



柳州东通投资发展有限公司公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2068 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果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发行人进行跟踪评级，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。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	柳州东通投资发展有限公司	AA/负面
本次跟踪担保主体及评级结果	广西柳州市投资控股集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 柳投 02”、“20 柳投 04”、“20 柳投 05”	AA ⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，维持评级展望为负面。“20 柳投 02”、“20 柳投 04”、“20 柳投 05”债项级别充分考虑了广西柳州市投资控股集团有限公司（以下简称“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。中诚信国际认为柳州市经济实力仍较强，在广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）仍具有重要的经济地位，同时柳州东通投资发展有限公司（以下简称“柳州东通”或“公司”）保持重要的职能定位，获得政府及股东的大力支持。同时需关注公司债务规模仍较高且短期偿债压力仍很重、在建及拟建项目资本支出压力较大、资产流动性和收益性较差、仍存在土地资产被注销风险、区域融资环境不佳及自身负面舆情对其再融资能力产生不利冲击等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级下调因素：柳州市经济财政实力明显弱化，区域再融资环境持续恶化；公司地位下降导致外部支持大幅减弱，债务压力持续加大，政府支持及公司偿债资金准备缺乏明确可行的安排；公司财务指标明显弱化，流动压力及再融资能力无实质改善，偿债能力持续下降且无明确可执行其他外部支持。

可能触发负面展望回调为稳定的因素：柳州市经济财政实力明显强化，区域再融资环境实质性改善；公司获得柳州市及上级政府强有力的支持，资本实力显著增强，资产质量明显提升，债务结构大幅改善，流动性压力及再融资环境显著缓解，财务指标大幅改善且具有可持续性；债务履约情况及再融资能力明显改善等。

正面

- **区域经济实力仍较强。**柳州市是广西最大的工业城市，汽车、机械、冶金等产业发达，经济实力长期居广西地市第二位，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。
- **职能定位较重要，跟踪期内仍获得政府的大力支持。**公司是柳州市主要的城市建设主体之一，地位较重要；跟踪期内，政府在资产注入和资金补贴方面给予了公司大力支持。

关注

- **债务规模仍较高且短期偿债压力仍很重。**截至2023年3月末，公司总债务规模为233.53亿元，其中短期债务为105.85亿元，短债债务占比达45.33%；同期末公司非受限货币资金为1.10亿元，非受限货币资金/短期债务仅为0.01倍，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力很弱，且公司2023年7~12月内到期债券规模24.34亿元、最大债券回售规模27.00亿元，仍然面临很重的短期偿债压力。
- **资本支出压力较大。**公司土地整理、保障房项目未来尚需投入规模均较大，公司面临较大资本支出压力。
- **资产流动性和收益性较差，且仍存在土地被注销风险。**截至2022年末，公司资产中存货占比达58.82%，其中土

地整理业务形成的土地整理成本为211.98亿元（含80.32亿元政府作价出资土地），占存货的68.74%；房地产开发及保障房业务形成的开发成本及开发产品合计96.36亿元。截至2022年末公司受限资产达66.55亿元，占同期末总资产的12.69%，较大规模的资产受限亦对公司资产流动性和再融资空间产生不利影响。政府作价出资土地规模较大，未来仍存在被注销风险。

- **区域融资环境不佳及自身负面舆情，公司再融资能力受到不利冲击。**2022年以来，柳州市多家平台企业出现负面舆情，区域整体再融资环境受到较大冲击。公司自2022年3月以来，未再进行债券融资，且多次出现票据逾期、受到行政监管措施及自律处分等负面舆情，相关事项的发生对公司资本市场形象产生负面冲击，对公司再融资能力产生不利影响。

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：廖倾城 qchliao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

柳州东通（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	576.29	514.78	524.28	522.79
经调整的所有者权益合计（亿元）	229.65	162.61	234.44	233.07
负债合计（亿元）	346.65	352.17	289.84	289.72
总债务（亿元）	293.26	278.87	249.98	233.53
营业总收入（亿元）	19.84	19.53	16.43	4.16
经营性业务利润（亿元）	2.08	1.94	3.87	0.22
净利润（亿元）	2.70	3.18	3.24	0.11
EBITDA（亿元）	3.94	5.78	5.53	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.61	-9.24	-3.37	9.31
总资本化比率(%)	56.08	63.17	51.60	50.05
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.23	0.32	0.36	--

注：1、中诚信国际根据柳州东通提供的其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 2021 年度审计报告、经祥浩（广西）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 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、为准确反映公司债务情况，将公司其他流动负债和部分其他应付款中的有息负债调入短期债务，将公司长期应付款和部分其他应付款中的有息负债调入长期债务，其他流动负债中的有息部分系公司向当地各国企的长期或短期借款；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

担保主体概况数据

柳州投控（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	1,640.19	1,854.85	1,932.87	1,920.54
经调整的所有者权益合计（亿元）	606.18	582.67	643.11	642.02
总债务（亿元）	911.16	1,023.78	1,103.59	1,075.97
营业总收入（亿元）	51.74	61.15	60.55	11.64
净利润（亿元）	7.81	9.40	8.37	0.60
EBITDA（亿元）	18.04	26.54	23.94	--
经营活动净现金流（亿元）	2.05	52.37	46.33	32.41
资产负债率(%)	60.05	63.73	63.18	62.63

注：1、中诚信国际根据柳州投控提供的其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 2021 年度审计报告和经祥浩（广西）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 2022 年度审计报告整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；且各期财务报告均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款和其他应付款中的有息部分计入长期债务，将其他流动负债中的有息部分计入短期债务，其中，其他应付款中的有息部分系柳州投控向当地各国企的长期拆借款；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；4、柳州投控 2023 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

同行业比较（2022 年数据）

项目	柳州东通	柳州东城	柳州投控
地区	柳州市	柳州市	柳州市
GDP（亿元）	3,109.09	3,109.09	3,109.09
一般公共预算收入（亿元）	151.20	151.20	151.20
经调整的所有者权益合计（亿元）	234.44	478.70	643.11
总资本化比率（%）	51.60	60.35	63.18
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.36	0.19	0.36

注：柳州东城系“广西柳州市东城投资开发集团有限公司”的简称；柳州投控系“广西柳州市投资控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

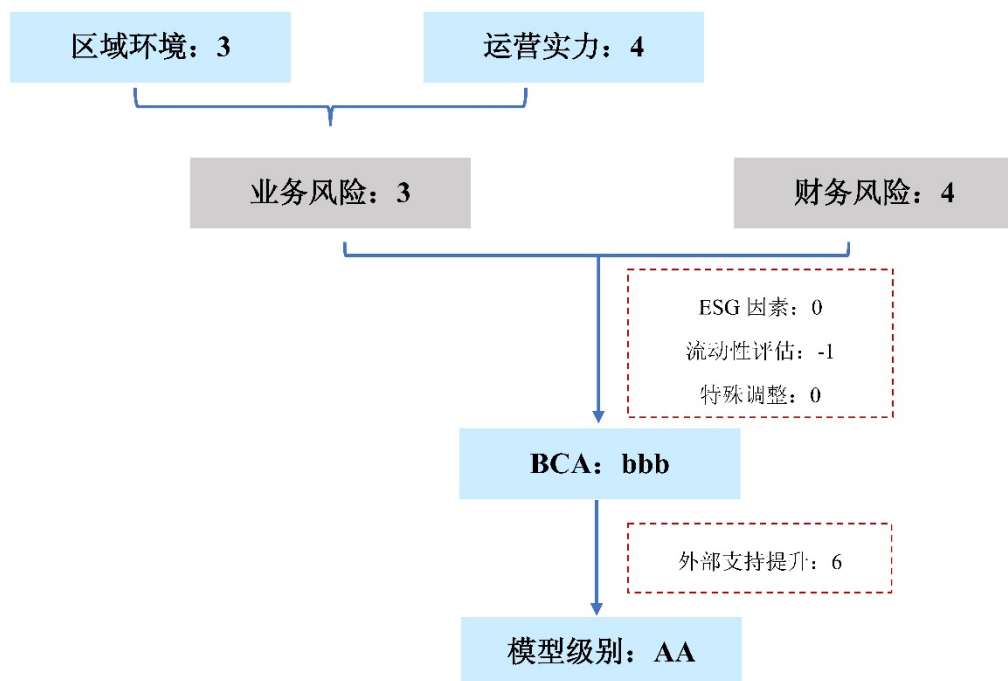
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
------	----------	----------	--------	----------	----------	-----	------

20 柳投 02	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/29	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 ⁺	2022/06/29	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 ⁺	2022/06/29	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

评级模型

柳州东通投资发展有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为柳州市主要的城市开发建设主体之一，主营业务涉及保障房建设、土地整理和项目代建等，但柳州市平台类企业数量较多，公司业务内容与柳州市其他平台类企业存在一定重合，业务竞争力较弱；公司在建及拟建土地整理及保障房项目量较为充足，尚需投资规模较大，业务稳定性和可持续性较强；公司资产以存货和其他非流动资产为主，存货中土地整理成本占比较高，变现能力较弱，公司资产收益性和流动性均较弱，资产价值较低。整体来看，公司业务风险较高。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府资金及资产注入，公司所有者权益规模有所增长，资本实力有所增强；随着债务净偿还叠加融资减少，公司总债务规模有所减少，但短期债务占比大幅上升，短期债务压力较大，债务结构有待改善，政府注资叠加债务净偿还，财务杠杆率有所下降；EBITDA 及经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出；此外，公司对同区域平台企业的对外担保规模很大，面临较高的或有负债风险；同时，在负面舆情频发及区域融资环境不佳的背景下，公司再融资能力受到很大不利冲击。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，柳州东通具有 bbb 的个体基础信用等级，反映了其业务风险和财务风险以及流动性很弱的不利影响。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，柳州市政府有强的支持能力，主要体现在柳州市工业基础较好，经济财政实力较强；公司作为柳州市主要的城市开发建设主体之一，成立以来在资金支持和资产注入等方面持续获得政府支持，具备较高的重要性及与政府较紧密的关联度。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“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 2023 年 3 月末，募集资金已使用完毕。

“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 2023 年 3 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 2023 年 3 月末，募集资金已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

柳州市位于广西自治区中北部，是广西第二大城市和区域性中心城市。作为广西最大的工业城市，工业比例在广西居首位，占广西工业总产值的四分之一。柳州市具有一定的交通区位优势，公路、铁路、航空及航运交通较全面，是广西重要的综合交通枢纽。柳州市工业基础较好，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、先进装备制造等新兴产业崛起的现代工业体系。柳州市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。柳州下辖 5 区 5 县，截至 2022 年末常住人口 419.12 万人，较 2021 年末增加 1.59 万人，近年人口持续净流入。

经济财政方面，2022 年柳州市实现 GDP3,109.09 亿元，比上年下降 1.0%，其中第一产业增加值 285.23 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 1,292.44 亿元，下降 1.6%；第三产业增加值 1,531.42 亿元，下降 1.4%；第一、二、三产业增加值占 GDP 的比重分别为 9.17%、41.57%和 49.26%，按常住人口计算，全年人均 GDP7.43 万元，尚不及全国人均水平。固定资产投资方面，2022 年柳州市固定资产投资（不含农户）比上年下降 7.0%，其中房地产开发投资下降 32.0%。近年作为柳州市支柱产业的汽车工业产值持续下降，同时房地产市场景气度下降，一定程度上影响了柳州市经济发展速度。2022 年，柳州市实现一般公共预算收入 151.19 亿元，扣除留底退税因素后下降 11.2%，按自然口径计算下降 13.6%，其中税收收入 97.43 亿元，自然口径下降 16.0%。政府性基金方面，2022 年柳州市全市实现政府性基建预算收入 211.37 亿元，较 2021 年下降 21.80%，其中市本级实现政府性基金预算收入 192.71 亿元，较 2021 年下降 20.80%，主要系房地产市场预冷导致国有土地出让收入减少所致。债务方面，截至 2022 年末柳州市政府债务余额 763.45 亿元，显性债务总额在广西下属地市中规模较高。再融资环境方面，柳州市城投企业的融资主要依赖银行和直接融资等渠道，同时也存在一定的非标借款，2022 年以来柳州市城投企业土地资产注销、票据逾期、非标涉诉、监管处罚等负面舆情频发，柳州区域城投债券发行数量及规模明显减少，发行利差上行且居高位，区域整体再融资环境恶化，区域城投公司整体再融资及债务偿还面临很大不利冲击。

表 1：2022 年广西壮族自治区下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
广西全区	26,300.87	-	5.22	-	1,687.72	-

南宁市	5,218.34	1	5.87	4	392.68	1
柳州市	3,109.09	2	7.43	3	151.20	2
桂林市	2,435.75	3	4.92	8	125.36	3
玉林市	2,167.46	4	3.72	12	76.54	6
钦州市	1,917.00	5	5.79	5	77.07	5
百色市	1,729.10	6	4.85	9	96.98	4
北海市	1,674.21	7	8.94	2	67.65	9
贵港市	1,572.10	8	3.61	13	70.01	8
梧州市	1,419.67	9	5.02	7	75.70	7
河池市	1,135.54	10	3.32	14	58.01	10
崇左市	1,081.00	11	5.18	6	39.59	14
贺州市	972.16	12	4.80	10	48.75	12
防城港市	968.08	13	9.15	1	44.06	13
来宾市	901.23	14	4.34	11	50.56	11

注：部分人均 GDP 系根据 2021 年常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 2：近年来柳州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	3,176.90	3,057.24	3,109.09
GDP 增速（%）	1.50	2.00	-1.0
人均 GDP（万元）	7.64	7.33	7.43
固定资产投资增速（%）	-1.0	-8.5	-7.0
一般公共预算收入（亿元）	173.10	174.96	151.19
政府性基金收入（亿元）	238.92	270.21	211.37
税收收入占比（%）	61.05	66.31	64.44
公共财政平衡率（%）	36.86	41.34	41.75

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：柳州市统计局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，柳州东通的业务风险较高。公司是柳州市重要的城市建设主体之一，近年收入主要来自房地产开发及保障房业务、土地整理业务，收入来源相对单一，业务竞争力较弱；跟踪期内，受房地产市场不景气影响，公司房地产开发及保障房业务收入大幅下降；同时，在土地市场不景气背景下，公司土地整理业务收入亦承压。此外，公司在整理土地项目及保障房项目资本支出压力仍较大，资金平衡情况有待关注。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发及保障房	10.03	50.55	20.03	9.22	47.19	13.67	5.49	33.42	17.28	3.95	94.94	13.10
土地整理	9.18	46.29	12.13	9.33	47.78	16.37	9.63	58.63	19.03	-	-	-
其他业务	0.63	3.15	43.41	0.98	5.03	50.11	1.31	7.95	57.03	0.21	5.06	53.12
营业收入/毛利率合计	19.84	100.00	17.11	19.53	100.00	16.79	16.43	100.00	21.46	4.16	100.00	15.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块

柳州市平台类企业数量较多，柳州东通主营业务涉及柳州市范围内的土地整理业务，业务范围与柳州市其他平台类企业存在一定重合；公司在建及拟建土地整理项目量较为充足，尚需投资规模较大，业务稳定性和可持续性较强，但土地市场存在较大不确定性，需对后续土地的开发、出让

以及收入实现保持关注。

跟踪期内公司土地整理业务运营主体和业务模式无变化。公司土地整理业务仍主要由本部负责，涉及柳州市范围内的土地整理业务，业务范围与柳州市其他平台类企业存在一定重合，业务区域主要围绕公司开发建设的保障性安居项目为主，遍布柳州市城中区、柳北区、柳南区、鱼峰区和柳东新区。业务模式上，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，在生地变成熟地后，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税费后全额返还公司，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，2022 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 72.48 万平方米，较上年大幅增长，但因相关土地出让价格大幅下滑，当期公司确认土地整理业务收入 9.63 亿元，同比仅小幅增长；同期，公司土地整理成本小幅降至 7.79 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，需对后续土地的开发、出让以及收入实现保持关注。

表 4：2020~2022 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
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
	立宇集团土地整理项目	8,000	0.66	0.49	0.51
	合计	80,289.48	8.07	9.18	9.18
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
2022 年	西鹅片区土地整理项目	574,782.66	4.54	5.67	5.67
	阳和及古亭片区项目	150,000.60	3.25	3.96	3.96
	合计	724,783.26	7.79	9.63	9.63

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园土地整理项目、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 年末已完成投资 347.75 亿元，未来投资压力仍较大。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，需持续关注公司后续土地的开发、出让以及收入实现情况。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建土地整理项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	未来投资计划		
			2023 年	2024 年	2025 年
阳和古亭片区及阳和工业园土地整理项目	150.00	91.44	2.10	2.10	3.00
柳州市火车南站土地整理项目	60.00	72.85	2.00	1.00	-
白露片区土地整理项目	93.00	38.32	1.40	1.40	2.00
西鹅片区	175.00	108.90	2.10	2.10	3.00
其他项目	105.00	36.24	2.10	2.10	3.00

合计	583.00	347.75	9.70	8.70	11.00
----	--------	--------	------	------	-------

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

房地产开发及保障房业务板块

公司保障房业务板块在建项目较多，在建及拟建项目未来仍面临较大投资压力，业务可持续性较强；受房地产市场不景气影响，跟踪期内公司房地产业务收入大幅下降，未来销售及资金回笼情况仍需持续关注。

公司是柳州市重要的保障房建设主体，跟踪期内保障房业务建设主体和建设模式无变化。截至 2022 年末，公司负责开发建设的主要保障房项目共 36 个，已完成“和兴园”、“兴怡园”等 19 个项目的建设，实际完成投资 90.27 亿元；公司在建项目 17 个，在建保障房项目规划总投资为 96.24 亿元，已完成投资 64.32 亿元，未来尚需投资 31.92 亿元。公司已完工保障房项目累计确认销售收入 102.10 亿元，其中 2022 年公司确认收入 5.49 亿元，主要来自市场化销售部分，受房地产市场不景气影响，收入规模较上年大幅下滑。在房地产市场不景气背景下，未来销售及资金回笼情况需持续关注。

表 6：截至 2022 年末公司主要完工、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	4.78	6.30	2008.04~2013.12
	兴怡园	5.64	25.78	8.00	3.59	10.59	2008.09~2012.12
	宏祥园	6.63	32.56	11.30	9.42	11.08	2008.09~2014.12
	北岸馨园	0.56	5.20	1.90	1.64	2.32	2006.01~2014.12
	金宵云邸	1.13	5.36	2.01	1.38	1.64	2013.12~2015.12
	温馨阳光	1.29	4.90	1.10	1.30	1.59	2005.12~2009.12
	仁和馨园	3.91	15.85	6.62	4.88	5.32	2008.07~2014.12
	柳开馨苑	1.87	11.60	4.99	2.87	3.86	2010.03~2014.12
	红桥馨城	2.30	11.42	4.43	4.36	4.99	2009.10~2013.12
	绿水云间	2.40	9.66	4.30	3.94	5.35	2009.12~2014.12
	仁和家园	0.47	1.32	0.57	0.54	0.51	2014.08~2017.12
	馨雅小苑	0.55	2.77	1.09	0.95	0.95	2012.07~2017.12
	盛通馨园	0.68	2.26	1.05	0.63	0.65	2012.07~2017.12
	温馨花园	15.38	63.77	18.00	16.44	19.23	2011.09~2020.12
	康馨茗园	2.53	12.86	5.20	5.07	5.31	2011.07~2020.12
	站前·馨印象	1.50	9.83	4.85	2.62	2.97	2015.03~2020.12
	温馨竹园	2.06	7.88	3.00	3.48	2.82	2015.09~2021.12
	温馨年华	6.08	28.62	13.06	12.86	8.32	2017.06~2022.12
	温馨 772	3.42	16.66	11.00	9.52	8.30	2016.12~2022.12
	合计	62.73	294.46	111.46	90.27	102.10	--
在建	馨和庭	0.32	2.25	1.45	0.75	未确认收入	2015.11~2024.06
	温馨印象(惠风和苑)	0.92	3.78	6.30	5.25	未确认收入	2015.12~2024.12
	南站馨城	3.53	23.24	11.00	11.57	未确认收入	2015.03~2023.12
	站前馨苑	0.63	1.94	0.96	0.01	未确认收入	2016.03~2024.12
	站前馨天地	1.07	7.53	5.00	4.17	未确认收入	2016.03~2023.12
	馨都雅居	0.49	2.32	1.37	1.25	未确认收入	2016.03~2023.12
	温馨祥园	0.64	1.92	1.38	1.68	未确认收入	2017.11~2023.12
	和悦馨城(温馨茗园)	1.87	5.31	3.88	2.14	未确认收入	2018.04~2024.06
	温馨鸿苑	0.81	3.98	3.00	2.01	未确认收入	2018.04~2024.06
	温馨雅苑	1.47	4.15	2.70	2.22	未确认收入	2018.01~2023.12

丽景馨居（温馨丽园）	1.39	5.05	2.20	2.22	未确认收入	2018.06~2023.12
红桥馨城（二期）	1.60	5.93	4.00	1.63	未确认收入	2019.04~2024.06
温馨景苑（嘉和馨园）	3.63	4.05	10.00	4.68	未确认收入	2021.12~2024.12
温馨一号	14.56	60.96	28.00	20.10	未确认收入	2015.12~2024.12
温馨兰亭	2.68	9.47	4.50	3.57	未确认收入	2017.12~2023.12
鹅山馨园	1.74	5.74	4.00	0.01	未确认收入	2018.4~2025.12
白露水岸	2.94	9.9	6.50	1.06	未确认收入	2021.05~2024.06
合计	40.29	157.52	96.24	64.32	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2022 年末，公司拟建保障房项目 1 个，为瑞馨苑（西鹅铁路南段东侧安置房项目），规划建筑面积 29.77 万平方米，总投资 18.00 亿元。

城市开发建设板块

城市开发建设业务收入规模较小，跟踪期内收入大幅下滑；跟踪期内公司原自建项目转为代建项目，但尚未签订代建协议，后续资金平衡情况有待关注。

2022 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，代建管理费率为 0.1%~1.5% 为主。2022 年，公司实现代建管理费收入 135.93 万元，较上年下滑 69.44%，主要系当期结算项目较少所致，但该业务收入规模较小，对公司营业收入贡献有限。

柳州市西鹅铁路货运中心站项目和柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目原作为自建项目核算，2022 年 12 月，经审核，政府部门已明确上述项目为代建模式，但尚未确认代建管理费收入。截至 2022 年末，上述项目尚未签订代建协议，需对未来资金平衡情况保持关注。

截至 2022 年末，公司主要在建的代建项目共 11 个，主要为医院、学校、搬迁工程等项目，预计总投资额为 108.24 亿元，已完成投资 121.86 亿元，累计确认代建管理费收入 1,281.22 万元。

表 7：截至 2022 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
河东综合服务楼建设	16,300.00	20,059.17	191.94
柳州市白莲洞洞穴博物馆改扩建项目	6,300.00	12,055.04	128.43
河西片区 110KV 野堡线迁改工程项目	5,000.00	3,485.83	56.62
阳和工业新区六座中心校改扩建项目	3,000.00	5,193.10	81.55
柳州市第一中学迁建项目	39,500.00	26,099.25	239.97
老年活动中心综合楼（原福彩中心服务楼）	5,900.00	6,140.59	73.69
工人医院西园门诊住院综合楼项目	30,000.00	29,249.96	264.88
东祥福苑项目第四期工程	20,000.00	17,251.80	169.66
柳州军用供应站军供大厦项目	6,000.00	6,219.09	74.48
西鹅铁路货运中心站项目	460,209.02	426,024.30	-
柳州市火车南站及周边地区旧城改造项目	490,218.00	666,797.97	-
合计	1,082,427.02	1,218,576.10	1,281.22

注：部分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

其他板块

物业服务、租赁等其他业务运营稳定，2022 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 2023 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 45 个小区，管理总建筑面积达 506.58 万平方米，管理面积同比增加 185.58 万平方米。跟踪期内，公司物业服务及租赁等业务收入规模均有所增加，2022 年公司实现其他业务收入 1.31 亿元，同比增加 0.32 亿元；其中物业服务收入为 0.62 亿元，同比增加 0.06 亿元，租赁收入 0.31 亿元，同比增加 0.07 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，公司资产以存货和其他非流动资产为主，存货中土地整理成本占比较高，其他非流动资产主要由代建项目成本构成，资产流动性及收益性均较弱，整体资产价值较低。跟踪期内政府注入货币资金以及土地使用权，2022 年末公司所有者权益有所增长，财务杠杆同比下降，但公司债务规模仍较高，且债务构成中短期债务占比大幅增加，公司仍面临很重的短期偿债压力；公司经营获现能力有所减弱，EBITDA 及经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出。

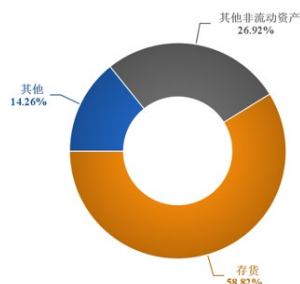
资本实力与结构

跟踪期内，公司项目持续投入及政府向公司注入货币资金及土地使用权，推动公司资产和所有者权益规模同比增加，且随着债务的净偿付公司债务规模有所下降，2022 年末公司财务杠杆率大幅下降；公司资产仍以存货和其他非流动资产为主，资产流动性及收益性均较弱，整体资产价值较低。

公司作为柳州市主要的城市开发建设主体之一，业务涉及保障房建设、土地整理和项目代建等，资产主要由上述业务形成的存货和其他非流动资产构成，2022 年以来，公司各业务板块项目持续投入，此外，除将 34.00 亿元原计入“长期应付款”的财政拨款转增资本公积外，政府向公司进行货币资金注资 29.00 亿元，并注入价值 5.93 亿元的 12 宗国有建设用地，公司的总资产规模有所增加。公司流动资产占总资产比重较高，形成了以流动资产为主的资产结构。跟踪期内，受代建项目工程成本由“存货”科目重分类至“其他非流动资产”科目影响，公司流动资产规模及占比均大幅下降，但仍以流动资产为主，截至 2022 年末，公司流动资产占总资产的比重为 62.47%，流动资产中存货占比为 94.14%，同期末公司存货账面价值为 308.36 亿元，主要包括项目开发成本 83.45 亿元、开发产品 12.91 亿元及土地整理成本 211.98 亿元，土地整理成本中，公司剩余的作价出资土地共计 127.05 万平方米，账面价值 80.32 亿元，该部分土地未来仍存在注销风险，需对此保持持续关注。公司的非流动资产主要由其他非流动资产、投资性房地产以及其他非流动金融资产构成，截至 2022 年末，受代建项目工程成本由“存货”科目重分类至“其他非流动资产”科目影响，其他非流动资产大幅增加，截至 2022 年末，公司其他非流动资产账面价值为 141.15 亿元，占非流动资产的比重为 71.75%；公司投资性房地产主要为公司持有的东通大厦以及商铺、房产等，其他非流动金融资产主要为持有的柳州银行股权，跟踪期内投资性房地产以及其他非流动金融均保持稳定。同期末，公司受限资产为 64.59 亿元，占当期末总资产的比重为 12.35%，其中存货受限 54.76 亿元（均为土地使用权）；投资性房地产受限 9.15 亿元；货币资金受限 2.64 亿元。整体来看，公

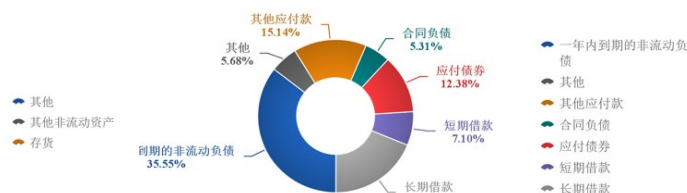
司资产仍以保障房等项目开发成本、土地整理项目和土地资产为主，公司土地整理项目及开发成本回收周期较长；土地资产主要为作价出资的商服、城镇住宅用地，作价出资土地未缴纳土地出让金，且较多土地资产已被抵押，整体来看公司资产流动性较弱；公司主营业务系土地整理、保障房以及城市开发建设业务，除此外公司无较大规模的经营性业务，资产收益性较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积以及未分配利润构成。截至 2022 年末，公司资本公积较上年末增加 68.93 亿元，主要系柳州市国资委对公司增加货币资金注资 63.00 亿元以及注入价值 5.93 亿元的 12 宗国有建设用地所致，货币资金注资中 34.00 亿元系原计入“长期应付款”的财政拨款转增资本公积；未分配利润较上年末增加 3.24 亿元，主要系经营利润累积所致。资本公积的大幅增加带动所有者权益规模迅速回升，截至 2022 年末，公司所有者权益合计为 234.44 亿元。

跟踪期内，随着公司到期债务集中偿还以及融资规模减少，公司总债务规模有所下降，截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模下降至 233.53 亿元，总资本化比率下降至 50.05%；上述因素叠加长期应付款转增资本公积的影响，公司资产负债率大幅下降，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率为 55.42%。公司的债务以短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和其他应付款中¹的带息债务为主，截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 233.53 亿元，较 2021 年末减少 45.34 亿元，但总债务规模仍处于较高水平，公司仍然面临很大的偿债压力，公司仍将主要依赖外部融资和股东支持来满足资金缺口，需持续关注公司对外融资环境的变化和股东支持的落实情况，及其对公司资本结构的影响。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	576.29	514.78	524.28	522.79
流动资产占比	66.28	86.61	62.47	61.91
经调整的所有者权益	229.65	162.61	234.44	233.07
资产负债率	60.15	68.41	55.28	55.42
总资本化比率	56.08	63.17	51.60	50.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司土地整理业务回款不佳以及房地产预售规模减少，经营获现能力大幅下滑；项目

¹中诚信国际将 2022 年末及 2023 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共计于 2023 年到期，调整至短期债务，其余借款部分调整至长期债务。

投入放缓叠加收到往来款增加，经营活动现金流仍为净流出但缺口有所缩窄；投资活动产生的现金流量净额由大幅净流入转为大幅净流出；筹资活动产生的现金流量净额由负转正，投资活动现金缺口及债务偿还对于融资具有较强依赖性；2022 年以来，公司发生票据逾期及受到行政监管措施及自律处分等负面舆情事项，公司对外融资能力受到较大冲击，后续需持续关注融资环境及融资监管政策变化对公司再融资能力的影响。

公司营业收入以土地整理和保障房业务收入为主，2022 年公司土地整理业务确认收入规模保持稳定，受房地产市场不景气影响，2022 年房地产开发及保障房大幅下滑，带动 2022 年营业收入大幅减少。受土地整理业务回款不佳以及房地产预售规模减少影响，2022 年以来公司收现比明显下降，经营获现能力大幅减弱。

经营活动方面，2022 年公司经营活动净现金流仍为净流出，但净流出规模有所缩窄，主要系土地整理及保障房项目投入有所放缓叠加收到其他与经营活动有关的现金流有所增加所致。2023 年 1~3 月，因收到一定规模拆借往来款，经营活动现金流转入净流入状态。

投资活动方面，2021 年，公司将收到计入“长期应付款”的柳州市财政拨款 36.26 亿元统计为“收到其他与投资活动有关的现金”，导致当年投资活动现金流入规模较大，筹资活动现金流呈净流入状态，2022 年公司投资活动现金流入规模大幅下降，叠加购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加影响，投资活动产生的现金流量净额由大幅净流入转为大幅净流出。2023 年 1~3 月，公司项目投资支出较小，投资活动现金净流出规模较小。

筹资活动方面，2022 年受股东注资大幅增加以及偿还债务支付的现金大幅减少影响，2022 年筹资活动产生的现金流量净额由负转正，投资活动现金缺口及债务偿还对于融资具有较强依赖性。2023 年 1~3 月，受筹资力度有所减弱影响，筹资活动现金流转入净流出状态。2022 年以来，公司多次发生票据逾期及因土地注销事项信息披露不规范受到行政监管措施及自律处分等负面事项，公司对外融资能力受到较大冲击，后续需持续关注融资环境及融资监管政策变化对公司再融资能力的影响。

表 9：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-7.61	-9.24	-3.37	9.31
投资活动产生的现金流量净额	1.67	39.88	-27.51	-0.20
筹资活动产生的现金流量净额	16.50	-51.80	23.34	-8.69
现金及现金等价物净增加额	10.56	-21.16	-7.55	0.42
收现比	1.31	0.84	0.24	0.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模及财务杠杆均有所下降，但短期债务规模及占比大幅上升，且短期债务中到期及最大可能回售债券规模仍很大；公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力仍然很弱，经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出；非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，整体来看，公司面临很重的短期偿债压力。

跟踪期内随着公司到期债务净偿还使得总债务规模有所下降，截至 2023 年 3 月末为 233.53 亿元。从债务类型构成来看，公司债务以银行借款和债券融资为主，其中银行借款以抵质押借款和保证借款为主。从债务到期分布来看，未来两年公司面临较大的还本付息压力，截至 2023 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债大幅增加，短期债务规模及占比大幅提升，公司面临很重的短期偿债压力，公司债务结构有待优化，需关注偿债资金安排情况。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年及以上
银行借款	抵押/保证/信用借款等	67.08	22.07	8.74	8.75	6.87
债券融资	中期票据/公司债/短融/超短融等	124.69	78.59	31.93	14.17	-
非标融资	融资租赁等	0.71	0.17	0.33	0.20	-
其他	应付票据、企业拆借款等	41.05	5.02	24.28	11.75	-
合计	-	233.53	105.85	65.28	34.87	27.52

注：1、部分数据加总数不等于合计数系小数尾差所致；2、公司 2023 年 7~12 月内到期债券规模 24.34 亿元、最大债券回售规模 27.00 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债指标方面，跟踪期内，受房地产开发及保障房业务收入规模减少影响，公司 EBITDA 有所下降，同时债务规模下降导致利息支出减少，EBITDA 利息保障倍数略有提升，但对利息的覆盖能力仍较弱；跟踪期内公司经营活动净现金流仍为净流出，经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出。截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金仅为 1.10 亿元，公司账面货币资金规模很小，非受限货币资金/短期债务仅为 0.01 倍，依靠自身应对流动性风险事件的能力很弱。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	293.26	278.87	249.98	233.53
短期债务占比（%）	34.36	31.38	51.47	45.33
EBITDA	3.94	5.78	5.53	--
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.32	0.36	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.44	-0.50	-0.22	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 64.59 亿元，占当期末总资产的比重为 12.35%，对资产流动性造成一定影响。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 26.28 亿元，占净资产的比重为 11.28%，主要系对当地国有企业的担保。此外，柳州市存在市属国有企业数量多、普遍债务压力很重、互保现象普遍的问题，需持续关注关联企业债务压力及信用风险传导对公司信用资质的影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司作为柳州市主要的城市开发建设主体之一，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，预计公司各业务板块营业收入与上年基本持平，整体营收规模及盈利水平与上年基本持平。
- 2023 年，公司项目投资规模预计在 15~20 亿元，无股权类投资规模。
- 2023 年，公司预计新增债务融资约 130 亿元。

预测

表 12：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	63.17	51.60	45.77~55.95
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.32	0.36	0.29~0.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，但流动性很弱因素对公司基础信用评估等级产生一定负面影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性很弱，短期内存在严重的流动性缺口，将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

近年来公司经营活动净现金流持续净流出，截至 2023 年 3 月年末，公司可动用账面资金仅为 1.10 亿元，可为公司日常运营及债务偿还提供直接资金来源；同期末，公司银行授信总额为 226.62 亿元，尚未使用授信额度为 27.33 亿元，备用流动性一般。目前公司无在手批文。此外，公司作为柳州市主要的城市开发建设主体之一，可持续获得政府在项目建设及债务还本付息方面的资金支持。2022 年以来，公司债券发行数量及规模明显减少，债券市场活跃度明显下降，2022 年债券净融资额首次为负。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。公司在建保障房及土地整理项目尚需投资规模较大，根据公司规模，未来一年投资支出约 15.00 亿元；债务到期方面，截至 2023 年 3 月末，公司未来 1 年以内到期债务规模较大，公司面临很重的短期偿债压力，且公司短期债务中 2023 年 7~12 月内到期债券规模 24.34 亿元、最大债券回售规模 27.00 亿元，2023 年下半年集中兑付压力较大，需持续关注公司偿债资金安排及到位情况。此外，公司已发生土地资产注销、票据逾期及因募集资金使用不规范被监管处罚等事项，相关事项的发生对其资本市场形象和再融资产生负面冲击，反映了其较差的债务风险管理能力。综上所述，公司流动性很弱，短期内存在严重的流

²中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

动性缺口，将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司社会方面未发生安全生产事故和员工劳动纠纷；环境方面曾多次被柳州市水利局等行政监管机构行政处罚；公司组织架构及治理结构较为完善，未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。

环境方面，公司于 2020 年多次因违法占地、涉嫌违反法律法规以及未依法履行职责被柳州市水利局等行政监管机构予以罚款等行政处罚，公司环境表现远低于行业平均水平。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，公司战略规划清晰，治理结构及组织架构完善，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，近年来公司未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。

外部支持

中诚信国际认为，柳州市政府支持能力强，主要体现在以下方面：

柳州市是广西壮族自治区第二大城市，公路、铁路、航空及航运交通较全面，是广西重要的综合交通枢纽。柳州是广西最大的工业城市，具有汽车、机械、冶金三大支柱产业，工业基础较好，综合经济实力较强。近三年，柳州市地区生产总值、一般公共预算收入在广西壮族自治区 14 个地级市中均位列第二位，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。

同时，柳州市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司作为柳州市主要的城市开发建设主体之一，业务涉及保障房建设、土地整理和项目代建等，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联性强：公司控股股东系柳州投控，实际控制人系柳州市国资委，根据市政府意图承担保障房建设、土地整理以及基础设施建设任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在资金支持和资产注入等方面获得政府持续支持：1) 资产注入方面，2021 年公司获得柳州市财政拨款 36.26 亿元，计入“长期应付款”；2022 年，根据柳州市国资委下发的《柳州市国资委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）文件，将 34.00 亿元原计入“长期应付款”的财政拨款转增资本公积。同期，根据柳州市国资委下发的《柳州市国资委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]139 号），柳州市政府对柳州东通投资发展有限公司增加货币资金增资 29.00 亿元，计入资本公积。此外，根据柳州市国资委下发的《柳州市国资委关于将静兰桥以北和源路西侧等 12 宗国有建设用地以作价出资的方式注入柳州东通投资发展有限公司的批复》（柳国资复[2022]137 号），柳州市国资委将价值 5.93 亿元的 12 宗国有建设用地注入公司，计入资本公积。2) 财政补贴方面，2022 年，公司收到计入其他收益的

政府补助 3.07 亿元。

表 13：截至 2022 年末柳州市主要平台情况（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
柳州投控	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳州市重要的基础设施建设和国有资产经营主体，本部主要负责北部生态新区建设	1,932.87	643.11	66.73	60.55	8.37	189.58
城建集团	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳州市主城区基础设施建设和国有资产经营主体	1,142.55	424.23	62.87	21.51	1.62	47.88
轨道集团	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳州市轨道项目建设及沿线土地开发及保障房建设主体	629.30	227.12	63.91	18.68	1.82	15.50
柳州东城	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳东新区基建和国资运营主体	1,333.53	478.70	64.10	41.15	1.72	149.10
广西柳州市北城投资开发集团有限公司	柳州投控 100%	柳州投控子公司，主要负责北部生态新城开发建设	358.73	202.75	43.48	1.52	0.43	0.00
柳州市房地产开发有限责任公司	广西柳州市北城投资开发集团有限公司 100%	北城集团子公司，主要负责柳州北部生态新城保障房建设	194.58	70.42	63.81	7.41	0.90	23.60
柳州市城市建设投资发展有限公司	城建集团 100%	城建集团子公司，主要负责主城区基础设施建设	864.98	393.48	54.51	10.27	2.39	108.02
广西柳州市建设投资开发有限责任公司	柳州投控 100%	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	482.23	179.77	62.72	6.70	1.52	75.80
柳州东通	柳州投控 100%	柳州投控子公司，主要负责土地整理、保障房建设	524.28	234.44	55.28	16.43	3.24	117.33
柳州市龙建投资发展有限公司	轨道集团 100%	柳州轨道子公司，主要负责轨道沿线项目建设	581.26	238.26	59.01	15.68	3.81	69.20
广西柳州市文化旅游投资发展集团有限公司	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳州市文旅项目建设及相关资产经营管理	42.93	7.24	83.14	1.28	-0.47	1.30

注：1、债券融资余额为报告出具日；2、广西柳州市北城投资开发集团有限公司系 2021 年数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，柳州市政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，柳州东通与柳州东城、柳州投控等公司处于同一区域，外部经营环境风险无显著差异，当地政府能提供强的外部支持，且对上述公司具有强或较强的支持意愿。柳州东通与柳州东城和柳州投控相比，资本实力居中，财务杠杆水平居中，财务风险整体处于比较组中下游水平；同时，普遍面临流动性紧张，短期偿债压力较大等问题。

首先，柳州东通与柳州东城及柳州投控均为柳州市基础设施建设及国有资产经营的重要主体，职能定位重要，其中柳州东城主要负责柳东新区的开发建设，柳州东通为柳州投控子公司，主要负责柳州市部分土地整理及保障房建设等；柳州投控并表子公司较多，本部主要负责北部生态新区开发建设，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，柳州东通、柳州东城和柳州投控的外部经营环境风险并没有显著差异。基于当地政府对各家的主要定位，公司与柳州东城和柳州投控均具有一定的业务竞争优势，公司主要承担柳州市的保障房建设、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，业务多样性一般。公司在建基建、土整和保障房项目量较为充足，业务可持续性较强；但也存在资产流动性及收益性整体偏弱的问题。

再次，柳州东通的财务风险在对比企业中处于中下等水平。公司资产和权益规模低于各对比公司，总体资本实力较弱；财务杠杆在可比公司中处于偏低水平；EBITDA 对利息覆盖能力处于偏高水平；公司可用银行授信余额较少，融资能力较弱，整体流动性较为紧张。

表 14：2022 年同行业对比表

	柳州东通	柳州东城	柳州投控
地区	柳州市	柳州市	柳州市
GDP（亿元）	3,109.09	3,109.09	3,109.09
GDP 增速（%）	-1.00	-1.00	-1.00
人均 GDP（万元）	7.43	7.43	7.43
一般公共预算收入（亿元）	151.20	151.20	151.20
公共财政平衡率（%）	41.75	41.75	41.75
政府债务余额（亿元）	763.45	763.45	763.45
控股股东及持股比例	柳州投控 100.00%	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	柳州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%
职能及地位	柳州市重要的土地整理及保障房建设主体	柳州市柳东新区重要的基础设施建设和国有资产经营主体	柳州市柳重要的基础设施建设和国有资产经营主体
核心业务及收入占比	保障房开发及房地产收入 33.42%、土地整理收入 58.63%	一级土地整理 48.08%、房地产开发 16.07%、学历教育 7.19%、加油站业务 6.98%	城市投资建设业务 34.77%、保障房业务 31.28%、燃气业务 10.62%、供水及污水处理业务 9.37%
资产总计（亿元）	524.28	1,333.53	1,920.54
经调整的所有者权益合计（亿元）	234.44	478.70	643.11
总债务（亿元）	249.98	728.60	1,103.59
总资本化比率（%）	51.60	60.35	63.18
营业总收入（亿元）	16.43	41.15	60.55
净利润（亿元）	3.24	1.72	8.37
EBITDA（亿元）	5.53	8.75	23.94
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.36	0.19	0.36
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.37	1.87	46.33
可用银行授信余额（亿元）	27.33	132.16	174.68
债券融资余额（亿元）	117.33	149.10 亿元+0.53 亿美元	199.58

注：债券融资余额为截至报告出具日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理。

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 2023 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。2022 年柳州市国资委向柳州投控注资 52.19 亿元，增加其资本公积。财政补贴方面，2022 年，柳州投控收到政府补助 0.44 亿元，充实了利润规模。

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。2022 年实现营业收入 60.55 亿元，同比下降 0.98%，公司营业收入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 8.37 亿元，经营活动净现金流为 46.33 亿元。

截至 2023 年 3 月末，柳州投控资产总额 1,920.54 亿元，所有者权益合计 642.02 亿元，资产负债率为 66.57%，较上年末下降 2.02 个百分点；2022 年以来，公司财务杠杆有所下降。截至 2023 年 3 月末，柳州投控合并口径及本部的短期债务分别为 278.79 亿元和 47.33 亿元，短期偿债压力大。2023 年下半年及 2024 年，本部到期债券（含回售）规模分别为 63.50 亿元和 38.74 亿元，刚兑压力很大。对外担保方面，截至 2022 年末，柳州投控对外提供共计 98.88 亿元担保，占净资产比重为 15.38%，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，但由于规模较大，仍面临一定的或有负债风险。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 年末，柳州投控受限资产账面价值合计 210.73 亿元，占总资产的比重为 10.90%，其中 90.42 亿元为存货抵质押，59.36 亿元为货币资金受限，22.79 亿元为无形资产抵押，6.66 亿元为投资性房地产抵押，18.23 亿元为其他非流动资产抵押，6.99 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。

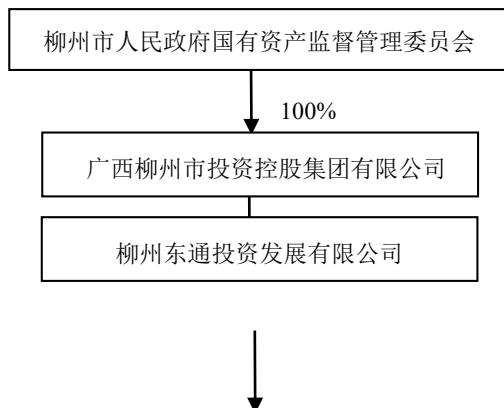
整体而言，柳州投控在柳州市地位突出，政府在资金、政策及项目方面对柳州投控支持力度大，柳州投控保障房建设及城市投资建设板块项目来源充足、燃气供水等公共服务板块运营稳健。但合并口径及本部短期偿债压力大、短期内债券到期面临刚性兑付压力大，财务杠杆快速上升且处于高位不利再融资及或有负债风险等因素也对柳州投控的信用实力形成较大影响。

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。

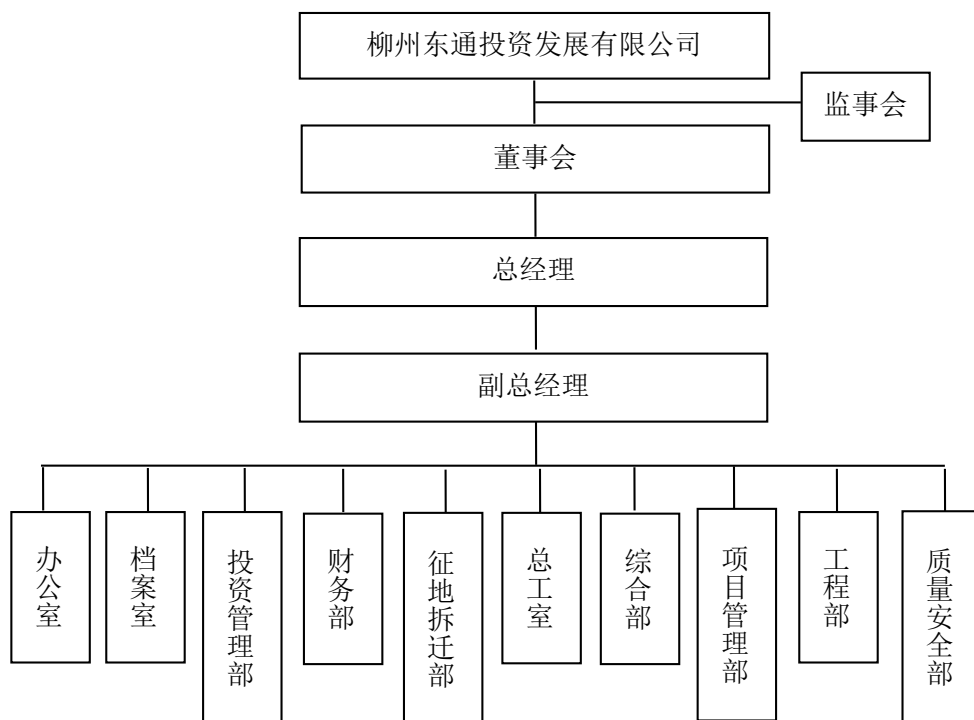
评级结论

综上所述，中诚信国际维持柳州东通投资发展有限公司主体信用等级为 **AA**，维持评级展望为负面；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 2023 年 3 月末）



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	柳州市万泰投资有限公司	100.00	投资设立



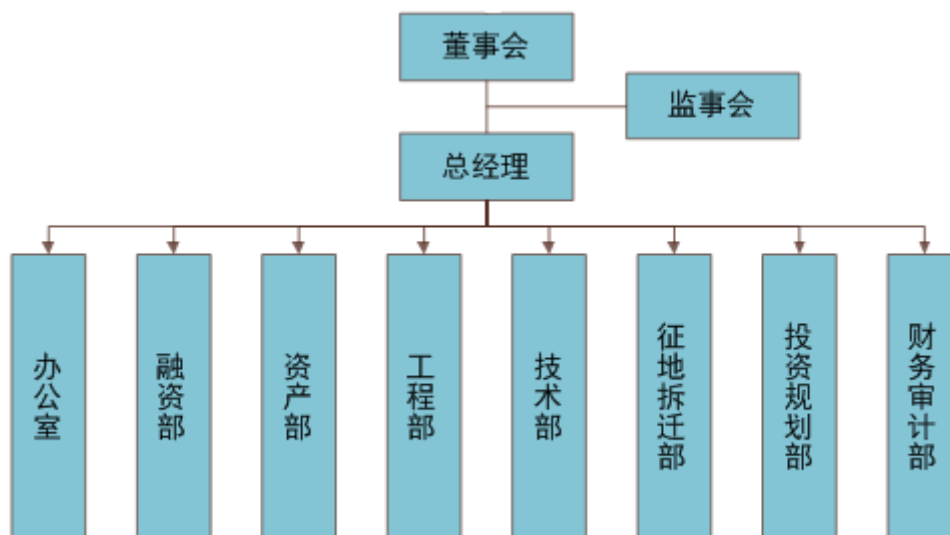
资料来源：公司提供

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	420,261.64	278,667.86	33,243.88	17,411.79
非受限货币资金	293,909.60	263,413.72	6,848.97	11,010.39
应收账款	2,921.45	385.20	389.06	372.72
其他应收款	52,578.74	22,262.39	79,695.43	81,370.75
存货	3,328,350.94	4,137,674.21	3,083,579.09	3,060,461.79
长期投资	296,564.37	342,344.87	319,676.86	319,676.86
在建工程	660,626.28	0.00	0.00	0.00
无形资产	608,574.36	0.00	60,967.95	60,662.60
资产总计	5,762,938.50	5,147,820.68	5,242,803.05	5,227,869.95
其他应付款	247,980.06	273,618.92	438,752.07	693,200.93
短期债务	1,007,763.82	875,114.30	1,286,736.60	1,058,549.39
长期债务	1,924,877.81	1,913,557.34	1,213,068.89	1,276,707.14
总债务	2,932,641.63	2,788,671.64	2,499,805.49	2,335,256.53
负债合计	3,466,459.73	3,521,702.20	2,898,367.15	2,897,198.18
利息支出	172,932.59	183,257.38	155,663.92	--
经调整的所有者权益合计	2,296,478.77	1,626,118.48	2,344,435.90	2,330,671.77
营业总收入	198,387.71	195,341.60	164,263.33	41,603.49
经营性业务利润	20,795.90	19,404.76	38,671.33	2,212.41
其他收益	400.24	5,346.05	30,667.17	5.17
投资收益	12,764.05	11,217.38	-4,319.75	0.00
营业外收入	5.89	34.47	3.78	3.54
净利润	27,017.19	31,756.39	32,364.82	1,107.20
EBIT	39,377.65	57,734.55	55,074.78	--
EBITDA	39,427.04	57,788.67	55,271.92	--
销售商品、提供劳务收到的现金	259,188.11	164,393.14	39,942.92	11,980.81
收到其他与经营活动有关的现金	79,522.04	77,788.48	210,051.35	174,642.19
购买商品、接受劳务支付的现金	371,286.40	286,014.25	109,502.39	6,074.29
支付其他与经营活动有关的现金	4,321.33	13,629.93	132,019.96	84,402.87
吸收投资收到的现金	--	0.00	571,859.70	0.00
资本支出	144,729.03	11,656.97	275,796.78	1,965.20
经营活动产生的现金流量净额	-76,115.42	-92,351.66	-33,735.31	93,063.25
投资活动产生的现金流量净额	16,733.25	398,770.83	-275,126.90	-1,965.20
筹资活动产生的现金流量净额	165,010.10	-517,997.93	233,380.34	-86,936.62
现金及现金等价物净增加额	105,627.93	-211,578.76	-75,481.88	4,161.43
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	17.11	16.79	21.46	15.13
期间费用率（%）	5.01	7.92	9.04	8.25
应收类款项占比（%）	2.19	1.81	1.53	1.57
收现比（X）	1.31	0.84	0.24	0.29
资产负债率（%）	60.15	68.41	55.28	55.42
总资本化比率（%）	56.08	63.17	51.60	50.05
短期债务/总债务（%）	34.36	31.38	51.47	45.33
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.44	-0.50	-0.22	--
总债务/EBITDA（X）	74.38	48.26	45.23	--
EBITDA/短期债务（X）	0.04	0.07	0.04	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.23	0.32	0.36	--

注：1、中诚信国际根据柳州东通提供的其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 2021 年度审计报告、经祥浩（广西）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 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、为准确反映公司债务情况，将公司其他流动负债和部分其他应付款中的有息负债调入短期债务，将公司长期应付款和部分其他应付款中的有息负债调入长期债务，其他流动负债中的有息部分系公司向当地各国企的长期或短期借款；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,351,870.87	1,370,007.47	819,681.98	732,494.00
非受限货币资金	1,351,870.87	1,370,007.47	819,681.98	732,494.00
应收账款	70,260.13	44,695.20	31,704.69	73,217.40
其他应收款	341,490.31	485,606.60	1,309,369.81	1,040,530.71
存货	7,062,703.90	9,561,772.39	8,713,370.51	8,712,787.93
长期投资	1,838,293.71	1,275,091.97	746,944.40	766,040.71
在建工程	1,470,796.41	579,119.98	927,218.91	1,014,548.63
无形资产	1,148,798.67	641,062.21	686,900.59	684,538.35
资产总计	16,401,854.32	18,548,451.14	19,328,655.82	19,205,414.26
其他应付款	528,233.31	931,996.82	1,835,858.50	2,001,739.71
短期债务	2,740,511.49	3,365,737.57	3,764,942.33	2,787,865.57
长期债务	6,371,116.76	6,872,040.61	7,270,972.68	7,971,871.16
总债务	9,111,628.25	10,237,778.18	11,035,915.01	10,759,736.73
负债合计	10,340,030.60	12,721,797.00	12,897,549.44	12,785,249.13
利息支出	461,766.47	593,852.75	668,520.83	--
经调整的所有者权益合计	6,061,823.72	5,826,654.13	6,431,106.38	6,420,165.14
营业总收入	517,396.73	611,467.15	605,467.36	116,350.34
经营性业务利润	75,031.40	71,311.68	97,426.79	8,871.79
其他收益	23,860.94	29,940.38	98,340.79	4,779.70
投资收益	18,252.53	14,777.75	1,272.86	219.88
营业外收入	1,000.80	891.75	418.81	86.10
净利润	78,057.79	93,991.90	83,731.60	6,018.40
EBIT	121,894.85	175,030.36	192,354.35	--
EBITDA	180,427.15	265,404.73	239,358.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金	548,121.75	660,839.42	510,769.82	97,028.32
收到其他与经营活动有关的现金	372,512.22	843,420.40	1,459,741.11	403,768.02
购买商品、接受劳务支付的现金	515,371.73	715,064.23	559,432.23	68,237.14
支付其他与经营活动有关的现金	284,100.34	147,102.72	798,942.77	79,549.64
吸收投资收到的现金	0.00	639,421.32	572,964.57	0.00
资本支出	876,162.95	428,979.09	879,527.73	112,786.71
经营活动产生的现金流量净额	20,472.04	523,685.31	463,345.14	324,097.88
投资活动产生的现金流量净额	-1,281,988.67	-892,621.92	-645,393.33	-168,039.12
筹资活动产生的现金流量净额	1,535,967.43	1,847.76	-139,409.75	-115,999.09
现金及现金等价物净增加额	274,450.81	-367,088.85	-321,457.94	40,059.66
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	21.08	22.03	22.03	18.45
期间费用率（%）	9.77	13.73	18.11	13.49
应收类款项占比（%）	3.78	3.97	7.00	5.86
收现比（X）	1.06	1.08	0.84	0.83
资产负债率（%）	63.04	68.59	66.73	66.57
总资本化比率（%）	60.05	63.73	63.18	62.63
短期债务/总债务（%）	30.08	32.88	34.12	25.91
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.04	0.88	0.69	--
总债务/EBITDA（X）	50.50	38.57	46.11	--
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.08	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.39	0.45	0.36	--

注：1、中诚信国际根据柳州投控提供的其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 2021 年度审计报告和经祥浩(广西)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 2022 年度审计报告整理，其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；且各期财务报告均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款和其他应付款中的有息部分计入长期债务，将其他流动负债中的有息部分计入短期债务，其中，其他应付款中的有息部分系柳州投控向当地各国企的长期拆借款；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；4、柳州投控 2023 年一季报未经审计且未提供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
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn