

# 深圳前海桂金融资租赁有限公司

## 2022 年度第一期资产支持票据

### 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕6994号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为差额支付承诺人广西交通投资集团有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

三、本报告引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

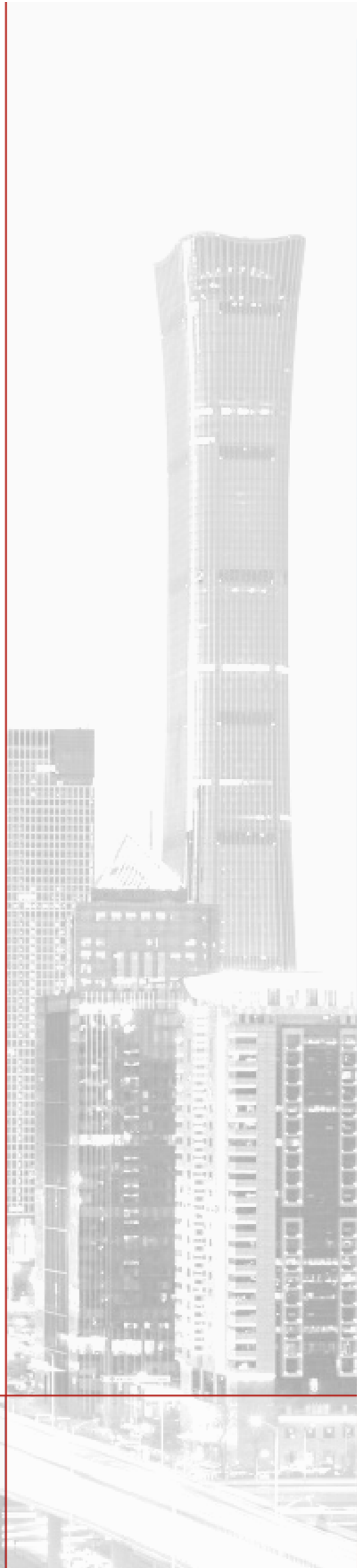
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期 资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

| 票据名称                    | 金额（万元）         |                | 占比             |                | 信用支持   |        | 信用等级              |                   |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|-------------------|-------------------|
|                         | 本次             | 上次             | 本次             | 上次             | 本次     | 上次     | 本次                | 上次                |
| 22 海桂金融 ABN001 优先 A1    | --             | --             | --             | --             | --     | --     | --                | --                |
| 22 海桂金融 ABN001 优先 A2    | 420.27         | 5333.77        | 17.07%         | 74.81%         | 82.93% | 25.19% | AAA <sub>sf</sub> | AAA <sub>sf</sub> |
| 22 海桂金融 ABN001 次        | 1150.00        | 1150.00        | 46.72%         | 16.13%         | --     | --     | NR                | NR                |
| <b>票据合计</b>             | <b>1570.27</b> | <b>6483.77</b> | <b>63.79%</b>  | <b>90.94%</b>  | --     | --     | --                | --                |
| 超额抵押                    | 891.38         | 646.25         | 36.21%         | 9.06%          | --     | --     | --                | --                |
| <b>资产合计<sup>1</sup></b> | <b>2461.65</b> | <b>7130.02</b> | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> | --     | --     | --                | --                |

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 资产合计金额为资产池应收账款余额与信托账户余额之和 3. NR 表示未予评级

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的资产池运行情况、票据兑付情况、量化测试、量化模型外的调整因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据的信用等级。

跟踪期内，本交易基础资产未出现早偿、逾期、违约及损失情况。截至本次基础资产跟踪基准日，资产池仅涉及 1 户承租人的 1 笔融资租赁合约，资产池还款来源单一，基础资产信用质量一般。

交易结构方面，随着绝大部分优先级资产支持票据本金顺利兑付，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 获得的信用支持大幅提升。根据交易偿付安排，在既定利率情景下，剩余基础资产现金流能够足额覆盖 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 预期支出。

各参与方能够较好地履行其相应的职能，广西交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定）提供的无条件不可撤销的差额支付承诺仍为 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 信用等级提供了关键的信用支撑作用。

综合考虑上述因素，联合资信确定“深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub>。

## 优势

- **本交易剩余优先级资产支持票据获得的信用支持大幅提升。**跟踪期间内，绝大部分优先级资产支持票据的兑付以及资产池超额利差累积形成的超额抵押提升了剩余优先级资产支持票据的信用支持。具体而言，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 获得的信用支持由上次跟踪评级时的 25.19% 大幅提升至 82.93%。
- **差额支付承诺人交投集团增信能力极强。**交投集团是广西壮族自治区内重要的高速公路和铁路投资建设和运营管理主体，并开展成品油销售、大宗物资供应及物流、房地产等多元化经营业务，综合竞争实力很强，持续获得各级政府的大力支持，其提供的不可撤销及无条件的差额支付承诺仍为 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 信用等级起到关键信用支撑作用。

## 关注

<sup>1</sup> 资产合计为资产池金额与信托账户余额之和。其中，截至本次基础资产跟踪基准日，入池资产未偿本金共计 2458.48 万元，截至票据跟踪基准日，信托账户余额为 3.17 万元。

- **基础资产集中度问题显著。**截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产仅涉及 1 户承租人的 1 笔融资租赁合同，资产池集中度问题仍显著，单一承租人的表现可能会对整体资产池表现产生很大影响。
- **交投集团项目建设面临较大投资支出压力，债务负担较重；应收类款项存在回收风险。**截至 2024 年 3 月底，交投集团主要在建和拟建的高速公路以及铁路项目尚需投资规模较大，项目建设面临较大投资支出压力；交投集团对外部筹资需求较强，债务规模持续增长，债务负担较重。交投集团其他应收款规模大，对公司资金形成一定占用，部分应收款由于诉讼和纠纷等情况存在一定回收风险。

## 本次评级使用的评级方法

| 方法名称         | 版本号         |
|--------------|-------------|
| 资产支持证券评级方法总论 | V4.0.202312 |

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

## 增信方主要财务数据

| 项目          | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年<br>3 月 | 项目             | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年<br>3 月 |
|-------------|---------|---------|---------|---------------|----------------|--------|--------|--------|---------------|
| 现金类资产（亿元）   | 201.81  | 249.75  | 211.71  | 201.47        | 营业利润率（%）       | 17.12  | 15.83  | 16.74  | 23.78         |
| 资产总额（亿元）    | 5353.40 | 6294.94 | 7076.23 | 7186.76       | 净资产收益率（%）      | 0.56   | 0.46   | 0.46   | --            |
| 所有者权益（亿元）   | 1839.26 | 2146.98 | 2334.21 | 2290.37       | 资产负债率（%）       | 65.64  | 65.89  | 67.01  | 68.13         |
| 短期债务（亿元）    | 530.50  | 522.89  | 530.46  | 497.79        | 全部债务资本化比率（%）   | 61.88  | 62.61  | 63.79  | 65.01         |
| 长期债务（亿元）    | 2455.08 | 3071.93 | 3581.33 | 3758.46       | 流动比率（%）        | 115.08 | 127.86 | 120.74 | 132.53        |
| 全部债务（亿元）    | 2985.58 | 3594.81 | 4111.79 | 4256.25       | 经营现金流动负债比（%）   | 8.27   | 7.93   | 8.96   | --            |
| 营业总收入（亿元）   | 592.50  | 670.69  | 667.43  | 103.18        | 现金短期债务比（倍）     | 0.38   | 0.48   | 0.40   | 0.40          |
| 利润总额（亿元）    | 21.97   | 22.45   | 27.04   | 5.91          | EBITDA 利息倍数（倍） | 0.94   | 0.93   | 0.99   | --            |
| EBITDA（亿元）  | 123.33  | 124.96  | 153.26  | --            | 全部债务/EBITDA（倍） | 24.21  | 28.77  | 26.83  | --            |
| 经营性净现金流（亿元） | 70.20   | 67.32   | 84.28   | 13.44         | --             | --     | --     | --     | --            |

注：1. 交投集团提供的 2024 年一季度财务数据未经审计；2.本报告将其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入全部债务核算；3.报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据交投集团审计报告以及交投集团提供资料整理

## 债券过往评级情况

| 评级时间       | 22 海桂金融 ABN001 优先 A1 信用等级 | 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 信用等级 |
|------------|---------------------------|---------------------------|
| 2023/07/27 | --                        | AAA <sub>sf</sub>         |
| 2022/07/22 | AAA <sub>sf</sub>         | AAA <sub>sf</sub>         |

## 评级时间

2024 年 7 月 30 日

## 评级项目组

项目负责人：张君瑶 [zhangjy@lhratings.com](mailto:zhangjy@lhratings.com)

项目组成员：马晓闻 [maxw@lhratings.com](mailto:maxw@lhratings.com)

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



## 一、票据兑付概况

跟踪期间，本交易项下优先级票据正常兑付。

深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据（以下简称“本交易”）于 2022 年 8 月 22 日正式成立，于 2022 年 8 月 23 日在银行间债券市场挂牌转让。截至本次票据跟踪基准日（2024 年 6 月 20 日），本交易累计分配本金 21429.73 万元，累计分配利息 421.24 万元。22 海桂金融 ABN001 优先 A1 已足额兑付完毕，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 已兑付绝大部分本金 9929.73 万元，将于 2024 年 9 月 20 日完成兑付。截至本次票据跟踪基准日，本期资产支持票据兑付情况及存续规模情况如下所示。

图表 1 • 截至票据跟踪基准日本交易优先级票据收益分配情况

| 分配时间       | 22 海桂金融 ABN001 优先 A1 |        | 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 |        |
|------------|----------------------|--------|----------------------|--------|
|            | 本金（万元）               | 利息（万元） | 本金（万元）               | 利息（万元） |
| 2022/09/20 | 2116.44              | 22.84  | --                   | 21.38  |
| 2022/12/20 | 3971.13              | 58.49  | --                   | 67.09  |
| 2023/03/20 | 5272.49              | 33.36  | --                   | 66.35  |
| 2023/06/20 | 139.93               | 0.88   | 5016.23              | 67.83  |
| 2023/09/20 | --                   | --     | 1850.64              | 34.95  |
| 2023/12/20 | --                   | --     | 588.65               | 22.58  |
| 2024/03/20 | --                   | --     | 1868.85              | 18.76  |
| 2024/06/20 | --                   | --     | 605.36               | 6.72   |
| 合计         | 11500.00             | 115.58 | 9929.73              | 305.67 |

注：22 海桂金融 ABN001 优先 A1 和 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 按季付息，过手摊还本金，22 海桂金融 ABN001 次在 22 海桂金融 ABN001 优先 A1 和 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 本息得到足额偿付后享有剩余收益

资料来源：联合资信根据《深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据资产运营报告》整理

图表 2 • 截至本次票据跟踪基准日本交易存续规模情况

| 票据简称                 | 存续规模（万元） |         | 占比      |         | 发行利率  | 到期日/预期到期日  | 兑付情况 |
|----------------------|----------|---------|---------|---------|-------|------------|------|
|                      | 本次       | 上次      | 本次      | 上次      |       |            |      |
| 22 海桂金融 ABN001 优先 A1 | --       | --      | --      | --      | 2.50% | 2023/06/20 | 已兑付  |
| 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 | 420.27   | 5333.77 | 17.07%  | 74.81%  | 2.60% | 2024/09/20 | 正常   |
| 22 海桂金融 ABN001 次     | 1150.00  | 1150.00 | 46.72%  | 16.13%  | --    | 2025/03/20 | --   |
| 票据合计                 | 1570.27  | 6483.77 | 63.79%  | 90.94%  | --    | --         | --   |
| 超额抵押                 | 891.38   | 646.25  | 36.21%  | 9.06%   | --    | --         | --   |
| 资产合计                 | 2461.65  | 7130.02 | 100.00% | 100.00% | --    | --         | --   |

资料来源：联合资信根据《深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据资产运营报告》和信托账户余额整理

## 二、基础资产分析

### 1 基础资产运行情况

跟踪期内，基础资产均正常存续，无早偿、逾期、违约及损失情况。

### 2 基础资产信用表现分析

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产集中度问题仍显著。

截至本次基础资产跟踪基准日（2024 年 4 月 26 日），资产池仅涉及 1 户承租人的 1 笔融资租赁合同，承租人为广西广投柳州铝业股份有限公司（以下简称“柳州铝业”，影子评级为 BBB<sub>s</sub>），未偿本金余额为 2458.48 万元，合同剩余期限为 0.60 年，合同利率为 5.39%，合同附有保证金 175.00 万元。

图表 3 • 资产池统计特征

| 指标            | 本次跟踪基准日 | 上次跟踪基准日 | 指标            | 本次跟踪基准日 | 上次跟踪基准日 |
|---------------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 资产池未偿本金余额（万元） | 2458.48 | 7125.92 | 加权平均剩余期限（年）   | 0.60    | 1.34    |
| 承租人户数（户）      | 1       | 3       | 加权平均租赁合同利率（%） | 5.39    | 6.16    |
| 合同笔数（笔）       | 1       | 2       | 保证金金额（万元）     | 175.00  | 355.00  |

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

图表 4 • 剩余基础资产明细

| 承租人            | 未偿本金余额（万元） | 地区      | 行业  | 合同利率  | 剩余期限（月） | 影子评级             |
|----------------|------------|---------|-----|-------|---------|------------------|
| 广西广投柳州铝业股份有限公司 | 2458.48    | 广西壮族自治区 | 制造业 | 5.39% | 0.60    | BBB <sub>s</sub> |

资料来源：联合资信根据资产池信息整理

### 3 重要现金流提供方信用风险分析

本交易基础资产仅涉及 1 户承租人为柳州铝业。

柳州铝业于 2009 年 5 月 20 日成立，初始注册资本 3.44 亿元，以生产超大宽幅交通运输材料、建筑装饰与包装材料为核心业务。2023 年 6 月 19 日，柳州铝业由广西柳州银海铝业股份有限公司变更为现名称。经过历次股权变化，截至 2024 年 6 月底，柳州铝业注册资本 16.25 亿元，广西广投新材料集团有限公司持有柳州铝业 47.92% 股份，为其控股股东。

柳州铝业提供了 2023 年审计报告，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务报告进行了审计并出具标准无保留审计意见。

截至 2023 年末，柳州铝业资产总额 35.25 亿元，较年初增长 4.56%，其中流动资产占比 17.34%，非流动资产占比 82.66%。流动资产主要由存货（占比 49.41%）、货币资金（占比 31.22%）和应收账款（占比 12.93%）构成。非流动资产主要由固定资产（占比 58.85%）和无形资产（占比 10.71%）构成。截至 2023 年末，柳州铝业负债总额 34.40 亿元，较年初增长 12.65%，其中流动负债占比 83.15%，非流动负债占比 16.85%。流动负债主要由应付账款（占比 28.65%）、其他应付款（占比 24.91%）和应付票据（占比 21.85%）构成。非流动负债主要由长期应付款（占比 97.94%）构成。截至 2023 年末，柳州铝业资产负债率为 97.58%。截至 2023 年末，柳州铝业所有者权益为 0.85 亿元，较年初下降 73.27%。2023 年，柳州铝业实现营业收入 21.03 亿元，同比增长 14.43%；实现利润总额-1.89 亿元，实现净利润-1.89 亿元。2023 年，柳州铝业经营活动产生的现金流量净额 2.75 亿元；投资活动产生的现金流量净额-0.04 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-3.50 亿元。

## 三、交易结构分析

### 1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。

### 2 内部增信

跟踪期间，顺序偿付机制及超额利差为本交易优先级票据兑付带来了有利的影响。伴随绝大部分 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的顺利兑付，剩余优先级票据获得的信用支持较上次评级大幅提升。

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产共计 2458.48 万元，与截至本次票据跟踪基准日信托账户余额 3.17 万元合计对本期剩余优先级票据形成 36.21% 的超额抵押。考虑超额抵押后，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 获得由资产池提供的信用支持由上次评级的 25.19% 大幅上升至 82.93%，上升 57.73 个百分点，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 所获得的信用支持大幅提升。

跟踪期间，本交易存续期间未触发加速清偿事件、权利完善事件、违约事件和差额支付启动事件等。

## 四、量化测试

联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信根据基础资产现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建现金流流入对支出的覆盖模型，来确定基础资产对优先级票据的保障程度。

资产池仅涉及 1 户承租人的 1 笔融资租赁合同，资产池还款来源单一，基础资产信用质量一般。在无外部增信的前提下，22 海桂金融 ABN001 优先 A2 仍无法满足 AAA<sub>sf</sub> 的评级标准。考虑到本交易的差额支付承诺人交投集团的信用等级与优先级票据的目标信用等级一致，鉴于此，现金流分析重点关注承租人如期履约下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息支付。

跟踪期间，基础资产均正常存续。本交易项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 剩余规模为 420.27 万元，信托账户余额为 3.14 万元，发行利率为 2.60%，本交易实际承担的费用包括税费（增值税及附加，费率为 3.36%）、兑付兑息费（每次兑付金额的 0.0035%）和信托报酬费（费率为 0.02%/年）。联合资信进行了基础资产回收现金流对 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 兑付所需金额覆盖情况的测算。结果表明剩余基础资产回收现金流能够满足 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的兑付要求，如图表 6 所示。

图表 5 • 本交易相关税费

| 税费     | 税率    | 税费    | 费率              |
|--------|-------|-------|-----------------|
| 增值税及附加 | 3.36% | 兑付兑息费 | 每次兑付金额的 0.0035% |
| --     | --    | 信托报酬率 | 0.02%/年         |

资料来源：联合资信根据管理人提供税费数据整理

图表 6 • 基础资产回收现金流对 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 兑付所需金额的覆盖情况

| 利率    | 基础资产回收现金流总额（万元） | 优先级票据本息及本交易费用预计支出（万元） | 覆盖倍数   |
|-------|-----------------|-----------------------|--------|
| 2.60% | 2561.48         | 426.43                | 6.0068 |

注：基础资产回收现金流总额=截至本次基础资产跟踪基准日资产池总额+截至本次票据跟踪基准日信托财产账户余额

测算结果表明：根据交易偿付安排，在既定利率情景下，预计剩余基础资产现金流能够足额覆盖 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 预期支出。

## 五、参与机构履职能力分析

跟踪期内，本交易涉及各参与机构均未发生替换，履职情况稳定。

### 1 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为深圳前海桂金融资租赁有限公司（以下简称“桂金租赁”）。截至 2024 年 3 月底，桂金租赁注册资本为 5.00 亿元，实缴资本 5.00 亿元，其中广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投集团”）出资比例为 75.00%，中港投资有限公司（以下简称“中港投资”）出资比例为 25.00%。桂金租赁的实际控制人为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会。跟踪期内，桂金租赁的经营范围、公司治理结构和组织架构、风控制度均未发生重大变化。

截至 2023 年年末，桂金租赁存续租赁合同数量为 37 笔，租赁资产余额为 16.79 亿元。2023 年，桂金租赁当年新增租赁合同数量为 25 笔，当年投放合同本金为 13.86 亿元。从租赁资产质量来看，截至 2023 年末，桂金租赁无不良资产余额，不良率 0.00%。

截至 2023 年末，桂金租赁资产总计 17.89 亿元，较上年底增长 28.46%，主要系租赁业务对外投放导致长期应收款大幅增加所致；负债合计 10.04 亿元，较上年底增长 50.69%，主要系长期借款大幅增加所致；所有者权益合计 7.86 亿元，较上年底增长 8.09%。2023 年度，桂金租赁实现营业总收入 1.69 亿元，同比增长 6.81%，利润总额 0.91 亿元，同比下降 28.88%。

截至 2024 年 3 月末，桂金租赁资产总计 18.19 亿元，负债合计 10.15 亿元，所有者权益合计 8.05 亿元。2024 年 1—3 月，桂金租赁实现营业总收入 3585.62 万元，利润总额 2510.47 万元。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2024 年 7 月 26 日，桂金租赁未结清信贷信息和已结清信贷信息中均无不良类和关注类信贷信息记录。

总体看，桂金租赁经营稳定，跟踪期内履职能力仍稳定。

## 2 受托人/受托机构/发行载体管理机构、主承销商、监管银行与资金保管机构

跟踪期内，本交易受托人/受托机构/发行载体管理机构、主承销商、监管银行与资金保管机构未发生替换，履职情况稳定。

## 六、外部增信

**交投集团为本交易项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的本息偿付提供了不可撤销及无条件的差额支付承诺。**

交投集团系根据 2007 年 12 月《关于同意设立广西交通投资建设集团有限公司的批复》（桂政函〔2007〕246 号）的批准，于 2008 年以政府划拨的 12 条高速公路净资产组建的国有独资有限公司，初始注册资本 50.00 亿元，由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）代表广西自治区人民政府（以下简称“广西自治区政府”）履行出资人职责。2014 年 2 月 8 日，根据《关于同意增加注册资本的批复》（桂国资复〔2014〕13 号）文件，交投集团注册资本由 50.00 亿元增加至 300.00 亿元（资本公积转增注册资本）。2018 年，经广西自治区党委、人民政府同意，交投集团与广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投”）实施战略性重组，广西铁投并入交投集团，交投集团增加广西自治区铁路投资建设职能，经营规模和业务范围进一步扩大。截至 2024 年 3 月底，交投集团注册资本 301.05 亿元，实收资本 305.55 亿元，差额系尚未完成工商变更，广西国资委持有交投集团全部股权，为交投集团实际控制人。

交投集团是广西自治区内重要的高速公路和铁路投资建设运营管理主体，并依托高速公路及铁路业务发展成品油销售、大宗物资供应及物流、房地产开发、金融等多元化业务。

截至 2023 年底，交投集团资产总额 7076.23 亿元，所有者权益 2334.21 亿元（其中少数股东权益 539.02 亿元）；2023 年，交投集团实现营业收入 667.43 亿元，利润总额 27.04 亿元。

截至 2024 年 3 月底，交投集团资产总额 7186.76 亿元，所有者权益 2290.37 亿元（其中少数股东权益 483.61 亿元）；2024 年 1—3 月，交投集团实现营业收入 103.18 亿元，利润总额 5.91 亿元。

交投集团注册地址：南宁市青秀区民族大道 146 号三祺广场 48 楼；法定代表人：周文。

### 优势

**1. 外部环境良好。**2023 年，广西自治区经济稳步发展，实现生产总值 27202.39 亿元，同比增长 4.1%；完成一般公共预算收入 1783.80 亿元，增长 5.7%。十四五期间，广西自治区将加快交通基础设施建设，实现高速公路建成里程达到 1.2 万公里，高铁动车运营总里程达 3000 公里，未来广西自治区路网建设仍有较大空间。

**2. 区域地位突出。**交投集团是广西自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体，交投集团经营的高速公路收费里程在广西自治区中占比高，且主要路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，子公司广西铁路投资集团有限公司是广西自治区内铁路投资建设的主要责任主体，交投集团区域地位突出。

**3. 持续获得各级政府的大力支持。**跟踪期内，交投集团持续得到各级政府在财政资金注入、专项债券、车购税资金拨付以及财政补助等方面的大力支持，2023 年和 2024 年一季度分别累计获得资金支持 133.37 亿元和 13.45 亿元。

### 关注

**1. 项目建设面临较大投资支出压力，债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，交投集团主要在建和拟建的高速公路以及铁路项目尚需投资规模较大，项目建设面临较大投资支出压力；交投集团对外部筹资需求较强，债务规模持续增长，债务负担较重。

**2. 应收类款项存在回收风险。**交投集团其他应收款规模大，对交投集团资金形成一定占用，部分应收款由于诉讼和纠纷等情况存在一定回收风险。

**3. 房地产项目未来建设投资支出压力较大，面临一定去化压力。**截至 2024 年 3 月底，交投集团房地产项目尚需投资超过 200 亿元，投资规模大；在售房地产项目已投资 480.19 亿元，已收到房款 288.75 亿元，存在一定去化压力。

**4. 路产划转事项值得关注。**广西自治区政府授权交投集团将名下部分高速公路项目陆续划入广西高速公路还贷运营管理中心，联合资信将持续关注路产划转事项的进展及其影响。

**联合资信确定交投集团主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望为稳定，增信能力极强。**

## 七、评级结论

综合本交易所涉及的资产池运行情况、票据兑付情况、量化测试以及量化测试外的调整因素，在无外部增信的前提下，本交易项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 仍无法满足 AAA<sub>sf</sub> 的评级标准。在此基础上，交投集团提供的无条件及不可撤销的差额支付承诺仍为 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 信用等级起到了关键的支撑作用。联合资信最终确定“深圳前海桂金融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的信用等级维持 AAA<sub>sf</sub>，22 海桂金融 ABN001 次未予评级。

上述 22 海桂金融 ABN001 优先 A2 的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

## 附件 1 广西交通投资集团有限公司信用风险分析

### 一、企业基本情况

广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西交投”）系根据 2007 年 12 月《关于同意设立广西交通投资建设集团有限公司的批复》（桂政函〔2007〕246 号）的批准，于 2008 年以政府划拨的 12 条高速公路净资产组建的国有独资有限公司，初始注册资本 50.00 亿元，由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）代表广西壮族自治区人民政府（以下简称“广西壮族自治区政府”）履行出资人职责。2014 年 2 月 8 日，根据《关于同意增加注册资本的批复》（桂国资复〔2014〕13 号）文件，公司注册资本由 50.00 亿元增加至 300.00 亿元（资本公积转增注册资本）。2018 年，经广西自治区党委、人民政府同意，公司与广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投”）实施战略性重组，广西铁投并入公司，公司增加广西自治区铁路投资建设职能，经营规模和业务范围进一步扩大。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 301.05 亿元，实收资本 305.55 亿元，差额系尚未完成工商变更，广西国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。

公司是广西自治区内重要的高速公路和铁路投资建设运营管理主体，并依托高速公路及铁路业务发展成品油销售、大宗物资供应及物流、房地产开发、金融等多元化业务。

截至 2023 年底，公司资产总额 7076.23 亿元，所有者权益 2334.21 亿元（其中少数股东权益 539.02 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 667.43 亿元，利润总额 27.04 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 7186.76 亿元，所有者权益 2290.37 亿元（其中少数股东权益 483.61 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 103.18 亿元，利润总额 5.91 亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区民族大道 146 号三祺广场 48 楼；法定代表人：周文。

### 二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力，以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

### 三、行业及区域环境分析

#### 1 行业分析

##### （1）城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支

持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2024 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

## （2）高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2022 年以来，受外部环境影响，公路旅客运输量和货物运输量均有所下降，但公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式；随着经济的逐步复苏，2023 年以来公路运输指标逐步向好。作为重资产行业，近年来高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转，以及国家高速路网的不完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版详见[《2023 年收费公路行业分析》](#)。

## （3）铁路行业

铁路是国家重要的交通基础设施和民生工程，在促进乡村振兴、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本等方面具有重要作用。长距离、大运量、绿色环保等是铁路运输的主要优势，铁路发展受到中央和地方政府的高度重视。随着铁路大规模建设，中国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度持续增加。根据中国国家铁路集团有限公司 2023 年统计公报，截至 2023 年底，全国铁路路网密度增至 165 公里/万平方公里。但全国各地区路网密度差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海地区的铁路路网密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路路网密度较低，中国铁路网络仍有待完善。2023 年，中国铁路客运量创 2019 年以来新高；中国铁路积极应对市场形势变化，全力推动增运上量，货运量实现平稳增长。2023 年，中国铁路投资额实现触底反弹，改变了此前年度投资规模连降趋势。

长期来看，随着城镇化水平和居民消费水平的提高，中国铁路客运需求有望保持增长；中国经济长期向好的基本趋势将对铁路货物运输需求形成有力支撑，伴随铁路向现代物流转型的进一步实现，货运指标将保持平稳增长。同时，中国铁路网络仍有较大投资空间，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。国家对铁路行业的发展高度重视并给予各项政策支持，整体看，中国铁路行业发展前景良好。完整版铁路运输行业分析详见[《2024 年铁路运输行业分析》](#)。

## （4）贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

## 2 区域环境分析

广西壮族自治区具有良好的资源禀赋和独特的区位优势，且获得国家多重政策支持。跟踪期内，广西壮族自治区经济稳步发展，财政自给能力弱，政府性基金预算收入受房地产市场低迷影响大幅下降，上级补助对综合财力贡献较大；区内高速公路和铁路投资建设需求较大，公司面临良好的发展机遇。

## （1）广西壮族自治区经济概况

广西壮族自治区位于中国西南部，是我国少数民族人口最多的自治区，是连接粤港澳与西部地区的重要通道，也是连接东盟的枢纽，区位优势独特。得益于广西自治区的独特地理优势以及人口优势，广西自治区享受国家在投资、改革、财政、税收、产业、土地、人才等多个方面支持发展的优惠政策。功能规划和布局方面，广西自治区将重点开发区域划分为“两区一带”，即北部湾经济区（国家层面重点开发区域）、西江经济带和桂西资源富集区（自治区层面重点开发区域）。北部湾经济区区位优势明显，整体发展水平最高，区域内以第二、三产业为主，近年集聚大健康、大数据、大物流、新制造、新材料、新能源三大三新重点产业领域，推动传统产业转型升级；西江经济带以第三产业为主导，大力发展健康旅游、生物医药、养生食品等康养行业，以及机械制造、电子信息等优势产业；桂西资源富集区经济发展水平较落后，依托红水河、左江、右江三大经济带带动铝锰业、有色金属业、能源等产业转型升级。

根据《2023年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2023年广西自治区实现生产总值 27202.39 亿元，按可比价计算，比上年增长 4.1%，2023 年地区生产总值在全国排名 19。其中，第一产业增加值 4468.18 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 8924.13 亿元，增长 3.2%；第三产业增加值 13810.08 亿元，增长 4.4%，产业结构呈现“三二一”发展格局。按常住人口计算，2023 年全区人均地区生产总值 54005 元，比上年增长 4.2%，低于全国平均水平。

图表 2 • 广西壮族自治区主要经济指标

| 项目                | 2021 年         | 2022 年           | 2023 年           |
|-------------------|----------------|------------------|------------------|
| GDP（亿元）           | 24740.86       | 26300.87         | 27202.39         |
| GDP 增速（%）         | 7.5            | 2.9              | 4.1              |
| 固定资产投资增速（不含农户）（%） | 7.6            | 0.1              | -15.5            |
| 三产结构              | 16.1:33.8:50.2 | 16.3: 33.7: 50.0 | 16.4: 32.8: 50.8 |
| 人均 GDP（万元）        | 4.92           | 5.22             | 5.40             |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，广西自治区固定资产投资（不含农户）比上年下降 15.5%。其中，第一产业投资下降 22.3%；第二产业投资下降 3.2%，其中工业投资下降 2.6%；第三产业投资下降 21.8%。基础设施投资下降 16.4%。民间固定资产投资下降 19.4%。同期，广西自治区房地产开发投资 1337.02 亿元，比上年下降 31.2%。其中住宅投资 1057.17 亿元，下降 29.6%；办公楼投资 24.87 亿元，下降 35.5%；商业营业用房投资 91.45 亿元，下降 28.7%。商品房销售面积 2916.73 万平方米，下降 18.6%，其中住宅 2342.28 万平方米，下降 16.2%。

2023 年，广西自治区货物运输总量 22.84 亿吨，比上年增长 7.0%；货物运输周转量 5589.63 亿吨公里，增长 8.1%。全年旅客运输总量 3.19 亿人次，比上年增长 47.2%；旅客运输周转量 636.17 亿人公里，增长 68.4%。

图表 3 • 广西自治区主要财政指标

| 项目                 | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年   |
|--------------------|---------|---------|----------|
| 一般公共预算收入（亿元）       | 1800.15 | 1687.72 | 1783.80  |
| 一般公共预算收入增速（%）      | 4.8     | 3.6     | 5.7      |
| 税收收入（亿元）           | 1191.09 | 930.37  | 1081.99  |
| 税收收入占一般公共预算收入比重（%） | 66.17   | 55.13   | 60.66    |
| 一般公共预算支出（亿元）       | 5806.54 | 5893.32 | 6102.58  |
| 财政自给率（%）           | 31.00   | 28.64   | 29.23    |
| 政府性基金收入（亿元）        | 1729.18 | 1111.34 | 880.66   |
| 地方政府债务余额（亿元）       | 8561.15 | 9722.11 | 11551.50 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据公开数据显示，2023 年广西自治区一般公共预算收入 1783.80 亿元，增长 5.7%，其中税收收入占一般公共预算收入的 60.66%；同期，广西自治区财政自给率 29.23%，财政自给能力弱；政府性基金预算收入受房地产市场持续低迷影响持续下降；2023 年上级补助占综合财力的 61.23%，上级补助对综合财力贡献较大。

## （2）广西自治区高速公路建设

2018年9月,《广西高速公路网规划(2018—2030年)》正式获批,广西自治区在原规划的基础上新增路线里程6600公里,改扩建里程1400公里,合计新增建设规模8000公里,其中高速公路总里程达到15200公里,面积密度将达到6.4公里/百平方公里,比原规划的面密度3.6公里/百平方公里提升78%。规划实施后,广西自治区形成“1环12纵13联”的高速公路网总体布局。通过与周边高速公路网衔接,形成中南西南地区连接粤港澳大湾区和东盟地区出省出海出边干支结合的高速公路网络。截至2023年底,广西自治区公路总里程18.36万公里,比上年底新增1.12万公里。其中,高速公路里程9067公里。

### (3) 广西自治区铁路基础设施建设

2018年,广西自治区人民政府办公厅印发《广西支持铁路建设促进土地综合开发的若干措施》,提出加强规划引导与管控、合理确定开发边界和规模、加大用地计划指标保障力度、完善土地供应模式、提高土地利用效率、加强服务保障和监管等措施,对促进铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发、支持铁路企业可持续发展、加快推进广西自治区铁路建设等方面具有积极作用。

根据《广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,十四五期间,广西自治区将加快构建连接周边中心城市的高标准出省高铁客运通道,打造北部湾城市群城际铁路网,实现高铁动车运营总里程达3000公里。广西自治区将建设西部陆海新通道,完善西南、中南地区连接北部湾出海口的主通道,加快建设贵阳至南宁高速铁路,力争新开工南宁经桂林至衡阳高速铁路、黄桶至百色铁路、贵阳经南宁至北海高速公路等一批重大项目,推进南防铁路钦州至防城港段增建二线等一批干线铁路扩能改造,建设全面对接粤港澳大湾区主通道,重点推进南宁经玉林经岑溪至深圳高速铁路、柳州经梧州至广州铁路。

截至2023年底,广西自治区铁路营业总里程5672公里,比上年底增加335公里,其中高速铁路营业里程2212公里,广西自治区已实现与周边湘、粤、黔、滇四省高铁连通。

## 四、跟踪期主要变化

### (一) 基础素质

公司是广西自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体,并开展多元化经营业务,区域地位突出,综合竞争实力很强。

高速公路方面,公司是广西自治区内主要的高速公路投资建设和运营管理平台。截至2024年3月底,公司运营收费公路总里程5501.20公里(含试运营路段),约占广西高速公路收费总里程的60%。公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分,大部分高速路段连接南宁市与其他地级市,线位优势明显,在广西高速公路网中居主导地位。

铁路方面,公司子公司广西铁投是广西自治区铁路投资建设责任主体,一方面履行中国国家铁路集团有限公司(原铁道部,以下简称“国铁集团”)和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能,参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理;另一方面,广西铁投投资建设自治区内的重点线路的专用线和城际铁路项目,区域地位突出。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(自主查询版)(统一社会信用代码:91450000677715673H),截至2024年6月13日,公司本部无关注或不良类信贷信息记录,过往信用记录良好。

根据广西铁投提供的中国人民银行《企业信用报告》(自主查询版)(统一社会信用代码:91450000680140831W),截至2024年4月25日,广西铁投本部无关注或不良类信贷信息记录,过往信用记录良好。

根据公司本部以及重要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,联合资信未发现公司本部以及重要子公司存在逾期或违约记录,历史履约情况良好。

截至报告出具日,联合资信未发现公司本部和重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

### (二) 管理水平

公司依法建立了较为规范的法人治理结构,内部管理制度健全,管理水平很高。跟踪期内,公司管理制度和法人治理结构未发生重大变动。

### (三) 经营方面

#### 1 业务经营分析

2023 年，公司主营业务收入有所下降，主要系房地产开发业务、大宗物资供应及物流业务收入受市场行情影响下降所致；成品油销售业务受车流量回升以及加油站点的增加影响，收入有所增长；其他收入主要来自金融和建筑施工业务等。毛利率方面，2023 年公司主营业务毛利率变动不大。2024 年一季度，公司主营业务收入相当于 2023 年全年的 15.51%，综合毛利率大幅提升。

图表 4 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块      | 2022 年 |        |       | 2023 年 |        |       | 2024 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   |
| 通行费       | 98.59  | 14.88  | 43.38 | 116.10 | 17.80  | 40.64 | 32.23        | 31.86  | 48.21 |
| 成品油销售     | 44.53  | 6.72   | 13.99 | 53.89  | 8.26   | 12.92 | 13.37        | 13.21  | 15.04 |
| 大宗物资供应及物流 | 387.97 | 58.56  | 6.21  | 354.28 | 54.32  | 6.70  | 32.40        | 32.02  | 10.48 |
| 其他业务收入    | 131.47 | 19.84  | 25.73 | 127.99 | 19.62  | 20.68 | 23.18        | 22.91  | 13.41 |
| 合计        | 662.56 | 100.00 | 16.14 | 652.26 | 100.00 | 16.00 | 101.17       | 100.00 | 23.77 |

注：其他收入来自房地产销售、建筑施工、金融业务以及铁路运营等业务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

##### (1) 公路建设、经营与管理

受外部环境影响，2023 年通行费收入有所增长。公司在建和拟建高速公路项目尚需投资规模大，公司未来面临的资金支出压力大。此外，需关注高速公路培育期较长、项目投资效益的实现具有一定的滞后性以及路产划转对公司经营或将产生的影响。

##### 收费模式

公司所辖高速公路收费方式按照广西壮族自治区的要求执行，其中现金部分的通行费采用联网收费方式，各收费站点每天将通行费上缴至广西壮族自治区高速公路联网收费管理中心（以下简称“联网收费管理中心”）的结算账户，联网收费管理中心对各收费路段通行费每 3 天进行清分和结算后将资金划转给各联网收费公路经营业主作为通行费收入。非现金通行费主要通过 ETC 模式收取，由 ETC 发行方收取通行费，经过交通部及高速公路联网收费管理中心清分后，拆分至各联网收费公路经营业主作为通行费收入。已划转至广西高速公路还贷运营管理中心（以下简称“还贷中心”）的路段收费方式与未划转路段收费方式统一按照政府相关规定执行。

2020 年 1 月起，全国高速公路开始施行新的《收费公路车辆通行费车型分类》。目前，广西壮族自治区高速公路车辆通行费由基本收费与桥隧收费两部分组成，具体通行费标准如下表所示。

图表 5 • 广西高速公路客车收费标准（元/车公里）

| 计价方式  | 车型 | 车型      | 2007 年及之前建成通车路段 | 2008 年及之后建成通车路段 |
|-------|----|---------|-----------------|-----------------|
| 按车型分类 | A  | ≤7 座客车  | 0.40            | 0.50            |
|       | B  | 8~19 座  | 0.80            |                 |
|       | C  | 20~39 座 | 1.20            |                 |
|       | D  | ≥40 座   | 1.45            |                 |

注：1.车型分类执行《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）的新规定；2.上表收费标准不包括开放式收费的南宁机场、桂林两江国际机场等高速公路

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 6 • 广西高速公路货车和专项作业车收费标准

| 车型分类  | 基本收费标准（元/车公里） | 桥隧收费标准（元/车公里） |
|-------|---------------|---------------|
| 1 类货车 | 0.40          | 0.50          |
| 2 类货车 | 1.37          | 1.71          |
| 3 类货车 | 1.86          | 2.32          |
| 4 类货车 | 2.18          | 2.72          |
| 5 类货车 | 2.32          | 2.90          |

|       |      |      |
|-------|------|------|
| 6 类货车 | 2.36 | 2.95 |
|-------|------|------|

注：除专项作业车统一按6类货车执行外，6轴以上货车在6类货车收费标准基础上，基本收费标准及桥隧收费标准每增加一轴增加0.60元/车公里的收费系数，机场高速收费标准每增加一轴增加5元/车次的收费系数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

收费公路运营情况

公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，连接南宁市与其他地级市，线路优势明显，在广西高速公路网中具有主导地位。截至 2024 年 3 月底，公司运营收费公路总里程 5501.20 公里（含试运营路段），约占广西高速公路收费总里程的 60%。其中，经营性公路 50 条，收费还贷公路 4 条。

图表 7 • 公司运营管理收费公路情况明细（单位：公里、亿元）

| 序号 | 路段名称      | 所属高速            | 路产性质 | 收费里程   | 通行费收入  |              |
|----|-----------|-----------------|------|--------|--------|--------------|
|    |           |                 |      |        | 2023 年 | 2024 年 1—3 月 |
| 1  | 灵川至临桂     | 泉南高速 G72        | 经营性  | 18.03  | 1.01   | 0.20         |
| 2  | 南宁至坛洛     | 南宁绕城高速 G7201    | 经营性  | 56.35  | 2.47   | 0.73         |
| 3  | 宜州至柳州     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 109.60 | 2.75   | 0.81         |
| 4  | 都安至南宁     | 兰海高速 G75        | 经营性  | 125.81 | 4.46   | 1.07         |
| 5  | 黄沙河至全州    | 泉南高速 G72        | 经营性  | 23.00  | 1.19   | 0.32         |
| 6  | 百色至罗村口    | 广昆高速 G80        | 经营性  | 55.53  | 0.73   | 0.21         |
| 7  | 南宁至友谊关    | 南友高速 G72        | 经营性  | 194.06 | 4.38   | 1.05         |
| 8  | 平乐至钟山     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 95.87  | 4.04   | 1.16         |
| 9  | 雒容至洛满     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 49.00  | 0.36   | 0.09         |
| 10 | 隆林至百色     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 176.87 | 5.74   | 1.48         |
| 11 | 宜州至河池     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 72.00  | 1.76   | 0.64         |
| 12 | 百色至靖西     | 银百高速 G69        | 经营性  | 97.10  | 1.18   | 0.31         |
| 13 | 六景至钦州港    | 六钦高速 S43        | 经营性  | 133.95 | 1.59   | 0.43         |
| 14 | 柳州至南宁     | 泉南高速 G72        | 经营性  | 252.58 | 15.65  | 3.91         |
| 15 | 灌阳至全州（凤凰） | 厦蓉高速 G76        | 经营性  | 47.97  | 0.44   | 0.18         |
| 16 | 岑溪至水汶     | 包茂高速 G65        | 经营性  | 30.72  | 0.60   | 0.16         |
| 17 | 三江至柳州     | 三北高速 S31        | 经营性  | 168.73 | 2.68   | 0.67         |
| 18 | 筋竹至岑溪     | 广昆高速 G80        | 经营性  | 39.57  | 2.17   | 0.60         |
| 19 | 坛洛至百色     | 广昆高速 G80        | 经营性  | 188.00 | 9.99   | 2.59         |
| 20 | 钟山至马江     | 包茂高速 G65        | 经营性  | 61.05  | 1.26   | 0.34         |
| 21 | 六寨至河池     | 兰海高速 G75        | 经营性  | 108.07 | 2.86   | 0.93         |
| 22 | 钦州至崇左     | 合那高速 S60        | 经营性  | 129.56 | 2.56   | 0.58         |
| 23 | 玉林至铁山港    | 资铁高速 S21        | 经营性  | 174.46 | 2.99   | 0.73         |
| 24 | 河池至都安     | 兰海高速 G75        | 经营性  | 92.32  | 1.84   | 0.45         |
| 25 | 南宁外环      | 南宁东外环绕城高速 S5101 | 经营性  | 82.52  | 2.48   | 0.67         |
| 26 | 靖西至那坡     | 靖那高速 S60        | 经营性  | 90.42  | 1.28   | 0.34         |
| 27 | 桂平至来宾     | 桂来高速 S52        | 经营性  | 87.54  | 1.59   | 0.43         |
| 28 | 来宾至马山     | 来马高速 S52        | 经营性  | 114.69 | 1.28   | 0.38         |
| 29 | 马山至平果     | 马平高速 S52        | 经营性  | 82.47  | 0.88   | 0.24         |
| 30 | 柳州至武宣     | 柳武高速 S31        | 经营性  | 88.45  | 2.45   | 0.69         |
| 31 | 崇左至靖西     | 合那高速 S60        | 经营性  | 147.64 | 2.62   | 0.79         |
| 32 | 梧州至柳州     | 包茂高速 G65        | 经营性  | 212.55 | 4.84   | 1.70         |
| 33 | 梧州环城      | 苍龙高速 S42、S4001  | 经营性  | 56.67  | 1.27   | 0.43         |
| 34 | 河池至百色     | 汕昆高速 G78        | 经营性  | 179.18 | 2.16   | 0.65         |
| 35 | 靖西至龙邦     | 银百高速 G69        | 经营性  | 28.30  | 0.06   | 0.02         |

|    |             |                              |      |         |        |       |
|----|-------------|------------------------------|------|---------|--------|-------|
| 36 | 阳朔至鹿寨       | 汕昆高速 G78                     | 经营性  | 86.96   | 1.26   | 0.29  |
| 37 | 崇左至水口       | 合那高速 S60                     | 经营性  | 88.27   | 0.41   | 0.10  |
| 38 | 乐业至百色       | 银百高速 G69                     | 经营性  | 153.92  | 2.14   | 0.61  |
| 39 | 麦岭至贺州       | 钟富高速 S13                     | 经营性  | 85.04   | 1.05   | 0.30  |
| 40 | 松旺至铁山港东岸    | 松铁高速 S5923                   | 经营性  | 21.44   | 0.08   | 0.02  |
| 41 | 荔浦至玉林       | 呼北高速 G59                     | 经营性  | 262.21  | 4.12   | 1.08  |
| 42 | 沙井至吴圩       | 沙井到那洋立交 S7221、那洋立交到吴圩西立交 S90 | 经营性  | 28.30   | 0.66   | 0.15  |
| 43 | 柳州经合山至南宁    | 三南高速 S31                     | 经营性  | 200.02  | 2.85   | 0.63  |
| 44 | 桂林至柳城       | 桂河高速 S22                     | 经营性  | 96.30   | 1.98   | 0.45  |
| 45 | 平果至南宁       | G75 兰海高速并线贵阳至北海 G7522        | 经营性  | 81.98   | 0.69   | 0.26  |
| 46 | 巴马至田东       | 巴友高速 S65                     | 经营性  | 66.60   | 0.22   | 0.06  |
| 47 | 南丹至下老       | G75 兰海高速、G69 银川至百色高速公路       | 经营性  | 104.90  | 0.38   | 0.38  |
| 48 | 田东经天等至大新    | 巴友高速 S65                     | 经营性  | 70.85   | 0.33   | 0.08  |
| 49 | 大新经龙州至凭祥    | 巴友高速 S65                     | 收费还贷 | 146.13  | 0.39   | 0.09  |
| 50 | 平南至武宣       | 平那高速 S52                     | 经营性  | 63.67   | 0.44   | 0.15  |
| 51 | 天峨经凤山至巴马    | 贵北高速 G7522                   | 收费还贷 | 104.70  | 0.02   | 0.28  |
| 52 | 平塘至天峨广西段    | 贵北高速 G7522                   | 收费还贷 | 59.13   | 0.00   | 0.02  |
| 53 | 隆林委乐至革步公路一期 | 隆广高速 S87                     | 收费还贷 | 9.36    | 0.00   | 0.01  |
| 54 | 桂林至柳州改扩建    | 泉南高速 G72                     | 经营性  | 100.81  | 3.49   | 1.32  |
| 合计 | --          | --                           | --   | 5501.22 | 116.10 | 32.23 |

注：1.表格中收费里程与实际有差距，系表格数据四舍五入加总导致的尾差；2.公司通行费收入以及收费里程均包括已划转至还贷中心的高速路段，统计口径下同

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 8• 公司经营管理的收费公路基本运营情况（单位：公里、辆次、亿元）

| 项目    | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 1—3 月 |
|-------|---------|---------|---------|--------------|
| 收费总里程 | 4794.24 | 5047.73 | 5501.20 | 5501.20      |
| 日均通行量 | 401024  | 352413  | 443704  | 555171       |
| 通行费收入 | 114.21  | 98.59   | 116.10  | 32.23        |

注：1.上表路段统计口径包含正式运营和试运营路段；2.2022年之前试运营路段的通行费收入不计入营业收入，直接冲抵在建工程余额，故表中2021年通行费收入合计数大于营业收入中的通行费收入

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年以来，随着收费里程增长以及车流量的逐步回升，公司通行费收入同比增长 17.76%。2023 年，公司单公里通行费收入为 211.04 万元，同比增长 8.05%，但低于全国平均水平。2024 年一季度，公司经营管理的收费公路日均通行量进一步提升，通行费收入同比有所增长。

### 公路管养

公司经营的高速公路日常小修保养工程是在公路运营部指导和监督下由下属各运营公司具体负责实施；路政管理由广西壮族自治区高速公路管理局负责。2023 年和 2024 年一季度，公司公路管养支出分别为 27.34 亿元和 3.90 亿元。公司若对收费公路存在大修支出将通过在建工程反映。

### 路产移交

根据《广西壮族自治区人民政府关于成立广西高速公路还贷运营管理中心有关事项的批复》（桂政函〔2014〕197 号），广西自治区政府授权公司将其下 26 个高速公路项目划转至还贷中心，划转后的路产所有权全部转移至还贷中心，广西自治区政府授权公司对还贷中心进行经营管理及监督，还贷中心对划入的高速公路项目履行后续的偿债责任。公司可向政府申请将批复中的路段进行划转，批复中未

对划转时间做出明确规定，划转事项由公司根据自身经营情况、盈利情况等合理安排、逐步推进。涉及划转的 26 条公路项目预计总投资 2239 亿元，涉及里程 2928 公里，具体划转高速公路情况见附件 2。截至评级报告出具日，公司已完成 7 条路产的划转。根据公司于 2024 年 4 月 17 日发布的《关于广西交通投资集团有限公司无偿划转河池至百色、崇左至靖西、乐业至百色高速公路相关事项的公告》，公司拟将河池至百色、崇左至靖西、乐业至百色高速公路划转至广西高速公路还贷运营管理中心，截至评级报告出具日，上述三条高速公路划转手续正在办理中。

图表 9• 公司已完成路产划转情况（单位：亿元）

| 路产名称   | 划转基准日      | 资产     | 所有者权益 |
|--------|------------|--------|-------|
| 隆林至百色  | 2016/01/01 | 125.07 | 16.24 |
| 宜州至河池  | 2017/01/01 | 47.11  | 7.99  |
| 百色至靖西  | 2018/04/30 | 81.80  | 12.43 |
| 六景至钦州港 | 2018/04/30 | 69.15  | 3.29  |
| 灌阳至凤凰  | 2020/01/01 | 31.49  | 2.49  |
| 岑溪至水文  | 2020/01/01 | 30.69  | 3.70  |
| 三江至柳州  | 2020/03/31 | 141.05 | 24.13 |
| 合计     | --         | 526.36 | 70.27 |

注：1.表格中数据节点为划转基准日；2.尾差系四舍五入导致；

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

路产划转事项将影响公司的资产及权益规模，为避免短期内将 26 条路产全部划转的极端情况，维护债券持有人权益，公司已就划转项目做出承诺：在债券存续期间，公司会在综合考虑债权人利益和公司整体资产规模及盈利能力的情况下，本着优化公司资产质量和财务结构的原则，合理安排划转时间和划转的公路，逐步推进划转工作，每年划转的高速公路项目净资产不超过公司上一年度末净资产的 10%；确保上述划转事项不会对公司整体资产规模、盈利能力和信用评级水平产生重大不利影响。公司高速公路对外划转事宜将对公司资产和权益规模产生一定影响，但公司已完成资产移交的路产整体处于亏损状态，划转事项对公司盈利水平呈正面影响。

### 高速公路项目建设

公司在建高速公路项目资金来源主要由资本金、政府专项债、银行贷款、自筹资金组成；其中，资本金通常占 20%~35%（包括中央车辆购置税专项资金、各级地市财政出资部分、政府专项债等）。截至 2024 年 3 月底，公司主要在建高速公路项目共 16 个，建设里程合计 852.71 公里，计划总投资额合计 1458.65 亿元，已累计完成投资 366.14 亿元，尚需投资 1092.51 亿元；公司纳入规划的拟建高速公路项目共 11 个，建设里程合计 834.80 公里，计划总投资 1444.39 亿元。

图表 10• 截至 2024 年 3 月底公司主要在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

| 序号 | 项目名称                               | 计划通车时间  | 资本金比例 | 里程     | 计划总投资  | 已投资额   |
|----|------------------------------------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 1  | 乐业至望谟                              | 2026.12 | 35%   | 58.81  | 128.04 | 68.10  |
| 2  | 岳圩口岸联线公路                           | 2024.12 | 35%   | 8.39   | 14.45  | 5.94   |
| 3  | 灌阳至平乐                              | 2024.12 | 35%   | 136.74 | 136.42 | 100.66 |
| 4  | 连山至贺州                              | 2025.12 | 20%   | 47.48  | 80.50  | 28.69  |
| 5  | 龙门大桥                               | 2024.12 | 20%   | 7.62   | 57.09  | 38.74  |
| 6  | 百色巴马机场                             | 2025.12 | 35%   | 33.17  | 51.67  | 11.65  |
| 7  | 苍梧至容县                              | 2025.12 | 35%   | 105.33 | 185.20 | 50.89  |
| 8  | 桂林至钟山                              | 2026.12 | 35%   | 148.80 | 251.05 | 23.05  |
| 9  | 阳鹿路与贺巴路荔浦连线                        | 2025.12 | 35%   | 16.39  | 26.47  | 4.79   |
| 10 | 贺州北过境线                             | 2025.12 | 35%   | 50.40  | 59.10  | 20.62  |
| 11 | 梧州环城南段                             | 2026.12 | 20%   | 16.83  | 28.41  | 2.70   |
| 12 | 隆林委乐至革步高速公路二期工程                    | 2027.12 | 20%   | 41.18  | 74.84  | 3.55   |
| 13 | 隆林—西林—广南公路（兴义至广南广西段）               | 2027.12 | 20%   | 34.55  | 66.62  | 2.93   |
| 14 | 平乐至荔浦公路                            | 2027.12 | 20%   | 31.59  | 56.82  | 0.87   |
| 15 | 灌阳（湘桂界）至湖南通道（湘桂界）公路湖南通道经资源至全州段一期工程 | 2028.12 | 20%   | 95.18  | 220.24 | 2.81   |

|    |                 |         |     |        |         |        |
|----|-----------------|---------|-----|--------|---------|--------|
| 16 | 岑溪至大新（荔玉共线段改扩建） | 2026.12 | 20% | 20.28  | 21.74   | 0.15   |
| 合计 | --              | --      | --  | 852.71 | 1458.65 | 366.14 |

注：1.实际通车时间受天气及广西地质条件及政府部门征地拆迁进度多方影响；2.尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 11 • 截至 2024 年 3 月底公司主要拟建高速公路情况（单位：公里、亿元）

| 序号 | 项目名称                      | 建设期间      | 里程     | 计划总投资   |
|----|---------------------------|-----------|--------|---------|
| 1  | 东兰至乐业段                    | 2023-2026 | 84.80  | 181.30  |
| 2  | 宜州至东兰段                    | 2023-2026 | 108.50 | 226.50  |
| 3  | 平果至那坡段                    | 2023-2026 | 128.80 | 266.50  |
| 4  | 贵港至岑溪公路                   | 2023-2026 | 145.50 | 250.97  |
| 5  | 阳朔至荔浦段                    | 2023-2026 | 55.60  | 86.50   |
| 6  | 南百改扩建（南宁至坛洛）              | 2023-2026 | 15.50  | 19.62   |
| 7  | 南百改扩建（坛洛至百色）              | 2023-2026 | 177.10 | 204.30  |
| 8  | 湖南通道经资源至全州段二期工程           | 2024-2027 | 36.00  | 90.00   |
| 9  | G72 泉南高速全州至桂林改扩建（全州至黄沙河段） | 2024-2027 | 22.30  | 29.00   |
| 10 | G72 泉南高速全州至桂林改扩建（桂林绕城段）   | 2024-2027 | 15.70  | 21.00   |
| 11 | G75 兰海高速南宁至武鸣段改扩建         | 2024-2027 | 45.00  | 68.70   |
| 合计 | --                        | --        | 834.80 | 1444.39 |

注：1.建设期间后续根据实际工程进度进行调整；2.尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

总体看，未来随着在建高速公路的建成通车，公司通行里程将不断扩大，对公司通行费收入及利润可起到有效的拉动作用。但考虑到高速公路培育期较长，上述项目投资效益的实现具有一定的滞后性且建设期间投资支出压力大。

## （2）铁路投资建设业务

广西铁投代表广西壮族自治区履行区内铁路项目投资建设的出资人职责并自主投资自治区内城际铁路，投资的铁路项目较多，投资规模大；合资建设模式铁路项目尚未取得投资收益，自主投资铁路处于运营前期收入规模尚小。公司铁路项目建设未来面临较大的投资支出压力。

铁路投资建设业务由子公司广西铁投负责。广西铁投作为广西壮族自治区内唯一从事铁路投资、建设和管理的专业性投资公司，铁路投资建设分为合资建设以及自主投资两种模式。一方面广西铁投受广西壮族自治区政府的委托，在国铁集团与广西壮族自治区合资建设的铁路项目中代表广西方履行权利和义务，通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，参股的主要为国家铁路项目；另一方面，广西铁投自主投资建设广西壮族自治区内重点线路的专用线和城际铁路项目，该部分项目广西铁投为控股方，建设后广西铁投委托国铁集团进行铁路运营。

在合资建设模式下，广西铁投主要代广西壮族自治区履行出资人职责。经广西壮族自治区人民政府第十一届 72 次常务会议审议通过，并由自治区财政厅、自治区铁路建设办公室、自治区国土资源厅联合出台的“桂财建（2011）9 号”文件，文件约定按照“谁受益、谁负担”的原则，合资建设铁路项目由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措铁路建设项目资本金，其中自治区负责 60%，各市负责 40%。广西铁投负责使用和管理自治区投入铁路建设发展的各项资金，并筹措自治区暂时未出资到位的部分铁路建设资金。广西铁投按照国铁集团投资计划和项目建设进度将项目资金划拨给各铁路项目公司，项目公司再下拨给项目建设施工单位；铁路项目收益分配则采用按持股比例分配，广西铁投根据协议委派高级管理人员作为铁路项目公司高管，参与铁路项目公司的管理工作。自主投资建设的铁路项目，公司与各地市出资代表共同出资组建项目公司，资本金出资部分约定与合资建设模式一致，即自治区和各地市“区市共担”，公司作为控股方负责剩余资金的筹资工作。

截至 2024 年 3 月底，广西铁投已建成运营的铁路线路共有 23 条，其中合资建设铁路线路 21 条，自主投资建设铁路线路 2 条，已建成自主投资线路包括梧州赤水铁路专用线（以下简称“赤水专用线”）和南崇铁路。目前，赤水专用线的运营公司广西梧州新港铁路投资有限公司（以下简称“梧州新港”）已划转成为广西交投物流集团有限公司下属子公司，广西铁投不再并表赤水专用线运营收入，2023 年和 2024 年一季度赤水专用线取得运营收入 10788.34 万元和 2449.45 万元。南崇铁路于 2022 年 12 月建成通车，2022—2023 年以及 2024 年一季度分别实现运营收入 388.54 万元、1168.14 万元和 3003.94 万元。合资建设铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益，截至 2024 年 3 月底，广西铁投尚未收到合资建设铁路项目现金分红。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司已建成铁路情况（单位：亿元）

| 序号 | 铁路项目名称                | 项目总投资   | 项目资本金   | 广西方出资  | 广西方累计出资 |
|----|-----------------------|---------|---------|--------|---------|
| 1  | 新建德保至靖西铁路             | 13.78   | 6.89    | 3.05   | 2.90    |
| 2  | 新建田东至德保铁路             | 15.60   | 7.80    | 4.35   | 2.01    |
| 3  | 广西沿海铁路南宁至钦州北段扩能改造     | 97.60   | 48.80   | 23.91  | 23.90   |
| 4  | 广西沿海铁路钦州北至北海段扩能改造     | 80.10   | 40.05   | 16.05  | 16.05   |
| 5  | 广西沿海铁路钦州北至防城港段扩能改造    | 49.90   | 24.95   | 10.58  | 12.23   |
| 6  | 新建玉林至铁山港铁路            | 48.52   | 24.26   | 12.77  | 11.89   |
| 7  | 广西沿海铁路黎塘北至钦州段扩能改造     | 35.66   | 17.83   | 7.81   | 8.74    |
| 8  | 钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段 | 4.76    | 1.90    | 4.76   | 4.06    |
| 9  | 新建北海铁山港铁路支线           | 8.60    | 2.15    | 8.60   | 8.93    |
| 10 | 新建南宁至广州铁路黎塘至广州段       | 410.00  | 205.00  | 41.00  | 41.00   |
| 11 | 湘桂扩能柳州至南宁段            | 230.00  | 115.00  | 51.74  | 56.35   |
| 12 | 新建南宁至黎塘铁路             | 132.00  | 66.00   | 54.10  | 40.89   |
| 13 | 新建贵阳至广州铁路             | 858.00  | 429.00  | 24.23  | 19.84   |
| 14 | 柳州至南宁段电气化改造工程         | 12.83   | 6.42    | 1.00   | 0.61    |
| 15 | 湘桂扩能衡阳至柳州段            | 345.00  | 120.75  | 51.96  | 47.68   |
| 16 | 梧州赤水铁路专用线             | 5.60    | 2.69    | 5.60   | 2.56    |
| 17 | 新建云桂铁路                | 894.81  | 447.41  | 78.55  | 78.55   |
| 18 | 黎湛铁路电气化改造工程           | 34.16   | 8.96    | 12.94  | 14.46   |
| 19 | 南昆铁路南宁至百色段增建二线工程      | 98.83   | 34.60   | 12.45  | 12.99   |
| 20 | 柳州站站房扩建工程             | 21.50   | 13.70   | 13.70  | 3.00    |
| 21 | 焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程     | 48.93   | 24.47   | 5.50   | 3.56    |
| 22 | 新建南宁至崇左铁路             | 183.22  | 92.17   | 183.22 | 158.99  |
| 23 | 新建贵阳至南宁铁路             | 757.60  | 378.80  | 162.50 | 162.50  |
| 合计 | --                    | 4387.00 | 2119.59 | 790.37 | 733.68  |

注：1、公司一般在铁路项目建设竣工后，根据国铁集团与地方实际投入情况核定对项目公司的持股比例，一个项目公司可能是多条（段）铁路的业主；由于项目建设实施过程中发生变化，部分项目广西方计划出资额与公司实际出资额存在差异；2、尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

在建项目方面，截至 2024 年 3 月底，公司在建项目共计 10 个，计划总投资 1748.67 亿元，其中广西方计划出资 1251.49 亿元，已累计出资 578.68 亿元。拟建项目方面，公司未来拟建项目 18 个，项目总投资合计 4256.42 亿元，其中广西方出资 1281.48 亿元。

图表 13 • 截至 2024 年 3 月底公司在建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

| 序号 | 项目名称        | 计划总投资   | 广西方出资   | 累计出资   | 模式   | 2024 年 4—12 月计 | 2025 年计划出资 | 2026 年计划出资 |
|----|-------------|---------|---------|--------|------|----------------|------------|------------|
| 1  | 新建合浦至湛江铁路   | 287.52  | 42.29   | 1.00   | 合资建设 | 6.00           | 12.00      | 12.00      |
| 2  | 新建防城港至东兴铁路  | 64.80   | 39.10   | 37.10  | 合资建设 | 2.00           | 0.00       | 0.00       |
| 3  | 新建南宁至玉林铁路   | 267.68  | 267.68  | 260.43 | 自主投资 | 7.25           | 0.00       | 0.00       |
| 4  | 新建崇左至凭祥铁路   | 149.00  | 149.00  | 88.08  | 自主投资 | 30.92          | 30.00      | 0.00       |
| 5  | 新建南宁至深圳铁路玉林 | 184.00  | 184.00  | 56.81  | 自主投资 | 48.12          | 45.00      | 34.07      |
| 6  | 新建柳州至广州铁路柳州 | 336.07  | 336.07  | 115.79 | 自主投资 | 56.91          | 70.00      | 70.00      |
| 7  | 湘桂铁路柳州枢纽扩能改 | 19.60   | 6.10    | 3.10   | 合资建设 | 3.00           | 0.00       | 0.00       |
| 8  | 贵阳至广州铁路提质改造 | 58.68   | 13.62   | 8.21   | 合资建设 | 5.41           | 0.00       | 0.00       |
| 9  | 南防铁路钦州至防城港段 | 42.78   | 15.51   | 1.00   | 合资建设 | 4.31           | 6.00       | 4.20       |
| 10 | 黄桶至百色铁路     | 338.54  | 198.12  | 7.16   | 合资建设 | 25.84          | 50.00      | 50.00      |
| 合计 | --          | 1748.67 | 1251.49 | 578.68 | --   | 189.76         | 213.00     | 170.27     |

注：上表中自主投资铁路未来拟确认铁路运营收入  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司拟建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

| 序号 | 项目名称                   | 计划总投资   | 广西方出资   | 模式   | 2024 年 4—12 月计划出资 | 2025 年计划出资 | 2026 年计划出资 |
|----|------------------------|---------|---------|------|-------------------|------------|------------|
| 1  | 岑溪至罗定铁路                | 71.73   | 10.76   | 自主投资 | 0.00              | 3.00       | 3.00       |
| 2  | 南宁经桂林至衡阳新高铁            | 1222.00 | 246.30  | 合资建设 | 0.00              | 10.00      | 20.00      |
| 3  | 南深高铁岑溪至珠三角枢纽机场段        | 261.00  | 32.00   | 自主投资 | 0.00              | 5.00       | 5.00       |
| 4  | 云桂沿边铁路                 | 440.00  | 25.60   | 合资建设 | 0.00              | 5.00       | 5.00       |
| 5  | 黔桂铁路增建二线               | 353.00  | 13.60   | 合资建设 | 0.00              | 1.00       | 3.00       |
| 6  | 柳州至广州铁路梧州至广州段          | 290.00  | 36.00   | 自主投资 | 0.00              | 5.00       | 5.00       |
| 7  | 南防铁路南宁至钦州段增建二线         | 99.00   | 29.70   | 合资建设 | 1.50              | 5.00       | 5.00       |
| 8  | 湘桂线南宁至凭祥段扩能改造工程        | 60.00   | 6.00    | 合资建设 | 0.00              | 2.00       | 2.00       |
| 9  | 贺州至梧州城际铁路              | 186.00  | 186.00  | 自主投资 | 0.00              | 5.00       | 10.00      |
| 10 | 梧州至玉林（岑溪）城际铁路          | 253.00  | 253.00  | 自主投资 | 0.00              | 10.00      | 20.00      |
| 11 | 南昆铁路昆明至百色段增建二线         | 367.00  | 9.60    | 合资建设 | 0.00              | 1.00       | 2.00       |
| 12 | 田东至靖西铁路扩能改造            | 90.00   | 13.50   | 合资建设 | 0.00              | 0.00       | 1.00       |
| 13 | 玉林至北海（合浦）城际铁路          | 172.00  | 172.00  | 自主投资 | 0.00              | 5.00       | 10.00      |
| 14 | 湘桂铁路衡阳至柳州段扩能改造         | 61.00   | 3.70    | 合资建设 | 0.00              | 0.00       | 1.00       |
| 15 | 益湛铁路永州至玉林段扩能改造         | 64.00   | 4.20    | 合资建设 | 0.00              | 0.00       | 1.00       |
| 16 | 西部陆海新通道钦州东至钦州港增建二线工程项目 | 36.15   | 8.98    | 合资建设 | 1.50              | 5.00       | 2.48       |
| 17 | 大塘至吴圩机场铁路              | 60.85   | 60.85   | 合资建设 | 0.00              | 5.00       | 10.00      |
| 18 | 新建铁路南宁枢纽五象站及相关工程       | 169.69  | 169.69  | 合资建设 | 0.00              | 10.00      | 30.00      |
| 合计 | --                     | 4256.42 | 1281.48 | --   | 3.00              | 77.00      | 135.48     |

注：上表中广西方出资为计划出资额，后续出资额和业务模式均可能发生调整  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

### （3）成品油销售

公司成品油销售的利润主要来自购销差价，受车流量回升以及加油站点的增加影响，2023 年成品油销售收入有所增长，毛利率水平有所提升。

公司成品油销售业务收入主要来源于全资子公司广西交通实业有限公司（以下简称“实业公司”）及其下属子公司。截至 2024 年 3 月底，公司共有加油站 255 座，其中在运营 240 座，在建 15 座，油品年销量超 50 万吨，销售区域覆盖广西壮族自治区内 14 个地级市。

业务模式方面，公司销售的油品包括汽油、柴油、燃料油，公司从中石化、中石油以市场价购进油品，并在国家发改委最高零售价格内销售给客户，赚取中间差价。油品销售客户包括高速公路沿线加油站销售、高速公路建设消耗用油及其他社会加油站以及加油车主，销售方式包括分销、直销批发以及零售三种。结算方式分为先款后货、先货后款以及零售点结算等，先款后货一般为全款支付，先货后款结算周期不超过 15 天，零售站点结算平均结算周期约为 5 天。

随着车流量回升以及加油站点的增加，2023 年公司成品油销售业务收入同比增长 21.02%，毛利率水平提升系自营零售额度增加所致。从上下游来看，2023 年公司成品油销售的前五大供应商采购金额合计占 94.31%，前五大销售客户销售额合计占 47.01%，供应商集中度很高。

图表 15 • 2023 年公司成品油业务前五大供应商和销售客户情况（单位：万元、%）

| 上下游 | 公司                     | 业务额       | 占比    |
|-----|------------------------|-----------|-------|
| 供应商 | 中国石化销售股份有限公司广西石油分公司    | 273658.07 | 57.57 |
|     | 中国石油天然气股份有限公司广西河池销售分公司 | 114205.21 | 24.02 |
|     | 中化石油广东有限公司             | 32760.26  | 6.89  |

|      |                       |                  |              |
|------|-----------------------|------------------|--------------|
|      | 中国石化销售股份有限公司广西南宁石油分公司 | 21895.40         | 4.61         |
|      | 中国石化销售股份有限公司广西桂林石油分公司 | 5791.39          | 1.22         |
| 小计   | --                    | <b>448310.33</b> | <b>94.31</b> |
| 销售客户 | 广西辉煌交通石化有限公司          | 181868.98        | 33.75        |
|      | 广西百祥石油有限公司            | 58121.32         | 10.79        |
|      | 广西钦州平陆运河实业有限公司        | 6595.97          | 1.22         |
|      | 广西众途商贸有限公司            | 3396.28          | 0.63         |
|      | 甘肃喜易达物资有限公司           | 3333.25          | 0.62         |
| 小计   | --                    | <b>253315.81</b> | <b>47.01</b> |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

#### （4）大宗物资供应及物流业务

公司依托高速公路和铁路建设项目开展大宗物资供应及物流业务，已与部分合作伙伴建立了长期的战略合作关系。2023 年受项目建设体量下降以及市场需求变动影响，公司大宗物资供应及物流收入有所下降，整体利润水平变动不大。

公司大宗物资供应及物流业务收入主要来自广西铁投、实业公司、广西五洲交通股份有限公司和中港投资有限公司，经营产品主要是钢材、沥青等大宗建材和矿产品等。由于公司自建高速公路、铁路所需钢材、沥青等原材料规模较大，依照量大价优原则从供货商采购可获得优惠价格。公司从供货商处以优惠价格取得钢材、沥青等产品，然后以市场价格进行销售，从中赚取差价。

结算方面，公司大宗物资供应及物流采购和销售的结算方式采用现金或者票据等形式，结算周期一般在 3 个月以内；下游客户主要为大型国有企业或公司所属项目的工程施工方，回款风险可控。受国内外市场环境、大宗商品现货和期货市场供求变化等因素影响，钢材、沥青等大宗商品价格波动较大，市场风险较高，公司大宗物资供应及物流业务经营情况易受大宗商品价格波动影响。

受市场需求变动以及项目建设规模下降影响，2023 年钢材和矿产品的业务收入有所下降，业务毛利率变动不大。

图表 16 • 公司大宗物资供应及物流业务运营情况（单位：亿元、%）

| 品种   | 2022 年        |               |             | 2023 年        |               |             | 2024 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          |
| 钢材   | 187.29        | 48.27         | 3.31        | 173.91        | 49.09         | 2.74        | 12.53        | 38.67         | 6.04         |
| 沥青   | 22.23         | 5.73          | 11.28       | 12.80         | 3.61          | 14.77       | 0.79         | 2.45          | 43.97        |
| 矿产品  | 101.80        | 26.24         | 2.37        | 78.13         | 22.05         | 3.45        | 9.37         | 28.92         | 6.21         |
| 化工产品 | 0.00          | 0.00          | --          | 0.03          | 0.01          | 0.20        | 0.00         | 0.00          | --           |
| 其他   | 76.65         | 19.76         | 16.92       | 89.41         | 25.24         | 16.09       | 9.71         | 29.96         | 17.58        |
| 合计   | <b>387.97</b> | <b>100.00</b> | <b>6.21</b> | <b>354.28</b> | <b>100.00</b> | <b>6.70</b> | <b>32.40</b> | <b>100.00</b> | <b>10.48</b> |

注：1.其他类中包括服务区经营贸易、港口物流贸易、大宗农产品贸易等；2.尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总额的 52.31%，集中度较高；前五大客户销售金额合计占销售总额的 28.08%，集中度一般。

图表 17 • 2023 年公司大宗物资供应及物流业务前五大供应商和销售客户情况（单位：亿元、%）

| 上下游  | 公司             | 产品分类     | 业务额           | 占比           |
|------|----------------|----------|---------------|--------------|
| 供应商  | 浙商中拓集团股份有限公司   | 钢材、水泥、煤炭 | 49.92         | 15.96        |
|      | 广西柳钢国际贸易有限公司   | 钢材、铁矿、煤炭 | 46.78         | 14.96        |
|      | 柳州钢铁股份有限公司     | 钢材       | 36.51         | 11.67        |
|      | 广西桂科院铝业有限公司    | 铝锭       | 17.37         | 5.56         |
|      | 安钢集团信阳钢铁有限责任公司 | 钢材       | 13.01         | 4.16         |
| 小计   | --             | --       | <b>163.59</b> | <b>52.31</b> |
| 销售客户 | 江苏泓源晟通贸易有限公司   | 钢材       | 27.89         | 8.37         |
|      | 漂阳德龙金属科技有限公司   | 钢材       | 17.63         | 5.29         |
|      | 山西西山煤电贸易有限责任公司 | 煤炭       | 16.35         | 4.91         |

|    |                |    |              |              |
|----|----------------|----|--------------|--------------|
| 小计 | 广西华迈供应链管理有限公司  | 铝锭 | 15.99        | 4.80         |
|    | 广州金博物流贸易集团有限公司 | 钢材 | 15.65        | 4.70         |
|    | --             |    | <b>93.52</b> | <b>28.08</b> |

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## （5）其他收入

### 房地产开发业务

2023 年，受房地产市场行情低迷影响，公司房地产开发业务收入大幅下降，在建房地产项目投资规模大，存在较大投资支出压力，同时需关注房地产项目去化压力。

公司房地产业务由广西地产集团有限公司和广西交投物流集团有限公司开展。2023 年和 2024 年一季度，公司房地产开发业务收入分别为 39.22 亿元和 3.90 亿元，2023 年同比大幅下降 43.96%。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在售房地产项目共 34 个，计划总投资 694.00 亿元，已销售额 303.33 亿元；公司房地产项目集中在广西壮族自治区，近年来广西壮族自治区房地产投资及销售持续下滑，短期内区域房地产好转的可能性较低，公司在售及在建房地产规模较大，存在去化压力。

图表 18 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在售房地产项目情况（单位：亿元）

| 项目名称         | 项目分类  | 所在地  | 计划总投资 | 已销售额  | 回款额   |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 九个半岛         | 住宅、商业 | 广西武鸣 | 50.00 | 34.10 | 33.90 |
| 三祺·长岛花园/境东十里 | 住宅    | 广西钦州 | 14.96 | 11.43 | 11.30 |
| 梧州三祺城        | 商业、住宅 | 广西梧州 | 53.32 | 18.25 | 16.80 |
| 三祺·澜湖国际      | 住宅    | 广西桂林 | 11.00 | 7.82  | 7.80  |
| 润和春天         | 商业、住宅 | 广西来宾 | 2.12  | 1.77  | 1.76  |
| 柳源居          | 住宅    | 广西柳州 | 1.82  | 1.61  | 1.61  |
| 金悦澜湾         | 住宅    | 广西南宁 | 37.89 | 29.30 | 29.15 |
| 和顺园          | 住宅    | 广西南宁 | 14.13 | 19.92 | 16.24 |
| 桂林漓东新城项目     | 住宅    | 广西桂林 | 13.03 | 7.23  | 7.09  |
| 桂林兴进锦城项目     | 住宅    | 广西桂林 | 15.50 | 9.47  | 9.16  |
| 桂林漓江悦府项目     | 住宅    | 广西桂林 | 12.02 | 10.51 | 10.29 |
| 来宾集美城项目      | 住宅    | 广西来宾 | 5.73  | 2.01  | 1.91  |
| 柳州新叶城项目      | 住宅    | 广西柳州 | 22.70 | 9.91  | 9.05  |
| 贵港观园悦府项目     | 住宅    | 广西贵港 | 18.91 | 5.11  | 5.08  |
| 南宁九樾府项目      | 住宅    | 广西南宁 | 14.51 | 11.00 | 11.20 |
| 南宁九宸府项目      | 住宅    | 广西南宁 | 8.74  | 5.21  | 5.30  |
| 五洲半岛阳光项目     | 住宅    | 广西百色 | 5.77  | 6.65  | 6.33  |
| 钦州星悦湾项目      | 住宅    | 广西钦州 | 12.00 | 8.72  | 8.10  |
| 北海海上星辰项目     | 住宅    | 广西北海 | 7.50  | 5.52  | 5.25  |
| 柳州滨江郡府项目     | 商业、住宅 | 广西柳州 | 17.67 | 1.59  | 1.36  |
| 交投地产·滨江学府    | 住宅、商业 | 广西贺州 | 9.00  | 1.82  | 1.34  |
| 交投城·东院项目     | 住宅、商业 | 广西南宁 | 13.42 | 1.50  | 1.18  |
| 交投地产·映江州项目   | 住宅    | 广西崇左 | 3.40  | 0.37  | 0.14  |
| 交投地产·白石印项目   | 住宅    | 广西钦州 | 21.20 | 3.08  | 1.48  |
| 交投地产·和顺江山项目  | 住宅、商业 | 广西柳州 | 70.00 | 4.05  | 2.83  |
| 交投地产·三祺悦府项目  | 住宅    | 广西南宁 | 25.22 | 2.90  | 0.50  |
| 交投地产·和顺江湾项目  | 住宅    | 广西南宁 | 11.45 | 0.76  | 0.55  |
| 交投地产·和顺华府    | 住宅    | 广西平南 | 12.00 | 0.32  | 0.22  |
| 交投绿城湖畔观庐项目   | 别墅    | 广西柳州 | 19.39 | 1.39  | 1.36  |
| 交投地产·海上明月    | 住宅    | 广西北海 | 11.40 | 0.02  | 0.00  |

|                      |           |      |               |               |               |
|----------------------|-----------|------|---------------|---------------|---------------|
| 交投荣和樾园               | 住宅        | 广西南宁 | 14.40         | 1.99          | 1.75          |
| 交投地产·和顺学府            | 住宅        | 广西南宁 | 30.00         | 3.93          | 5.28          |
| 东盟（南宁）国际汽车文化产业园房地产项目 | 办公、商业、住宅等 | 广西南宁 | 53.80         | 32.29         | 31.84         |
| 玉林绿地城（通洲、通兴、通和）      | 办公、商业、住宅等 | 广西玉林 | 60.00         | 41.78         | 41.60         |
| <b>合计</b>            | --        | --   | <b>694.00</b> | <b>303.33</b> | <b>288.75</b> |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

项目建设方面，截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产项目共有 32 个，计划总投资 667.79 亿元，已投资 439.23 亿元；拟建房地产项目 2 个，建设面积 33.37 万平方米，目前处于规划阶段。公司房地产项目未来尚需投资规模较大。

图表 19 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称                 | 项目类型      | 所在地  | 计划总投资 | 已投资   |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|
| 九个半岛                 | 住宅、商业     | 广西武鸣 | 50.00 | 39.54 |
| 三祺·长岛花园/境东十里         | 住宅、商业     | 广西钦州 | 14.96 | 19.10 |
| 梧州三祺城                | 住宅        | 广西梧州 | 53.32 | 49.28 |
| 三祺·澜湖国际              | 住宅        | 广西桂林 | 11.00 | 11.53 |
| 桂林漓东新城项目             | 住宅        | 广西桂林 | 13.03 | 9.89  |
| 桂林兴进锦城项目             | 住宅        | 广西桂林 | 15.50 | 11.88 |
| 桂林漓江悦府项目             | 住宅        | 广西桂林 | 12.02 | 9.45  |
| 来宾集美城项目              | 住宅        | 广西来宾 | 5.73  | 2.86  |
| 柳州新叶城项目              | 商业、住宅     | 广西柳州 | 22.70 | 20.05 |
| 贵港观园悦府项目             | 住宅        | 广西贵港 | 18.91 | 11.20 |
| 南宁九樾府项目              | 住宅        | 广西南宁 | 14.51 | 13.63 |
| 南宁九宸府项目              | 住宅        | 广西南宁 | 8.74  | 7.20  |
| 五洲半岛阳光项目             | 住宅        | 广西百色 | 5.77  | 3.05  |
| 柳州滨江郡府项目             | 商业、住宅     | 广西柳州 | 17.67 | 11.66 |
| 钦州星悦湾项目              | 住宅        | 广西钦州 | 12.00 | 7.25  |
| 北海海上星辰项目             | 住宅        | 广西北海 | 7.50  | 7.31  |
| 交投地产·滨江学府            | 住宅、商业     | 广西贺州 | 9.00  | 4.46  |
| 交投地产·白石印项目           | 住宅        | 广西钦州 | 21.20 | 10.21 |
| 交投地产·映江州项目           | 商业/住宅     | 广西崇左 | 3.40  | 1.95  |
| 交投地产·三祺悦府项目          | 商业/住宅     | 广西南宁 | 25.22 | 10.41 |
| 交投地产·和顺江山项目          | 商业、住宅     | 广西柳州 | 70.00 | 44.00 |
| 交投绿城湖畔观庐项目           | 住宅        | 广西柳州 | 19.39 | 8.81  |
| 交投地产·海上明月            | 住宅        | 广西北海 | 11.40 | 6.21  |
| 交投融创海映天樾项目           | 住宅        | 广西北海 | 19.30 | 9.21  |
| 交投地产·紫云府             | 商业/住宅     | 广西贺州 | 10.45 | 2.03  |
| 交投地产·和顺江湾项目          | 住宅        | 广西南宁 | 11.45 | 8.13  |
| 交投城·东院项目             | 住宅        | 广西南宁 | 13.42 | 8.24  |
| 交投地产·和顺学府            | 住宅        | 广西南宁 | 30.00 | 17.62 |
| 交投荣和樾园               | 住宅        | 广西南宁 | 14.40 | 7.64  |
| 交投地产·和顺华府            | 住宅        | 广西平南 | 12.00 | 2.93  |
| 东盟（南宁）国际汽车文化产业园房地产项目 | 办公、商业、住宅等 | 广西南宁 | 53.80 | 25.50 |
| 玉林绿地城（通洲、通兴、通和）      | 办公、商业、住宅等 | 广西玉林 | 60.00 | 37.00 |

|    |    |    |        |        |
|----|----|----|--------|--------|
| 合计 | -- | -- | 667.79 | 439.23 |
|----|----|----|--------|--------|

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

总体看，公司房地产业务未来尚需投资规模较大，存在较大资金需求，且房地产业务受行业景气度和宏观政策影响较大，未来去化情况有待关注。

### 其他

公司金融业务收入包括利息、手续费和佣金收入等，2023 年和 2024 年一季度收入分别为 3.17 亿元和 0.42 亿元。2023 年和 2024 年一季度，公司分别实现施工业务收入 63.25 亿元和 12.83 亿元，2023 年大幅增长系承接的业务规模大幅扩张所致。

## 2 未来发展

未来，公司聚焦交通主业，稳步拓展经营，构建上下一体、横向协同、产融结合的“1 核 3 链 3 提升”发展格局。1 核指的是以交通基础设施投资建设及运营为核心；3 链指的是打造高速公路、铁路项目建设产业链，打造高速公路、铁路运营产业链以及打造土地开发与经营产业链；3 提升指的是科技信息化、锰矿资料开发与贸易以及智慧物流业务提升。

## （四）财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告，祥浩（广西）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 一季度财务报表未经审计。截至 2024 年 3 月底，公司纳入合并范围内二级子公司 95 家。合并范围变更方面，2023 年公司投资设立 12 家二级子公司，2024 年一季度因管理层级调整 1 家二级子公司调整为三级子公司。新增的子公司规模对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

## 1 主要财务数据变化

### （1）资产质量

公司资产规模持续增长，以在建和已建成高速公路和铁路项目为主；其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，部分应收类款项由于诉讼、纠纷等情况存在一定回收风险。

图表 20 • 公司主要资产情况

| 项目           | 2022 年底        |               | 2023 年底        |               | 2024 年 3 月底    |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|              | 金额（亿元）         | 占比（%）         | 金额（亿元）         | 占比（%）         | 金额（亿元）         | 占比（%）         |
| <b>流动资产</b>  | <b>1085.95</b> | <b>17.25</b>  | <b>1135.78</b> | <b>16.05</b>  | <b>1153.65</b> | <b>16.05</b>  |
| 货币资金         | 245.42         | 3.90          | 209.06         | 2.95          | 196.60         | 2.74          |
| 其他应收款（合计）    | 351.51         | 5.58          | 344.57         | 4.87          | 355.87         | 4.95          |
| 存货           | 321.74         | 5.11          | 351.83         | 4.97          | 364.67         | 5.07          |
| <b>非流动资产</b> | <b>5208.98</b> | <b>82.75</b>  | <b>5940.44</b> | <b>83.95</b>  | <b>6033.10</b> | <b>83.95</b>  |
| 其他权益工具投资     | 549.70         | 8.73          | 726.56         | 10.27         | 729.13         | 10.15         |
| 固定资产（合计）     | 1771.44        | 28.14         | 1966.61        | 27.79         | 2166.47        | 30.15         |
| 在建工程（合计）     | 2082.73        | 33.09         | 2545.46        | 35.97         | 2427.42        | 33.78         |
| 无形资产         | 281.77         | 4.48          | 349.75         | 4.94          | 372.95         | 5.19          |
| 其他非流动资产      | 312.36         | 4.96          | 136.12         | 1.92          | 104.88         | 1.46          |
| <b>资产总额</b>  | <b>6294.94</b> | <b>100.00</b> | <b>7076.23</b> | <b>100.00</b> | <b>7186.76</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2023 年底，公司货币资金主要包括银行存款 193.67 亿元和其他货币资金 15.39 亿元，其中使用权受限货币资金 32.20 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、存放在中央银行的法定存款准备金和预售房款监管资金等。公司其他应收款从计提坏账准备种类来看，公司单项计提坏账准备的其他应收款余额 75.75 亿元，合计计提坏账准备 68.56 亿元，计提原因包括诉讼、纠纷、破产重整以及预计不可收回等原因；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款余额 336.61 亿元，其中应收政府部门款项组合 286.93 亿元，押金、保证金、备用金组合 19.52 亿元，应收关联方款项 27.07 亿元，应收账龄组合 3.10 亿元，共计提坏账准备 0.22 亿元；从账龄来看，其他应收款 2~3 年

占 34.19%，5 年以上的占 24.90%，部分款项账龄较长。截至 2023 年底，公司其他应收款前五名余额合计占 74.03%，集中度较高。总体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，部分款项存在诉讼、纠纷等情况，存在一定回收风险。

图表 21 • 截至 2023 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

| 欠款单位               | 款项性质 | 金额     | 占比（%） |
|--------------------|------|--------|-------|
| 广西高速公路还贷运营管理中心     | 项目款  | 218.46 | 52.98 |
| 广西金龙高速公路有限公司       | 项目款  | 35.30  | 8.56  |
| 广西南宁机场综合交通枢纽建设有限公司 | 往来款  | 21.54  | 5.22  |
| 茂名市世和城建房地产开发有限公司   | 往来款  | 18.52  | 4.49  |
| 广西荔浦中荔物资贸易有限公司     | 材料款  | 11.45  | 2.78  |
| 合计                 | --   | 305.27 | 74.03 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司存货以房地产开发成本（292.63 亿元）、库存商品（13.78 亿元）和房地产开发产品（48.00 亿元）为主，开发成本和开发产品为在建和已完工房地产项目，库存商品为大宗物资供应及物流业务产品。公司其他权益工具投资较上年底大幅增长 32.17%，为广西铁投参股的铁路项目。公司固定资产以高速公路、准高速公路建设（占 90.89%）以及铁路项目投资（占 5.42%）为主。在建工程较上年底增长 22.22%，系高速公路项目和铁路项目持续投入所致，期末在建工程主要包括公路建设工程（占 72.01%）和铁路建设工程（占 18.04%）。公司无形资产较上年底增长 24.13%，系公路土地使用权增长所致，期末无形资产主要包括公路土地使用权（257.29 亿元）、BOT 特许经营权（55.37 亿元，为高速公路项目）和探矿采矿权（25.10 亿元）。其他非流动资产较上年底大幅下降 56.42%，主要系预付工程款大幅下降所致，期末其他非流动资产主要包括预付工程款（20.45 亿元）、预付材料款（33.99 亿元）、预付开工款（18.46 亿元）、预付征地拆迁补偿款（22.50 亿元）等构成。

截至 2024 年 3 月底，公司受限资产合计 131.09 亿元，受限比例为 1.82%，包括受限的货币资金 30.01 亿元、存货 96.46 亿元、固定资产、长期股权投资、在建工程和一年内到期的非流动资产合计 4.62 亿元，受限原因为用于抵质押借款以及用作保证金。此外，公司将高速公路的收费权和铁路资产收益权质押给银行用于长期贷款。

## （2）资本结构

跟踪期内，公司持续获得各级政府注入车购税、财政资金以及专项债资金等，资本实力进一步充实；公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

截至 2023 年底，公司所有者权益 2334.21 亿元，较上年底增长 8.72%，所有者权益主要由实收资本（占 13.09%）、其他权益工具（占 18.15%）、资本公积（占 43.70%）以及少数股东权益（占 23.09%）构成。公司实收资本为 305.55 亿元，较上年底增加 4.50 亿元系收到广西国资委的货币注资；资本公积较上年底增长 9.42%至 1020.06 亿元，系公司收到车购税资金、自治区和各地市财政资金以及建设用地使用权评估入账所致；其他权益工具较上年底增长 11.60%至 423.61 亿元，系公司收到自治区政府的专项债资金所致。

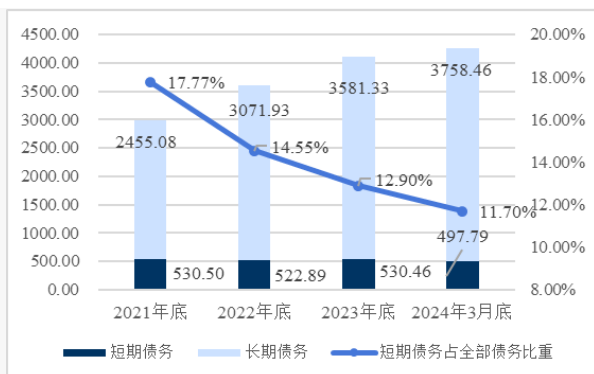
图表 22 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

| 项目           | 2022 年底        |               | 2023 年底        |               | 2024 年 3 月     |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|              | 金额             | 占比（%）         | 金额             | 占比（%）         | 金额             | 占比（%）         |
| <b>流动负债</b>  | <b>849.33</b>  | <b>20.48</b>  | <b>940.67</b>  | <b>19.84</b>  | <b>870.48</b>  | <b>17.78</b>  |
| 短期借款         | 151.88         | 3.66          | 134.31         | 2.83          | 128.01         | 2.61          |
| 应付账款         | 92.61          | 2.23          | 156.89         | 3.31          | 131.61         | 2.69          |
| 其他应付款（合计）    | 128.72         | 3.10          | 147.49         | 3.11          | 151.16         | 3.09          |
| 一年内到期的非流动负债  | 249.23         | 6.01          | 160.40         | 3.38          | 155.66         | 3.18          |
| 其他流动负债       | 108.49         | 2.62          | 210.29         | 4.43          | 188.54         | 3.85          |
| <b>非流动负债</b> | <b>3298.63</b> | <b>79.52</b>  | <b>3801.35</b> | <b>80.16</b>  | <b>4025.90</b> | <b>82.22</b>  |
| 长期借款         | 2631.96        | 63.45         | 3052.39        | 64.37         | 3201.56        | 65.39         |
| 应付债券         | 410.49         | 9.90          | 502.36         | 10.59         | 531.16         | 10.85         |
| 长期应付款（合计）    | 202.73         | 4.89          | 193.71         | 4.08          | 239.98         | 4.90          |
| <b>负债总额</b>  | <b>4147.96</b> | <b>100.00</b> | <b>4742.02</b> | <b>100.00</b> | <b>4896.38</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

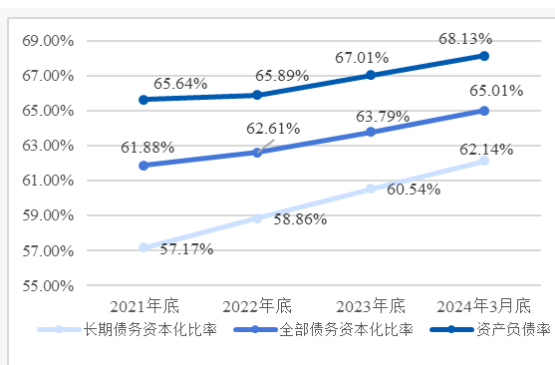
截至 2023 年底，公司应付账款主要为未结算的工程款和贸易业务款；其他应付款（合计）主要包括往来款 52.27 亿元、工程款 55.43 亿元和质保金 29.09 亿元；长期应付款（合计）包括政府置换债 169.81 亿元、亚洲开发银行贷款 5.34 亿元、融资租赁借款 14.58 亿元等，长期应付款中有息部分已调整至有息债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务 4111.79 亿元，较上年底增长 14.38%，其中长期债务占 87.10%。从融资渠道来看，公司银行借款（以信用借款、质押借款、保证借款为主）占 80.33%、债券融资占 17.64%，其他主要为融资租赁、其他借款以及应付票据等；从债务指标来看，2023 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率均小幅增长，整体债务负担较重。2024 年 3 月底，公司全部债务规模持续增长，债务负担进一步加重。到期债务分布来看，截至 2023 年底，公司 1 年以内到期 530.46 亿元（将应付票据考虑在内）、1~3 年内到期 618.84 亿元，剩余部分为 3 年以上到期。

图表 23 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 24 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

### （3）盈利能力

2023 年公司收入变动不大，财务费用对利润的侵蚀较大，投资收益和政府补贴对公司利润贡献大。

2023 年，公司营业总收入和营业成本均变动不大，期间费用同比增长 10.49%，以财务费用（占 82.14%）为主，期间费用占营业总收入的 15.87%，对利润的侵蚀大。公司投资收益主要来自长期股权投资收益、债券投资持有收益以及债务重组的投资收益；其他收益主要为政府补助；信用减值损失 2.28 亿元，主要为应收类款项的坏账损失。2023 年，公司利润总额同比增长 20.45%，投资收益和政府补贴对公司利润贡献大。盈利指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率均变动不大。

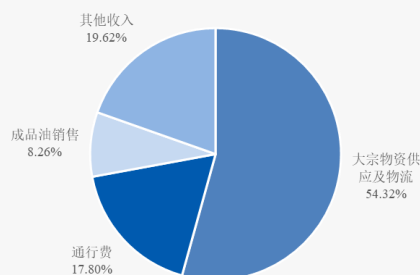
2024 年一季度，公司营业总收入相当于 2023 年全年的 15.46%，营业利润率指标有所提升。

图表 25 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目        | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|-----------|--------|--------|------------|
| 营业总收入     | 670.69 | 667.43 | 103.18     |
| 营业成本      | 559.21 | 552.34 | 78.21      |
| 期间费用      | 95.88  | 105.93 | 29.24      |
| 投资收益      | 12.21  | 12.55  | 4.39       |
| 其他收益      | 9.11   | 12.83  | 6.14       |
| 利润总额      | 22.45  | 27.04  | 5.91       |
| 营业利润率（%）  | 15.83  | 16.74  | 23.78      |
| 总资本收益率（%） | 1.38   | 1.41   | --         |
| 净资产收益率（%） | 0.46   | 0.46   | --         |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 26 • 2023 年公司主营业务收入构成



资料来源：联合资信根据审计报告整理

### （4）现金流

公司经营活动现金持续净流入，经营获现能力较强；公司在建和拟建项目投资规模大，投资活动现金持续大规模净流出，公司对外融资需求较强。

从经营活动来看，2023 年公司经营活动现金流入同比增长 8.17%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金；收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为质保金、押金及往来款。2023 年公司经营活动现金流出同比增长 6.54%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2023 年，公司经营活动现金流量净额同比增长 25.20%，现金收入比小幅提升至 116.11%，公司经营获现能力较强。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入量同比增长 5.80%，以公司收回投资收到现金为主。同期，公司投资活动现金流出

同比下降 24.09%，主要是高速公路和铁路项目投资支付的现金。2023 年，公司投资活动现金呈净流出状态。

从筹资活动来看，公司主要通过政府出资、银行借款及发行债券获得现金，筹资活动现金流出则主要用于偿还债务本息。2023 年，公司筹资活动现金保持净流入。

图表 27 • 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目                | 2022 年         | 2023 年         | 2024 年 1—3 月   |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流入小计        | 771.94         | 834.98         | 135.06         |
| 经营活动现金流出小计        | 704.62         | 750.70         | 121.62         |
| <b>经营活动现金流量净额</b> | <b>67.32</b>   | <b>84.28</b>   | <b>13.44</b>   |
| 投资活动现金流入小计        | 111.27         | 117.72         | 15.59          |
| 投资活动现金流出小计        | 931.98         | 707.49         | 136.32         |
| <b>投资活动现金流量净额</b> | <b>-820.72</b> | <b>-589.77</b> | <b>-120.72</b> |
| 筹资活动现金流入小计        | 1564.77        | 1403.98        | 348.24         |
| 筹资活动现金流出小计        | 769.21         | 943.25         | 250.57         |
| <b>筹资活动现金流量净额</b> | <b>795.56</b>  | <b>460.74</b>  | <b>97.67</b>   |
| 现金收入比（%）          | 100.43         | 116.11         | 109.55         |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

## 2 偿债指标变化

公司面临一定短期偿债压力，长期偿债能力指标尚可；或有负债风险可控，公司融资渠道通畅。

图表 28 • 公司偿债指标

| 项目     | 指标             | 2022 年（底） | 2023 年（底） | 2024 年 3 月（底） |
|--------|----------------|-----------|-----------|---------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率（%）        | 127.86    | 120.74    | 132.53        |
|        | 速动比率（%）        | 89.98     | 83.34     | 90.64         |
|        | 现金短期债务比（倍）     | 0.48      | 0.40      | 0.40          |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）     | 124.96    | 153.26    | --            |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 28.77     | 26.83     | --            |
|        | EBITDA 利息倍数（倍） | 0.93      | 0.99      | --            |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

从偿债指标看，公司流动比率和速动比率均波动增长，现金短期债务比不超过 0.50 倍，公司面临一定短期偿债压力。2023 年，公司 EBITDA 大幅增长，全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 利息倍数变动不大，公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司银行授信额度 7297.50 亿元，未使用额度为 3263.26 亿元，融资渠道畅通。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 132.96 亿元，担保比率为 5.81%，其中对购房人担保余额 68.01 亿元、对还贷中心担保余额为 61.89 亿元、对参股的房地产公司担保 3.07 亿元，被担保企业目前经营正常，公司对外担保风险可控。

## 3 公司本部主要变化情况

公司收入主要来下属子公司，公司本部资产和权益规模大，整体债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 4410.70 亿元，其中流动资产占 56.87%。公司本部所有者权益 1556.28 亿元，较上年底增长 4.44%，主要以实收资本（占 19.63%）、资本公积（占 55.64%）、其他权益工具（占 17.76%）构成，公司本部所有者权益结构较为稳定。截至 2023 年底，公司本部全部债务 2246.86 亿元，其中长期债务占 86.16%，现金短期债务比为 0.21 倍，短期偿付压力较大；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.72%和 59.08%，较上年底小幅增长，整体债务负担较重。

2023 年，公司本部实现营业总收入 43.49 亿元，利润总额 8.06 亿元，其中投资收益为 14.22 亿元，其他收益 1.45 亿元，利润总额对非经常性损益依赖较强。

## （五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司高速公路、铁路项目和房地产项目投资建设需要消耗资源，大宗物资供应及物流业务、锰矿采选冶炼及供应业务可能会面临粉尘、噪音、污水排放等环境风险，截至目前尚未受到监管处罚，且在可持续发展和环境争议事件管理方面表现较好。

社会责任方面，公司主营业务主要为社会供给公共产品或服务，服务期间未发生重大安全责任事故。同时，公司积极响应政府政策，参与地方人才培育。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了规范的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

## 五、外部支持

公司是广西壮族自治区交通基础设施的投资建设和运营管理主体，区域地位突出，跟踪期内持续获得广西壮族自治区政府和各地市级政府的大力支持。

公司实际控制人为广西国资委。广西自治区具有良好的资源禀赋和独特的区位优势，且获得国家多重政策支持。广西自治区 2023 年经济稳步发展，一般公共预算收入为 1783.80 亿元，获得上级补助合计 4208.73 亿元。截至 2023 年底，广西壮族自治区政府债务余额 11551.50 亿元。整体看，广西壮族自治区政府综合实力很强。

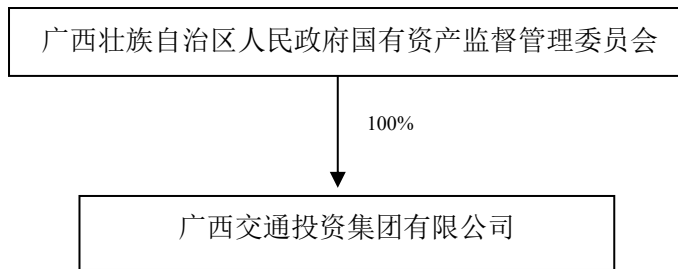
公司是广西壮族自治区交通基础设施的投资建设和运营管理主体，区域地位突出。跟踪期内，为支持公司发展，缓解交通基础设施建设资金压力，各级政府持续给予公司资金支持，包括车购税、中央专项资金、自治区及地市财政补助、地方政府专项债等，2023 年和 2024 年一季度，公司收到的财政资金注入、专项债券和车购税资金拨付以及财政补助合计分别为 133.37 亿元和 13.45 亿元。

整体看，公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持。

## 六、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

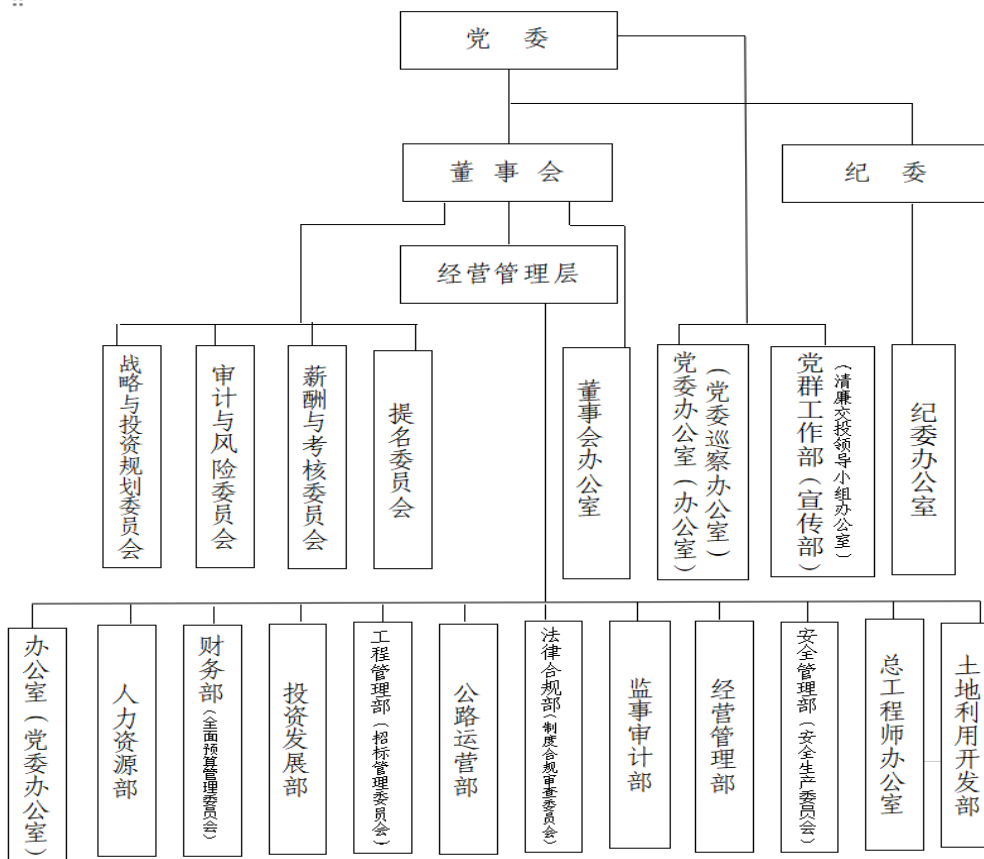
## 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）

::



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 1-3 公司拟划转高速公路项目明细及划转安排（截至评级报告出具日）**

| 序号 | 项目名称     | 里程（公里） | 总投资（亿元） | 交工年份 | 划转时间安排 |
|----|----------|--------|---------|------|--------|
| 1  | 隆林至百色    | 177    | 120     | 2011 | 已完成    |
| 2  | 宜州至河池    | 72     | 47      | 2012 | 已完成    |
| 3  | 六寨至河池    | 108    | 76      | 2012 | 尚无确切计划 |
| 4  | 钦州至崇左    | 130    | 73      | 2013 | 尚无确切计划 |
| 5  | 玉林至铁山港   | 174    | 81      | 2013 | 尚无确切计划 |
| 6  | 六景至钦州港   | 134    | 64      | 2013 | 已完成    |
| 7  | 南宁外环     | 83     | 64      | 2014 | 尚无确切计划 |
| 8  | 河池至都安    | 92     | 69      | 2014 | 尚无确切计划 |
| 9  | 桂平至来宾    | 88     | 52      | 2014 | 尚无确切计划 |
| 10 | 靖西至那坡    | 90     | 76      | 2014 | 尚无确切计划 |
| 11 | 百色至靖西    | 97     | 83      | 2014 | 已完成    |
| 12 | 灌阳至凤凰    | 48     | 32      | 2015 | 已完成    |
| 13 | 岑溪至水汶    | 31     | 30      | 2015 | 已完成    |
| 14 | 来宾至马山    | 115    | 66      | 2015 | 尚无确切计划 |
| 15 | 马山至平果    | 82     | 44      | 2015 | 尚无确切计划 |
| 16 | 柳州至武宣    | 88     | 47      | 2015 | 尚无确切计划 |
| 17 | 三江至柳州    | 169    | 138     | 2016 | 已完成    |
| 18 | 崇左至靖西    | 148    | 116     | 2016 | 拟划转    |
| 19 | 梧州至柳州    | 213    | 191     | 2017 | 尚无确切计划 |
| 20 | 梧州外环     | 57     | 65      | 2018 | 尚无确切计划 |
| 21 | 靖西至龙邦    | 28     | 28      | 2018 | 尚无确切计划 |
| 22 | 河池至百色    | 179    | 178     | 2018 | 拟划转    |
| 23 | 乐业至百色    | 154    | 190     | 2020 | 拟划转    |
| 24 | 荔浦至玉林    | 262    | 231     | 2020 | 尚无确切计划 |
| 25 | 崇左至水口    | 88     | 60      | 2019 | 尚无确切计划 |
| 26 | 松旺至铁山港东岸 | 21     | 18      | 2020 | 尚无确切计划 |
| 合计 | --       | 2928   | 2239    | --   | --     |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 附件 1-4 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目                | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 201.81  | 249.75  | 211.71  | 201.47     |
| 应收账款（亿元）           | 64.67   | 26.70   | 55.26   | 54.85      |
| 其他应收款（亿元）          | 322.13  | 350.52  | 343.58  | 0.00       |
| 存货（亿元）             | 283.95  | 321.74  | 351.83  | 364.67     |
| 长期股权投资（亿元）         | 38.63   | 36.78   | 41.05   | 39.81      |
| 固定资产（亿元）           | 1370.98 | 1771.33 | 1966.50 | 0.00       |
| 在建工程（亿元）           | 1686.45 | 2082.73 | 0.00    | 0.00       |
| 资产总额（亿元）           | 5353.40 | 6294.94 | 7076.23 | 7186.76    |
| 实收资本（亿元）           | 301.05  | 301.05  | 305.55  | 305.55     |
| 少数股东权益（亿元）         | 350.31  | 486.43  | 539.02  | 483.61     |
| 所有者权益（亿元）          | 1839.26 | 2146.98 | 2334.21 | 2290.37    |
| 短期债务（亿元）           | 530.50  | 522.89  | 530.46  | 497.79     |
| 长期债务（亿元）           | 2455.08 | 3071.93 | 3581.33 | 3758.46    |
| 全部债务（亿元）           | 2985.58 | 3594.81 | 4111.79 | 4256.25    |
| 营业总收入（亿元）          | 592.50  | 670.69  | 667.43  | 103.18     |
| 营业成本（亿元）           | 486.26  | 559.21  | 552.34  | 78.21      |
| 其他收益（亿元）           | 11.86   | 9.11    | 12.83   | 6.14       |
| 利润总额（亿元）           | 21.97   | 22.45   | 27.04   | 5.91       |
| EBITDA（亿元）         | 123.33  | 124.96  | 153.26  | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 628.50  | 673.59  | 774.97  | 113.03     |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 689.42  | 771.94  | 834.98  | 135.06     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 70.20   | 67.32   | 84.28   | 13.44      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -751.24 | -820.72 | -589.77 | -120.72    |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 724.68  | 795.56  | 460.74  | 97.67      |
| <b>财务指标</b>        |         |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 11.14   | 13.77   | 15.65   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 1.91    | 1.85    | 1.64    | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.12    | 0.12    | 0.10    | --         |
| 现金收入比（%）           | 106.08  | 100.43  | 116.11  | 109.55     |
| 营业利润率（%）           | 17.12   | 15.83   | 16.74   | 23.78      |
| 总资本收益率（%）          | 1.63    | 1.38    | 1.41    | --         |
| 净资产收益率（%）          | 0.56    | 0.46    | 0.46    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 57.17   | 58.86   | 60.54   | 62.14      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 61.88   | 62.61   | 63.79   | 65.01      |
| 资产负债率（%）           | 65.64   | 65.89   | 67.01   | 68.13      |
| 流动比率（%）            | 115.08  | 127.86  | 120.74  | 132.53     |
| 速动比率（%）            | 81.61   | 89.98   | 83.34   | 90.64      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 8.27    | 7.93    | 8.96    | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.38    | 0.48    | 0.40    | 0.40       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 0.94    | 0.93    | 0.99    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 24.21   | 28.77   | 26.83   | --         |

注：1.公司提供的 2024 年一季度数据未经审计；2.本报告将其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入有息债务计算；3.上表中在建工程、固定资产、其他应收款均为合计数  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告以及公司提供资料整理

## 附件 1-5 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目                | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 48.38   | 44.48   | 63.97   | 79.94      |
| 应收账款（亿元）           | 4.11    | 0.85    | 1.24    | 1.18       |
| 其他应收款（亿元）          | 1969.54 | 2202.19 | 2440.97 | 2502.74    |
| 存货（亿元）             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 长期股权投资（亿元）         | 1250.26 | 1485.59 | 1563.62 | 1623.76    |
| 固定资产（亿元）           | 199.19  | 196.38  | 206.44  | 195.53     |
| 在建工程（亿元）           | 24.44   | 16.36   | 0.94    | 0.94       |
| 资产总额（亿元）           | 3597.18 | 4046.37 | 4410.70 | 4540.85    |
| 实收资本（亿元）           | 301.05  | 301.05  | 305.55  | 305.55     |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 所有者权益（亿元）          | 1353.06 | 1490.13 | 1556.28 | 1562.61    |
| 短期债务（亿元）           | 264.85  | 342.20  | 310.96  | 308.01     |
| 长期债务（亿元）           | 1611.87 | 1691.64 | 1935.89 | 2004.00    |
| 全部债务（亿元）           | 1876.73 | 2033.84 | 2246.86 | 2312.01    |
| 营业总收入（亿元）          | 56.14   | 37.97   | 43.49   | 11.50      |
| 营业成本（亿元）           | 31.47   | 26.92   | 31.86   | 7.60       |
| 其他收益（亿元）           | 0.46    | 6.82    | 1.45    | 0.43       |
| 利润总额（亿元）           | 15.42   | 12.40   | 8.06    | 1.57       |
| EBITDA（亿元）         | 44.29   | 40.74   | 27.38   | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 57.57   | 35.00   | 44.53   | 11.86      |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 392.19  | 489.12  | 999.65  | 133.88     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 61.04   | 63.30   | 62.69   | 7.74       |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -292.90 | -261.01 | -196.72 | -67.68     |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 229.07  | 192.32  | 154.53  | 75.91      |
| <b>财务指标</b>        |         |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 13.67   | 15.29   | 41.62   | --         |
| 存货周转次数（次）          | *       | *       | *       | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.02    | 0.01    | 0.01    | --         |
| 现金收入比（%）           | 102.54  | 92.17   | 102.39  | 103.12     |
| 营业利润率（%）           | 43.28   | 28.60   | 26.22   | 33.41      |
| 总资本收益率（%）          | 0.95    | 0.89    | 0.68    | --         |
| 净资产收益率（%）          | 0.99    | 0.82    | 0.43    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 54.36   | 53.17   | 55.44   | 56.19      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 58.11   | 57.71   | 59.08   | 59.67      |
| 资产负债率（%）           | 62.39   | 63.17   | 64.72   | 65.59      |
| 流动比率（%）            | 357.48  | 291.10  | 301.07  | 308.07     |
| 速动比率（%）            | 357.48  | 291.10  | 301.07  | 308.07     |
| 经营现金流动负债比（%）       | 10.73   | 8.19    | 7.52    | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.18    | 0.13    | 0.21    | 0.26       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 2.53    | 2.11    | 1.42    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 42.37   | 49.92   | 82.07   | --         |

注：1. 相关指标计算无意义，用“\*”表示；2. 公司提供的 2024 年一季度数据未经审计；3. 本报告将其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入有息债务计算；4. 上表中在建工程、固定资产、其他应收款均为合计数

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告以及公司提供资料整理

## 附件 1-6 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                   |
|-----------------|--------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                        |
| 资产总额年复合增长率      |                                                        |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                      |
| 营业总收入年复合增长率     | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                        |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                        |
| 销售债权周转次数        | 营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                      |
| 存货周转次数          | 营业成本/平均存货净额                                            |
| 总资产周转次数         | 营业总收入/平均资产总额                                           |
| 现金收入比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%                              |
| <b>盈利指标</b>     |                                                        |
| 总资产收益率          | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%                |
| 净资产收益率          | 净利润/所有者权益×100%                                         |
| 营业利润率           | (营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%                         |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                        |
| 资产负债率           | 负债总额/资产总计×100%                                         |
| 全部债务资本化比率       | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                          |
| 长期债务资本化比率       | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%                               |
| 担保比率            | 担保余额/所有者权益×100%                                        |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                        |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                            |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                        |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                     |
| 速动比率            | (流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%                               |
| 经营现金流负债比        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                 |
| 现金短期债务比         | 现金类资产/短期债务                                             |

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 1-7 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| 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                         |

## 附件 1-8 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 稳定   | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面   | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |

## 附件 2 入池资产承租人影子评级方法与主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产承租人及担保方（如有）进行信用评级，该评级方法称为影子评级方法。为表示该级别与主体长期信用等级区别，联合资信采用在主体长期信用等级符号后加下标 s 来表示影子级别。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产承租人及担保方（如有）影子评级过程相对于联合信信的主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产承租人及担保方（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定承租人及担保方（如有）的影子级别。对于联合资信发布的承租人及担保方（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子级别主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产承租人及担保方（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子级别还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子级别不是联合资信对承租人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产承租人及担保方（如有）影子级别划分为三等九级，分别为：AAA<sub>s</sub>、AA<sub>s</sub>、A<sub>s</sub>、BBB<sub>s</sub>、BB<sub>s</sub>、B<sub>s</sub>、CCC<sub>s</sub>、CC<sub>s</sub>、C<sub>s</sub>。除 AAA<sub>s</sub> 级、CCC<sub>s</sub> 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。各等级含义与主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

| 信用等级             | 含义                            |
|------------------|-------------------------------|
| AAA <sub>s</sub> | 还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA <sub>s</sub>  | 还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A <sub>s</sub>   | 还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低 |
| BBB <sub>s</sub> | 还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般   |
| BB <sub>s</sub>  | 还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高   |
| B <sub>s</sub>   | 还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高   |
| CCC <sub>s</sub> | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高      |
| CC <sub>s</sub>  | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务             |
| C <sub>s</sub>   | 不能偿还债务                        |

### 附件 3 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

| 信用等级              | 含义                            |
|-------------------|-------------------------------|
| AAA <sub>sf</sub> | 还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A <sub>sf</sub>   | 还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低 |
| BBB <sub>sf</sub> | 还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般   |
| BB <sub>sf</sub>  | 还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高   |
| B <sub>sf</sub>   | 还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高   |
| CCC <sub>sf</sub> | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高      |
| CC <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务             |
| C <sub>sf</sub>   | 不能偿还债务                        |