

柳州市龙建投资发展有限责任公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010771】

评级对象: 柳州市龙建投资发展有限责任公司 2018 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2018 年 8 月 20 日

注册额度: 7 亿元

本期发行: 基础发行规模为 3.5 亿元, 发行金额上限为 7 亿元

发行目的: 偿还本部及子公司的有息债务

存续期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期还本, 最后一期利息随本金偿还兑付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	33.71	62.63	82.75	53.13
刚性债务	70.86	109.16	155.67	157.22
所有者权益	142.60	151.34	153.40	200.21
经营性现金净流入量	-15.49	-21.64	1.37	10.90
合并数据及指标:				
总资产	237.16	290.37	343.54	456.56
总负债	94.56	139.05	190.37	256.55
刚性债务	77.66	112.96	155.67	222.80
所有者权益	142.60	151.32	153.17	200.01
营业收入	9.10	10.01	10.70	1.55
净利润	2.18	2.38	1.93	0.15
经营性现金净流入量	-20.33	-21.23	0.14	-3.91
EBITDA	2.82	3.20	2.87	—
资产负债率[%]	39.87	47.89	55.42	56.19
长短期债务比[%]	344.29	443.22	416.70	598.51
权益资本与刚性债务比率[%]	183.60	133.96	98.39	89.77
流动比率[%]	1085.30	1110.44	728.41	928.15
现金比率[%]	170.25	254.50	226.60	281.61
利息保障倍数[倍]	0.61	0.53	0.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.53	0.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02	—

注: 发行人数据根据柳州龙建经审计的 2015-2017 年及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com

郭羽佳 wyj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **区域经济实力较强。**柳州市工业基础较雄厚, 经济实力在重点支柱产业的带动下持续增长, 经济体量在广西地级市中位居第二。
- **外部支持力度较大。**柳州龙建作为柳州市重要的保障房、市政基础设施投融资、建设主体, 能够在项目、运营、资产等方面获得积极支持。2018 年, 公司获取政府注入的大量土地资产, 进一步增强了资本实力。
- **具有一定财务弹性。**柳州龙建负债经营程度合理, 目前在持可动用货币量较为充裕, 且拥有一定的未使用银行授信和 270 万余平方米未抵押土地资源, 未来仍具有一定再融资空间。

主要风险:

- **资金平衡压力。**柳州龙建土地整理、基础设施建设及保障性住房项目较多, 垫资压力较大, 债务规模快速增长。随着项目开发推进, 公司面临持续的资本支出压力。
- **项目回款风险。**柳州龙建建设项目回款时点较为滞后, 加上存在一定的非经营性资金流出, 资金回收时点不确定。
- **资产质量一般。**柳州龙建资产以土地和工程项目为主, 土地资产价值容易受土地市场波动影响, 工程项目资金回笼缓慢, 公司整体资产质量一般。
- **或有负债风险。**柳州龙建存在一定规模的对外担保, 面临由此形成的担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对柳州龙建及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



柳州市龙建投资发展有限责任公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

2008 年 12 月，根据《柳州市人民政府关于同意成立柳州市龙建投资发展有限责任公司的批复》（柳政函[2008]205 号文），该公司由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”）和柳州市土地交易储备中心（以下简称“柳州市土储中心”）共同出资组建，注册资本为 1.00 亿元，其中柳州市国资委出资 0.70 亿元，占注册资本的 70%；柳州市土储中心出资 0.30 亿元，占注册资本的 30%。

2017 年 7 月，根据《中共柳州市委员会柳州市人民政府关于组建广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司等八大国有集团公司的决定》（柳委[2016]248 号）、《关于组建广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司的批复》（柳国资复[2017]20 号）和《柳州市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入柳州市龙建投资发展有限责任公司的国有股权的通知》（柳国资[2017]46 号）文件，柳州市国资委以其持有的该公司 70% 的国有股权作为出资注入广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司（以下简称“轨道集团”）。2017 年 12 月 6 日柳州市财政局出具《柳州市行政事业单位国有资产处置批复书》（柳财资函[2017]208 号），同意将柳州市土储中心所持有的公司 30% 国有股权无偿划转给轨道集团。截至 2017 年末，公司注册资本为 1.00 亿元，由轨道集团全资控股。

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事保障性住房项目建设、土地一级开发整理和基础设施建设等业务。

2. 债项概况

该公司拟发行总金额不超过 15 亿元中期票据的议案已获轨道集团批准同意，并在中国银行间市场交易商协会注册，注册额度为 7 亿元。本期中期票据基础发行规模为 3.5 亿元，发行金额上限为 7 亿元，期限为 3 年，所募集资金将用于偿还本部及子公司的有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	柳州市龙建投资发展有限责任公司 2018 年度第一期中期票据
总发行规模:	7 亿元人民币
本期发行规模:	基础发行规模为 3.5 亿元, 发行金额上限为 7 亿元
本期债券期限:	3 年
债券利率:	采用固定利率方式, 根据集中簿记建档结果确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息, 到期还本, 最后一期利息随本金偿还兑付
增级安排:	无

资料来源: 柳州龙建

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年, 全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落, 金融市场波动幅度显著扩大, 美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显, 美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势, 在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下, 经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展, 稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实, 我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年, 全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落, 同时经济增速也有所放缓, 金融市场波动幅度显著扩大, 美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显, 美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中, 税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲, 美联储加息缩表有序推进, 特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦, 房地产和资本市场存在风险; 欧盟经济复苏向好而景气度持续回落, 能源价格上涨助推 CPI 改善, 欧洲央行量化宽松将于年底结束, 联盟内部政治风险不容忽视; 日本经济温和复苏, 略有回升的通胀水平依然不高, 增长基础仍不稳固, 较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中, 经济景气度整体上略弱于主要发达经济体; 印度经济保持中高速增长, 随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现, 为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率; 俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位, 两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间, 经济景气度快速下降, 复苏势头不稳; 南非经济低速增长, 南非

央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋

势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利

工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推

进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

柳州市工业基础雄厚，汽车、机械、冶炼等支柱产业具有较强的竞争优势。近年来，该市经济总体呈平稳发展态势，但产业集中度高、产业结构不尽合理等问题也日益突出。

柳州市系广西壮族自治区下属地级市，现辖六县（柳江县、柳城县、鹿寨县、融安县、融水县和三江县）四区（城中区、柳北区、鱼峰区和柳南区），并设有柳州高新技术产业开发区（国家级）、柳东新区（柳州汽车城）和阳和工业新区等经济管理区。柳州市地处广西壮族自治区、贵州省、湖南省、云南省四省区中心，是我国西南地区重要的交通枢纽，公路、铁路和航运交通都十分便利，为其经济发展创造了有利条件。2017 年末柳州市总面积 1.86 万平方公里，全市户籍总人口 386.60 万人，户籍人口城镇化率为 49.53%；常住人口 400.00 万人。

作为我国西南著名的工业重镇，柳州市自上世纪 90 年代以来一直都是广西的工业中心，工业总产值占广西的 1/4。改革开放初期，柳州市工业发展迅速，一度是华南仅次于广州的工业城市。90 年代中后期，作为老工业基地的柳州经历了体制改革带来的阵痛，经济发展几乎停滞，1995 年至 2000 年工业产值仅增长了 23%。此后，柳州市围绕“工业强市，富民兴柳”的总体发展思路，着力推动工业支柱产业快速发展，经济发展活力显著回升，“十五”至“十二五”期间，柳州市的地区生产总值从 156 亿元增至 2298.62 亿元，工业总产值从 111 亿元增至 4541.25 亿元，这期间三次产业结构由 37.5: 32.1: 30.4 调整为 7.3: 56.6: 36.1，第二产业占经济总量的比重大幅提高。2017 年，柳州市地区生产总值 2755.64 亿元，比上年增长 7.1%。其中，第一产业增加值 189.49 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 1487.08 亿元，增长 4.4%；第三产业增加值 1079.07 亿元，增长 11.6%。三次产业结构调整至 6.88:53.96:39.16，工业支柱地位仍突出。按常住人口计算，人均地区生产总值 69249 元。2018 年上半年度，柳州市实现地区生产总值 1272.02 亿元，同比增长 6.4%，增速较上年同期提高 0.9 个百分点。

经过多年发展，柳州市已形成了以汽车、机械、冶炼为支柱产业，制药、化工、造纸、制糖、建材等产业协同发展的现代工业体系，拥有柳州五菱汽车、上汽通用五菱、广西柳工机械公司、广西柳州钢铁等一批在国内外市场上具有较强竞争力的优势企业和名牌产品。2017 年度，柳州市规模以上工业总产值 5025.22 亿元，同比增长 7.5%，其中，规模以上汽车工业总产值 2543.83 亿元，增长 5.75%；规模以上冶金工业总产值 901.38 亿元，增长 9.11%；规模以上机械工业总产值 408.48 亿元，增长 21.4%。2018 年上半年度，柳州市工业总产值、规模以上工业总产值分别为 2495.07 亿元、2420.87 亿元，分别同比增长 4.7%、4.5%，增速比上年同期分别回落了 3.3 个百分点、3.6 个百分点，

工业生产增速回落，系由于淘汰落后产能和环保治理力度加大使得高耗能行业生产放缓所致。

尽管柳州市经济总量在工业支柱产业的带动下持续增长，但其经济发展的结构性矛盾依然突出，偏重工业的产业结构导致第二、第三产业发展失衡。在第二产业内部结构中，高新技术产业和新兴产业发展相对较慢，传统产业中部分产能面临落后淘汰的压力，支柱产业对资源过度依赖，产业集中度相对较高。同时，柳州市中小企业和民营经济体量偏小，民营经济活力未得到充分释放。上述问题都在一定程度上影响了柳州市经济发展的可持续性。

图表 2. 2015 年以来柳州市主要经济指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2298.62	7.2	2476.94	7.3	2755.64	7.1	1272.02	6.4
其中：第一产业增加值	168.42	4.1	180.15	3.5	189.49	3.7	42.36	4.4
第二产业增加值	1300.11	5.2	1361.80	5.7	1487.08	4.4	759.59	3.4
第三产业增加值	830.09	12.2	934.99	10.4	1079.07	11.6	470.06	11.5
固定资产投资	2082.89	15.0	2338.61	14.0	2697.20	15.3	—	13.9
规模以上工业总产值	4450.31	3.0	4685.11	5.1	5025.22	7.5	2420.87	4.5
社会消费品零售总额	944.11	10.0	1045.13	10.7	1155.64	10.6	576.1	10.4
进出口总额（亿美元）	22.30	-1.8	135.37	-2.4	—	—	—	—
存款余额	2807.12	10.0	3305.14	17.7	3714.64	11.8	—	—
贷款余额	2032.08	14.8	2273.90	11.9	2462.39	8.0	—	—
三次产业结构比例	7.3:56.6:36.1		7.3:55.0:37.7		6.88:53.96:39.16		3.33:59.72:36.95	

资料来源：2015-2017 年柳州市国民经济与社会发展统计公报、柳州市统计局

图表 3. 2015 年以来广西前五大地级地区生产总值及增速情况（单位：亿元，%）

排名	城市	2015 年		2016 年		2017 年	
		金额	增速	金额	增速	金额	增速
1	南宁市	3410.00	8.6	3703.39	7.0	4118.83	8.0
2	柳州市	2298.62	7.2	2476.94	7.3	2755.64	7.1
3	桂林市	1943.00	8.0	2075.89	7.0	2045.18	3.9
4	玉林市	1446.13	8.9	1553.91	8.0	1699.54	7.6
5	梧州市	1078.00	8.3	1175.60	7.6	1338.10	6.7

资料来源：根据公开信息整理

柳州市固定资产投资保持较高增速，2017 年柳州市固定资产投资 2697.2 亿元，比上年增长 15.3%，主要集中在制造业、房地产、交通运输、公共设施等板块，2017 年分别为 886.34 亿元，440.88 亿元、231.2 亿元和 494.44 亿元。受益于房地产景气度提升，当年柳州市商品房投资快速增大，销售量价齐升。全年商品住宅投资 299.69 亿元，比上年增长 19%。商品房销售面积 528.76 万平方米，增长 28.1%，其中住宅 481.71 万平方米，增长 24.2%。商品房销售

额 392.98 亿元，增长 42.7%，其中住宅 343.22 亿元，增长 36.6%。2018 年上半年度，柳州市固定资产投资同比增长 13.9%，其中工业投资同比增长 12.4%。房地产景气度仍处高位，当期全市房地产开发投资 187.4 亿元，同比增长 32.9%，其中住宅投资 138.85 亿元，增长 30%；商品房销售面积 237.6 万平方米，同比增长 20.4%；其中住宅销售面积 219.29 万平方米，增长 17.5%。

土地市场方面，2015-2017 年柳州市土地市场供需两旺，出让价格持续抬升且出让面积不断扩大。2017 年柳州市土地市场持续升温，溢价地块频出。当年柳州市土地市场成功出让地块 71 宗，流拍地块 1 宗，溢价地块达 20 宗，总成交面积 4581.29 亩，总成交金额 173.14 亿元，同比增长 55.53%。从土地成交性质看，在成交的 71 宗地块中，31 宗为商住混合用地，成交面积为 2267.19 亩，占全年总成交面积的 49.49%，成交金额 54.24 亿元，占全年总成交金额 31.33%；纯居住用地占 17 宗，成交面积为 1377.32 亩，占全年总成交面积的 30.06%，成交金额 103.87 亿元，占全年总成交金额 59.99%；商服用地占 23 宗，成交面积为 936.78 亩，占全年总成交面积的 20.45%，成交金额 15.03 亿元，占全年总成交金额 8.68%。2018 年 1-6 月，柳州市土地市场先后推出 1597.56 亩土地（不含工业用地及仓储用地），共成交 25 宗，其中有 10 宗地块进入现场竞价环节，总成交金额共计 66.23 亿元。

图表 4. 近年来柳州市土地出让情况

年份	成交宗数	成交面积（亩）	成交总额（亿元）
2013	31	2429.77	104.69
2014	36	2144.09	63.77
2015	30	2974.52	79.64
2016	50	4126.24	111.32
2017	71	4581.29	173.14

资料来源：根据公开资料整理

柳州市城中村改造、廉租房及公共租赁房等保障性住房建设规模较大，同时城市轨道交通建设工程也在逐步启动，未来柳州市主要基础设施建设主体承担的建设任务将进一步加重。

柳州市是工业化程度较高的中等发展城市，在城市化建设过程中，已被城市包围或正处于近期重点建设区域的农村面临较大的拆除和改造需求。柳州市城中村改造规模较大，改造工程的推进释放出大量土地资源及拆迁安置房需求。

经过多年发展，柳州市已初步形成以廉租房、经济适用房、公共租赁房、限价商品住房、改制企业职工危旧房集中区改造等针对不同阶层住房需求、实施分类保障的住房保障供应体系。柳州市政府在保障性住房建设方面给予大力的政策支持：优先使用存量建设用地，有效保障了全市各项保障性安居工程迅速落地；鼓励大型企业利用自身建设用地或工业用地改变使用权性质后用于建设保障房；结合工业园区的建设，在工业园区内采取划拨土地方式，

配套建设公共租赁住房。根据《柳州市推进新型城镇化住房保障实施方案》要求，到“十三五”期末柳州市建成各类保障性住房 13 万套，解决 41.6 万人住房问题。

根据《关于组建广西柳州市轨道交通投资发展集团有限公司的批复》（柳国资复[2017]20 号），柳州市政府组建了轨道集团，同时柳州城市轨道交通已规划 4 条市区线和 3 条市郊线，线路全长 230.4 公里，设车座 125 座¹。2016 年 12 月已启动火车站试验段施工，2017 年 7 月启动十公里示范线建设。

总体看，随着城中村改造工程、保障房及城市轨道交通建设的推进，未来柳州市主要投融资建设主体建设任务将进一步加重。

2. 业务运营

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事保障性住房项目建设、土地一级开发整理和基础设施建设等业务。近年来，公司各类项目稳步推进，但由于承建项目较多，项目建设过程中垫资规模较大，存在持续的资金压力。

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事保障性住房项目建设、土地一级开发整理和基础设施建设等业务。自成立以来，公司承担了柳州市部分路网建设（主要为保障性住房周边路网）、山体治理²、旧城改造（含棚户区改造）等建设任务，其中路网建设涉及柳州市静兰片区、炮团路东段、洛维路等路段，山体治理涉及银仔山、太子山、老虎山等十一座矿山，旧城改造涉及城中区桂柳路南侧地块等。此外，公司受柳州市土储中心委托，从事柳州市土地一级开发整理业务，待土地实现出让后，土储中心支付公司成本补偿及开发服务费。

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 9.10 亿元、10.01 亿元和 10.70 亿元。从收入结构看，2015-2016 年自建工程业务收入占比较大，其余为保障性住房、土地整理和代建管理收入等；2017 年由于运营模式调整，自建工程收入不再确认，土地一级整理成为公司主要收入来源。2018 年第一季度，公司营业收入为 1.55 亿元，主要来自保障性住房结转。

图表 5. 公司营业收入及毛利情况（单位：万元，%）

业务收入	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	4675.68	5.14	2723.57	2.72	654.76	0.61	179.93	1.16
自建工程	77479.58	85.11	64004.24	63.97	--	--	--	--

¹ 柳州市申报的轨道交通建设制式为轻轨（含跨座式单轨）；当地经济财政状况符合《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52 号）文件规定的申报建设轻轨城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。

² 目前山体治理业务量非常小，未来也不会作为业务重点。

业务收入	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保障性住房	511.89	0.56	24665.77	24.65	17465.75	16.32	13810.63	88.94
资产管理收入	1122.52	1.23	390.77	0.39	629.18	0.59	322.47	2.08
土地一级整理	7248.67	7.96	8271.99	8.27	87477.78	81.76	--	--
酒店经营	--	--	--	--	762.72	0.71	1215.80	7.83
合计	91038.35	100.00	100056.34	100.00	106990.18	100.00	15528.83	100.00

毛利	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
代建管理费	4675.68	23.26	2723.57	13.90	654.76	2.15	179.93	34.50
自建工程	7043.60	35.04	4670.66	23.83	--	--	--	--
保障性住房	64.18	0.32	3543.88	18.08	5723.07	18.83	695.33	133.31
资产管理收入	1066.78	5.31	390.77	1.99	354.65	1.17	234.70	45.00
土地一级整理	7248.67	36.07	8271.99	42.20	24761.12	81.45	--	--
酒店经营	--	--	--	--	-1094.11	-3.60	-588.37	-112.81
合计	20098.91	100.00	19600.87	100.00	30399.48	100.00	521.58	100.00

资料来源：柳州龙建

(1) 基础设施建设业务

该公司承担了柳州市部分路网建设（主要为保障性住房周边路网）、山体治理、旧城改造（含棚户区改造）等建设任务。2017 年以前，公司承接的基础设施项目分为自建及代建两种模式，其中自建模式由公司立项并负责资金筹措和项目投资，建设期柳州市财政局按工程进度向公司支付建设资金及 10% 收益。代建模式则系业主单位（主要为柳州市下属机关）立项，预付项目资本金，并在建设期间支付代建费用，工程完工交付后支付开发支出；公司按项目总概算的 10% 确认代建收益，每年末按完工百分比核定代建管理收入。自 2017 年起，柳州市政府与公司业务合作模式全部转为代建（含 2017 年之前已建未结算及在建项目），即大部分项目建设资金仍由公司向银行贷款和自筹，政府对此类模式下的完工项目仅拨付代建管理费，代建管理费参照《基本建设项目建设成本管理规定》（财建[2016]504 号）的费率计提方式（费率水平见下表），根据当年项目投入确认代建管理费收入；不确定成本拨付时间和项目移交时间。会计核算上，公司 2016 年及以前将基础设施项目支出在存货中核算，2017 年起在其他非流动资产列示项目建设投入（2017 年之前已建未结算及在建项目一并调整入账至其他非流动资产）。

图表 6. 项目建设管理费总额控制数费率表

工程总概算（万元）	费率（%）	算例	
		工程总概算（万元）	项目建设管理费
1000 以下	2.0	1000	$1000 \times 2\% = 20$
1001—5000	1.5	5000	$20 + (5000 - 1000) \times 1.5\% = 80$

工程总概算 (万元)	费率 (%)	算例	
		工程总概算 (万元)	项目建设管理费
5001-10000	1.2	10000	$80 + (10000 - 5000) \times 1.2\% = 140$
10001-50000	1.0	50000	$140 + (50000 - 10000) \times 1\% = 540$
50001-100000	0.8	100000	$540 + (100000 - 50000) \times 0.8\% = 940$
100000 以上	0.4	200000	$940 + (200000 - 100000) \times 0.4\% = 1340$

资料来源：新世纪根据公开信息整理

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司基础设施建设业务分别实现收入 8.22 亿元、6.67 亿元、0.07 亿元和 0.02 亿元，同期代建管理费收入分别为 0.47 亿元、0.27 亿元、0.07 亿元和 0.02 亿元；其余为自建工程收入。截至 2018 年 3 月末，公司在建基础设施项目包括静兰片区城中村改造、水南片区城中村改造及滨江西路壶西大桥至白露大桥段等 14 个项目，计划总投资额为 114.40 亿元，已完成投资 62.32 亿元。

图表 7. 公司主要在建基础设施项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划建设周期	总投资额	截至 2017 年末已投资额
静兰片区城中村改造	2011 年-2020 年	48.00	29.77
水南片区城中村改造	2014 年-2018 年	20.00	19.80
静兰片区地下综合管廊	2018 年-2020 年	12.77	0.01
滨江西路壶西大桥至白露大桥段	2016 年-2018 年	7.03	2.90
西堤路壶西大桥至白露大桥段	2017 年-2019 年	6.36	1.42
滨江景观大道 C 段二期	2015 年-2017 年	5.72	1.48
静兰片区路网二期	2017 年-2019 年	5.27	0.00
炮团路东段	2015 年-2017 年	3.30	3.29
香兰中路东段	2016 年-2017 年	2.92	2.20
前茅中学	2016 年-2018 年	1.12	0.53
学院路中学	2016 年-2018 年	0.84	0.21
静兰小学	2012 年-2018 年	0.57	0.37
炮团路西段	2016 年-2017 年	0.30	0.30
烈士纪念馆	2016 年-2017 年	0.20	0.04
合计	--	114.40	62.32

资料来源：柳州龙建（截至 2018 年 3 月末）

(2) 土地整理业务

2017 年以前，该公司土地整理项目均由土储中心立项、拆迁谈判签约，公司完成土地整理后由土储中心回购、柳州市财政拨付资金。项目前期，土储中心预付给公司部分项目铺底资金，由于投资总额预付金额较有限，大部分建设资金仍需通过公司自筹；公司每年根据完工百分比，按照项目总概算的 10% 确认收益。2017 年以后，公司土地整理运作模式亦发生变更。作为土地一级整理的项目开发主体，公司负责办理规划、筹措资金等；对于新建和

存量项目，市财政不再按照固定比率的方法结算项目款项，根据所整理的土地出让情况与公司结算土地整理收入，即由净额法调整为总额法核算。尽管业务模式有所变化，但公司仍需承担项目开发所产生的垫资压力。会计处理方面，公司土地整理业务支出一直入账在存货科目，相关业务收入计入土地一级整理收入。

2015-2017年该公司土地一级整理收入分别为0.72亿元、0.83亿元和8.75亿元，同期分别实现营业毛利0.72亿元、0.83亿元和2.48亿元。2017年公司整理土地中位于静兰片区和水南片区的4宗土地实现出让，土地出让返还于当年全部到位。土地出让市场行情走高加之收入核算方法的变更使得2017年土地一级整理业务收益大幅增加，可持续性对未来土地市场景气度、政策规划和土地指标的依赖较大。2018年第一季度，公司未确认土地整理收入³。

图表 8. 2017 年公司土地整理业务情况表（单位：亩，万元）

项目名称	宗地位置	土地性质	出让面积	土地整理收入	土地整理成本
静兰片区土地整理	市静兰路东侧静兰卷烟厂北侧	商服混合用地	103.58	31269.59	23307.79
静兰片区土地整理	桂柳路南侧	商业用地	26.24	7435.86	20228.93
静兰片区土地整理	桂柳路南侧莲花山庄西侧配套用地	商业用地	72.69	19703.16	
水南片区土地整理	市静兰路西侧静兰工业园	居住用地	51.90	29069.17	19179.94
总计	--	--	254.41	87477.78	62716.66

资料来源：柳州龙建

(3) 保障房业务

该公司承建了柳州市部分公租房、廉租房及安置房等保障性住房项目，已完工并交付的项目包括独秀苑、西壶园、聚贤佳苑和海馨家园等。公租房及廉租房项目通过自筹资金进行建设，以项目投资总概算的10%确认为收入，建设成本全通过市财政局拨付的项目配套资金实现回笼。安置房（含棚户区改造）建设方面，2013年以前公司安置房项目的建设由政府签订代建回购模式，在公司取得《商品房预售许可证》或建成地面以上三层后，政府向公司支付房款，最多不超过总房款的80%（此部分收入确认在公司自建工程收入中）；待房屋具备办理商品房产权证后一个月内，政府将剩余房款支付给公司（此部分收入确认在公司保障性住房收入中），公司安置房项目建设期在3年左右，而回购资金支付期一般为10年，项目建设期公司垫付资金规模较大且回款较慢。作为对公司建设安置房的市场化补偿，2013年后，公司将海馨家园项目剩余部分对外销售。2015年8月，公司获批对在完成安置工作后剩余房源的90%按照市场价格对外销售。会计处理上，用于销售的棚户区改造及保障房计入存货，并在房源交付后按实际销售价格结转收入；其余代建的保障性住房开发支出2016年及以前在存货核算，2017年起全部调整至其他非流动资产入账，收入确认参照实际投资结合对应代建费率（同基础设施代建费

³ 截至2018年3月末，该公司已完成整理开发土地暂无挂牌出让计划。

率)。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司保障性住房项目通过回购及对外销售分别确认收入 0.05 亿元、2.47 亿元、1.75 亿元和 1.38 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在建保障性住房项目共 7 项，计划总投资 75.91 亿元，累计已投资 41.51 亿元，尚需投入 34.40 亿元；其中宜居馨苑、文庭新居等 5 个项目已基本完工，将逐步回笼资金，而水南华庭（二期）、独秀苑三期及望芙蓉小区三个项目系 2017 年新增项目，也是未来三年重点投入项目。此外，公司暂无拟建保障房项目。

该公司保障性住房项目回购期限较长且明显滞后于建设期，项目建设过程中垫资规模较大，随着承建保障房项目的进一步增多，公司或将面临较大的资金压力。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司在建保障性住房项目（单位：亿元）

序号	项目名称	开工日期	总套数	总投资额	累计投资额
1	宜居馨苑	2014 年	1244	7.81	7.21
2	文庭新居	2015 年	1422	8.00	7.36
3	柳韵华府	2014 年	750	2.60	2.54
4	美景华庭	2013 年	2878	11.00	10.35
5	独秀苑三期	2017 年	1552	12.50	5.78
6	碧芙蓉	2017 年	1351	20.00	4.95
7	水南华庭二期	2017 年	1716	14.00	3.32
合计		--	10913	75.91	41.51

资料来源：柳州龙建

该公司土地储备较为充足，截至 2018 年 3 月末拥有土地使用权 315.07 万平方米，账面价值共计 194.96 亿元（含已用于项目开发的土地使用权，计入存货和无形资产）。其中作价出资的土地使用权账面价值 155.65 亿元（按评估价入账，财政局已缴纳土地出让金），面积为 201.14 万平方米，土地用途主要为城镇住宅用地及商服用地（商业）；划拨的土地使用权账面价值 0.29 亿元（按评估价入账），面积为 12.57 万平方米，土地用途主要为城镇住宅（廉租住房、公共租赁住房）用地；“招拍挂”获取的土地使用权账面价值 39.01 亿元，面积为 101.36 万平方米，土地用途主要为城镇住宅用地及商服用地。上述已抵押土地账面价值合计 38.51 亿元，其中用于抵押的作价出资和公开竞得的土地使用权价值分别为 24.88 亿元和 13.62 亿元，已抵押面积分别为 14.43 万平方米和 20.97 万平方米。

(4) 其他业务

该公司受土储中心委托出租及管理部分收储土地，根据委托代管合同，土储中心将收到土地租金收入的 30% 作为管理费支付给公司。土地租金收入按上月实际到账金额核算，款项在每月 10 日前支付给公司。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司资产管理业务分别实现收入 0.11 亿元、0.04 亿元、0.06

亿元和 0.03 亿元。该业务规模较小，对公司经营影响有限。

该公司下属子公司柳州碧水莲花酒店管理有限公司（简称“碧水莲花”）经营管理莲花山庄酒店。酒店位于桂柳路南侧，总投资 18 亿元（含土地成本 5.15 亿元），占地面积约 24 万平方米，按照五星级标准建造，规划建筑面积 9 万平方米，主楼与 5 栋商务楼共 343 间客房，房价为 400-1200 元/天。莲花山庄酒店于 2017 年 11 月投入运营，2017 年及 2018 年第一季度酒店经营收入分别为 762.72 万元和 1215.80 万元，因尚处于业务培育期，收入无法完全覆盖日常支出和固定资产折旧，同期营业毛利分别为-1094.11 万元和-588.37 万元。

管理

目前，该公司系柳州市国资委下属二级企业，建立了较完整的法人治理结构，并根据自身业务特点及经营管理需要建立了相应的内部组织架构和内部控制制度。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

2017 年，该公司股权结构发生变更，公司成为轨道交通投资集团全资子公司，但实际控制人仍为柳州市国资委。公司产权状况详见附录一。

轨道集团系柳州市人民政府直属企业，由柳州市国资委代表柳州市人民政府履行出资人职责。轨道集团主要承担柳州市轨道交通等重点城市交通及城际交通项目建设、投融资、运营和资源开发与利用等职责。

(2) 公司治理

2017 年 12 月，该公司对《公司章程》进行修订：股东是公司的权力执行机构和经营决策中心，公司不设董事会，设执行董事 1 人，执行董事为公司法定代表人，执行董事由股东推荐并报柳州市国资委批准，每届任期为三年，任期届满，连选可以连任。公司不设监事会，设一名监事，由股东委派，每届任期为三年，任期届满，连续委派可以连任。此外公司建立了以总经理为领导的经营管理层，总理由股东选拔委任。从实际经营管理情况看，公司作为柳州市市属国有企业，重大经营管理决策需请示实际控制人柳州市国资委，柳州市国资委在重大经营决策方面对其的监督控制较为有力。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司与轨道集团、土储中心存在一定的资金往来。2017 年末，公司其他应收轨道集团 528.83 万元；其他非流动资产中包括对土储中心 0.80 亿元的债权；此外，预收土储中心 7.37 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务发展需要，下设综合管理部、财务融资部、战略发展部、成本控制部、工程建设部、技术部、用地管理部、安全管理部、招标采购部和资产经营部等 10 个部门，各部门权责明确，基本保证了公司的正常运行。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据经营管理需要初步建立了必要的内部控制制度。在财务管理方面，公司制定了较为严格的内部审批制度，规定公司内部预算、财务计划及经营计划等经济活动必须由会计人员进行监督。此外，公司要求会计人员对实物及款项进行监督，并督促会计人员建立并执行财产清查制度。

在融资管理方面，该公司制定了较为完善的融资工作流程。融资部门按资金需求量对融资方式进行评估，在充分考虑融资方式的可操作性、期限及利率、还款资金来源及保证后，报公司管理层通过，以保证公司资金的安全，提高资金效率。

该公司结合实际情况，为控制费用支出，针对车辆管理、差旅费管理、接待工作管理等活动制定了相关管理制度。此外为严控审批制度，公司就公章使用的审批流程、使用范围、存放及使用地点均做出细致规定。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据 2018 年 8 月 1 日《企业信用报告》所载，该公司本部未结清信贷信息中无不良记录。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台的 2018 年 8 月 2 日信息查询结果，公司无异常情况。

财务

由于项目建设和非经营资金流出增加，该公司负债规模增长较快，财务杠杆相应上升，但仍处于合理水平。未来随着承接项目增加、开发力度加大及长期债务逐步到期，公司面临偿债压力将加大。此外，公司还存在一定的或有损失风险。公司主业盈利偏少，资产获利能力欠佳。

1. 公司财务质量

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 年及 2018 年第一季度财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告（致同审字[2018]第 450ZB0037 号、致同审字[2018]第 450ZB0038 号）。公司执行企业会计准则

及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

近年来，该公司根据经营发展新设子公司。2014 年末，公司纳入合并范围内的二级子公司仅有柳州市龙兴投资发展有限责任公司；2015 年，公司新设成立二级子公司碧水莲花、柳州市龙建环保科技有限公司（以下简称“龙建环保”）以及三级子公司柳州莲花山庄有限责任公司、柳州龙泰达投资有限公司（均系碧水莲花全资子公司）；2016 年，公司合并范围无变化；2017 年，公司新设纳入合并范围二级子公司柳州轨道交通产业发展有限公司；新设纳入合并范围三级子公司柳州市轨道交通工程有限责任公司。为配合轨道集团业务发展，2018 年第一季度，公司将 2017 年度新纳入合并范围的两家子公司股权无偿转让至轨道集团。截至 2018 年 3 月末，公司纳入合并范围二级子公司 3 家、三级子公司 2 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

自成立以来该公司得到积极的外部支持，权益资本实力持续增强。2015 年和 2016 年柳州市财政局分别拨入项目配套款 2.48 亿元和 6.31 亿元，2018 年第一季度，柳州市政府向公司注入 78.80 万平方米土地，土地用途主要为商住用途，评估价值合计 46.69 亿元；上述资金及土地注入均入账资本公积，2015-2017 年末和 2018 年 3 月末公司资本公积分别为 125.77 亿元、132.08 亿元、132.08 亿元和 178.72 亿元⁴；同期末，公司所有者权益分别为 142.60 亿元、151.32 亿元、153.17 亿元及 200.01 亿元。

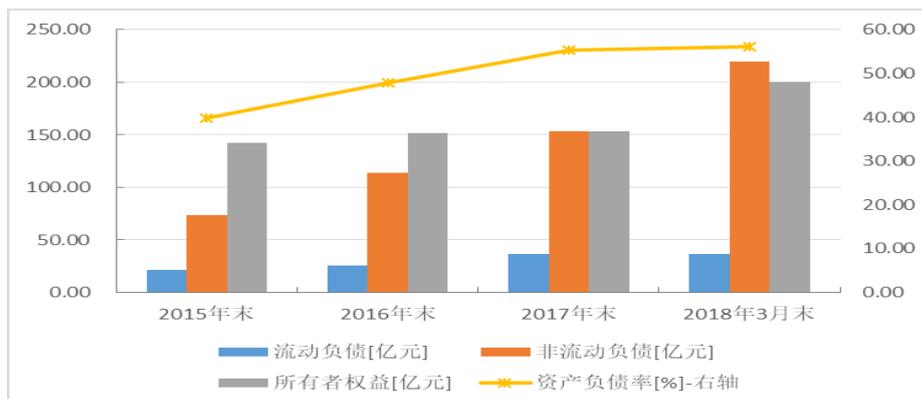
近年来随着该公司基础设施建设、土地整理及保障房项目的建设推进，公司资本性支出持续上升，融资力度不断加大，负债规模快速增长。2015-2017 年和 2018 年 3 月末公司负债总额分别为 94.56 亿元、139.05 亿元、190.37 亿元和 256.55 亿元；同期末资产负债率分别为 39.87%、47.89%、55.42% 和 56.19%。

从债务构成看，该公司负债主要由刚性债务、专项应付款和预收款项构成，分别占 2017 年末负债总额的 81.77%、6.58% 和 5.04%。2015 年以来公司大幅增加长期借款并发行债券以满足项目建设资金需求，刚性债务规模快速

⁴ 2018 年 3 月末，该公司资本公积包括拨入的土地使用权 148.99 亿元，项目财政拨款 28.17 亿元，存货-保障性住房 1.51 亿元，固定资产-房屋建筑 0.05 亿元。

扩大，由 2015 年末的 78.72 亿元增至 2017 年末的 155.67 亿元。从债务期限看，公司刚性债务以长期为主，中长期刚性债务与短期刚性债务之比接近或超过 10。2015-2017 年末预收款项分别为 7.43 亿元、6.64 亿元和 9.60 亿元，2017 年末包括预收房款 7.07 亿元和预收土地一级整理款 1.13 亿元⁵；专项应付款主要系政府置换债资金，2016-2017 年末分别为 7.08 亿元和 12.52 亿元⁶。

图表 10. 2015 年以来公司财务杠杆水平变化趋势



资料来源：柳州龙建

B. 刚性债务

刚性债务是该公司主要债务增量来源，2015-2017 年末分别为 78.72 亿元、112.96 亿元和 155.67 亿元，2016 年公司通过直接融资工具筹措大量资金，2017 年新增刚性债务主要来自于委托贷款。截至 2017 年末，公司刚性债务主要包括：3.00 亿元短期借款、57.70 亿元长期借款（含 7.02 亿元一年内到期的长期借款）、58.87 亿元应付债券、29.59 亿元转贷款⁷、2.48 亿元基金借款⁸。2018 年第一季度，公司新增基金借款 64.90 亿元⁹，3 月末刚性债务进一步增至 222.80 亿元。总体看，公司刚性债务期限结构较合理，但规模增长较快，未来随着项目开发力度的加大及长期债务逐步到期，偿债压力将不断加大。

图表 11. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
短期刚性债务合计	4.71	6.91	14.99	15.50
其中：短期借款	0.00	0.00	3.00	3.00

⁵ 以后年度，土地整理收入将冲抵预付款项。

⁶ 该公司与柳州市财政局、贷款银行签订置换存量债务协议，2016 年和 2017 年柳州市财政局分别代公司偿还银行贷款 7.08 亿元和 5.44 亿元。

⁷ 国家开发银行股份有限公司向柳州市安置房项目放贷均通过柳州市安居建设投资开发有限公司转贷，上述借款按项目分多笔借入，借款期限在 2015 年至 2041 年之间，大部分利率在 4.00%-6.00% 区间；计入其他非流动负债及一年内到期的其他非流动负债。

⁸ 国家开发基金分三笔放款，用途分别为柳州市地下综合管廊 1.5 亿元、柳州空压缩机厂老工业综合改造项目 0.18 亿元、棚户区改造项目 0.8 亿元，期限在 2015 年-2039 年之间，年利率为 1.20%；计入其他非流动负债及一年内到期的其他非流动负债。

⁹ 从柳州柳银东通投资管理中心（有限合伙）借入，用于柳州市公共交通配套工程等项目，借款期限为 2018 年 1 月-2022 年 6 月，利率为 5.255%；贷款项目均未开工，先融资以备开工资金之需；计入其他非流动负债。

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
一年内到期非流动负债	3.72	4.96	9.75	9.75
其他短期刚性债务	0.99	1.95	2.24	2.75
中长期刚性债务合计	72.95	106.05	140.68	207.30
其中：长期借款	55.12	58.55	50.68	50.68
应付债券	17.83	47.50	58.87	58.90
其他中长期刚性债务	0.00	0.00	31.14	97.73

资料来源：柳州龙建

2015-2017 年，该公司金融机构借款¹⁰余额分别为 58.84 亿元、63.51 亿元和 60.70 亿元。2017 年，公司新增柳州柳银投资基金管理中心（有限合伙）委托贷款 42.60 亿元¹¹，并将原入账于此的 32.07 亿元转贷款重分类至其他非流动负债¹²，同时偿还到期借款，年末金融机构借款略降 4.43%。除委托贷款外，2017 年末公司金融机构借款由质押借款和抵押借款构成，其中抵押借款为 14.80 亿元，以土地使用权作为抵押；质押借款为 3.30 亿元，质押物为公司所持的柳州银行股份有限公司的 1.12 亿股股票及应收柳州市住房和城乡建设委员会工程回款。由于项目建设期和回收期较长，公司借款主要为长期借款，借款利率分布于 4.90%-7.50%。从承债主体看，公司银行借款集中于本部。

图表 12. 公司 2017 年末金融机构借款情况（单位：亿元，%）

银行名称	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	利率	借款类型
厦门国际银行股份有限公司珠海分行	3.00	--	--	6.00	质押
柳州市区农村信用合作联社	--	0.30	--	4.90	质押
中国建设银行股份有限公司柳州分行	--	2.00	--	7.50	抵押
中国光大银行股份有限公司柳州分行	--	0.02	2.98	5.70	抵押
中国民生银行股份有限公司柳州分行	--	--	4.80	5.70	抵押
华能贵诚信托有限公司	--	5.00	--	6.00	抵押
柳州银行股份有限公司五星支行	--	--	42.60	6.00-7.30	信用/委托

资料来源：柳州龙建

应付债券是该公司除银行借款之外另一主要融资渠道，截至 2018 年 6 月末，存续期内的债券包括 2 期公司债券（企业债）、2 期非公开发行公司债、1 期中票、2 期非公开定向融资工具，待偿还债券本金余额 58.4 亿元。公司有息债务发行利率为 4.45-8.28%，期限为 5-10 年。

¹⁰ 金融机构借款=短期借款+一年内到期的长期借款+长期借款

¹¹ 该贷款为专项用于柳州市公共交通配套工程建设，借款期限为 3-5 年不等，年利率为 6.00%-7.3%，此项目尚未有开工，先融资以备开工资金之需。

¹² 原入账在长期借款，考虑到系非向金融机构借款，2017 年重分类至其他非流动负债。

图表 13. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 柳州龙投债	18.00	14.40	10 年	8.28	2014 年 4 月	正常
16 柳龙 01	8.00	7.00	3+3 年	4.99	2016 年 3 月	正常
16 龙建投资 MTN001	15.00	15.00	5 年	4.45	2016 年 3 月	正常
16 柳龙 02	7.00	7.00	3+3 年	4.55	2016 年 8 月	正常
17 柳州龙投专项债	5.00	5.00	10 年	7.00	2017 年 9 月	正常
17 柳州龙建 PPN001	5.00	5.00	3+2 年	6.50	2017 年 9 月	正常
17 柳州龙建 PPN002	5.00	5.00	3+2 年	6.50	2017 年 11 月	正常

资料来源：wind 资讯（截至 2018 年 6 月末）

C. 或有负债

截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保余额 20 亿元，均系形成于对柳州市投资控股有限公司的农发行贷款提供的连带责任担保（担保期限为 2016 年 1 月至 2034 年 1 月），公司担保比率为 13.06%，存在一定或有损失风险。

(2) 现金流分析

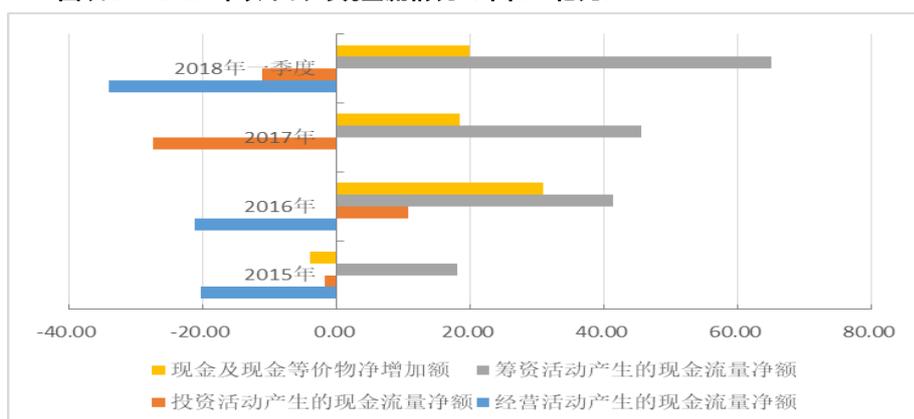
2015-2017 年，该公司经营活动产生的现金流净额分别为-20.33 亿元、-21.23 亿元和 0.14 亿元，2015 和 2016 年公司基础设施建设项目、土地整理、保障房项目回款无法完全覆盖投入造成经营性现金呈较大额流出状态；2017 年转呈净流入是由于公司主业回款情况有所好转；并将基础设施建设和保障房代建支出业务的建设支出调整至“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”列示，“购买商品、接受劳务支付的现金”仅反映土地整理和市场化出售保障房代建工程支出。由于财政返还款一般年底集中性拨付，2018 年第一季度公司经营活动现金净流出 3.91 亿元。

该公司投资活动产生的现金流量净额亦大幅波动，2015-2017 年分别为 -1.73 亿元、10.71 亿元和-27.33 亿元，2015-2016 年增减主要由定期存款、委托贷款收支所引起；2017 年公司投资活动现金呈较大额净流出状态，主要原因是项目代建支出以及新建莲花山庄、购置土地使用权。2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流出明显扩大，净流出额为-41.13 亿元，除支付工程建设和土地购置款外，主要系向轨道集团借出款项 30 亿元¹³。

该公司资金缺口主要通过外部融资来弥补，2015-2017 年和 2018 年第一季度分别为 18.07 亿元、41.36 亿元、45.62 亿元和 64.98 亿元，其中 2015-2017 年收到其他与筹资活动有关的现金分别为 2.48 亿元、6.31 亿元和 5.06 亿元，主要系财政拨款。

¹³ 借款期限为 2018 年 2 月至 2022 年 6 月，借款利率 5.255%

图表 14. 2015 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据柳州龙建所提供资料整理、绘制

(3) 资产质量分析

随着项目建设推进和货币储备增加，该公司资产总额不断增长，2015-2017 年末分别为 237.16 亿元、290.37 亿元和 343.54 亿元，年均复合增长率为 20.36%。公司资产以流动资产为主，占比接近或超过 80%，主要由货币资金和存货构成。存货余额 2015-2016 年末分别为 176.83 亿元和 209.58 亿元，主要包括土地使用权、工程项目及保障性住房项目投入的成本，2017 年在建及完工的基建和保障房项目代建支出调整至其他非流动资产科目，使得存货余额减少 14.33% 至 179.56 亿元，年末存货主要包括 106.71 亿元土地使用权、25.19 亿元土地整理投入、39.30 亿元在建保障房和 8.31 亿元完工保障房。公司货币资金较快速增长，2015-2017 年末分别为 36.23 亿元、65.15 亿元和 83.49 亿元，基本未受限。

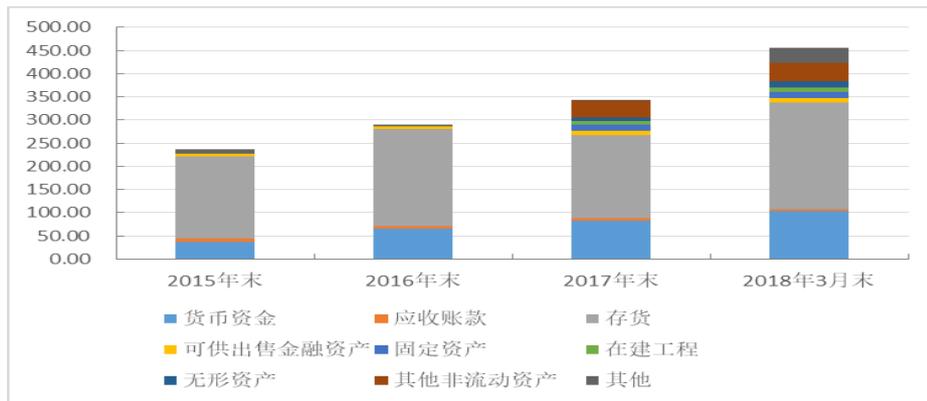
该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。2017 年，公司追加投资柳州银行股份有限公司股权 3.05 亿元，年末可供出售金融资产增至 9.00 亿元，包括持有柳州银行股份有限公司（以下简称“柳州银行”，公司出资额 8.00 亿元，期末持股比例 9.345%）及国开精诚（北京）投资基金有限公司（以下简称“精诚投资”，公司出资额 1.00 亿元，期末持股比例为 1.46%）的股权。固定资产 14.20 亿元，主要系因莲花山庄建成转固；在建工程 5.89 亿元，大部分来自轨道交通项目¹⁴。无形资产 8.88 亿元，主要形成于莲花山庄土地使用权。其他非流动资产包括代建工程支出 25.90 亿元¹⁵和预付代建工程款 10.04 亿元。

2018 年 3 月末，该公司长期应收款因非经营性资金流出而快速增长至 31.97 亿元，存货因土地资产注入明显扩大至 228.70 亿元，同时各类工程持续推进，3 月末资产总额为 454.54 亿元，较上年末增长 32.31%。

¹⁴ 尚未获取国家发改委批复故未正式动工，先期开展基桩、探测等工作。

¹⁵ 2017 年末，该公司代建项目总工程成本支出 30.96 亿元，收到专项拨款 5.06 亿元，抵消之后代建项目工程支出余额 25.90 亿元，专项拨款余额 0 元。

图表 15. 2015 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据柳州龙建所提供资料整理、绘制

(4) 流动性/短期因素

该公司资产集中在流动资产，负债以非流动负债为主，因此账面流动性指标表现较好，但包括存货、应收账款等在内的核心资产变现能力较弱或具有很大不确定性。公司在持现金量尚属充裕，截至 2018 年 3 月末在持可动用货币资金 103.43 亿元，可对即期债务提供有效保障。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	1085.30	1110.44	728.41	928.15
速动比率 (%)	220.27	278.57	240.36	301.54
现金比率 (%)	170.25	254.50	226.60	281.61

资料来源：柳州龙建

截至 2018 年 3 月末，该公司所有权和使用权受到限制的资产合计 41.51 亿元，占资产总额的 9.09%，包括存货中 38.51 亿元土地资产用于抵押借款，可供出售金融资产中持有柳州银行股份有限公司的 3 亿元股权用于质押借款。

图表 17. 截至 2018 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
存货	38.51	16.74	抵押借款
可供出售金融资产	3.00	33.35	质押借款
总计	41.51	--	--

资料来源：柳州龙建

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自土地整理、保障房项目及基础设施建设业务，2015-2017 年公司营业毛利分别为 2.01 亿元、1.96 亿元和 3.04 亿元，受项目确认收入规模和结构变化影响有所波动。

该公司财务利息支出全部资本化，期间费用主要系销售费用和管理费用，

2015-2017 年期间费用合计分别为 486.64 万元、1979.06 万元和 5097.49 万元，其中管理费用占比超过 70%，主要系人员工资及办公费用等。此外公司对应收款项按账龄计提坏账准备¹⁶，形成资产减值损失，2015-2017 年分别为 4058.72 万元、-2709.41 万元和-1885.53 万元，其中 2016 年资产减值损失转呈负值，主要系当年收回了部分柳州市财政局的工程款。

2015-2017 年，该公司投资收益分别为 2848.97 万元、1593.82 万元和 1155.08 万元，主要是投资柳州银行及精诚投资产生的收益¹⁷。此外，财政补贴也对公司盈利形成重要补充，2015-2016 年公司获得的财政补贴收入分别为 1.49 亿元¹⁸和 1.45 亿元¹⁹，2017 年公司基本未有获取政府补贴²⁰。近三年公司分别实现净利润 2.18 亿元、2.38 亿元和 1.93 亿元，净资产收益率分别为 1.55%、1.62%和 1.27%，资产获利能力欠佳。2018 年第一季度，公司营业毛利和净利润分别为 521.58 万元和 1502.99 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要在柳州市内从事保障性住房项目建设、土地一级开发整理和基础设施建设等业务。为补充建设资金缺口，公司近年来外部融资规模增大；同时柳州市政府向公司注入资产规模较大，公司财务杠杆维持合理水平，未来仍有一定再融资空间。

2. 外部支持因素

柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司可在项目、资金、管理等方面获得积极支持。公司已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，信贷融资渠道较为通畅。截至 2018 年 3 月末，公司共获得各类银行授信 509.99 亿元（其中包含国开行 457.94 亿元安置房专项贷款），剩余授信额度 427.06 亿元。

¹⁶ 应收款项含应收账款和其他应收款。账龄分析法计提坏账准备的比例均为：账龄在 1 年以内，按 3% 计提坏账准备；账龄 1-2 年，按 10% 计提坏账准备；账龄 2-3 年，按 20% 计提坏账准备；账龄 3-4 年，按 50% 计提坏账准备；账龄 4-5 年，按 80% 计提坏账准备；账龄 5 年以上，按 100% 计提坏账准备。公司应收款项账龄大部分集中在 1 年以内。

¹⁷ 绝大部分系可供出售金融资产持有期间取得的投资收益，无现金分红。截至 2017 年末，该公司投资柳州银行 8.00 亿元，持有其 9.345% 的股权；投资精诚投资 1.00 亿元，持有其 1.46% 的股权。

¹⁸ 主要系白沙片区城中村改造项目补助、马鹿山小苑廉租房补助、航阳小苑廉租房补助。

¹⁹ 主要系西江路土地一级开发、学院路延长线西侧保障房项目、公租房项目的政府补助。

²⁰ 柳州市政府在 2018 年向公司注入大量土地作为补偿。

本期债券偿付保障分析

1. 自身抗风险能力

柳州市工业基础雄厚，汽车、机械、冶炼等支柱产业具有较强的竞争优势，经济实力居广西壮族自治区第二位，该公司面临的外部经营环境较好。作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，近年来，公司各类项目稳步推进，但由于承建项目较多，项目建设过程中垫资规模较大，存在持续的资金压力。

评级结论

作为柳州市基础设施建设和投融资主体之一，该公司主要从事保障性住房项目建设、土地一级开发整理和基础设施建设等业务。由于项目建设和非经营资金流出增加，公司负债规模增长较快，财务杠杆相应上升，但仍处于合理水平。未来随着承接项目增加、开发力度加大及长期债务逐步到期，公司面临偿债压力将加大。此外，公司还存在一定的或有损失风险。公司主业盈利偏少，资产获利能力欠佳。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

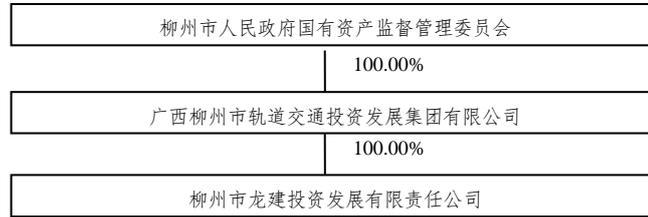
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

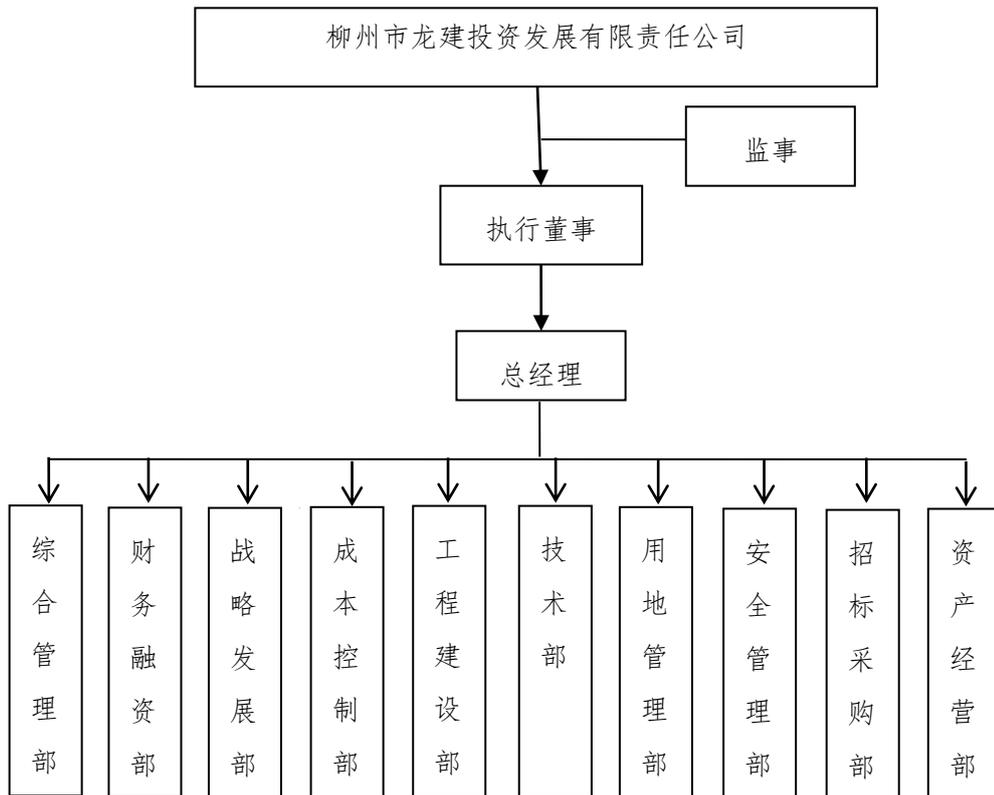
公司与实际控制人关系图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳州龙建提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
柳州市龙建投资发展有限责任公司	柳州龙建	本部	土地一级开发整理；政府公益设施、安置房及城中村改造项目投资和建设管理等	157.22	200.21	10.62	2.18	1.37	
柳州市龙兴投资发展有限责任公司	龙兴投资	100.00	对新农村建设项目的投资、旧城改造、土地开发整理	0.00	1.02	0.00	0.02	-1.94	
柳州碧水莲花酒店管理有限公司	碧水莲花	100.00	酒店管理、物业管理	0.00	0.00	0.08	-0.27	0.09	
柳州市龙建环保科技有限公司	龙建环保	100.00	建筑垃圾回收利用技术、建材、电子产品、汽车的销售	0.00	0.11	0.00	0.00	-0.10	

注：根据柳州龙建提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	237.16	290.37	343.54	456.56
货币资金 [亿元]	36.23	65.15	83.49	103.43
刚性债务[亿元]	77.66	112.96	155.67	222.80
所有者权益 [亿元]	142.60	151.32	153.17	200.01
营业收入[亿元]	9.10	10.01	10.70	1.55
净利润 [亿元]	2.18	2.38	1.93	0.15
EBITDA[亿元]	2.82	3.20	2.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	-20.33	-21.23	0.14	-3.91
投资性现金净流入量[亿元]	-1.73	10.71	-27.33	-41.13
资产负债率[%]	39.87	47.89	55.42	56.19
长短期债务比[%]	344.29	443.22	416.70	598.51
权益资本与刚性债务比率[%]	183.60	133.96	98.39	89.77
流动比率[%]	1,085.30	1,110.44	728.41	928.15
速动比率 [%]	220.27	278.57	240.36	301.54
现金比率[%]	170.25	254.50	226.60	281.61
利息保障倍数[倍]	0.61	0.53	0.37	—
有形净值债务率[%]	66.31	91.90	131.94	137.12
担保比率[%]	69.43	13.22	13.06	—
毛利率[%]	22.08	19.59	28.41	3.36
营业利润率[%]	14.49	17.43	24.50	13.48
总资产报酬率[%]	1.25	1.21	0.83	—
净资产收益率[%]	1.55	1.62	1.27	—
净资产收益率*[%]	1.55	1.62	1.27	—
营业收入现金率[%]	5.25	32.83	117.62	16.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-91.17	-90.56	0.44	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.96	-18.17	0.08	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-98.91	-44.89	-87.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.99	-9.01	-16.51	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.53	0.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02	—

注：表中数据依据柳州龙建经审计的 2015-2017 年度及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。