信 用 等 级 公 告

联合[2017]1084 号

广西交通投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广西交通投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

广西交通投资集团有限公司公开发行的“17 桂交 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

广西交通投资集团有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 桂交 01	15 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017/03/22

跟踪评级时间：2017 年 6 月 28 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	1,917.79	2,116.85	2,178.54
所有者权益（亿元）	597.00	625.70	664.41
长期债务（亿元）	1,043.91	1,212.22	1,274.37
全部债务（亿元）	1,175.36	1,318.16	1,361.43
营业收入（亿元）	193.04	174.37	59.31
净利润（亿元）	4.63	7.21	3.87
EBITDA（亿元）	44.22	40.61	--
经营性净现金流（亿元）	20.67	29.04	6.63
营业利润率（%）	19.87	20.66	18.77
净资产收益率（%）	0.80	1.18	0.60
资产负债率（%）	68.87	70.44	69.50
全部债务资本化比率（%）	66.32	67.81	67.20
流动比率（倍）	1.25	1.20	1.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	0.57	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.95	2.71	--

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；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、其他流动负债中有息部分（短期融资券+超短融资券）、长期应付款中有息部分（亚洲开发银行贷款和国债转贷资金）已调整至债务核算；4、2017 年一季报未经审计，相关指标未年化；5、本报告 2015 年财务数据采用 2016 年的期初数或上年同期发生额；6、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西交投”）作为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策及资金方面继续得到政府的有力支持；公司运营的高速公路在广西省公路网中仍居重要地位，区域竞争实力强；公司采取多元化经营，成品油销售、商品贸易业务对营业收入形成有效补充；公司运营公路的收费里程较长，且收费期限较长，可为公司带来较高现金流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到路产划转事项将影响公司资产和权益规模，公司仍面临较高的投资支出压力，2016 年债务负担仍较重，应收款项计提了较高的坏账准备等因素给公司信用水平带来的不利影响。

伴随广西壮族自治区经济的稳步发展，通车流量的增长，路网效应不断完善以及公司多元化运营的推进，公司未来的盈利水平和抗风险能力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”；同时维持“17 桂交 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2016 年，公司作为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策及资金方面继续得到政府的有力支持。

2．公司运营的高速公路收费里程约占广西高速公路收费总里程的 71.23%，在广西高速公路网中仍居重要地位，区域经营实力极强。

3．公司采取多元化经营，成品油和商贸物流板块收入规模大，对公司营业收入形成有效补充，且与公司公路运营业务形成一定协同效应。

4．公司所辖公路的收费里程较长，且收费期限较长，可为公司带来较高的现金流入。

关注

1．2017 年 3 月，公司下属隆林至百色段公路已划转至广西高速公路还贷运营管理中心，此外宜州至河池路段已形成明确划转计划，路产划转对公司资产、权益规模均产生一定影响。

2．公司在建项目投资金额高，未来资金支出压力仍较大；债务规模进一步增长，债务负担较重。

3．2016 年，公司应收类款项计提了较高的坏账准备，需关注未来应收款项的回收情况及产生进一步坏账的可能。

分析师

杨世龙

电　话：010-85172818

邮　箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电　话：010-85172818

邮　箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西交通投资集团有限公司（以下简称“广西交投”或“公司”）系根据 2007 年 7 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）批准，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，由广西壮族自治区国资委（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“广西政府”）履行出资人职责。2014 年 2 月，根据《关于同意增加注册资本的批复》（桂国资复〔2014〕13 号）文件，公司注册资本增加至 300.00 亿元（资本公积转增注册资本）。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本 300.00 亿元，实际控制人仍为广西国资委，注册资本及股权结构较 2015 年末无变化。

截至 2017 年 3 月末，公司经营范围较 2015 年末无变化。

截至 2017 年 3 月末，公司总部的组织结构较 2015 年末无变化；共有在职员工 11,450 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 2,116.85 亿元，负债合计 1,491.15 亿元，所有者权益合计 625.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 550.44 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 174.37 亿元，净利润 7.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.35 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 2,178.54 亿元，负债合计 1,514.12 亿元，所有者权益 664.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 586.76 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 59.31 亿元，净利润 3.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.48 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.63 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.05 亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号商住楼 12、13 层；法定代表人：周文。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司经中国证监会证监许可〔2016〕2299 号文核准批复，公开发行面值总额不超过 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券，“广西交通投资集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”的基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 40 亿元（含 40 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，初始发行规模为 5 亿元；品种二为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，初始发行规模为 5 亿元，两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。

本期债券发行工作于 2017 年 4 月 19 日结束，全部发行品种一，广西交通投资集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“17 桂交 01”；证券代码：“143073.SH”）实际发行规模 15 亿元，债券期限为 5 年期，附债券存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；起息日为 2017 年 4 月 17 日，到期日为 2022 年 4 月 17 日，票面利率为 4.62%，按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。

截至 2017 年 4 月末，“17 桂交 01”募集资金扣除发行费用后尚未使用资金余额为 9.92 亿元，已使用的募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金，与本期公司债券募集说明书的相关承诺一致。

本期债券无担保。截至本报告出具日，“17 桂交 01”尚未到付息日。

三、行业分析

公司主营业务为高速公路投资建设与经营管理，且公司的营业收入中有相当大部分来自成品油销售以及钢材贸易。因此行业分析主要针对高速公路行业、成品油行业和钢材行业展开。

1．高速公路行业

公路建设方面，2016 年全国完成公路建设投资 17,787.40 亿元，较上年增长 7.72%，延续了近几年的增长趋势。根据交通运输部发布的《2016 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2016 年末全国公路总里程 469.63 万公里，比上年增加 11.90 万公里。公路密度 48.92 公里/百平方公里，增加 1.24 公里/百平方公里。公路养护里程 459.00 万公里，占公路总里程的 97.7%。2016 年我国新增高速公路 6,000 多公里，高速公路总里程突破 13 万公里。根据《2017 年全国交通运输工作会议》，2017 年我国将新增高速公路 5,000 公里，公路处于高投入建设期，高速公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

2016 年，受到高铁路网联通、航空客票价格下调等因素影响，国内公路客运量明显下降。2016 年全国营业性客运车辆完成公路客运量 191.98 亿人、旅客周转量 10,742.66 亿人公里，较上年分别减少 13.3%和 0.7%。全国营业性货运车辆完成货运量 433.35 亿吨，较上年下降 7.62%，货物周转量 180,624.27 亿吨公里，较上年增长 0.03%。

2016 年 7 月 22 日，交通运输部发布了新修订的公路工程行业标准《公路工程施工监理规范》，将于 10 月 1 日起施行。本次修订进一步调整完善监理工作机制，规范监理工作及参建各方行为。以工程质量、安全为重点，突出程序控制、工序验收和检验评定，精简旁站、抽检和内业工作量，落实监理对施工质量、安全问题的否决权，提高监理工作有效性。

“十三五”时期仍是我国交通运输发展的重要战略机遇期，从发展机遇看，总体需求依然旺盛，发展空间不断拓展，动力转换逐步加快，改革红利持续释放，但同时，行业面临的风险和挑战日益增多，交通运输发展机遇与挑战并存。

总体看，我国高速公路发展较快，建设规模较大，但受高铁路网联通和货运需求整体下滑影响，公路客运量和货运量均出现不同幅度的下降。我国政府对公路建设支持力度较大，随着改革不断深化，综合交通基础设计网络的建设加快，我国高速公路施工建设规模仍有望增长。

2．成品油行业

成品油指汽油、煤油、柴油及其他符合国家产品质量标准，具有相同用途的乙醇汽油和生物柴油等替代燃料。目前我国最主要的成品油是汽油、煤油以及柴油。

供给方面，2016 年，我国成品油产量为 3.48 亿吨，较上年增长 2.5%，增速较上年的 6.10%有所下滑；其中，汽油产量为 1.29 亿吨，较上年增长 6.40，增速较上年的 9.20%下降；柴油产量为 1.79 亿吨，较上年下降 1.30%，首次出现负增长；煤油产量为 0.40 亿元，较上年增长 8.9%，增速较上年的 21.9%大幅下降。

成品油消费方面，2016 年成品油（汽、柴、煤）表观消费量为 3.15 亿吨，较上年增长 14.13%，增速较上年的 1.20%大幅提高。其中，汽油表观消费量为 1.20 亿吨，较上年增长 4.35%，增速较上年的 7.0%有所下滑；柴油表观消费量为 1.65 亿吨，较上年下降 4.62%，近五年内首次出现负增长；煤油表观消费量为 0.30 亿吨，较上年增长 9.25%。

价格方面，2016 年初成品油价格继续走低，于同年 9 月开始回升，截至 2016 年末，全国成品

油价格指数回升至 741.43。2017 年 1~5 月，国内成品油价格指数呈波动下降态势，截至 2017 年 5 月末为 666.43%，较 2016 年末大幅下降。

总体看，2016 年，随着国内投资增速总体放缓、经济结构转型升级、高铁和新能源汽车快速发展，国内成品油产、销量增速放缓，柴油出现负增长；全年油价波动增长，整体呈增长态势。

3．钢铁行业

我国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2009 年以来，外部经济环境持续不景气，钢铁消费量增速逐年放缓。进入 2016 年，宏观经济形势未有明显改观，钢材表观消费量增速进一步下降，但基建市场投资有所回暖，新型城镇化政策对钢材消费增长有促进作用，中国钢材消费总量还有一定的上升空间。

从供给端看，受去产能、环保限产政策和产业结构调整影响，2016 年我国主要钢材产量有所减少。2016 年，钢铁制造的主要原材料煤炭、焦炭及铁矿石等价格有所回升，推高钢铁制造企业的成本压力。

需求方面，钢材的主要下游行业包括机械、建筑、汽车等，2016 年有所回暖。机械用钢主要包括型材、锻件等品种，机械装备行业发展与房地产、基建等密切相关。建筑钢材需求主要来自房地产开发和基础设施建设，受信贷释放影响，2016 年全国房地产开发投资较上年增长 6.9%，增速较上年提高 5.9 个百分点，但 2016 年 9 月起房地产政策有所收紧，未来发展形势尚不明朗；基础设施投资较上年增长 17.4%，增速较上年提高 0.20 个百分点，2017 年初，多省发布了重点基础设施建设项目投资计划，对拉动钢材需求进一步产生积极影响。2016 年我国汽车产量为 2,819.31 万辆，较上年增长 13.10%，受基数较低以及小排量汽车购置税减半政策刺激销售等影响，增速较上年的 2.70%大幅回升；但 2009~2010 年汽车行业爆发式增长积累了过剩产能，行业整体增速趋缓，且根据 2016 年 12 月小排量汽车购置税由 5%调增至 7.5%，未来消费增速或将收窄。

价格方面，2015 年钢材价格深度下跌，钢铁制造行业处于低谷。2016 年以来，煤炭、焦炭价格上涨，为降低生产成本，提升热轧卷板等高毛利产品产量，钢厂大量增加高品位铁矿石使用比例，铁矿石价格快速上涨。此外，人民币汇率持续走低也推动了大宗原材料成本上升。受焦炭、铁矿石等原燃料价格高位震荡导致钢材成本上升、国家推行“三去一降一补”化解钢铁过剩产能政策、信贷投放增加推动钢材主要下游行业回暖、黑色系大宗商品上涨等多重因素影响，各主要钢材品种的价格呈波动上涨趋势，但 2017 年 4 月钢材价格又出现下跌。

总体看，2016 年钢铁下游行业回暖带动钢铁、钢材市场价格回升，钢铁行业有所回暖，但未来钢铁行业及其下游行业周期性较强，在宏观经济尚未走出下行周期的背景下，未来发展仍有不确定性。

四、基础素质分析

1．区域环境

公司业务涵盖广西壮族自治区境内的交通基础设施建设，其业务运营情况及可获得的政府支持受广西自治区经济发展水平及财政实力的影响。

2016年，广西壮族自治区经济继续保持较快发展态势。2016年，广西全区完成地区生产总值18,245.07亿元，较上年增长7.3%；第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为15.3%、45.1%和39.6%，第三产业占GDP比重较上年提高0.8个百分点，其中金融业、其他服务业等行业增加值分

别增长10.9%、10.7%，产业结构有所优化。

2016年，广西基础设施投资力度进一步加大，全年全区全社会固定资产投资18,236.78亿元，较上年增长12.4%，扣除价格因素，实际增长12.9%。固定资产投资（不含农户）17,652.95亿元，较上年增长12.8%；基础设施投资5,909.91亿元，较上年增长20.9%，占固定资产投资（不含农户）的比重为33.5%。交通运输、仓储和邮政业完成投资1,844.22亿元，较上年增长17.6%；道路运输业投资较上年增长21.3%，高于固定资产投资增速。

2016年，广西财政实力进一步增强，全区地方一般公共预算收入为1,556.24亿元，较上年增长2.4%。2016年广西全区一般公共预算收入中，税收收入完成1,036.2亿元，较上年增长0.4%，税收收入继续增长，但增速较上年的5.5%大幅回落；非税收入完成520.04亿元，较上年增长7.6%，非税收入占地方一般预算收入的比例由2015年的31.91%增至33.42%。2016年，糖、铝、有色金属、建材等地方重点行业税收持续低迷，金融、房地产、现代服务业等行业税收尚未有显著增长，且2015年成品油和卷烟消费税税率提高拉动财政一次性增收的政策性因素不复存在，2016年广西税收收入增长乏力，一般公共预算收入增长主要由非税收入带动。2016年广西一般公共预算总收入中，中央补助收入2,424.77亿元，中央对广西的财政补助力度较大。2016年，全区完成政府性基金预算收入804.74亿元，较上年增长15.6%。2016年，广西壮族自治区一般公共预算支出完成4,472.48亿元，较上年增长10.0%；地方财政自给率[1]为34.80%，财政自给程度较低。

截至2016年末，广西全区政府债务余额约4,638.18亿元，较2015年末的4,308.85亿元有所增长。其中：一般债务2,747.18亿元，专项债务1,891亿元。相比财政收入，地方政府债务余额偏高。

总体看，2016 年广西区域经济水平持续增长，固定资产投资力度不断加大，财政实力进一步增强，继续为公司发展提供良好的外部环境；但广西支柱行业仍以传统产业为主，经济下行期间税收增幅有所降低，地方财政自给程度较低，需关注其未来财政收入增长情况。

2．外部支持

（1）政策支持

根据桂财预函〔2009〕140 号文件，为加快广西壮族自治区内高速公路建设，广西壮族自治区财政厅（以下简称“广西财政厅”）就支持公司发展的有关事项明确如下：①对广西壮族自治区交通厅（以下简称“广西交通厅”）划转给公司管理的十二条还贷高速公路所承担的债务，合计 123.95 亿元，承诺贷款无法按期还本付息时，由自治区财政给予先行垫付；②支持公司新建设的十四条高速公路项目向国内银行申请贷款，并承诺贷款无法按期还本付息时，由自治区财政集约先行垫付。

（2）资金支持

2016 年，公司资本公积增加 27.55 亿元，主要是公司收到的车购税资金 20.44 亿元、收到广西财政厅转来的财政资金 7.11 亿元。

总体看，公司作为广西自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策及资金方面继续得到政府的有力支持，公司未来发展前景良好。

五、管理分析

2016年8月，根据《中华人民共和国公司法》、《国有企业监事会暂行条例》和《广西壮族自治区国有独资、国有控股企业监事会派驻暂行办法》等规定，广西国资委对公司监事会成员进行了换届

[1] 地方财政自给率=地方一般公共预算收入/地方一般公共预算支出×100%。

调整，原监事会成员为黄进辉、黄石生、陈传郁、刘煜、余丕团和刘元展，换届调整后的监事会成员为王海燕、董峻、钟华、邓烨雯、余丕团和刘元展[2]。其中，监事会主席由黄进辉变更为王海燕。

公司新任监事会主席王海燕女士，1969年7月生，中共党员，历任广西自治区国资委企业改革发展处处长，现任广西国有企业监事会主席（副厅级）、派驻广西交投监事会主席。

总体看，广西国资委对公司监事会成员进行了调整，系属于正常的人事变动；公司董事、高级管理人员及核心业务团队无重大变化，管理制度延续以往模式。

六、经营分析

1．经营概况

2016 年，公司仍主要从事高速公路建设、运营与管理，同时围绕主业发展成品油、商贸物流（包括大宗建材、矿产品等）及其他业务。2016 年，公司实现主营业务收入 171.60 亿元，较上年下降 9.94%，主要系通行费、成品油收入减少所致。2016 年公司主营业务收入占营业收入的比重为 97.64%，与上年的 98.03%基本持平，仍处于较高水平，公司主业仍然突出。

分业务板块看，受经济下行使得货运量下降、出行方式改变、部分免费二级路网分流、移交南宁环城高速公路等因素影响，2016 年公司通行费收入较上年下降 9.69%；成品油收入较上年下降 7.86%，主要系 2016 年国内油品市场需求持续低迷，受经济下行以及区内多条高铁开通、部分高速路段改扩建工程施工等多重因素影响，公司成品油销售需求低迷，总销量较上年有所下滑所致；商贸物流主要为大宗建材、矿产品和其他物流贸易，2016 年收入较上年下降 12.04%，主要系公司及子公司广西五洲交通股份有限公司（以下简称“五洲交通”，证券代码：600368.SH）对风险高、毛利低的矿产品等业务规模进行缩减所致；公司其他收入仍相对较小，主要为房地产销售收入、利息净收入等。

表 1　2015~2016 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	51.91	27.24	62.49	46.88	27.32	61.90
成品油	41.07	21.55	5.04	37.84	22.05	7.61
商贸物流	88.78	46.59	2.28	78.09	45.50	1.49
其他	8.78	4.61	30.13	8.80	5.13	38.44
合计	**190.53**	**100.00**	**20.56**	**171.60**	**100.00**	**21.23**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2016 年公司通行费业务毛利率 61.90%，该业务成本主要为折旧、养护等固定支出，毛利率处于较高水平，但较上年有所下降，主要系受“营改增”政策影响所致；成品油业务毛利率较上年提高 2.57 个百分点至 7.61%，主要系公司改进与中央企业的合作模式，外采成本低于中石油、中石化成品油地区调拨价，以及成品油批发比重下降、自营零售加油站增加所致，但毛利率水平仍不高；2016 年公司商贸物流业务毛利率为 1.49%，较上年进一步下滑且仍较低；“其他”业务收入主要来自房地产、金融等业务，毛利率相对较高。2016 年，公司主营业务综合毛利率为 21.23%，较上年小幅提高。

2017 年 1~3 月，公司营业收入为 59.31 亿元，较 2016 年同期增长 79.67%，毛利率为 18.76%。

[2] 截至 2016 年末，广西自治区国资委委派了 4 名监事，为满足此前公司章程中关于职工监事人数的规定，公司选举产生了 2 名职工监事，超过规定人数。

总体看，2016 年受经济下行、其他路网及交通工具分流影响，公司通行费、成品油等收入较上年均有下滑。

2．公路建设、经营与管理

（1）公路运营

截至 2017 年 3 月末，公司运营收费公路总里程 3,413.88 公里，其中高速公路收费里程 3,302.64 公里，约占广西高速公路收费总里程的 71.23%，是国家高速公路规划网的重要组成部分，主要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居主导地位。

公司高速公路运营模式分为两种：一是直接运营管理（由公司本部建设管理），二是间接运营（由子公司建设管理）。具体来看，公司所辖收费公路按性质不同分为经营性公路和收费还贷公路。其中，经营性收费公路按照《收费公路管理条例》运营管理，采用联网收费方式；政府还贷高速公路的通行费征收采取“收支两条线”的管理模式，即公司收取通行费后，全额上缴广西交通厅，由广西交通厅存入指定财政专户并上缴至国库，广西财政厅依据公司缴库数额，通过广西交通厅全额返还至公司账户。

截至 2017 年 3 月末，公司运营的经营性收费公路共计 39 条，其中直接经营 14 条；公司通车路段中政府还贷性高速公路有 31 条，其中直接运营 12 条。

通行费方面，2016 年公司仍执行桂价费〔2014〕87 号规定的收费标准，较上年无变化。

公司近两年收费公路运营情况如下表所示，2016 年，受经济下行、出行方式改变、部分免费二级路网分流和移交南宁环城高速公路等因素影响，公司运营公路的日均通行量及通行费收入较上年有所减少。但收费里程仍较长，可为公司提供较高的通行费收入及现金流入。2016 年公司通行费业务毛利率 61.90%，该业务成本主要为折旧、养护等固定支出，其中 2016 年公司公路养护支出（小修保养工程）为 1.46 亿元，毛利率处于较高水平。

表 2　2015~2016 年公司运营收费公路总体概况（单位：公里、辆、亿元）

指标		2015 年	2016 年
直接运营管理	收费总里程	1,037.53	1,161.10
	日均通行量	135,443.42	130,749.00
	通行费收入	30.84	30.12
间接运营管理	收费总里程	615.82	500.00
	日均通行量	83,663.00	69,142.00
	通行费收入	21.07	16.76

资料来源：公司提供

注：上表未包含公司已通车试运营路段数据，也未包含参股高速公路数据

收费权期限方面，未来十年内公司预计将有 15 条路段的收费权将到期，本期公司债券到期日为 2022 年 4 月，将于此前到期的公路合计 8 条，公司通行费收入稳定性或将受到影响。但整体看，公司运营公路的收费期限较长，未来一段时间内的通行费收入及现金流有保障。且随着在建高速公路竣工投产，以及未来新收费管理公路管理条例[3]的出台，部分路段存在收费期延长的可能性。

2016 年，根据《南宁市环城高速公路部分路产移交及补偿协议》补充协议，政府回收南宁市环城高速公路的部分路产作为市政道路，并向公司支付 15.07 亿元作为移交南宁环城路的补偿，该款项分年支付，本期公司已收到 5.02 亿元，剩余 10.05 亿元暂挂对南宁市财政局的“其他应收款”。此外，移交路产导致公司撤销了 5 个收费站，为确保高速公路正常的收费秩序，公司新建了安吉东、

[3] 新修订《收费公路管理条例》已经由交通运输部上报国务院，拟对收费公路范围、期限、标准及减免等事项重新作出统一规定。

南宁东、玉洞西 3 个收费站，南宁市政府对新增的收费站额外向公司支付 3.65 亿元作为现金补偿（已到账），公司计入“营业外收入”。

总体看，2016 年公司运营公路的通行量有所下滑，通行费收入较上年减少；此外，未来 10 年内部分路产收费权到期，或将对公司通行费收入规模产生一定不利影响。

（2）路产划转

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），广西政府授权公司对其下 26 个政府还贷高速公路项目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”），划转后的收费公路收费权和所有权全部转移至还贷中心，广西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其中运营效益欠佳路段进行划转，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 2,184 亿元，涉及主线规模 2,945 公里，其中已于 2016 年前竣工的项目 18 个，涉及总投资 1,279 亿元。具体划转高速公路情况见附件 2。

公司已就划转项目作出承诺并在《债券持有人会议规则》规定：在本期债券存续期间，会根据拟划转 26 条高速路项目负债规模及运营情况合理安排划转事项，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。若公司由于违反上述承诺，使得高速公路划转事项对公司整体的资产规模、盈利能力及信用评级产生重大不利影响，投资者可以根据《债券持有人会议规则》提出召开债券持有人会议，要求公司加速清偿本期债券，公司无条件接受上述要求。

根据公司 2017 年 3 月 17 日发布的《广西交通投资集团有限公司关于完成隆林至百色高速公路划转的公告》，隆林至百色段高速公路已划转至还贷中心。划转后公司合并财务报表资产、负债和所有者权益分别减少 125.07 亿元、108.83 亿元和 16.24 亿元，分别占划转前对应项目金额的 6.51%、8.24%和 2.70%。划转后，还贷中心将隆林至百色高速公路资产租赁给公司，并收取租赁费用，公司仍承担该路段的运营，并收取通行费收入和代管费用。隆林至百色路段收费里程为 176.87 公里，2016 年实现通行费收入 2.75 亿元。由于划转前隆林至百色路段处于亏损状态，划转事项对公司通行费收入和盈利水平呈正面影响

此外，已出具相关划转安排的公路项目还包括宜州至河池路段项目，计划于两年内完成划转，其余路段划转事项暂无确切计划。

总体看，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，但考虑到公司已就划转项目作出承诺，确保上述划转事项不会对公司整体资产规模、盈利能力等产生重大不利影响。整体看，上述划转事件会对公司资产及权益规模产生一定影响，但拟划转公司处于亏损状态，转出后公司净利润或将增加，预计划转事项对公司偿债能力影响有限。

（3）公路建设

公司高速公路建设由子公司广西宏冠招标咨询有限公司以公开招标方式确定土建、房建、机电及监理的实施单位。在建高速项目资金来源主要由资本金、银行贷款、自筹资金组成，其中项目资本金占 25%~30%。

截至 2017 年 3 月末，公司在建[4]高速公路共计 11 条，建设规模合计 1,463.89 公里，计划总投资额合计 1,380.17 亿元，累计已完成投资 408.79 亿元，尚需投资 971.38 亿元，未来公司面临较大的资金压力。

总体看，随着在建高速公路的建成通车，公司通行里程、通行费收入和利润有望进一步增长。

[4] 公司部分收尾项目由于尚未完成竣工验收，在公司财务报表仍以“在建工程”列报，试运营期间的通行费收入直接冲减在建工程成本。

但高速公路建设投资支出压力大，培育期较长，上述项目投资效益的实现具有一定滞后性。

3．成品油销售

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”）的控股子公司。截至 2017 年 3 月末，实业公司从事油品销售的 2 家控股子公司为广西高速石化有限公司（以下简称“高速石化”）和广西通祥石油有限公司（以下简称“通祥公司”），持股比例均为 51.00%。同时，实业公司参股 3 家油品销售公司，分别为广西百祥石油有限公司（以下简称“百祥公司”）和广西辉煌交通石化有限公司（以下简称“辉煌公司”）和中海油广西能源有限公司实业公司（以下简称“能源公司”），较上年新增一家能源公司，广西交投对 3 家公司持股比例分别为 40.00%、29.50%和 45.00%。截至 2017 年 3 末，公司共经营加油站 147 座，其所有权归属于公司，暂时租赁给中石油和中石化经营的加油站 118 座，剩余 29 座系公司的加盟站点。公司 147 座加油站均由上述 5 家子公司经营，其中 2 家控股子公司经营加油点合计 70 座，3 家参股子公司经营加油点合计 77 座。

公司成品油销售业务的盈利模式仍主要是从中石化、中石油按大区调拨价购进油品，按国家发改委规定的批发价格销售给下游客户，赚取中间差价。此外，2016 年公司改进与中央企业的合作模式，取得了“外采、调价、补差”的突破，外采成本低于成品油地区调拨价，提升公司成品油销售的毛利空间。

2016 年，公司成品油销售板块实现收入 37.84 亿元，较上年下降 7.86%，主要系成品油市场需求低迷所致，考虑到国内成品油价格波动较大，清洁能源的应用对成品油消费需求产生替代效应，公司成品油销售业务未来仍有不确定性；毛利率为 7.61%，较上年增加 2.57 个百分点，主要系公司油品外购成本降低，且盈利相对较强的自营加油站零售业务比重上升所致。

总体看，受国内油价波动以及市场需求等因素影响，2016 年公司成品油销售收入较上年有所下降。

4．商贸物流

商贸物流板块收入主要来自子公司实业公司和五洲交通，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。公司贸易业务品类仍主要为大宗建材，盈利模式仍主要为购销价差，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频繁，市场风险较高，公司贸易板块经营情况或将面临不确定性。

2016 年，公司商贸物流收入为 78.09 亿元，较上年下降 12.04%，主要系公司缩减了部分风险高、毛利低的矿产品、化工品等贸易规模所致。其中大宗建材（钢材、沥青）收入 71.47 亿元，较上年增长 0.55%；矿产品收入 4.21 亿元，较上年下降 44.50%；其他物流贸易（有色金属等）收入 2.40 亿元，较上年下降 76.24%。贸易业务毛利率为 1.49%，仍处于较低水平，较上年的 2.28%有所下降，主要系沥青、矿产品毛利率下降所致。

总体看，2016 年公司商贸物流板块收入有所下降，但规模仍较大，为公司营业收入中的主要构成部分；但毛利率水平较低，对公司利润贡献不大。

5．其他业务

公司其他收入仍主要来自房地产收入、金融业务带来的利息以及手续费和佣金收入等，以房地

产业务收入为主。公司房地产业务主要由子公司五洲交通和广西三祺投资有限公司（以下简称“三祺公司”）负责。金融业务主要来自子公司广西交通投资集团财务有限责任公司进行同业拆借所得的利息收入和南宁市聚兴小额贷款有限责任公司发放小额贷款取得的利息收入。2016 年，公司房地产业务收入为 6.80 亿元，较上年下降 8.90%；金融收入为 1.38 亿元，较上年增长 4.86%。

截至 2017 年 3 月末，公司主要房地产在售项目（含在建在售）共有五洲国际、钦州长岛花园等 7 个，总投资 143.94 亿元，已投资 80.63 亿元，尚需投资 63.31 亿元，已实现销售额 31.62 亿元（包含部分预售款），已结转收入 20.41 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司在建房地产项目还包括梧州市红岭 ZS-02-17、18 号地块和南宁交通客服中心项目，总投资额合计 12.56 亿元，未来尚需投资 12.16 亿元，尚未取得预售许可。公司房地产业务未来所需投资额度较大。

总体看，以房地产业务及金融业务收入为主的“其他”收入占主营业务收入比重较低。房地产业务受房地产行业景气度的影响较大，且公司在建房地产项目尚需投资较大，未来存在一定的资本支出压力。

6．经营关注

高铁通车及其他交通运输网络的完善对高速公路客货运量产生分流效应

随着广西境内铁路、港口航运和航空等其他交通运输网络的发展和完善，可能会冲击现有的客货运整体格局，对高速公路客货运量产生一定的分流效应，对通行费收入的持续增长不利，将影响公司高速公路板块业务的盈利能力。2016 年，高铁通车及二级公路路网的完善，已对公司运营高速公路产生了分流效应，直接导致公司通行费收入降低。

路产划转将影响公司资产和权益规模

广西政府计划将公司下属部分政府还贷性公路陆续划转至还贷中心，截至 2017 年 3 月末，隆林至百色段路段已完成划转，宜州至河池公路已出具相关划转安排。大规模的路产划转将影响公司资产和所有者权益规模，联合评级将持续关注划转事项的最新进展。

公司高速公路投资金额大、投资回收慢，对外融资压力较大

高速公路行业属于资本密集行业，公司在建项目仍需要较大的资金投入。除项目资本金外，新开工建设的公路其他资金投入主要依靠债务融资来解决，一方面增加公司的负债规模，增加利息支出和财务负担；另一方面由于高速公路项目建设周期长、投资回收慢，建成后的初期均难以实现较大盈利。若国家货币政策和信贷政策有所调整，可能降低公司获得银行贷款的能力，若公司无法持续获得外部融资，未来较大规模的投资或将对公司持续经营能力产生不利影响。

7．未来发展

未来，公司以公路投资建设为重点，以路产运营和资本管理为主线，做大做强主业。同时，依托集团公司优势，以产业联系为基础，形成以高速公路为核心的交通基础设施业务、高速公路衍生业务、房地产业务、现代物流业务等相互促进、共同发展的产业布局，推动可持续发展。

整体看，公司未来发展方向明确，以高速公路建设、管理与运营为核心，逐步形成多元化的产业布局。总体看，公司整体实力有望进一步增强，但整体资本支出压力较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带有强调事项段的非标准无保留意见的审计结论。2016 年的强调事项系截至 2016 年末公司涉及纠纷或诉讼的应收款项（应收账款、其他应收款、发放贷款和垫款）共计 84 笔，账面金额合计 16.99 亿元，已计提坏账准备 9.61 亿元。

2016 年，公司进行的会计政策、估计变更主要包括：①将贷款拨备率由 1%调整为 2.5%；②根据对南宁（坛洛）至百色高速公路车流量的重新测算，将该路段执行的单车折旧系数由 22.75 元/辆调整为 17.84 元/辆（折算为标准小客车），自 2016 年 4 月 14 日起执行，该会计变更使得 2016 年 12 月 31 日资产总额增加 0.24 亿元，2016 年度净利润增加 0.20 亿元。2016 年，公司进行前期重大会计差错更正，广西高速公路运营管理有限责任公司其他应收款挂账应收香港招商局国际公司 3.89 亿元，公司根据款项性质确认该笔挂账为以前年度损益，分别冲减年初未分配利润和其他应收款 3.89 亿元，本报告 2015 年财务数据采用重述调整后的期初数或上年同期数。

截至 2016 年末，公司纳入合并范围的二级子公司合计 69 家，较 2015 年末增加 6 家，其中 5 家为新纳入财务报表合并范围的子公司（其明细见下表），1 家（广西高速物流股份有限公司）系由三级子公司变为二级子公司；2016 年公司合并范围内无减少的子公司；2016 年合并范围变动较大，对财务数据较上年的可比性产生一定影响。新纳入合并范围的部分子公司处于经营亏损或资不抵债状态，需关注其未来持续经营情况及其可能对公司财务状况产生的影响。

表3 2016年新纳入公司财务报表合并范围二级子公司的情况（单位：%、万元）

二级子公司名称	取得方式	持股比例	实收资本	期末净资产	当期净利润
广西百靖高速公路有限公司	非同一控制下企业合并	100.00	20,000.00	290,724.00	--
广西桂和高速公路有限公司	非同一控制下企业合并	100.00	50,000.00	197,434.46	--
广西交投资产管理有限公司	投资设立	100.00	3,000.00	2,888.11	-111.89
广西钟马高速公路运营有限公司	非同一控制下企业合并	100.00	11,000.00	-11,428.05	-4,467.48
广西交通发展投资基金管理有限公司	投资设立	60.00	1,000.00	930.07	-69.93

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年末，公司合并资产总额 2,116.85 亿元，负债合计 1,491.15 亿元，所有者权益合计 625.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 550.44 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 174.37 亿元，净利润 7.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.35 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 2,178.54 亿元，负债合计 1,514.12 亿元，所有者权益 664.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 586.76 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 59.31 亿元，净利润 3.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.48 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.63 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.05 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年末，公司资产总额 2,116.85 亿元，较年初增长 10.38%，主要系非流动资产增加所致；其中，流动资产占 15.19%，非流动资产占 84.81%，仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产合计 321.50 亿元，较年初下降 5.16%，主要系其他流动资产减少所致；流动资产以货币资金（占 29.43%）、应收账款（占 5.89%）、预付款项（占 12.98%）、其他应收款（占 24.06%）和存货（占 25.54%）为主，其他流动资产占流动资产合计数的比例由年初的 26.06%下降至 1.34%，流动资产构成较年初有所变化。

截至 2016 年末，公司货币资金余额 94.60 亿元，较年初增长 12.05%，主要系通过债务融资取得大量现金所致；货币资金主要由银行存款（占 99.42%）构成，其中 3.88 亿元（占比为 4.11%）使用受限，受限比例不高。截至 2016 年末，公司应收账款账面价值为 18.93 亿元，较年初增长 45.80%，主要系增加应收广西壮族自治区高速公路管理局的通行费收入、开展贸易业务形成的应收款项等所致；前 5 名欠款金额为 11.18 亿元（见表 4），占应收账款余额合计数的 51.19%，集中度较高；坏账准备余额 2.92 亿元，计提比例为 13.36%；下游客户从事钢铁、商贸流通类业务的较多，已计提较高比例的坏账准备，需关注其回收情况及产生进一步坏账的可能。

表 4　截至 2016 年末公司应收账款余额前五名明细（单位：万元、%）

欠款单位名称	期末余额	占比
柳州钢铁股份有限公司	37,118.07	16.99
广西壮族自治区高速公路管理局	34,987.92	16.01
中国石化销售有限公司广西石油分公司	18,990.88	8.69
广西辉煌交通石化有限公司	13,910.04	6.37
柳州辉昱钢铁国际贸易有限公司	6,822.80	3.12
合计	**111,829.71**	**51.18**

数据来源：公司审计报告

截至 2016 年末，公司预付款项 41.74 亿元，较年初下降 3.39%，主要系计量工程成本冲减预付开工款、材料预付款等所致；账龄超过 1 年的占 37.53%，主要系土地尚未取得、工程尚未结算所致；预付款项账龄较长，对公司造成一定资金占用。截至 2016 年末，其他应收款为 77.36 亿元，较年初大幅增长 1.48 倍，主要系新增对还贷中心的应收款项所致；期末余额前 5 名占合计数的 77.22%，集中度很高；坏账准备余额 11.64 亿元，较年初的 4.46 亿元大幅增加，计提比例为 13.07%；其他应收款金额大，对公司形成一定资金占用，由于诉讼、纠纷或预计无法收回等原因计提坏账准备的金额较大，存在一定回收风险。截至 2016 年末，公司存货 82.11 亿元，较年初增长 6.91%，主要系房地产开发成本增加所致；存货主要为房地产开发成本（占 89.78%）和房地产开发产品（占 5.27%），跌价准备余额为 987.14 万元；账面价值为 2.02 亿元（占 2.46%）的存货使用受限，受限比例不高。截至 2016 年末，公司其他流动资产 4.32 亿元，较年初大幅下降 95.11%，主要系回收委托贷款、将期限超过 1 年的委托贷款重分类至其他非流动资产所致。

表 5　截至 2016 年末公司其他应收款余额前五名明细（单位：万元、%）

欠款单位名称	期末余额	占比	款项性质
广西高速公路还贷运营管理中心	488,227.59	54.86	借款
南宁市财政局	100,586.93	11.30	往来款
广西堂汉锌锢股份有限公司	48,674.30	5.47	借款
广西有色金属集团有限公司	26,228.18	2.95	往来款
广西金久贸易有限公司	23,515.00	2.64	货款
合计	**687,232.00**	**77.22**	**----**

数据来源：公司审计报告
注：1、2016 年 1 月 1 日隆林-百色路段划转至还贷中心，除 56.10 亿元债务获得了国开行同意划转债务的答复，剩余借款尚未取得债权人的同意，根据统借统还原则，公司将其挂账对还贷中心的其他应收款；2、对南宁市财政局的其他应收款主要是南宁市政府应向公司支付 15.07 亿元作为公司向政府移交南宁环城路的补偿，截至 2016 年末公司尚未收到的 10.05 亿元暂挂其他应收款。

非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产 1,795.35 亿元，较年初增长 13.72%，主要系在建工程、无形资产增长所致；公司非流动资产以固定资产（占 20.54%）、在建工程（占 69.15%）和无形资产（占 6.10%）为主，非流动资产构成较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司固定资产账面价值 368.83 亿元，较年初下降 15.46%，主要系划转道路资产所致；其中房屋建筑物占 5.50%，公路及构筑物占 93.32%；固定累计折旧 68.79 亿元，成新率为 85.77%，成新度较高；减值准备余额 223.52 万元；固定资产中 0.21 亿元所有权或使用权受到限制，受限比例低。截至 2016 年末，在建工程 1,241.57 亿元，较年初增长 29.44%，主要系对高速公路建设投资继续增加，以及合并范围增加所致；在建工程主要为公路建设工程（占 83.07%）和建筑安装工程（占 12.54%），未计提减值准备。截至 2016 年末，公司无形资产 109.46 亿元，较年初增长 25.15%，主要系合并范围扩大而增加特许经营权（BOT）所致；无形资产主要由土地使用权（占 56.07%）、桂柳路特许经营权（占 16.01%）、BOT 特许经营权（占 20.53%）和公路特许经营权（占 7.21%）构成；累计摊销余额为 24.53 亿元，未计提减值准备。

截至 2016 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产包括 3.88 亿元货币资金、2.02 亿元存货、5.17 亿元投资性房地产和 0.21 亿元固定资产，账面价值合计 11.28 亿元，占总资产的 0.53%，占净资产的 1.80%，受限比例较低。此外，公司以高速公路收费权进行质押取得银行借款，截至 2016 年末质押借款余额为 836.22 亿元，质押借款余额较高，一旦未来债务无法按时偿付，相关质押品将面临被处置的风险，或将对公司生产经营及资产流动性造成冲击。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 2,178.54 亿元，较年初增长 2.91%，其中流动资产占 14.70%，非流动资产占 85.30%。流动资产合计 320.18 亿元，较年初下降 0.41%。非流动资产合计 1,858.35 亿元，较年初增长 3.51%，主要系随着项目投入增加在建工程增长所致。

总体看，随着道路建设项目投入增加及合并范围扩大，2016 年公司资产规模有所增长；应收类款项规模较大，形成一定资金占用，且计提了较高的坏账准备，需关注其回收状况，随着公司对坏账催收政策和风险管控的加强，未来实际形成的坏账损失有望降低；公司资产以道路相关非流动资产为主，流动性较弱。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年末，公司负债总额 1,491.15 亿元，较年初增长 12.90%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占 17.98%，非流动负债占 82.02%，负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2016 年末，公司流动负债 268.06 亿元，与年初基本持平；公司流动负债主要由短期借款（占 18.72%）、应付账款（占 10.29%）、其他应付款（占 42.24%）、一年内到期的非流动负债（占 7.57%）和其他流动负债（占 12.72%）构成，流动负债结构较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司短期借款 50.19 亿元，较年初增长 1.38 倍，其中信用借款占 98.61%，其余为保证借款；公司应付账款 27.58 亿元，较年初增长 36.23%，主要系 2016 年公司高速公路建设投资规模较大，并对完工部分按进度结算而计提应付工程款所致。截至 2016 年末，公司其他应付款 113.24 亿元，较年初增长 20.74%，主要系合并范围增加及在建项目收到施工单位支付的保证金增加所致；其他应付款主要是质保金、往来款等；其中 18.69 亿元（占 16.50%）账龄超过 1 年，主要是与施工单位尚未结算的保证金。截至 2016 年末，一年内到期的非流动负债 20.29 亿元，较年初下降 68.21%，主要系公司偿还了一年内到期的应付债券所致；其他流动负债 34.11 亿元，较年初下降 29.10%，主要系（超）短期融资券到期兑付所致，期末余额主要为 34.00 亿元（超）短期融资券，系公司发行的“16 桂交 SCP002”和“16 桂交 SCP003”，本报告将其计入截至 2016 年末的短期债务余额[5]。

截至 2016 年末，公司非流动负债合计 1,223.09 亿元，较年初增长 16.42%，主要系长期借款、应付债券增长所致；非流动负债以长期借款（占 79.91%）、应付债券（占 8.54%）和长期应付款（占 10.77%）为主，其构成较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司长期借款 977.41 亿元，较年初增长 5.66%；长期借款（含截至 2016 年末的长期借款余额及一年内到期的长期借款余额）主要为质押借款（占 85.14%）和信用借款（占 12.76%）；其中 2018 年到期的占 34.75%，2019 年到期的占 41.38%，2018~2019 年公司将面临一定集中偿付压力。截至 2016 年末，公司应付债券余额 104.47 亿元（本金 105 亿元），较年初增长 30.88%，主要系公司 2016 年 11 月在香港联交所发行 20 亿元公司债券所致，债券未来 5 年内的到期期限分布较为均衡（其中 2018 年应偿还本金 20 亿元，2019 年 20 亿元，2021 年 30 亿元，2022 年 35 亿元），但债券规模较高，仍有偿付压力。截至 2016 年末，公司长期应付款 131.67 亿元，较年初大幅增长 2.37 倍，主要系新增国债转贷款、政府债务置换款所致；其中广西交通厅—亚洲开发银行贷款、国债转贷资金、广西财政厅的债务置换款均为付息债务（账面余额 130.34 亿元），本报告将其计入长期债务。

截至 2017 年 3 月末，公司负债合计 1,514.12 亿元，较年初增长 1.54%；其中，流动负债占 15.22%，非流动负债占 84.78%，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2017 年 3 月末，公司流动负债 230.49 亿元，较年初下降 14.02%，主要系应付账款、其他应付款、其他流动负债减少所致；应付账款 14.59 亿元，较年初下降 47.09%，主要系工程款结算所致；其他应付款 102.07 亿元，较年初下降 9.87%，主要系部分收尾项目退还保证金所致；其他流动负债 27.42 亿元，较年初下降 19.62%，主要系偿还短期融资券所致。截至 2017 年 3 月末，公司非流动负债 1,283.63 亿元，较年初增长 4.95%，主要系长期借款增长所致。

截至 2016 年末，公司全部债务 1,318.16 亿元，较年初增长 12.15%；其中，短期债务占 8.04%，长期债务占 91.96%，仍以长期债务为主。截至 2016 年末，公司短期债务 105.94 亿元，较年初下降 19.41%，长期债务 1,212.22 亿元，较年初增长 16.12%。截至 2016 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.44%、67.81%和 65.96%，较年初的 68.87%、66.32%和 63.62%进一步提高，且处于较高水平，债务负担较重。

截至 2017 年 3 月末，公司全部债务为 1,361.43 亿元，较年初增长 3.28%。其中，短期债务占 6.39%，

[5] “16 桂交 SCP002”和“16 桂交 SCP003”到期日分别为 2017 年 1 月和 2017 年 4 月，截至本报告出具日均已兑付

长期债务占 93.61%，仍以长期债务为主。截至 2017 年 3 月末，公司短期债务 87.06 亿元，较年初下降 17.82%，长期债务余额 1,274.37 亿元，较年初增长 5.13%。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.50%、67.20%和 65.73%，较年初分别下降 0.94 个百分点、0.61 个百分点和 0.23 个百分点，整体债务负担仍较高。

总体看，公司所处公路建设行业为资金密集行业，公司承担的建设任务较多，2016 年以来债务规模进一步提高，债务负担仍较重。

所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 625.70 亿元，较年初增长 4.81%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益占 87.97%，少数股东权益占 12.03%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 54.50%，资本公积占 39.80%，未分配利润占 4.85%，权益结构较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司实收资本 300.00 亿元，较年初无变化，仍为广西国资委对公司股东出资；资本公积 219.07 亿元，较年初增长 5.17%，主要系收到车辆购置税补助资金、财政资金所致；未分配利润 26.70 亿元，较年初增长 16.18%，主要来自本年利润的结转。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计 664.41 亿元，较年初增长 6.19%，主要系资本公积、未分配利润增长所致；其中归属于母公司的所有者权益占 88.31%，少数股东权益占 11.69%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 51.13%，资本公积占 43.10%，未分配利润占 4.97%，权益结构较 2017 年初变化不大。

总体看，2016 年随着收到车购税补助及财政拨款，公司资本实力有所提高；公司所有者权益中，少数股东权益占比不高，归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主，且主要是国资委、财政局注入的资产，公司权益结构的稳定性仍较好。

4．盈利能力

2016 年，公司实现合并营业总收入 175.75 亿元，较上年下降 9.58%；营业收入 174.37 亿元，较上年下降 9.67%，主要系通行费、成品油业务收入下滑所致；同期，公司营业成本 137.18 亿元，较上年下降 10.10%；营业利润 7.34 亿元，较上年下降 20.72%；受益于投资收益及营业外收入的大幅提高，公司 2016 年实现净利润 7.21 亿元，较上年增长 55.75%；其中归属于母公司所有者的净利润为 4.98 亿元，较上年增长 16.82%。

从期间费用看，2016 年公司期间费用总额为 23.63 亿元，较上年下降 15.32%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用占 9.85%，管理费用占 25.44%，财务费用占 64.71%。2016 年，公司销售费用为 2.33 亿元，较上年下降 13.25%，主要系仓储费、租金等减少所致；管理费用 6.01 亿元，较上年下降 21.24%，主要系职工薪酬、停工损失等减少所致；财务费用 15.29 亿元，较上年下降 13.06%，主要系公司债务构成以长期借款为主，多用于项目建设，2016 年长期借款规模有所提高，资本化利息支出大幅提高，计入财务费用的利息支出有所降低所致。2016 年公司费用收入比为 13.45%，较上年下降 0.91 个百分点，但费用控制能力仍有待改善。

2016 年，公司资产减值损失 9.84 亿元，较上年大幅增长 82.74%，主要系应收款项确认的坏账损失较上年增加所致；同期，公司公允价值变动收益为 2.12 亿元，较上年下降 34.50%，主要系投资性房地产公允价值增值额较上年降低所致。2016 年，公司实现投资收益 2.39 亿元，较上年增长 2.32 倍，主要系持有可供出售金融资产取得投资收益所致。

2016 年，公司营业外收入为 4.42 亿元，较上年大幅增长 4.98 倍，主要系固定资产处置利得大

幅增加所致，该利得主要是移交南宁外环路产取得的补偿款。营业外收入占同期利润总额的比重为37.88%，较上年的 7.58%大幅提高，成为当期利润的有益补充；但该项利得属于一次性的偶发损益，未来持续性较弱。

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率为 20.66%，较上年的 19.87%小幅提高；同期，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.12%、1.25%和 1.18%，分别较上年下降 0.19 个百分点、下降 0.23 个百分点和提高 0.38 个百分点，仍处于较低水平。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 59.92 亿元，营业收入 59.31 亿元，营业利润 5.12 亿元，净利润 3.87 亿元。

总体看，受通行费收入及成品油收入下降影响，2016 年公司营业收入有所下滑；坏账损失较上年大幅增加，侵蚀了公司的利润，未来仍需关注公司应收款项可能产生的坏账风险；2016 年非流动资产处置利得带动公司利润水平增长，但该利得持续性较弱；公司整体盈利水平仍不高。

5．现金流

从经营活动看，2016 年公司经营活动现金流入额为 225.13 亿元，较上年下降 4.24%，主要系通行费、成品油销售业务收款金额有所下滑所致；同期，公司经营活动现金流出量为 196.10 亿元，较上年下降 8.55%，主要系减少贸易业务规模从而支付的采购款较上年减少所致。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 29.04 亿元，较上年增长 40.50%；公司现金收入比[6]为 109.86%，较上年的 104.54%有所提高，收入实现质量较好。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入量为 32.12 亿元，较上年大幅增长 2.79 倍，主要系回收委托贷款、移交外环路产收到现金的规模较上年增长所致；同期，公司投资活动现金流出额为 218.08 亿元，较上年增长 10.61%，主要系投资建设高速公路项目支付资金的规模提高所致。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-185.96 亿元，净流出额较上年的 188.68 亿元有所减少，但项目建设投资支出仍保持在较高规模，投资活动仍有较高的资金需求。

从筹资活动看，2016 年公司筹资活动现金流入额为 416.00 亿元，较上年增长 9.65%，主要系财政向公司注入资本金、子公司吸收少数股东投资以及公司债务融资规模增加所致；同期，公司筹资活动现金流出额为 249.75 亿元，较上年增长 14.77%，主要系偿还银行贷款和债券本息支付资金的规模较上年提高所致。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 166.25 亿元，较上年增长 2.75%且保持在净流入状态，公司运营对于外部融资的依赖程度仍较高。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.63 亿元，较 2016 年同期增长 7.63%；投资活动产生的现金流量净额为-58.88 亿元，净流出额较 2016 年同期增加 0.65 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 49.21 亿元，较 2016 年同期下降 39.27%，主要系融资规模较上年下降所致。

总体看，2016 年公司经营活动现金流入额有所下降，但仍保持净流入状态，收入实现质量较好；公司项目投资建设规模仍较大，存在较高的投资需求，对外部融资仍具有一定依赖。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年末，公司流动比率、速动比率分别为 1.20 倍和 0.89 倍，较上年末的 1.25 倍和 0.97 倍均有所下降；流动比率、速动比率仍处于一般水平。截至 2016 年末，公司现金短期债务比为 0.89 倍，较上年末的 0.65 倍有所提高。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

[6] 本报告现金收入比采用营业总收入计算，即：现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 40.61 亿元，较上年下降 8.16%，主要系折旧和利息费用减少所致；其中折旧占 30.34%，摊销占 7.65%，计入财务费用的利息支出占 33.28%，利润总额占 28.72%，符合路网建设行业特征。EBITDA 利息倍数为 0.57 倍，较上年的 0.67 倍有所下降，主要系 2016 年债务规模扩大、利息支出增加所致，EBITDA 对利息的覆盖程度仍尚可。2016 年，EBITDA 全部债务比为 0.03 倍，与上年基本持平，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。但考虑到高速公路行业投资大、回收期长的特征，以及公司作为区域内重要的公路投资运营主体，在政策和资金方面继续得到政府的有力支持，公司长期偿债能力极强。

截至 2016 年末，公司对外担保余额为 50.47 亿元，与上年末基本持平，担保比率为 8.07%，仍处于可控水平。对外担保主要是公司本部按照广西交通厅要求，为广西普通公路保险债权项目融资 50.00 亿元提供担保，期限为 10 年；公司为房地产项目购房业主进行按揭贷款担保，担保期限直至办理完房屋产权证为止。总体看，公司担保比率低，且担保余额的绝大部分是对政府相关部门提供的担保，或有风险较小。

表 6　截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元、年）

被担保单位	担保余额	担保方式	担保类别
广西壮族自治区交通运输厅	500,000.00	保证	反担保
“五洲国际”房地产项目商品房承购人	2,474.10	抵押	阶段性担保
“五洲半岛阳光”房地产项目商品房承购人	2,241.30	抵押	阶段性担保
合计	**504,715.40**	--	--

资料来源：公司年报

截至 2016 年末，公司共获得各金融机构贷款授信总额 2,477 亿元，尚未使用授信额度 1,375 亿元，间接融资渠道畅通；子公司五洲交通为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中证码：4501010001717049），截至 2017 年 4 月 24 日，公司有 921 笔未结清正常类贷款，37 笔关注类贷款[7]，无不良和违约类贷款，过往债务履约情况良好。

未决诉讼方面，上海浦东发展银行股份有限公司南宁分行、中国银行股份有限公司南宁市五象广场支行因金融借款合同纠纷将蔡雄林等个人及作为担保方的公司提起诉讼，涉案金额 409.14 万元；自然人李创新因码头建造合同纠纷将公司之子公司广西万通进出口贸易有限公司及另外两家公司起诉至北海海事法院，涉案金额 374.36 万元，截至 2016 年末尚未开庭审理。公司涉及的未决诉讼均为 2016 年新增事项，但涉案金额不高，预计对公司的影响不大。

整体来看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在政策和资金方面继续得到政府的大力支持，公司整体偿债能力极强。

八、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达91.64亿元，约为“17桂交01”待偿本金合计（15亿元）的6.11倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较好；净资产达664.41亿元，约为待偿本金合计（15亿元）的44.29倍，公司较大规模的净资产能够对本期公司债券的按期偿付起到良好的保障作用。

[7] 公司 37 笔关注类贷款主要为国家开发银行广西分行为公司西部开发省际通道阿荣旗至北海公路至河池路段、西部开发阿荣旗至北海高速公路广西六寨至河池段提供的增贷项目，划分为关注类贷款主要系国家开发银行按照其资产质量分类管理办法同时基于审慎性原则划分，公司已按照贷款合同约定还本付息，在国家开发银行广西分行未出现不良记录。

从盈利情况来看，2016年公司EBITDA为40.61亿元，约“17桂交01”待偿本金合计（15亿元）的2.71倍，公司EBITDA对“17桂交01”本金的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入225.13亿元，约“17桂交01”待偿本金（15亿元）的15.01倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；2016年经营活动产生的现金流量净额为29.04亿元，能够覆盖“17桂交01”待偿本金（15亿元）的1.94倍。公司2016年经营活动现金流对“17桂交01”本金的保障程度较好。

未来，随着公司及广西省内路网建设进一步完善，公司整体收入水平和盈利能力有望进一步提升，将会提高公司的偿债能力。

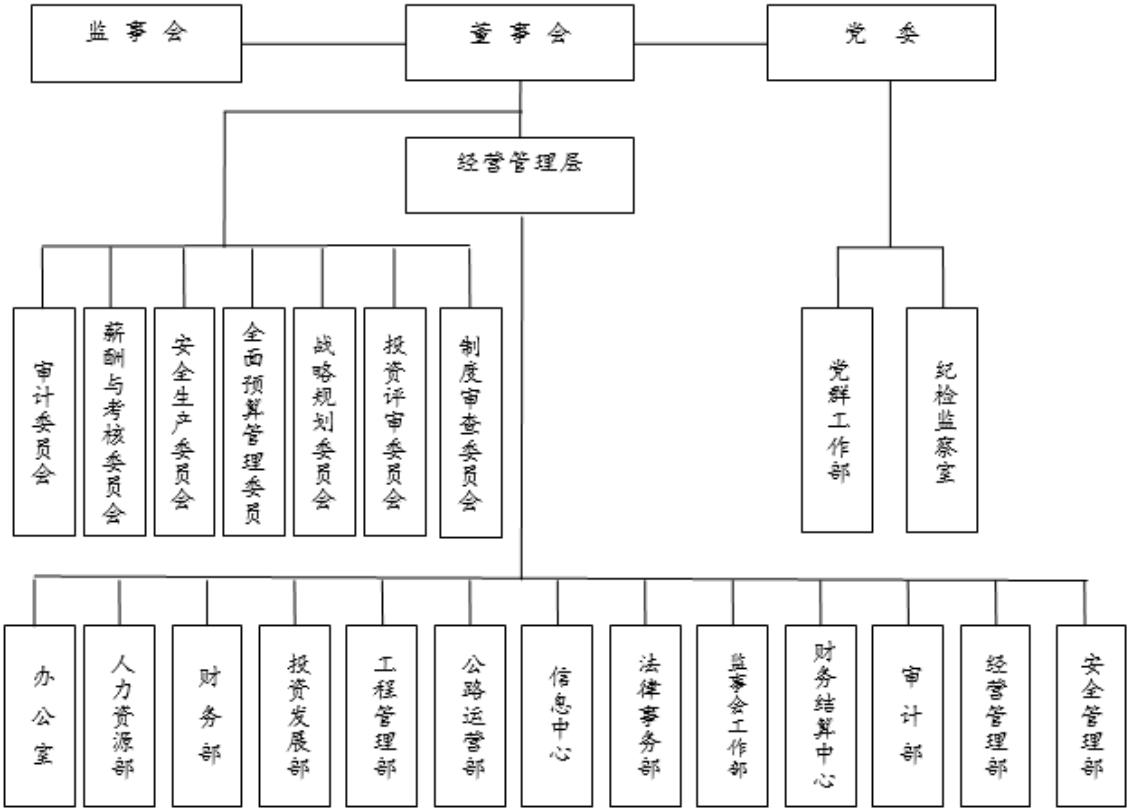
综合以上分析，并考虑到公司规模、区域经济、政府支持、未来规划等因素，联合评级认为公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

2016 年，公司作为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策及资金方面继续得到政府的有力支持；公司运营的高速公路在广西省公路网中仍居重要地位，区域竞争实力仍较强；公司采取多元化经营，对营业收入仍起到有效补充；公司运营公路收费里程较长，收费期限较长，可为公司带来较高现金流入。同时，联合评级也关注到路产划转事项将影响公司资产及权益规模，公司公路建设项目仍面临较高的投资支出压力，2016 年债务负担较重且进一步增长，应收款项计提了较高的坏账准备等因素给公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“17桂交 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　广西交通投资集团有限公司
组织结构图



附件 2　公司划转高速公路项目明细及划转安排

序号	项目名称	规模（公里）		总投资（亿元）	竣工年份	划转时间安排
		主线	连接线			
1	隆林至百色	178	26	120	2011	已完成
2	宜州至河池	72	5	48	2012	未来两年内
3	六寨至河池	108	25	79	2012	尚无确切计划
4	钦州至崇左	124	97	78	2013	尚无确切计划
5	玉林至铁山港	175	44	76	2013	尚无确切计划
6	六景至钦州	140	42	72	2013	尚无确切计划
7	南宁外环[8]	79	--	57	2014	尚无确切计划
8	河池至都安	94	--	67	2014	尚无确切计划
9	桂平至来宾	88	14	46	2014	尚无确切计划
10	靖西至那坡	85	15	70	2014	尚无确切计划
11	百色至靖西	97	40	73	2014	尚无确切计划
12	灌阳至凤凰	48	1	30	2015	尚无确切计划
13	岑溪至水汶	30	-	24	2015	尚无确切计划
14	来宾至马山	115	41	85	2015	尚无确切计划
15	马山至平果	83	24	56	2015	尚无确切计划
16	柳州至武宣	88	29	54	2015	尚无确切计划
17	三江至柳州	168	26	125	2016	尚无确切计划
18	崇左至靖西	147	61	119	2016	尚无确切计划
19	梧州至柳州	214	100	197	2017	尚无确切计划
20	梧州外环	57	6	61	2017	尚无确切计划
21	靖西至龙邦	28	--	25	2018	尚无确切计划
22	河池至百色	182	--	166	2018	尚无确切计划
23	乐业至百色	154	--	171	2019	尚无确切计划
24	荔浦至玉林	265	--	198	2019	尚无确切计划
25	崇左至水口	97	--	69	2019	尚无确切计划
26	松旺至铁山港东岸	29	--	18	2019	尚无确切计划
合计		**2,945**	**596**	**2,184**	--	--

[8] 此外环线项目并非 2016 年移交的外环路资产。

附件 3　广西交通投资集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	1,917.79	2,116.85	2,178.54
所有者权益（亿元）	597.00	625.70	664.41
短期债务（亿元）	131.44	105.94	87.06
长期债务（亿元）	1,043.91	1,212.22	1,274.37
全部债务（亿元）	1,175.36	1,318.16	1,361.43
营业收入（亿元）	193.04	174.37	59.31
净利润（亿元）	4.63	7.21	3.87
EBITDA（亿元）	44.22	40.61	--
经营性净现金流（亿元）	20.67	29.04	6.63
应收账款周转次数（次）	12.12	9.61	3.45
存货周转次数（次）	1.97	1.73	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	--
现金收入比率（%）	104.54	109.86	117.23
总资本收益率（%）	1.31	1.12	--
总资产报酬率（%）	1.48	1.25	--
净资产收益率（%）	0.80	1.18	--
营业利润率（%）	19.87	20.66	18.77
费用收入比（%）	14.36	13.45	10.02
资产负债率（%）	68.87	70.44	69.50
全部债务资本化比率（%）	66.32	67.81	67.20
长期债务资本化比率（%）	63.62	65.96	65.73
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	0.57	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	--
流动比率（倍）	1.25	1.20	1.39
速动比率（倍）	0.97	0.89	1.02
现金短期债务比（倍）	0.65	0.89	1.05
经营现金流动负债比率（%）	7.65	10.83	2.88
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.95	2.71	--

注：1、2017 年 1 季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%。

附件 4　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出)/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。