

柳州市投资控股有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）、 柳州市投资控股有限公司公开发行 2019 年公司债券 跟踪评级报告（2021）

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 29 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。

■ 中诚信国际关联机构中国诚信信用管理有限公司对其提供咨询服务，经审查不存在利益冲突的情形。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2408号

柳州市投资控股有限公司：

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“18 柳投控”和“19 柳投控”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

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持柳州市投资控股有限公司（以下简称“柳州投控”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 柳投控”和“19 柳投控”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、公司得到有力的外部支持、保障房和城市投资板块项目来源充足及燃气水务等业务运营稳定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面临较大的资本支出压力、短期债务压力、对外担保和受限资产规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

柳州投控（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,297.37	1,464.93	1,640.20	1,663.22
所有者权益合计（亿元）	552.42	608.41	606.18	607.33
总负债（亿元）	744.94	856.52	1,034.00	1,055.89
总债务（亿元）	617.46	728.51	911.16	910.39
营业总收入（亿元）	41.79	48.66	51.74	6.84
经营性业务利润（亿元）	8.21	8.84	7.50	0.28
净利润（亿元）	6.32	7.23	7.82	1.00
EBITDA（亿元）	14.12	18.14	18.00	--
经营活动净现金流（亿元）	8.81	-10.54	2.05	22.41
资产负债率(%)	57.42	58.47	63.04	63.48
柳州投控（母公司）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	410.73	510.92	590.80	615.82
所有者权益合计（亿元）	194.31	195.38	185.68	185.52
总负债（亿元）	216.42	315.54	405.11	430.30
总债务（亿元）	197.58	290.07	380.88	400.40
营业总收入（亿元）	0.51	4.07	4.48	0.11
经营性业务利润（亿元）	2.02	0.86	0.89	-0.15
净利润（亿元）	1.77	1.36	1.74	-0.17
经营活动净现金流（亿元）	-8.85	1.71	3.51	1.06
资产负债率(%)	52.69	61.76	68.57	69.87

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；3、公司未提供 2021 年一季报利息支出数据和现金流量表补充资料，故相关指标失效。

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（以下简称“广西自治区”）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。

同行业比较

2020 年部分同区域同类型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 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
柳州市投资控股有限公司	1,640.20	606.18	63.04	905.16	51.74	7.82	2.05
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	1,305.32	428.05	67.21	753.28	56.45	4.20	-13.72

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
18 柳投控	AA ⁺	AA ⁺	2020/06/09	20.00	20.00	2018/11/21~2021/11/21	无
19 柳投控	AA ⁺	AA ⁺	2020/06/09	10.00	10.00	2019/03/04~2022/03/04	无

资料来源：中诚信国际整理

■ **得到有力的外部支持。**公司作为柳州市基础设施建设、土地开发整理及保障房建设的运营主体之一，得到股东的支持力度较大。2020 年，公司收到国资委作价出资的 2.28 亿元土地资产，收到政府补助 2.35 亿元。

■ **保障房和城市投资板块项目来源充足，燃气水务等业务运营稳定。**公司保障房和城市投资建设项目丰富，未来发展空间大；公司燃气供应、供水及污水处理等公用事业业务运营稳健，给公司带来较稳定的营业收入及现金流。

关 注

■ **资本支出压力较大。**公司保障房开发及房地产、土地整理业务、代建项目及自建项目未来投资规模很大，公司未来面临较大的资本支出压力。

■ **债务规模持续增长，短期偿债压力较大。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率上升至 63.48%，有息债务规模达到 910.39 亿元，其中短期债务规模为 233.97 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **对外担保规模较大，受限资产规模较大。**截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 98.25 亿元，占当期期末净资产的 16.18%，公司面临一定的或有负债风险；同期末，公司受限资产为 205.87 亿元，占公司总资产的 12.38%，资产流动性较弱。

评级展望

中诚信国际认为，柳州市投资控股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，备用流动性明显减少。

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

公司于 2018 年 11 月 21 日和 2019 年 3 月 4 日分期发行“18 柳投控”（债券代码为：155035）和“19 柳投控”（债券代码：155198），发行规模分别为 20 亿元和 10 亿元，发行期限均为 3 年，票面利率分别为 5.74% 和 5.45%。截至 2021 年 5 月末，上述两期债券的募集资金已按照原定用途使用完毕。

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，供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，2018~2020 年，柳州市实现地区生产总值(GDP)分别为 3,053.65 亿元、3,128.35 亿元和 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，2018~2020 年 GDP 增速分别为 6.4%、2.4%和 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。

2018~2020 年，柳州市一般公共预算收入分别为 193.78 亿元、221.45 亿元和 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分别为 45.66%、44.39%和 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业创新示范基地，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，在建项目量充足，2020 年受土地市场及政府土地出让计划影响，出让面积下降，但因地块价值较高，出让收入大幅增加

2020 年公司土地整理业务运营主体和业务模式无变化。已完成土地整理和实现出让方面，2020 年，公司完成土地整理面积 606.20 亩，以商住用地为主；实现出让面积 606.51 亩，完成土地整理和实现出让面积均较 2019 年大幅下降，主要系受土地市场行情和市政府规划影响所致。从成本看，由于地块所在的区域不同，涉及征拆等费用亦有所不同，2020 年出让城区地块较多，成本较高。

表 2：2018~2020 年公司完成整理及实现出让土地情况
(亩、亿元、万元/亩)

项目	2018	2019	2020
土地整理面积	1,464.27	1,378.12	606.20
土地整理平均成本	105.64	98.55	235.44
出让土地面积	1,179.75	1,110.28	606.51
出让土地平均成本	69.85	69.13	235.44
出让土地总成本	8.24	7.68	14.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收入方面，2020 年公司确认土地整理业务收入 18.16 亿元，较上年增长 48.00%，主要系当年出让地块价值较高所致。2020 年 1~3 月，公司暂未确认土地整理业务收入。

表 3：2020 年公司土地出让情况（亿元、万平方米）

地块名称	整理成本	出让面积	已确认收入	已回款情况
鲤鱼山-东盟地块	0.86	9.29	1.91	1.91
白云路东段以北犀牛山以南	0.92	7.78	1.78	1.78
洛维工业集中区	0.30	2.67	0.10	0.10
楼梯山西北侧 C-07 地块	3.37	7.18	4.24	1.62
马鹿山北路南侧	0.75	2.44	0.94	0.94
红桥路东侧	1.27	1.29	0.56	0.56
白沙路 6 号商标印刷厂	0.68	1.49	1.65	1.65
柳工大道以东石栏路以南	1.02	3.57	1.43	1.43
南站路东侧	4.44	3.46	5.05	5.05
长风路 3 号	0.66	1.26	0.49	0.49
合计	14.27	40.43	18.16	15.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建土地整理项目包括柳东新区-阳和工业园区、柳东新区-阳和古亭片区、东外环北段工程及周边地区、西鹅货运站及东站还建项目、柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目、白露片区土地整理项目和其他

土地整理配套设施项目等，总面积 1,534.48 万平方米，计划总投资 713.94 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 484.52 亿元，2021 年至 2023 年分别计划投资 37.00 亿元、30.20 亿元和 26.00 亿元，存在一定的投资压力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在开发土地项目情况（万平方米、亿元）

项目	地块名称	面积	总投资	已投资	投资计划		
					2021	2022	2023
柳东新区-阳和工业园区	柳州市阳和新村改造、柳州市阳和大桥以北、柳州市阳和大道以西三期、柳州市阳和大道以西二期、柳州市阳和大道以西地块	528.00	200.00	124.59	0.00	0.00	0.00
柳东新区-阳和古亭片区土地整理项目					7.00	7.00	3.00
东外环北段工程及周边地区土地整理项目	长塘镇鹧鸪江村，香兰片区北岸村、龙塘村、西流村、浪江村，洛埠镇	98.97	30.00	26.49	3.00	1.20	0.00
西鹅货运站项目（配套设施、物流货场）及东站还建	柳工大道东侧一、二、三、四、五地块；东站项目柳州市柳邕路西北侧地块	415.34	200.00	168.85	10.00	6.00	6.00

项目							
柳州市火车站及周边地区旧城改造项目	飞鹅路（火车站东侧）、飞鹅路（火车站东侧）二期地块	18.19	70.00	69.52	3.00	0.00	0.00
白露片区土地整理项目	白露片区白露村城中村、白露建筑产业园	273.98	93.00	32.00	6.00	6.00	6.00
其他土地整理配套设施	柳北区石碑坪土地整理项目、红岩路片区及道路配套设施、柳州市柳邕路西北侧项目、鱼峰区城中村改造、大龙潭公园东侧项目等	200.00	120.940	63.07	8.00	10.00	11.00
合计	-	1,534.48	713.94	484.52	37.00	30.20	26.00

注：上述部分土地项目总投资含基建投资，因无法区分土地投资和基建投资，故合计列示

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，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充足，业务持续性较强，但由于土地市场和市政府规划的不确定性较大，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。

公司保障房业务因项目建设周期而存在一定波动，2020 年收入有所下降，作为柳州市重要的保障房建设主体，未来项目量较有保障

2020 年公司保障房业务建设主体和建设模式无变化。收入确认方面，因租金收入有限，目前仍以售房收入为主。2020 年公司保障房项目完工交付有所减少，实现收入 15.50 亿元，较上年下降 23.19%。2021 年 1~3 月，公司确认保障房业务收入 2.62 亿元。

已完工保障房方面，截至 2021 年 3 月末公司已完工保障房项目 21 个，其中棚户区改造项目 19 个，公租房项目 2 个，合计建筑面积 292.89 万平方米，总投资额 138.56 亿元。截至 2021 年 3 月末，上述项目已累计实现销售收入 113.04 亿元，预计未来三年能确认剩余部分销售收入，2021~2023 年预计销售收入分别为 11.14 亿元、9.94 亿元和 6.95 亿元。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建安置房项目 19 个，总建筑面积 229.49 万平方米，预计总投资额 117.04 亿元，已完成投资 104.45 亿元，大部分项目已进入建设末期，但部分项目也存在已投资额大于总投资额的情况。2021~2023 年公司计划投资额分别为 9.33 亿元、10.39 亿元和 3.48 亿元

表 5：截至 2021 年 3 月末公司在建保障房项目（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资额	已投资额	未来投资计划			已实现销售收入	未来销售计划		
				2021 年	2022 年	2023 年		2021 年	2022 年	2023 年
馨和庭	2.25	1.45	0.73	0.22	0.29	0.22	-	0.56	0.42	0.42
南站馨城	23.24	11.00	11.14	0.15	0.10	-	-	5.79	4.34	4.34
站前馨天地	7.53	5.00	3.99	0.32	0.42	0.32	-	1.88	1.41	1.41
馨都雅居	2.32	1.37	1.20	0.05	0.07	0.05	-	0.58	0.43	0.43
和悦馨城（温馨茗园）	5.31	3.88	1.97	0.58	0.77	0.58	-	-	1.32	0.99
温馨雅苑	4.07	2.70	2.10	0.18	0.25	0.18	-	1.03	0.77	0.77
温馨鸿苑	3.98	3.00	1.72	0.39	0.52	0.39	-	-	0.99	0.74
丽景嘉苑	13.71	8.84	4.37	2.00	2.00	-	-	-	3.00	2.00
丽景馨居（温馨丽园）	5.05	2.20	1.93	0.09	0.12	0.09	-	1.26	0.94	0.94
红桥馨城（二期）	5.93	4.00	1.01	0.92	1.23	0.92	-	1.48	1.11	2.59
温馨印象（一期）	3.78	6.30	4.95	0.42	0.56	0.42	-	0.94	0.71	0.71
站前馨苑	1.94	0.96	0.03	0.28	0.37	0.28	-	0.48	0.36	0.36

温馨竹园	7.88	3.00	2.90	0.03	0.04	0.03	1.85	1.96	1.47	1.47
温馨祥园	1.92	1.38	1.78	0.10	0.05	-	-	0.48	0.36	0.36
锦绣龙城	33.11	15.66	26.43	-	-	-	-	5.10	3.97	2.20
天山雅筑	30.79	13.27	17.08	-	-	-	-	5.85	6.41	2.70
观山福邸	58.11	23.69	15.56	1.00	1.00	-	4.91	5.09	9.80	9.52
山居馨苑	6.56	3.94	2.76	2.00	2.00	-	-	1.36	1.02	1.02
三江县大洲岛保障房	12.00	5.40	2.80	0.60	0.60	-	-	-	2.75	1.83
合计	229.49	117.04	104.45	9.33	10.39	3.48	6.76	33.84	41.58	34.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司拟建保障房项目包括鹅山馨园和嘉和馨苑 2 个，总规划面积 9.79 万平方米，预计总投资额 14.00 亿元，2021~2023 年公司分别计划投资 4.10 亿元、4.40 亿元和 5.50 亿元。

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。

公司代建项目量充足，代建业务收入相对稳定，公司部分自营项目投资规模较大，截至目前尚未有资金回流，资金平衡情况需关注

公司代建业务主要由本部及子公司柳州建设和柳州东通负责，目前业务模式主要为代建模式。公司作为代建方仅负责相应的建设任务，资金由柳州市财政全额拨付，按项目建设进度按年向公司支付。除建设资金外，政府还在建设期内分年度向公司支付一定的代建管理费，公司按照管理费净额确认收入。2020 年公司确认代建业务收入 0.49 亿元，较上年下降 3.92%，相对稳定。

在建方面，截至 2021 年 3 月末，公司主要的在建代建项目共 13 个，总投资合计 109.42 亿元，已完成投资 81.87 亿元，项目均已同相关单位签署协议。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在建代建基础设施建设项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资额	是否签署协议
洛维工业园基础设施	19.78	12.20	是
北进路	10.00	7.76	是
东外环北段	30.00	26.49	是
柳长路（鹧鸪江路口~沙塘收费站）道路改建工程	12.00	12	是
工业博物馆项目	11.00	9.6	是
柳州市市级粮食储备库整体搬迁项目	6.99	1.46	是
柳州市柳江新高中项目	4.35	1.26	是
柳州市人民医院停车楼及医疗辅助用房项目	1.92	1.04	是
柳州市中医医院东院建设项目（二期）--医疗科研综合楼	1.63	1.42	是
柳州市中医医院本部业务用房修缮工程项目	1.56	0.83	是
柳江县岷公塘湿地公园	4.17	2.41	是
柳江县体育公园项目	4.07	3.47	是
柳江县新城市民广场	1.95	1.93	是
合计	109.42	81.87	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自有建设项目方面，截至 2020 年末，公司主要自有在建项目包括北部生态新区农业示范园项目和北部生态新区创业园（一期）、（二期）项目。自营项目前期资金由公司自筹，后期主要依靠配套项目产生的现金流进行平衡。截至 2020 年末，公司主要自营在建项目计划总投资 77.12 亿元，已完成投资 35.14 亿元，未来仍有一定的投资压力，其中 2021 年计划投资 10.50 亿元。截至 2020 年末，公司暂无拟建自营项目。

总体来看，公司作为柳州市重要的城市建设主体，承建了大量城市基础设施项目，截至目前主要在建项目均已同相关单位签署代建协议，建设资金由财政拨付，公司投资压力较小。但中诚信国际也关注到公司部分自营项目投资规模较大，存在一定的资本支出压力，且截至目前尚未有资金回流，资金平衡情况需关注。

供水及污水处理业务具有区域专营性，近年来保持稳定运营，为公司贡献较稳定的收入和现金流

公司的供水业务由柳州水务经营，柳州水务获得柳州市 30 年（2006~2036 年）城市供水特许经营权，是当地最重要的供水主体。随着柳东新水厂 2019 年的投入使用，截至 2021 年 3 月末，柳州水务制水核定产能达到 66 万吨/日。

表 7：2018~2021 年 1~3 月公司供水业务运营情况
(万吨、亿元)

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
日供水能力	54	60	66	66
全年供水量	21,131	24,949	25,982	5,901
全年售水量	17,604	19,360	19,901	4,579
供水收入	2.70	3.51	5.50	0.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供水和售水量方面，随着柳州城市化进程的推进和人口的增加，柳州市的供水和售水量有所增加，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司的供水量分别为 25,982 万吨和 5,901 万吨；同期售水量分别为 19,901 万吨和 4,579 万吨。用水费用方面，2020 年无变化。收入方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司的供水收入分别为 5.50 亿元和 0.68 亿元，稳步增长。

表 8：截至 2021 年 3 月末公司供水业务收费标准（元/吨）

类别	水价	水资源费	污水费	水费合计
一、居民生活用水：				
第一阶梯：月用水量≤28 吨/户	1.21	0.1	1.19	2.50
第二阶梯：28 吨/户<月用水量≤40 吨/户	1.84	0.1	1.19	3.13
第三阶梯：月用水量>40 吨/户	2.46	0.1	1.19	3.75
二、非居民生活用水	1.405	0.1	1.40	2.905
三、特种用水	3.96	0.1	1.40	5.46
价格文件	《柳价格[2014]60 号》 《柳价格[2014]60 号》	《桂价费[2016]66 号》	《柳价格[2016]25 号》 《柳价格[2017]47 号》	-

注：上述供水价格为市区、阳和、雒容供水价格，柳江区供水价格略有不同

资料来源：柳州威立雅水务有限公司官网，中诚信国际整理

公司的污水处理业务主要由下属子公司柳州污水运营，其为柳州唯一从事污水处理的公司，截至 2021 年 3 月末，柳州污水下属 6 个污水处理厂，污水处理能力为 74 万吨/日。

2020 年及 2021 年 1~3 月，公司的污水处理量

分别为 19,890 万吨和 4,834 万吨，污水处理量较上年有所增加。污水处理价格方面，截至 2021 年 3 月末无变化。收入方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司污水处理收入分别为 2.44 亿元和 0.53 亿元，2020 年收入较上年小幅上涨。

表 9：2018~2021 年 1~3 月柳州污水处理公司业务运营情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
日污水处理能力（万吨）	74	74	74	74
处理量（万吨）	21,352	18,700	19,890	4,834
民用单位污水处理费（元/吨）	1.19	1.19	1.19	1.19
非民用单位污水处理费（元/吨）	1.40	1.40	1.40	1.40
污水处理收入（亿元）	2.38	2.21	2.44	0.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司共有太阳村污水处理工程和石碑坪污水处理工程两个在建项目，总投资合计 1.57 亿元，建设周期均为 2 年，截至 2021 年 3 月末，已完成投资 1.19 亿元，预期合计新增污水处理能力 1.30 万吨/天。

总体来看，柳州水务为柳州市最重要的供水主体，柳州污水为柳州市唯一的污水处理主体，业务具有区域垄断性，业务稳定性和可持续性较强。随着柳州城市化的加快和人口净流入，公司的供水和污水处理业务量有望持续稳步增长，为公司带来稳定的收入和现金流。

燃气业务具有区域专营性，2020 年销量有所增加，收入稳步增长

燃气业务由下属子公司柳州燃气运营，柳州燃气由中国燃气控股有限公司和公司各出资 50%¹组建，并获得柳州市 20 年（2006~2026 年）管道燃气特许经营权，是柳州市两家燃气供应主体之一。2019 年主要负责区域和销售产品无变化，日供气能力较为稳定，维持在 70 万立方米/日左右。

销量方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司的天然气销售量分别为 9,605.68 万立方米和 2,947.87 万立方米，焦炉气销售量分别为 4,488.20 万立方米和 1,403.12 万立方米，均呈稳步增长趋势。2020 年燃气价格无调整。收入方面，得益于售气销量的增加，燃气销售收入稳步增长，2020 年及 2021 年 1~3 月分别为 5.13 亿元和 1.70 亿元。

表 10：2018~2021 年 1~3 月燃气公司业务情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
焦炉气销售量（万立方米）	3,483.14	4,056.02	4,488.20	1,403.12
天然气销售量（万立方米）	7,664.11	8,101.22	9,605.68	2,947.87
管道燃气新增用户数（万户）	3.54	3.69	4.10	0.78
管道燃气供气能力（万立方米/天）	70	70	70	70
销售收入（亿元）	4.62	4.82	5.13	1.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，目前柳州燃气的主要在建项目为中缅线长输管道天然气柳州市主城区接气工程，项目总投资 4.07 亿元，规划建设管网长度 260 公里，截至 2021 年 3 月末，项目已完成投资 3.77 亿元。

总体来看，凭借燃气供应特许经营权，公司燃气业务量保持稳步增长，对公司收入多元化和现金流提供了有益补充。

公司公交业务在柳州市具有垄断地位，但该业务公益性质较强，2020 年受疫情影响，亏损扩大，对政府补贴依赖较强

公司公交业务由子公司柳州巴士运营，公司持有柳州巴士 70% 的股权。柳州巴士为柳州市唯一的城市公共交通运营商，截至 2021 年 3 月末，柳州巴士拥有 24 个公交车场，公共汽车 1,213 辆，运营线路 110 条，线路总长 2,792 公里。此外，柳州巴

¹ 因公司对柳州燃气具有实际控制权，将其纳入合并范围

士还拥有出租汽车 372 辆。

随着滴滴打车等新兴出行方式的出现，市民选择公交和出租车的出行需求有所减弱，柳州巴士的

公交客运量有所下滑，2021 年及 2021 年 1~3 月，公司的公交客运量分别为 9,468.51 万人次和 2,659.11 万人次。2020 年受疫情影响，客运量大幅下降。票价方面，较上年无变化。

表 11：2018~2021 年 1~3 月柳州巴士业务运营情况

项目名称	2018	2019	2020	2021 年 1~3 月
车辆数（辆）	1,197	1,111	1,213	1,213
公交线路（条）	104	109	110	110
客运量（万人次）	17,651	16,497.11	9,468.51	2,659.11
行驶里程（万公里）	6,643.21	6,632.01	4,774.89	1,456.90
财政补贴（亿元）	1.21	2.32	2.33	0.25
公交收入（亿元）	2.53	2.42	1.59	0.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

因为公交服务具有一定的公益性质，票价长期处于较低水平，且总体客运量有所下降，同时，随着油价、人工成本以及折旧费用的增加，公交公司盈利能力较弱，持续呈亏损状态，对政府补助的依赖性较强。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司公交业务收入分别为 1.59 亿元、0.46 亿元，同期收到的政府补贴分别为 2.33 亿元和 0.25 亿元。

总体而言，公司的业务相对多元化，且多个业务在当地市场垄断性较强，市场占有率高，有效保障了业务的持续发展，同时，公用事业的收现能力较好，能为公司提供较稳定的现金流。但中诚信国际也关注到公司公交业务持续亏损的问题。

财务分析

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（原华普天健会计师事务所）（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年、2019 年和 2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司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。

公司收入来源较为多元，营业总收入规模逐年上升，营业毛利率有所波动；公司费用管控能力尚可，盈利能力逐年小幅增强，收现情况有所波动

2020 年公司实现营业收入 51.74 亿元，同比增长 6.33%。从具体业务来看，2020 年公司城市投资

建设业务因土地整理业务收入大幅增加而较上年大幅增长 45.93%；保障房业务因 2020 年达到收入确认条件的项目减少，收入较上年下降 23.19%；燃气业务、供水业务和污水处理业务均稳步增长；公交业务则受疫情影响，2020 年同比下降 34.30%。毛利率方面，2020 年公司营业毛利率较上年下降 4.22 个百分点至 21.08%。具体业务来看，城市投资建设业务毛利率大幅下降，主要系当年公司整理的商住地块整理成本较高所致；保障房业务毛利率保持稳定增长；公交运营业务毛利率持续为负；燃气业务毛利率保持稳定；供水业务毛利率持续下降，主要系部分供水设施升级改造使得成本增加所致。

表 12：公司主要板块收入结构及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
城市投资建设业务	11.95	12.78	18.65	0.07
保障房业务	14.60	20.18	15.50	2.62
公交运营	2.53	2.42	1.59	0.46
燃气业务	4.62	4.82	5.13	1.70
供水业务	2.70	3.51	5.50	0.68
污水处理业务	2.38	2.21	2.44	0.53
农工商业务	1.89	1.36	1.43	0.34
其他	1.12	1.38	1.50	0.44
合计	41.79	48.66	51.74	6.84
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
城市投资建设业务	31.03	39.94	23.48	100.00
保障房业务	21.10	21.95	20.98	14.47
公交运营	-66.08	-71.74	-109.12	-114.29
燃气业务	35.35	34.60	34.29	34.41

供水业务	44.82	39.35	28.95	40.06
污水处理业务	18.26	21.46	16.08	9.78
农工商业务	26.69	36.03	37.81	41.04
其他	46.80	36.42	48.06	53.16
合计	22.56	25.30	21.08	17.49

注：1、城市投资建设业务包含土地整理业务和代建业务；2、农工商业务主要包括农副产品的经销和餐饮等；3、其他业务主要包括物业服务、租赁、出售投资性房地产等。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年公司期间费用总额有所下降，期间费用以管理费用为主，系职工薪酬、折旧费、无形资产摊销等。三费收入占比随着营业总收入的增长而呈下降趋势，2020 年公司三费收入占比下降至 10% 以下，公司期间费用控制能力有所增强。

公司自身盈利水平尚可，利润总额逐年增强，公司利润总额主要来自经营性业务利润和其他收益。其他收益主要为政府补助，因公交业务的公益属性，持续处于亏损状态，较为依赖政府补贴，2020 年公司共收到政府补助 2.39 亿元。收现情况方面，2020 年受土地整理业务回款较多和预收较多保障房房款的影响，公司收现比上升至 1.06 倍。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	41.79	48.66	51.74	6.84
期间费用合计	5.29	5.28	5.06	1.03
三费收入占比	12.65	10.85	9.77	15.13
经营性业务利润	8.21	8.84	7.50	0.28
其他收益	4.82	2.95	2.39	0.26
资产减值损失	0.20	-0.04	0.24	-
利润总额	8.46	9.38	9.52	1.18
收现比	1.10	0.76	1.06	2.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司方面，母公司营业收入主要来自于城市投资建设业务，2020 年为 3.80 亿元，占母公司总收入的 84.72%。母公司期间费用有所波动，三费收入占比均在 10% 以上，期间费用管控能力有待加强。母公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年母公司收到政府补助较多使得经营性业务利润和利润总额规模较大。收现比方面，母公司收现比呈波动增强趋势，2020 年母公司收现比为 1.00 倍，回款能力有所增强。2021 年 1~3 月，受保障房业务预收房款较多的影响，母公司收现比上升至 18.41

倍。

表 14：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	0.51	4.07	4.48	0.11
期间费用合计	0.65	0.74	0.63	0.09
三费收入占比	127.77	18.24	13.95	75.77
经营性业务利润	2.02	0.86	0.89	-0.15
投资收益	0.20	0.19	1.07	-
资产减值损失	0.07	0.71	-0.04	-
利润总额	2.31	1.76	1.97	-0.15
收现比	0.66	0.48	1.00	18.41

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着业务的持续推进，公司总资产和总负债规模不断增长，资产负债率和总资本化比率持续上升；此外，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

随着业务的不断推进，公司总资产规模逐年增加，截至 2021 年 3 月末为 1,663.22 亿元，其中流动资产占比为 52.88%，流动资产占比逐年下降。公司资产以货币资金、存货、其他非流动资产为主，分别占同期末总资产比重的 6.84%、43.23% 和 13.55%。截至 2021 年 3 月末，公司货币资金为 113.81 亿元，其中 50.06 亿元已受限，受限规模较大，主要为各类保证金。公司存货资产规模较大，截至 2021 年 3 月末，公司存货规模为 718.93 亿元，占总资产的 43.23%，主要为土地整理项目、保障房及房地产项目的开发成本和土地资产。截至 2021 年 3 月末，公司其他非流动资产为 225.40 亿元，占总资产的比重为 13.55%，主要为代建项目投资。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益中实收资本为 19.31 亿元，资本公积为 514.88 亿元，未分配利润为 63.26 亿元。实收资本为柳州市国资委的货币出资。资本公积主要为财政注入的资本金和注入的土地资产。近年来公司实收资本无变动，2020 年末资本公积较上年末减少 13.25 亿元，主要系 2020 年政府收回公司北雀路 45 号住宅地块，减少公司资本公积 10.59 亿元、划转公司子公司柳州市污水治理有限责任公司资产，减少资本公积 0.36 亿元、以及同期将柳石路南段西侧 19.02 万平方米土

地作价 2.28 亿元投入公司，增加公司资本公积所致。公司未分配利润随利润积累逐年上升。

随着债务规模的不断上升，公司资产负债率和总资本化比率亦呈逐年上升趋势。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别达到 63.48% 和 59.82%。债务结构方面，公司债务以长期债务为主，2021 年 3 月末短期债务/总债务为 0.25 倍，债务期限结构与公司业务相对匹配。

公司土地整理和保障房业务能为公司带来较大的收入及现金流，但易受项目进度和回款情况影响，存在一定不确定性；公交、水务、污水处理和燃气等业务能为公司带来较稳定的现金流；整体来看，公司的资产收益性尚可。从资产流动性来看，公司存货资产规模较大，截至 2020 年末，公司存货中土地资产账面价值为 393.92 亿元，主要为作价出资的商服、城镇住宅用地，其中缴纳出让金的土地使用权 63.22 亿元，评估入账土地使用权 330.70 亿元，评估入账部分出让受到一定限制且可能面临收回风险，另外较多土地资产已被抵押，整体来看公司资产流动性不佳。

截至 2021 年 3 月末，公司应收类款项余额 62.70 亿元，占当期末总资产的 3.77%，占比较小。截至 2021 年 3 月末，公司应收账款主要为应收柳州市财政局、柳州市北部生态新区（阳和工业新区）管理委员会财政局的款项；其他应收款主要为应收柳州市祥云盛世投资发展有限公司、广西柳州市东城投资开发集团有限公司、广西银都股份有限公司等的借款和往来款，其中广西银都股份有限公司的欠款账龄在 5 年以上，收回具有很大的风险，目前已全额计提坏账准备。

表 15：近年来公司资本结构及资产质量相关指标

	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,297.38	1,464.93	1,640.19	1,663.22
货币资金（亿元）	145.80	101.38	135.19	113.81
其他应收款（亿元）	20.84	15.69	34.15	38.91
存货（亿元）	633.42	693.49	706.27	718.93

² 公司提供的 2021 年一季报中相关可供出售金融资产在其他权益工具投资科目进行核算

可供出售金融资产（亿元）	44.62	129.89	169.95	0.00 ²
在建工程（亿元）	104.26	113.27	147.08	155.73
其他非流动资产（亿元）	159.60	183.02	219.19	225.40
所有者权益合计（亿元）	552.42	608.41	606.18	607.33
实收资本（亿元）	19.31	19.31	19.31	19.31
资本公积（亿元）	474.83	523.55	514.88	514.88
未分配利润（亿元）	50.33	56.46	62.38	63.26
短期债务/总债务(X)	0.21	0.23	0.30	0.26
总资本化比率(%)	52.78	54.49	60.05	59.98
资产负债率(%)	57.42	58.47	63.04	63.48
应收类款项/总资产(%)	1.65	3.15	3.78	3.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司方面，母公司资产以存货、其他非流动资产、在建工程、投资性房地产和货币资金为主，其中存货主要为土地整理开发成本，其他非流动资产主要为代建基础设施项目的投入。母公司总债务规模呈逐年增加趋势，以长期债务为主，母公司资产负债率和总资本化比率处于较高水平，截至 2021 年 3 月末分别为 69.87% 和 68.34%。

表 16：近年来母公司资本结构及资产质量相关指标

	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	410.73	510.92	590.80	615.82
货币资金（亿元）	49.14	42.66	41.99	47.67
存货（亿元）	122.96	123.40	113.14	113.14
其他非流动资产（亿元）	71.14	111.40	134.08	142.25
在建工程（亿元）	43.96	50.03	74.62	79.17
投资性房地产（亿元）	39.79	39.16	38.55	38.40
所有者权益合计（亿元）	194.31	195.38	185.68	185.52
总债务（亿元）	197.58	290.07	380.88	400.40
短期债务/总债务(X)	0.11	0.20	0.26	0.26
总资本化比率(%)	50.42	59.75	67.23	68.34
资产负债率(%)	52.69	61.76	68.57	69.87
应收类款项/总资产(%)	10.89	4.76	4.31	2.57

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经营活动净现金流波动较大，2020 年主要偿债指标仍较弱；公司 2021~2023 年到期债务规模较大，面临较大的短期债务压力

公司经营活动净现金流波动较大，2020 年由负转正，呈小幅净流入状态，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，导致最近三年及一期的经营活动现金净流量波动较大。公司投资活动现金流呈持续净

流出状态，主要系基建投入和对外投资规模较大所致。筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障，2020 年公司筹资活动净流入规模大幅增加。

2020 年公司 EBITDA 小幅下降，债务规模持续上升，EBITDA 对总债务的覆盖能力下降；EBITDA 对利息支出的覆盖能力小幅增强，但仍无法足额覆盖；经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流（亿元）	8.81	-10.54	2.05	22.41
投资活动净现金流（亿元）	-96.49	-144.41	-128.20	-21.25
筹资活动净现金流（亿元）	18.53	112.82	153.60	-28.88
经营净现金流/总债务(X)	0.01	-0.01	0.002	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.24	-0.25	0.04	-
货币资金/短期债务(X)	1.15	0.62	0.49	0.49
总债务/EBITDA(X)	43.74	40.17	50.63	-
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.39	0.42	0.39	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司方面，2020 年母公司经营活动净现金流为 3.51 亿元，得益于土地整理业务和保障房项目回款增多，同时往来款规模也较大，公司经营活动净现金流净流入规模进一步增大。2021 年 3 月末，母公司货币资金/短期债务为 0.46 倍，货币资金无法足额覆盖短期债务。

公司短期偿债压力较大，近三年为公司到期债务高峰，银行授信规模较大，具有一定的备用流动性；公司受限资产和对外担保规模较大，面临一定或有负债风险

截至 2020 末，公司总债务为 911.16 亿元，其中 2021~2023 年及 2024 年以后到期债务分别为 273.29 亿元、224.82 亿元、123.61 亿元和 288.68 亿元，短期债务压力较大。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 205.87 亿元，占总资产的比重为 12.38%，其中 48.88 亿元为存货抵押，50.06 亿元为货币资金受限，79.81 亿元为无形资产抵押，0.37 亿元为在建工程抵押，18.31 亿元为其他权益工具质押，0.37 亿元为应收利息抵押，8.06 亿元为其他非流动资产抵押。较大

规模的受限资产可能会对公司再融资产生一定的影响。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司为柳州市房地产开发有限责任公司、广西柳州市东城投资开发集团有限公司、柳州市城市投资建设发展有限公司、柳州阳和开发投资有限公司、柳州市龙建投资发展有限公司、广西柳州市文化旅游投资发展集团有限公司、广西柳州市北城投资开发集团有限公司、柳州市安居建设投资开发有限公司等提供共计 98.25 亿元担保，占净资产比重为 16.18%，担保对象均为柳州市的国有企业，但由于规模较大，仍面临一定的或有负债风险。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司及下属子公司获得的银行授信总额 686.15 亿元，其中未使用授信余额 243.79 亿元。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 20 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷中有一笔欠息信息。该笔欠息信息历史最高欠息金额为 673,330.33 元，首次欠息发生日期为 2011 年 8 月 21 日，最近一次结清日期为 2011 年 8 月 22 日。根据公司出具的说明，该笔欠息系银行系统问题所致。除上述欠息信息外，公司未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司作为柳州市重要的城市建设和公用事业运营主体，在政策扶持、资产注入和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。

公司是经柳州市人民政府批准设立的国资公司，成立时间较长，是柳州市主要的城市开发建设主体之一，业务涉及保障房建设、土地整理、项目代建、城市公交、水务和燃气等公用事业，柳州市国资委为公司全资股东和实际控制人。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良好的发展空间。

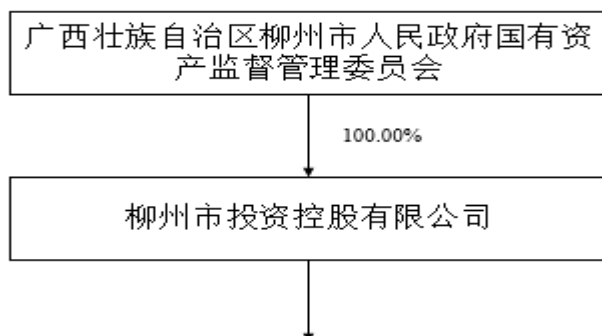
从历史获得支持情况来看，上级股东主要从资产注入和财政补贴两个方面进行支持：资产注入方面，2020 年柳州市国资委将柳石路南段西侧 19.02 万平方米土地作价 2.28 亿元投入公司，增加公司资本公积。充足的土地资产在很大程度上增强了公司的资本实力。财政补贴方面，2020 年，公司收到政府补助 2.35 亿元，充实了公司利润规模。

总体来看，鉴于柳州市很强的经济实力、公司在柳州市开发建设的重要主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

评级结论

综上，中诚信国际维持柳州市投资控股有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 柳投控”和“19 柳投控”的债项信用等级 **AA⁺**。

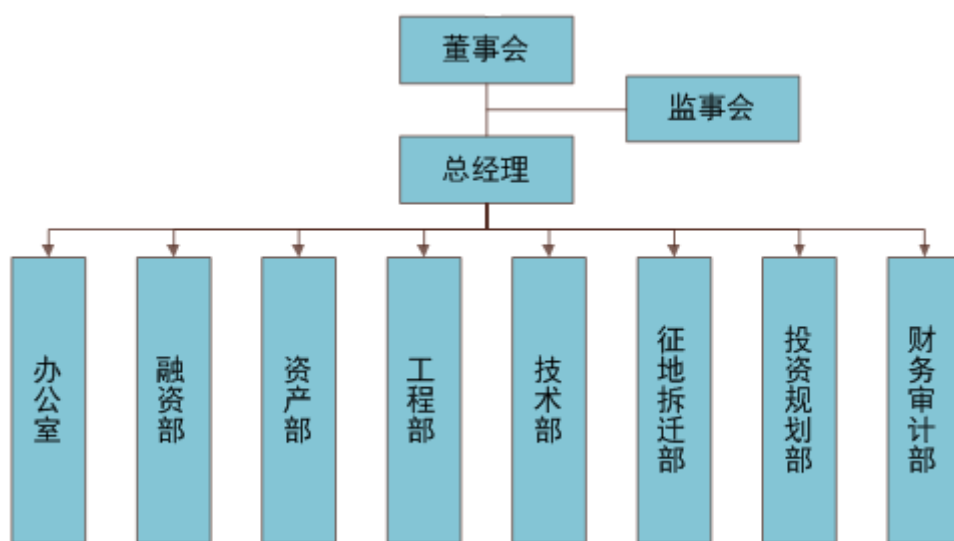
附一：柳州市投资控股有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	广西柳州市建设投资开发有限责任公司	12,500.00	100.00
2	柳州东通投资发展有限公司	34,701.81	100.00
3	柳州威立雅水务有限公司	34,800.00	51.00
4	柳州市经发投资有限责任公司	31,510.00	100.00
5	柳州农工商有限责任公司	5,023.00	100.00
6	柳州市鹧鸪江园艺场	17,747.00	100.00
7	柳州市方圆置业担保有限公司	1,200.00	100.00
8	柳州市天逸旅游文体投资开发有限责任公司	2,000.00	100.00
9	柳州市污水治理有限责任公司	31,362.84	100.00
10	柳州中燃城市燃气发展有限公司	15,000.00	50.00
11	柳州恒达巴士股份有限公司	8,488.00	70.00
12	柳州市北域建设投资有限公司	1,000.00	100.00
13	柳州市南城建设投资有限公司	2,000.00	100.00
14	柳州市聚祥资产管理有限公司	100.00	100.00

注：公司在柳州中燃城市燃气发展有限公司持股比例不超过半数但形成控制权，因此并表。

资料来源：公司提供



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：柳州市投资控股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	2021.3
货币资金	1,457,980.48	1,013,768.30	1,351,870.87	1,138,082.90
应收账款	3,519.61	91,254.92	70,260.13	30,551.38
其他应收款	210,920.49	162,529.57	341,490.31	389,142.42
存货	6,334,213.81	6,934,873.51	7,062,703.90	7,189,343.20
长期投资	548,694.54	1,416,175.73	1,838,293.71	2,011,665.07
在建工程	1,045,469.44	1,132,661.63	1,470,796.41	1,557,335.10
无形资产	1,178,330.43	1,152,330.61	1,148,798.67	1,141,298.54
总资产	12,973,670.78	14,649,308.07	16,401,854.32	16,632,222.49
其他应付款	507,241.47	563,238.09	528,233.31	685,794.08
短期债务	1,271,911.35	1,641,540.54	2,740,511.49	2,339,746.04
长期债务	4,902,648.74	5,643,593.06	6,371,116.76	6,764,126.29
总债务	6,174,560.09	7,285,133.60	9,111,628.25	9,103,872.33
总负债	7,449,440.43	8,565,181.24	10,340,030.60	10,558,892.58
费用化利息支出	24,829.41	29,960.79	26,210.22	--
资本化利息支出	339,645.99	397,965.06	435,556.25	--
实收资本	193,053.41	193,053.41	193,053.41	193,053.41
少数股东权益	56,087.99	63,808.54	67,072.76	68,296.04
所有者权益合计	5,524,230.34	6,084,126.83	6,061,823.72	6,073,329.91
营业总收入	417,857.78	486,570.56	517,396.73	68,361.06
经营性业务利润	82,124.39	88,350.12	75,031.40	2,818.45
投资收益	485.42	6,781.81	18,252.53	8,825.88
净利润	63,162.43	72,272.78	78,057.79	10,006.44
EBIT	109,443.03	123,768.71	121,439.70	--
EBITDA	141,152.38	181,355.27	179,971.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金	459,357.25	368,083.26	548,121.75	198,125.37
收到其他与经营活动有关的现金	319,236.00	364,608.11	372,512.22	373,637.28
购买商品、接受劳务支付的现金	573,337.38	466,480.58	515,371.73	176,040.94
支付其他与经营活动有关的现金	25,132.08	237,437.07	284,100.34	137,541.59
吸收投资收到的现金	0.00	243,341.90	0.00	0.00
资本支出	313,931.62	893,735.56	876,162.95	89,720.03
经营活动产生现金净流量	88,097.42	-105,400.90	20,472.04	224,078.34
投资活动产生现金净流量	-964,890.64	-1,444,081.80	-1,281,988.67	-212,542.90
筹资活动产生现金净流量	185,265.66	1,128,210.46	1,535,967.43	-288,762.08
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	22.56	25.30	21.08	17.49
期间费用率(%)	12.65	10.85	9.77	15.13
应收类款项/总资产(%)	1.65	3.15	3.78	3.77
收现比(X)	1.10	0.76	1.06	2.90
总资产收益率(%)	0.86	0.90	0.78	--
资产负债率(%)	57.42	58.47	63.04	63.48
总资本化比率(%)	52.78	54.49	59.89	59.82
短期债务/总债务(X)	0.21	0.23	0.30	0.25
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	0.10
FFO 利息倍数(X)	0.32	0.37	0.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.24	-0.25	0.04	--
总债务/EBITDA(X)	43.74	40.17	47.55	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.11	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	1.15	0.62	0.50	0.50
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.39	0.42	0.41	--

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；3、公司未提供 2021 年一季报现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：柳州市投资控股有限公司财务数据及主要指标（母公司）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	491,382.76	426,637.45	419,917.55	476,736.54
应收账款	0.00	19,671.50	19,537.11	0.00
其他应收款	357,286.03	58,665.59	106,216.29	29,397.31
存货	1,229,581.69	1,233,999.72	1,131,433.23	1,131,433.68
长期投资	253,239.66	1,073,496.46	1,508,185.96	1,672,612.86
在建工程	439,579.12	500,317.32	746,174.03	791,696.28
无形资产	105,017.92	103,246.79	101,653.53	101,248.50
总资产	4,107,313.56	5,109,227.45	5,907,955.14	6,158,195.55
其他应付款	132,321.14	160,576.92	115,478.94	45,374.03
短期债务	218,051.25	567,317.00	981,016.34	1,046,863.27
长期债务	1,757,754.34	2,333,373.86	2,827,812.41	2,957,162.41
总债务	1,975,805.59	2,900,690.86	3,808,828.75	4,004,025.67
总负债	2,164,218.52	3,155,445.07	4,051,116.34	4,303,008.87
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
实收资本	193,053.41	193,053.41	193,053.41	193,053.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,943,095.04	1,953,782.39	1,856,838.79	1,855,186.69
营业总收入	5,083.85	40,711.83	44,820.93	1,138.88
经营性业务利润	20,208.49	8,587.29	8,869.83	-1,523.27
投资收益	1,972.42	1,877.29	10,693.45	0.00
净利润	17,679.73	13,598.96	17,422.17	-1,747.28
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,376.73	19,347.33	45,002.93	20,961.73
收到其他与经营活动有关的现金	42,593.68	126,501.35	66,095.54	10,016.65
购买商品、接受劳务支付的现金	619.49	13,274.73	24,924.09	10,098.99
支付其他与经营活动有关的现金	117,186.82	107,998.48	44,916.30	9,376.18
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	304,833.46	402,174.29	397,470.84	19,928.59
经营活动产生现金净流量	-88,488.81	17,087.96	35,052.41	10,597.04
投资活动产生现金净流量	-452,989.72	-902,390.06	-822,602.02	-184,228.59
筹资活动产生现金净流量	530,257.07	780,450.79	861,597.08	136,114.79
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	-36.47	42.94	36.42	-42.30
期间费用率(%)	127.77	18.24	13.95	75.77
应收类款项/总资产(%)	10.89	4.76	4.31	2.57
收现比(X)	0.66	0.48	1.00	18.41
总资产收益率(%)	--	--	--	--
资产负债率(%)	52.69	61.76	68.57	69.87
总资本化比率(%)	50.42	59.75	67.23	68.34
短期债务/总债务(X)	0.11	0.20	0.26	0.26
FFO/总债务(X)	-0.04	0.01	0.01	0.01
FFO 利息倍数(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	2.25	0.75	0.43	0.46
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--

注：1、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；2、公司未提供各期财务报表利息支出数据和现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附四：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”。

附五：信用等级的符号及定义

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。