

柳州东通投资发展有限公司 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 06 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2397号

柳州东通投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，将评级展望由稳定调整为负面，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：中诚信国际维持柳州东通投资发展有限公司（以下简称“柳州东通”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，将评级展望由稳定调整为负面。本次评级展望调整为负面主要是基于以下因素：重大资产注销事项对公司经营、财务状况及偿债能力产生不利影响；资本支出压力较大；资产流动性不佳，资产稳定性有待关注及货币资金大幅减少，面临很大短期偿债压力。同时，中诚信国际也肯定了柳州市较强的经济实力以及项目储备丰富，未来收入较有保障等因素对公司发展的积极作用。

概况数据

柳州东通（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	536.30	576.29	514.78	514.78
所有者权益合计（亿元）	227.18	229.65	162.61	162.68
总负债（亿元）	309.12	346.65	352.17	352.10
总债务（亿元）	245.03	293.26	278.87	265.23
营业总收入（亿元）	19.12	19.84	19.53	2.48
经营性业务利润（亿元）	4.34	2.08	1.94	0.14
净利润（亿元）	2.41	2.70	3.18	0.07
EBITDA（亿元）	3.53	3.94	5.78	--
经营活动净现金流（亿元）	-21.13	-7.61	-9.24	1.83
收现比(X)	0.65	1.31	0.84	0.30
营业毛利率(%)	28.51	17.11	16.79	17.18
应收类款项/总资产(%)	3.18	2.19	1.81	1.78
资产负债率(%)	57.64	60.15	68.41	68.40
总资本化比率(%)	51.89	56.08	63.17	61.98
总债务/EBITDA(X)	69.46	74.39	48.22	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.23	0.23	0.32	--

注：中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

柳州东通投资发展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)*	2.46	7
	收现比(X)*	0.94	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.32	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.16	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	162.61	8
	总资本化比率(X)	0.63	6
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a ⁺
BCA			a ⁺
支持评级调整			3
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 ⁺)的基础上通过支持评级调整得到。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”）经济重要性仍较高。

■ **项目储备丰富，未来收入较有保障。**公司作为柳州市主要的城市建设主体之一，在建保障房项目较多，业务可持续性较好，丰富的项目储备使得公司未来收入实现较有保障。

关 注

■ **重大资产注销事项对公司经营、财务状况及偿债能力产生不利影响。**2021 年柳州市自然资源局对公司账面七宗土地予以注销，注销土地金额共 72.13 亿元，该事项导致期末公司净资产规模大幅下降，财务杠杆率升至较高水平；对公司的日常经营、财务状况及偿债能力产生不利影响。此外，柳州市财政及柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“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。

■ **资本支出压力较大。**公司土地整理及保障房项目尚需投入规模较大，公司面临较大资本支出压力；自营的西鹤铁路货运中心项目投资规模亦较大，需关注未来资金平衡情况。

■ **资产流动性不佳，资产稳定性有待关注。**2021 年以来，公司资产仍以保障房等项目开发成本、土地整理项目和土地资产为主，受限资产比例较高，整体来看公司资产流动性依然不佳。此外，2021 年注销的土地资产占总资产比重较大，公司账面剩余的作价出资土地账面价值 63.70 亿元，未来资产稳定性仍有待关注。

■ **货币资金大幅减少，面临很大短期偿债压力。**2021 年以来，公司货币资金持续大幅减少，且有较大比例受限，实际可用货币资金规模较少；由于公司短期债务仍较大，货币资金对短期债务的覆盖能力进一步弱化。2022 年 4~12 月及 2023 年，公司分别需偿还到期债务 46.58 亿元和 102.33 亿元，面临集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司债务偿还及资金安排情况。

评级展望

中诚信国际认为，柳州东通投资发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**柳州市财政及柳州市国资委对公司增资方案和进度缺乏明确可行的安排；公司剩余作价出资土地被注销或其他资产被无偿划出；公司地位下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿减弱；财务指标出现明显弱化，再融资环境恶化；偿债能力继续下降且难以获得其他有力支持，流动性压力无法得到有效改善；建设项目量减少，业务收入不具有可持续性等。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**区域内再融资环境明显改善；公司获得来自外部的强有力支持，资本实力显著扩充，资产质量明显提升；流动性压力显著缓解；各项财务指标均大幅改善且具有可持续性等。

评级历史关键信息 1

柳州东通投资发展有限公司					
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	--	2021/06/28	侯一甲、黄伟、周蒙	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	--	2016/06/08	安云、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

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

柳州东通投资发展有限公司					
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	--	2019/10/17	--	--	--
AA/稳定	--	2016/03/23	--	--	--

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (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)
柳州东通投资发展有限公司	514.78	162.61	68.41	19.53	3.18	-9.24
柳州市城市投资建设发展有限公司	899.75	377.83	58.01	35.64	6.97	16.55
柳州市房地产开发有限责任公司	170.51	68.99	59.54	7.21	0.99	-6.84

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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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，2021 年柳州市实现地区生产总值（GDP）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放缓，按可比价格计算，2021 年 GDP 增速为 2.0%，低于全国及自治区平均水平。具体产业来看，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。

2021 年，柳州市实现一般公共预算收入 174.96 亿元，同比增长 1.06%，税收占比为 66.31%，较上年有所提高；同期，柳州市一般公共预算财政平衡率为 41.34%，有所波动。

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新创业示范基地，阳和工业新区成为广西首个国家产业集群区域品牌建设试点。此外，柳州还成立了北部生态新区，围绕“生态、智能”两大核心，紧密布局相关产业。但近年，作为柳州市支柱产业的汽车工业产值有所下降，一定程度上影响了柳州市经济发展增速；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 3.47 亿元，广西柳州市投资控股集团有限公司（以下简称“柳州投控”）系公司唯一股东，公司实际控制人仍为柳州市国资委。

柳州市平台类企业数量较多，公司主营业务涉及保障房建设、土地整理和项目代建等，同时也是

柳州市最重要的保障房建设主体，但业务内容与柳州市其他平台类企业存在一定重合。

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	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”）	柳州市文旅项目建设和相关资产经营管理

资料来源：中诚信国际整理

2021 年柳州市自然资源局对公司账面七宗土地予以注销，导致期末公司净资产规模大幅下降；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增资安排尚未全部落实，后续进展仍有待关注

2022 年 5 月 12 日，公司发布《柳州东通投资发展有限公司关于重大资产报废的公告》和《柳州东通投资发展有限公司关于较上年末净资产减少超过百分之十的公告》（以下统称“《公告》”）称，因相关政策要求，2021 年公司下属七宗作价出资土

地由柳州市自然资源局予以注销，注销土地金额共 72.13 亿元，占公司 2020 年末净资产的 31.41%；受此影响，2021 年末公司净资产同比减少 29.19%。

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，根据柳州市财政及柳州市国资委部署安排将通过现金资产和实物资产注入的方式增资，确保公司净资产回到正常状态，净资产下降幅度确保不超过上年末净资产的 10%。

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大幅下降，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。

2021 年，公司土地整理业务收入小幅增加，在建项目量充足，但同时仍面临较大的投资压力，且未来收入实现受相关政策及政府土地规划影响较大

2021 年以来公司土地整理业务运营主体和业务模式无变化。已完成土地整理和实现出让方面，2021 年，按照柳州市政府土地出让相关规划，公司整理土地实现出让面积 34.47 万平方米，较上年大

幅增长，但因相关土地出让价格相对较低，当期公司确认土地整理业务收入 9.33 亿元，同比增幅较小；同期，公司土地整理成本小幅降至 7.80 亿元。此外，

公司土地整理收入实现受相关政策、政府土地出让计划、项目进度及财政资金拨付影响较大，未来仍存在一定不确定性。

表 4：2019~2021 年公司已出让整理土地情况（平方米、亿元）

年份	项目	土地面积	成本	确认收入金额	已回款金额
2019 年	阳和古亭片区及阳和工业新区土地整理项目	329,306.67	5.30	7.72	7.72
2020 年	红桥二期土地整理项目	12,711.39	1.27	0.56	0.57
	商标印刷厂土地整理项目	5,000	0.68	1.65	1.70
	柳工大道以东石烂路以南 A 地块土地整理项目	10,181.64	1.02	5.05	5.20
	火车南站项目	44,396.45	4.44	1.43	1.48
	立字集团土地整理项目	8,000	0.66	0.49	0.51
	合计	80,289.48	8.07	9.18	9.46
2021 年	白露片区土地整理项目	220,553.33	1.54	1.81	1.81
	阳和及古亭片区项目	87,820.00	2.89	4.00	4.00
	跃进路东侧金凤毛巾厂地块	36,300.00	3.37	3.52	3.52
	合计	344,673.33	7.80	9.33	9.33

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较多，包括阳和古亭片区及阳和工业新区土地项目、柳州市火车南站及周边旧城改造项目、白露片区土地整理项目和西鹅片区等，总投资额合计 583.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 388.88 亿元，未来投资压力仍较大。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要在建土地整理及配套设
施建设项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
阳和古亭片区及阳和工业园土地整理项目	150.00	81.47
柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目	60.00	71.87
白露片区土地整理项目	93.00	34.08
西鹅片区	175.00	138.44
其他项目	105.00	63.02
合计	583.00	388.88

注：柳州市火车南站及周边旧城改造项目总投资额系前期测算，实际已投资额已超出计划总投资。

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，但由于土地

市场的不确定性较大，中诚信国际也将持续关注公司后续土地的开发、出让以及收入实现情况。

2021 年公司保障房业务收入同比略有下降，在建项目较多，业务可持续性较好，但未来仍面临投资压力，同时需关注政策及市场环境波动对项目去化的影响

公司是柳州市最重要的保障房建设主体，2021 年以来保障房业务建设主体和建设模式无变化。截至 2022 年 3 月末，公司负责开发建设的主要保障房项目共 32 个，已完成“和兴园”、“兴怡园”等 17 个项目的建设，实际完成投资 75.75 亿元；公司在建项目 15 个，在建保障房项目规划总投资为 77.30 亿元，已完成投资 61.26 亿元，未来尚需投资 16.81¹ 亿元。公司已完工和在建保障房项目累计确认销售收入 97.33 亿元，其中 2021 年公司确认收入 9.22 亿元，主要来自市场化销售部分，收入规模较上年略有下降。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要完工、在建保障房项目情况（万平方米、亿元）

阶段	项目名称	占地面积	规划建筑面积	计划总投资	已投资	累计销售收入	建设期间
完工	和兴园	4.33	26.16	8.99	4.97	6.28	2008.04~2013.12

¹ 部分项目已投资规模超过规划总投资，尚需投资规模按 0 计算。

在建	兴怡园	5.64	25.78	8.00	5.08	9.64	2008.09~2012.12
	宏祥园	6.63	32.56	11.30	10.82	10.92	2008.09~2014.12
	北岸馨园	0.56	5.20	1.90	2.29	2.23	2006.01~2014.12
	金宵云邸	1.13	5.36	2.01	1.74	1.64	2013.12~2015.12
	温馨阳光	1.29	4.90	1.10	1.33	1.59	2005.12~2009.12
	仁和馨园	3.91	15.85	6.62	7.53	5.20	2008.07~2014.12
	柳开馨苑	1.87	11.60	4.99	3.59	3.85	2010.03~2014.12
	红桥馨城	2.30	11.42	4.43	4.34	4.95	2009.10~2013.12
	绿水云间	2.40	9.66	4.30	3.96	5.15	2009.12~2014.12
	仁和家园	0.47	1.32	0.57	0.72	0.51	2014.08~2017.12
	馨雅小苑	0.55	2.77	1.09	1.03	0.95	2012.07~2017.12
	盛通馨园	0.68	2.26	1.05	1.04	0.64	2012.07~2017.12
	温馨花园	15.38	63.77	18.00	17.01	19.15	2011.09~2020.12
	康馨茗园	2.53	12.86	5.20	4.39	5.26	2011.07~2020.12
	站前·馨印象	1.50	9.83	4.85	3.00	2.95	2015.03~2020.12
	温馨竹园	2.06	7.88	3.00	2.90	2.71	2015.09~2021.12
	合计	53.23	249.18	87.41	75.75	83.63	--
	馨和庭	0.32	2.25	1.45	0.75	未销售	2015.11~2024.06
	惠风和苑	0.92	3.78	6.30	5.23	未销售	2015.12~2024.12
	南站馨城	3.53	23.24	11.00	11.38	未销售	2015.03~2022.12
	温馨年华	6.08	28.62	13.06	12.70	7.45	2017.06~2023.06
	站前馨苑	0.63	1.94	0.96	0.03	未销售	2016.03~2024.12
	站前馨天地	1.07	7.53	5.00	4.11	未销售	2016.03~2023.12
	馨都雅居	0.49	2.32	1.37	1.23	未销售	2016.03~2023.12
	温馨祥园	0.64	1.92	1.38	1.78	未销售	2017.11~2022.12
	和悦馨城(温馨茗园)	1.87	5.31	3.88	2.08	未销售	2018.04~2024.06
	温馨鸿苑	0.81	3.98	3.00	1.93	未销售	2018.04~2024.06
	温馨雅苑	1.47	4.15	2.70	2.22	未销售	2018.01~2023.06
	丽景馨居(温馨丽园)	1.39	5.05	2.20	2.15	未销售	2018.06~2023.06
	红桥馨城(二期)	1.60	5.93	4.00	1.46	未销售	2019.04~2024.06
	温馨景苑(嘉和馨园)	3.63	4.05	10.00	4.36	未销售	2021.12~2024.12
	温馨 772	3.42	16.66	11.00	9.86	6.25	2016.12~2023.06
	合计	27.87	116.73	77.30	61.26	13.70	--

注：建设期间统计口径为从征地拆迁开始至实际完工或预计完工日期。

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 1 个，为鹅山馨园（柳州市火车站西广场安置房项目），规划建筑面积 5.74 万平方米，总投资 4.00 亿元。

总体来看，公司保障房项目销售情况尚可，该板块在建项目量较多，业务可持续性较好，未来收入实现较有保障，但同时也面临一定的投资压力，以及政策和房地产市场环境波动下的去化压力。

城市开发建设业务收入规模较小且呈波动态势；自营的西鹅铁路货运中心项目资本支出压力较大，资金平衡情况有待关注

2021 年以来公司代建业务主体及业务模式均

无变化，仍由柳州市财政局按项目建设进度全额按年拨付公司专项资金用于项目建设，在项目建设期间柳州市政府分年度平均支付管理费，根据项目总投资金额不同按照相应标准收取，代建管理费率以 0.1%~1.5% 为主。2021 年，公司实现代建管理费收入 444.81 万元，较上年明显增加，主要系当期结算项目较多所致，但该业务收入规模仍较小，对公司营业收入贡献有限。

截至 2021 年末，公司主要在建的代建项目共 9 个，主要为医院、学校、搬迁工程等项目，总投资额为 25.17 亿元，已完成投资 19.68 亿元，累计确认代建管理费收入 1,624.49 万元。

表 7：截至 2021 年末公司主要在建代建项目情况（万元）

项目名称	总投资额	已投资额	累计确认代建管理费收入
工人医院总院搬迁(一期)	131,021.00	88,834.75	601.37
柳州市白莲洞洞穴博物馆改扩建项目	6,300.00	11,644.32	119.02
河西片区 110KV 野堡线迁改工程项目	5,000.00	3,340.98	40.69
阳和工业新区六座中心校改扩建项目	3,000.00	5,098.36	60.39
柳州市第一中学迁建项目	39,500.00	24,347.57	214.90
老年活动中心综合楼（原福彩中心服务楼）	5,900.00	5,736.61	66.42
工人医院西园门诊住院综合楼项目	30,000.00	29,015.55	250.12
柳州市工人医院整体建设改造项目	25,000.00	23,002.03	204.73
柳州军用供应站军供大厦项目	6,000.00	5,787.42	66.86
合计	251,721.00	196,807.59	1,624.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自建项目方面，公司承接的自建项目资本支出压力较大，仍主要为柳州市西鹅铁路货运中心站项目。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，建设内容包括柳州东站的还建、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，西鹅铁路货运中心站项目已投资额为 73.91 亿元²（不含土地使用权），目前已实现部分土地出让。

总体来看，现阶段公司城市开发建设业务收入主要来自代建管理费，但规模较小，且受项目阶段进度影响有所波动。公司自建的西鹅铁路货运中心资金平衡情况有待关注。

物业服务、租赁等其他业务运营稳定，2021 年其他业务收入同比增加，但收入规模仍较小

公司其他业务主要包括物业服务、租赁和部分投资性房地产出售等。具体来看，物业服务业务主要由全资子公司柳州市馨运物业服务有限公司（以下简称“馨运物业”）负责运营；截至 2022 年 3 月末，馨运物业接管的物业项目包括和兴园、仁和馨园、兴怡园、温馨阳光、北岸馨园以及宏祥园等 21 个小区，管理总建筑面积达 321.00 万平方米。物业及租赁等业务运营情况稳定，2021 年公司实现其他业务收入 0.94 亿元，同比增加 0.34 亿元；其中物业服务收入为 0.56 亿元，同比增加 0.13 亿元。

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。本报告各期财务数据均为期末数，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

2021 年公司营业总收入及毛利率同比变化不大，但受财务费用大幅增加影响，经营性业务利润有所下降，公允价值变动收益增加使得利润总额稳步增长；受保障房业务销售回款减少影响，跟踪期内公司收现比持续下降

2021 年公司实现营业总收入 19.53 亿元，较上年基本持平，收入构成方面，房地产开发及保障房收入、土地整理收入仍为最主要来源，其中受项目销售及交付进度影响，保障房板块收入略有下降；土地整理业务收入增幅较小。同期，代建管理费及其他业务收入有所增加，但整体收入规模仍较小，对营业总收入贡献有限。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 2.48 亿元，主要来自保障房业务收入，较上年同期略有下降。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率水平小幅降低，主要系受到保障房及土地整理业务盈利能力波动的影响。受当期交付的房建项目利润率偏低影响，2021 年房地产开发及保障房业务毛利率大幅降至 13.67%；同期，土地整理业务毛利率有所提升，主要是由于当期出让的土地开发成本相对较低所

² 该项目投资成本原计入“在建工程”，2021 年末转入“存货”核算。

致。2022 年 1~3 月，公司营业毛利率小幅回升。

表 8：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发及保障房	10.62	10.03	9.22	2.29
土地整理	7.72	9.18	9.33	-
代建管理费	0.05	0.02	0.04	-
其他业务	0.73	0.60	0.94	0.19
合计	19.12	19.84	19.53	2.48
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发及保障房	24.34	20.03	13.67	13.73
土地整理	31.39	12.13	16.37	--
代建管理费	100.00	100.00	100.00	--
其他业务	53.68	41.47	47.74	59.17
综合	28.51	17.11	16.79	17.18

注：其他业务收入主要包括物业服务、租赁收入、出售投资性房地产收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用同比增长 0.56 亿元，主要系当期费用化利息支出金额大幅增加所致，亦使得财务费用成为公司期间费用的最主要构成；同时管理费用随着职工薪酬增加亦呈增长态势，受此影响，2021 年公司期间费用率同比提高 2.91 个百分点至 7.92%，对利润形成一定侵蚀。2022 年 1~3 月，由于营业收入规模较小，期间费用率进一步提高，公司费用管控能力有待提升。

2021 年，公司实现利润总额 3.68 亿元，同比稳步增长，构成方面仍主要来自于经营性业务利润和投资收益。2021 年，受营业毛利率下降及期间费用侵蚀加大影响，公司经营性业务利润较 2020 年小幅减少至 1.94 亿元，其中其他收益为 0.53 亿元，主要为政府退税款，同比大幅增加。投资收益仍对利润总额形成重要补充，主要来自公司持有柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）³、柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”）等股权形成的收益，2021 年略有减少。此外，2021 年公允价值变动收益为 0.60 亿元，主要来自持有柳州银行公允价值的变动；公允价值变动收益大幅增加，且由负转正，是 2021 年公司利润总额增长的主要原因。2022 年

1~3 月，公司经营性业务利润及利润总额均实现较小规模的盈利。

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司收现比持续大幅下降，主营业务获现能力弱化，主要系受到销售进度影响，2021 年以来保障房业务销售回款减少，同时随着陆续完工交付，逐步将前期预收的售房款确认收入所致。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	0.81	0.99	1.55	0.24
其中：财务费用	0.14	0.27	0.79	0.14
管理费用	0.50	0.46	0.51	0.10
期间费用率	4.23%	5.01%	7.92%	9.80%
经营性业务利润	4.34	2.08	1.94	0.14
其他收益	0.07	0.04	0.53	0.001
投资收益	0.67	1.28	1.12	-
公允价值变动收益	-1.03	-0.48	0.60	-
利润总额	3.29	3.24	3.68	0.14
收现比	0.65	1.31	0.84	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司被注销的土地资产规模较大，导致期末总资产及所有者权益规模大幅下降，财务杠杆率显著提高，资产负债率已上升至较高水平；公司货币资金规模大幅减少且受限比例高，整体资产流动性依然不佳同时资产稳定性有待关注；短期债务占比有所下降，但整体规模仍较大

受土地资产（原计入“存货”科目）注销事项影响，2021 年末公司总资产降至 514.78 亿元，同比减少 10.67%。具体来看，公司资产仍以流动资产为主，其中存货为资产的最主要构成，2021 年末规模及其占比均大幅增加，主要系将原计入“无形资产”和“在建工程”中的西鹅铁路货运中心项目土地使用权及其投资成本转入“存货”核算所致；同时土地整理业务及保障房项目持续投入，开发成本亦有所增加。截至 2021 年末，公司存货账面价值为 413.77 亿元，占总资产的 80.38%，主要包括项目开发成本 86.75 亿元、开发产品 9.31 亿元及土地整理成本 317.67 亿元；土地整理成本中，公司剩余的作

³ 柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）成立于 2017 年，经营期限 5 年，总认缴金额 100 亿元，公司出资 10 亿元，认购劣后级份额。

价出资土地共计 65.15 万平方米,账面价值 63.70 亿元,其中因借款抵押的土地为 50.45 亿元,此外该部分作价出资土地未来仍存在注销风险,中诚信国际将对此保持关注。2021 年末,公司应收账款及其他应收款规模减少;同期末,基于债务偿还及项目建设等资金支出需求,货币资金大幅下降至 27.87 亿元,其中有 19.63 亿元系保证金和存单质押,其使用用途受到限制,公司实际可用货币资金规模较少。非流动资产方面,因执行新金融工具准则,2021 年末公司将原计入“可供出售金融资产”中对柳州银行的股权投资转入“其他非流动金融资产”核算,期末公允价值有所增长。受出售部分投资性房地产影响,2021 年末其账面价值略有减少。2022 年 3 月末,公司总资产规模较上年末基本持平,但货币资金继续减少至 19.86 亿元,公司存在流动性压力。

总体来看,2021 年以来,公司资产仍以保障房等项目开发成本、土地整理项目和土地资产为主。公司土地整理项目及开发成本回收周期较长;土地资产主要为作价出资的商服、城镇住宅用地,作价出资土地未缴纳土地出让金,且较多土地资产已被抵押,整体来看公司资产流动性依然不佳。此外,公司对所属资产控制力不强,2021 年注销的土地资产账面价值 72.13 亿元,占总资产比重较大,剩余作价出资土地是否会被注销仍存在不确定性,公司资产稳定性有待关注。

表 10: 近年来公司主要资产构成情况(亿元)

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	536.30	576.29	514.78	514.78
货币资金	19.45	42.03	27.87	19.86
应收账款	6.95	0.29	0.04	0.04
其他应收款	3.03	5.26	2.23	2.08
存货	310.71	332.84	413.77	421.70
可供出售金融资产	21.47	18.38	-	-
其他非流动金融资产	-	-	22.39	22.39
投资性房地产	18.65	18.09	17.57	17.57
在建工程	54.39	66.06	-	-
无形资产	62.79	60.86	-	-
应收类款项/总资产	3.18%	2.19%	1.81%	1.78%

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

2021 年末,公司所有者权益同比减少 67.04 亿元至 162.61 亿元,减少幅度为 29.19%,主要系作价出资土地注销导致的资本公积减少;同期末,未分配利润增长 5.08 亿元,系因会计政策变更调整期初数以及经营利润累积。2022 年 3 月末,公司所有者权益变化不大。

负债方面,2021 年以来公司总负债小幅增长,但随着公司到期债务的逐步偿还,有息债务规模有所下降,截至 2022 年 3 月末为 265.23 亿元,其中债券融资占比最高。具体来看,跟踪期内,公司短期借款呈增长态势,但一年内到期的非流动负债持续大幅减少;长期借款和应付债券等长期债务总体增加;其他应付款主要为应付柳州轨道、柳州市物资集团有限责任公司(以下简称“物资集团”)、柳州市龙溪水利水电建设投资有限公司(以下简称“龙溪水电”)等单位的借款⁴、往来款,2021 年以来规模持续上升。其余负债构成方面,合同负债主要为公司预收售房款(原计入“预收款项”科目),2021 年以来因结转房地产开发及保障房收入而有所减少;2021 年以来,长期应付款主要包括应付融资租赁款和专项应付款,其中 2021 年末专项应付款为 36.26 亿元,系柳州市财政 2021 年度对公司的拨款。

从资本结构来看,受所有者权益大幅下降影响,公司财务杠杆率同比显著提高;截至 2022 年 3 月末公司资产负债率及总资本化比率分别达 68.40%和 61.98%,资产负债率已处于较高水平。债务结构方面,2021 年以来公司短期债务及其占比均有所下降,但总体规模仍相对较大,需持续关注公司未来债务结构调整情况。

表 11: 近年来公司资本结构和债务结构(亿元、X)

	2019	2020	2021	2022.3
所有者权益合计	227.18	229.65	162.61	162.68
实收资本	3.47	3.47	3.47	3.47
资本公积	193.83	193.83	121.70	121.70
其他综合收益	9.22	9.18	9.05	9.05
未分配利润	19.08	21.35	26.43	26.50

⁴ 中诚信国际将 2021 年末及 2022 年 3 月末“其他应付款”中应付其他单位的借款部分纳入公司有息债务核算,其中应付物资集团和龙溪水电

的借款于 2022 年到期,调整至短期债务,其余借款部分调整至长期债务。

总负债	309.12	346.65	352.17	352.10
短期借款	2.00	2.64	19.43	17.77
预收款项	24.22	22.89	0.01	-
合同负债	-	-	18.45	16.81
其他应付款	19.80	24.80	27.36	36.31
一年内到期的非流动负债	57.78	91.51	60.72	46.24
长期借款	101.27	64.92	58.72	59.22
应付债券	56.97	101.76	109.92	113.90
长期应付款	27.01	19.40	36.81	44.45
总债务	245.03	293.26	278.87	265.23
短期债务	59.78	100.78	87.51	68.18
短期债务/总债务	0.24	0.34	0.31	0.26
资产负债率	57.64	60.15	68.41	68.40
总资本化比率	51.89	56.08	63.17	61.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受主营业务回款减少影响，2021 年公司经营活动现金流缺口小幅扩大；因偿还一定规模债务，筹资活动净现金流转为负；公司整体偿债指标表现依然较弱，货币资金受限比例高，对短期债务覆盖能力进一步弱化，公司面临很大短期偿债压力

由于公司投资的相关项目建设期长，资金需求大，2021 年经营活动净现金流仍持续为负，且净流出规模较上年小幅增加，主要系当期房地产开发及保障房业务销售回款减少所致。2021 年，公司在建自营项目投资进度放缓，同期收到柳州市财政拨款 36.26 亿元，并收回部分基金投资本金，使得投资活动净现金流大幅增加，当期实现净流入 39.88 亿元。2022 年 1~3 月，因收到一定规模往来款及财政拨款，经营及投资活动现金流均呈净流入状态。由于偿还一定规模的债务，2021 年及 2022 年 1~3 月公司筹资活动现金流转为大额净流出状态。

2021 年公司 EBITDA 稳步增加，但对债务本息的保障能力仍较弱；同期，经营活动净现金流持续为负，无法有效覆盖债务本息。短期偿债能力方面，2021 年以来公司短期债务规模有所下降，但货币资金规模持续大幅减少，对短期债务的覆盖能力很弱，截至 2022 年 3 月末覆盖倍数仅 0.29 倍，考虑到货币资金受限比例高，则实际覆盖能力更弱，公司面临很大短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-21.13	-7.61	-9.24	1.83
投资活动净现金流	-32.78	1.67	39.88	7.63
筹资活动净现金流	26.39	16.50	-51.80	-13.04
EBITDA	3.53	3.94	5.78	--
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.23	0.32	--
总债务/EBITDA	69.46	74.39	48.22	--
货币资金/短期债务	0.33	0.42	0.32	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司未来两年到期债务规模较大，2023 年系债务到期高峰，面临集中兑付压力，需关注债务偿还及资金安排情况；较大规模的受限资产或对公司再融资产生一定的影响

截至 2022 年 3 月末，公司债务总额为 265.23 亿元，其中 2022 年 4~12 月、2023 年及 2024 年，公司分别需偿还到期债务 46.58 亿元、102.33 亿元和 49.96 亿元，未来两年到期债务规模较大，2023 年系债务到期高峰；考虑债券到期情况，2022 年 4~12 月及 2023 年，公司到期、回售及提前还本的债券规模占存续债券余额的比例为 70%左右，面临集中兑付压力。公司货币资金对短期债务覆盖能力弱，中诚信国际将持续关注公司债务偿还及资金安排情况。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
到期金额	46.58	102.33	49.96	10.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 80.96 亿元，包括受限货币资金 19.63 亿元、存货抵押 52.52 亿元（均为抵押的土地使用权）及抵押的投资性房地产 8.81 亿元。受限资产占总资产比重为 15.73%，较大规模的受限资产或对公司再融资产生一定的影响。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司合并口径对外担保金额合计 10.35 亿元，占净资产的 6.36%；其中对柳州阳和开发投资有限公司担保金额为 4.40 亿元，对柳州龙建担保金额为 5.95 亿元。

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得的银

行授信总额为 266.30 亿元，未使用授信余额 47.59 亿元。定调整为负面。

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 6 月 1 日，公司本部已结清信贷信息中存在 2 笔关注类中长期借款。根据公司提供的由中国工商银行股份有限公司柳州分行（以下简称“工行柳州分行”）于 2020 年 4 月 23 日出具的《征信查询情况说明》，上述 2 笔关注类贷款系工行柳州分行发放的 5 年期并购贷款，公司均能按时还本付息，未出现违约情况，在工行柳州分行资产分类为正常类贷款。除此之外，公司无未结清不良信贷信息，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，地位较重要，2021 年获得较大规模的财政拨款

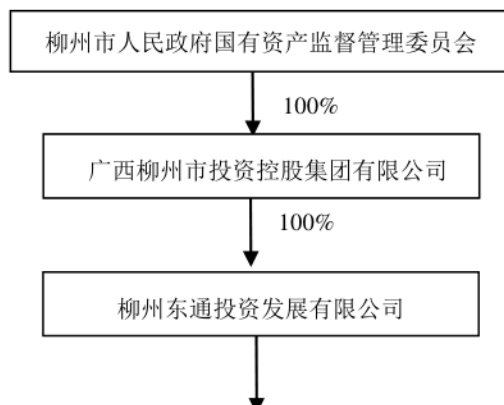
柳州市作为广西壮族自治区第二大城市、最大的工业城市，工业基础较好，经济和财政实力较强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。

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、土地整理和项目代建等，地位较重要。支持情况方面，2021 年，公司收到政府退税款 0.53 亿元；2021 年及 2022 年 1~3 月分别获得柳州市财政拨款 36.26 亿元和 7.67 亿元，计入“长期应付款。”此外，2022 年 6 月，容城会计师事务所（特殊普通合伙）广西分所出具了《关于柳州东通投资发展有限公司现金注资专项说明》称，根据柳州市国资委下发的《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），自 2021 年 8 月至 2022 年 3 月，公司收到柳州轨道代柳州市财政局累计下发的财政拨款 34 亿元，款项性质为国有资本金。

评级结论

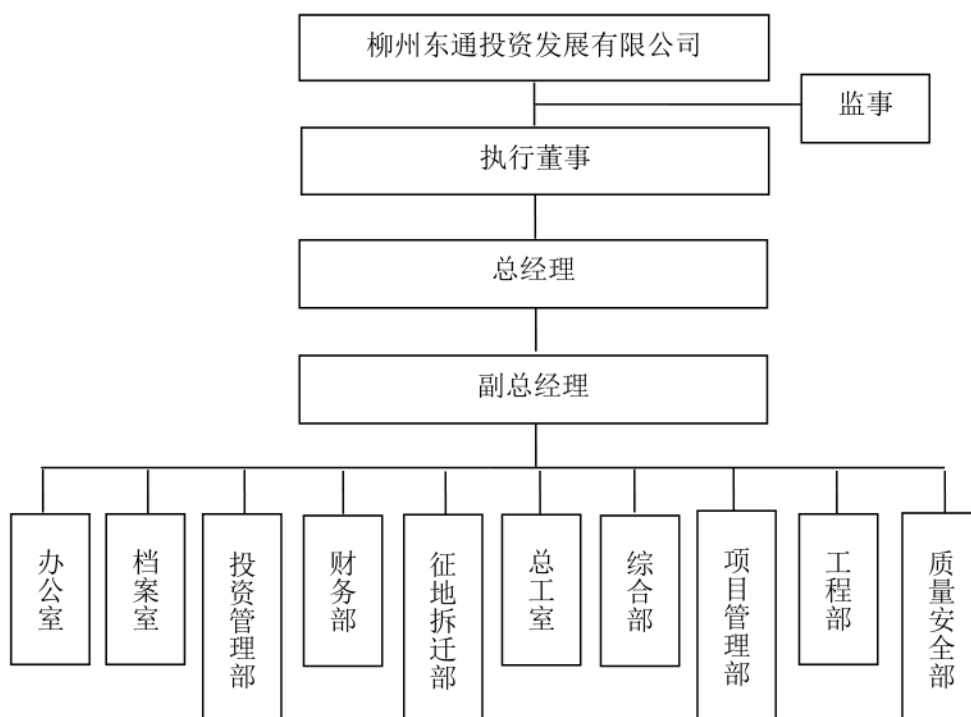
综上所述，中诚信国际维持柳州东通投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，将评级展望由稳

附一：柳州东通投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



序号	子公司名称	持股比例（%）	取得方式
1	柳州市温馨房地产开发有限责任公司	100.00	投资设立
2	柳州市馨运物业服务有限公司	100.00	投资设立
3	柳州益通馨和实业投资发展有限公司	100.00	投资设立
4	柳州桂银通城市发展基金管理中心（有限合伙）	55.31	投资设立

注：柳州桂银通城市发展基金管理中心（有限合伙）总认缴出资额为 30.01 亿元，公司认缴出资比例为 10%，系唯一劣后级合伙人，将其并表。



资料来源：公司提供

附二：柳州东通投资发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	194,521.67	420,261.64	278,667.86	198,631.98
应收账款	69,508.56	2,921.45	385.20	385.20
其他应收款	30,315.28	52,578.74	22,262.39	20,822.61
存货	3,107,085.97	3,328,350.94	4,137,674.21	4,216,957.82
长期投资	307,026.58	296,564.37	342,344.87	342,344.87
在建工程	543,941.11	660,626.28	0.00	0.00
无形资产	627,919.49	608,574.36	0.00	0.00
总资产	5,363,026.09	5,762,938.50	5,147,820.68	5,147,762.25
其他应付款	270,798.93	247,980.06	273,618.92	363,102.87
短期债务	597,807.63	1,007,763.82	875,114.30	681,756.40
长期债务	1,852,536.88	1,924,877.81	1,913,557.34	1,970,578.50
总债务	2,450,344.50	2,932,641.63	2,788,671.64	2,652,334.90
总负债	3,091,184.10	3,466,459.73	3,521,702.20	3,520,973.74
费用化利息支出	2,315.55	7,017.25	20,932.24	--
资本化利息支出	152,839.24	165,915.34	162,325.15	--
实收资本	34,701.81	34,701.81	34,701.81	34,701.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,271,841.99	2,296,478.77	1,626,118.48	1,626,788.52
营业总收入	191,243.76	198,387.71	195,341.60	24,799.37
经营性业务利润	43,435.14	20,795.90	19,404.76	1,402.80
投资收益	6,684.66	12,764.05	11,217.38	0.00
净利润	24,091.15	27,017.19	31,756.39	670.03
EBIT	35,177.50	39,374.45	57,772.82	--
EBITDA	35,275.66	39,423.84	57,826.94	--
销售商品、提供劳务收到的现金	124,192.97	259,188.11	164,393.14	7,453.85
收到其他与经营活动有关的现金	91,615.10	79,522.04	77,788.48	112,746.14
购买商品、接受劳务支付的现金	357,387.25	371,286.40	286,014.25	61,565.21
支付其他与经营活动有关的现金	8,343.52	4,321.33	13,629.93	23,376.17
吸收投资收到的现金	231,800.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	281,981.32	144,729.03	11,656.97	513.45
经营活动产生现金净流量	-211,283.76	-76,115.42	-92,351.66	18,278.56
投资活动产生现金净流量	-327,842.24	16,733.25	398,770.83	76,331.50
筹资活动产生现金净流量	263,940.48	165,010.10	-517,997.93	-130,395.94
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.51	17.11	16.79	17.18
期间费用率(%)	4.23	5.01	7.92	9.80
应收类款项/总资产(%)	3.18	2.19	1.81	1.78
收现比(X)	0.65	1.31	0.84	0.30
总资产收益率(%)	0.68	0.71	1.06	--
资产负债率(%)	57.64	60.15	68.41	68.40
总资本化比率(%)	51.89	56.08	63.17	61.98
短期债务/总债务(X)	0.24	0.34	0.31	0.26
FFO/总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.03
FFO 利息倍数(X)	0.24	0.09	0.08	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.36	-0.44	-0.50	--
总债务/EBITDA(X)	69.46	74.39	48.22	--
EBITDA/短期债务(X)	0.06	0.04	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	0.33	0.42	0.32	0.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.23	0.23	0.32	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充资料及利息支出，故相关指标失效；3、中诚信国际分析时，将“其他应付款”、“其他流动负债”及“长期应付款”中有息部分调整至债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+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”。

附四：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。

柳州东通投资发展有限公司公司债

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 06 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与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 and 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 2400号

柳州东通投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司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“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”的债项信用等级为 **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：中诚信国际维持广西柳州市投资控股集团有限公司（以下简称“柳州投控”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”的债项信用等级为 **AA+**，上述债项级别充分考虑了柳州投控提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”债券本息偿付的保障作用，但中诚信国际也关注到土地资产注销及偿债压力大等因素对柳州投控的信用实力造成较大影响。中诚信国际关注到重大资产注销事项对柳州东通投资发展有限公司（以下简称“柳州东通”或“公司”）经营、财务状况及偿债能力产生不利影响；资本支出压力较大；资产流动性不佳，资产稳定性有待关注及货币资金大幅减少，面临很大短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。同时，中诚信国际也肯定了柳州市较强的经济实力以及项目储备丰富，未来收入较有保障等因素对公司发展的积极作用。

概况数据

柳州东通（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	536.30	576.29	514.78	514.78
所有者权益合计（亿元）	227.18	229.65	162.61	162.68
总债务（亿元）	245.03	293.26	278.87	265.23
营业总收入（亿元）	19.12	19.84	19.53	2.48
净利润（亿元）	2.41	2.70	3.18	0.07
EBITDA（亿元）	3.53	3.94	5.78	--
经营活动净现金流（亿元）	-21.13	-7.61	-9.24	1.83
资产负债率(%)	57.64	60.15	68.41	68.40
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
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

注：中诚信国际根据公司、柳州投控 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

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。

■ **项目储备丰富，未来收入较有保障。**公司作为柳州市主要的城市建设主体之一，在建保障房项目较多，业务可持续性较好，丰富的项目储备使得公司未来收入实现较有保障。

■ **柳州投控的担保对“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”还本付息起到一定的保障作用。**柳州投控为“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”按时还本付息起到了一定的保障作用。

关 注

■ **重大资产注销事项对公司经营、财务状况及偿债能力产生不利影响。**2021 年柳州市自然资源局对公司账面七宗土地予以注销，注销土地金额共 72.13 亿元，该事项导致期末公司净资产规模大幅下降，财务杠杆率升至较高水平；对公司的日常经营、财务状况及偿债能力产生不利影响。此外，柳州市财政及柳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“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。

■ **资本支出压力较大。**公司土地整理及保障房项目尚需投入规模较大，公司面临较大资本支出压力；自营的西鹅铁路货运中心项目投资规模亦较大，需关注未来资金平衡情况。

■ **资产流动性不佳，资产稳定性有待关注。**2021 年以来，公司资产仍以保障房等项目开发成本、土地整理项目和土地资产为主，受限资产比例较高，整体来看公司资产流动性依然不佳。此外，2021 年注销的土地资产占总资产比重较大，公司账面剩余的作价出资土地账面价值 63.70 亿元，未来资产稳定性仍有待关注。

■ **货币资金大幅减少，面临很大短期偿债压力。**2021 年以来，公司货币资金持续大幅减少，且有较大比例受限，实际可用货币资金规模较少；由于公司短期债务仍较大，货币资金对短期债务的覆盖能力进一步弱化。2022 年 4~12 月及 2023 年，公司分别需偿还到期债务 46.58 亿元和 102.33 亿元，面临集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司债务偿还及资金安排情况。

■ **土地资产注销及偿债压力大等风险对柳州投控的信用实力造成较大影响。**柳州投控系公司控股股东，2021 年公司注销土地占柳州投控 2021 年末净资产的 12.38%，该事项亦对柳州投控信用实力造成较大影响。截至 2022 年 3 月末，柳州投控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，本部到期债券（含回售）规模达 168 亿元，刚兑压力很大。

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
20 柳投 02	AA+	AA+	2021/06/28	10.00	10.00	2020/06/18~2025/06/18	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 柳投 04	AA+	AA+	2021/06/28	10.00	10.00	2020/08/25~2025/08/25	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 柳投 05	AA+	AA+	2021/06/28	4.00	4.00	2020/12/18~2025/12/18	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“20柳投02”募集资金10.00亿元，扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。截至2022年4月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

“20柳投04”募集资金10.00亿元，拟将8亿元全部用于偿还公司债务，剩余部分拟用于补充营运资金。截至2022年4月末，“20柳投04”募集资金扣除债券承销费后已全部使用完毕，其中用于偿还公司债务及补充营运资金9.90亿元，剩余0亿元。

“20柳投05”募集资金4.00亿元，拟全部用于补充营运资金。截至2022年4月末，募集资金已按照约定用途使用完毕。

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，2021 年柳州市实现地区生产总值（GDP）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放缓，按可比价格计算，2021 年 GDP 增速为 2.0%，低于全国及自治区平均水平。具体产业来看，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。

2021 年，柳州市实现一般公共预算收入 174.96 亿元，同比增长 1.06%，税收占比为 66.31%，较上年有所提高；同期，柳州市一般公共预算财政平衡率为 41.34%，有所波动。

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。

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 3.47 亿元，柳州投控系公司唯一股东，公司实际控制人仍为柳州市国资委。

柳州市平台类企业数量较多，公司主营业务涉及保障房建设、土地整理和项目代建等，同时也是柳州市最重要的保障房建设主体，但业务内容与柳州市其他平台类企业存在一定重合。

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	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”）	柳州市文旅项目建设及相关资产经营管理
-------------------------------	--------------------

资料来源：中诚信国际整理

2021 年柳州市自然资源局对公司账面七宗土地予以注销，导致期末公司净资产规模大幅下降；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增资安排尚未全部落实，后续进展仍有待关注

2022 年 5 月 12 日，公司发布《柳州东通投资发展有限公司关于重大资产报废的公告》和《柳州东通投资发展有限公司关于较上年末净资产减少超过百分之十的公告》（以下统称“《公告》”）称，因相关政策要求，2021 年公司下属七宗作价出资土地由柳州市自然资源局予以注销，注销土地金额共 72.13 亿元，占公司 2020 年末净资产的 31.41%；受此影响，2021 年末公司净资产同比减少 29.19%。

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，根据柳州市财政及柳州市国资委部署安排将通过现金资产和实物资产注入的方式增资，确保公司净资产回到正常状态，净资产下降幅度确保不超过上年末净资产的 10%。

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大幅下降，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。

2021 年，公司土地整理业务收入小幅增加，在建项目量充足，但同时仍面临较大的投资压力，且未来收入实现受相关政策及政府土地规划影响较大

2021 年以来公司土地整理业务运营主体和业务模式无变化。已完成土地整理和实现出让方面，2021 年，按照柳州市政府土地出让相关规划，公司整理土地实现出让面积 34.47 万平方米，较上年大幅增长，但因相关土地出让价格相对较低，当期公司确认土地整理业务收入 9.33 亿元，同比增幅较小；同期，公司土地整理成本小幅降至 7.80 亿元。此外，公司土地整理收入实现受相关政策、政府土地出让计划、项目进度及财政资金拨付影响较大，未来仍存在一定不确定性。

表 4：2019~2021 年公司已出让整理土地情况（平方米、亿元）

年份	项目	土地面积	成本	确认收入金额	已回款金额
2019 年	阳和古亭片区及阳和工业新区土地整理项目	329,306.67	5.30	7.72	7.72
2020 年	红桥二期土地整理项目	12,711.39	1.27	0.56	0.57
	商标印刷厂土地整理项目	5,000	0.68	1.65	1.70
	柳工大道以东石烂路以南 A 地块土地整理项目	10,181.64	1.02	5.05	5.20
	火车南站项目	44,396.45	4.44	1.43	1.48
	立字集团土地整理项目	8,000	0.66	0.49	0.51
	合计	80,289.48	8.07	9.18	9.46
2021 年	白露片区土地整理项目	220,553.33	1.54	1.81	1.81
	阳和及古亭片区项目	87,820.00	2.89	4.00	4.00
	跃进路东侧金凤毛巾厂地块	36,300.00	3.37	3.52	3.52
	合计	344,673.33	7.80	9.33	9.33

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较多，包括阳和古亭片区及阳和工业新区土地项目、柳州市火车南站及周边旧城改造项目、白露片区土地整理项目和西鹅片区等，总投资额合计 583.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 388.88 亿元，未来投资压力仍较大。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要在建土地整理及配套施建设项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
阳和古亭片区及阳和工业园土地整理项目	150.00	81.47
柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目	60.00	71.87
白露片区土地整理项目	93.00	34.08
西鹅片区	175.00	138.44
其他项目	105.00	63.02
合计	583.00	388.88

注：柳州市火车南站及周边旧城改造项目总投资额系前期测算，实际已投资额已超出计划总投资。

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，但由于土地市场的不确定性较大，中诚信国际也将持续关注公司后续土地的开发、出让以及收入实现情况。

2021 年公司保障房业务收入同比略有下降，在建项目较多，业务可持续性较好，但未来仍面临投资压力，同时需关注政策及市场环境波动对项目去化的影响

公司是柳州市最重要的保障房建设主体，2021 年以来保障房业务建设主体和建设模式无变化。截至 2022 年 3 月末，公司负责开发建设的主要保障房项目共 32 个，已完成“和兴园”、“兴怡园”等 17 个项目的建设，实际完成投资 75.75 亿元；公司在建项目 15 个，在建保障房项目规划总投资为 77.30 亿元，已完成投资 61.26 亿元，未来尚需投资

16.81¹亿元。公司已完工和在建保障房项目累计确认销售收入 97.33 亿元，其中 2021 年公司确认收入

9.22 亿元，主要来自市场化销售部分，收入规模较上年略有下降。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要完工、在建保障房项目情况（万平方米、亿元）

阶段	项目名称	占地面积	规划建筑面积	计划总投资	已投资	累计销售收入	建设期间
完工	和兴园	4.33	26.16	8.99	4.97	6.28	2008.04~2013.12
	兴怡园	5.64	25.78	8.00	5.08	9.64	2008.09~2012.12
	宏祥园	6.63	32.56	11.30	10.82	10.92	2008.09~2014.12
	北岸馨园	0.56	5.20	1.90	2.29	2.23	2006.01~2014.12
	金宵云邸	1.13	5.36	2.01	1.74	1.64	2013.12~2015.12
	温馨阳光	1.29	4.90	1.10	1.33	1.59	2005.12~2009.12
	仁和馨园	3.91	15.85	6.62	7.53	5.20	2008.07~2014.12
	柳开馨苑	1.87	11.60	4.99	3.59	3.85	2010.03~2014.12
	红桥馨城	2.30	11.42	4.43	4.34	4.95	2009.10~2013.12
	绿水云间	2.40	9.66	4.30	3.96	5.15	2009.12~2014.12
	仁和家园	0.47	1.32	0.57	0.72	0.51	2014.08~2017.12
	馨雅小苑	0.55	2.77	1.09	1.03	0.95	2012.07~2017.12
	盛通馨园	0.68	2.26	1.05	1.04	0.64	2012.07~2017.12
	温馨花园	15.38	63.77	18.00	17.01	19.15	2011.09~2020.12
	康馨茗园	2.53	12.86	5.20	4.39	5.26	2011.07~2020.12
	站前·馨印象	1.50	9.83	4.85	3.00	2.95	2015.03~2020.12
	温馨竹园	2.06	7.88	3.00	2.90	2.71	2015.09~2021.12
	合计	53.23	249.18	87.41	75.75	83.63	--
在建	馨和庭	0.32	2.25	1.45	0.75	未销售	2015.11~2024.06
	惠风和苑	0.92	3.78	6.30	5.23	未销售	2015.12~2024.12
	南站馨城	3.53	23.24	11.00	11.38	未销售	2015.03~2022.12
	温馨年华	6.08	28.62	13.06	12.70	7.45	2017.06~2023.06
	站前馨苑	0.63	1.94	0.96	0.03	未销售	2016.03~2024.12
	站前馨天地	1.07	7.53	5.00	4.11	未销售	2016.03~2023.12
	馨都雅居	0.49	2.32	1.37	1.23	未销售	2016.03~2023.12
	温馨祥园	0.64	1.92	1.38	1.78	未销售	2017.11~2022.12
	和悦馨城(温馨茗园)	1.87	5.31	3.88	2.08	未销售	2018.04~2024.06
	温馨鸿苑	0.81	3.98	3.00	1.93	未销售	2018.04~2024.06
	温馨雅苑	1.47	4.15	2.70	2.22	未销售	2018.01~2023.06
	丽景馨居(温馨丽园)	1.39	5.05	2.20	2.15	未销售	2018.06~2023.06
	红桥馨城(二期)	1.60	5.93	4.00	1.46	未销售	2019.04~2024.06
	温馨景苑(嘉和馨园)	3.63	4.05	10.00	4.36	未销售	2021.12~2024.12
	温馨 772	3.42	16.66	11.00	9.86	6.25	2016.12~2023.06
	合计	27.87	116.73	77.30	61.26	13.70	--

注：建设期间统计口径为从征地拆迁开始至实际完工或预计完工日期。

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 1 个，为鹅山馨园（柳州市火车站西广场安置房项目），规划建筑面积 5.74 万平方米，总投资 4.00 亿元。

总体来看，公司保障房项目销售情况尚可，该板块在建项目量较多，业务可持续性较好，未来收

入实现较有保障，但同时也面临一定的投资压力，以及政策和房地产市场环境波动下的去化压力。

城市开发建设业务收入规模较小且呈波动态势；自营的西鹅铁路货运中心项目资本支出压力较大，资金平衡情况有待关注

2021 年以来公司代建业务主体及业务模式均

¹ 部分项目已投资规模超过规划总投资，尚需投资规模按 0 计算。

无变化，仍由柳州市财政局按项目建设进度全额按年拨付公司专项资金用于项目建设，在项目建设期间柳州市政府分年度平均支付管理费，根据项目总投资金额不同按照相应标准收取，代建管理费以0.1%~1.5%为主。2021年，公司实现代建管理费收入444.81万元，较上年明显增加，主要系当期结算项目较多所致，但该业务收入规模仍较小，对公司

营业收入贡献有限。

截至2021年末，公司主要在建的代建项目共9个，主要为医院、学校、搬迁工程等项目，总投资额为25.17亿元，已完成投资19.68亿元，累计确认代建管理费收入1,624.49万元。

表7：截至2021年末公司主要在建代建项目情况（万元）

项目名称	总投资额	已投资额	累计确认代建管理费收入
工人医院总院搬迁(一期)	131,021.00	88,834.75	601.37
柳州市白莲洞洞穴博物馆改扩建项目	6,300.00	11,644.32	119.02
河西片区110KV野堡线迁改工程项目	5,000.00	3,340.98	40.69
阳和工业新区六座中心校改扩建项目	3,000.00	5,098.36	60.39
柳州市第一中学迁建项目	39,500.00	24,347.57	214.90
老年活动中心综合楼（原福彩中心服务楼）	5,900.00	5,736.61	66.42
工人医院西园门诊住院综合楼项目	30,000.00	29,015.55	250.12
柳州市工人医院整体建设改造项目	25,000.00	23,002.03	204.73
柳州军用供应站军供大厦项目	6,000.00	5,787.42	66.86
合计	251,721.00	196,807.59	1,624.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自建项目方面，公司承接的自建项目资本支出压力较大，仍主要为柳州市西鹅铁路货运中心站项目。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，建设内容包括柳州东站的还建、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，西鹅铁路货运中心站项目已投资额为73.91亿元²（不含土地使用权），目前已实现部分土地出让。

总体来看，现阶段公司城市开发建设业务收入主要来自代建管理费，但规模较小，且受项目阶段进度影响有所波动。公司自建的西鹅铁路货运中心资金平衡情况有待关注。

物业服务、租赁等其他业务运营稳定，2021年其他业务收入同比增加，但收入规模仍较小

公司其他业务主要包括物业服务、租赁和部分投资性房地产出售等。具体来看，物业服务业务主要由全资子公司柳州市馨运物业服务有限公司（以下简称“馨运物业”）负责运营；截至2022年3月

末，馨运物业接管的物业项目包括和兴园、仁和馨园、兴怡园、温馨阳光、北岸馨园以及宏祥园等21个小区，管理总建筑面积达321.00万平方米。物业及租赁等业务运营情况稳定，2021年公司实现其他业务收入0.94亿元，同比增加0.34亿元；其中物业服务收入为0.56亿元，同比增加0.13亿元。

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。本报告各期财务数据均为期末数，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

2021年公司营业总收入及毛利率同比变化不大，但受财务费用大幅增加影响，经营性业务利润有所下降，公允价值变动收益增加使得利润总额稳步增长；受保障房业务销售回款减少影响，跟踪期内公司收现比持续下降

2021年公司实现营业总收入19.53亿元，较上年基本持平，收入构成方面，房地产开发及保障房

² 该项目投资成本原计入“在建工程”，2021年末转入“存货”核算。

收入、土地整理收入仍为最主要来源，其中受项目销售及交付进度影响，保障房板块收入略有下降；土地整理业务收入增幅较小。同期，代建管理费及其他业务收入有所增加，但整体收入规模仍较小，对营业总收入贡献有限。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 2.48 亿元，主要来自保障房业务收入，较上年同期略有下降。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率水平小幅降低，主要系受到保障房及土地整理业务盈利能力波动的影响。受当期交付的房建项目利润率偏低影响，2021 年房地产开发及保障房业务毛利率大幅降至 13.67%；同期，土地整理业务毛利率有所提升，主要是由于当期出让的土地开发成本相对较低所致。2022 年 1~3 月，公司营业毛利率小幅回升。

表 8：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发及保障房	10.62	10.03	9.22	2.29
土地整理	7.72	9.18	9.33	-
代建管理费	0.05	0.02	0.04	-
其他业务	0.73	0.60	0.94	0.19
合计	19.12	19.84	19.53	2.48
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发及保障房	24.34	20.03	13.67	13.73
土地整理	31.39	12.13	16.37	--
代建管理费	100.00	100.00	100.00	--
其他业务	53.68	41.47	47.74	59.17
综合	28.51	17.11	16.79	17.18

注：其他业务收入主要包括物业服务、租赁收入、出售投资性房地产收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用同比增长 0.56 亿元，主要系当期费用化利息支出金额大幅增加所致，亦使得财务费用成为公司期间费用的最主要构成；同时管理费用随着职工薪酬增加亦呈增长态势，受此影响，2021 年公司期间费用率同比提高 2.91 个百分点至 7.92%，对利润形成一定侵蚀。2022 年 1~3 月，由于营业收入规模较小，期间费用率进一步提高，公司费用管控能力有待提升。

2021 年，公司实现利润总额 3.68 亿元，同比稳步增长，构成方面仍主要来自于经营性业务利润和投资收益。2021 年，受营业毛利率下降及期间费用侵蚀加大影响，公司经营性业务利润较 2020 年小幅减少至 1.94 亿元，其中其他收益为 0.53 亿元，主要为政府退税款，同比大幅增加。投资收益仍对利润总额形成重要补充，主要来自公司持有柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）³、柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”）等股权形成的收益，2021 年略有减少。此外，2021 年公允价值变动收益为 0.60 亿元，主要来自持有柳州银行公允价值的变动；公允价值变动收益大幅增加，且由负转正，是 2021 年公司利润总额增长的主要原因。2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润及利润总额均实现较小规模的盈利。

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司收现比持续大幅下降，主营业务获现能力弱化，主要系受到销售进度影响，2021 年以来保障房业务销售回款减少，同时随着陆续完工交付，逐步将前期预收的售房款确认收入所致。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	0.81	0.99	1.55	0.24
其中：财务费用	0.14	0.27	0.79	0.14
管理费用	0.50	0.46	0.51	0.10
期间费用率	4.23%	5.01%	7.92%	9.80%
经营性业务利润	4.34	2.08	1.94	0.14
其他收益	0.07	0.04	0.53	0.001
投资收益	0.67	1.28	1.12	-
公允价值变动收益	-1.03	-0.48	0.60	-
利润总额	3.29	3.24	3.68	0.14
收现比	0.65	1.31	0.84	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司被注销的土地资产规模较大，导致期末总资产及所有者权益规模大幅下降，财务杠杆率显著提高，资产负债率已上升至较高水平；公司货币资金规模大幅减少且受限比例高，整体资产流动性依然不佳同时资产稳定性有待关注；短期债务占比

³ 柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）成立于 2017 年，经营期限 5 年，总认缴金额 100 亿元，公司出资 10 亿元，认购劣后级份额。

有所下降，但整体规模仍较大

受土地资产（原计入“存货”科目）注销事项影响，2021 年末公司总资产降至 514.78 亿元，同比减少 10.67%。具体来看，公司资产仍以流动资产为主，其中存货为资产的最主要构成，2021 年末规模及其占比均大幅增加，主要系将原计入“无形资产”和“在建工程”中的西鹅铁路货运中心项目土地使用权及其投资成本转入“存货”核算所致；同时土地整理业务及保障房项目持续投入，开发成本亦有所增加。截至 2021 年末，公司存货账面价值为 413.77 亿元，占总资产的 80.38%，主要包括项目开发成本 86.75 亿元、开发产品 9.31 亿元及土地整理成本 317.67 亿元；土地整理成本中，公司剩余的作价出资土地共计 65.15 万平方米，账面价值 63.70 亿元，其中因借款抵押的土地为 50.45 亿元，此外该部分作价出资土地未来仍存在注销风险，中诚信国际将对此保持关注。2021 年末，公司应收账款及其他应收款规模减少；同期末，基于债务偿还及项目建设等资金支出需求，货币资金大幅下降至 27.87 亿元，其中有 19.63 亿元系保证金和存单质押，其使用用途受到限制，公司实际可用货币资金规模较少。非流动资产方面，因执行新金融工具准则，2021 年末公司将原计入“可供出售金融资产”中对柳州银行的股权投资转入“其他非流动金融资产”核算，期末公允价值有所增长。受出售部分投资性房地产影响，2021 年末其账面价值略有减少。2022 年 3 月末，公司总资产规模较上年末基本持平，但货币资金继续减少至 19.86 亿元，公司存在流动性压力。

总体来看，2021 年以来，公司资产仍以保障房等项目开发成本、土地整理项目和土地资产为主。公司土地整理项目及开发成本回收周期较长；土地资产主要为作价出资的商服、城镇住宅用地，作价出资土地未缴纳土地出让金，且较多土地资产已被抵押，整体来看公司资产流动性依然不佳。此外，公司对所属资产控制力不强，2021 年注销的土地资

产账面价值 72.13 亿元，占总资产比重较大，剩余作价出资土地是否会被注销仍存在不确定性，公司资产稳定性有待关注。

表 10：近年来公司主要资产构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	536.30	576.29	514.78	514.78
货币资金	19.45	42.03	27.87	19.86
应收账款	6.95	0.29	0.04	0.04
其他应收款	3.03	5.26	2.23	2.08
存货	310.71	332.84	413.77	421.70
可供出售金融资产	21.47	18.38	-	-
其他非流动金融资产	-	-	22.39	22.39
投资性房地产	18.65	18.09	17.57	17.57
在建工程	54.39	66.06	-	-
无形资产	62.79	60.86	-	-
应收类款项/总资产	3.18%	2.19%	1.81%	1.78%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司所有者权益同比减少 67.04 亿元至 162.61 亿元，减少幅度为 29.19%，主要系作价出资土地注销导致的资本公积减少；同期末，未分配利润增长 5.08 亿元，系因会计政策变更调整期初数以及经营利润累积。2022 年 3 月末，公司所有者权益变化不大。

负债方面，2021 年以来公司总负债小幅增长，但随着公司到期债务的逐步偿还，有息债务规模有所下降，截至 2022 年 3 月末为 265.23 亿元，其中债券融资占比最高。具体来看，跟踪期内，公司短期借款呈增长态势，但一年内到期的非流动负债持续大幅减少；长期借款和应付债券等长期债务总体增加；其他应付款主要为应付柳州轨道、柳州市物资集团有限责任公司（以下简称“物资集团”）、柳州市龙溪水利水电建设投资有限公司（以下简称“龙溪水电”）等单位的借款⁴、往来款，2021 年以来规模持续上升。其余负债构成方面，合同负债主要为公司预收售房款（原计入“预收款项”科目），2021 年以来因结转房地产开发及保障房收入而有所减少；2021 年以来，长期应付款主要包括应付融资租赁款和专项应付款，其中 2021 年末专项应付

⁴ 中诚信国际将 2021 年末及 2022 年 3 月末“其他应付款”中应付其他单位的借款部分纳入公司有息债务核算，其中应付物资集团和龙溪水电

的借款于 2022 年到期，调整至短期债务，其余借款部分调整至长期债务。

款为 36.26 亿元，系柳州市财政 2021 年度对公司的拨款。

从资本结构来看，受所有者权益大幅下降影响，公司财务杠杆率同比显著提高；截至 2022 年 3 月末公司资产负债率及总资本化比率分别达 68.40% 和 61.98%，资产负债率已处于较高水平。债务结构方面，2021 年以来公司短期债务及其占比均有所下降，但总体规模仍相对较大，需持续关注公司未来债务结构调整情况。

表 11：近年来公司资本结构和债务结构（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
所有者权益合计	227.18	229.65	162.61	162.68
实收资本	3.47	3.47	3.47	3.47
资本公积	193.83	193.83	121.70	121.70
其他综合收益	9.22	9.18	9.05	9.05
未分配利润	19.08	21.35	26.43	26.50
总负债	309.12	346.65	352.17	352.10
短期借款	2.00	2.64	19.43	17.77
预收款项	24.22	22.89	0.01	-
合同负债	-	-	18.45	16.81
其他应付款	19.80	24.80	27.36	36.31
一年内到期的非流动负债	57.78	91.51	60.72	46.24
长期借款	101.27	64.92	58.72	59.22
应付债券	56.97	101.76	109.92	113.90
长期应付款	27.01	19.40	36.81	44.45
总债务	245.03	293.26	278.87	265.23
短期债务	59.78	100.78	87.51	68.18
短期债务/总债务	0.24	0.34	0.31	0.26
资产负债率	57.64	60.15	68.41	68.40
总资本化比率	51.89	56.08	63.17	61.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受主营业务回款减少影响，2021 年公司经营活动现金流缺口小幅扩大；因偿还一定规模债务，筹资活动净现金流转为负；公司整体偿债指标表现依然较弱，货币资金受限比例高，对短期债务覆盖能力进一步弱化，公司面临很大短期偿债压力

由于公司投资的相关项目建设期长，资金需求大，2021 年经营活动净现金流仍持续为负，且净流出规模较上年小幅增加，主要系当期房地产开发及保障房业务销售回款减少所致。2021 年，公司在建自营项目投资进度放缓，同期收到柳州市财政拨款 36.26 亿元，并收回部分基金投资本金，使得投资活

动净现金流大幅增加，当期实现净流入 39.88 亿元。2022 年 1~3 月，因收到一定规模往来款及财政拨款，经营及投资活动现金流均呈净流入状态。由于偿还一定规模的债务，2021 年及 2022 年 1~3 月公司筹资活动现金流转为大额净流出状态。

2021 年公司 EBITDA 稳步增加，但对债务本息的保障能力仍较弱；同期，经营活动净现金流持续为负，无法有效覆盖债务本息。短期偿债能力方面，2021 年以来公司短期债务规模有所下降，但货币资金规模持续大幅减少，对短期债务的覆盖能力很弱，截至 2022 年 3 月末覆盖倍数仅 0.29 倍，考虑到货币资金受限比例高，则实际覆盖能力更弱，公司面临很大短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-21.13	-7.61	-9.24	1.83
投资活动净现金流	-32.78	1.67	39.88	7.63
筹资活动净现金流	26.39	16.50	-51.80	-13.04
EBITDA	3.53	3.94	5.78	--
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.23	0.32	--
总债务/EBITDA	69.46	74.39	48.22	--
货币资金/短期债务	0.33	0.42	0.32	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司未来两年到期债务规模较大，2023 年系债务到期高峰，面临集中兑付压力，需关注债务偿还及资金安排情况；较大规模的受限资产或对公司再融资产生一定的影响

截至 2022 年 3 月末，公司债务总额为 265.23 亿元，其中 2022 年 4~12 月、2023 年及 2024 年，公司分别需偿还到期债务 46.58 亿元、102.33 亿元和 49.96 亿元，未来两年到期债务规模较大，2023 年系债务到期高峰；考虑债券到期情况，2022 年 4~12 月及 2023 年，公司到期、回售及提前还本的债券规模占存续债券余额的比例为 70% 左右，面临集中兑付压力。公司货币资金对短期债务覆盖能力弱，中诚信国际将持续关注公司债务偿还及资金安排情况。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
------	-----------	------	------	------

到期金额	46.58	102.33	49.96	10.33
------	-------	--------	-------	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 80.96 亿元，包括受限货币资金 19.63 亿元、存货抵押 52.52 亿元（均为抵押的土地使用权）及抵押的投资性房地产 8.81 亿元。受限资产占总资产比重为 15.73%，较大规模的受限资产或对公司再融资产生一定的影响。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司合并口径对外担保金额合计 10.35 亿元，占净资产的 6.36%；其中对柳州阳和开发投资有限公司担保金额为 4.40 亿元，对柳州龙建担保金额为 5.95 亿元。

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得的银行授信总额为 266.30 亿元，未使用授信余额 47.59 亿元。

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 6 月 1 日，公司本部已结清信贷信息中存在 2 笔关注类中长期借款。根据公司提供的由中国工商银行股份有限公司柳州分行（以下简称“工行柳州分行”）于 2020 年 4 月 23 日出具的《征信查询情况说明》，上述 2 笔关注类贷款系工行柳州分行发放的 5 年期并购贷款，公司均能按时还本付息，未出现违约情况，在工行柳州分行资产分类为正常类贷款。除此之外，公司无未结清不良信贷信息，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，地位较重要，2021 年获得较大规模的财政拨款

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，经济和财政实力较强，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、土地整理和项目代建等，地位较重要。支持情况方面，2021 年，公司收到政府退税款 0.53 亿元；2021 年及 2022 年 1~3 月分别获

得柳州市财政拨款 36.26 亿元和 7.67 亿元，计入“长期应付款。”此外，2022 年 6 月，容城会计师事务所（特殊普通合伙）广西分所出具了《关于柳州东通投资发展有限公司现金注资专项说明》称，根据柳州市国资委下发的《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），自 2021 年 8 月至 2022 年 3 月，公司收到柳州轨道代柳州市财政局累计下发的财政拨款 34 亿元，款项性质为国有资本金。

偿债保障措施

“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”本息的到期兑付由柳州投控提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

柳州投控是根据柳州市委、柳州市政府《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）成立的，由柳州市国资委作为最终控制人的国有独资公司。柳州投控成立于 2001 年 7 月 25 日，截至 2022 年 3 月末，柳州投控注册资本和实收资本均为 19.31 亿元，控股股东及实际控制人仍为柳州市国资委。

柳州投控作为柳州市的基础设施建设、土地开发整理及保障房建设的运营主体之一，在资金注入、资产注入和政策等方面得到柳州市政府的大力支持。2021 年将北城集团注入柳州投控，增加其资本公积。财政补贴方面，2021 年，柳州投控分别收到政府补助 2.45 亿元，充实了利润规模。同期，柳州东通注销土地账面价值共计 72.13 亿元，占柳州投控 2021 年末净资产 12.38%，对柳州投控信用实力造成较大影响。

业务方面，柳州投控作为柳州市重要的投融资平台，主要从事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业务。2021 年实现营业总收入 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。同期，柳州投控实现净利润

9.40 亿元，经营活动净现金流为 52.37 亿元。

截至 2022 年 3 月末，柳州投控资产总额 1,858.53 亿元，所有者权益合计 580.50 亿元，资产负债率为 68.77%，较上年末增加 5.55 个百分点；截至 2022 年 3 月末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。

截至 2022 年 3 月末，柳州投控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，本部到期债券（含回售）规模达 168 亿元，刚兑压力很大。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，柳州投控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。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，柳州投控对外提供共计 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，柳州投控面临较大的或有负债风险。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，柳州投控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再融资产生较大的影响。

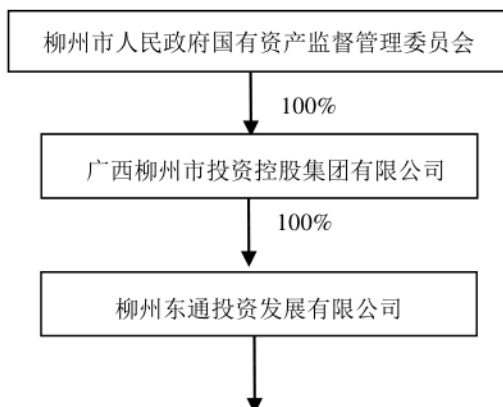
整体而言，柳州投控在柳州市地位突出，政府在资金、政策及项目方面对柳州投控支持力度大，柳州投控保障房建设及城市投资建设板块项目来源充足、燃气供水等公共服务板块运营稳健。但合并口径及本部短期偿债压力大、2023 年债券到期面临刚性兑付压力大，财务杠杆快速上升且处于高位不利再融资、资产注销事项及或有负债风险等因素也对柳州投控的信用实力形成较大影响。

中诚信国际维持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，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够对“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”的还本付息起到一定的保障。

评级结论

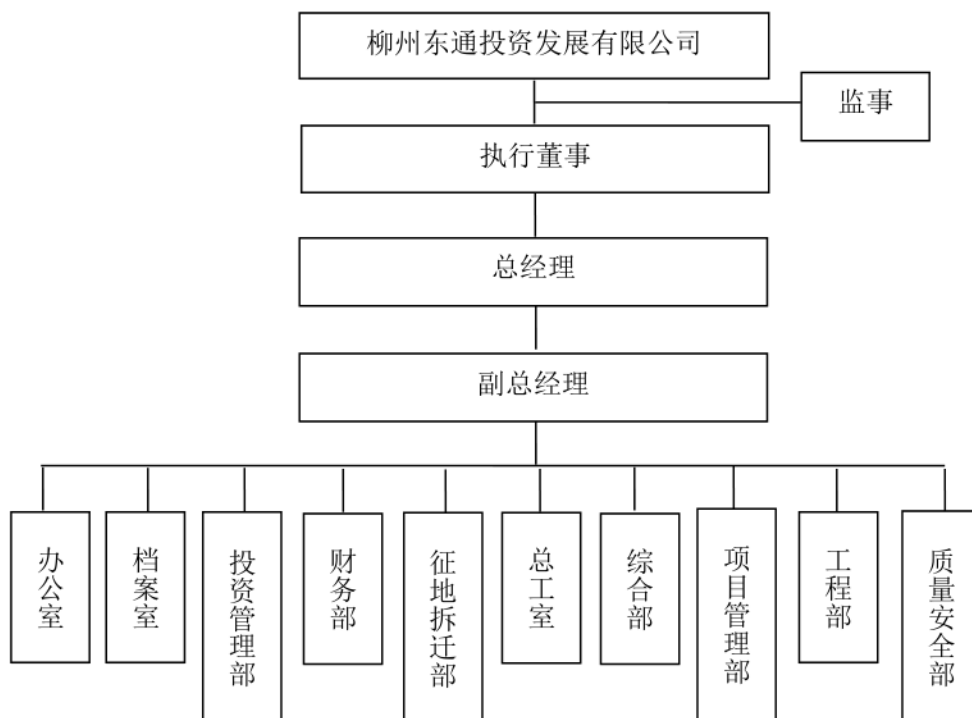
综上所述，中诚信国际维持“20 柳投 02”、“20 柳投 04”和“20 柳投 05”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：柳州东通投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



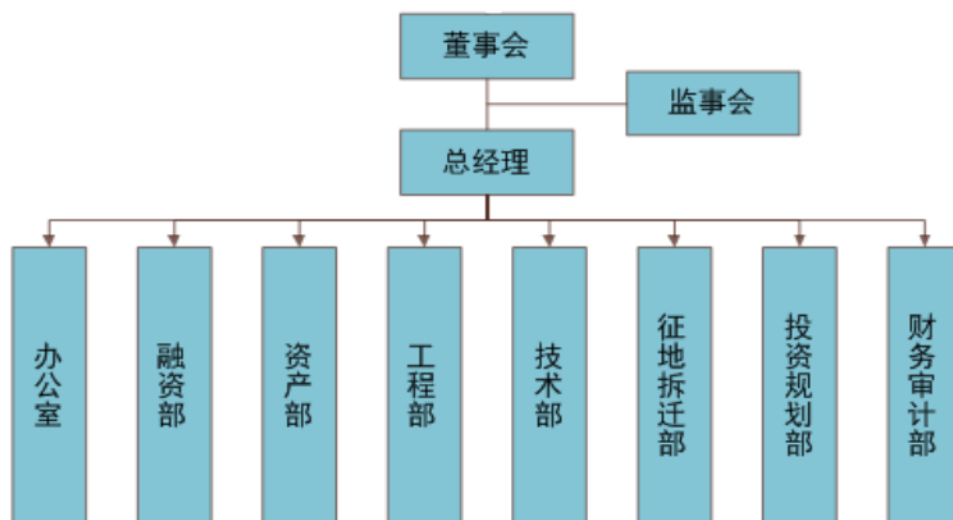
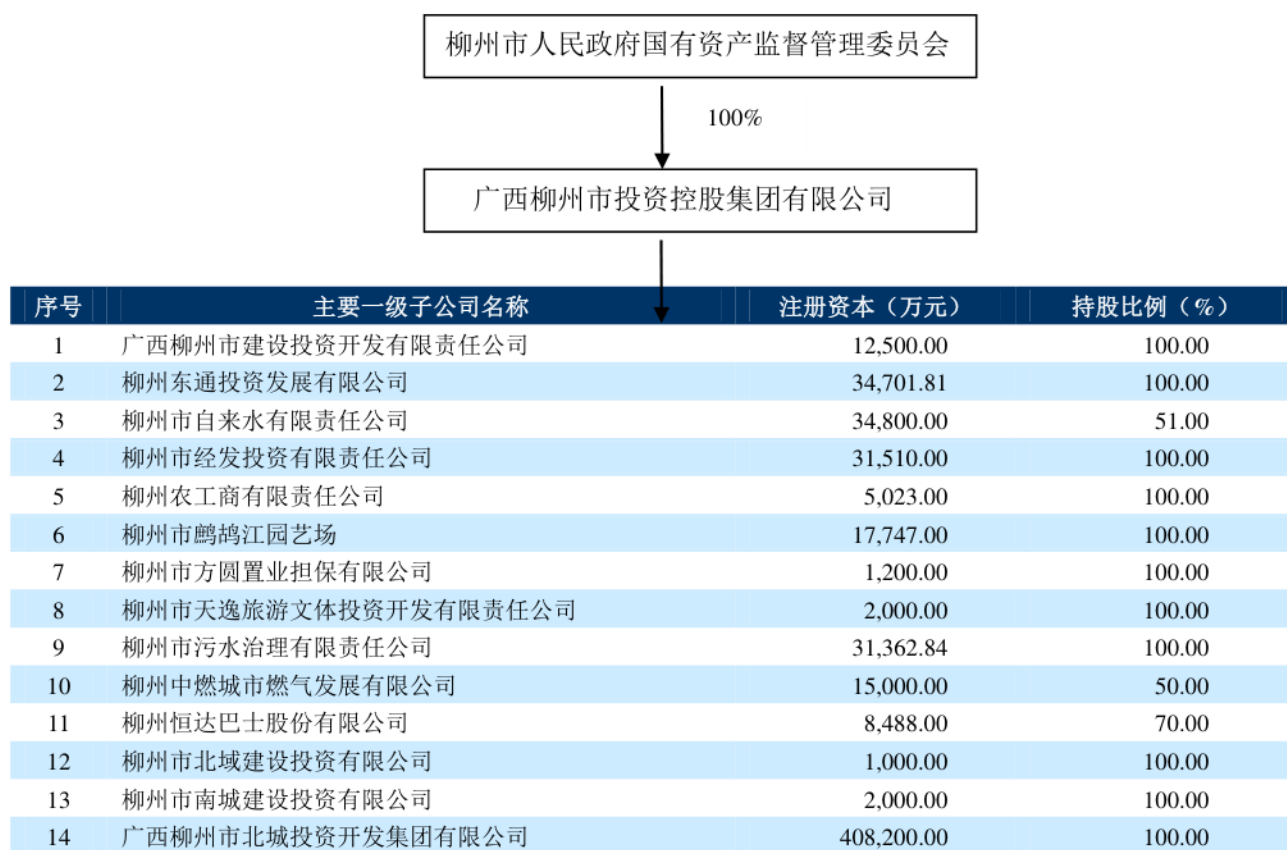
序号	子公司名称	持股比例（%）	取得方式
1	柳州市温馨房地产开发有限责任公司	100.00	投资设立
2	柳州市馨运物业服务有限公司	100.00	投资设立
3	柳州益通馨和实业投资发展有限公司	100.00	投资设立
4	柳州桂银通城市发展基金管理中心（有限合伙）	55.31	投资设立

注：柳州桂银通城市发展基金管理中心（有限合伙）总认缴出资额为 30.01 亿元，公司认缴出资比例为 10%，系唯一劣后级合伙人，将其并表。



资料来源：公司提供

附二：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）



资料来源：柳州投控提供，中诚信国际整理

附三：柳州东通投资发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	194,521.67	420,261.64	278,667.86	198,631.98
应收账款	69,508.56	2,921.45	385.20	385.20
其他应收款	30,315.28	52,578.74	22,262.39	20,822.61
存货	3,107,085.97	3,328,350.94	4,137,674.21	4,216,957.82
长期投资	307,026.58	296,564.37	342,344.87	342,344.87
在建工程	543,941.11	660,626.28	0.00	0.00
无形资产	627,919.49	608,574.36	0.00	0.00
总资产	5,363,026.09	5,762,938.50	5,147,820.68	5,147,762.25
其他应付款	270,798.93	247,980.06	273,618.92	363,102.87
短期债务	597,807.63	1,007,763.82	875,114.30	681,756.40
长期债务	1,852,536.88	1,924,877.81	1,913,557.34	1,970,578.50
总债务	2,450,344.50	2,932,641.63	2,788,671.64	2,652,334.90
总负债	3,091,184.10	3,466,459.73	3,521,702.20	3,520,973.74
费用化利息支出	2,315.55	7,017.25	20,932.24	--
资本化利息支出	152,839.24	165,915.34	162,325.15	--
实收资本	34,701.81	34,701.81	34,701.81	34,701.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,271,841.99	2,296,478.77	1,626,118.48	1,626,788.52
营业总收入	191,243.76	198,387.71	195,341.60	24,799.37
经营性业务利润	43,435.14	20,795.90	19,404.76	1,402.80
投资收益	6,684.66	12,764.05	11,217.38	0.00
净利润	24,091.15	27,017.19	31,756.39	670.03
EBIT	35,177.50	39,374.45	57,772.82	--
EBITDA	35,275.66	39,423.84	57,826.94	--
销售商品、提供劳务收到的现金	124,192.97	259,188.11	164,393.14	7,453.85
收到其他与经营活动有关的现金	91,615.10	79,522.04	77,788.48	112,746.14
购买商品、接受劳务支付的现金	357,387.25	371,286.40	286,014.25	61,565.21
支付其他与经营活动有关的现金	8,343.52	4,321.33	13,629.93	23,376.17
吸收投资收到的现金	231,800.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	281,981.32	144,729.03	11,656.97	513.45
经营活动产生现金净流量	-211,283.76	-76,115.42	-92,351.66	18,278.56
投资活动产生现金净流量	-327,842.24	16,733.25	398,770.83	76,331.50
筹资活动产生现金净流量	263,940.48	165,010.10	-517,997.93	-130,395.94
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.51	17.11	16.79	17.18
期间费用率(%)	4.23	5.01	7.92	9.80
应收类款项/总资产(%)	3.18	2.19	1.81	1.78
收现比(X)	0.65	1.31	0.84	0.30
总资产收益率(%)	0.68	0.71	1.06	--
资产负债率(%)	57.64	60.15	68.41	68.40
总资本化比率(%)	51.89	56.08	63.17	61.98
短期债务/总债务(X)	0.24	0.34	0.31	0.26
FFO/总债务(X)	0.01	0.01	0.01	0.03
FFO 利息倍数(X)	0.24	0.09	0.08	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.36	-0.44	-0.50	--
总债务/EBITDA(X)	69.46	74.39	48.22	--
EBITDA/短期债务(X)	0.06	0.04	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	0.33	0.42	0.32	0.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.23	0.23	0.32	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2022 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量补充资料及利息支出，故相关指标失效；3、中诚信国际分析时，将“其他应付款”、“其他流动负债”及“长期应付款”中有息部分调整至债务核算。

附四：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、柳州投控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“其他应付款”、“其他流动负债”及“长期应付款”中有息部分调整至债务核算；3、柳州投控未提供 2022 年一季报现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附五：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”。

附六：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。