

柳州市城市投资建设发展有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：侯一甲 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

周 蒙 mzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 25 日

声 明

- 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。
- 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。
- 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1333号

柳州市城市投资建设发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“12 柳州城投债/PR 柳城投”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：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“12 柳州城投债/PR 柳城投”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了柳州市较强的区域经济实力、公司得到有力的政府支持、土地整理和基础设施建设项目来源充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模持续增长、面临较大的短期偿债压力，对外担保和受限资产规模较大以及营业总收入和净利润下滑等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

柳州城投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	815.31	806.33	888.51
所有者权益合计（亿元）	387.25	369.32	372.55
总负债（亿元）	428.06	437.01	515.96
总债务（亿元）	352.18	376.28	449.77
营业总收入（亿元）	15.42	14.99	13.37
经营性业务利润（亿元）	5.36	5.10	4.71
净利润（亿元）	4.74	3.54	3.48
EBITDA（亿元）	6.20	9.64	10.10
经营活动净现金流（亿元）	15.28	-36.88	-9.58
收现比(X)	1.07	0.78	0.99
营业毛利率(%)	19.72	23.09	24.21
应收类款项/总资产(%)	6.28	8.75	7.79
资产负债率(%)	52.50	54.20	58.07
总资本化比率(%)	47.63	50.47	54.70
总债务/EBITDA(X)	56.79	39.03	44.54
EBITDA 利息倍数(X)	0.26	0.39	0.37

注：1、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

正 面

■ **柳州市经济实力较强。**柳州市是广西最大的工业城市，汽车、机械、冶金等产业发达，2020 年实现地区生产总值（GDP）3,176.90 亿元，同比增长 1.5%，在广西壮族自治区 14 个地级市中 GDP 规模仅次于南宁市，位居第二，区域地位突出。

■ **得到有力的政府支持。**公司作为柳州市重要的基础设施建设和土地开发整理主体之一，得到股东的大力支持，2020 年公司收到政府补助 3.04 亿元。

同行业比较

2020 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
柳州城投	888.51	372.55	58.07	13.37	3.48	-9.58
柳州东通	576.29	229.65	60.15	19.84	2.70	-7.61
柳州轨交	590.86	230.87	60.93	26.01	2.22	19.56
柳州投控	1,640.20	606.19	63.04	51.74	7.82	2.05
柳州东城	1,305.32	428.05	67.21	56.45	4.20	-13.72

注：柳州东通投资发展有限公司简称“柳州东通”，广西柳州市轨道交通投资发展集团有限责任公司简称“柳州轨交”，柳州市投资控股有限公司简称“柳州投控”，广西柳州市东城投资开发集团有限公司简称“柳州东城”。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
12 柳州城投债 /PR 柳城投	AA	AA	2020/06/24	15.00	4.50	2012/12/31~ 2022/12/31	附本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6 年末，每年分别按照债券发行总额的 10%偿还债券本金，在债券存续期的第 7、8、9、10 年末，按照债

■ 土地整理和基础设施建设项目来源充足，未来收入较有保障。

公司土地整理和基建项目丰富，项目量较充足，未来收入较有保障。

关 注

■ **债务规模持续增长，短期偿债压力较大。**截至 2020 年末，公司资产负债率上升至 58.07%，有息债务规模达到 449.77 亿元，其中短期债务规模为 153.32 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **对外担保和受限资产规模较大。**截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 124.73 亿元，占当期末净资产的 33.42%，面临一定的或有负债风险；截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 91.35 亿元，占总资产的 10.28%。

■ **营业总收入和净利润下滑。**2020 年，公司实现营业总收入 13.37 亿元，同比下降 10.81%；实现净利润 3.48 亿元，同比下降 1.69%。

评级展望

中诚信国际认为，柳州市城市投资建设发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**政府支持意愿下降，主要业务及子公司被无偿划转；公司财务指标整体上出现明显恶化，再融资环境恶化等。

							券发行总额的 15%偿还债券本金。
--	--	--	--	--	--	--	-------------------

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“12柳州城投债/PR柳城投”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2020年末，募集资金均按计划投入使用且使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

柳州市为广西第二大城市，工业基础较好，区域地位突出，GDP 保持持续增长；但近年 GDP 增速持续放缓，且受疫情影响，2020 年一般公共预算收入大幅下降

柳州市位于广西自治区中北部，是广西第二大城市、区域性中心城市和山水景观独特的历史文化名城。作为广西最大的工业城市，工业比例在广西居首位，占广西总工业的四分之一。柳州市区位优势明显，是沟通西南与中南、华东、华南地区的重要枢纽，公路、铁路、航空及航运交通全面，是广西重要的综合交通枢纽。

柳州市是广西工业重镇，目前已形成以汽车、机械、冶金三大支柱产业为龙头，制糖、食品、纺织、烟草等优势产业并存发展，新材料、新能源汽车、节能环保、先进装备制造等战略新兴产业崛起的现代工业体系。柳州市工业制造发达，是国内唯一同时拥有四大汽车集团整车生产基地的城市，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。此外，柳州市还拥有“两面针牙膏”、“金嗓子喉宝”、“花红药业”、“鱼

峰”牌水泥、柳州螺蛳粉等工业、服务产品驰名全国。柳州市经济实力较强，2020 年，柳州市实现地区生产总值（GDP）3,176.90 亿元，2020 年 GDP 总量在自治区各城市中排名第二。近年柳州市经济发展增速持续放缓，按可比价格计算，2020 年 GDP 增速 1.5%，呈不断下降趋势，其中 2020 年受疫情影响较大。截至 2020 年末，柳州市常住人口为 415.79 万人，按常住人口计算的 2020 年人均 GDP 为 77,148 元。

2020 年，柳州市一般公共预算收入为 173.10 亿元，受疫情影响，2020 年一般公共预算收入规模大幅下降，同比降幅达 21.8%；同期，柳州市一般公共预算财政平衡率为 36.97%，2020 年财政平衡能力亦大幅下降。

表 1：2018~2020 年柳州市经济及财政主要指标（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
GDP	3,053.65	3,128.35	3,176.90
GDP 增速（%）	6.40	2.40	1.50
一般公共预算收入	193.78	221.45	173.10
其中：税收收入	136.60	124.43	105.67
一般公共预算收入增速（%）	7.80	14.30	-21.80
政府性基金收入	157.26	197.13	-
转移性收入	187.82	213.00	-
一般公共预算支出	424.38	498.87	468.20
财政平衡率（%）	45.66	44.39	36.97

注：1、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2、柳州市 2020 年部分经济财政指标暂未披露。

资料来源：柳州市统计局，中诚信国际整理

柳州市工业基础较好，聚集并带动了一大批优质工业企业的发展。同时，柳州市还大力发展园区经济，园区集聚效应日渐显现，其中柳东新区成为国家小微企业创新创业示范基地，阳和工业新区成为广西首个国家产业集群区域品牌建设试点。此外，柳州还成立了北部生态新区，围绕“生态、智能”两大核心，紧密布局相关产业。但近年，作为柳州市支柱产业的汽车工业产值有所下降，一定程度上影响了柳州市经济发展速度。2020 年，一般公共预算收入和财政平衡率大幅下降，受疫情冲击较大。此外，广西自治区推出“强首府”战略大力发展南宁市，或对自治区内资源分配产生一定影响，中诚信

国际将对柳州市的经济发展和财政收入情况保持持续关注。

土地整理业务模式明确，项目量较充足，但土地市场不确定性较大，收入确认受政府土地出让计划影响较大

2020 年，公司土地整理业务运营主体和业务模式无变化。2020 年，公司完成土地整理面积 2,307.51 亩，实现出让面积 971.72 亩，完成土地整理面积同上年基本持平，实现出让面积较上年大幅增长 113.56%，主要系出让工业地块较多所致，出让土地均价亦大幅下降。2020 年，公司确认土地出让业务收入 8.15 亿元，较上年增长 10.14%。

表 2：2018~2020 年公司土地整理业务情况（亩、亿元、万元/亩）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
土地整理面积	1,100.00	2,289.00	2,307.51
土地整理平均成本	77.00	80.00	70.00
土地整理总成本	8.40	18.31	16.15
出让土地面积	655.00	455.00	971.72
出让土地均价	442.72	527.08	296.07
确认土地出让收入	8.19	7.40	8.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着柳州市城市建设的持续推进，公司土地整理业务项目量较充足，业务持续性较强，但由于土地市场的不确定性较大，中诚信国际也将持续关注公司后续土地的开发、出让以及收入确认情况。

2020 年，公司基础设施建设项目回购收入持续下降，部分已完工项目未进行结转，对公司资金形成占用；公司在建、拟建项目仍较多，未来面临较大资金支出压力

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，承建了大量市政和公用设施项目。业务模式方面，前期公司大部分基础设施建设项目采用由柳州市政府与公司签订回购协议的委托代建方式进行。2020 年公司确认政府项目回购收入 1.83 亿元，较上年下降

26.52%，主要系当年回购项目较少所致。

《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463 号，以下简称“463 号文”）发布后，公司采用委托代建、自筹（政府拨付部分建设资金）、政府购买服务、PPP 等多种模式开展基础设施项目建设。2020 年，公司确认代建管理费收入 736.83 万元。

PPP 模式方面，截至 2020 年末，公司参与的 PPP 项目共 10 个，均纳入财政部 PPP 项目库，柳州市人民政府授权公司作为上述项目的执行主体，代表政府方出资。截至 2020 年末，上述项目均已设立项目公司，公司持股比例为 3.40%~20.00%不等；公司参与的 10 个 PPP 项目计划总投资 193.20 亿元，公司投资额为 27.85 亿元（含项目公司资本金），其中项目公司资本金计入“可供出售金融资产”科目，项目前期成本计入“存货”科目。

自筹项目方面，柳州市人民政府每年通过财政向公司拨付一定建设资金，并准许或授权公司开展土地整理、国有资产经营等业务，以其收入平衡建设资金投入。项目建设投入计入存货科目。截至 2020 年末，公司该模式下的重点在建项目 5 个，总投资额 89.40 亿元，已累计投资 45.64 亿元，尚需投资 43.76 亿元。

拟建项目方面，截至 2020 年末，公司主要拟建项目共 5 个，计划总投资额为 31.91 亿元，其中 2021 年计划投资 9.75 亿元。

总体看来，公司在柳州市城市发展中地位突出，承担了大量基础设施建设任务。但 2020 年公司确认政府项目回购收入持续下降，而且公司在建、拟建项目较多，投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

2020 年公司房地产业务销售收入下降，目前房地产项目均已完工，未来收入缺乏可持续性

公司在基础设施建设项目所在区域及周边地区开展房地产业务，前期以安置房为主，后续开发

了部分商品住宅和商业地产项目。

截至 2021 年 3 月末，公司主要房地产项目包括风情港、荣城•祥和名邸、城市先锋等 5 个，总建筑面积 76.14 万平方米，总投资合计 37.71 亿元，目前均已完工。2020 年，公司确认房地产销售收入 2.02 亿元，同比下降 46.13%，主要系近年公司无新增房地产项目，已完工项目可销售面积逐步减少所致。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司主要房地产项目情况
(万平方米、亿元)

项目名称	建筑面积	总投资	销售进度
风情港	32.54	19.68	100%
荣城•祥和名邸	14.99	6.50	100%
城市先锋	5.80	2.80	100%
柳沙馨园	11.81	4.05	26.79%
优山美地	11.00	4.68	82.50%
合计	76.14	37.71	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月底，公司暂无在建和拟建房地产项目。

总体来看，房地产销售业务为公司重要收入来源，但目前项目均已完工，公司无在建和拟建的新项目，未来业务持续性和收入实现情况有待关注。

公司租赁等其他业务规模相对较小，但保持快速发展态势，收入大幅增加，对公司收入和现金流形成一定补充

公司其他业务主要包括租赁、码头服务等，收入以租赁业务收入为主。截至 2020 年末，公司可供出租的租赁资产主要包括旧机场等 11 块土地、文昌综合楼、文昌西楼、文昌会务中心、河东管理大厦及东堤春晓商业项目等。2020 年，公司租赁业务实现租金收入 1.31 亿元，较上年大幅增长 111.91%，因可出租面积和租金价格的上涨，租金收入大幅增加。

总体来看，公司租赁业务等其他业务收入相对

较小，但收入呈大幅增长趋势，对收入和现金流形成一定补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2018 年审计报告和经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）¹ 审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告。本报告各期财务数据均为期末数，公司财务报表根据新会计准则编制。

2020 年公司营收规模持续下降，营业毛利率小幅提升，利润总额对政府补助依赖性依然较强；公司期间费用管控能力尚可，收现能力小幅增强

2020 年公司实现营业收入 13.37 亿元，同比下降 10.81%。土地整理业务收入因出让面积大幅增加而增加；项目回购收入随着回购项目的减少持续下降；房地产销售收入大幅下降，主要系完工项目可销售面积减少所致；租赁业务收入相对稳定。毛利率方面，2020 年受收入占比较高的土地整理业务毛利率升高的影响，公司营业毛利率小幅提升至 24.21%。

表 4：公司主要板块收入结构及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
土地整理	8.19	7.40	8.15
项目回购	6.05	2.48	1.83
房地产销售	0.00	3.74	2.02
租赁	0.62	1.31	1.28
其他业务	0.57	0.05	0.09
合计	15.42	14.99	13.37
毛利率	2018	2019	2020
土地整理	25.00	26.98	27.30
项目回购	9.20	8.50	4.29
房地产销售	--	15.25	11.24
租赁	53.40	50.06	48.92
其他业务	19.02	74.32	85.16
合计	19.72	23.09	24.21

注：其他业务主要包括码头服务等。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年公司期间费用规模小幅下降，主要为管理费用和财务费用，其中 2020 年公司财务费用下

公司 2019 年年度报告审计机构。

¹ 公司与原审计机构中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）合作期限到期，公司按正常程序选聘容诚会计师事务所（特殊普通合伙）作为

降，主要系利息收入增多所致。2020 年公司三费收入占比较上年小幅上升，但仍在 10% 以下，公司费用管控能力尚可。

2020 年公司利润总额同上年基本持平，主要来自经营性业务利润，经营性业务利润为 4.71 亿元。公司其他收益主要为政府补助，2020 年为 3.04 亿元，公司利润对政府补贴依赖性较强。收现情况方面，2020 年公司收现比提升至 0.99 倍，款项回收能力有所增强。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020
营业总收入	15.42	14.99	13.37
期间费用合计	1.21	1.26	1.16
三费收入占比	7.85	8.43	8.68
经营性业务利润	5.36	5.10	4.71
其他收益	3.73	3.32	3.04
资产减值损失	0.32	-0.28	0.20
利润总额	5.08	4.73	4.70
收现比	1.07	0.78	0.99

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年末公司总资产和总负债规模均有所上升，公司资产中存货占比较高，货币资金受限规模较大，资产流动性不佳；公司资产负债率和总资本化比率尚处于合理水平，但短期债务占比逐年上升

2020 年末公司总资产规模较 2019 年末上升 82.18 亿元至 888.51 亿元，主要由存货、其他应收款、货币资金、可供出售金融资产和其他非流动资产构成。截至 2020 年末，公司存货为 629.09 亿元，占总资产的比重达到 70.80%，以市政开发成本和待开发土地为主；其他应收款为 67.02 亿元，与上年基本持平，主要为同柳州市祥云盛世投资发展有限公司、广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司和柳州市城建集团柳江投资开发有限公司等的往来款和借款，账龄以一年内为主，较大规模的应收类款项对公司资金形成一定占用；货币资金为 82.51 亿元，其中 42.35 亿元已受限，受限比例较高；公司可供出售金融资产主要为对柳州市城营城镇化发展投资中心（有限合伙）、柳州银行股份有限公司及柳州市城致新型城镇化投资管理有限公司等的

投资，较上年变化较小；其他非流动资产较 2019 年末增长 33.08% 达到 36.09 亿元，主要系委托代建项目投入从存货科目转入所致。

表 6：近年来公司资本结构及资产质量相关指标

	2018	2019	2020
总资产（亿元）	815.31	806.33	888.51
货币资金（亿元）	93.44	55.26	82.51
其他应收款（亿元）	48.73	66.91	67.02
存货（亿元）	581.77	579.93	629.09
可供出售金融资产（亿元）	53.59	50.69	50.84
其他非流动资产（亿元）	16.39	27.12	36.09
所有者权益（亿元）	387.25	369.32	372.55
实收资本（亿元）	10.28	10.28	10.28
资本公积（亿元）	341.59	320.12	319.95
未分配利润（亿元）	31.59	34.74	37.81
短期债务/总债务（X）	0.22	0.28	0.34
总资本化比率（%）	47.63	50.47	54.70
资产负债率（%）	50.50	54.20	58.07
应收类款项/总资产（%）	6.28	8.75	7.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末公司负债总额较上年增加 78.95 亿元至 515.96 亿元，主要系 2020 年公司大量发行债券进行融资所致，公司资产负债率上升至 58.07%。同期末，公司有息债务规模上升至 449.77 亿元，总资本化比率为 54.70%，但整体仍处于可控范围。

所有者权益方面，截至 2020 年末，公司所有者权益为 372.55 亿元，其中实收资本为 10.28 亿元，资本公积为 319.95 亿元，未分配利润 37.81 亿元。2020 年公司实收资本保持不变；资本公积较上年末减少 0.17 亿元，主要系公司子公司柳州市城通港湾投资管理有限公司（现名柳州市城建非凡文化旅游开发有限公司）被无偿划拨给关联公司柳州市城建非凡投资有限公司所致；未分配利润较上年末增加 3.07 亿元。

债务结构方面，公司债务以长期债务为主，但短期债务占比逐年上升，2020 年末公司短期债务/总债务为 0.34 倍，短期债务压力上升。

公司经营活动现金流呈持续净流出状态，EBITDA 有所增加，但受债务规模大幅提升的影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱

2020 年公司经营活动净现金流持续为负，净流出规模有所下降，为 9.58 亿元，主要系公司从事的基建业务项目建设期长，资金需求量大，无法在短期内获取现金回流，导致近两年经营活动现金净流量为负。公司投资活动现金流呈持续净流出状态，2020 年流出规模由 0.87 亿元扩大至 10.74 亿元，主要系收回投资收到的现金大幅减少及构建固定资产、无形资产和其他无形资产支付的现金大幅增加所致。筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障，2020 年公司筹资活动净现金流转负为正，流入规模为 36.29 亿元，主要系收到大量债券资金所致。

2020 年公司 EBITDA 有所增加，但受债务规模大幅提升的影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱；2020 年公司经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息；公司货币资金对短期债务的覆盖能力基本与上年持平，但仍小于 1。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	15.28	-36.88	-9.85
投资活动净现金流（亿元）	-4.52	-0.87	-10.74
筹资活动净现金流（亿元）	-68.77	-0.71	36.29
经营净现金流/总债务(X)	0.04	-0.10	-0.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.65	-1.49	-0.35
货币资金/短期债务(X)	1.20	0.53	0.54
总债务/EBITDA(X)	56.79	39.03	44.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.26	0.39	0.37

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司短期偿债压力较大，未使用银行授信余额相对较小，受限资产和对外担保规模较大，面临一定的担保风险

截至 2020 年末，公司总债务为 449.77 亿元，其中 2021~2023 年到期债务分别为 136.46²亿元、99.40 亿元和 126.73 亿元，短期偿债压力较大。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 91.35 亿元，占总资产的比重为 10.28%，其中货币资金 42.35 亿元、存货 38.75 亿元、可供出售金融资产 3.76 亿元、投资性房地产 6.49 亿元。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 124.73 亿元，占同期末公司净资产的 33.42%，被担保人均均为柳州市地方国有企业，但因规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 8：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	担保余额	企业性质
广西柳州东城投资开发集团有限公司	7.00	地方国企
柳州市祥云盛世投资发展有限公司	38.31	地方国企
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	63.93	地方国企
柳州市泓益资产经营管理有限责任公司	6.84	地方国企
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	4.70	地方国企
柳州市三江盛世文化旅游投资有限公司	2.70	地方国企
柳州阳和开发投资有限公司	1.26	地方国企
合计	124.73	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得的银行授信总额 386.64 亿元，其中未使用授信余额 121.89 亿元，具备一定的备用流动性。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 3 日，公司本部不存在未结清的不良信贷记录，已结清的信贷记录中存在 36 笔欠息记录，均已于 2016 年 9 月 22 日前结清；15 笔关注类贷款记录，已于 2011 年 11 月前结清；1 笔不良类对外担保记录，以上已结清不良记录公司均已提供相关说明。跟踪期内公司本部无新增不良信贷记录。

外部支持

公司作为柳州市重要的城市建设主体，2020 年在资金补贴方面得到了股东的大力支持

柳州市作为广西壮族自治区第二大城市、最大的工业城市，工业基础较好，综合经济实力雄厚，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。公司作为柳州市主要的城市建设主体之一，业务涉及土地整理、项目代建，柳州市国资委为公司实际控制人。股东背景及功能定位决定了公司的经营、发展与柳州市的城市发展密切相关。柳州市的竞争优势和经济增长使公司具有较强的市场竞争力和

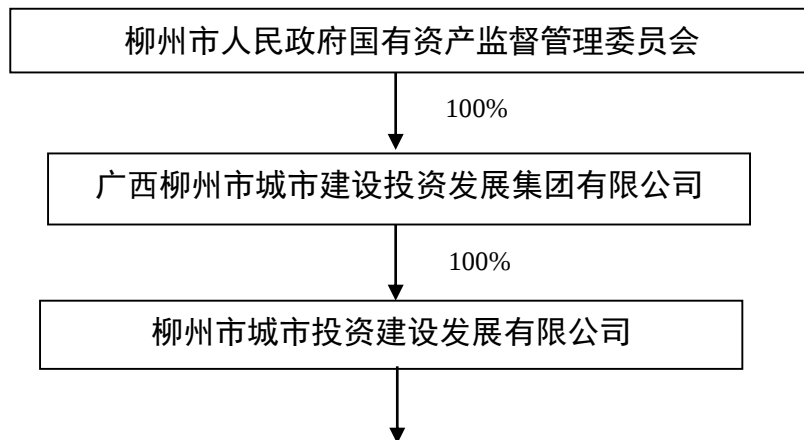
² 融资部口径

良好的发展空间。从获得具体支持情况来看，2020 年上级股东主要从财政补贴上对公司进行支持，当年公司收到政府补助 3.04 亿元，充实了公司利润规模。

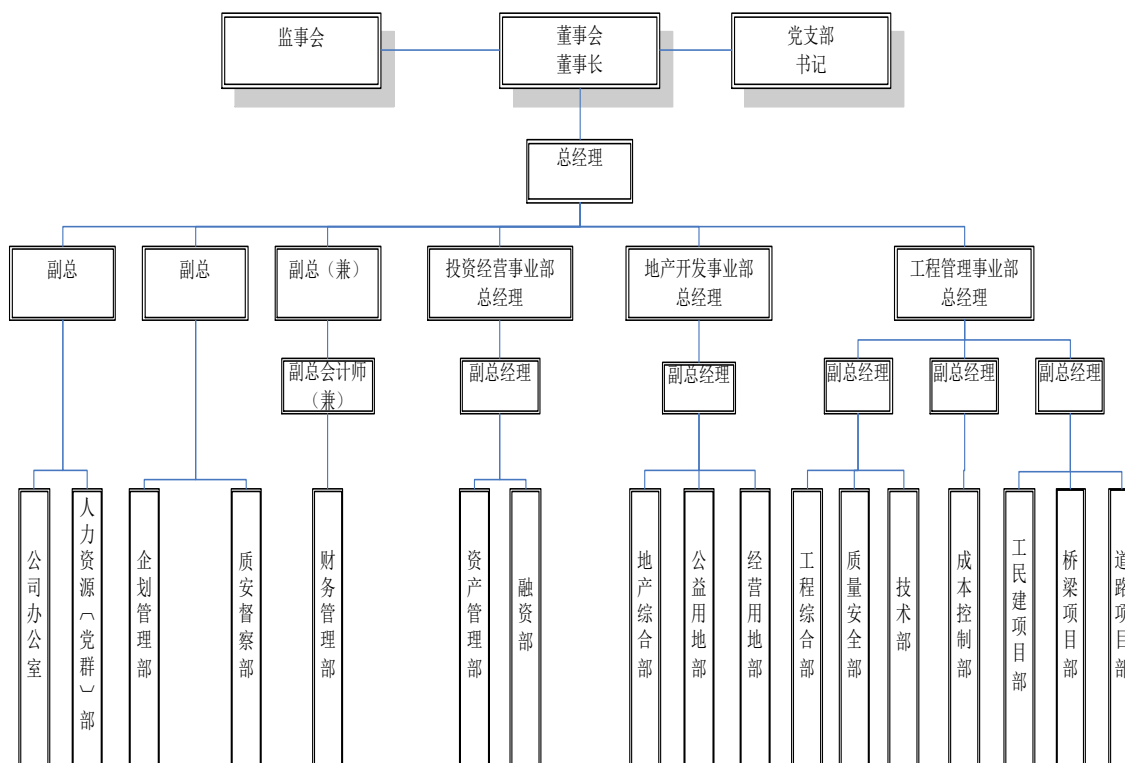
评级结论

综上，中诚信国际维持柳州市城市投资建设发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 柳州城投债/PR 柳城投”的债项信用等级 **AA**。

附一：柳州市城市投资建设发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



序号	企业名称	持股比例(%)
1	柳州市荣城资产经营管理有限公司	100.00
2	柳州市元杰建设开发有限公司	100.00
3	柳州市城通港湾投资管理有限公司	100.00
4	广西柳城盛迦旅游文化开发有限责任公司	100.00



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	934,428.83	552,616.86	825,051.12
应收账款	6.60	12,813.75	5,000.00
其他应收款	487,302.94	669,070.80	670,195.31
存货	5,817,736.63	5,799,314.37	6,290,923.82
长期投资	535,891.49	506,889.33	508,406.48
在建工程	41.90	152.74	8,635.97
无形资产	0.06	2,705.14	3,245.32
总资产	8,153,113.02	8,063,347.03	8,885,090.97
其他应付款	528,237.49	399,353.32	416,253.75
短期债务	776,233.84	1,052,571.40	1,533,178.99
长期债务	2,745,578.04	2,710,264.68	2,964,515.95
总债务	3,521,811.88	3,762,836.08	4,497,694.93
总负债	4,280,594.15	4,370,101.60	5,159,587.61
费用化利息支出	4,100.84	42,113.85	47,020.04
资本化利息支出	230,451.27	204,950.43	225,955.43
实收资本	102,788.00	102,788.00	102,788.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,872,518.87	3,693,245.43	3,725,503.36
营业总收入	154,185.39	149,919.80	133,657.38
经营性业务利润	53,639.21	50,966.13	47,131.91
投资收益	458.60	152.95	1,821.63
净利润	47,365.62	35,359.08	34,771.37
EBIT	54,891.54	89,381.17	93,975.05
EBITDA	62,019.71	96,406.43	100,970.97
销售商品、提供劳务收到的现金	164,958.32	117,155.76	132,955.08
收到其他与经营活动有关的现金	192,814.68	223,707.30	514,130.62
购买商品、接受劳务支付的现金	106,530.14	241,371.74	339,496.68
支付其他与经营活动有关的现金	95,477.66	456,401.62	394,215.25
吸收投资收到的现金	15,232.48	0.00	0.00
资本支出	185.29	24,884.12	109,328.92
经营活动产生现金净流量	152,819.73	-368,820.44	-95,785.12
投资活动产生现金净流量	-45,151.09	-8,733.01	-107,408.83
筹资活动产生现金净流量	-687,651.83	-7,098.52	362,880.40
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	19.72	23.09	24.21
期间费用率(%)	7.85	8.43	8.68
应收类款项/总资产(%)	6.28	8.75	7.79
收现比(X)	1.07	0.78	0.99
总资产收益率(%)	0.67	1.10	1.11
资产负债率(%)	52.50	54.20	58.07
总资本化比率(%)	47.63	50.47	54.70
短期债务/总债务(X)	0.22	0.28	0.34
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02
FFO 利息倍数(X)	0.26	0.32	0.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.65	-1.49	-0.35
总债务/EBITDA(X)	56.79	39.03	44.54
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.09	0.07
货币资金/短期债务(X)	1.20	0.53	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.26	0.39	0.37

注：1、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。