

柳州市龙建投资发展有限责任公司
及其发行的 22 龙建投资 MTN001 与 PR 柳龙建
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]100967】

评级对象： 柳州市龙建投资发展有限责任公司及其发行的 22 龙建投资 MTN001 与 PR 柳龙建

	22 龙建投资 MTN001	PR 柳龙建
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 28 日
前次跟踪：	—	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 28 日
首次评级：	AA/稳定/AAA/2022 年 4 月 14 日	AA/稳定/AA/2017 年 8 月 8 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	38.47	16.60	10.57	7.93
刚性债务	197.03	233.28	252.71	254.19
所有者权益	217.57	227.35	205.77	206.83
经营性现金净流入量	-9.32	17.85	28.15	45.83
合并数据及指标：				
总资产	524.80	573.82	581.32	622.62
总负债	308.02	340.93	369.51	410.23
刚性债务	264.88	301.17	308.55	311.02
所有者权益	216.78	232.89	211.81	212.39
营业收入	14.19	24.02	20.98	4.70
净利润	1.99	3.78	3.71	0.58
经营性现金净流入量	-9.51	17.76	28.81	46.65
EBITDA	3.96	6.34	7.43	—
资产负债率[%]	58.69	59.41	63.56	65.89
长短期债务比[%]	518.79	316.54	113.99	130.90
营业利润率[%]	19.37	21.25	24.00	20.01
短期刚性债务现金覆盖率[%]	154.12	42.05	11.46	9.00
营业收入现金率[%]	104.06	137.20	169.26	35.82
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-21.41	-12.95	-17.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.41	0.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—
担保人数据（合并口径）				
总资产	265.13	258.52	262.56	—
所有者权益	106.67	116.42	111.35	—
担保余额	501.67	480.03	634.62	—
担保放大倍数[倍]	3.24	3.67	4.94	—

注：发行人数据根据柳州龙建经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
 郭羽佳 wyj@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对柳州市龙建投资发展有限责任公司（简称柳州龙建、发行人、该公司或公司）及其发行的 22 龙建投资 MTN001 与 PR 柳龙建的跟踪评级反映了 2021 年以来柳州龙建在区域环境、外部支持及财务弹性等方面保持优势，同时也反映了公司在资金平衡、债务负担、资产质量及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域经济实力较强。**柳州市工业基础较雄厚，汽车、机械、冶炼等支柱产业具有较强的竞争优势，经济体量在广西地级市中位居第二。
- **外部支持力度较大。**柳州龙建作为柳州市重要的基础设施建设和投融资主体之一，能够在项目、运营、资产等方面获得积极支持。
- **具有一定财务弹性。**柳州龙建拥有一定的未使用银行授信和较大规模未抵押土地资源，未来仍具有一定再融资空间。
- **增级因素。**中投保为 22 龙建投资 MTN001 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可有效提升本期债券偿付安全性。

主要风险：

- **资金平衡难度较大。**柳州龙建基础设施建设、土地整理和保障房项目回款时点较为滞后，加之重点推进的城市公共交通配套工程投资规模大、尚未实现运营，公司存在持续的资金周转压力。
- **债务负担沉重。**柳州龙建承担了较多项目工程建设，有息债务风险积聚，且融资成本偏高。公司在建项目投资规模较大，债务负担将进一步

步上升。

- **流动性压力上升。**柳州龙建刚性债务持续攀升，货币资金对短期刚性债务覆盖程度弱化，资金周转压力加大。
- **资产质量一般。**柳州龙建资产以土地和工程项目为主，土地资产价值容易受土地市场波动影响，工程项目资金回笼缓慢，公司整体资产质量一般。
- **或有负债风险。**柳州龙建存在一定规模的对外担保，面临由此形成的担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对柳州龙建及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 22 龙建投资 MTN001 还本付息安全性极强，并维持 AAA 信用等级；认为 PR 柳龙建还本付息安全性很强，并维持 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

柳州市龙建投资发展有限责任公司 及其发行的 22 龙建投资 MTN001 与 PR 柳龙建

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照柳州市龙建投资发展有限责任公司 2022 年度第一期中期票据和 2017 年柳州市龙建投资发展有限责任公司城市停车场专项债券（分别简称“22 龙建投资 MTN001”及“PR 柳龙建”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据柳州龙建提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳州龙建的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司注册总金额不超过 8 亿元的中期票据于 2022 年 3 月在中国银行间市场交易商协会注册（中市协注[2022]MTN157 号）。2022 年 4 月，公司在额度内一次性发行 8 亿元“22 龙建投资 MTN001”，发行利率为 3.75%，期限为 3 年，由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。“22 龙建投资 MTN001”募集资金用途为偿还有息债务，将于 2022 年三季度使用。

根据国家发展和改革委员会发改企业债券[2016]320 号文，该公司获准发行城市停车场建设专项债券不超过 5 亿元。2017 年 9 月，公司发行了待偿还本金为 5 亿元的公司债券，简称“PR 柳龙建”，票面利率 7.00%，期限为 10 年，采取分次还本方式¹。目前，上述债券待偿还本金余额为 4.00 亿元。公司将“PR 柳龙建”募集资金中的 4.75 亿元用于停车场项目、0.25 亿元用于补充营运资金，所募资金已使用完毕。停车场项目总投资 7.28 亿元，2022 年 3 月末已建成，但尚未竣工验收，未来将根据周边配套需求启动销售。

近年来，该公司通过直接债务融资工具筹措大量资金。截至 2022 年 5 月末，公司存续期债券共 18 支，发行规模合计 131.79 亿元，待偿还本金余额为 120.89 亿元，本息兑付情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行时间	期限 (天/月/年)	发行利率 (%)	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	债券类型	本期偿付情况
14 柳州龙投债	2014.4.30	10 年	8.28	18.00	8.10	企业债	按期偿付 9.9 亿元
16 柳龙 01	2016.3.23	3+1+1+1 年	4.99	8.00	—	非公开公司债	按期兑付
16 龙建投资 MTN001	2016.3.30	5 年	4.45	15.00	—	中期票据	按期兑付
16 柳龙 02	2016.8.22	3+3 年	4.55	7.00	—	非公开公司债	已全部回售

¹ 在债券第 3 至 6 个计息年度，每年按照债券发行总额 10%的比例偿还债券本金；在第 7 至 10 个计息年度，每年偿还本金的 15%。

债项名称	发行时间	期限 (天/月/年)	发行利率 (%)	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	债券类型	本期偿付情况
PR 柳龙建	2017.9.20	10 年	7.00	5.00	4.00	企业债	未到期
17 柳州龙建 PPN001	2017.9.20	3+2 年	6.50	5.00	5.00	定向工具	未到期, 2020 年 9 月未调整票面利率
17 柳州龙建 PPN002	2017.11.9	3+2 年	6.50	5.00	5.00	定向工具	未到期, 2020 年 11 月未调整票面利率
18 柳龙 ZR001	2018.4.24	2 年	7.0-7.3	6.00	—	债权融资计划	按期兑付
18 柳龙 ZR002	2019.1.3	25 个月	7.00	4.50	—	债权融资计划	按期兑付
18 柳龙 ZR003	2019.1.3	41 个月	7.00	0.50	0.50	债权融资计划	未到期
19 龙建投资 MTN001	2019.2.22	3 年	6.75	7.00	—	中期票据	按期兑付
19 柳龙 ZR001	2019.9.27	3 年	7.10	3.00	3.00	债权融资计划	未到期
19 柳龙 ZR002	2019.9.27	3 年	7.10	7.00	7.00	债权融资计划	未到期
19 柳龙 01	2019.11.5	3+2 年	6.70	9.60	9.60	非公开公司债	未到期
19 柳龙 ZR003	2019.12.23	424 天	7.00	0.71	—	债权融资计划	按期兑付
19 柳龙 ZR004	2019.12.23	906 天	7.00	0.81	0.81	债权融资计划	未到期
19 柳龙 ZR005	2019.12.26	3 年	7.00	7.48	7.48	债权融资计划	未到期
20 柳龙 ZR001	2020.1.2	3 年	6.90	5.00	5.00	债权融资计划	未到期
20 柳龙 01	2020.3.13	3+2 年	6.00	5.40	5.40	非公开公司债	未到期
20 龙建投资 PPN001	2020.4.28	3 年	6.60	5.00	5.00	定向工具	未到期
21 龙建投资 SCP001	2021.1.27	270 天	5.50	3.00	—	超短期融资债券	按期兑付
21 柳龙 01	2021.1.28	3+2 年	6.80	15.18	15.18	非公开公司债	未到期
21 龙建投资 SCP002	2021.3.25	270 天	5.70	6.00	—	超短期融资债券	按期兑付
21 柳州龙建 01	2021.6.25	3+2 年	7.50	10.00	10.00	企业债	未进入还本付息期
21 柳龙 02	2021.11.17	3+2 年	7.50	14.82	14.82	非公开公司债	未进入还本付息期
22 龙建投资 SCP001	2022.2.21	270 天	6.20	7.00	7.00	超短期融资债券	未进入还本付息期
22 龙建投资 MTN001	2022.4.29	3 年	3.75	8.00	8.00	中期票据	未进入还本付息期

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明

确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

作为城市公共交通的重要组成部分，轨道交通的经济和社会效益显著，建设及运营能得到地方政府在资金、资源等方面较大力度的支持。2021 年，我国城轨交通在建项目规模大且稳步增长，客运量随疫情影响消退而有所恢复。

城市轨道交通为城市公共交通系统的重要组成部分。根据《城市轨道交通分类》（T/CAMET00001-2020），城轨交通系统制式分为 10 类，包括地铁系统、轻轨系统、市域快轨系统、磁浮交通系统、跨座式单轨系统、悬挂式单轨系统、自导向轨道系统、有轨电车系统、导轨式胶轮系统和电子导向胶轮系统等。2021 年末，我国大陆地区城轨交通运营线路中共有 8 种制式在运营，无悬挂式单轨系统和导轨式胶轮系统。地铁、市域快轨、有轨电车、轻轨运营线路长度占比分别为 78.90%、10.36%、5.48%和 2.39%，磁浮、跨座式单轨、自导向轨道、电子导向胶轮等运营线路相对较短。

城市轨道交通在速度、运量及中长距离运输等方面有较大优势，具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点，在改善城市交通状况、促进城市发展方面具有重要意义。“十五”期间，国家首次把发展城轨交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济、特别是大城市经济持续发展的重大战略。根据中国城市轨道交通协会披露数据，2021 年末我国大陆地区共有 50 个城市建成投运城轨交通线路 306 条，运营线路里程达 9192.62 公里。随着新冠疫情影响消退，2021 年城轨交通累计完成客运量 229.62 亿人次，较上年增加 53.72 亿人次，仍比 2019 年略低 7.38 亿人次。此外，依托于新型城镇化推进，我国对城市轨道交通的建设需求持续上升。2021 年全国新获批建设规划线路长度共计 314.6 公里，总投资额 2233.54 亿元，系统制式全部为地铁。

我国城市轨道交通投资规模大、建设及投资回收期长，建设初期资金投入对地方财政拨付存在较高依赖。目前，我国轨道交通建设主体基本为地方国有企业，建设资金来源中项目资本金一般由所在地区财政承担，其余资金主要通过银团贷款、发行债券等外部融资渠道获取。轨道交通项目由于投资需求大，地方财政及投建主体均面临较大的投融资压力，但由于其具有重要的社会及经济效益，能得到国家较大的政策支持。近年来，PPP 模式、国开基金及城市发展基金等大力推广使轨道交通项目投建资金来源更加多元化，有利于保障各地区城市轨道交通项目顺利推进。

轨道交通项目虽然投资大、回收期长、前期收支不平衡，但具有长期较稳定的票款收入，且可开展多业态经营实现收益。一方面，城市轨道交通线路的开通运营能带动沿线土地升值及房地产开发；另外一方面，附着于轨道交通的商业机会很多。在保证安全运营的前提下，通过连锁商业、广告、沿线物业、地下移动通讯、智能卡服务及地下空间开发等多种途径增加轨道交通项目的衍生收益。此外，城市轨道交通的建设可大幅减轻地面交通运输压力，缓解城市交通拥堵，降低由于交通堵塞产生的效率和经济损失，加快城市区域拓展、提升城市功能。

轨道交通项目具有良好的社会效益，对当地民生、经济及社会发展具有积极促进作用。国家陆续出台了一系列政策，引导行业有序健康发展。根据国务院办公厅 2018 年发布的《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，申报建设地铁的城市一般财政预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般财政预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。上述意见有助于确保城轨交通规模与实际需求相匹配、建设节奏与支撑能力相适应。2020 年 12 月，国家发改委、交通运输部、国家铁路局《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》由国务院同意，为完善城市综合交通运输体系、优化大城市功能布局等提供支撑。该意见指出，市域（郊）铁路主要布局在经济发达、人口聚集的都市圈内的中心城市，联通城区与郊区、周边城镇组团，重点满足 1 小时通勤圈快速通达出行需求。

（3）区域经济环境

柳州市工业基础雄厚，汽车、机械、冶炼等支柱产业具有较强的竞争优势，但产业集中度高、产业结构不尽合理等问题也日益突出。受累于工业运行压力加大，2021 年以来柳州市经济总体呈低速增长态势。

柳州市系广西壮族自治区（简称“自治区”）下属地级市，现辖 5 区（城中区、柳北区、鱼峰区、柳南区、柳江区）、5 县（柳城县、鹿寨县、融安县、融水县、三江县），并设有柳州高新技术产业开发区（国家级）、柳东新区（柳州汽车城）、阳和工业新区等经济功能区，总面积 1.86 万平方公里。2021 年末全市户籍人口 396.79 万人，常住人口 417.53 万人，常住人口城镇化率为 70.33%。

受累于工业发展趋缓，2021 年以来柳州市主要经济指标增速持续处于相对低位。全年全市完成地区生产总值 3057.24 亿元，按可比价格计算，同比增长 2.0%，增速较上年略升 0.5 个百分点。其中，第一产业增加值 257.85 亿元，增长 7.0%；第二产业增加值 1277.50 亿元，下降 1.8%；第三产业增加值 1521.88 亿元，增长 5.0%。三次产业结构调整至 8.43:41.79:49.78。按常住人口计算，人均地区生产总值 7.33 万元。2022 年第一季度，柳州市实现地区生产总值 714.60 亿元，同比增长 1.0%。

图表 2. 2019 年以来柳州市主要经济指标及增速

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	3128.35	2.4	3176.94	1.5	3057.24	2.0	714.60	1.0
其中：第一产业增加值（亿元）	223.47	5.1	231.37	4.0	257.85	7.0	23.03	7.9

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
第二产业增加值 (亿元)	1551.91	-0.7	1501.13	-1.3	1277.50	-1.8	299.99	0.2
第三产业增加值 (亿元)	1352.96	5.8	1444.43	4.2	1521.88	5.0	391.58	1.1
固定资产投资 (亿元)	—	9.6	1756.70	-1.0	1608.30	-8.5	—	0.4
规模以上工业总产值 (亿元)	3831.83	-3.9	3653.40	-2.3	—	6.0	—	—
社会消费品零售总额 (亿元)	1355.62	7.0	1270.20	-4.7	1332.3	4.9	—	1.3
进出口总额 (亿元)	219.10	26.4	228.12	3.8	353.51	52.3	—	—
城镇居民人均可支配收入 (元)	37358	7.2	38479	3.0	41442	7.7	12034	4.3
三次产业结构比例	7.14:49.61:43.25		7.28:47.25:45.47		8.43:41.79:49.78		—	

资料来源：2019-2021 年柳州市国民经济与社会发展统计公报、柳州市统计局

经过多年发展，柳州市已形成了以汽车、机械、冶炼为支柱产业，制药、化工、造纸、制糖、建材等产业协同发展的现代工业体系，拥有柳州五菱汽车、上汽通用五菱、广西柳钢集团等为代表的重工业企业，经济总量在广西壮族自治区排名第二（仅次于南宁市）。尽管柳州市工业经济仍具有一定竞争力，但产业集中度相对较高，传统产业中部分产能面临落后淘汰的压力，高新技术产业和新兴产业发展相对缓慢。

2021 年，柳州市推进工业优化升级，但限电、缺芯、原材料涨价等不利因素，仍对工业经济尤其是汽车产业造成负面效应。全市规模以上工业总产值同比增长 6.0%。其中，规上汽车工业总产值下降 0.8%，规上机械工业总产值增长 6.3%，规上冶金工业总产值增长 17.6%。工业效益指标方面，全市规上工业企业实现营业收入 4267.7 亿元，同比增长 10.7%；利税总额 322.0 亿元，增长 1.9%。2022 年第一季度，全市规模以上工业增加值同比增长 0.3%。

受工业不振、房产去杠杆、地方政府债务管控等多重因素影响，近年来柳州市固定资产投资面临较大下行压力。2021 年全市完成固定资产投资 1608.30 亿元，同比下降 8.5%，降幅较上年扩大 7.5 个百分点。从投资领域看，2021 年工业投资下降 8.5%，基础设施投资下降 9.3%，房地产开发投资下降 5.7%至 437.53 亿元。2022 年第一季度，柳州市固定资产投资同比微增 0.4%，其中工业投资、基础设施投资、房地产开发投资增速分别为 65.1%、-27.9%、2.3%。

图表 3. 2019 年以来柳州市固定资产投资增速情况（单位：%）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
第一产业	-9.1	-12.8	12.8	-22.5
第二产业	-2.1	4.5	-9.8	54.2
第三产业	13.4	-1.9	-8.7	-9.8

资料来源：2019-2021 年柳州市国民经济与社会发展统计公报、柳州市统计局

由于市场存量较为饱和加之新增需求有限，柳州市房地产景气度持续走低。2021 年，柳州市楼盘推新力度大幅减缓；商品房施工面积和竣工面积同比增速分别为 6.9% 和 -58.0%。房企采取降价促销方式以尽快回笼资金，但成交量仍出现萎缩。全市商品住

宅销售面积 597.12 万平方米，下降 7.2%；商品住宅销售额 407.77 亿元，下降 9.7%。2022 年第一季度，柳州市商品房销售面积 88.0 万平方米，下降 16.7%。

图表 4. 2019-2021 年柳州市房屋建设及销售情况

	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	3046.2	12.8	3479.19	14.2	3719.58	6.9
商品房竣工面积 (万平方米)	130.0	-24.4	323.93	149.2	135.94	-58.0
商品房销售面积 (万平方米)	651.8	2.3	705.28	8.2	668.72	-5.2
其中：商品住宅销售面积 (万平方米)	582.3	1.2	643.41	10.5	597.12	-7.2
商品房销售额 (亿元)	511.2	3.2	501.26	-1.9	458.23	-8.6
其中：商品住宅销售额 (亿元)	458.4	4.3	451.46	-1.5	407.77	-9.7

资料来源：2019-2021 年柳州市国民经济与社会发展统计公报

2021 年柳州市土地市场供需趋弱，绝大部分地块以底价成交；由于出让地块区位相对较好，故出让单价抬升，带动土地交易总额略增。当年柳州市成功出让地块 61 宗，其中溢价地块 3 宗；总成交面积和金额分别为 4034.91 亩和 135.95 亿元，同比增速分别为 -14.25% 和 4.53%。从土地成交性质看，纯居住用地成交明显回落，成交面积 1383.22 亩，为上年的 64.37%，成交额 46.29 亿元，下降 27.87%。商住混合用地量缩价涨，成交面积同比下降 11.67% 至 1807.81 亩，成交额由上年的 47.04 亿元快速增至 81.35 亿元。商业用地成交额一直偏小，为 6.00 亿元。2022 年，柳州市计划出让经营性用地 5492 亩，仍将维持较大的供应量。当年一季度，全市出让 24 宗经营性用地，绝大部分为工业用途，成交面积和金额分别为 81.29 亩和 1.87 亿元。

图表 5. 2019-2021 年柳州市城区经营性土地出让情况

	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让总面积 (亩)	5317.36	5261.87	4034.91
其中：住宅用地出让面积 (亩)	1363.51	2148.68	1383.22
商住混合用地出让面积 (亩)	2678.13	2046.56	1807.81
商服用地出让面积 (亩)	325.81	376.53	373.59
其他用地出让面积 (亩)	949.91	690.10	470.29
土地出让总价 (亿元)	200.54	130.06	135.95
其中：住宅用地出让总价 (亿元)	61.37	64.18	46.29
商住混合用地出让总价 (亿元)	122.06	47.04	81.35
商服用地出让总价 (亿元)	7.70	13.01	6.00
其他用地出让总价 (亿元)	9.40	5.83	2.32
土地出让均价 (万元/亩)	377.14	247.17	336.93
其中：住宅用地出让均价 (万元/亩) ²	450.09	298.70	334.65
商住混合用地出让均价 (万元/亩)	455.77	229.85	449.99
商服用地出让均价 (万元/亩)	236.33	345.52	160.60

² 2020 年，柳州市住宅用地成交均价快速回落的原因在于融资收紧导致房企拿地谨慎，城投底价购地面积占比 58.6%；2021 年城投底价兜底仍为主流。

	2019 年	2020 年	2021 年
其他用地出让均价（万元/亩）	98.96	84.48	49.33

资料来源：根据公开资料整理

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍在柳州市区内开展基础设施建设、土地一级整理和保障性住房开发，并承担公共交通配套项目建设任务。公司在建项目投资规模较大，开发周期长，回款进度缓慢，存在持续的投融资压力。

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事基础设施建设、土地一级整理和保障房开发业务；在 2017 年四季度还新增开展了城市公共交通配套项目建设。2021 年公司实现营业收入 20.98 亿元，同比下降 12.66%。从收入结构看，土地一级整理仍是公司第一大收入来源，由于已出让地块结转略有放缓，土地一级整理收入同比减少 15.65%至 16.76 亿元；部分房源未达到交付条件，保障性住房收入同比下降 12.48%至 2.95 亿元；其余业务规模仍相对较小。2022 年第一季度，公司营业收入较上年同期增长 8.08%至 4.70 亿元，增量主要源于土地一级整理。

图表 6. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务收入	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	703.11	0.50	730.08	0.30	669.88	0.32	92.02	0.20
土地一级整理	72822.41	51.31	198665.46	82.71	167573.76	79.88	38834.95	82.59
保障性住房	60841.99	42.87	33677.66	14.02	29474.01	14.05	530.30	1.13
其他	7566.90	5.33	7131.30	2.97	12074.98	5.76	7566.47	16.09
合计	141934.41	100.00	240204.50	100.00	209792.63	100.00	47023.74	100.00
毛利	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	703.11	1.72	730.08	1.17	669.88	1.26	92.02	0.71
土地一级整理	25261.70	61.88	53110.61	84.91	41648.77	78.14	10873.79	84.24
保障性住房	18502.89	45.33	13777.99	22.03	12387.59	23.24	149.30	1.16
其他	-3646.26	-8.93	-5069.34	-8.10	-1403.09	-2.63	1792.89	13.89
合计	40821.44	100.00	62549.35	100.00	53303.15	100.00	12908.00	100.00

资料来源：柳州龙建

（1）基础设施建设业务

该公司承担了柳州市部分路网建设（主要为保障性住房周边路网）、山体治理、旧城改造（含棚户区改造）等建设任务，采取代建模式，具体为：业主单位（主要为柳州市下属机关）立项，公司负责资金筹措和项目投资，政府对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）的费率计提方式（在 0.4-2.0%之间），不确定成本拨付时间和项目移交时间。会计核算上，在建及完工未移交的基础设施项目支出计入非流动资产，获取的项目建设资金计入专项应付款，

专项应付款与非流动资产对抵（对抵后如果工程成本大于专项应付款，余额反映在其他非流动资产；如果工程成本小于专项应付款，余额反映在长期应付款科目）。

跟踪期内，该公司各类基础设施项目持续推进。2021 年和 2022 年第一季度，公司在基建方面分别投入 3.57 亿元和 2.23 亿元，共获取代建回款 5.20 亿元³，资金缺口主要通过外部融资补足。截至 2022 年 3 月末，公司在建的基础设施项目总投资 74.02 亿元，已完成投资 38.25 亿元，后续仍有较大的建设支出计划。

图表 7. 公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	总投资额	已投资额	未来投资计划		
				2022 年	2023 年	2024 年
柳西水厂进出口道路工程	2017.12-2023.12	6.36	2.20	1.40	1.00	1.00
滨江西路壶西大桥至白露大桥段	2018.8-2022.12	6.89	5.35	1.04	1.00	—
静兰片区地下综合管廊	2018.8-2025.12	12.77	2.30	1.70	1.00	1.00
其他项目（共 140 个）	—	48.00	28.40	1.00	1.00	1.00
合计	—	74.02	38.25	5.14	4.00	3.00

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

该公司根据柳州市城市发展和自身财务状况实施项目建设，目前在基础设施方面暂无拟建项目计划。总体而言，公司基础设施投资规模较大，工程回款明显滞后于建设期，由此造成一定的垫资压力。

（2）土地整理业务

该公司土地整理业务模式为：公司通过自筹资金进行开发整理，涉及征地、拆迁、平整等环节；完成开发的土地在柳州市国土部门“招拍挂”出让，市财政根据所整理的土地出让情况与公司结算土地整理收入，返还进度视公司与市财政协商而定。会计处理方面，土地整理业务支出入账在存货科目，相关业务收入计入土地一级整理收入。

该公司各开发地块均已接近尾声，且逐步实现出让。2021 年及 2022 年第一季度，公司土地整理分别发生支出 2.71 亿元和 1443.46 万元。2022 年 3 月末，公司进行中的土地整理项目共有 5 处，概算总投资为 84.96 亿元，期末累计投入 78.68 亿元。此外，公司暂无拟开发整理土地。

图表 8. 公司整理土地项目情况（单位：亩，亿元）

地块名称	整理期间	总投资额	已投资额
水南片区	2015.12-2020.12	23.00	21.11
碧芙蓉片区	2017.1-2022.9	7.00	5.72
静兰片区	2015.1-2023.12	48.00	45.68
响水河南岸	2017.1-2022.12	4.00	2.73
河西片区	2017.1-2023.4	5.20	3.45
合计	—	84.96	78.68

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

³ 2021 年及 2022 年第一季度，该公司就基础设施建设分别确认代建管理收入 639.87 万元和 87.04 万元。

2021 年和 2022 年第一季度，该公司整理土地中位于静兰片区、水南片区的地块出让，分别确认土地一级整理收入 16.76 亿元和 3.88 亿元。出让金返还方面，2021 年公司土地一级整理取得回款 28.35 亿元，2022 年第一季度暂无收现。就近期而言，土地整理返还资金可完全覆盖整理投入，但公司仍有部分已整理地块未实现出让，2022 年 3 月末账面成本合计约 25 亿元，出让状况受土地市场景气度、政策规划和土地指标等影响较大。

图表 9. 2021 年以来公司土地整理业务情况表（单位：亩，万元）

年份	项目	宗地位置	土地性质	出让面积	土地整理收入	土地整理成本
2021 年	静兰片区	桂柳路北侧原一汽柳特及周边地块、华远岚山小区东侧莲花山庄配套楼西地块、桂柳路以北三门江大桥西桥头以南	住宅	320.38	128650.34	97106.09
	水南片区	静兰路西侧西江路北侧	商住混合用地	103.42	38923.42	28818.90
合计				423.80	167573.76	125924.99
2022 年第一季度	静兰片区	桂柳路南侧静兰度登山片区 5 至 7 号及 13 至 15 号	住宅	231.13	38834.95	27961.17
合计					38834.95	27961.17

资料来源：柳州龙建

（3）保障房业务

该公司承建了柳州市部分公租房、廉租房及安置房等保障性住房项目，均通过自筹资金进行开发，但成本和收益回收方式有所不同。公租房及廉租房项目采取代建模式，建设成本全部通过市财政局拨付的项目配套资金实现回笼；安置房则按特定补偿比例分配给安置户，另有少量市场化销售，建设资金主要依靠商品房的销售平衡⁴。会计处理上，用于安置和销售的保障房计入存货，并在房源交付后结转为保障房销售收入；其余代建的保障性住房开发支出在其他非流动资产核算，收入确认参照实际投资结合对应代建费率（同基础设施代建费率）。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司分别实现保障房销售收入 2.95 亿元和 530.30 万元，销售回笼分别为 2.73 亿元和 1.23 亿元；同期，公司分别就保障房（公租房、廉租房）确认代建管理收入 30.01 万元和 4.98 万元，未取得代建拨付。项目建设方面，公司继续开发碧芙蓉、水南华庭（二期）、独秀苑三期等，建筑面积合计 92.33 万平方米；2021 年及 2022 年第一季度分别发生保障房工程支出 1.73 亿元和 0.49 亿元。截至 2022 年 3 月末，碧芙蓉、水南华庭（二期）仍处于主体建设状态，计划总投资 36.00 亿元，尚需投入 16.02 亿元；独秀苑三期则临近竣工结算。从资金平衡角度看，公司安置房项目开发和回款周期较长，存在一定的资金周转压力。

⁴ 该公司开发的楼盘中同时存在公租房、廉租房及安置房等形态。作为对安置房建设的市场化补偿，公司获批对完成安置工作后剩余房源的 90%按照市场价格对外销售。用于安置的保障性住房主要为面向在整理地块拆迁户销售，售价略低于市场价，且无现金回笼（安置房销售收入实际为土地一级整理的部分成本，但考虑到开票对象不同，公司未将两者合并抵消）；市场化销售的安置房源按实际销售价格确认收入。

图表 10. 公司在建保障性住房项目（单位：万平方米、套、亿元）

项目名称	建设周期	占地面积	建筑面积	概算总投资	累计投资额	未来投资计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
碧芙蓉	2017.12-2022.12	19.56	35.20	20.00	14.08	2.50	—	—
永南华庭二期	2017.12-2023.9	11.30	30.74	16.00	5.90	4.00	4.00	2.80
独秀苑三期	2017.12-2021.12	7.13	26.39	14.00	13.89	—	—	—
合计	—	37.99	92.33	50.00	33.87	6.50	4.00	2.80

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

根据柳州市政府对于业务定位，该公司完成在手项目续建后，将自行开发或与其他地产商合作开发商品住宅。2020 年 3 月，公司、深圳市润投咨询有限公司（简称“润投咨询”）、柳州市温馨房地产开发有限责任公司（简称“温馨房开”）出资组建柳州轨道润投置业发展有限公司（简称“润投置业”）⁵，注册资本为 23.50 亿元，三者分别持股 34.00%、51.00%和 15.00%；2022 年 3 月末公司对润投置业出资款全部到位，实际认缴 7.99 亿元（均为货币出资）⁶。润投置业在柳州市区开发静兰湾文旅小镇熙悦山、静兰湾润湾中心等商住综合体，均处于主体施工阶段。

2021 年，因柳州城市规划需要，该公司土地使用权 24.50 亿元被注销⁷。目前，公司土地储备仍较为充足，截至 2022 年 3 月末拥有土地使用权 337.23 万平方米，账面价值共计 191.39 亿元（分别计入存货 166.49 亿元、无形资产 23.99 亿元和其他非流动资产 9136.07 万元，包含已用于项目开发的土地使用权）。其中作价出资的土地使用权账面价值 141.75 亿元（按评估价入账，财政局已缴纳土地出让金，契税及印花税等由公司缴纳），面积为 183.96 万平方米，规划用途主要为城镇住宅用地及商服用地（商业）；划拨的土地使用权账面价值 1.93 亿元（按评估价入账），面积为 12.53 万平方米，规划用途主要为城镇住宅（廉租住房、公共租赁住房）用地；“招拍挂”获取的土地使用权账面价值 30.70 亿元，面积为 140.74 万平方米，规划用途主要为城镇住宅用地及商服用地。上述已抵押土地账面价值合计 9.55 亿元，均为公开竞得的土地使用权。

（4） 城市公交配套工程

2015 年 9 月，柳州市计划启动城市轨道交通建设。柳州轨道交通线路网由 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线、S1 号线、S2 号线、S3 号线共七条线路组成，规划总里程约

⁵ 润投咨询由华润置地控股有限公司全资控股，温馨房开为柳州东通投资发展有限公司（简称“东通投资”）的全资子公司。对于润投置业所开发项目，该公司不具有操盘权。

⁶ 2020 年，该公司本部对润投置业出资 2.55 亿元，并向其提供有息借款 5.44 亿元（按 5.22%/年计息，在其他非流动资产核算）。2021 年 3 月，公司与润投咨询、温馨房开、润投置业签订《债权转股权协议》。根据协议，公司将对润投置业的债权 5.44 亿元转为对其股权。同月，润投置业就上述债转股事项进行工商变更。

⁷ 2021 年上半年度，柳州市国土部门将该公司名下作价出资 5 块宗地通过土地招拍挂形式对外出让，并注销了 5 宗地块的不动产权证。

针对于相关事项引起的权益资本减弱，广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司（简称“柳州轨交”）在 2022 年 6 月 13 日向柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“柳州市国资委”）申请给与公司注入资本金 23 亿元。另据容诚会计师事务所（特殊普通合伙）广西分所出具的《关于柳州市龙建投资发展有限责任公司现金注资的专项说明》：截至 2022 年 6 月 17 日，公司收到柳州轨交代柳州市财政局累计下发的财政拨款 15 亿元，同时收到柳州市财政局下发的财政拨款 8 亿元，合计金额 23 亿元，款项性质为国

226.8 公里，车站数量 129 座，换乘站 15 座，采用悬挂式单轨。2019 年 5 月，柳州市城市轨道交通项目规划文正式由国家发改委接受审理⁸，已组织专家咨询、评审，目前尚需报批国务院总理办公会，结果暂未知。

建设资金来源方面，城市轨交项目拟通过财政拨款和自筹资金解决，其中财政资金占比不低于 40%⁹，自筹资金则包括公司自有资金以及外部借款¹⁰。柳州市政府下发了多个文件支持城市轨交项目建设。2018 年 8 月，柳州市人民政府出具《关于柳州市城市轨道交通近期建设资金支持的实施意见》，明确城市轨道交通建设规划项目资本金由市政府出资，资金来源为一般公共预算和政府性基金预算，建设期形成的债务本息、维持运营投资和运营成本的资金平衡将以公司自身运营收入和沿线土地物业开发收入为基础，资金缺口部分由市财政轨道交通建设专项资金每年安排不少于 4 亿元。此外，为保障与落实轨道交通项目建设用地和轨道交通建设专项资金，柳州市人民政府于 2018 年 2 月印发《柳州城市轨道交通土地资源开发利用管理办法》（柳政规[2018]7 号）明确原则上城市轨道交通设施用地直接划拨给公司，其他开发类建设用地以作价出资注入公司或由其公开竞拍获取；城市轨道交通建设专项资金将从市区范围内土地出让价款中提取¹¹，城市轨道交通项目建设范围内的土地出让收入按一定比例或定额等方式反哺于城市轨道交通建设和运营。从实际情况看，2022 年 3 月末公司就城市轨道交通项目获取政府补贴合计 18.22 亿元¹²。

为加快推进城市轨道交通前期工作，2017 年 1 月柳州市发展和改革委员会同意柳州市城市公共交通配套工程一期（思贤至门头路和莲花山庄至华侨城）、公共交通配套工程二期（唐家至白莲洞）立项¹³。依据项目建议书批复，公共交通配套工程一期、二期合计总投资额为 185.30 亿元。一期项目工程路线总长 37 公里，设置车站 27 座，从思贤至华侨路站；二期项目工程线路总长 20 公里，设置车站 17 座，从唐家至白莲洞路。2021 年及 2022 年第一季度，城市公共交通配套工程分别投入 12.81 亿元和 2.20 亿元，资金主要来源于自有资金和基金借款；2022 年 3 月末已完成部分线段的土地整理，正在进行桥梁桩基施工，后续建设内容、进度和运作模式受国家发改委批复、柳州市轨交规划影响较大。

⁸ 柳州市申报的轨道交通建设制式为轻轨；当地经济财政状况符合《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52 号）文件规定的申报要求。

⁹ 根据《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），除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，轨道交通项目总投资中财政资金投入不得低于 40%并严禁以各类债务资金作为项目资本金。

¹⁰ 2018 年 8 月已获得国家开发银行柳州市分行关于柳州市城市轨道交通线网规划项目贷款意向的函，国家开发银行柳州市分行意向提供柳州市城市轨道交通线网规划项目 369.75 亿元人民币和 3 亿美元或等值人民币贷款，贷款期限原则上不超过 29 年，宽限期不超过 5 年。由于柳州市轨交项目规划暂未获取国务院批准，上述款项暂未发放。

¹¹ 从 2018 年 1 月 1 日起，柳州市区范围内以招标、拍卖、挂牌方式出让的经营性建设用地（除工矿仓储用地以外），在土地出让价款入库后，根据用地出让面积以 150 元/平方米的标准计算城市轨道交通建设专项资金，每季度清算一次，次月安排。

¹² 2017-2019 年，柳州市财政分别就城市轨道交通项目向该公司拨付 5.19 亿元、11.03 亿元和 2.00 亿元；2020 年以来未有拨付。会计处理方面：2017-2018 年冲减应收账款，在现金流量表体现为销售商品、提供劳务收到的现金；2019 年直接冲抵在建工程（考虑到资产负债率因素），在现金流量表中扣减购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

¹³ 柳州市城市公共交通配套工程一期、二期线路设置与柳州市轨道交通建设规划线路（2017-2020 年）的大部分内容一致。

作为城市公共交通配套工程的前置项目，火车站城市综合交通配套工程于 2016 年 8 月获柳州市发改委立项批复。火车站城市综合交通配套工程位于火车站站房与东广场之间、南站路拟建下穿隧道下方，结构与火车站和东广场连通，工程长度约为 410 米、宽约 47 米、埋深约 25 米，包含预留轨道交通通道、客流集疏运设施、配套生产和辅助用房、配套市政工程等土建工程。截至 2022 年 3 月末，火车站城市综合交通配套工程接近尾声，已完成投资 21.12 亿元。

图表 11. 公司在建城市轨道交通项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额	待投资额
火车站城市综合交通配套工程	2016.3-2025.6 ¹⁴	23.41	21.12	2.29
柳州市城市公共交通配套工程一期、二期	2017.12-2025.6	185.30	78.27	107.03
合计	—	208.71	99.39	109.32

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

（5）其他业务

该公司受柳州市土储中心委托出租及管理部分收储土地。根据委托代管合同，土储中心将收到土地租金收入的 30% 作为管理费支付给公司。土地租金收入按上月实际到账金额核算，款项在每月 10 日前支付给公司。此外，公司还将自购的 133 辆电动公交车对柳州恒达巴士股份有限公司租赁，年租金 1198.60 万元，租赁期限为 2019 年 6 月至 2029 年 6 月。2021 年和 2022 年第一季度，公司分别实现资产管理收入 5142.58 万元和 4029.33 万元¹⁵。

该公司下属子公司柳州碧水莲花酒店管理有限公司（简称“碧水莲花”）经营管理莲花山庄酒店。酒店位于桂柳路南侧，总投资 18 亿元（含土地成本 5.15 亿元），占地面积约 24 万平方米，按照五星级标准建造，规划建筑面积 9 万平方米，主楼与 5 栋商务楼共 343 间客房，房价为 400-1200 元/天，于 2017 年 11 月开业运营。2021 年及 2022 年第一季度，公司酒店经营收入分别为 5646.84 万元和 4701.24 万元，尚无法完全覆盖日常支出和固定资产折旧，同期业务毛利分别为-5276.89 万元和-5435.24 万元。短期内，疫情防控进一步弱化莲花山庄酒店经营。

管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，治理结构和部分高管人员有所变动。公司关联交易主要体现在公司向关联方提供大额有息借款。

¹⁴ 火车站城市综合交通配套工程建设周期相较于投资进度明显偏长的原因在于项目暂未取得开工许可证。

¹⁵ 2021 年，该公司资产管理收入同比增长 208.88% 与确认医院租赁收入 3000 万元有关；2022 年第一季度，资产管理收入同比增长 603.05% 是由于预计提医院租赁收入 2200 万元。

2020 年 8 月，该公司完成建设了工人医院总院搬迁项目。此项目于 2017 年 9 月开工，原系公司为柳州市政府代建；考虑到政府隐性债务，2018 年 6 月起调整为公司自主建设，并由公司承接项目相关资产和负债。项目总投资 13.90 亿元，规划用地面积约 14.09 万平方米，主要建设内容包括：门诊医技综合楼、一号住院楼、特殊医技楼、污水处理站、高压氧舱等建筑，拟采取向市工人医院租赁方式回收成本和收益。目前，市工人医院已入驻，暂定年租金 7500 万元（2021 年已支付租赁款 3000 万元、2022 年第一季度暂未支付），但尚在与公司沟通具体租赁协议。

跟踪期内，该公司产权结构稳定，治理架构、高级管理人员以及管理制度未发生重大变化。2022 年 3 月末，公司仍由柳州轨交 100%控股，实际控制人仍为柳州市国资委。

柳州轨交系柳州市人民政府直属企业，由柳州市国资委代表柳州市人民政府履行出资人职责。柳州轨交主要承担柳州市轨道交通等重点城市交通及城际交通项目建设、投融资、运营和资源开发与利用等职责。2021 年末，柳州轨交经审计的合并口径资产总额为 615.50 亿元，所有者权益为 202.30 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 201.83 亿元）；2021 年度实现营业收入 23.34 亿元，净利润 1.60 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.52 亿元），非筹资活动产生的现金流量净额为-60.89 亿元。

2022 年 3 月 3 日，该公司对《公司章程》进行修订：公司设董事会，由 5 位董事组成，其中 4 名由股东委派，另外 1 名职工代表董事由公司职工代表大会选举产生；设监事会，由 3 位监事组成，其中 2 名由股东委派，另外 1 名职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。同月 11 日，公司发布《董事、监事、董事长、总经理发生变动的公告》：公司设立董事会、监事会；免去陈仁广公司执行董事、总经理、法定代表人职务，免去李继平副总经理职务；同意委派覃立志、陈建华、李飞、温泉为董事，并指定覃立志为董事长¹⁶，由职工代表大会选举杨明松为职工董事；同意委派黄艳、田芳洁为监事，并指定黄艳为监事会主席；由职工代表大会选举李艳为职工监事；聘任曾飞为总经理，聘任郭德华、李翊、陈杰为副总经理。

该公司与股东、股东控制的其他企业之间存在一定的关联交易，主要包括资金拆借和借款担保。公司向柳州轨交及其下属子公司广西柳州市龙铁投资发展有限公司（简称“龙铁投资”）等拆出大量有息资金，同时收取一定金额的利息。此外，柳州轨交还向公司提供有息借款，以缓解资金压力。2021 年末，公司应收关联方款项和应付关联方款项余额分别为 56.61 亿元和 2044.51 万元。

图表 12. 2021 年末公司应收关联方款项（单位：万元）

关联方	与公司关系	科目	余额	备注
柳州轨交	控股股东	其他流动资产	525380.39	公司与柳州轨交签订最高额借款合同约定 2018 年 1 月 1 日 2021 年 12 月 31 日期间，柳州轨交可向公司一次或多次申请总额不超过 30 亿元的借款，每笔借款期限不超过 1 年，借款利率为 5.255%/年
		应收利息	21873.10	—
润投置业	联营企业	其他应收款	17544.00	暂借款
		应收利息	1318.66	—
龙铁投资	同一实际控制人	其他应收款	1.22	往来款
合计	—	—	566117.37	—

资料来源：柳州龙建

图表 13. 2021 年末公司应付关联方款项（单位：万元）

交易对手	科目	金额	备注
柳州轨交	其他应付款	1930.66	往来款

¹⁶ 历任广西武宣县二轻工业总公司秘书、副总经理，广西武宣县仙城城乡建设投资有限责任公司董事长兼总经理，广西武宣县工业投资有限责任公司董事长兼总经理，现任柳州轨道交通产业发展有限公司（简称“轨交产发”）总经理、该公司董事长。

交易对手	科目	金额	备注
	应付利息	113.86	—
合计	—	2044.51	—

资料来源：柳州龙建

关联融资担保方面，2021 年末该公司未清偿关联担保余额为 4.42 亿元，包括对柳州轨交 3.42 亿元、龙铁投资 1.00 亿元。同时，公司获得来自柳州轨交提供的融资担保，期末余额为 42.83 亿元。上述担保事项均无反担保措施。

根据该公司本部 2022 年 5 月 16 日《企业信用报告》所载，公司本部信贷信息中无不良类、关注类贷款记录。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台的 2022 年 6 月 24 日信息查询结果，公司本部无异常情况。

财务

跟踪期内，土地使用权核销引起该公司权益资本下滑；债务规模小幅增长，财务杠杆上升。公司资产以项目建设支出为主，周转周期很长；现金储备不断下滑，流动性压力加大。公司主业盈利能力有限，资产获利能力欠佳。此外，公司还存在一定的或有损失风险。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及其补充规定。根据财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》（财会[2017]8 号）、《企业会计准则第 24 号——套期会计》（财会[2017]9 号）、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）和《企业会计准则第 14 号——收入》（财会[2017]22 号），2021 年起公司实施新金融工具、收入等相关会计准则。此外，公司还于 2021 年起执行《企业会计准则解释第 14 号》以及《企业会计准则解释第 15 号》中“关于资金集中管理相关列报”的规定。

截至 2021 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 4 家，相比 2020 年末增加 1 家、减少 1 家。当年，公司新设成立柳州市清雅尚酒店管理有限公司，并清算注销无实际业务的柳州市大众建筑工程有限责任公司。合并范围调整对公司经营和财务影响小。2022 年第一季度，公司合并范围未有发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

因土地使用权被无偿回收，2021 年末公司所有者权益为 211.81 亿元，较上年末减少 9.05%。年末，公司实收资本 1.00 亿元、资本公积 181.14 亿元、未分配利润 26.07 亿元，

其余为盈余公积和少数股东权益。资本公积中包括 43.83 亿元财政专项拨款、135.20 亿元土地资产注入以及 1.56 亿元房屋建筑。

随着项目建设的推进，该公司融资力度不断加大，2021 年末负债总额为 369.51 亿元，较上年末增长 8.38%；在权益资本下滑以及债务规模扩大的共同作用下，资产负债率上升 4.15 个百分点至 63.56%。刚性债务是公司负债的增量因素和主要构成，2021 年末增长 2.45%至 308.55 亿元，占负债总额的 83.50%。年末刚性债务中，81.41 亿元金融机构借款¹⁷、115.61 亿元有息债券¹⁸、10.49 亿元企业间借款¹⁹、9.57 亿元融资租赁款²⁰、15.34 亿元转贷款²¹和 67.74 亿元基金借款²²。公司偏重于中长期融资，因前期筹措的基金借款集中临近偿付期，2021 年末中长期刚性债务与刚性债务比降至 61.49%，较上年末大幅下滑 22.25 个百分点。

图表 14. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期刚性债务合计	26.01	48.96	118.77
其中：短期借款	3.08	2.20	7.37
应付票据	—	1.53	—
一年内到期长期借款	4.41	5.67	5.41
其他短期刚性债务	18.52	39.56	105.99
中长期刚性债务合计	238.87	252.21	189.78
其中：长期借款	58.71	75.42	68.63
应付债券	88.51	78.35	80.55
其他中长期刚性债务	91.65	98.44	40.60
合计	264.88	301.17	308.55

资料来源：柳州龙建

2021 年，该公司金融机构借款较上年末略降 2.26%至 81.41 亿元。委托贷款²³是公司金融机构借款的主要构成部分，2021 年末余额为 19.64 亿元，专项用于公共交通配套工程（一期）、火车站城市综合交通配套工程以及滨江景观大道建设，借款期限为 3-4 年不等，年利率为 6.00%-7.30%。除委托贷款外，公司金融机构借款均为银行借款，2021 年末包括信用借款 6.58 亿元；保证借款 31.11 亿元，担保方为柳州轨交或合并范围内互保；另有 19.71 亿元借款存在抵押、质押增信，抵押物为房屋或土地使用权，质押物为应收账款。银行借款利率主要分布在 4.80%-6.00%之间，借款期限以 3-7 年为主。

¹⁷ 金融机构借款=短期借款+一年内到期的长期借款+长期借款。

¹⁸ 有息债券=应付债券+一年内到期的应付债券。

¹⁹ 计入其他流动负债及长期应付款。

²⁰ 计入长期应付款及一年内到期的长期应付款。

²¹ 计入其他非流动负债及一年内到期的其他非流动负债。

²² 计入其他非流动负债及一年内到期的其他非流动负债。

²³ 柳州柳银投资基金管理中心（有限合伙）委托柳州银行股份有限公司向该公司放款，于 2017 年 6 月分三笔发放，借款期限为 3-4 年不等，借款金额 42.60 亿元。

图表 15. 2019-2021 年末公司金融机构借款情况（单位：亿元）

借款类型	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）
质押借款	—	0.40	1.20	7.50	4.36	7.48
抵押+保证借款	—	19.92	—	13.75	—	12.24
保证借款	3.08	4.70	1.00	21.75	3.00	28.10
委托借款	—	38.10	—	24.60	—	19.64
信用借款	—	—	—	13.49	—	6.58
合计	3.08	63.12	2.20	81.09	7.37	74.04

资料来源：柳州龙建

该公司还利用直接债务融资工具筹措资金，2021 年合计发行债券 49.50 亿元，并兑付/回售本金 38.76 亿元。截至 2021 年末，公司待偿还债券余额较上年末减少 2.41% 至 115.61 亿元，存续期内的债券包括 3 期非公开定向融资工具、5 期非公开发行公司债、3 期公司债券（企业债）、9 期债权融资计划和 1 期中期票据，以 3 年或 5（3+2）年为主，发行票面利率普遍在 6% 以上。

为缓解还本付息压力，该公司获得了来自柳州轨道交通产业发展有限公司（简称“轨交产投”）²⁴给予的资金支持。截至 2021 年末，公司获得拆借资金合计 10.49 亿元，期限为 1-3 年不等，利率为 6.95%。

该公司融资租赁款主要从中车金租、华融金租、广西租赁等借入，名义利率为 5.0%-6.6%，不设增信方式，期限 3-5 年不等，按季度或半年度还本付息，2021 年末在借余额 9.57 亿元。

为支持柳州市安置房项目建设，国家开发银行股份有限公司通过柳州市安居建设投资有限公司向该公司发放 9 笔借款²⁵，放款日期在 2014-2016 年之间，期限为 15 年，年利率在 4.15%-5.60% 区间，2021 年末转贷款余额为 15.34 亿元。

基金借款方面，2018 年 1 月该公司因水南华庭项目、静兰独秀苑三期以及柳州市城市公共交通配套工程等项目，向柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）新增信用借款 64.90 亿元，年利率为 5.255%。根据协议约定，此笔基金借款期限为 30 个月，具体分三次还本，第一次为 2022 年 2 月 1 日偿还 4.9 亿元，第二次为 2022 年 5 月 21 日偿还 10 亿元，第三次为 2022 年 6 月 20 日偿还 50 亿元。2021 年，公司提前偿还基金借款 8.00 亿元。2022 年 5 月，公司与柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）签订借款合同补充协议，对原合同借款日期延期 3 年，延期期限为 2022 年 6 月起至 2025 年 6 月，具体分四次还本，第一次为 2023 年 6 月 20 日偿还 10 亿元，第二次为 2024 年 6 月 20 日偿还 15 亿元，第三次为 2024 年 12 月 20 日偿还 15 亿元，第四次为 2025 年 6 月 20 日偿还 16.9 亿元；借款年利率仍为年利率 5.255%。此外，公司于 2021 年 12 月通过广西钦连产

²⁴ 原为统一实际控制人，2022 年 2 月调整为柳州市属一级国企。

²⁵ 均为信用借款，本金合计 30.52 亿元；自借款起始日起 3 年的宽限期，满三年后，开始半年一次偿还本金，平均每半年偿还 1/25*本金。

业投资合伙企业（有限合伙）²⁶筹措资金 10.00 亿元用于日常经营周转，期限为 7 年，按年利率 6.0% 计息。

该公司中短期内存在较大的本息偿付压力。2023-2025 年，公司分别需偿还到期债务本息 48.47 亿元、53.75 亿元和 16.15 亿元。

除刚性债务外，该公司合同负债和应交税费余额较大，分别占 2021 年末负债总额的 7.29% 和 3.45%。因执行新收入准则，2021 年起公司将预收的房款和土地整理款在合同负债而非预收款项列报。2021 年末合同负债为 26.74 亿元，较上年末的 11.83 亿元预收款项偏大，增量主要来自未结转的土地整理返还款，实际不构成偿债压力。应交税费大部分为应交营业税和企业所得税，年末为 11.83 亿元²⁷。

2022 年第一季度，该公司外部融资结构和期限变化不大，3 月末刚性债务为 311.02 亿元，市财政拨付工程款推动专项应付款快速增至 33.00 亿元²⁸，负债总额进一步扩大至 410.23 亿元。同期末，公司资产负债率为 65.89%。总体看，公司债务期限结构较合理，但规模增长快，未来随着项目开发推进及长期债务逐步到期，偿债压力将不断加大。

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额 41.27 亿元，相当于所有者权益的 19.43%，存在一定或有损失风险。除关联担保外，期末公司还为非关联方提供担保 31.00 亿元。柳州投控是最主要的担保对象，其为柳州市重要的投融资平台，主要负责柳州市部分保障房建设业务、城市投资建设业务、燃气供应、公交运营、供水以及污水处理等公用事业。2021 年末，柳州投控经审计的合并口径资产总额为 1854.85 亿元，所有者权益为 582.67 亿元（归属于母公司的所有者权益为 574.74 亿元）；2021 年实现营业收入 61.15 亿元，获得政府补贴 2.99 亿元，净利润 9.40 亿元（归属于母公司所有者的净利润为 8.48 亿元），非筹资活动产生的现金流量净额为 -36.89 亿元。

图表 16. 公司对外担保情况（单位：万元）

担保方名称	被担保方名称	担保金额	担保期限	担保方式
本部	柳州市投资控股有限公司	192000.00	2016.1.8-2034.1.6	信用
本部	广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司	92716.63	2019.11.22-2024.11.22	信用
本部	柳州轨道交通产业发展有限公司	72000.00	2020.5.26-2045.5.26	信用
本部	柳州东通投资发展有限公司	45000.00	2020.8.26-2025.8.27	信用
本部	广西柳州市龙铁投资发展有限公司	10000.00	2020.11.25-2040.11.20	信用
本部	柳州市日通实业有限公司	1000.00	2021.3.30-2022.3.30	信用
合计	—	412716.63	—	—

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

（2）现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映土地一级整理、保障性住房（用于安置或出售）现金收支以及资金往来情况。2021 年，公司土地一级整理回款维持在较大规模，项目建设

²⁶ 放款方为广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限责任公司，后者系中国（广西）自由贸易试验区钦州港片区下属企业。

²⁷ 该公司承担了大量市政工程，投资支出大，且结转收入产生的税负较重；经与柳州市税务部门协商，延缓缴纳代建工程、土地一级整理收入的增值税及附加、企业所得税。

²⁸ 因执行新收入准则，2021 年起该公司将预收土地款在合同负债而非预收款项列报。

支出有所减少，主营活动购销现金状况有所改善，公司经营活动现金净流量为 28.81 亿元。公司投资性现金仍呈大额净流出状态，2021 年净流出 81.41 亿元，一方面持续实施基础设施、保障房项目建设（代建模式）和城市公共交通配套工程，另一方面与有息资金拆出有关。资金缺口主要通过外部融资来弥补，当年筹资活动产生的现金流量净额为 41.47 亿元。

2022 年第一季度，该公司主营购销减少，依托于大额财政拨付²⁹经营活动产生的现金仍呈净流入状态，为 46.65 亿元。公司持续推进工程建设，投资活动产生的现金净流出 36.87 亿元。限于融资环境收紧，公司资金筹措力度有所放缓，筹资性现金净流入明显减少，流量净额为-12.43 亿元（上年同期为 2031.98 万元）。

（3）资产质量分析

2021 年末，该公司资产总额较上年末略增 1.31%至 581.32 亿元，仍以流动资产为主，年末余额为 364.03 亿元，主要分布于货币资金、其他流动资产和存货。尽管保障房建设及土地一级整理业务持续推进，但大额土地使用权无偿注销，2021 年末存货减少 10.39%至 253.24 亿元，主要包括：141.37 亿元土地使用权、37.10 亿元土地整理投入、32.99 亿元保障房开发成本和 38.44 亿元完工保障房；其中土地资产多数为城镇商住用地，价值和变现能力易受一级土地市场波动影响，土地整理和保障房建设成本变现受制于项目进程和政府结算意向。在持现金量随着项目投建和融资本息偿付而明显减少，2021 年末扣除受限货币资金后的可动用货币资金余额为 6.69 亿元（上年末为 17.82 亿元）。其他流动资产进一步增大至 93.43 亿元，形成于对柳州轨交、轨交产发的短期有息借款，年末余额分别为 52.54 亿元和 33.02 亿元，均按 5.255%/年计息。

2021 年末，该公司非流动资产主要由在建工程构成，其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产占有一定比重。由于轨道交通项目建设持续推进，2021 年末在建工程增长 17.16%至 99.59 亿元。在新金融工具准则下，公司将债权类投资由可供出售金融资产调整至债权投资入账；权益类投资核算科目则由可供出售金融资产变更其他权益工具投资。公司净赎回富国资产富东 1 号单一资产管理计划投资款（简称“富国 1 号”），年末债权投资仅 1055.55 万元，其他权益工具投资主要核算持有的柳州银行的股权（持股比例为 10.651%），年末为 13.39 亿元。由于净赎回富国 1 号 12.17 亿元，2021 年末债券投资与其他权益工具投资之和较 2020 年末可供出售金融资产减少 39.64%。公司购置土地使用权 22.42 万平方米（以商住综合用地为主），无形资产增长 137.91%至 24.13 亿元。工人医院建成运营，投资性房地产和固定资产此增彼减。其他非流动资产仍以代建工程支出为主，2021 年末为 33.02 亿元³⁰。

2022 年 3 月末，该公司资产规模持续扩大，资产总额为 622.62 亿元，较年初增长 7.10%。工程建设投入使得在建工程增至 102.63 亿元。对外基金投资引起其他权益工具投资快速扩大至 46.26 亿元³¹。其余资产未发生重大变化。

²⁹ 在资产负债表体现为专项应付款。

³⁰ 2021 年末，该公司代建项目总工程成本支出 53.94 亿元，累计收到专项拨款 21.34 亿元，抵消之后代建项目工程支出余额 32.60 亿元，专项拨款余额 0 元。

³¹ 根据该公司提供明细，增量为广西卓晓达诚投资合伙企业（有限合伙）。因涉密，公司未提供相关投资明细，包括投资金额、投资期限、预期收益率等，相关投资风险无法判断。

(4) 流动性/短期因素

2021 年以来，该公司资产仍集中在流动资产，负债以非流动负债为主，因此账面流动比率仍处于良好水平；但在持现金量相对于历年明显偏少，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率持续弱化。2022 年 3 月末，公司流动比率、现金比率、短期刚性债务现金覆盖率分别为 206.56%、6.21%和 9.00%。

图表 17. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	716.55	428.01	210.81	206.56
现金比率 (%)	80.51	25.16	7.88	6.21
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	154.12	42.05	11.46	9.00

资料来源：柳州龙建

由于为融资提供抵质押担保，2022 年 3 月末该公司合并口径内受限资产合计 29.88 亿元，占总资产的比例为 4.80%。其中，受限货币资金余额 6.48 亿元，抵押的存货、固定资产和无形资产分别为 9.54 亿元、9.42 亿元和 4.44 亿元。

图表 18. 公司受限资产情况

名称	受限金额 (万元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	64779.30		存单质押、票据保证金
存货	95445.46		土地使用权抵押
固定资产	94177.70		房屋抵押
无形资产	44421.27		土地使用权抵押
合计	298823.73	—	—

资料来源：柳州龙建（截至 2022 年 3 月末）

3. 公司盈利能力

跟踪期内，营业毛利仍是该公司利润主要来源。2021 年，公司营业毛利 5.33 亿元，较 2020 年下降 14.78%，其中土地一级整理是主要构成和变动要素。管理费用由于薪酬支出和注入的土地资产摊销而有所上升，股东占款对应的资金成本费用化处理，导致财务费用相应增加，2021 年期间费用同比上涨 78.07%至 1.77 亿元。因持有的富国 1 号账面升值，公司投资收益同比增长 526.45%至 1.82 亿元。2021 年，公司实现净利润 3.71 亿元，净资产收益率为 1.67%，资产获利能力仍欠佳。

2022 年第一季度，该公司主要因土地一级整理实现一定收入，当期营业毛利和净利润分别为 1.29 亿元和 5800.67 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司业务涵盖基础设施建设、土地一级开发整理、保障性住房开发和轨道交通建设运营等。由于承建项目较多，加之有息资金拆出，2021 年以来公司资金压力加大，负

债总额持续上升。考虑到公司债务期限尚属合理，且拥有较多未使用的银行授信额度，财务弹性尚可。

2. 外部支持因素

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司可在项目、资金、管理等方面获得积极支持。公司已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，信贷融资渠道较为通畅。截至 2022 年 3 月末，公司共获得各类银行授信 631.95 亿元³²，剩余授信额度 437.83 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 22 龙建投资 MTN001：外部担保

“22 龙建投资 MTN001”由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2021 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为其控股股东。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 19. 截至 2021 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.93	88.74

资料来源：中投保

截至 2021 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 262.56 亿元，净资产为 111.35 亿元；当年实现营业总收入 23.81 亿元，其中已赚保费 4.45 亿元，投资收益 11.99 亿元，净利润 8.07 亿元。

³² 含国开行授信 443.33 亿元，其中 369.75 亿元专项用于柳州市轨道交通项目（均未提取）。

中投保是经国务院批准特例试办、财政部和原国家经贸委共同发起组建，国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。2021 年，中投保锚定“十四五”规划，稳步推进“一体两翼”业务架构布局，“一体”即信用增进，“两翼”即资产管理和金融科技，当年，随着公共融资类担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著回升；中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好。资产管理方面，中投保成立了包括中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）等在内的资产管理业务平台，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司联手打造的网金社（现更名为“三潭科技”）借助股东背景，在金融科技领域有所创新，并已在普惠金融行业形成一定的业务优势。在确保担保业务正常开展的前提下，中投保开展了一定规模的资金业务，目前主要分布于定期存款、基金、债券、股权投资、理财计划、委托贷款等，近年来，中投保根据《融资担保公司资产比例管理办法》有关规定逐步调整投资组合，提高货币资金、定期存款等 I 级资产占比，同时压降信托计划、委托贷款等。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强。随着担保业务的扩张以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 22 龙建投资 MTN001 的安全性。

跟踪评级结论

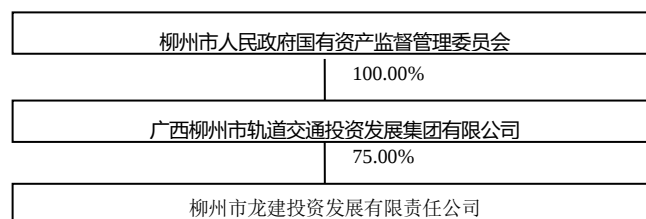
该公司仍在柳州市区内开展基础设施建设、土地一级整理和保障性住房开发，并承担公共交通配套项目建设任务。公司在建项目投资规模较大，开发周期长，回款进度缓慢，存在持续的投融资压力。

跟踪期内，土地使用权核销引起该公司权益资本下滑；债务规模小幅增长，财务杠杆上升。公司资产以项目建设支出为主，周转周期很长；现金储备不断下滑，流动性压力加大。公司主业盈利能力有限，资产获利能力欠佳。此外，公司还存在一定的或有损失风险。

本评级机构仍将持续关注：（1）柳州市经济发展状况对该公司运营能力和偿债能力的影响；（2）公司刚性债务压力；（3）城市公共交通配套工程审批进展；（4）大量资金拆解回收；（5）公司土地资产价值波动；（6）对外担保的代偿风险；（7）市财政拨付偿债资金和项目款的及时性；（8）22 龙建投资 MTN001 担保方的信用质量变化情况。

附录一：

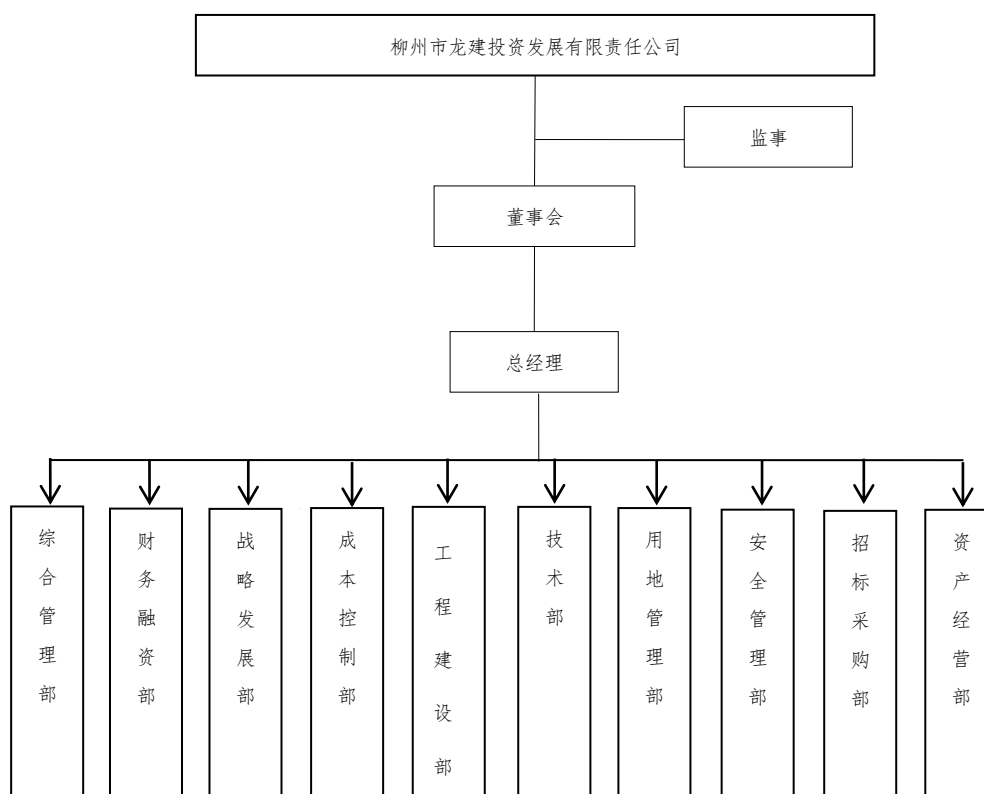
公司股权结构图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
柳州市龙建投资发展有限责任公司	柳州龙建	本部	土地一级开发整理；政府公益设施、安置房及城中村改造项目投资和建设管理等	252.71	205.77	20.34	3.20	28.15	
柳州市龙兴投资发展有限责任公司	龙兴投资	90.91	对新农村建设项目的投资、旧城改造、土地开发整理	55.82	8.00	—	0.67	—	
柳州碧水莲花酒店管理有限公司	碧水莲花	100.00	酒店管理、物业管理	—	14.33	0.56	-0.15	—	
柳州市鑫泰房地产开发有限责任公司	鑫泰房地产	100.00	房地产开发经营	0.02	0.37	0.07	-0.01	—	
柳州市清雅尚酒店管理有限公司	清雅尚酒店	100.00	酒店管理、物业管理	—	13.18	—	-0.01	—	

注：1、根据柳州龙建提供资料整理；2、子公司未编制现金流量表

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	524.80	573.82	581.32	622.62
货币资金 [亿元]	40.08	20.59	13.61	11.03
刚性债务[亿元]	264.88	301.17	308.55	311.02
所有者权益 [亿元]	216.78	232.89	211.81	212.39
营业收入[亿元]	14.19	24.02	20.98	4.70
净利润 [亿元]	1.99	3.78	3.71	0.58
EBITDA[亿元]	3.96	6.34	7.43	—
经营性现金净流入量[亿元]	-9.51	17.76	28.81	46.65
投资性现金净流入量[亿元]	-42.02	-54.41	-81.41	-36.87
资产负债率[%]	58.69	59.41	63.56	65.89
长短期债务比[%]	518.79	316.54	113.99	130.90
权益资本与刚性债务比率[%]	81.84	77.33	68.65	68.29
流动比率[%]	716.55	428.01	210.81	206.56
速动比率[%]	154.88	82.35	63.83	63.91
现金比率[%]	80.51	25.16	7.88	6.21
短期刚性债务现金覆盖率[%]	154.12	42.05	11.46	9.00
利息保障倍数[倍]	0.26	0.35	0.41	—
有形净值债务率[%]	149.25	153.13	196.95	217.83
担保比率[%]	9.70	10.53	14.43	19.43
毛利率[%]	28.76	26.04	25.41	27.45
营业利润率[%]	19.37	21.25	24.00	20.01
总资产报酬率[%]	0.63	0.99	1.06	—
净资产收益率[%]	0.92	1.68	1.67	—
净资产收益率*[%]	0.93	1.70	1.63	—
营业收入现金率[%]	104.06	137.20	169.26	35.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.09	26.99	22.64	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.95	6.28	9.45	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-130.53	-55.68	-41.33	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-21.41	-12.95	-17.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.41	0.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据柳州龙建经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	106.67	116.42	111.35
总资产（亿元）	265.13	258.52	262.56
货币资金（亿元）	57.68	12.42	27.57
风险准备金（亿元）	12.68	29.94	26.45
营业收入（亿元）	22.97	38.95	23.81
担保业务收入	1.78	2.16	9.99
营业利润（亿元）	9.70	12.52	10.32
净利润（亿元）	8.31	8.34	8.07
平均资本回报率（%）	8.95	3.82	8.21
风险准备金充足率（%）	2.53	8.11	5.62
融资性担保放大倍数（倍）	3.24	3.67	4.94
担保发生额（亿元）	87.70	192.03	-
期末担保余额(亿元)	501.67	480.03	634.62
当期担保代偿率（%）	0.28	0.15	0.00
代偿回收率（%）	2.76	1.90	0.37
担保损失率（%）	0.00	1.00	0.84

注 1：根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资性担保放大倍数由中投保计算并提供。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	6
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	4
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	7
		流动性	9
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AA

附录七：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015 年 10 月 14 日	AA/稳定	宋映瑶、朱诗音	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 4 月 14 日	AA/稳定	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AA/稳定	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (22 龙建投资 MTN001)	历史首次评级	2022 年 4 月 14 日	AAA	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (PR 柳龙建)	历史首次评级	2017 年 8 月 8 日	AA	邵一静、周晓庆	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 28 日	AA	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 28 日	AA	谢宝宇、郭羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

附录九：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

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

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

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。