



# 2014年柳州市龙建投资发展有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：



# 2014年柳州市龙建投资发展有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-28	2020-6-24

## 评级观点

- 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”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2021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，代建项目和土地整理项目规模较大，业务可持续性较好，且获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，总债务规模大幅增加，偿债压力加大，且面临一定的或有负债等风险因素。

## 债券概况

**债券简称：**14柳州龙投债/PR 柳龙投

**债券剩余规模：**8.10 亿元

**债券到期日期：**2024-4-30

**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

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持专营性，且将持续获得一定的支持力度。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 联系方式

**项目负责人：**陈刚  
cheng@cspengyuan.com

**项目组成员：**陈洪  
chenhong@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	615.47	573.82	524.80	472.07
所有者权益	233.54	232.89	216.78	214.29
总债务	191.38	295.94	259.16	214.04
资产负债率	62.06%	59.41%	58.69%	54.61%
现金短期债务比	1.26	0.47	1.98	11.82
营业收入	4.35	24.02	14.19	9.12
其他收益	0.00	0.04	0.00	0.33
利润总额	0.89	5.10	2.75	2.04
销售毛利率	27.65%	26.04%	28.76%	25.74%
EBITDA	--	6.44	3.96	2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.42	0.33	0.26
经营活动现金流净额	25.04	17.76	-9.51	-2.18
收现比	5.87	1.37	1.04	1.15

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

## 优势

- **柳州市整体实力较强，为公司发展提供了良好基础。**2020年柳州市实现GDP 3,176.90亿元，按可比价格计算，增长率为1.5%，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。截至2020年末，公司在建的城市交通配套设施建设项目计划总投资为208.30亿元，截至2020年末已投资83.24亿元。
- **公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。**截至2020年末，公司在建的代建项目及土地整理项目总投资预计为97.02亿元，累计已完成投资70.52亿元；在建保障房项目总投资47.00亿元，已完成投资29.81亿元。公司在建项目规模较大，业务可持续性较好。
- **公司获得一定的外部支持。**2020年柳州市财政局代公司偿还12.52亿元债务转增资本公积，公司的资本实力明显提升；同期收到并计入递延收益的财政补贴合计为255.55万元。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2020年末，公司存货、在建工程和其他非流动资产账面价值共计405.94亿元，占总资产比重为70.74%；2020年末公司其他流动资产和长期应收款合计为76.39亿元，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2020年末，公司在建的城市交通配套设施项目预计还需投入125.06亿元，主要在建代建项目和土地整理项目预计还需投入26.50亿元，在建保障房项目预计还需投入17.19亿元，面临较大的资金压力。
- **公司总债务规模大幅增加，偿债压力加大。**截至2020年末，公司总债务为295.94亿元，同比增长14.19%，不考虑债券回售的情况下，公司一年内需偿还的有息债务为43.73亿元，现金短期债务比仅为0.47；此外，2020年EBITDA利息保障倍数为0.42，公司偿债压力较大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额为24.53亿元，占2020年末净资产的10.53%，对外担保期限较长，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、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，募集资金计划用于北雀路棚户区（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2020年6月4日，本期债券募集资金账户余额为3,281.70元。

## 三、发行主体概况

2020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2020年末，公司注册资本及实收资本为1.00亿元，柳州交投为公司的唯一股东，柳州市国资委为公司的实际控制人，公司的产权及控制关系见附录二。2020年减少公司合并报表范围子公司一家，为柳州市龙建环保科技有限公司，变动原因为注销。

根据柳国资【2020】134号文件，2020年12月31日柳州市国资委决定免去卓柳军执行董事、法定代表人职务；免去彭志春总经理职务；委派陈任广担任公司执行董事、总经理、法定代表人。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲

弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国

办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 行业及区域经济环境

### 2020年来柳州市经济实力有所增强，但经济增速有所放缓

柳州市位于广西壮族自治区中部偏东北，下辖5个市辖区、3个县、2个自治县，全市总面积1.86万平方千米，其中市区面积3,554.03平方千米（建成区面积225.09平方千米）。2020年末柳州市常住人口为415.79万人。

2020年来柳州市经济总量保持增长，2020年实现地区生产总值3,176.90亿元，按可比价格计算，增长率为1.5%，增速呈下滑趋势。三次产业结构由2019年的6.39:52.68:40.93调整为2020年的7.28:47.25:45.47。按常住人口计算，2020年柳州市人均GDP为77,148元，与全国人均GDP的比为106.49%，经济发展水平较高。

2020年柳州市固定资产投资额同比增速为-1.0%，柳州市房地产市场热度趋降，房地产开发投资增速为-0.3%，项目投资下降1.2%；商品房销售面积为705.3万平方米，增速为8.2%。金融方面，2020年柳州市存款余额和贷款余额保持较快增长，分别同比增长12.3%和15.6%。

**表 1 柳州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,176.9	1.5%	3,128.35	2.4%
第一产业增加值	231.4	4%	223.47	5.1%
第二产业增加值	1,501.1	-1.3%	1,551.91	-0.7%
第三产业增加值	1,444.4	4.2%	1,352.96	5.8%
工业增加值	-	-2.3%	-	-1.8%
固定资产投资	-	-1.0%	-	9.6%
社会消费品零售总额	1,270.2	-4.7%	1,355.62	7.0%
进出口总额	-	-	219.10	26.4%
存款余额	4,370.6	12.3%	3,916.71	3.0%
贷款余额	3,719.3	15.6%	3,226.06	9.7%

人均 GDP（元）	77,148	77,056
人均 GDP/全国人均 GDP	106.49%	108.69%

注1：标注“-”为未公布数据；

资料来源：2019-2020年柳州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年柳州市实现公共财政收入173.12亿元，同比下降21.8%；实现公共财政支出468.2亿元，同比下降6.2%；2020年实现政府性基金收入238.92亿元，同比增长21.2%。

## 五、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交通基础设施建设、市政设施建设、土地整理、保障性住房项目建设及国有资产经营等职能。公司营业收入主要来自土地一级整理和保障房销售等业务，2020年同比增长69.24%；毛利率方面，2020年下降2.72个百分点至26.04%，系土地一级整理业务收入占比大幅提升且毛利率下降幅度较大所致。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级整理	198,665.46	26.73%	72,822.41	34.69%
保障房销售	33,677.66	40.91%	60,841.99	30.41%
酒店经营	4,701.24	-115.61%	5,524.46	-82.32%
资产租赁	1,664.92	28.31%	1,512.39	51.54%
代建管理费	730.08	100.00%	703.11	100.00%
其他业务	765.15	-13.78%	530.04	23.04%
<b>合计</b>	<b>240,204.50</b>	<b>26.04%</b>	<b>141,934.41</b>	<b>28.76%</b>

资料来源：公司 2019-2020 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

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。

截至2020年末，公司在建城市交通配套设施项目预计总投资208.30亿元，后续还需投资121.06亿元。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，2019-2020年公司均未收到该专项资金，中证鹏元将持续关注。

**表 3 截至 2020 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	尚需投资
柳州市城市公共交通配套工程一期、二期	185.30	63.44	121.86
火车站城市综合交通配套工程	23.00	19.80	3.20
<b>合计</b>	<b>208.30</b>	<b>83.24</b>	<b>125.06</b>

资料来源：公司提供

**公司基础设施代建管理费收入较低，土地整理收入有所波动，主要在建代建基础设施及土地整理项目投资规模较大，业务可持续仍较好，但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，2017年以来均采用代建模式开展，项目由业主（主要为柳州市相关政府部门）立项，项目建设前期业主与公司签订项目委托建设协议并预付项目资本金，剩余项目建设资金由公司向银行贷款和自筹并计入其他非流动资产，业主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。

2020年公司确认代建管理费收入730.08万元，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、学院路东段等项目，由于采用净额法确认收入，代建管理费毛利率均为100%。

**表 4 2019-2020 年公司代建管理费前五大项目收入明细（单位：万元）**

年度	项目名称	确认收入
2020 年	滨江西路壶西大桥至白露大桥 AB 段工程	66.98
	香兰中路东段	57.56
	学院路中学	54.63
	楼梯山纵三路	32.92
	人才公寓	37.25
	<b>合计</b>	<b>249.34</b>
2019 年	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
<b>合计</b>	<b>169.00</b>	

资料来源：公司提供

土地整理方面，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、征地拆迁和市政建设等手续并组织实施，公司完成土地整理后由土储中心进行出让，柳州市财政局根据出让情况与公司结算项目款项，进而确定土地整理收入。

2020年公司确认土地一级整理收入19.87亿元，同比大幅增长172.81%，主要来自静兰片区和水南片区等区域，毛利率为26.73%，公司土地整理收入和毛利率变动较大主要系受出让土地面积、出让土地位置和出让土地类型等因素影响所致。

**表 5 2019-2020 年土地整理收入明细（单位：亩、万元）**

项目	2020 年		2019 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	434.20	174,757.28	255.34	72,822.41
水南片区土地整理	62.31	23,908.17	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>496.51</b>	<b>198,665.46</b>	<b>255.34</b>	<b>72,822.41</b>

资料来源：公司提供

截至2020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97.02亿元，累计已完成投资70.52亿元，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 6 截至 2020 年末公司主要在建的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	尚需投资	业务模式
静兰整村改造	48.00	43.30	4.7	#

水南片区改造	23.00	20.76	2.24	#
静兰片区地下综合管廊	12.77	0.40	12.37	代建
柳西水厂进出口道路工程	6.36	1.60	4.76	代建
滨江西路壶西大桥至白露大桥 AB 段工程	6.89	4.46	2.43	代建
<b>合计</b>	<b>97.02</b>	<b>70.52</b>	<b>26.50</b>	<b>--</b>

注：最后一列标“#”项目为土地整理项目。

资料来源：公司提供

### 公司保障房业务收入持续增加，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，房屋完工后由土储中心、拆迁办等单位购买，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。

2020年公司实现保障房销售收入3.37亿元，同比下降44.65%，主要系受到疫情影响未能按期交房所致，同期保障房业务毛利率为40.91%，2020年保障房毛利率较高系因为其地理位置较好，均价较高，同时由于部分保障房面向市场销售，一定程度上提升平均销售价格。

截至2020年末，公司保障房开发产品账面价值有40.70亿元，开发成本中在建保障房价值30.11亿元，同期公司预售房款达11.67亿元，短期内可支撑公司保障房收入。公司2020年末在建保障房项目总投资47.00亿元，尚需投资17.19亿元，加上代建基础设施和土地整理项目的投入，未来公司还需投入大量资金。

**表 7 截至 2020 年末公司主要在建的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	尚需投资	开工时间
碧芙蓉	20.00	12.98	7.02	2017.12
独秀苑（三期）	13.00	12.46	0.54	2017.12
水南华庭（二期）	14.00	4.37	9.63	2017.12
<b>合计</b>	<b>47.00</b>	<b>29.81</b>	<b>17.19</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

### 公司酒店业务尚处于运营初期，且受到疫情影响，尚未实现盈利

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。2020年公司营业收入为0.47亿元，毛利率为-115.47%，主要系受到疫情影响收入大幅下降，尚未实现盈利。

### 公司继续获得当地政府一定的外部支持

公司作为柳州市重要的基础设施建设和投融资主体之一，2020年公司在债务代偿和财政补助等方面获得一定的外部支持力度。

财政补贴方面，2020年公司收到政府财政补贴合计为255.55万元，计入递延收益。此外，2020年财政局代公司偿还12.52亿元债务转增资本公积，公司的资本实力明显提升。

## 六、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）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围子公司减少1家，具体见表8。

**表 8 2020 年公司合并报表范围变动情况**

年度	变动情况	子公司名称	变动原因
2020 年	减少	柳州市龙建环保科技有限公司	注销

资料来源：公司提供

### 资产结构与质量

#### 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，整体流动性较弱

随着政府的资产注入及负债增长，公司资产规模持续增长，截至2020年末资产规模达573.82亿元，从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2020年来流动资产占比为61.05%。

公司货币资金有所下降，2020年末为20.59亿元，其中用于银行承兑汇保证金1.53亿元、借款质押的定期存单1.20亿元和诉讼冻结资金0.04亿元，合计2.77亿元使用受限。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2020年末，公司存货账面价值为282.61亿元，较2019年末增长2.05%，主要系政府注入土地资产及保障房建设投入增加所致。存货中土地资产主要为城镇住宅用地和商服用地，2020年末账面价值合计206.52亿元，其中作价出资的土地合计166.06亿元，划拨的土地合计0.65亿元，出让的土地合计40.15亿元，其中10.87亿元已抵押，已抵押的土地占存货的比例为3.85%。受公司对柳州交投等单位借款的增加，公司其他流动资产规模持续增加，2020年末其他流动资产为41.08亿元。

非流动资产方面，2020年公司可供出售金融资产小幅下降为22.36亿元，原因系赎回部分富国资产富东1号单一资产管理计划；可供出售权益工具为13.70亿元，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%)的投资,按成本计量。截至2020年末,公司长期应收款为35.31亿元,主要为应收柳州交投的借款30.00亿元(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4.87亿元(利率为柳州银行存款当期活期利率)等款项。2020年末固定资产同比大幅增长97.53%,主要系房屋及建筑物,其中有27.01亿元未办妥产权证。同期末在建工程规模为85.00亿元,近年来公司在建工程规模持续增加,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2020年末,公司其他非流动资产为38.33亿元。

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。

**表9 公司主要资产构成情况(单位:亿元)**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.62	3.67%	20.59	3.59%	40.08	7.64%
存货	285.82	46.44%	282.61	49.25%	276.93	52.77%
其他流动资产	40.65	6.60%	41.08	7.16%	31.54	6.01%
<b>流动资产合计</b>	<b>356.26</b>	<b>57.88%</b>	<b>350.32</b>	<b>61.05%</b>	<b>356.69</b>	<b>67.97%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	22.36	3.90%	23.81	4.54%
长期应收款	35.32	5.74%	35.31	6.15%	35.16	6.70%
固定资产	27.01	4.39%	27.18	4.74%	13.76	2.62%
在建工程	98.71	16.04%	85.00	14.81%	53.01	10.10%
其他非流动资产	40.91	6.65%	38.33	6.68%	30.08	5.73%
<b>非流动资产合计</b>	<b>259.21</b>	<b>42.12%</b>	<b>223.50</b>	<b>38.95%</b>	<b>168.12</b>	<b>32.03%</b>
<b>资产总计</b>	<b>615.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>573.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>524.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源:公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季报,中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 公司收入和盈利规模大幅增长,且在建项目较多,业务具有较好的可持续性

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,2020年来收入规模和盈利规模分别同比大幅增长69.27%和85.45%。2020年公司销售毛利率有所下降,主要系受保障房业务和土地一级整理业务的占比及毛利率波动影响。同期,公司收现比为1.37,现金回流情况均较好。

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,但未来仍需要关注土地市场、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。

2020年公司计入当期损益的财政补贴收入为428.02万元,占同期利润总额的0.78%。

**表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

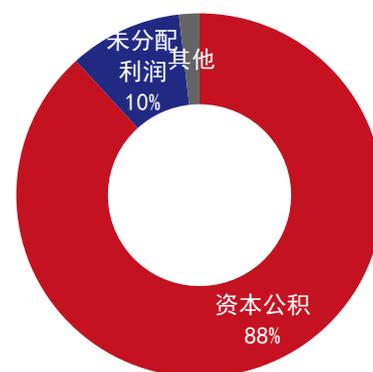
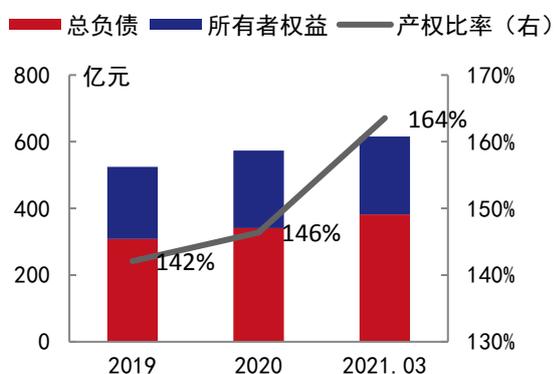
指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	4.35	24.02	14.19
收现比	5.87	1.37	1.04
营业利润	0.89	5.10	2.75
其他收益	0.00	0.04	0.00
利润总额	0.89	5.10	2.75
销售毛利率	27.65%	26.04%	28.76%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

#### 2020年公司总债务规模大幅增加，短期偿债压力进一步加大

受益于政府代偿债务和利润留存，公司资本实力持续增强，2020年末公司所有者权益为232.89亿元，同比增长7.43%。随着融资规模的扩大，近年公司的负债总额快速增长，2020年末负债总额为340.93亿元，同比增长10.68%。综合影响下，2020年末公司产权比率为146%，较2019年末上升4个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

**图 1 公司资本结构**
**图 2 2020 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司短期借款包括质押借款1.20亿元和保证借款1.00亿元。2020年末预收款项主要为预收房款。公司应交税费主要是应交企业所得税和营业税。2020年末公司一年内到期的非流动负债大幅增长至36.12亿元，主要系一年内到期的应付债券增长较多，金额为23.41亿元。

随着融资规模的扩展，公司2020年末长期借款增至75.42亿元，包括保证借款、委托借款、抵押借款和信用借款，利率区间为4.15%-7.30%。截至2020年末，公司应付债券为78.35亿元，同比下降11.48%，详见表11。需注意的是，19柳龙01下一个回售行权时间为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 11 截至 2020 年末公司存续债券明细（单位：亿元）**

债券简称	债券金额	利率	起息日	债券期限
14 柳州龙投债	10.80	8.28%	2014/4/30	10 年
16 柳龙 01	8.00	7.50%	2016/3/28	3+1+1+1 年
17 柳州龙投专项债	4.50	7.00%	2017/9/21	10 年
17 柳州龙建 PPN001	2.60	6.50%	2017/9/21	3+2 年
17 柳州龙建 PPN002	2.20	6.50%	2017/11/10	3+2 年
18 柳龙 ZR003	0.50	7.00%	2019/1/3	41 月
18 柳龙 ZR002	4.50	7.00%	2019/1/3	2 年
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	7.10%	2019/12/23	14 个月
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
20 柳龙 ZR001	5.00	6.90%	2020/1/2	3 年
20 柳龙 01	5.40	6.00%	2020/3/16	3+2 年
20 龙建投资 PPN001	5.00	6.60%	2020/4/29	3 年
20 柳龙 ZR002	1.08	6.70%	2020/7/29	2 年
20 柳龙 ZR003	0.92	6.70%	2020/8/12	2 年
20 柳龙 ZR004	0.57	6.70%	2020/8/13	2 年
20 柳龙 ZR005	0.43	6.70%	2020/8/24	3 年
<b>合计</b>	<b>102.10</b>	--	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年末公司长期应付款为13.24亿元，主要系应付柳州轨道交通产业发展有限公司和广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司及中车融资租赁有限公司等公司的款项。其他非流动负债是公司与其他单位的拆借款，2020年末公司其他非流动负债主要包括柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）借款64.90亿元（利率为5.255%）、柳州市安居建设投资开发有限公司借款17.33亿元，其中重分类至一年内到期的其他非流动负债为1.86亿元。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	0.58%	2.20	0.65%	3.08	1.00%
预收款项	0.00	0.00%	14.30	4.19%	8.41	2.73%

应交税费	11.51	3.01%	11.21	3.29%	10.28	3.34%
一年内到期的非流动负债	14.06	3.68%	36.12	10.59%	17.21	5.59%
<b>流动负债合计</b>	<b>102.01</b>	<b>26.71%</b>	<b>81.85</b>	<b>24.01%</b>	<b>49.78</b>	<b>16.16%</b>
长期借款	77.38	20.26%	75.42	22.12%	58.71	19.06%
应付债券	96.08	25.16%	78.35	22.98%	88.51	28.74%
长期应付款	14.40	3.77%	13.24	3.88%	6.76	2.19%
其他非流动负债	85.20	22.31%	85.20	24.99%	84.89	27.56%
<b>非流动负债合计</b>	<b>279.92</b>	<b>73.29%</b>	<b>259.08</b>	<b>75.99%</b>	<b>258.24</b>	<b>83.84%</b>
<b>负债合计</b>	<b>381.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>340.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>308.02</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司总债务规模持续攀升，2020年末为295.94亿元，同比增长14.19%，增速较快。不考虑债券回售的情况下，截至2020年末，公司短期有息债务金额为43.73亿元，占总债务的15%，债务结构尚属合理。

图 3 公司债务占负债比重

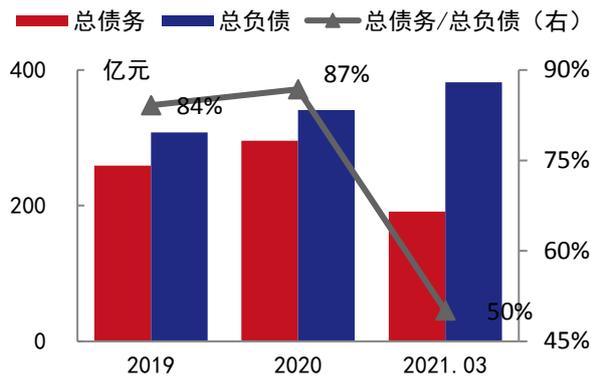
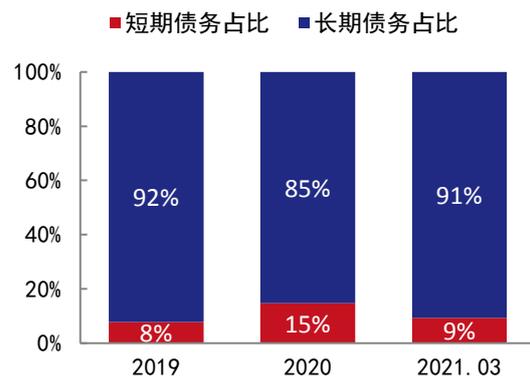


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力方面，公司资产负债率逐年增长，2020年末为59.41%，较2019年末上升0.72个百分点。2020年末公司现金短期债务比为0.47，现金类资产对短期有息债务的保障程度大幅下降，公司短期债务压力较大。2020年来EBITDA利息保障倍数增至0.42，但EBITDA对利息支出的保障能力仍较弱。总体来看，公司在建项目对资金需求较大，总债务规模预计将进一步增加，公司未来偿债压力加大。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	62.06%	59.41%	58.69%
现金短期债务比	1.26	0.47	1.98
EBITDA 利息保障倍数	--	0.42	0.33

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月21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。

## 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为24.53亿元，占2020年末净资产的10.53%，担保对象包括公司控股股东柳州交投、柳州市投资控股有限公司等政府平台公司。整体来看，公司对外担保期限较长，均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

**表 14 截至 2020 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	2034.1	否
柳州轨道交通产业发展有限公司	35,000.00	2045.5	否
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司	10,304.82	2024.12	否
<b>合计</b>	<b>245,304.82</b>	-	--

资料来源：公司 2020 年审计报告

## 十、结论

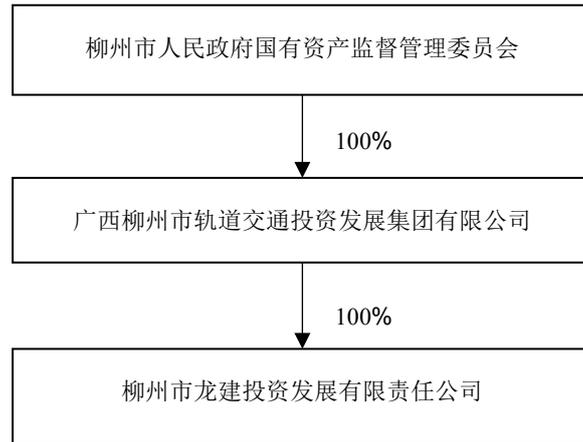
综上，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	22.62	20.59	40.08	55.87
存货	285.82	282.61	276.93	258.94
流动资产合计	356.26	350.32	356.69	331.78
在建工程	98.71	85.00	53.01	27.67
非流动资产合计	259.21	223.50	168.12	140.29
资产总计	615.47	573.82	524.80	472.07
短期借款	2.20	2.20	3.08	0.00
一年内到期的非流动负债	14.06	36.12	17.21	4.73
流动负债合计	102.01	81.85	49.78	29.18
长期借款	77.38	75.42	58.71	59.96
应付债券	96.08	78.35	88.51	63.16
长期应付款	14.40	13.24	6.76	0.00
其他非流动负债	85.20	85.20	84.89	86.19
非流动负债合计	279.92	259.08	258.24	228.60
负债合计	381.93	340.93	308.02	257.78
总债务	191.38	295.94	259.16	214.04
所有者权益	233.54	232.89	216.78	214.29
营业收入	4.35	24.02	14.19	9.12
营业利润	0.89	5.10	2.75	2.05
其他收益	0.00	0.04	0.00	0.33
利润总额	0.89	5.10	2.75	2.04
经营活动产生的现金流量净额	25.04	17.76	-9.51	-2.18
投资活动产生的现金流量净额	-30.18	-54.41	-42.02	-76.96
筹资活动产生的现金流量净额	0.20	14.39	35.74	51.52
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	27.65%	26.04%	28.76%	25.74%
收现比	5.87	1.37	1.04	1.15
资产负债率	62.06%	59.41%	58.69%	54.61%
现金短期债务比	1.26	0.47	1.98	11.82
EBITDA（亿元）	--	6.44	3.96	2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.42	0.33	0.26

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

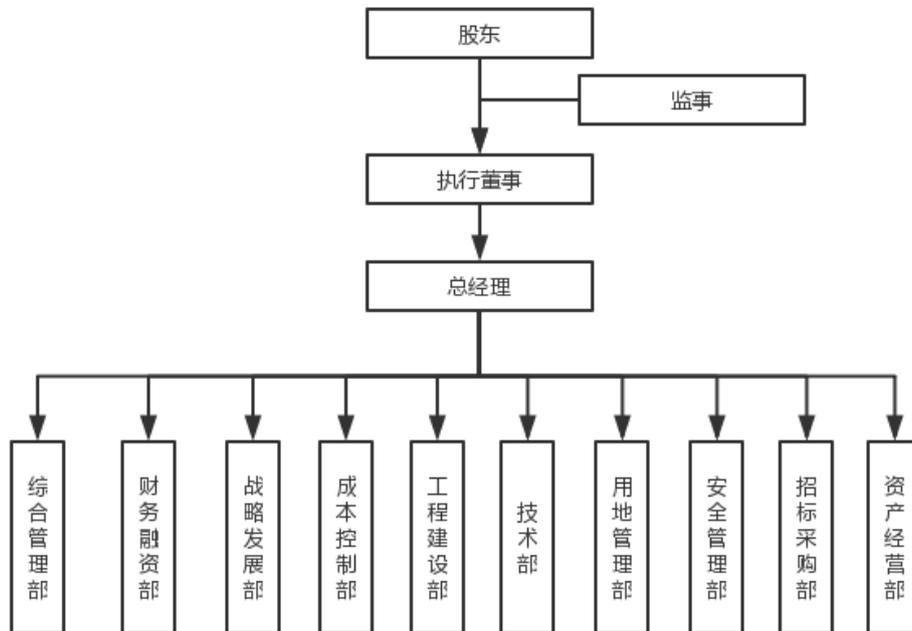
## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2020年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
柳州市龙兴投资发展有限责任公司	11,000.00	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	3,000.00	100.00%	酒店运营管理
柳州市大众建筑工程公司	978.00	100.00%	建筑工程施工
柳州市鑫泰房地产经营开发公司	1,015.54	100.00%	房地产开发

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。