

柳州市龙建投资发展有限责任公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1231】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

柳州市龙建投资发展有限责任公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 龙建 01/21 柳州龙建 01	AA	AA

评级日期

2025 年 7 月 30 日

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：柳州市龙建投资发展有限责任公司（以下简称“柳州龙建”或“公司”）职能定位重要，在基础设施建设方面对柳州市政府贡献很大，并获得柳州市政府的支持。但中证鹏元也关注到，公司债务负担较重，短期偿债压力较大，2024 年收入大幅下滑并发生大额亏损，资本实力下滑，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为柳州市在广西的定位较高，是广西第一大工业城市和广西副中心城市，公司作为柳州市重要的基础设施建设平台有望继续获得柳州市政府的支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	577.00	570.32	609.68	581.26
所有者权益	197.54	198.00	242.33	238.26
总债务	--	267.52	289.59	284.92
资产负债率	65.76%	65.28%	60.25%	59.01%
现金短期债务比	--	0.07	0.17	0.35
营业收入	0.40	0.94	5.97	15.68
其他收益	0.02	0.09	2.71	3.53
利润总额	-0.45	-43.75	1.68	5.54
销售毛利率	61.00%	4.77%	10.38%	24.69%
EBITDA	--	-39.10	5.44	7.35
EBITDA 利息保障倍数	--	-3.28	0.34	0.45
经营活动现金流净额	-0.24	-6.05	-19.11	-10.02

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 柳州市是广西第一大工业城市和副中心城市，工业逐步回暖。**柳州形成了汽车、冶金及机械三大支柱产业，工业总产值常年位列广西壮族自治区地市第一位，是中国西南地区工业重镇。2024 年柳州市继续推动传统产业转型升级，新能源汽车产销规模增长较快，当年规模以上工业增加值继续增长。
- 公司职能定位重要，并获得柳州市政府的支持。**公司是柳州市重要的基础设施建设和投融资主体之一，承担柳州市的交通基础设施建设、土地一级整理、保障房建设等职能，在基础设施建设方面对柳州市政府贡献很大，目前公司在建土地整理、保障性住房项目投资规模较大，且 2024 年获得 11.50 亿元柳州市专项债券指标项目用于债务化解。

关注

- 公司债务负担较重，短期偿债压力较大。**2024 年公司主要通过银行贷款置换、债券借新还旧进行存续债务滚续，期末存量债务规模仍较大且短期债务占比较高，现金短期债务比处于较低水平，后续仍较为依赖外部融资。
- 公司发生大额资产减值，资本实力下滑。**公司资产以项目开发成本、土地为主，2024 年公司计提各类资产减值准备共计 41.18 亿元，对净资产形成较大侵蚀。考虑到公司城市轨道交通项目综合整改方案仍存在不确定性，该项目资产未来存在一定减值可能。
- 面临较大的或有负债风险。**公司对外担保规模较大，担保对象均为柳州市属国有企业，担保期限较长。考虑柳州市国有企业之间的资金拆借较为频繁，区域内平台企业债务滚续压力较大，需关注公司对外担保可能产生的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
柳州投控	柳州市国资委	2,049.68	651.53	31.99	主要从事基础设施建设、土地开发整理及保障房建设
柳州城建	柳州市国资委	1,195.51	453.44	9.48	主要负责主城区市政项目、保障房和土地整理
柳州东城	柳州市国资委	1,383.83	444.57	20.53	承担柳东新区的城市基础设施建设、运营及土地一级开发
柳州轨交	柳州市国资委	640.57	183.96	1.48	承担区域内城市公共交通配套项目建设和运营任务
柳州城投	柳州城建	902.00	425.36	1.63	主要负责柳州市主城区基础设施项目建设
柳州龙建	柳州轨交	570.32	198.00	0.94	主要从事轨道沿线项目建设
柳州东通	柳州投控	543.07	231.62	3.29	主要负责土地整理、保障房建设
柳州建投	柳州投控	477.95	161.33	1.79	承担柳州市主城区的土地开发、部分基础设施项目建设和保障房建设

注：（1）财务数据为 2024 年度数据；（2）广西柳州市投资控股集团有限公司的简称柳州投控、广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司简称柳州城建、广西柳州市东城投资开发集团有限公司简称柳州东城、广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司简称柳州轨交、柳州市城市建设发展有限公司简称柳州城投、柳州东通投资发展有限公司简称柳州东通、广西柳州市建设投资开发有限责任公司简称柳州建投，柳州市人民政府国有资产监督管理委员会简称为柳州市国资委。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 龙建 01/21 柳州龙建 01	10.00	3.9974	2025-5-6	2026-6-29

一、 债券募集资金使用情况

“21龙建01/21柳州龙建01”募集资金原计划用于碧芙蓉小区（一期）和补充公司营运资金。截至2024年末“21龙建01/21柳州龙建01”募集资金已使用完毕。

二、 发行主体概况

2024年以来公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变动。截至2025年3月末，公司注册资本及实收资本均为1.00亿元，柳州轨交为公司的唯一股东，柳州市国资委为公司实际控制人，公司的产权及控制关系见附录二。

公司仍是柳州市重要的基础设施建设平台，承担柳州市的交通基础设施建设、土地一级整理、保障房建设等职能。2025年1月公司注销子公司柳州市柳智通产业投资合伙企业（有限合伙），截至2025年3月末纳入公司合并报表范围的子公司共4家，详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延

续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐性债务化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

柳州市具有重要的交通枢纽地位，系广西最大的工业城市，近年钢铁等支柱产业增长疲软，目前处于转型发展期，积极布局新能源等新兴产业，2024年工业维持增长，但新兴产业税收贡献有限，公共财政收入低位徘徊

区位特征：柳州市为广西第二大城市，具有重要的交通枢纽地位。柳州市为广西壮族自治区地级市，位于广西中北部，是广西第二大城市、区域性中心城市，下辖5个市辖区、5个县，总面积1.86万平方公里。柳州市毗邻广东省、贵州省、湖南省，是沟通西南与中南、华东、华南地区的重要枢纽，6条铁路干线穿境而过，8条高速公路和6条国道在柳州交汇，白莲机场通航国内主要城市。2025年柳梧铁路正在加快推进建设，预计2026年建成通车后柳州至广州的铁路运距将缩短120公里，年货物吞吐量可增加1,500万吨。“柳州—莫斯科”跨境直通中欧班列及“柳州—同登”中越跨境班列路线2021年以来陆续开通，推动广西参与“一带一路”建设，畅通连接欧洲的国际物流大通道。柳州市高速公路网相对发达，现有7条高速公路和6条国道，规划新建10条高速和改扩建8条国道，并拥有国家一类内河水运口岸，上达贵州，下达梧州、广州及港澳。柳州白莲机场可直飞北京、上海、广州、南京、西安、郑州、厦门、温州等中心城市。

经济发展水平：近年来柳州市工业逐步回暖，但固定资产投资持续下滑，土地市场持续低迷。柳

州市全市规模以上工业增加值经历连续数年下滑后，2023-2024 年反弹增长，但固定资产投资仍维持负增长且 2024 年降幅扩大，经济增长仍乏力，GDP 增速在广西 14 个地级市中排名靠后。柳州市人均 GDP 位于广西各地级市前列，但低于全国平均水平。近年柳州市房地产市场持续表现较弱，2024 年房地产开发投资下降 27.1%，商品房销售额同比下降 7.6%，2024 年柳州市土地出让规模持续下滑，供应土地数量由 2022 年的 268 宗下滑至 144 宗。

表1 2024 年广西壮族自治区部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南宁市	5,995	3.0%	66,940	381.16	150.59
柳州市	2,951	1.5%	71,104	149.09	60.66
桂林市	2,517	3.1%	-	127.06	49.43
玉林市	2,347	4.3%	40,363	94.04	48.09
北海市	1,888	5.4%	-	78.17	28.14
梧州市	1,622	7.2%	57,325	77.16	67.73
河池市	1,404	5.3%	42,122	54.13	14.25
崇左市	1,313	6.0%	-	49.95	38.91
来宾市	1,030	5.1%	50,617	68.84	16.87

注：“-”表示数据尚未获取。

资料来源：各区政府网站披露的信息，中证鹏元整理

表2 柳州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,950.67	1.5%	3,115.86	2.80%	3,109.09	-1.0%
固定资产投资	538.00	-20.0%	-	-5.60%	-	-7.0%
社会消费品零售总额	1,312.32	1.2%	1,296.19	-0.60%	1,303.62	-2.1%
进出口总额	375.82	6.1%	353.03	18.10%	299.23	-15.40%
人均 GDP（元）	71,104		74,679		74,322	
人均 GDP/全国人均 GDP	74.26%		83.57%		86.73%	

注：“-”表示数据尚未获取。

资料来源：2022-2024 年柳州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：柳州市工业基础较好，目前处于转型发展期，2024工业增加值维持增长，未来将继续推进传统产业转型升级，培育壮大新兴产业。柳州市系广西最大的工业城市，已形成以汽车、机械、冶金三大支柱产业为龙头，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。柳州市拥有上汽通用五菱、柳钢集团、东风柳汽、柳工股份、五菱有限公司等多家全国500强工业企业，同时近年国轩高科、鹏辉能源、瑞浦赛克、金风·嘉泽等一批新能源产业项目纷纷落地建设，目前柳州市已成为全国重要的新能源汽车研发生产基地。以柳钢为代表的冶金产业仍持续下滑，2024年柳州市钢材及粗钢产量同比分别下滑11.6%、14.6%。未来柳州市将深入实施传统产业转型升级三年行动，汽车产业重点推动纯电新车型、混动MPV、新能源重卡等新产品投产上市，力争新能源汽车产量达85万辆。钢铁产业重点推进柳钢集团“四个百万吨”产品升级工程，支持柳钢集团与上汽通用五菱等龙头

企业协同发展。机械产业重点推进柳工股份“三全”规划，持续推进柳工智能国际工业园等项目建设。同时，柳州市将巩固扩大新能源汽车产业领先优势，加快华霆动力南部中心等项目建设，推动赛克瑞浦20GWh电池系统等项目竣工投产。

财政水平：近年柳州市公共财政收入低位徘徊，政府性基金收入持续下滑。近年柳州市经济增长乏力，钢铁等主导产业产值下滑影响税收收入，同时各类土地指标交易、资产盘活处置等形成的非税收入项目大幅减少，2024年柳州市一般公共预算同比下降。受房地产市场持续下行及土地一级出让市场低迷影响，近年柳州市政府性基金收入大幅下降。

表3 柳州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	149.09	156.57	151.20
税收收入占比	66.34%	63.46%	64.46%
财政自给率	32.25%	41.27%	41.75%
政府性基金收入	60.66	130.64	211.37

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：柳州市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2024年末，柳州市主要有8家市级发债基础设施投资类企业，平台业务上划分相对明确。

四、经营与竞争

受外部市场环境、政府结算进度等因素影响，2024年公司营业收入大幅下降。公司在柳州市城区范围内开展基础设施建设、土地一级整理和保障性住房开发等业务，2024年未实现土地整理收入，同时房地产收入及毛利率同比大幅下降；基础设施建设仅确认代建管理费，当期收入规模继续下降；受市场行情影响，公司酒店经营收入同比下降较多，毛利率虽有所改善但仍持续为负，对毛利润拖累较大。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产	1,725.28	43.38	34.59	2,923.47	31.00	2.68	28,786.21	48.18	17.02
土地整理	0.00	0.00	-	0.00	0.00		20,160.69	33.74	29.07
酒店经营	1,470.71	36.98	71.26	4,208.93	44.63	-18.77	7,241.68	12.12	-95.33
资产管理	781.35	19.65	100.00	2,291.47	24.30	50.43	3,017.38	5.05	59.68
代建管理费	0.00	0.00	-	4.93	0.05	100.00	522.30	0.87	100.00
其他业务	0.00	0.00	-	1.31	0.01	100.00	21.09	0.04	100.00
合计	3,977.34	100.00	61.00	9,430.10	100.00	4.77	59,749.35	100.00	10.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）城市交通配套设施建设

公司负责的柳州轨道项目相关立项、规划等审核程序尚未完备，2024年计提较大规模的项目减值准备，需持续关注柳州轨道项目后续综合整改情况

公司承担的城市公共交通配套工程沉淀较多资金。公司承担了柳州市城市轨道交通建设，过往建设的城市公共交通配套工程一期、二期、火车站城市综合交通配套工程已投入较大规模建设资金。根据2018年8月柳州市人民政府出具的《关于柳州市城市轨道交通近期建设资金支持的实施意见》，明确城市轨道交通建设规划项目资本金由市政府出资，资金来源为一般公共预算和政府性基金预算，建设期形成的债务本息、维持运营投资和运营成本的资金平衡将以公司自身运营收入和沿线土地物业开发收入为基础，资金缺口部分由市财政轨道交通建设专项资金每年安排不少于4亿元。从实际情况看，除2017-2019年柳州市财政局就城市轨道交通项目向公司拨付补助金后，自2020年以来未有拨付。

表5 截至2024年末公司在建城市交通配套设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	账面余额	账面价值
柳州市城市公共交通配套工程一期、二期	185.30	81.52	51.28
火车站城市综合交通配套工程	23.00	22.46	22.46
合计	208.30	103.98	73.74

资料来源：公司提供

公司城市轨道交通项目2024年计提较大规模减值准备，仍需关注项目后续综合整治带来的减值可能及资金投入情况。2024年10月，公司收到柳州市城市管理局责令改正违法行为通知书，指出公司存在未取得建设规划许可证在柳州市桂柳路、莲花大道与桂中大道延长线交叉口北侧上建设43个建（构）筑物的行为，责令公司立即整改。根据城市管理局的责令整改通知，公司对柳州市公共交通配套工程中的违法行为立行立改，逐步拆除桂柳路1号线民族小学站（不含）-莲花山庄站（含）段41根墩柱及2号线莲花大道与桂中大道交叉口北侧墩柱1根墩柱，2024年计提城市轨道交通项目减值准备30.24亿元。

（二）基础设施建设和土地整理

公司基础设施代建管理费收入较低，2024年无土地整理收入，在建土地整理项目投资规模较大，未来收入确认易受政府土地出让计划影响，且考虑到柳州市土地市场相对低迷，该业务收入波动性较大

公司承担了柳州市部分路网建设（主要为保障性住房周边路网）、旧城改造（含棚户区改造）等建设任务，此类工程沉淀较多资金。2017年以来公司基础设施建设业务均采用代建模式开展，项目由业主（主要为柳州市相关政府单位）立项，项目建设前期业主与公司签订项目委托建设协议并预付项目资本金，剩余项目建设资金由公司向银行贷款和自筹并计入其他非流动资产，业主对此模式下的完工项目仅拨付代建管理费，成本拨付时间和项目移交时间均不确定。2024年公司仅确认4.93万元代建管理费收入，对收入及利润贡献小。

受政策及市场影响，2024年公司未确认土地整理收入，且后续收入仍面临较大波动性。公司通过自筹资金进行开发整理，涉及征地、拆迁、平整等环节，完成土地整理后由土储中心进行出让，柳州市财

政局根据出让情况与公司结算项目款项，进而确定土地整理收入。截至2024年末，公司主要在建土地整理项目总投资规模较大，未来业务持续性较好，但由于投资规模较大，存在较大资金压力。同时土地整理业务收入与出让结果挂钩，易受土地市场行情、宗地位置和土地性质影响，预计后续收入和毛利率存在较大波动性。

表6 截至 2024 年末公司主要在建的土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	累计确认收入
静兰片区	60.00	50.38	64.39
水南片区	23.00	21.57	14.91
双冲桥南岸西侧	10.14	0.15	0.12
碧芙蓉片区	7.00	7.50	-
河西片区	5.20	4.59	0.10
响水河南岸	4.00	4.91	-
合计	109.34	89.10	79.52

资料来源：公司提供

（三）保障房业务

受房地产市场持续低迷影响，2024年公司房地产收入大幅减少，在建项目待售规模较大，随着项目销售仍可带来一定收入，但回款仍易受房地产市场景气度及政策影响

2024年公司房地产收入大幅减少，收入实现易受市场波动影响。公司安置房由公司进行立项及筹资，购买出让用地进行项目建设，房屋完工后由土储中心、拆迁办等单位购买，用于安置被拆迁户。实际操作中，在政府批准的情况下，公司也会将剩余房屋对外销售。2024年公司实现房地产业务收入0.29亿元，收入同比大幅减少，同时受结转项目波动影响，当期毛利率下滑至较低水平。截至2024年末，主要在建保障性住房项目均未开始预售，其中水南华庭二期部分已完成竣工备案，碧芙蓉已基本完工，剩余室外及配套施工，独秀苑三期则临近竣工结算，随着项目结转仍可为公司带来一定收入，但考虑到柳州市房地产市场相对低迷，后续项目去化及回款仍存在较大不确定性。

表7 截至 2024 年末公司主要在建的保障性生活项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	预计总投资	累计已投资	建筑面积	开工时间
碧芙蓉*	20.00	14.20	35.20	2017.12
独秀苑（三期）	14.00	13.96	30.74	2017.12
水南华庭（二期）	14.00	6.68	26.39	2017.12
合计	48.00	34.84	92.33	-

注：“21 柳州龙建 01/21 龙建 01”募投项目碧芙蓉小区（一期）并入碧芙蓉项目列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

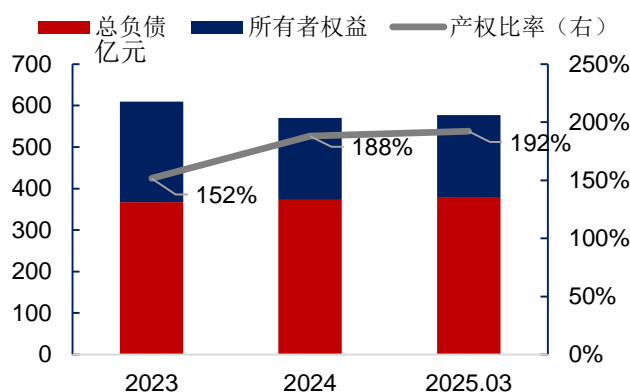
以下财务分析的基础为公司提供的经祥浩（广西）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表。

受资产减值影响，公司资本实力下滑，项目建设支出和土地资产占比仍较高，该等资产收益实现存在不确定性，且城市轨道交通项目后续仍面临减值风险；公司债务规模维持高位且短期债务占比较高，现金短期债务比表现较弱，需持续关注后续债务滚续情况

资本实力与资产质量

公司资本实力下滑，净资产对负债的保障程度较弱。2024年公司未获得来自政府的直接资产注入等支持，同时2024年公司计提在建工程减值准备、存货跌价准备、无形资产跌价准备在内的各类资产减值准备共计41.18亿元，当期发生大额亏损，对公司净资产形成较大侵蚀。同期，公司负债规模持续上升，综合影响下，2025年3月末产权比率上升至较高水平。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表8 2025 年 3 月末公司所有者权益构成（单位：亿元）

项目名称	金额
实收资本	1.00
资本公积	204.13
其它综合收益、盈余公积	7.63
未分配利润	-15.33
少数股东权益	0.12
合计	197.54

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年末公司资产总额下降，项目建设支出和土地资产占比仍较高，流动性及收益较弱。存货以土地整理及保障房项目开发成本、土地使用权为主，其中土地使用权主要为保障房用地，账面价值159.81亿元，以出让性质的住宅、商服用地为主，土地整理和保障房建设成本变现受制于政府结算进度及房地

产市场行情，后续仍需关注该等项目实际销售及减值情况。其他非流动资产主要为代建项目支出成本，由于结算部分代建项目，2024年末规模有所下降。在建工程主要是城市公共交通配套工程及火车站城市综合交通配套工程的投入成本等，城市轨道交通项目2024年计提减值准备30.24亿元，仍需持续关注该等项目减值情况。其他流动资产主要系对外拆借资金，其中对控股股东柳州轨交拆借规模较大。其他权益工具投资主要核算持有的柳州银行的股权（持股比例为10.65%），按公允价值计量。

公司受限资产规模较大，对再融资能力形成一定限制。2024年末使用受限的资产规模58.23亿元，占总资产10.09%，主要为用于借款抵押的土地资产。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.46	1.12%	8.67	1.52%	24.34	3.99%
存货	268.22	46.49%	267.31	46.87%	274.43	45.01%
其他流动资产	61.41	10.64%	61.41	10.77%	58.86	9.65%
流动资产合计	359.64	62.33%	356.96	62.59%	361.39	59.28%
在建工程	78.22	13.56%	73.90	12.96%	103.54	16.98%
其他权益工具投资	17.64	3.06%	17.64	3.09%	17.91	2.94%
其他非流动资产	72.41	12.55%	72.41	12.70%	73.98	12.13%
非流动资产合计	217.36	37.67%	213.36	37.41%	248.29	40.72%
资产总计	577.00	100.00%	570.32	100.00%	609.68	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司整体债务负担仍较重，需持续关注后续债务滚续情况。跟踪期内，公司资金需求主要为存续债务滚续，融资渠道主要为银行借款、债券及非标，2024年公司继续开展银行借款债务置换，长期借款规模有所增长，债券主要进行借新还旧，整体期限有所拉长。非标借款主要为一年内到期的其他非流动负债中来自于柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）（主要出资人为雪松国际信托股份有限公司）的借款，截至2024年末该笔借款余额为43.18亿元，年利率为5.255%，将于2025年内到期。同时，柳州市政府近年来统筹全市债务管控，公司与柳州其他国有企业拆借款仍较大，主要借款方为柳州市国资委旗下的柳州市安居建设投资开发有限公司、柳州市万泰投资有限公司、柳州市龙润投资发展有限责任公司、柳州轨道交通产业发展有限公司、柳州轨交等，计入到其他流动负债、长期应付款等核算。2024年末长期应付款有所增长，主要系当期新增11.50亿元柳州市专项债券指标项目用于债务化解。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.04	0.01%	7.42	1.99%	16.56	4.51%
其他应付款	50.51	13.31%	40.28	10.82%	27.37	7.45%

一年内到期的非流动负债	88.82	23.41%	88.82	23.85%	116.56	31.73%
其他流动负债	23.12	6.09%	23.11	6.21%	10.59	2.88%
流动负债合计	208.56	54.96%	203.22	54.58%	212.37	57.81%
长期借款	81.27	21.42%	80.56	21.64%	60.48	16.46%
应付债券	29.83	7.86%	29.84	8.01%	22.26	6.06%
长期应付款	34.41	9.07%	33.29	8.94%	16.31	4.44%
其他非流动负债	17.08	4.50%	17.08	4.59%	47.55	12.94%
非流动负债合计	170.90	45.04%	169.10	45.42%	154.97	42.19%
负债合计	379.45	100.00%	372.32	100.00%	367.35	100.00%
总债务	--	--	267.52	71.85%	289.59	78.83%
其中：短期债务	--	--	120.28	44.96%	144.74	49.98%
长期债务	--	--	147.25	55.04%	144.85	50.02%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司短期偿债指标表现较弱。由于短期债务规模仍较大，且现金类资产不足，公司现金短期债务比处于较低水平。公司整体债务规模较大，利息负担较重，2024年出现大额亏损，自身盈利难以保障利息支出。同时，公司资产以保障房、土地整理项目开发成本、已抵押土地为主，受区域房地产市场低迷影响，公司资产获现能力较弱，但公司作为柳州市重要基础设施建设平台的职能定位未发生重大变化，必要时可获得当地政府的财政资金支持，且柳州市协调国有大行及本地城商行组成的银团仍可为公司债务置换提供助力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
资产负债率	65.76%	65.28%	60.25%
现金短期债务比	--	0.07	0.17
EBITDA 利息保障倍数	--	-3.28	0.34

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月20日），公司未结清贷款中存在1笔关注类贷款。根据广发银行股份有限公司南宁分行 2025年4月23日提供的说明：该笔关注类贷款涉及该行发放的一笔中长期借款，余额42,995万元，主要系柳州龙建在该行的借款于2024 年9月出现逾期支付利息的情况，截至目前柳州龙建逾欠款项已全部偿还；柳州龙建该笔借款目前仍为关注类，主要系该行内部风控要求，柳州龙建在该行的相关借款目前不存在逾期情况。已结清贷款中存在1笔关注类贷款，借款金额为19,500万元，授信机构为华融金融租赁股份有限公司，该笔债项最后一次还款日期为2024年11月25日，还款后债项已结清。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月29日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2025年3月末，公司对外担保余额为37.39亿元，占期末净资产的18.92%，担保对象主要包括公司控股股东柳州轨交、广西柳州市投资控股集团有限公司等地方国企，对外担保规模较大且担保期限较长，面临较大的或有负债风险。

根据公开查询，截至2025年7月25日，公司存在一起被执行人案件，执行金额642.87万元，主要系三江县达都混凝土有限公司与广西建工第五建筑工程集团有限公司及公司之间的建筑施工合同纠纷所致。此外，根据2025年7月25日“全国统一规范电子税务局”公开查询结果，自2024年6月28日以来，公司本部存在余额2,890.40万元的欠税记录，涉及企业所得税、土地增值税等。

七、 外部特殊支持分析

公司是柳州市政府下属重要企业，柳州市国资委间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，柳州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与柳州市政府的联系非常紧密。公司由柳州市国资委间接100%持股，政府对受评主体的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司毛利润主要来自土地整理业务、代建管理费业务、房地产业务等，2024年获得11.50亿元柳州市专项债券指标项目用于债务化解，与政府的联系将比较稳定。

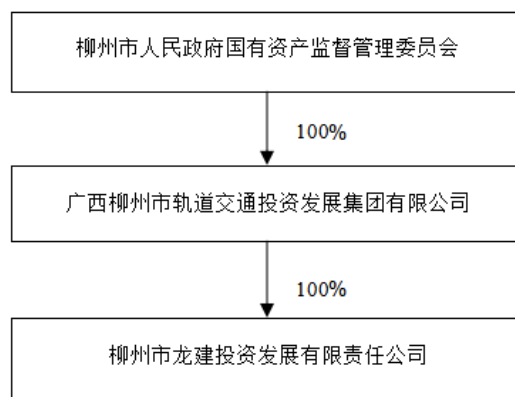
（2）公司对柳州市政府非常重要。公司是柳州市重要的基础设施建设和投融资主体之一，承担柳州市的交通基础设施建设、土地一级整理、保障房建设等职能，对政府的贡献很大，但公司不是当地最大的平台公司，且业务不具有专营性。公司作为发债主体，若发生债务违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	6.46	8.67	24.34	19.04
存货	268.22	267.31	274.43	253.17
其他流动资产	61.41	61.41	58.86	66.82
流动资产合计	359.64	356.96	361.39	346.80
在建工程	78.22	73.90	103.54	104.25
其他非流动资产	72.41	72.41	73.98	50.35
非流动资产合计	217.36	213.36	248.29	234.45
资产总计	577.00	570.32	609.68	581.26
短期借款	0.04	7.42	16.56	3.84
其他应付款	50.51	40.28	27.37	6.13
一年内到期的非流动负债	88.82	88.82	116.56	44.09
其他流动负债	23.12	23.11	10.59	4.23
流动负债合计	208.56	203.22	212.37	103.88
长期借款	81.27	80.56	60.48	54.59
应付债券	29.83	29.84	22.26	88.24
长期应付款	34.41	33.29	16.31	14.65
其他非流动负债	17.08	17.08	47.55	74.45
非流动负债合计	170.90	169.10	154.97	239.12
负债合计	379.45	372.32	367.35	342.99
总债务	--	267.52	289.59	284.92
其中：短期债务	--	120.28	144.74	54.74
长期债务	111.10	147.25	144.85	230.17
所有者权益	197.54	198.00	242.33	238.26
营业收入	0.40	0.94	5.97	15.68
营业利润	-0.43	-43.07	1.70	5.55
其他收益	0.02	0.09	2.71	3.53
利润总额	-0.45	-43.75	1.68	5.54
经营活动产生的现金流量净额	-0.24	-6.05	-19.11	-10.02
投资活动产生的现金流量净额	0.22	2.62	0.10	1.27
筹资活动产生的现金流量净额	-2.19	11.18	18.55	3.41
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	61.00%	4.77%	10.38%	24.69%
资产负债率	65.76%	65.28%	60.25%	59.01%
短期债务/总债务	--	44.96%	49.98%	19.21%
现金短期债务比	--	0.07	0.17	0.35
EBITDA（亿元）	--	-39.10	5.44	7.35
EBITDA 利息保障倍数	--	-3.28	0.34	0.45

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
柳州市龙兴投资发展有限责任公司	1.10	90.91%	材料销售、土地整治
柳州碧水莲花酒店管理有限公司	0.30	100.00%	酒店运营管理
柳州市鑫泰房地产开发有限责任公司	0.41	100.00%	房地产开发
柳州市清雅尚酒店管理有限公司	0.01	100.00%	酒店运营管理

注：柳州市清雅尚酒店管理有限公司注册资本 1,078,733.77 元，公司认缴出资 228,475.81 元，持股比例为 21.18%，广西钦莲产业投资合伙企业（有限合伙）认缴出资 850,257.96 元，持股比例 78.82%。其中：广西钦莲产业投资合伙企业（有限合伙）的出资份额分别由公司于 2024 年 12 月 30 日及 2025 年 6 月 9 日以约定金额无条件收购其全部股权。因此在合并报表中，将广西钦莲产业投资合伙企业（有限合伙）的出资作为金融负债列报，公司对柳州市清雅尚酒店管理有限公司的持股比例按 100% 纳入合并报表。

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号