,814.63万元，同比增长1.16%。综合影响下，2019年末公司产权比率为142.09%，所有者权益对负债

的保障程度有所下降。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	3,080,223.28	2,577,801.98
所有者权益	2,167,814.63	2,142,913.87
产权比率	142.09%	120.29%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款为30,800.00万元，主要系当年新增中国建设银行股份有限公司柳州分行和中国光大银行股份有限公司柳州分行的保证借款，利率区间为4.35%-5.22%。公司预收款项主要为预收房款，2019年末公司预收款项为84,120.47万元，同比增长15.90%。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2019年末，公司一年内到期的非流动负债为172,115.07万元。

截至2019年末，公司长期借款为587,144.79万元，包括质押借款、抵押借款、保证借款和委托借款，利率区间为4.15%-7.30%。截至2019年末，公司应付债券账面价值为885,115.04万元，同比增长40.14%，主要系当年新发行19龙建投资MTN001、19柳龙01和19柳龙ZR001等债券。需注意的是，应付债券中的17柳州龙建PPN001和17柳州龙建PPN002回售行权时间为2020年，16柳龙01和19柳龙01下一个回售行权时间分别为2021年和2022年，若投资者行使回售选择权，公司将面临一定的集中偿付压力。

**表 14 截至 2019 年末公司存续债券明细（单位：亿元）**

债券简称	债券余额	利率	起息日	债券期限
14 柳州龙投债	12.60	8.28%	2014/4/30	10 年
16 柳龙 01	8.00	7.50%	2016/3/28	3+1+1+1 年
16 龙建投资 MTN001	15.00	4.45%	2016/3/31	5 年
17 柳州龙投专项债	5.00	7.00%	2017/9/21	10 年
17 柳州龙建 PPN001	5.00	6.50%	2017/9/21	3+2 年
17 柳州龙建 PPN002	5.00	6.50%	2017/11/10	3+2 年
18 柳龙 ZR001	6.00	7.30%	2018/4/24	2 年
18 柳龙 ZR002	4.50	7.00%	2019/1/3	25 月
18 柳龙 ZR003	0.50	7.00%	2019/1/3	41 月
19 龙建投资 MTN001	7.00	6.75%	2019/2/25	3 年
19 柳龙 ZR001	3.00	7.10%	2019/9/27	3 年
19 柳龙 ZR002	7.00	7.10%	2019/9/27	3 年
19 柳龙 ZR003	0.71	7.00%	2019/12/23	424 天

19 柳龙 ZR004	0.81	7.00%	2019/12/23	906 天
19 柳龙 ZR005	7.48	7.00%	2019/12/26	3 年
19 柳龙 01	9.60	6.70%	2019/11/8	3+2 年
<b>合计</b>	<b>97.20</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

2019年末公司专项应付款为125,200.00万元，主要系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其他单位的拆借款，2019年末公司其他非流动负债包括柳州市安居建设投资开发有限公司借款195,205.00万元（利率为4.145%）、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20,092.00万元。

**表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	30,800.00	1.00%	0.00	0.00%
预收款项	84,120.47	2.73%	72,581.07	2.82%
应交税费	102,826.97	3.34%	98,136.57	3.81%
一年内到期的非流动负债	172,115.07	5.59%	47,250.00	1.83%
<b>流动负债合计</b>	<b>497,783.88</b>	<b>16.16%</b>	<b>291,773.03</b>	<b>11.32%</b>
长期借款	587,144.79	19.06%	599,620.00	23.26%
应付债券	885,115.04	28.74%	631,608.31	24.50%
专项应付款	125,200.00	4.06%	125,200.00	4.86%
其他非流动负债	848,913.00	27.56%	861,897.00	33.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,582,439.40</b>	<b>83.84%</b>	<b>2,286,028.95</b>	<b>88.68%</b>
<b>负债总额</b>	<b>3,080,223.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,577,801.98</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	2,591,644.71	84.14%	2,140,375.31	83.03%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为2,591,644.71万元，同比增长21.08%，有息债务规模增长较快，偿债压力加大。此外，公司于2020年1月2日、2020年3月16日和2020年04月29日分别发行20柳龙ZR001、20柳龙01和20龙建投资PPN001，规模分别为5.00亿元、5.40亿元和5.00亿元，票面利率分别为6.90%、6.00%和6.60%，有息债务规模进一步增加。不考虑债券回售的情况下，截至2019年末，公司一年内需偿还的有息债务为202,915.07万元。

偿债能力方面，2019年末公司资产负债率为58.69%，较上年上升4.08个百分点。2019年末公司现金短期债务比为1.98，现金类资产对短期有息债务的保障程度大幅下降。随着利润增加，公司EBITDA利息保障倍数有所上升，但整体上公司盈利对有息债务的本金和利息保障能力仍较弱。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	58.69%	54.61%
现金短期债务比	1.98	11.82
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.26
有息债务/EBITDA	65.45	77.85

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

#### 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

截至2019年末，公司对外担保规模为21.03亿元，为2019年末净资产的9.70%，担保对象包括公司控股股东柳州交投和柳州市投资控股有限公司，其中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。整体来看，公司对外担保期限较长，均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 17 截至 2019 年末公司对外担保情况（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
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司	10,304.82	2024 年 12 月 16 日	无反担保
合计	210,304.82	-	-

资料来源：公司提供



## 七、评级结论

2019年，柳州市GDP及公共财政收入保持增长，整体实力较强，为公司发展提供了良好基础。公司是柳州市城市交通配套设施建设重要实施主体，业务具有专营性。公司承担的代建基础设施、土地整理和保障房业务规模较大，业务可持续性较好。

同时我们也关注到，公司资产以土地和在建项目为主，其他流动资产和长期应收款对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱。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，公司有息债务规模大幅增加，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，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	400,789.62	558,663.84	834,894.55
应收账款	24,462.62	11,507.86	48,269.99
存货	2,769,306.12	2,589,391.68	1,795,552.44
其他流动资产	315,438.22	134,597.06	969.15
可供出售金融资产	238,142.28	189,149.11	89,957.36
长期应收款	351,638.03	348,680.00	0.00
固定资产	137,572.19	140,536.63	141,978.01
在建工程	530,066.31	276,698.97	58,857.24
无形资产	102,310.91	105,111.62	88,766.87
其他非流动资产	300,818.10	321,407.60	359,357.33
总资产	5,248,037.91	4,720,715.85	3,435,388.55
短期借款	30,800.00	0.00	30,000.00
预收款项	84,120.47	72,581.07	95,955.19
应交税费	102,826.97	98,136.57	92,216.39
一年内到期的非流动负债	172,115.07	47,250.00	97,496.00
长期借款	587,144.79	599,620.00	506,800.00
应付债券	885,115.04	631,608.31	588,675.97
专项应付款	125,200.00	125,200.00	125,200.00
其他非流动负债	848,913.00	861,897.00	311,369.00
总负债	3,080,223.28	2,577,801.98	1,903,738.26
有息债务	2,591,644.71	2,140,375.31	1,534,340.97
所有者权益	2,167,814.63	2,142,913.87	1,531,650.30
营业收入	141,934.41	91,216.54	106,990.18
其他收益	18.41	3,259.85	5.37
营业利润	27,491.96	20,460.49	26,214.21
营业外收入	1.09	2.14	0.37
利润总额	27,477.34	20,440.11	26,211.72
经营活动产生的现金流量净额	-95,098.65	-21,799.99	1,386.23
投资活动产生的现金流量净额	-420,187.52	-769,607.53	-273,324.37
筹资活动产生的现金流量净额	357,411.95	515,176.81	456,164.51
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	28.76%	25.74%	28.41%

收现比	1.04	1.15	1.18
产权比率	142.09%	120.29%	124.29%
资产负债率	58.69%	54.61%	55.42%
现金短期债务比	1.98	11.82	6.55
EBITDA（万元）	39,599.02	27,492.53	28,750.58
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.26	0.40
有息债务/EBITDA	65.45	77.85	53.37

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年末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	100.00%	酒店运营管理
柳州市龙建环保科技有限公司	2,000	100.00%	环保
柳州市大众建筑工程公司	978.00	100.00%	建筑业
柳州市鑫泰房地产经营开发公司	1,015.54	100.00%	房地产业

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} + \text{其他非流动负债}$

## 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。