

2022 年度广西柳州市投资控股集团有限公司

信用评级报告

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

评级总监：杨小静

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 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，亦不对评级对象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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 29 日至 2023 年 6 月 28 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]1896M 号

广西柳州市投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 29 日至 2023 年 6 月 28 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十九日



评级观点：中诚信国际评定广西柳州市投资控股集团有限公司（以下简称“柳州投控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了柳州市较强的区域经济和持续获得政府补助支持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合并口径及本部短期偿债压力大、2023 年债券到期面临刚性兑付压力大，财务杠杆快速上升且处于高位、资产注销事项处理方案及后续注销可能性需关注及或有负债风险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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,464.93	1,640.19	1,854.85	1,858.53
所有者权益合计（亿元）	608.41	606.19	582.67	580.50
总负债（亿元）	856.52	1,034.00	1,272.18	1,278.02
总债务（亿元）	728.51	911.16	1,048.26	1,034.11
营业总收入（亿元）	48.66	51.74	61.15	9.78
经营性业务利润（亿元）	8.84	7.50	7.13	1.24
净利润（亿元）	7.23	7.81	9.40	0.93
EBITDA（亿元）	18.14	18.00	26.56	--
经营活动净现金流（亿元）	-10.54	2.05	52.37	2.81
资产负债率(%)	58.47	63.04	68.59	68.77
柳州投控（母公司）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	510.92	590.80	706.22	687.37
所有者权益合计（亿元）	195.38	185.68	221.58	221.90
总负债（亿元）	315.54	405.11	484.64	465.48
总债务（亿元）	290.07	380.88	429.23	409.93
营业总收入（亿元）	4.07	4.48	5.20	1.19
经营性业务利润（亿元）	0.86	0.89	1.10	0.47
净利润（亿元）	1.36	1.74	2.13	0.31
经营活动净现金流（亿元）	1.71	3.51	21.99	-7.35
资产负债率(%)	61.76	68.57	68.62	67.72

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标来自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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将其他流动负债、其他应付款和长期应付款中的有息部分计入债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度利息支出数据、现金流量表补充资料，故相关指标失效。

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000 2019-02)

广西柳州市投资控股集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	7.58	10
	收现比(X)*	1.01	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.41	3
	受限资产占总资产的比重(X)	0.12	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	582.67	10
	总资本化比率(X)	0.63	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	5	5
打分结果			A
BCA			A
支持评级调整			4
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上考虑支持、评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

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，2021 年实现地区生产总值(GDP)3,057.24 亿元，同比增长 2.0%，在广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）经济重要性较高。

■ **公司持续获得股东和政府支持。**作为柳州市重要的基础设施建设、土地开发整理、保障房建设及公用事业的运营主体之一，公司近年持续获得政府支持。2021 年，公司将广西柳州市北城投资开发集团有限公司纳入合并范围，增加资本公积 33.14 亿元；同期，收到政府补助 2.47 亿元。

关注

■ **公司合并口径及本部短期偿债压力大，且 2023 年到期债券规模很大，刚性兑付压力大。**截至 2022 年 3 月末，公司合并口径及本部的短期债务分别为 263.70 亿元和 87.17 亿元，短期偿债压力大。2023 年，公司本部到期债券（含回售）规模达 168 亿元，刚兑压力很大。

■ **财务杠杆快速上升且处于高位。**截至 2021 年末，公司资产负债率达到 68.59%，较上年末增加 5.55 个百分点；截至 2022 年 3 月末公司资产负债率进一步上升至 68.77%，财务杠杆快速上升且处于高位，不利再融资。

■ **对公司资产注销事项的处理方案及后续注销的可能性保持关注。**2021 年公司下属子公司柳州东通投资发展有限公司（以下简称“柳州东通”）注销土地账面价值共计 72.13 亿元，占公司 2021 年末净资产 12.38%。中诚信国际将持续关注公司股东对这一事项的处理方案，同时对公司账面土地资产后续注销的可能性保持关注。

■ **或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保规模为 64.33 亿元，占净资产的 11.08%，担保对象以柳州市平台企业为主，未设置反担保措施。考虑到柳州市平台企业数量多、普遍债务压力大且互保现象常见，公司面临一定或有负债风险。

评级展望

中诚信国际认为，广西柳州市投资控股集团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。**柳州市经济财政实力明显增强，且具备可持续性；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，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；公司债务压力明显上升且缺乏明确可行的偿债安排等。

评级历史关键信息

广西柳州市投资控股集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AA+/稳定	--	2021/09/30	黄伟、夏雪	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
AA+/稳定	--	2016/10/18	高哲理、赵珊迪、付一歌	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2014_01	阅读全文	

同行业比较

2021 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
柳州投控	1,854.85	582.67	68.59	61.15	9.40	52.37
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	1,370.45	420.76	69.30	49.16	1.72	2.24
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司	615.50	202.30	67.13	23.34	1.60	35.87

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

柳州投控成立于 2001 年 7 月，系经柳州市人民政府发文《柳州市国有资产管理体制改革方案》（柳发[2000]36 号文）、《关于成立柳州市投资控股有限公司的通知》（柳政发[2000]21 号文）批准设立。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 19.31 亿元，柳州市国有资产监督管理委员会（以下简称“柳州市国资委”）持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

柳州投控是柳州市主要的城市基础设施项目投资、建设主体之一，主要负责柳州市基础设施建设和资产运营。此外，公司主要业务还包括城市公交业务、燃气业务、污水处理业务和城市自来水业务等。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 14 家。

表 1：截至 2022 年 3 月末公司主要子公司

全称	简称
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	柳州建投
柳州东通投资发展有限公司	柳州东通
广西柳州市北城投资开发集团有限公司	北城集团
柳州市自来水有限责任公司	柳州水务
柳州市污水治理有限责任公司	柳州污水
柳州市中燃城市燃气发展有限公司	柳州燃气
柳州恒达巴士股份有限公司	柳州巴士

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保

持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及

流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

区域经济环境

柳州市为广西第二大城市，工业基础较好，区域地位突出，经济和财政实力较强；但近年经济发展增速放缓，财政平衡率有所波动

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，约占广西工业总产值的四分之一。柳州市交通区位优势明显，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，柳州市经济实力较强，2019~2021 年，柳州市实现地区生产总值（GDP）分别为 3,128.35 亿元、3,176.90 亿元和 3,057.24 亿元，GDP 总量在自治区各地市中排名第二。近年柳州市经济发展增速有所放缓，按可比价格计算，2019~2021 年 GDP 增速分别为 2.4%、1.5% 和 2.0%。其中 2021 年，柳州市实现第一产业增加值 257.85 亿元，增长 7.0%；第二产业增加值 1,277.50 亿元，下降 1.8%；第三产业增加值 1,521.88 亿元，增长 5.0%。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增速。截至 2021 年末，柳州市常住人口为 417.53 万人，按常住人口计算，柳州市 2021 年人均 GDP 为 73,328 元。

2019~2021 年，柳州市一般公共预算收入分别为 221.45 亿元、173.10 亿元和 174.96 亿元，同期，税收占比分别为 56.20%、61.03% 和 66.31%，税收占比逐年上升；2019~2021 年，柳州市一般公共预算财政平衡率分别为 44.39%、36.86% 和 41.34%，财政平衡能力有所波动。截至 2021 年末，柳州市政府债务余额¹为 690.50 亿元，其中一般债务 201.75 亿元，专项债务 488.75 亿元。

表 2：2019~2021 年柳州市经济及财政主要指标（亿元）

	2019	2020	2021
GDP	3,128.35	3,176.90	3,057.24
GDP 增速（%）	2.40	1.50	2.00
一般公共预算收入	221.45	173.10	174.96
其中：税收收入	124.43	105.67	116.02

¹ 债务限额暂未披露

一般公共预算收入增速(%)	14.30	-21.80	1.06
政府性基金收入	197.13	238.92	270.21
转移性收入	213.00	242.05	225.43
一般公共预算支出	498.87	469.58	423.19
财政平衡率(%)	44.39	36.86	41.34

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

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增速；2020年以来，疫情也对柳州市经济财政造成了一定冲击。此外，广西壮族自治区提出“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。

柳州市平台企业较多，公司在其中的业务区域和职能定位相对明确

柳州市平台类企业较多，主要包括公司、北城集团、柳州房投、柳州东城、城建集团、柳州城投、柳州建投、柳州轨道、柳州东通、柳州龙建、柳州产投和柳州文旅。其中，公司和北城集团、柳州房投主要负责北部生态新城开发建设，柳州东城主要负责柳东新区开发建设，城建集团、柳州城投、柳州建投业务以主城区基础设施建设为主，柳州轨道、柳州东通、柳州龙建以轨道项目建设及轨道沿线土地整理、保障房建设等为主。此外，柳州产投主要负责产业类项目投融资，柳州文旅主要负责文旅项目建设及相关资产经营管理。总体来看，公司与柳州市内其他平台不存在明显竞争关系，但公司纳入合并范围子公司较多，对部分子公司的管控能力较弱，需关注其对公司业务经营及治理方面的影响。

表 3：截至 2022 年 3 月末柳州市主要平台企业及其主要业务区域、职能定位情况

区域内平台	主要业务区域及职能定位
广西柳州市投资控股集团有限公司	本部以北部生态新城基础设施建设为主；重要子公司包括北城集团、柳州建投、柳州东通、柳州市自来水有限责任公司、柳州市中燃城市燃气发展有限公司等，业务范围涵盖土地整理、保障房建设、公用事业运营等
广西柳州市北城投资开发集团有限公司（简称“北城集团”）	柳州投控子公司，主要负责北部生态新城开发建设
柳州市房地产开发有限责任公司（简称“柳州房投”）	北城集团子公司，主要负责柳州北部生态新城保障房建设
广西柳州市东城投资开发集团有限公司（简称“柳州东城”）	柳东新区开发建设
广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“城建集团”）	主要负责主城区基础设施建设
柳州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“柳州城投”）	城建集团子公司，主要负责主城区基础设施建设
广西柳州市建设投资开发有限责任公司（简称“柳州建投”）	柳州投控子公司，主要负责主城区市政项目、保障房和土地整理等
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司（简称“柳州轨道”）	轨道项目建设、土地整理、保障房建设等
柳州东通投资发展有限公司（简称“柳州东通”）	柳州投控子公司，主要负责土地整理、保障房建设
柳州市龙建投资发展有限责任公司（简称“柳州龙建”）	柳州轨道子公司，主要负责轨道沿线项目建设
广西柳州市产业投资发展集团有限公司（简称“柳州产投”）	产业投资
广西柳州市文化旅游投资发展集团有限公司（简称“柳州文旅”）	柳州文旅项目建设及相关资产经营管理

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2021 年柳州市自然资源局对公司子公司柳州东通账面七宗土地予以注销，注销规模超过公司 2021 年末净资产 10%；截至报告出具日，柳州市财政及柳州市国资委对公司注入实物资产等增资安排尚未全部落实，后续进展仍有待关注

2022 年 5 月 16 日，公司发布《广西柳州市投资控股集团有限公司关于重大资产注销的公告》（以下简称“《公告》”）称，下属子公司柳州东通近期注销土地账面价值共计 72.13 亿元，占公司 2021 年末净资产 12.38%，超过净资产的 10%。公司 2020 年末净资产为 606.18 亿元，2021 年末净资产为 582.67 亿元，2021 年末相比 2020 年末减少 23.52 亿元，减少幅度为 3.88%。柳州东通土地资产注销主

要是出于配合柳州市土地出让及项目发展规划要求，根据相关政策，由柳州市自然资源局予以注销。

表 4：2021 年公司注销土地资产明细

地块名称	金额（元）	土地证号
柳州市柳工大道东侧（地块二）	1,678,915,176.00	柳国用（2013）第 117911 号
柳州市柳工大道东侧（地块一）	788,847,693.00	柳国用（2013）第 117910 号
柳州市阳和大道以西项目	980,384,400.00	柳国用（2014）第 121600 号
柳州市阳和大道以西二期项目	864,009,600.00	柳国用（2014）第 122172 号
柳州市阳和大道以西三期项目	838,134,000.00	柳国用（2014）第 121572 号
柳州市阳和大桥以北项目	672,307,600.00	柳国用（2014）第 121571 号
柳州市阳和新村改造项目	1,390,831,400.00	柳国用（2014）第 124129 号
合计	7,213,429,869.00	--

资料来源：公司 2021 年审计报告，中诚信国际整理

《公告》还称，针对因柳州东通上述国有土地使用权证注销导致的公司资产减少事宜，柳州市国资委和财政局将通过现金、实物资产、股权增资等形式对柳州东通给予相应价值资产补充置换支持。

中诚信国际认为，2021 年公司重大资产注销事项使得期末净资产规模出现较大规模的下降，对公司的日常经营、财务状况、偿债能力和信用水平产生不利影响。根据公司提供的由柳州市国资委于 2022 年 6 月 13 日出具的《关于柳州东通投资发展有限公司增资事宜的批复》（柳国资复[2022]79 号），柳州市国资委同意柳州东通增加资本金 34 亿元；同时，中诚信国际关注到，截至本报告出具日，柳州市财政及柳州市国资委对公司注入实物资产等其余增资安排尚未全部落实，增资进度仍存在一定不确定性。

业务运营

公司业务主要包括城市投资建设、保障房建设和公交、供水、燃气等公用事业业务。2021 年，公司实现营业收入 61.15 亿元，同比增长 18.19%，仍主要来自城市投资建设和保障房业务。2021 年公司城市投资建设业务收入增长主要系土地出让面积增加所致，保障房业务收入增长主要系当年完工交

付项目较多，燃气业务、供水业务和污水处理业务稳步发展，公交业务收入随疫情好转而逐步恢复。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 9.78 亿元，保障房收入占比最大，为 37.63%。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
城市投资建设业务	12.78	18.65	23.11	0.89
保障房业务	20.18	15.50	17.32	3.68
公交运营	2.42	1.59	1.93	0.33
燃气业务	4.82	5.13	5.84	1.99
供水业务	3.51	5.50	3.77	0.94
污水处理业务	2.21	2.44	2.41	0.63
农工商业务	1.36	1.43	1.40	0.40
其他	1.38	1.50	5.38	0.92
合计	48.66	51.74	61.15	9.78
占比	2019	2020	2021	2022.1~3
城市投资建设业务	26.27	36.04	37.79	9.10
保障房业务	41.47	29.96	28.32	37.63
公交运营	4.98	3.07	3.16	3.37
燃气业务	9.92	9.92	9.55	20.35
供水业务	7.20	10.63	6.17	9.61
污水处理业务	4.54	4.71	3.94	6.44
农工商业务	2.79	2.76	2.28	4.09
其他	2.84	2.91	8.79	9.41
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

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：公司提供，中诚信国际整理

公司土地整理业务模式明确，在建项目量充足，收入规模持续快速增长，但未来也面临一定的投资压力；同时，也应关注土地市场行情及政府土地出让计划对公司收入的影响

公司土地整理业务主要由本部、柳州建投和柳州东通和北城集团负责。业务模式上，根据《柳州市人民政府办公室关于印发国有资产投融资平台公司土地整理及运营试行办法的通知》（柳政办〔2008〕74 号），柳州市政府赋予公司土地整理及运营职能。公司根据政府批文或政府会议纪要自筹资金进行土地一级开发整理，待毛地和生地变为熟地后，交由柳州市土地储备中心公开出让，出让后

柳州市财政局扣除土地出让金税费后根据公司投入成本情况给予返还，公司以此确认土地整理收入。

已完成土地整理和实现出让方面，2019~2021年，公司完成土地整理面积分别为1,378.12亩、606.20亩和1,726.55亩，以商住用地为主；同期出让面积分别为1,110.28亩、606.51亩和1,727.33亩，完成土地整理和实现出让面积均维持较大规模，但2020年因土地市场行情和市政府规划影响，公司整理和出让面积均明显下降。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，完成整理和实现出让地块的开发成本也存在差异，其中2020年完成整理地块的平均整理成本和出让价值均较高，虽然当年出让面积下降，但土地整理收入

规模仍大幅增加。

收入方面，2019~2021年公司分别确认土地整理业务收入12.27亿元、18.16亿元和22.59亿元，收入规模持续快速增长。2021年1~3月，公司未确认土地整理业务收入。

表 6：2019~2021 年公司完成整理及实现出让土地情况
(亩、亿元、万元/亩)

	2019	2020	2021
土地整理面积	1,378.12	606.20	1,726.55
土地整理平均成本	98.55	235.44	90.21
出让土地面积	1,110.28	606.51	1,727.33
出让土地平均成本	69.13	235.44	90.21
出让土地总成本	7.68	14.27	15.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2021 年公司整理土地出让情况（平方米、亿元）

地块名称	整理期间	面积	总投资额	已投资额	已确认收入	已回款
柳东水厂一期（5-01-10-081）号宗地	2017~2021	114,474.34	3,708.89	3,708.89	4,665.38	4,665.38
东外环北侧 P（2021）61 号地块	2017~2021	146,399.97	6,222.20	6,222.20	34,099.87	34,099.87
柳石路东侧葡萄山路南侧 P[2020]89 号宗地	2017~2021	20,837.39	1,086.44	1,086.44	2,038.95	2,038.95
中医院东院东侧 P（2020）65 号土地	2017~2021	152,390.18	40,080.94	40,080.94	59,657.37	59,657.37
白露片区 G-5-6	2015~2021	12,020.06	15,436.28	15,436.28	18,100.85	18,100.85
北外环西片 E-4-6-1	2015~2021	8,060.04				
北外环西片 E-4-4	2015~2021	29,446.81				
白露工业园 D-14 号	2015~2021	35,933.51				
白露工业园 D-12	2015~2021	1,820.01				
白露工业园 D-16 号	2015~2021	6,020.03				
白露工业园 D-19	2015~2021	7,386.70				
白露工业园 D-18	2015~2021	1,713.34				
白露片区 A-1-12	2015~2021	6,833.37	28,893.85	28,893.85	40,013.64	40,013.64
白露片区 A-1-4	2015~2021	111,320.56				
阳和工业新区 L-4-1、L-5-1	2009~2021	87,820.44	28,893.85	28,893.85	40,013.64	40,013.64
跃进路东侧原金凤毛巾厂部分地块	2018~2021	36,300.18	33,717.95	33,717.95	35,214.18	35,214.18
工业设计城 P(2019)55 号	2018~2021	372,835.20	26,601.18	26,601.18	32,141.23	32,141.23
合计	--	1,151,612.14	155,747.73	155,747.73	225,931.47	225,931.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 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 2,835.99 万平方米，计划总投资 688.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 416.73 亿元，2022 年至 2024 年分别计划投资 14.50 亿元、11.00 亿元和 11.00 亿元，存在一定的投资压力。

表 8：截至 2022 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	整理周期	面积	总投资	已投资	投资计划		
						2022	2023	2024
柳东新区-阳和工业园	柳州市阳和新村改造、柳州市阳和大桥	2019~2030	1,133.34	200.00	81.47	0.00	0.00	0.00

区	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							
柳东新区-阳和古亭片区土地整理项目						3.00	3.00	3.00
东外环北段工程及周边地区土地整理项目	长塘镇鸬鹚江村, 香兰片区北岸村、龙塘村、西流村、浪江村, 洛埠镇	2017~2021	98.97	30.00	27.85	1.50	--	--
西鹅货运站项目(配套设施、物流货场)及东站还建项目	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	2012~2021	250.00	200.00	138.44	3.00	3.00	3.00
柳州市火车南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	2009~2021	18.19	60.00	71.87	2.00	--	--
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	2015~2021	400.00	93.00	34.08	2.00	2.00	2.00
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	2013~2025	935.49	105.00	63.02	3.00	3.00	3.00
合计	--	--	2,835.99	688.00	416.73	14.50	11.00	11.00

注: 上述部分土地项目总投资含基建投资成本, 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

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, 但也面临一定的投资压力。此外, 区域土地出让情况受市场行情及政府规划的影响较大, 存在不确定性, 中诚信国际也将持续关注公司后续土地整理业务投入、出让以及收入确认情况。

公司承接的保障房项目量较为充足, 未来收入实现有所保障, 但受项目销售及交付进度影响, 收入规模有所波动, 且面临去化压力

公司保障房业务主要由柳州建投和柳州东通运营, 主要包括棚户区改造和公租房建设两种。业务模式上, 公司根据柳州市棚户区改造计划承建安置房, 公司负责前期融资, 土地一般来自政府划拨, 项目建设完成后, 公司按照国家政策向符合安置条件的居民销售, 对于完成安置需求后的剩余房源则可进行市场化销售。公司主要通过安置房的销售以

及配套的商业、停车场等收益来实现资金平衡。公租房项目建设完成后主要对外出租, 公司依靠租金收入平衡前期投入。

收入确认方面, 因租金收入有限, 目前保障房业务收入主要来自售房收入。受保障房项目建设及销售周期影响, 公司保障房业务收入有所波动, 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 20.18 亿元、15.50 亿元、17.32 亿元和 3.68 亿元, 其中 2020 年收入下降, 主要系当年达到收入确认条件项目减少所致。

已完工保障房方面, 截至 2022 年 3 月末公司主要已完工保障房项目共 17 个, 建筑面积合计 289.85 万平方米, 实际已投资 105.68 亿元。截至 2022 年 3 月末, 上述项目已累计实现销售收入 116.77 亿元, 未来三年预计销售收入分别为 6.00 亿元、6.00 亿元和 3.07 亿元。

表 9: 截至 2022 年 3 月末主要已完工安置房情况 (万平方米、亿元)

项目名称	项目类型	建筑面积	总投资额	已投资额	已实现销售收入	销售计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
宏祥园	棚户区改造	32.56	11.30	10.82	10.92	1.14	1.14	0.57
仁和馨园	棚户区改造	15.85	6.62	7.53	5.15	0.46	0.46	0.23
红桥馨城	棚户区改造	11.42	4.43	4.34	4.95	0.04	0.04	0.02
兴怡园	棚户区改造	25.78	8.00	5.05	9.62	1.26	1.26	0.63
金宵云邸	棚户区改造	5.36	2.01	1.74	1.64	0.26	0.26	0.13
和兴园	棚户区改造	26.16	8.99	4.97	6.28	0.86	0.86	0.43

柳开馨苑	棚户区改造	11.60	4.99	3.59	3.85	0.2	0.2	0.1
绿水云间	棚户区改造	9.66	4.30	3.89	5.13	0.4	0.4	0.2
温馨阳光	棚户区改造	4.90	1.33	1.33	1.59	0.00	0.00	0.00
北岸馨园	棚户区改造	5.20	1.90	2.29	2.21	0.42	0.42	0.21
盛通馨园	棚户区改造	2.26	1.05	1.04	0.64	0.26	0.26	0.13
馨雅小苑	棚户区改造	2.77	1.09	1.03	0.95	0.19	0.19	0.09
仁和家园	棚户区改造	1.32	0.57	0.72	0.51	0.07	0.07	0.04
温馨花园	棚户区改造	63.77	18.00	16.90	19.15	0.44	0.44	0.29
东方国际	棚户区改造	3.44	1.44	1.44	1.81	-	-	-
瑞景文苑	棚户区改造	26.51	15.93	15.93	16.62	-	-	-
金沙角	棚户区改造	41.29	41.29	23.07	25.75	-	-	-
合计	--	289.85	133.24	105.68	116.77	6.00	6.00	3.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建安置房项目较多，包括南站馨城、锦绣龙城、天山雅筑、观山福邸等 18 个，总建筑面积合计 224.55 万平方米，预计总投资额 116.20 亿元，已完

成投资 113.93 亿元，已实现销售收入 34.36 亿元。公司大部分保障房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，2022~2024 年公司计划投资额分别为 8.37 亿元、8.00 亿元和 1.83 亿元。

表 10：截至 2022 年 3 月末公司主要在建保障房项目（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		
				2022 年	2023 年	2024 年		2022 年	2023 年	2024 年
馨和庭	2.25	1.45	0.75	0.28	0.28	0.14	-	0.40	0.27	0.27
南站馨城	23.24	11.00	11.38	0.12	-	-	-	4.20	2.80	2.80
站前馨天地	7.53	5.00	4.11	0.49	0.40	-	-	1.36	0.91	0.91
馨都雅居	2.32	1.37	1.23	0.10	0.04	-	-	0.42	0.28	0.28
和悦馨城（温馨茗园）	5.31	3.88	2.08	0.72	0.72	0.36	-	-	0.96	0.64
温馨雅苑	4.07	2.70	2.22	0.29	0.20	-	-	0.75	0.50	0.48
温馨鸿苑	3.98	3.00	1.93	0.43	0.43	0.21	-	0.72	0.48	0.48
丽景雅居（温馨丽园）	5.05	2.20	2.15	0.05	0.01	-	-	0.91	0.61	0.61
红桥馨城（二期）	5.93	4.00	1.46	1.01	1.01	0.51	-	-	1.07	0.71
惠风和苑（一期）	3.78	6.30	5.23	0.32	0.32	0.43	-	0.68	0.46	0.46
站前馨苑	1.94	0.96	0.03	0.30	0.45	0.18	-	0.35	0.23	0.23
温馨 772	16.66	11.00	9.86	0.60	0.54	-	6.25	1.13	0.76	0.76
温馨祥园	1.92	1.38	1.78	0.02	-	-	-	0.35	0.23	0.23
锦绣龙城	33.11	15.66	26.54	0.02	-	-	19.61	1.00	-	-
天山雅筑	30.79	13.27	18.02	0.02	-	-	3.29	5.00	5.00	2.70
观山福邸	58.11	23.69	16.74	1.00	1.00	-	5.21	5.09	5.80	6.00
山居馨苑	6.56	3.94	2.96	2.00	2.00	-	-	3.00	3.00	2.00
三江县大洲岛保障房	12.00	5.40	5.46	0.60	0.60	-	-	2.70	1.80	-
合计	224.55	116.20	113.93	8.37	8.00	1.83	34.36	28.06	25.16	19.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建保障房项目主要为鹅山馨园，总规划面积 5.74 万平方米，预计总投额 4.00 亿元，2022~2024 年公司分

别计划投资 1.00 亿元、1.10 亿元和 1.40 亿元。

总的来看，公司承担了柳州市大量的保障房建设项目，在建和拟建项目较多，未来收入实现较有

保障，但也面临较大的去化压力。

在建代建项目均已签署协议，由财政拨付项目建设资金，投资压力小；部分自营项目投资规模较大，资金平衡情况有待关注

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。业务范围主要包括柳州市内的城市道路、桥梁建设与改造、旧城改造等一批重点市政工程项目。目前，公司承担的市政工程建设业务模式主要为代建模式。此外，公司亦有部分自营的建设项目。

表 11：截至 2022 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
市工人医院一期 3#住院大楼	4.00	3.92	是
古德河原水输水工程	7.70	7.43	是
天山路	6.19	6.01	是
合计	17.89	17.36	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营建设项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司本部主要自营在建项目共 4 个，包括大数据产业园一期、广西工业设计城（一期）（ABCD 地块）、广西工业设计城（一期）（E 地块）和白云颐养中心建设项目。自营项目前期资金由公司自筹，后期主要依靠配套项目经营产生的现金流进行平衡。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营项目计划总投资 61.79 亿元，已完成投资 29.66 亿元，未来还需投资 32.13 亿元，仍面临较大的投资压力，截至目前尚未有资金回流。截至 2022 年 3 月末，公司本部暂无拟建自营项目。此外，公司子公司柳州东通承接的柳州市西鹅铁路货运中心站项目也为自建项目，该项目为广西壮族自治区重点工程项目，概算总投资约 200 亿元，建设内容包括柳州车站的还建、柳州集装箱办理站、柳州综合性货场以及其他配套建设等。该项目未来主要依赖土地出让实现资金平衡，截至 2022 年 3 月末项目已投资额为 73.91 亿元（不含土地使用权），目前已实现部分土地出让。

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

代建模式方面，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，2019~2021 年分别确认代建业务收入 0.51 亿元、0.49 亿元和 0.51 亿元，相对稳定。

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建的代建项目共 3 个，总投资合计 17.89 亿元，已完成投资 17.36 亿元，项目均已签署协议。

在建项目均已签署代建协议，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自营项目投资规模较大，存在较大的资本支出压力，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，运营较稳定，为公司贡献稳定的收入和现金流

供水业务由子公司柳州水务经营，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。目前共有柳东、柳南、柳西、城中和新柳东五个水厂和五座加压站，形成了以市区为中心，逐渐向周边辐射的大型环状供水网络。截至 2022 年 3 月末，柳州水务制水核定产能达到 66 万吨/日。

表 12：2019~2022 年 1~3 月公司供水业务运营情况（万吨、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
日供水能力	60	66	66	66
供水量	24,949	25,982	25,456	5,789
售水量	19,360	19,901	20,958	4,765
供水收入	3.51	5.50	3.77	0.66

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，柳州水务供水和售水量整体呈增长趋势，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的供水量分别为 24,949 万吨、25,982 万吨、25,456 万吨和 5,789 万吨；同期，售水量分别为 19,360 万吨、19,901 万吨、20,958 万吨和 4,765 万吨。

用水费用方面，用户最终水费包括水价、污水处理费和水资源费三部分。具体而言，目前柳州市居民生活用水价格 1.21~2.46 元/吨，非居民生活用水为 1.405 元/吨，特种用水为 3.96 元/吨，其中居民生活用水的水价根据月用水量的不同实施阶梯

价格；水资源费方面，根据《桂价费[2015]66 号文》柳州市从 2015 年 12 月 1 日起统一执行新的标准，自来水水资源费征收从原来的 0.045 元/吨调整为 0.1 元/吨。

收入方面，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的供水收入分别为 3.51 亿元、5.50 亿元、3.77 亿元和 0.66 亿元，其中 2020 年收入规模较大，主要系当期公司承接三供一业改造，产生 1.80 亿元一次性业务收入所致；2021 年公司无此项业务收入，公司供水业务整体运营较稳健。

表 13：截至 2022 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：柳州水务官网，中诚信国际整理

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 2022 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。近年公司污水处理量稳步上升，2021 年污水处理量为 20,545 万吨。污水处理价格方面，污水处理价由主管部门根据当地的实际情

况和公司的相关成本制定，截至 2022 年 3 月末，民用单位污水处理费为 1.19 元/吨，非民用单位污水处理费为 1.4 元/吨，近年保持稳定。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的污水处理收入分别为 2.21 亿元、2.44 亿元、2.41 亿元和 0.63 亿元，总体较为稳定。

表 14：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月柳州污水业务运营情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
日污水处理能力（万吨）	74	74	74	74
处理量（万吨）	19,890	19,890	20,545	5,519
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）	2.21	2.44	2.41	0.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司污水处理业务板块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 2022 年 3 月末，已完成投资 1.19 亿元，项目完工后预计公司可新增污水处理能力 1.30 万吨/天。

表 15：截至 2022 年 3 月末公司在建污水处理项目（亿

元、万吨/天)

在建污水处理厂名称	总投资	建设周期	已投资	污水处理能力
太阳村污水处理工程	0.49	2 年	0.38	0.30
石碑坪污水处理工程	1.08	2 年	0.81	1.00
合计	1.57	-	1.19	1.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。随着柳州城市化进程的加快和人口持续流入，公司的供水和污水处理业务量有望持续稳步增长，为公司带来较稳定的收入和现金流。

燃气业务具有区域专营性，销量和收入均保持稳步增长

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%²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，主要负责柳州市区（除柳东新区外）的燃气供应。柳州燃气的主要产品包括天然气、焦炉气和液化气等，其中以天然气为主，日供气能力较为稳定，维持在

70 万立方米/日左右。

销量方面，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的天然气销售量分别为 8,101.22 万立方米、9,605.68 万立方米、11,144.58 万立方米和 3,434.27 万立方米，焦炉气销售量分别为 4,056.02 万立方米、4,488.20 万立方米、5,251.04 万立方米和 1,478.56 万立方米，均呈稳步增长趋势。

燃气价格方面，天然气价格较高，焦炉气价格较低，具体由主管部门根据实际情况制定。2019 年，根据《广西壮族自治区发展和改革委员会关于柳州市居民管道天然气销售价格的批复》（桂发改价格〔2019〕1111 号）和《关于柳州市居民管道天然气销售价格有关问题的通知》（柳发改价格〔2019〕3 号）的要求，柳州市居民管道天然气销售价格继续下行调整，实行阶梯价格。其中，第一档阶梯价格为 2.968 元/立方米（含自治区门站价格 1.87 元/立方米，区内短途管输价格 0.198 元/立方米，配气价格 0.90 元/立方米）；第二档价格为 3.562 元/立方米；第三档价格为 4.452 元/立方米。

收入方面，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现燃气收入 4.82 亿元、5.13 亿元、5.84 亿元和 1.99 亿元，保持稳步增长趋势。

表 16：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月燃气公司业务情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
焦炉气销售量（万立方米）	4,056.02	4,488.20	5,251.04	1,478.56
天然气销售量（万立方米）	8,101.22	9,605.68	11,144.58	3,434.27
管道燃气新增用户数（万户）	3.69	4.10	4.38	1.63
管道燃气供气能力（万立方米/天）	70.00	70.00	70.00	70.00
销售收入（亿元）	4.82	5.13	5.84	1.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 17：截至 2022 年 3 月末公司燃气业务收费标准（元/立方米）

用气类别	焦炉气	天然气
一、居民用气		
第一档：月用气量 30≤立方米	1.10	2.968
第二档：30 立方米<月用气量≤50 立方米	1.20	3.562
第三档：月用气量>50 立方米	1.65	4.452

² 公司对柳州燃气具有实际控制权，将其纳入合并范围。

二、非居民用气

注：非居民企业用气价格最高销售价格统一规定为不超过 4.80 元/立方米，具体由供气企业和用户协商确定。

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

和中石化广西液化天然气柳州市主城区接气工程，项目总投资合计 4.57 亿元，规划建设管网长度 295.40 公里，截至 2022 年 3 月末，项目已完成投资 4.51 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，受益于燃气销售量的增加，公司的燃气业务收入呈稳步增长趋势，对公司收入及现金流多元化提供了有益补充。

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，2021 年以来运营仍持续亏损，对政府补贴依赖较强

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 2022 年 3 月末，柳州巴士拥有 24 个公交车场，公共汽车 1,219 辆，运营公交

线路 112 条，线路总长 2,792 公里。此外，柳州巴士还拥有出租汽车 372 辆。

受益于疫情影响的逐步消退，2021 年公司的公交客运量为 11,304.75 万人次，较上年增长 19.39%。票价方面，公交公司的车票定价主要由政府指导，根据《柳州市物价局关于公共汽车票价管理问题的通知》（柳价格〔2015〕100 号）及《广西壮族自治区物价局关于公共汽车票价管理的通知》（桂价格〔2015〕40 号）文件，柳州市内普通公交汽车票价不超过 1.00 元/人次，空调公共汽车票价不超过 2.00 元/人次。

收入方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现公交业务收入 1.93 亿元和 0.23 亿元，均较上年同期有所增长。

表 18：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月柳州巴士业务运营情况

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
车辆数（辆）	1,111	1,213	1,220	1,219
公交线路（条）	109	110	112	112
客运量（万人次）	16,497.11	9,468.51	11,304.75	2,413.72
行驶里程（万公里）	6,632.01	4,774.89	6,318.63	1,510.85
财政补贴（亿元）	2.32	2.33	1.99	-
公交收入（亿元）	2.42	1.59	1.93	0.23

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，且近年来客运量总体有所下降，同时，随着油价、人工成本以及折旧费用的增加，公交业务持续呈亏损状态，对政府补助的依赖性较强。2019~2021 年，公司公交业务收入分别为 2.42 亿元、1.59 亿元和 1.93 亿元，同期收到的政府补贴分别为 2.32 亿元、2.33 亿元和 2.45 亿元。

总体而言，公司业务相对多元化，保障房和城市投资板块项目量充足，燃气供应、供水及污水处理等公用事业业务运营稳健，有效保障了业务的持续发展，但同时公司也面临一定的投资压力，整体资金平衡状况有待关注。

战略规划及管理

公司法人治理结构和管理体系相对完善，未来发展规划较明确；下属业务板块及子公司数量较多，治理管控能力有待加强

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他相关法律法规的要求，制定了《公司章程》，公司治理结构和议事规则相对规范。同时，公司建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构较完善。

公司成立以来，作为柳州市重要的基础设施建设和投融资主体，对推动柳州市协调发展并对全市城市化进程起到了积极作用。未来公司规划发展以土地一级开发整理和城市基础设施及公共设施建

设、房地产开发经营及物业管理、资产经营管理及仓储物流服务三大产业板块为主的业务体系，从服务城市基础设施开发，逐渐过渡到区域综合开发，致力于发展成为城市基础设施综合运营服务商。

总体来看，公司组织结构相对完善、内部管理制度较健全；未来发展规划符合自身发展以及满足柳州市城市建设发展的战略规划。但同时，中诚信国际关注到，公司下属业务板块及子公司数量较多，且公司对部分子公司实际控制力不佳，公司治理管控能力有待加强。

财务分析

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2019~2021年审计报告以及未经审计的2022年一季度财务报表。各期财务报表均采用新会计准则编制，本报告采用数据均为各期财务报表期末数。

盈利能力

2021年公司营业总收入和营业毛利率均较上年有所上升；受财务费用大幅增加影响，三费收入占比大幅上升，费用管控能力有待加强

公司业务种类较多，收入来源较为多元，近年营业总收入规模呈逐年增加，2021年公司实现营业收入61.15亿元，同比增长18.19%，仍主要来自城市投资建设和保障房业务。毛利率方面，2021年公司整体营业毛利率较上年增加0.95个百分点至22.03%。具体板块来看，城市投资建设和保障房业务因出让地块土地类型、地块及项目区位不同，成本差异较大，使得毛利率出现较大程度的波动性；2021年城市投资建设业务毛利率显著提升，保障房业务毛利率则有所下降。公交业务因公益性质持续为负；供水业务因2021年非居民用水和特种用水占比上升，毛利率大幅增加；污水业务因2021年业务开展中成本增加较多，毛利率大幅下降。2022年1~3月，公司实现营业总收入9.78亿元，较上年同期增长42.98%；营业毛利率23.28%，较上年同期提高5.79个百分点。

表 19：公司主要板块毛利率（%）

毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
城市投资建设业务	39.94	23.48	32.60	53.02
保障房业务	21.95	20.98	12.93	20.13
公交运营	-71.74	-109.12	-111.76	-195.12
燃气业务	34.60	34.29	30.75	28.30
供水业务	39.35	28.95	50.22	48.12
污水处理业务	21.46	16.08	5.56	14.27
农工商业务	36.03	37.81	29.57	40.68
其他	36.42	48.06	30.23	47.82
综合	25.30	21.08	22.03	23.28

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：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年公司期间费用较上年大幅增长66.01%至8.40亿元，主要由管理费用和财务费用构成，其中管理费用以职工薪酬为主，财务费用因总债务规模增长利息支出快速上升而上升。同期，公司三费收入占比大幅提高至13.73%，对利润侵蚀加大，公司费用管控有待加强。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，其中2021年公司实现利润总额11.63亿元，较上年增长22.16%，其中经营性业务利润为7.13亿元，同时公允价值变动收益增加较多，对利润总额形成有益补充。此外，公司每年均收到一定的政府补助，2021年为2.47亿元。获现能力方面，整体趋势向好，2021年公司收现比为1.08倍，较上年小幅上升。

表 20：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	48.66	51.74	61.15	9.78
期间费用合计	5.28	5.06	8.40	1.39
管理费用	3.20	3.23	4.02	0.86
财务费用	1.30	0.94	3.47	0.39
三费收入占比	10.85	9.77	13.73	14.25
经营性业务利润	8.84	7.50	7.13	1.24
投资收益	0.68	1.83	1.48	-0.03
政府补助	2.94	2.35	2.47	-
利润总额	9.38	9.52	11.63	1.40
收现比	0.76	1.06	1.08	1.10

注：政府补助数据来自“其他收益”和“营业外收入”科目。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司盈利能力方面，母公司营业收入稳步增

长，主要来自于城市投资建设业务；营业毛利率持续处于较高水平，2021 年因当年土地整理出让的地块商业价值较高且拆迁支出较少，带动毛利率上升至 64.41%。母公司期间费用有所波动，2021 年因利息支出较大，财务费用规模大幅上升，带动三费收入占比上升至 37.74%，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和投资收益构成。2021 年，业务回款增多，母公司收现比上升至 1.40 倍。

表 21：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	4.07	4.48	5.20	1.19
营业毛利率	42.94	36.42	64.41	50.66
期间费用合计	0.75	0.63	1.96	0.10
三费收入占比	18.24	13.95	37.74	8.45
经营性业务利润	0.86	0.89	1.10	0.47
投资收益	0.19	1.07	0.79	-
营业外损益	0.006	0.05	0.01	0.001
利润总额	1.76	1.97	2.16	0.47
收现比	0.48	1.00	1.40	1.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内公司部分土地资产注销但同时北城集团纳入合并范围，公司总资产和总负债规模整体增长，资产负债率持续上升；公司资产中存货占比较高，货币资金受限规模较大，资产流动性欠佳

公司总资产规模逐年增长。截至 2022 年 3 月末，公司总资产为 1,858.53 亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他非流动资产构成。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金为 102.12 亿元，其中 78.94 亿元因质押、保证金等受限，受限规模较大。其他应收款为 86.25 亿元，主要为同柳州市其他平台的往来款，2021 年末包括柳州东城 12.29 亿元、柳州城投 6.60 亿元、柳州市柳江区祥云投资发展有限公司 4.54 亿元、柳州轨交 2.60 亿元等。公司存货资产规模较大，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，2021 年末大幅增长系将北城集团纳入合并范围及部分原计入在建工程项目转入所致。公司存货中土地资产账面价值 459.47 亿元，其中作价出资土地 321.98 亿

元、出让地 109.25 亿元、划拨地 28.24 亿元，作价出资土地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。2022 年 3 月末，公司其他非流动资产为 336.25 亿元，规模较大，主要系公司代建项目持续推进所致。2021 年末，公司在建工程规模大幅下降，主要系子公司柳州东通将部分在建工程重分类至存货以及公司将部分代建性质的工程项目重分类至代建项目投资（其他非流动资产科目）核算所致；无形资产规模下降，系柳州东通将西鹅货运中心项目土地使用权从无形资产重分类至存货所致。此外，其他非流动金融资产增加系可供出售金融资产科目因会计政策调整所致，以公司代持的柳州银行股权为主。

表 22：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	1,464.93	1,640.19	1,854.85	1,858.53
货币资金	101.38	135.19	137.00	102.12
应收账款	9.13	7.03	4.47	2.60
其他应收款	15.69	34.15	48.37	86.25
存货	693.49	706.27	956.18	971.01
可供出售金融资产	129.89	170.05	--	--
其他非流动金融资产	--	--	106.65	90.00
长期股权投资	11.72	13.78	15.18	12.25
投资性房地产	14.93	14.50	20.00	19.83
固定资产	47.16	51.16	54.01	53.65
在建工程	113.27	147.08	57.91	63.77
无形资产	115.23	114.88	64.11	64.37
其他非流动资产	183.02	219.19	343.26	336.25
总负债	856.52	1,034.00	1,272.18	1,278.02
短期借款	51.92	41.95	79.40	92.00
应付账款	3.63	5.28	34.43	33.28
其他应付款	43.35	52.82	92.63	125.86
一年内到期非流动负债	110.85	225.34	232.40	151.37
长期借款	244.80	209.41	213.45	240.05
应付债券	252.89	366.66	431.08	445.13
长期应付款	75.94	70.84	95.44	105.74
所有者权益	608.41	606.18	582.67	580.50
实收资本	19.31	19.31	19.31	19.31
资本公积	523.55	514.88	475.87	472.24
未分配利润	56.46	62.38	76.15	76.85
短期债务/总债务	0.23	0.30	0.32	0.25
总资本化比率	54.49	60.05	64.27	64.05
资产负债率	58.47	63.04	68.59	68.77
应收类款项/总资产	3.15	3.78	3.97	5.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司总负债为 1,278.02 亿元，以非流动负债为主。公司负债主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2022 年 3 月末，公司一年内到期非流动负债为 151.37 亿元，占同期末总负债的 11.84%，占比较 2021 年末有所下降。其他应付款主要为往来款，其中同柳州荣城资产经营管理有限公司的资金拆借款为 16.99 亿元，规模最大。公司长期借款为 240.05 亿元，主要由质押借款、抵押借款构成。公司应付债券为 445.13 亿元，逐年上升，主要系公司加大融资力度所致。

截至 2022 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 472.24 亿元，未分配利润为 76.85 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，公司未分配利润随利润积累逐年上升。2021 年末公司资本公积较 2020 年末下降 42.64 亿元，主要系公司子公司柳州东通账面七宗土地注销，减少资本公积 72.13 亿元所致；此外，2021 年北城集团纳入公司合并范围，增加资本公积 33.14 亿元。

近年公司债务规模增长较快，资产负债率和总资本化比率处于高位，截至 2022 年 3 月末公司资产负债率上升至 68.77%，总资本化比率上升至 63.46%，均处于较高水平。债务结构方面，公司债务以长期债务为主，但短期债务占比近年上升较快，2021 年末达到 0.32 倍，随着短期债务的逐步偿还，2022 年 3 月末下降至 0.25 倍。

母公司资产结构及资产质量方面，母公司资产以存货、长期股权投资、其他非流动资产、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；长期股权投资系对子公司的投入，2021 年末大幅增长系北城集团纳入合并范围所致；其他非流动资产主要为代建基础设施项目的投入；2022 年 3 月末母公司货币资金为 23.23 亿元，随着短债的偿还而有所下降，其中 19.34 亿元已受限。母公司总债务规模有所波动，债务构成以长期债务为主，

截至 2022 年 3 月末母公司资产负债率为 67.72%。

表 23：近年来母公司资本结构及资产质量相关指（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	510.92	590.80	706.22	687.37
货币资金	42.66	41.99	42.86	23.23
存货	123.40	113.14	111.14	111.14
长期股权投资	16.66	16.66	221.21	224.56
其他非流动资产	111.40	134.08	212.31	196.94
在建工程	50.03	74.62	28.69	31.15
投资性房地产	39.16	38.55	37.92	37.76
总负债	315.54	405.11	484.64	465.48
短期借款	24.20	17.65	32.63	29.71
一年内到期非流动负债	32.53	80.38	103.41	47.28
长期借款	65.51	76.94	86.10	100.88
应付债券	167.83	205.84	194.85	221.88
长期应付款	3.67	6.38	15.12	16.62
所有者权益合计	195.38	185.68	221.58	221.90
短期债务	56.73	98.10	148.28	87.17
总债务	290.07	380.88	429.23	409.93
短期债务/总债务	0.20	0.26	0.35	0.21
货币资金/短期债务	0.75	0.43	0.29	0.27
总资本化比率	59.75	67.23	65.95	64.88
资产负债率	61.76	68.57	68.62	67.72
应收类款项/总资产	4.76	4.31	4.11	5.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2021 年公司经营活动现金流大幅净流入，EBITDA 规模大幅增长，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力增强，但总体偿债指标表现仍然较弱；合并口径及母公司可用货币资金规模小，对短期债务的覆盖缺口较大

2021 年公司经营活动现金流大幅净流入，主要系当年销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的往来款现金大幅增加所致。公司投资活动现金流呈持续大幅净流出状态，但 2021 年净流出规模有所下降，主要系基建投入和对外投资规模较往年有所下降。筹资活动现金流方面，2021 年公司筹资活动现金流入和流出规模均较大，流入中包括 63.94 亿元吸收投资收到的现金，主要为子公司柳州东通发行债券的现金流入；流出以偿还债务为主，因规模较大，整体筹资活动净流入规模较上年大幅下降。2022 年 1~3 月因偿还一定规模债务，筹资活动现金流转为大幅净流出状态。

2021 年公司 EBITDA 规模大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强，经营活动净现金流对债务本息的覆盖情况亦有所改善，但整体偿债指标表现仍然较弱。公司货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降，2022 年 3 月末货币资金/短期债务仅为 0.39，考虑公司账面货币资金大量的受限情况，公司货币资金对短期债务的覆盖缺口较大。

表 24：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-10.54	2.05	52.37	2.81
投资活动净现金流	-144.41	-128.20	-89.26	-4.36
筹资活动净现金流	112.82	153.60	0.18	-27.53
经营净现金流/总债务	-0.01	0.00	0.05	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.25	0.04	0.88	--
EBITDA	18.14	18.00	26.56	--
货币资金/短期债务	0.62	0.49	0.40	0.39
总债务/EBITDA	40.17	50.63	38.54	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.42	0.39	0.45	--
收现比	0.76	1.06	1.08	1.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，2019~2021 年，母公司经营活动净现金流分别为 1.71 亿元、3.51 亿元和 21.99 亿元，呈逐年净流入态势，其中 2021 年净流入规模较大，系项目回款及往来款流入增多所致。2019 年以来，母公司货币资金/短期债务持续下降，2022 年 3 月末仅为 0.27 倍，货币资金无法足额覆盖短期债务，缺口亦很大。

公司面临很大的短期偿债压力；公司受限资产和对外担保规模均较大

到期债务方面，截至 2021 年末，公司未来三年的到期债务分别为 372.28³亿元、358.16 亿元和 192.38 亿元，面临很大的短期债务压力。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 228.35 亿元，占总资产的比重为 12.29%，其中 75.55 亿元为存货抵押，78.94 亿元为货币资金受限，30.48 亿元为无形资产抵押，11.49 亿元为投资性房地产抵押，16.20 亿元为其他非流动资产抵押，0.37 亿元为在建工程抵押。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。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司及下属子公司获得的银行授信总额 867.24 亿元，其中未使用授信余额 212.09 亿元。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外提供共计 64.33 亿元担保，占净资产比重为 11.08%，担保对象主要为柳州城投、柳州东城、柳州龙建等柳州市的国有企业，未设置反担保措施。考虑到柳州市平台企业较多，普遍债务规模及短期债务压力大，各家平台互保现象常见，公司面临一定的或有负债风险。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 3 月 21 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

公司作为柳州市主要的城市建设主体之一，在资产注入和财政补贴等方面持续获得股东支持

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，综合经济实力较强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。公司是柳州市主要的城市建设主体之一，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等，柳州市国资委为公司全资股东和实际控制人。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对公司进行支持：资产注入方面，2021 年将北城集团注入公司，增加公司资本公积。财政补贴方面，2019~2021 年，公司分别收到政府补助 2.94 亿元、

³ 企业提供，包含债务本息。

2.35 亿元和 2.47 亿元。

此外，广西壮族自治区人民政府和柳州市政府对柳州市平台企业以及其他国有企业均在金融资源和政策层面给予重视和支持。2022 年 2 月 25 日广西壮族自治区人民政府在南宁召开了支持柳州市打造广西副中心城市金融专题会议，多家全国性和地方性银行与部分柳州市属平台企业签订了合作协议，以支持柳州市及平台企业发展。柳州市政府层面，市政府重视市属国有企业的流动性和资产平衡，在财政金融方面予以支持协调，确保市属国有企业各项工作正常有序开展。

总体来看，鉴于柳州市较强的经济实力、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

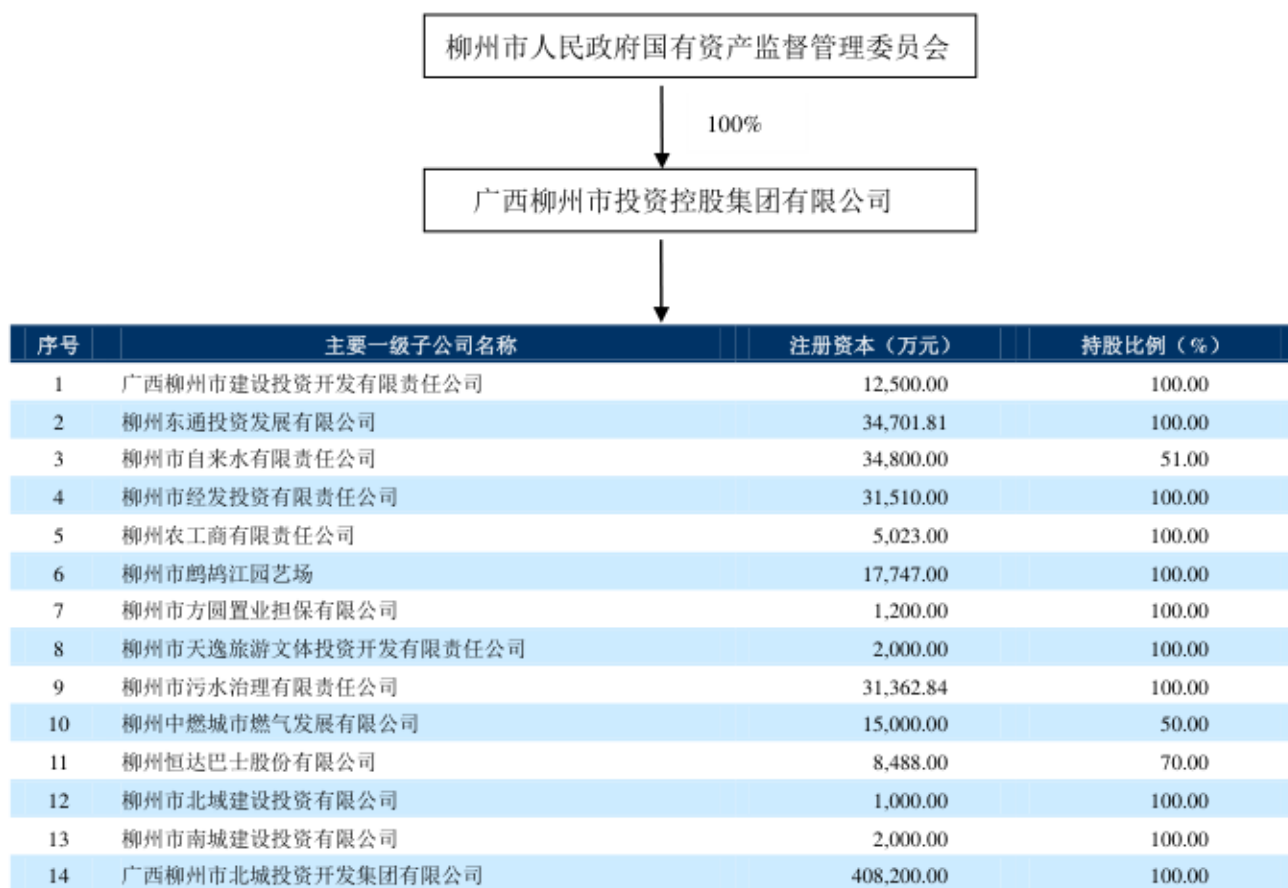
综上所述，中诚信国际评定广西柳州市投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于广西柳州市投资控股集团有限公司 的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

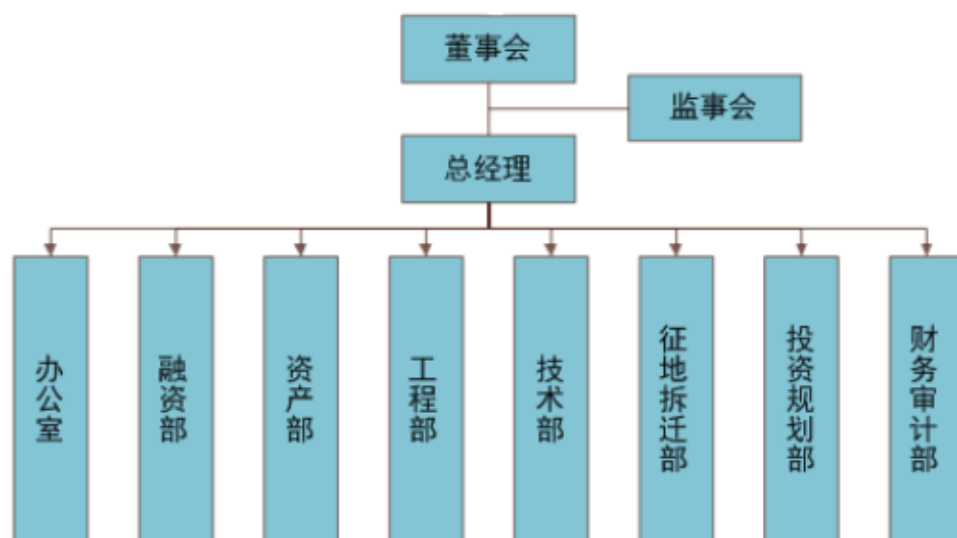
我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：广西柳州市投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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：广西柳州市投资控股集团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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,013,768.30	1,351,870.87	1,370,007.47	1,021,243.87
应收账款	91,254.92	70,260.13	44,695.20	26,017.70
其他应收款	162,529.57	341,490.31	485,606.60	862,526.25
存货	6,934,873.51	7,062,703.90	9,561,772.39	9,710,054.23
长期投资	1,416,175.73	1,838,293.71	1,275,091.97	1,081,781.65
在建工程	1,132,661.63	1,470,796.41	579,119.98	637,712.41
无形资产	1,152,330.61	1,148,798.67	641,062.21	643,693.50
总资产	14,649,308.07	16,401,854.32	18,548,451.14	18,585,268.31
其他应付款	563,238.09	528,233.31	931,996.82	1,258,617.49
短期债务	1,641,540.54	2,740,511.49	3,388,737.57	2,636,975.07
长期债务	5,643,593.06	6,371,116.76	7,093,830.01	7,704,172.38
总债务	7,285,133.60	9,111,628.25	10,482,567.58	10,341,147.45
总负债	8,565,181.24	10,340,030.60	12,721,797.00	12,780,219.05
费用化利息支出	29,960.79	26,210.22	58,994.97	--
资本化利息支出	397,965.06	435,556.25	534,857.77	--
实收资本	193,053.41	193,053.41	193,053.41	193,053.41
少数股东权益	63,808.54	67,072.76	79,302.40	85,052.56
所有者权益合计	6,084,126.83	6,061,823.72	5,826,654.13	5,805,049.26
营业总收入	486,570.56	517,396.73	611,467.15	97,798.70
经营性业务利润	88,350.12	75,031.40	71,311.68	12,410.78
投资收益	6,781.81	18,252.53	14,777.75	-313.86
净利润	72,272.78	78,057.79	93,991.90	9,312.21
EBIT	123,768.71	121,439.70	175,273.48	--
EBITDA	181,355.27	179,971.99	265,647.85	--
销售商品、提供劳务收到的现金	368,083.26	548,121.75	660,839.42	107,427.20
收到其他与经营活动有关的现金	364,608.11	372,512.22	843,420.40	341,807.19
购买商品、接受劳务支付的现金	466,480.58	515,371.73	715,064.23	278,406.87
支付其他与经营活动有关的现金	237,437.07	284,100.34	147,102.72	104,470.86
吸收投资收到的现金	243,341.90	0.00	639,421.32	37,005.50
资本支出	893,735.56	876,162.95	428,979.09	120,219.90
经营活动产生现金净流量	-105,400.90	20,472.04	523,685.31	28,058.85
投资活动产生现金净流量	-1,444,081.80	-1,281,988.67	-892,621.92	-43,625.28
筹资活动产生现金净流量	1,128,210.46	1,535,967.43	1,847.76	-275,281.83
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	25.30	21.08	22.03	23.28
期间费用率(%)	10.85	9.77	13.73	14.25
应收类款项/总资产(%)	3.15	3.78	3.97	5.89
收现比(X)	0.76	1.06	1.08	1.10
总资产收益率(%)	0.90	0.78	1.00	--
资产负债率(%)	58.47	63.04	68.59	68.77
总资本化比率(%)	54.49	60.05	64.27	64.05
短期债务/总债务(X)	0.23	0.30	0.32	0.25
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.30	0.35	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.25	0.04	0.88	--
总债务/EBITDA(X)	40.17	50.63	39.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.07	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.62	0.49	0.40	0.39
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.42	0.39	0.45	--

注：1、公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将其他流动负债、其他应付款和长期应付款中的有息部分计入债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：广西柳州市投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	426,637.45	419,917.55	428,550.15	232,319.63
应收账款	19,671.50	19,537.11	0.00	336.82
其他应收款	58,665.59	106,216.29	197,476.74	302,181.26
存货	1,233,999.72	1,131,433.23	1,111,359.52	1,111,376.38
长期投资	1,073,496.46	1,508,185.96	2,297,398.48	2,331,052.48
在建工程	500,317.32	746,174.03	286,936.21	311,463.03
无形资产	103,246.79	101,653.53	99,840.33	99,387.03
总资产	5,109,227.45	5,907,955.14	7,062,202.37	6,873,729.88
其他应付款	160,576.92	115,478.94	284,243.33	270,160.41
短期债务	567,317.00	981,016.34	1,482,817.94	871,747.28
长期债务	2,333,373.86	2,827,812.41	2,809,469.15	3,227,587.21
总债务	2,900,690.86	3,808,828.75	4,292,287.09	4,099,334.49
总负债	3,155,445.07	4,051,116.34	4,846,430.29	4,654,765.49
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	1,953,782.39	1,856,838.79	2,215,772.09	2,218,964.39
营业总收入	40,711.83	44,820.93	51,973.58	11,930.06
经营性业务利润	8,587.29	8,869.83	11,001.21	4,712.91
投资收益	1,877.29	10,693.45	7,896.49	0.00
净利润	13,598.96	17,422.17	21,342.65	3,091.06
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	19,347.33	45,002.93	72,646.21	12,479.46
收到其他与经营活动有关的现金	126,501.35	66,095.54	173,841.25	77.38
购买商品、接受劳务支付的现金	13,274.73	24,924.09	12,276.72	3,377.46
支付其他与经营活动有关的现金	107,998.48	44,916.30	5,845.35	79,872.80
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	402,174.29	397,470.84	97,747.14	56,833.36
经营活动产生现金净流量	17,087.96	35,052.41	219,924.57	-73,450.41
投资活动产生现金净流量	-902,390.06	-822,602.02	-459,113.38	-90,352.36
筹资活动产生现金净流量	780,450.79	861,597.08	104,574.29	21,308.01
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	42.94	36.42	64.41	50.66
期间费用率(%)	18.24	13.95	37.74	8.45
应收类款项/总资产(%)	4.76	4.31	4.11	5.75
收现比(X)	0.48	1.00	1.40	1.05
总资产收益率(%)	--	--	--	--
资产负债率(%)	61.76	68.57	68.62	67.72
总资本化比率(%)	59.75	67.23	65.95	64.88
短期债务/总债务(X)	0.20	0.26	0.35	0.21
FFO/总债务(X)	0.01	0.01	0.05	--
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)	0.75	0.43	0.29	0.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--

注：1、公司各期财务报表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+租赁负债+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)
	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。

广西柳州市投资控股集团有限公司公司债

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

评级总监：杨小静

电话：(027)87339288

2022 年 6 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2309号

广西柳州市投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对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“19 柳投资”、“20 柳投资”、“20 柳控 03”、“20 柳控 04”、“21 柳控 02”、“22 柳控 01”、“G20 柳控 1”和“G20 柳控 2”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

二零二二年六月二十九日



评级观点：中诚信国际维持“19 柳投资”、“20 柳投资”、“20 柳控 03”、“20 柳控 04”、“21 柳控 02”、“22 柳控 01”、“G20 柳控 1”和“G20 柳控 2”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和持续获得政府补助支持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合并口径及本部短期偿债压力大、2023 年债券到期面临刚性兑付压力大，财务杠杆快速上升且处于高位、资产注销事项处理方案及后续注销可能性需关注及或有负债风险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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,464.93	1,640.19	1,854.85	1,858.53
所有者权益合计（亿元）	608.41	606.19	582.67	580.50
总负债（亿元）	856.52	1,034.00	1,272.18	1,278.02
总债务（亿元）	728.51	911.16	1,048.26	1,034.11
营业总收入（亿元）	48.66	51.74	61.15	9.78
经营性业务利润（亿元）	8.84	7.50	7.13	1.24
净利润（亿元）	7.23	7.81	9.40	0.93
EBITDA（亿元）	18.14	18.00	26.56	--
经营活动净现金流（亿元）	-10.54	2.05	52.37	2.81
资产负债率(%)	58.47	63.04	68.59	68.77
柳州投控（母公司）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	510.92	590.80	706.22	687.37
所有者权益合计（亿元）	195.38	185.68	221.58	221.90
总负债（亿元）	315.54	405.11	484.64	465.48
总债务（亿元）	290.07	380.88	429.23	409.93
营业总收入（亿元）	4.07	4.48	5.20	1.19
经营性业务利润（亿元）	0.86	0.89	1.10	0.47
净利润（亿元）	1.36	1.74	2.13	0.31
经营活动净现金流（亿元）	1.71	3.51	21.99	-7.35
资产负债率(%)	61.76	68.57	68.62	67.72

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标来自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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将其他流动负债、其他应付款和长期应付款中的有息部分计入债务核算；3、公司未提供 2022 年一季报利息支出数据、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，2021 年实现地区生产总值(GDP)3,057.24 亿元，同比增长 2.0%，在广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）经济重要性仍较高。

■ **公司持续获得股东和政府支持。**作为柳州市重要的基础设施建设、土地开发整理、保障房建设及公用事业的运营主体之一，公司近年持续获得政府支持。2021 年，公司将广西柳州市北城投资开发集团有限公司纳入合并范围，增加资本公积 33.14 亿元；同期，收到政府补助 2.47 亿元。

关 注

■ **公司合并口径及本部短期偿债压力大，且 2023 年到期债券规模很大，刚性兑付压力大。**截至 2022 年 3 月末，公司合并口径及本部的短期债务分别为 263.70 亿元和 87.17 亿元，短期偿债压力大。2023 年，公司本部到期债券（含回售）规模达 168 亿元，刚兑压力很大。

■ **财务杠杆快速上升且处于高位。**截至 2021 年末，公司资产负债率达到 68.59%，较上年末增加 5.55 个百分点；截至 2022 年 3 月末公司资产负债率进一步上升至 68.77%，财务杠杆快速上升且处于高位，不利再融资。

■ **对公司资产注销事项的处理方案及后续注销的可能性保持关注。**2021 年公司下属子公司柳州东通投资发展有限公司（以下简称“柳州东通”）注销土地账面价值共计 72.13 亿元，占公司 2021 年末净资产 12.38%。中诚信国际将持续关注公司股东对这一事项的处理方案，同时对公司账面土地资产后续注销的可能性保持关注。

■ **或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保规模为 64.33 亿元，占净资产的 11.08%，担保对象以柳州市平台企业为主，未设置反担保措施。考虑到柳州市平台企业数量多、普遍债务压力大且互保现象常见，公司面临一定或有负债风险。

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
19 柳投资	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	12.00	12.00	2019/11/20~2024/11/20	附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
20 柳投资	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	12.00	12.00	2020/03/13~2025/03/13	附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
20 柳控 03	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	6.00	6.00	2020/04/17~2025/04/17	附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
20 柳控 04	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	1.50	1.50	2020/12/23~2025/12/23	第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 柳控 02	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	15.00	15.00	2021/06/29~2026/06/29	第2年末和第4年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
22 柳控 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	11.00	11.00	2022/01/26~2027/01/26	第2年末和第4年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
G20 柳控 1	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	10.00	10.00	2020/06/22~2025/06/22	附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
G20 柳控 2	AA ⁺	AA ⁺	2021/09/30	5.00	5.00	2020/10/20~2025/10/20	附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，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

截至 2022 年 3 月末，“19 柳投资”、“20 柳投资”、“20 柳控 03”、“20 柳控 04”、“21 柳控 02”、“22 柳控 01”、“G20 柳控 1”和“G20 柳控 2”的募集资金已按计划投入使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战

有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此

前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

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，经济和财政实力较强；但近年经济发展增速放缓，财政平衡率有所波动

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，约占广西工业总产值的四分之一。柳州市交通区位优势明显，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，柳州市经济实力较强，2019~2021 年，柳州市实现地区生产总值（GDP）分别为 3,128.35 亿元、3,176.90 亿元和 3,057.24 亿元，GDP 总量在自治区各地市中排名第二。近年柳州市经济发展增速有所放缓，按可比价格计算，

2019~2021 年 GDP 增速分别为 2.4%、1.5%和 2.0%。其中 2021 年，柳州市实现第一产业增加值 257.85 亿元，增长 7.0%；第二产业增加值 1,277.50 亿元，下降 1.8%；第三产业增加值 1,521.88 亿元，增长 5.0%。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增速。截至 2021 年末，柳州市常住人口为 417.53 万人，按常住人口计算，柳州市 2021 年人均 GDP 为 73,328 元。

2019~2021 年，柳州市一般公共预算收入分别为 221.45 亿元、173.10 亿元和 174.96 亿元，同期，税收占比分别为 56.20%、61.03%和 66.31%，税收占比逐年上升；2019~2021 年，柳州市一般公共预算财政平衡率分别为 44.39%、36.86%和 41.34%，财政平衡能力有所波动。截至 2021 年末，柳州市政府债务余额¹为 690.50 亿元，其中一般债务 201.75 亿元，专项债务 488.75 亿元。

表 1：2019~2021 年柳州市经济及财政主要指标（亿元）

	2019	2020	2021
GDP	3,128.35	3,176.90	3,057.24
GDP 增速（%）	2.40	1.50	2.00
一般公共预算收入	221.45	173.10	174.96
其中：税收收入	124.43	105.67	116.02
一般公共预算收入增速（%）	14.30	-21.80	1.06
政府性基金收入	197.13	238.92	270.21
转移性收入	213.00	242.05	225.43
一般公共预算支出	498.87	469.58	423.19
财政平衡率（%）	44.39	36.86	41.34

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

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增速；2020 年以来，疫情也对柳州市经济财政造成了一定冲击。此外，广

¹ 债务限额暂未披露

西自治区提出“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。

跟踪期内公司控股股东和实际控制人无变化

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 19.31 亿元，柳州市国有资产监督管理委员会（以下简称“柳州市国资委”）持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

柳州市平台类企业较多，主要包括公司、北城集团、柳州房投、柳州东城、城建集团、柳州城投、柳州建投、柳州轨道、柳州东通、柳州龙建、柳州产投和柳州文旅。其中，公司和北城集团、柳州房投主要负责北部生态新城开发建设，柳州东城主要负责柳州东新区开发建设，城建集团、柳州城投、柳州建投业务以主城区基础设施建设为主，柳州轨道、柳州东通、柳州龙建以轨道项目建设及轨道沿线土地整理、保障房建设等为主。此外，柳州产投主要负责产业类项目投融资，柳州文旅主要负责文旅项目建设及相关资产经营管理。总体来看，公司与柳州市内其他平台不存在明显竞争关系，但公司纳入合并范围子公司较多，对部分子公司的管控能力较弱，需关注其对公司业务经营及治理方面的影响。

表 2：截至 2022 年 3 月末柳州市主要平台企业及其主要作业区域、职能定位情况

区域内平台	主要作业区域及职能定位
广西柳州市投资控股集团有限公司	本部以北部生态新城基础设施建设为主；重要子公司包括北城集团、柳州建投、柳州东通、柳州市自来水有限责任公司、柳州市中燃城市燃气发展有限公司等，业务范围涵盖土地整理、保障房建设、公用事业运营等
广西柳州市北城投资开发集团有限公司（简称“北城集团”）	柳州投控股子公司，主要负责北部生态新城开发建设
柳州市房地产开发有限责任公司（简称“柳州房投”）	北城集团子公司，主要负责柳州北部生态新城保障房建设
广西柳州市东城投资开发集团有限公司（简称“柳州东城”）	柳东新区开发建设

广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司（简称“城建集团”）	主要负责主城区基础设施建设
柳州市城市投资建设发展有限公司（简称“柳州城投”）	城建集团子公司，主要负责主城区基础设施建设
广西柳州市建设投资开发有限责任公司（简称“柳州建投”）	柳州投控股子公司，主要负责主城区市政项目、保障房和土地整理等
广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司（简称“柳州轨道”）	轨道项目建设、土地整理、保障房建设等
柳州东通投资发展有限公司（简称“柳州东通”）	柳州投控股子公司，主要负责土地整理、保障房建设
柳州市龙建投资发展有限责任公司（简称“柳州龙建”）	柳州轨道子公司，主要负责轨道沿线项目建设
广西柳州市产业投资发展集团有限公司（简称“柳州产投”）	产业投资
广西柳州市文化旅游投资发展集团有限公司（简称“柳州文旅”）	柳州文旅项目建设及相关资产经营管理

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2021 年柳州市自然资源局对公司子公司柳州东通账面七宗土地予以注销，注销规模超过公司 2021 年末净资产 10%；截至报告出具日，柳州市财政及柳州市国资委对公司注入实物资产等增资安排尚未全部落实，后续进展仍有待关注

2022 年 5 月 16 日，公司发布《广西柳州市投资控股集团有限公司关于重大资产注销的公告》（以下简称“《公告》”）称，下属子公司柳州东通近期注销土地账面价值共计 72.13 亿元，占公司 2021 年末净资产 12.38%，超过净资产的 10%。公司 2020 年末净资产为 606.18 亿元，2021 年末净资产为 582.67 亿元，2021 年末相比 2020 年末减少 23.52 亿元，减少幅度为 3.88%。柳州东通土地资产注销主要是出于配合柳州市土地出让及项目发展规划要求，根据相关政策，由柳州市自然资源局予以注销。

表 3：2021 年公司注销土地资产明细

地块名称	金额（元）	土地证号
柳州市柳工大道东侧（地块二）	1,678,915,176.00	柳国用（2013）第 117911 号
柳州市柳工大道东侧（地块一）	788,847,693.00	柳国用（2013）第 117910 号
柳州市阳和大道以西项目	980,384,400.00	柳国用（2014）第 121600 号
柳州市阳和大道以西二期项目	864,009,600.00	柳国用（2014）第 122172 号
柳州市阳和大道以西三期项目	838,134,000.00	柳国用（2014）第 121572 号
柳州市阳和大桥以北项目	672,307,600.00	柳国用（2014）第 121571 号

柳州市阳和新村改造项目	1,390,831,400.00	柳国用(2014)第124129号
合计	7,213,429,869.00	--

资料来源：公司 2021 年审计报告，中诚信国际整理

《公告》还称，针对因柳州东通上述国有土地使用权证注销导致的公司资产减少事宜，柳州市国资委和财政局将通过现金、实物资产、股权增资等形式对柳州东通给予相应价值资产补充置换支持。

中诚信国际认为，2021 年公司重大资产注销事项使得期末净资产规模出现较大规模的下降，对公司的日常经营、财务状况、偿债能力和信用水平产生不利影响。根据公司提供的由柳州市国资委于 2022 年 6 月 13 日出具的《关于柳州东通投资发展有限公司增资事宜的批复》(柳国资复[2022]79 号)，柳州市国资委同意柳州东通增加资本金 34 亿元；同时，中诚信国际关注到，截至本报告出具日，柳州市财政及柳州市国资委对公司注入实物资产等其余增资安排尚未全部落实，增资进度仍存在一定不确定性。

公司土地整理业务模式明确，在建项目量充足，收入规模持续快速增长，但未来也面临一定的投资压力；同时，也应关注土地市场行情及政府土地出让计划对公司收入的影响

公司土地整理业务主要由本部、柳州建投和柳

州东通和北城集团负责，业务模式上，根据《柳州市人民政府办公室关于印发国有资产投融资平台公司土地整理及运营试行办法的通知》(柳政办〔2008〕74 号)，柳州市政府赋予公司土地整理及运营职能。公司根据政府批文或政府会议纪要自筹资金进行土地一级开发整理，待毛地和生地变为熟地后，交由柳州市土地储备中心公开出让，出让后柳州市财政局扣除土地出让金税费后根据公司投入成本情况给予返还，公司以此确认土地整理收入。

已完成土地整理和实现出让方面，2021 年，公司完成土地整理面积 1,726.55 亩，以商住用地为主；同期实现出让面积 1,727.33 亩，完成土地整理和实现出让面积均维持较大规模。收入方面 2021 年公司确认土地整理业务收入 22.59 亿元，收入规模持续快速增长。2021 年 1~3 月，公司未确认土地整理业务收入。

表 4：2019-2021 年公司完成整理及实现出让土地情况
(亩、亿元、万元/亩)

	2019	2020	2021
土地整理面积	1,378.12	606.20	1,726.55
土地整理平均成本	98.55	235.44	90.21
出让土地面积	1,110.28	606.51	1,727.33
出让土地平均成本	69.13	235.44	90.21
出让土地总成本	7.68	14.27	15.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：2021 年公司整理土地出让情况 (平方米、亿元)

地块名称	整理期间	面积	总投资额	已投资额	已确认收入	已回款
柳东水厂一期(5-01-10-081)号宗地	2017~2021	114,474.34	3,708.89	3,708.89	4,665.38	4,665.38
东外环北侧 P(2021)61 号地块	2017~2021	146,399.97	6,222.20	6,222.20	34,099.87	34,099.87
柳石路东侧葡萄山路南侧 P[2020]89 号宗地	2017~2021	20,837.39	1,086.44	1,086.44	2,038.95	2,038.95
中医院东院东侧 P(2020)65 号土地	2017~2021	152,390.18	40,080.94	40,080.94	59,657.37	59,657.37
白露片区 G-5-6	2015~2021	12,020.06	15,436.28	15,436.28	18,100.85	18,100.85
北外环西片 E-4-6-1	2015~2021	8,060.04				
北外环西片 E-4-4	2015~2021	29,446.81				
白露工业园 D-14 号	2015~2021	35,933.51				
白露工业园 D-12	2015~2021	1,820.01				
白露工业园 D-16 号	2015~2021	6,020.03				
白露工业园 D-19	2015~2021	7,386.70				
白露工业园 D-18	2015~2021	1,713.34				
白露片区 A-1-12	2015~2021	6,833.37	28,893.85	28,893.85	40,013.64	40,013.64
白露片区 A-1-4	2015~2021	111,320.56				
阳和工业新区 L-4-1、L-5-1	2009~2021	87,820.44				
跃进路东侧原金凤毛巾厂部分地块	2018~2021	36,300.18	33,717.95	33,717.95	35,214.18	35,214.18

工业设计城 P(2019)55 号	2018~2021	372,835.20	26,601.18	26,601.18	32,141.23	32,141.23
合计	--	1,151,612.14	155,747.73	155,747.73	225,931.47	225,931.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 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 2,835.99 万平方米，计划总投资 688.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 416.73 亿元，2022 年至 2024 年分别计划投资 14.50 亿元、11.00 亿元和 11.00 亿元，存在一定的投资压力。

表 6：截至 2022 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	整理周期	面积	总投资	已投资	投资计划		
						2022	2023	2024
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	2019~2030	1,133.34	200.00	81.47	0.00	0.00	0.00
柳东新区-阳和古亭片区土地整理项目	长塘镇鸬江村，香兰片区北岸村、龙塘村、西流村、浪江村，洛埠镇	2017~2021	98.97	30.00	27.85	1.50	--	--
东外环北段工程及周边地区土地整理项目	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	2012~2021	250.00	200.00	138.44	3.00	3.00	3.00
西鹅货运站项目（配套设施、物流货场）及东站还建项目	飞鹅路（火车站东侧）、飞鹅路（火车站东侧）二期地块	2009~2021	18.19	60.00	71.87	2.00	--	--
柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目	白露片区白露村城中村、白露建筑产业园	2015~2021	400.00	93.00	34.08	2.00	2.00	2.00
白露片区土地整理项目	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	2013~2025	935.49	105.00	63.02	3.00	3.00	3.00
其他土地整理配套设施								
合计	--	--	2,835.99	688.00	416.73	14.50	11.00	11.00

注：上述部分土地项目总投资含基建投资成本，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

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，但也面临一定的投资压力。此外，区域土地出让情况受市场行情及政府规划的影响较大，存在不确定性，中诚信国际也将持续关注公司后续土地整理业务投入、出让以及收入确认情况。

公司承接的保障房项目量较为充足，未来收入实现有所保障，但受项目销售及交付进度影响，收入规模有所波动，且面临去化压力

公司保障房业务主要由柳州建投和柳州东通运营，主要包括棚户区改造和公租房建设两种。业务模式上，公司根据柳州市棚户区改造计划承建安

置房，公司负责前期融资，土地一般来自政府划拨，项目建设完成后，公司按照国家政策向符合安置条件的居民销售，对于完成安置需求后的剩余房源则可进行市场化销售。公司主要通过安置房的销售以及配套的商业、停车场等收益来实现资金平衡。公租房项目建设完成后主要对外出租，公司依靠租金收入平衡前期投入。

收入确认方面，因租金收入有限，目前保障房业务收入主要来自售房收入。受保障房项目建设及销售周期影响，公司保障房销售收入有所波动，2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 17.32 亿元和 3.68 亿元。

已完工保障房方面，截至 2022 年 3 月末公司

主要已完工保障房项目共 17 个，建筑面积合计 289.85 万平方米，实际已投资 105.68 亿元。截至 2022 年 3 月末，上述项目已累计实现销售收入 116.77 亿元，未来三年预计销售收入分别为 6.00 亿元、6.00 亿元和 3.07 亿元。

表 7：截至 2022 年 3 月末主要已完工保障房情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	建筑面积	总投资额	已投资额	已实现 销售收入	销售计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
宏祥园	棚户区改造	32.56	11.30	10.82	10.92	1.14	1.14	0.57
仁和馨园	棚户区改造	15.85	6.62	7.53	5.15	0.46	0.46	0.23
红桥馨城	棚户区改造	11.42	4.43	4.34	4.95	0.04	0.04	0.02
兴怡园	棚户区改造	25.78	8.00	5.05	9.62	1.26	1.26	0.63
金宵云邸	棚户区改造	5.36	2.01	1.74	1.64	0.26	0.26	0.13
和兴园	棚户区改造	26.16	8.99	4.97	6.28	0.86	0.86	0.43
柳开馨苑	棚户区改造	11.60	4.99	3.59	3.85	0.2	0.2	0.1
绿水云间	棚户区改造	9.66	4.30	3.89	5.13	0.4	0.4	0.2
温馨阳光	棚户区改造	4.90	1.33	1.33	1.59	0.00	0.00	0.00
北岸馨园	棚户区改造	5.20	1.90	2.29	2.21	0.42	0.42	0.21
盛通馨园	棚户区改造	2.26	1.05	1.04	0.64	0.26	0.26	0.13
馨雅小苑	棚户区改造	2.77	1.09	1.03	0.95	0.19	0.19	0.09
仁和家园	棚户区改造	1.32	0.57	0.72	0.51	0.07	0.07	0.04
温馨花园	棚户区改造	63.77	18.00	16.90	19.15	0.44	0.44	0.29
东方国际	棚户区改造	3.44	1.44	1.44	1.81	-	-	-
瑞景文苑	棚户区改造	26.51	15.93	15.93	16.62	-	-	-
金沙角	棚户区改造	41.29	41.29	23.07	25.75	-	-	-
合计	--	289.85	133.24	105.68	116.77	6.00	6.00	3.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建安置房项目较多，包括南站馨城、锦绣龙城、天山雅筑、观山福邸等 18 个，总建筑面积合计 224.55 万平方米，预计总投资额 116.20 亿元，已完

成投资 113.93 亿元，已实现销售收入 34.36 亿元。公司大部分保障房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，2022~2024 年公司计划投资额分别为 8.37 亿元、8.00 亿元和 1.83 亿元。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司主要在建保障房项目（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		
				2022 年	2023 年	2024 年		2022 年	2023 年	2024 年
馨和庭	2.25	1.45	0.75	0.28	0.28	0.14	-	0.40	0.27	0.27
南站馨城	23.24	11.00	11.38	0.12	-	-	-	4.20	2.80	2.80
站前馨天地	7.53	5.00	4.11	0.49	0.40	-	-	1.36	0.91	0.91
馨都雅居	2.32	1.37	1.23	0.10	0.04	-	-	0.42	0.28	0.28
和悦馨城（温馨茗园）	5.31	3.88	2.08	0.72	0.72	0.36	-	-	0.96	0.64
温馨雅苑	4.07	2.70	2.22	0.29	0.20	-	-	0.75	0.50	0.48
温馨鸿苑	3.98	3.00	1.93	0.43	0.43	0.21	-	0.72	0.48	0.48
丽景馨居（温馨丽园）	5.05	2.20	2.15	0.05	0.01	-	-	0.91	0.61	0.61
红桥馨城（二期）	5.93	4.00	1.46	1.01	1.01	0.51	-	-	1.07	0.71
惠风和苑（一期）	3.78	6.30	5.23	0.32	0.32	0.43	-	0.68	0.46	0.46
站前馨苑	1.94	0.96	0.03	0.30	0.45	0.18	-	0.35	0.23	0.23

温馨 772	16.66	11.00	9.86	0.60	0.54	-	6.25	1.13	0.76	0.76
温馨祥园	1.92	1.38	1.78	0.02	-	-	-	0.35	0.23	0.23
锦绣龙城	33.11	15.66	26.54	0.02	-	-	19.61	1.00	-	-
天山雅筑	30.79	13.27	18.02	0.02	-	-	3.29	5.00	5.00	2.70
观山福邸	58.11	23.69	16.74	1.00	1.00	-	5.21	5.09	5.80	6.00
山居馨苑	6.56	3.94	2.96	2.00	2.00	-	-	3.00	3.00	2.00
三江县大洲岛保障房	12.00	5.40	5.46	0.60	0.60	-	-	2.70	1.80	-
合计	224.55	116.20	113.93	8.37	8.00	1.83	34.36	28.06	25.16	19.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建保障房项目主要为鹅山馨园，总规划面积 5.74 万平方米，预计总投资 4.00 亿元，2022~2024 年公司分别计划投资 1.00 亿元、1.10 亿元和 1.40 亿元。

总的来看，公司承担了柳州市大量的保障房建设项目，在建和拟建项目较多，未来收入实现较有保障，但也面临较大的去化压力。

在建代建项目均已签署协议，由财政拨付项目建设资金，投资压力小；部分自营项目投资规模较大，资金平衡情况有待关注

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。业务范围主要包括柳州市内的城市道路、桥梁建设与改造、旧城改造等一批重点市

政工程项目。目前，公司承担的市政工程建设业务模式主要为代建模式。此外，公司亦有部分自营的建设项目。

代建模式方面，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，2019~2021 年分别确认代建业务收入 0.51 亿元、0.49 亿元和 0.51 亿元，相对稳定。

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建的代建项目共 3 个，总投资合计 17.89 亿元，已完成投资 17.36 亿元，项目均已签署协议。

表 9：截至 2022 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
市工人医院一期 3#住院大楼	4.00	3.92	是
古俅河原水输水工程	7.70	7.43	是
天山路	6.19	6.01	是
合计	17.89	17.36	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营建设项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司本部主要自营在建项目共 4 个，包括大数据产业园一期、广西工业设计城（一期）（ABCD 地块）、广西工业设计城（一期）（E 地块）和白云颐养中心建设项目。自营项目前期资金由公司自筹，后期主要依靠配套项目经营产生的现金流进行平衡。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营项目计划总投资 61.79 亿元，已完成投资 29.66 亿元，未来还需投资 32.13 亿元，仍面临较大的投资压力，截至目前尚未有资金回流。截至 2022 年 3 月末，公司本部暂无

拟建自营项目。此外，公司子公司柳州东通承接的柳州市西鹅铁路货运中心站项目也为自建项目，该项目为广西壮族自治区重点工程项目，概算总投资约 200 亿元，建设内容包括柳州车站的还建、柳州集装箱办理站、柳州综合性货场以及其他配套建设等。该项目未来主要依赖土地出让实现资金平衡，截至 2022 年 3 月末项目已投资额为 73.91 亿元（不含土地使用权），目前已实现部分土地出让。

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，运营较稳定，为公司贡献稳定的收入和现金流

供水业务由子公司柳州水务经营，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。目前共有柳东、柳南、柳西、城中和新柳东五个水厂和五座加压站，形成了以市区为中心，逐渐向周边辐射的大型环状供水网络。截至 2022 年 3 月末，柳州水务制水核定产能达到 66 万吨/日。

表 10：2019~2022 年 1~3 月公司供水业务运营情况（万吨、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
--	------	------	------	----------

表 11：截至 2022 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：柳州水务官网，中诚信国际整理

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 2022 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。近年公司污水处理量稳步上

日供水能力	60	66	66	66
供水量	24,949	25,982	25,456	5,789
售水量	19,360	19,901	20,958	4,765
供水收入	3.51	5.50	3.77	0.66

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，柳州水务供水和售水量整体呈增长趋势，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的供水量分别为 25,456 万吨和 5,789 万吨；同期售水量分别为 20,958 万吨和 4,765 万吨。用水费用方面，跟踪期内无变化。收入方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的供水收入分别为 3.77 亿元和 0.66 亿元，其中 2021 年收入较上年下降，主要系 2020 年公司承接三供一业改造，产生 1.80 亿元一次性业务收入所致；2021 年公司无此项业务收入，公司供水业务整体运营较稳健。

升，2021 年污水处理量为 20,545 万吨。污水处理价格方面，近年保持稳定。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的污水处理收入分别为 2.41 亿元和 0.63 亿元，总体较为稳定。

表 12：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月柳州污水业务运营情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
日污水处理能力（万吨）	74	74	74	74
处理量（万吨）	19,890	19,890	20,545	5,519
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）	2.21	2.44	2.41	0.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司污水处理业务板块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 2022 年 3 月末，已完成投资 1.19 亿元，项目完工后预计公司可新增污水处理能力 1.30 万吨/天。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司在建污水处理项目（亿元、万吨/天）

在建污水处理厂名称	总投资	建设周期	已投资	污水处理能力
太阳村污水处理工程	0.49	2 年	0.38	0.30
石碑坪污水处理工程	1.08	2 年	0.81	1.00
合计	1.57	-	1.19	1.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。随着柳州城市化进程的加快和人口持续流入，公司的供水和污水处理业务量有望持续稳步增长，为公司

带来较稳定的收入和现金流。

燃气业务具有区域专营性，销量和收入均保持稳步增长

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%²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，主要负责柳州市区（除柳东新区外）的燃气供应。柳州燃气的主要产品包括天然气、焦炉气和液化气等，其中以天然气为主，日供气能力较为稳定，维持在 70 万立方米/日左右。

销量方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司的天然气销售量分别为 11,144.58 万立方米和 3,434.27 万立方米，焦炉气销售量分别为 5,251.04 万立方米和 1,478.56 万立方米，均呈稳步增长趋势。燃气价格方面，跟踪期内无调整。收入方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现燃气收入 5.84 亿元和 1.99 亿元，保持稳步增长趋势。

表 14：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月燃气公司业务情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
焦炉气销售量（万立方米）	4,056.02	4,488.20	5,251.04	1,478.56
天然气销售量（万立方米）	8,101.22	9,605.68	11,144.58	3,434.27
管道燃气新增用户数（万户）	3.69	4.10	4.38	1.63
管道燃气供气能力（万立方米/天）	70.00	70.00	70.00	70.00
销售收入（亿元）	4.82	5.13	5.84	1.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2022 年 3 月末公司燃气业务收费标准（元/立方米）

用气类别	焦炉气	天然气
一、居民用气		
第一档：月用气量 30≤立方米	1.10	2.968
第二档：30 立方米<月用气量≤50 立方米	1.20	3.562
第三档：月用气量>50 立方米	1.65	4.452
二、非居民用气	-	≤4.80

注：非居民企业用气价格最高销售价格统一规定为不超过 4.80 元/立方米，具体由供气企业和用户协商确定。

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和中石化广西液化天然气柳州市主城区接气工程，项目总投资合计 4.57 亿元，规划建设管网长度 295.40 公里，截至 2022 年 3 月末，项目已完成投资 4.51 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，受益于燃气销售量的增加，公司的燃气业务收入呈稳步增长趋势，对公司收入及现金流多元化提供了有益补充。

² 公司对柳州燃气具有实际控制权，将其纳入合并范围。

公司公交业务在柳州市具有垄断地位，但该业务公益性较强，2021 年以来运营仍持续亏损，对政府补贴依赖较强

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 2022 年 3 月末，柳州巴士拥有 24 个公交车场，公共汽车 1,219 辆，运营公交

线路 112 条，线路总长 2,792 公里。此外，柳州巴士还拥有出租汽车 372 辆。

受益于疫情影响的逐步消退，2021 年公司的公交客运量为 11,304.75 万人次，较上年增长 19.39%。票价方面，跟踪期内无变化。收入方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现公交业务收入 1.93 亿元和 0.23 亿元，均较上年同期有所增长。

表 16：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月柳州巴士业务运营情况

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
车辆数（辆）	1,111	1,213	1,220	1,219
公交线路（条）	109	110	112	112
客运量（万人次）	16,497.11	9,468.51	11,304.75	2,413.72
行驶里程（万公里）	6,632.01	4,774.89	6,318.63	1,510.85
财政补贴（亿元）	2.32	2.33	1.99	-
公交收入（亿元）	2.42	1.59	1.93	0.23

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，且近年来客运量总体有所下降，同时，随着油价、人工成本以及折旧费用的增加，公交业务持续呈亏损状态，对政府补助的依赖性较强。2021 年公司收到政府补贴 2.45 亿元。

总体而言，公司业务相对多元化，保障房和城市投资板块项目量充足，燃气供应、供水及污水处理等公用事业业务运营稳健，有效保障了业务的持续发展，但同时公司也面临一定的投资压力，整体资金平衡状况有待关注。

财务分析

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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务报表均采用新会计准则编制，本报告采用数据均为各期财务报表期末数。

2021 年公司营业总收入和营业毛利率均较上年有所上升；受财务费用大幅增加影响，三费收入占比大幅上升，费用管控能力有待加强

公司业务种类较多，收入来源较为多元，近年

营业总收入规模呈逐年增加，2021 年公司实现营业收入 61.15 亿元，同比增长 18.19%，仍主要来自城市投资建设和保障房业务。毛利率方面，2021 年公司整体营业毛利率较上年增加 0.95 个百分点至 22.03%。具体板块来看，城市投资建设和保障房业务因出让地块土地类型、地块及项目区位不同，成本差异较大，使得毛利率出现较大程度的波动性；2021 年城市投资建设业务毛利率显著提升，保障房业务毛利率则有所下降。公交业务因公益性持续为负；供水业务因 2021 年非居民用水和特种用水占比上升，毛利率大幅增加；污水业务因 2021 年业务开展中成本增加较多，毛利率大幅下降。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 9.78 亿元，较上年同期增长 42.98%；营业毛利率 23.28%，较上年同期提高 5.79 个百分点。

表 17：公司主要板块毛利率（%）

毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
城市投资建设业务	39.94	23.48	32.60	53.02
保障房业务	21.95	20.98	12.93	20.13
公交运营	-71.74	-109.12	-111.76	-195.12
燃气业务	34.60	34.29	30.75	28.30
供水业务	39.35	28.95	50.22	48.12
污水处理业务	21.46	16.08	5.56	14.27

农工商业务	36.03	37.81	29.57	40.68
其他	36.42	48.06	30.23	47.82
综合	25.30	21.08	22.03	23.28

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：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2021 年公司期间费用较上年大幅增长 66.01% 至 8.40 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，其中管理费用以职工薪酬为主，财务费用因总债务规模增长利息支出快速上升而上升。同期，公司三费收入占比大幅提高至 13.73%，对利润侵蚀加大，公司费用管控有待加强。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，其中 2021 年公司实现利润总额 11.63 亿元，较上年增长 22.16%，其中经营性业务利润为 7.13 亿元，同时公允价值变动收益增加较多，对利润总额形成有益补充。此外，公司每年均收到一定的政府补助，2021 年为 2.47 亿元。获现能力方面，整体趋势向好，2021 年公司收现比为 1.08 倍，较上年小幅上升。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	48.66	51.74	61.15	9.78
期间费用合计	5.28	5.06	8.40	1.39
管理费用	3.20	3.23	4.02	0.86
财务费用	1.30	0.94	3.47	0.39
三费收入占比	10.85	9.77	13.73	14.25
经营性业务利润	8.84	7.50	7.13	1.24
投资收益	0.68	1.83	1.48	-0.03
政府补助	2.94	2.35	2.47	-
利润总额	9.38	9.52	11.63	1.40
收现比	0.76	1.06	1.08	1.10

注：政府补助数据来自“其他收益”和“营业外收入”科目。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司盈利能力方面，母公司营业收入稳步增长，主要来自于城市投资建设业务；营业毛利率持续处于较高水平，2021 年因当年土地整理出让的地块商业价值较高且拆迁支出较少，带动毛利率上升至 64.41%。母公司期间费用有所波动，2021 年因利息支出较大，财务费用规模大幅上升，带动三费收入占比上升至 37.74%，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和投资收

益构成。2021 年，业务回款增多，母公司收现比上上升至 1.40 倍。

表 19：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	4.07	4.48	5.20	1.19
营业毛利率	42.94	36.42	64.41	50.66
期间费用合计	0.75	0.63	1.96	0.10
三费收入占比	18.24	13.95	37.74	8.45
经营性业务利润	0.86	0.89	1.10	0.47
投资收益	0.19	1.07	0.79	-
营业外损益	0.006	0.05	0.01	0.001
利润总额	1.76	1.97	2.16	0.47
收现比	0.48	1.00	1.40	1.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司部分土地资产注销但同时北城集团纳入合并范围，公司总资产和总负债规模整体增长，资产负债率持续上升；公司资产中存货占比较高，货币资金受限规模较大，资产流动性欠佳

公司总资产规模逐年增长。截至 2022 年 3 月末，公司总资产为 1,858.53 亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他非流动资产构成。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金为 102.12 亿元，其中 78.94 亿元因质押、保证金等受限，受限规模较大。其他应收款为 86.25 亿元，主要为同柳州市其他平台的往来款，2021 年末包括柳州东城 12.29 亿元、柳州城投 6.60 亿元、柳州市柳江区祥云投资发展有限公司 4.54 亿元、柳州轨交 2.60 亿元等。公司存货资产规模较大，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，2021 年末大幅增长系将北城集团纳入合并范围及部分原计入在建工程项目转入所致。公司存货中土地资产账面价值 459.47 亿元，其中作价出资土地 321.98 亿元、出让地 109.25 亿元、划拨地 28.24 亿元，作价出资土地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。2022 年 3 月末，公司其他非流动资产为 336.25 亿元，规模较大，主要系公司代建项目持续推进所致。2021 年末，公司在建工程规模大幅下降，主要系子公司柳州东通将部分在建工程重分类至存货以及公司将部分代建性质的工程项目重分类

至代建项目投资（其他非流动资产科目）核算所致；无形资产规模下降，系柳州东通将西鹅货运中心项目土地使用权从无形资产重分类至存货所致。此外，其他非流动金融资产增加系可供出售金融资产科目因会计政策调整所致，以公司代持的柳州银行股权为主。

表 20：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	1,464.93	1,640.19	1,854.85	1,858.53
货币资金	101.38	135.19	137.00	102.12
应收账款	9.13	7.03	4.47	2.60
其他应收款	15.69	34.15	48.37	86.25
存货	693.49	706.27	956.18	971.01
可供出售金融资产	129.89	170.05	--	--
其他非流动金融资产	--	--	106.65	90.00
长期股权投资	11.72	13.78	15.18	12.25
投资性房地产	14.93	14.50	20.00	19.83
固定资产	47.16	51.16	54.01	53.65
在建工程	113.27	147.08	57.91	63.77
无形资产	115.23	114.88	64.11	64.37
其他非流动资产	183.02	219.19	343.26	336.25
总负债	856.52	1,034.00	1,272.18	1,278.02
短期借款	51.92	41.95	79.40	92.00
应付账款	3.63	5.28	34.43	33.28
其他应付款	43.35	52.82	92.63	125.86
一年内到期非流动负债	110.85	225.34	232.40	151.37
长期借款	244.80	209.41	213.45	240.05
应付债券	252.89	366.66	431.08	445.13
长期应付款	75.94	70.84	95.44	105.74
所有者权益	608.41	606.18	582.67	580.50
实收资本	19.31	19.31	19.31	19.31
资本公积	523.55	514.88	475.87	472.24
未分配利润	56.46	62.38	76.15	76.85
短期债务/总债务	0.23	0.30	0.32	0.25
总资本化比率	54.49	60.05	64.27	64.05
资产负债率	58.47	63.04	68.59	68.77
应收类款项/总资产	3.15	3.78	3.97	5.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司总负债为 1,278.02 亿元，以非流动负债为主。公司负债主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2022 年 3 月末，公司一年内到期非流动负债为 151.37 亿元，占同期末总负债的 11.84%，占比较 2021 年末有所下降。其他应付款主要为往来款，其中同柳州荣城资产经营管理有限公司的资金拆借款为 16.99 亿元，

规模最大。公司长期借款为 240.05 亿元，主要由质押借款、抵押借款构成。公司应付债券为 445.13 亿元，逐年上升，主要系公司加大融资力度所致。

截至 2022 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 472.24 亿元，未分配利润为 76.85 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，公司未分配利润随利润积累逐年上升。2021 年末公司资本公积较 2020 年末下降 42.64 亿元，主要系公司子公司柳州东通账面七宗土地注销，减少资本公积 72.13 亿元所致；此外，2021 年北城集团纳入公司合并范围，增加资本公积 33.14 亿元。

近年公司债务规模增长较快，资产负债率和总资本化比率处于高位，截至 2022 年 3 月末公司资产负债率上升至 68.77%，总资本化比率上升至 63.46%，均处于较高水平。债务结构方面，公司债务以长期债务为主，但短期债务占比近年上升较快，2021 年末达到 0.32 倍，随着短期债务的逐步偿还，2022 年 3 月末下降至 0.25 倍。

母公司资产结构及资产质量方面，母公司资产以存货、长期股权投资、其他非流动资产、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；长期股权投资系对子公司的投入，2021 年末大幅增长系北城集团纳入合并范围所致；其他非流动资产主要为代建基础设施项目的投入；2022 年 3 月末母公司货币资金为 23.23 亿元，随着短债的偿还而有所下降，其中 19.34 亿元已受限。母公司总债务规模有所波动，债务构成以长期债务为主，截至 2022 年 3 月末母公司资产负债率为 67.72%。

表 21：近年来母公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	510.92	590.80	706.22	687.37
货币资金	42.66	41.99	42.86	23.23
存货	123.40	113.14	111.14	111.14
长期股权投资	16.66	16.66	221.21	224.56
其他非流动资产	111.40	134.08	212.31	196.94
在建工程	50.03	74.62	28.69	31.15

投资性房地产	39.16	38.55	37.92	37.76
总负债	315.54	405.11	484.64	465.48
短期借款	24.20	17.65	32.63	29.71
一年内到期非流动负债	32.53	80.38	103.41	47.28
长期借款	65.51	76.94	86.10	100.88
应付债券	167.83	205.84	194.85	221.88
长期应付款	3.67	6.38	15.12	16.62
所有者权益合计	195.38	185.68	221.58	221.90
短期债务	56.73	98.10	148.28	87.17
总债务	290.07	380.88	429.23	409.93
短期债务/总债务	0.20	0.26	0.35	0.21
货币资金/短期债务	0.75	0.43	0.29	0.27
总资本化比率	59.75	67.23	65.95	64.88
资产负债率	61.76	68.57	68.62	67.72
应收类款项/总资产	4.76	4.31	4.11	5.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营活动现金流大幅净流入，EBITDA 规模大幅增长，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力增强，但总体偿债指标表现仍然较弱；合并口径及母公司可用货币资金规模小，对短期债务的覆盖缺口较大

2021 年公司经营活动现金流大幅净流入，主要系当年销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的往来款现金大幅增加所致。公司投资活动现金流呈持续大幅净流出状态，但 2021 年净流出规模有所下降，主要系基建投入和对外投资规模较往年有所下降。筹资活动现金流方面，2021 年公司筹资活动现金流入和流出规模均较大，流入中包括 63.94 亿元吸收投资收到的现金，主要为子公司柳州东通发行债券的现金流入；流出以偿还债务为主，因规模较大，整体筹资活动净流入规模较上年大幅下降。2022 年 1~3 月因偿还一定规模债务，筹资活动现金流转为大幅净流出状态。

2021 年公司 EBITDA 规模大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强，经营活动净现金流对债务本息的覆盖情况亦有所改善，但整体偿债指标表现仍然较弱。公司货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降，2022 年 3 月末货币资金/短期债务仅为 0.39，考虑公司账面货币资金大量的受限情况，公司货币资金对短期债务的覆盖缺口较大。

³ 企业提供，包含债务本息。

表 22：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-10.54	2.05	52.37	2.81
投资活动净现金流	-144.41	-128.20	-89.26	-4.36
筹资活动净现金流	112.82	153.60	0.18	-27.53
经营净现金流/总债务	-0.01	0.00	0.05	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.25	0.04	0.88	--
EBITDA	18.14	18.00	26.56	--
货币资金/短期债务	0.62	0.49	0.40	0.39
总债务/EBITDA	40.17	50.63	38.54	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.42	0.39	0.45	--
收现比	0.76	1.06	1.08	1.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，2019~2021 年，母公司经营活动净现金流分别为 1.71 亿元、3.51 亿元和 21.99 亿元，呈逐年净流入态势，其中 2021 年净流入规模较大，系项目回款及往来款流入增多所致。2019 年以来，母公司货币资金/短期债务持续下降，2022 年 3 月末仅为 0.27 倍，货币资金无法足额覆盖短期债务，缺口亦很大。

公司面临很大的短期偿债压力；公司受限资产和对外担保规模均较大

到期债务方面，截至 2021 年末，公司未来三年的到期债务分别为 372.28³ 亿元、358.16 亿元和 192.38 亿元，面临很大的短期债务压力。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 228.35 亿元，占总资产的比重为 12.29%，其中 75.55 亿元为存货抵押，78.94 亿元为货币资金受限，30.48 亿元为无形资产抵押，11.49 亿元为投资性房地产抵押，16.20 亿元为其他非流动资产抵押，0.37 亿元为在建工程抵押。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。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司及下属子公司获得的银行授信总额 867.24 亿元，其中未使用授信余额 212.09 亿元。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外提供共计 64.33 亿元担保，占净资产比重为 11.08%，担保对象主要为柳州城投、柳州东城、柳州龙建等

柳州市的国有企业，未设置反担保措施。考虑到柳州市平台企业较多，普遍债务规模及短期债务压力大，各家平台互保现象常见，公司面临一定的或有负债风险。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 3 月 21 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

公司作为柳州市主要的城市建设主体之一，在资产注入和财政补贴等方面持续获得股东支持

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，综合经济实力较强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。公司是柳州市主要的城市建设主体之一，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等，柳州市国资委为公司全资股东和实际控制人。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对公司进行支持：资产注入方面，2021 年将北城集团注入公司，增加公司资本公积。财政补贴方面，2019~2021 年，公司分别收到政府补助 2.94 亿元、2.35 亿元和 2.47 亿元。

此外，广西壮族自治区人民政府和柳州市政府对柳州市平台企业以及其他国有企业均在金融资源和政策层面给予重视和支持。2022 年 2 月 25 日广西壮族自治区人民政府在南宁召开了支持柳州市打造广西副中心城市金融专题会议，多家全国性和地方性银行与部分柳州市属平台企业签订了合作协议，以支持柳州市及平台企业发展。柳州市政府层面，市政府重视市属国有企业的流动性和资产平衡，在财

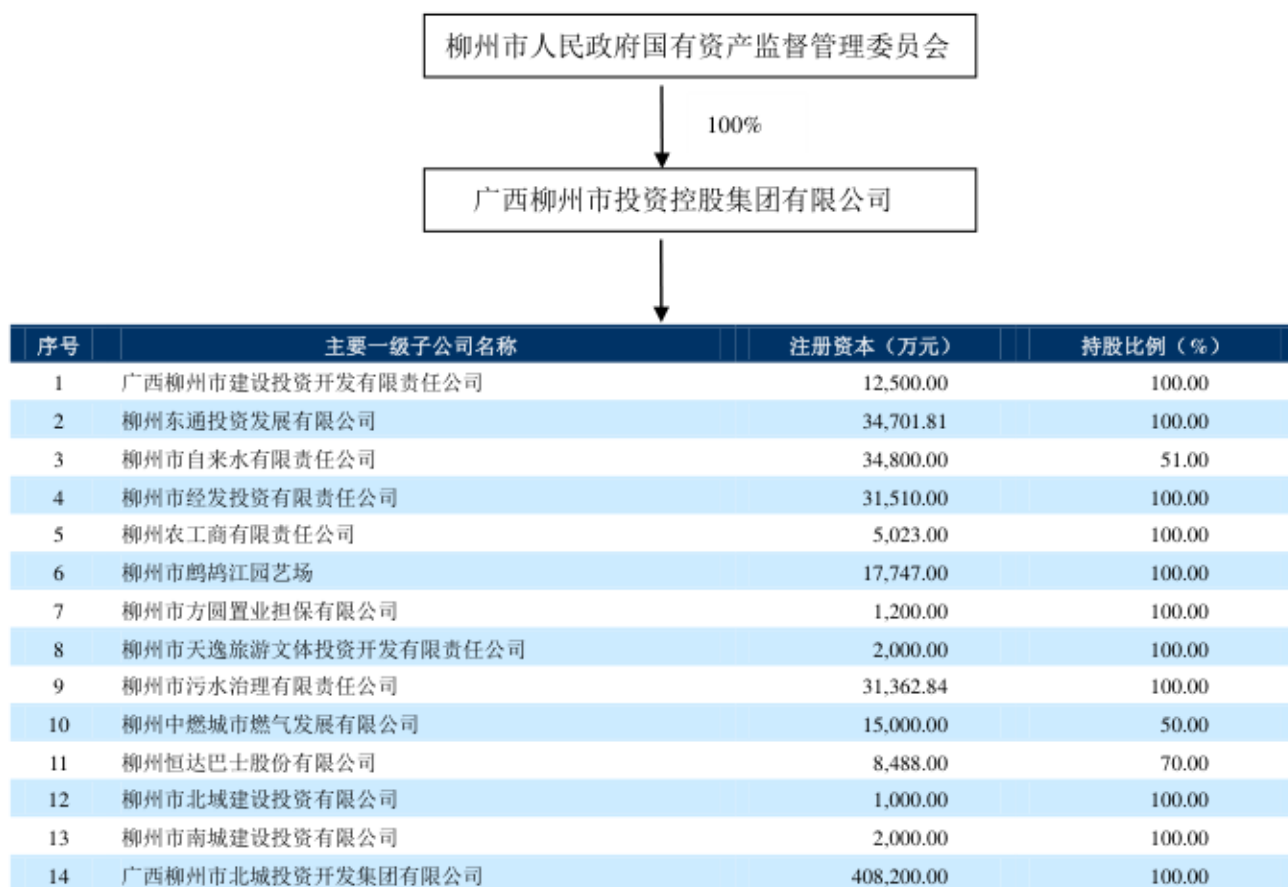
政金融方面予以支持协调，确保市属国有企业各项工作正常有序开展。

总体来看，鉴于柳州市较强的经济实力、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

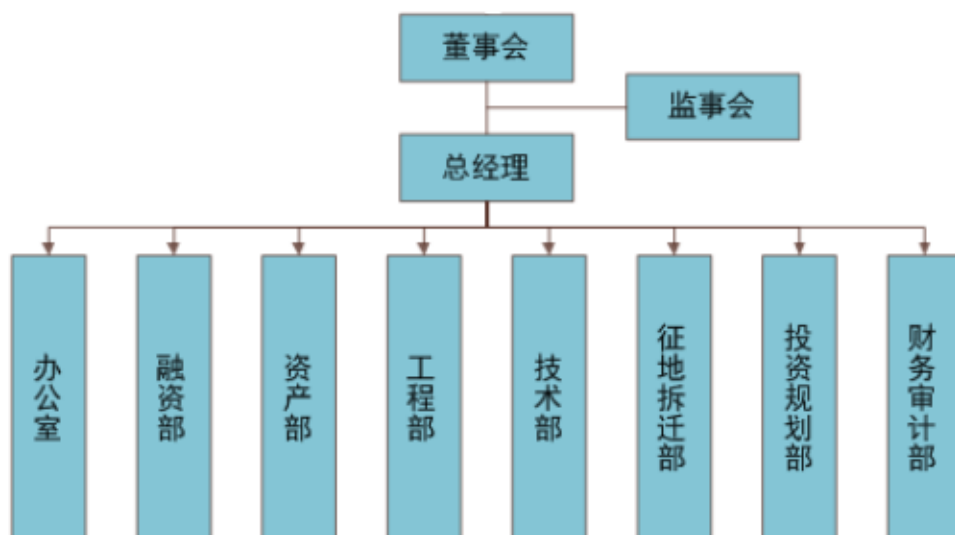
综上所述，中诚信国际维持“19 柳投资”、“20 柳投资”和“20 柳控 03”、“20 柳控 04”、“21 柳控 02”、“22 柳控 01”、“G20 柳控 1”和“G20 柳控 2”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：广西柳州市投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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：广西柳州市投资控股集团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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,013,768.30	1,351,870.87	1,370,007.47	1,021,243.87
应收账款	91,254.92	70,260.13	44,695.20	26,017.70
其他应收款	162,529.57	341,490.31	485,606.60	862,526.25
存货	6,934,873.51	7,062,703.90	9,561,772.39	9,710,054.23
长期投资	1,416,175.73	1,838,293.71	1,275,091.97	1,081,781.65
在建工程	1,132,661.63	1,470,796.41	579,119.98	637,712.41
无形资产	1,152,330.61	1,148,798.67	641,062.21	643,693.50
总资产	14,649,308.07	16,401,854.32	18,548,451.14	18,585,268.31
其他应付款	563,238.09	528,233.31	931,996.82	1,258,617.49
短期债务	1,641,540.54	2,740,511.49	3,388,737.57	2,636,975.07
长期债务	5,643,593.06	6,371,116.76	7,093,830.01	7,704,172.38
总债务	7,285,133.60	9,111,628.25	10,482,567.58	10,341,147.45
总负债	8,565,181.24	10,340,030.60	12,721,797.00	12,780,219.05
费用化利息支出	29,960.79	26,210.22	58,994.97	--
资本化利息支出	397,965.06	435,556.25	534,857.77	--
实收资本	193,053.41	193,053.41	193,053.41	193,053.41
少数股东权益	63,808.54	67,072.76	79,302.40	85,052.56
所有者权益合计	6,084,126.83	6,061,823.72	5,826,654.13	5,805,049.26
营业总收入	486,570.56	517,396.73	611,467.15	97,798.70
经营性业务利润	88,350.12	75,031.40	71,311.68	12,410.78
投资收益	6,781.81	18,252.53	14,777.75	-313.86
净利润	72,272.78	78,057.79	93,991.90	9,312.21
EBIT	123,768.71	121,439.70	175,273.48	--
EBITDA	181,355.27	179,971.99	265,647.85	--
销售商品、提供劳务收到的现金	368,083.26	548,121.75	660,839.42	107,427.20
收到其他与经营活动有关的现金	364,608.11	372,512.22	843,420.40	341,807.19
购买商品、接受劳务支付的现金	466,480.58	515,371.73	715,064.23	278,406.87
支付其他与经营活动有关的现金	237,437.07	284,100.34	147,102.72	104,470.86
吸收投资收到的现金	243,341.90	0.00	639,421.32	37,005.50
资本支出	893,735.56	876,162.95	428,979.09	120,219.90
经营活动产生现金净流量	-105,400.90	20,472.04	523,685.31	28,058.85
投资活动产生现金净流量	-1,444,081.80	-1,281,988.67	-892,621.92	-43,625.28
筹资活动产生现金净流量	1,128,210.46	1,535,967.43	1,847.76	-275,281.83
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	25.30	21.08	22.03	23.28
期间费用率(%)	10.85	9.77	13.73	14.25
应收类款项/总资产(%)	3.15	3.78	3.97	5.89
收现比(X)	0.76	1.06	1.08	1.10
总资产收益率(%)	0.90	0.78	1.00	--
资产负债率(%)	58.47	63.04	68.59	68.77
总资本化比率(%)	54.49	60.05	64.27	64.05
短期债务/总债务(X)	0.23	0.30	0.32	0.25
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.30	0.35	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.25	0.04	0.88	--
总债务/EBITDA(X)	40.17	50.63	39.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.07	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.62	0.49	0.40	0.39
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.42	0.39	0.45	--

注：1、公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将其他流动负债和长期应付款中的有息部分计入债务核算；3、公司未提供 2022 年一季报现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：广西柳州市投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	426,637.45	419,917.55	428,550.15	232,319.63
应收账款	19,671.50	19,537.11	0.00	336.82
其他应收款	58,665.59	106,216.29	197,476.74	302,181.26
存货	1,233,999.72	1,131,433.23	1,111,359.52	1,111,376.38
长期投资	1,073,496.46	1,508,185.96	2,297,398.48	2,331,052.48
在建工程	500,317.32	746,174.03	286,936.21	311,463.03
无形资产	103,246.79	101,653.53	99,840.33	99,387.03
总资产	5,109,227.45	5,907,955.14	7,062,202.37	6,873,729.88
其他应付款	160,576.92	115,478.94	284,243.33	270,160.41
短期债务	567,317.00	981,016.34	1,482,817.94	871,747.28
长期债务	2,333,373.86	2,827,812.41	2,809,469.15	3,227,587.21
总债务	2,900,690.86	3,808,828.75	4,292,287.09	4,099,334.49
总负债	3,155,445.07	4,051,116.34	4,846,430.29	4,654,765.49
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	1,953,782.39	1,856,838.79	2,215,772.09	2,218,964.39
营业总收入	40,711.83	44,820.93	51,973.58	11,930.06
经营性业务利润	8,587.29	8,869.83	11,001.21	4,712.91
投资收益	1,877.29	10,693.45	7,896.49	0.00
净利润	13,598.96	17,422.17	21,342.65	3,091.06
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	19,347.33	45,002.93	72,646.21	12,479.46
收到其他与经营活动有关的现金	126,501.35	66,095.54	173,841.25	77.38
购买商品、接受劳务支付的现金	13,274.73	24,924.09	12,276.72	3,377.46
支付其他与经营活动有关的现金	107,998.48	44,916.30	5,845.35	79,872.80
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	402,174.29	397,470.84	97,747.14	56,833.36
经营活动产生现金净流量	17,087.96	35,052.41	219,924.57	-73,450.41
投资活动产生现金净流量	-902,390.06	-822,602.02	-459,113.38	-90,352.36
筹资活动产生现金净流量	780,450.79	861,597.08	104,574.29	21,308.01
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	42.94	36.42	64.41	50.66
期间费用率(%)	18.24	13.95	37.74	8.45
应收类款项/总资产(%)	4.76	4.31	4.11	5.75
收现比(X)	0.48	1.00	1.40	1.05
总资产收益率(%)	--	--	--	--
资产负债率(%)	61.76	68.57	68.62	67.72
总资本化比率(%)	59.75	67.23	65.95	64.88
短期债务/总债务(X)	0.20	0.26	0.35	0.21
FFO/总债务(X)	0.01	0.01	0.05	--
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)	0.75	0.43	0.29	0.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--	--

注：1、公司各期财务报表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+租赁负债+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。