

信用等级公告

联合[2015]409 号

广西铁路投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广西铁路投资集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

广西铁路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”

广西铁路投资集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月十一日

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>

广西铁路投资集团有限公司

公开发行2015年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过10亿元

债券期限：10年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015年9月11日

主要财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015.3
资产总额(亿元)	474.06	596.98	753.63	769.03
所有者权益(亿元)	171.82	205.72	300.16	315.27
长期债务(亿元)	223.66	259.08	313.10	323.45
全部债务(亿元)	255.66	329.71	400.73	412.11
营业收入(亿元)	70.89	145.75	166.32	28.37
净利润(亿元)	1.58	2.55	3.64	-0.95
EBITDA(亿元)	4.59	9.23	19.64	--
经营性净现金流(亿元)	-8.81	-49.85	2.20	3.30
营业利润率(%)	5.54	6.77	1.48	12.42
净资产收益率(%)	--	1.35	1.44	-0.31
资产负债率(%)	63.76	65.54	60.17	59.00
全部债务资本化比率(%)	59.81	61.58	57.17	56.66
流动比率	1.52	1.70	2.57	2.62
EBITDA全部债务比	0.02	0.03	0.05	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.30	0.47	0.82	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.46	0.92	1.96	--

注：①本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。②本报告中的数据如无特别注明均为合并口径；上表中一季度数据未经审计、相关指标未经年化。③因无法获取可比较的2011年报表数据，2012年部分财务指标存在缺失。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西铁投”）的评级反映了其作为广西壮族自治区政府直属的大型国有独资企业，具有政府支持力度大、铁路建设项目来源稳定等优势。随着铁路发展基金的成立和“区市共担”政策的执行，公司融资压力有所缓解。但同时，联合评级也关注到公司未来资本支出压力较大、贸易业务盈利能力不强和期间费用上涨过快等因素对公司整体经营和信用水平的不利影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进、贸易业务的持续发展，以及多元化实体产业的不断注入，公司未来资产规模有望得以持续提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对发行主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所在地广西壮族自治区经济持续快速发展，财政实力不断提升，对铁路投建需求较大，有利于公司铁路投资建设业务的发展。

2. 公司作为广西壮族自治区内铁路投建的责任主体和广西方产权代表，在项目获取上具有区位优势。

3. 公司作为广西区内铁路建设的广西方出资代表，自治区政府2010年出台的“区市共担”政策为公司铁路投建项目的资本金来源和筹措提供了有力保证。

4. 2014年，铁路发展基金顺利成立并成功募集首期资金共50亿元，缓解了公司融资压力。

5. 近年来，公司资产规模、权益及营业收入快速增长，经营规模稳步扩张，整体发展

趋势良好。

6. 广西地产（集团）有限公司和广西大锰锰业有限公司的无偿划入进一步提升了公司的资产规模和盈利能力，使公司业务构成更加多元化。

关注

1. 公司新开工和续建项目较多，未来资本支出压力较大，大额资本支出对公司现金流和偿债能力的影响需要关注。

2. 随着公司贸易业务的快速扩大，应收账款和预付账款规模快速提高；其他应收款增长较快，对公司资金形成一定占用。

3. 公司贸易业务盈利能力不强、期间费用上涨过快，利润水平对政府财政补贴存在一定依赖；另外公司合资铁路项目计入可供出售金融资产后，其运营期间盈利将不在公司损益中体现，或将影响公司盈利状况。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

吴昊

电话：010-85172818

邮箱：wuh@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广西铁路投资集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广西铁路投资集团有限公司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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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，未因广西铁路投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广西铁路投资集团有限公司提供，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广西铁路投资集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



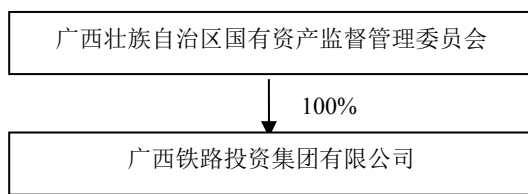
联合信用评级有限公司

张青 梁

一、公司概况

广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西铁投”）成立于2008年10月31日，原名为“广西铁路投资（集团）有限公司”，是广西壮族自治区人民政府下属的国有独资有限责任公司，由广西壮族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）出资并监管，是广西自治区铁路基建项目筹集资金、整合资源和投资建设的重要平台以及合资铁路广西方的产权代表，初始注册资本为20.14亿元。2010年6月，经广西国资委批准，以增加资本金的方式，将公司注册资本增至92.50亿元，实收资本为97.50亿元。2011年，根据桂财企函[2011]185号，公司将原列入实收资本的财政厅2010年拨付的铁路项目建设资金5亿元，调整列入资本公积，调整后公司实收资本为92.50亿元。2014年，经中众益（广西）会计师事务所验资，广西国资委以土地使用权的形式向公司增资34.37亿元；同年，根据桂政函[2014]137号和桂国资复[2014]291号，广西国资委将广西地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）无偿划转至公司，公司实收资本增加15.19亿元。2015年8月25日，经广西国资委批准，公司名称变更为广西铁路投资集团有限公司。截至2015年3月底，公司注册资本为142.08亿元，股权控制结构如下图所示：

图1 截至2015年3月底公司股权控制图



资料来源：公司提供

2009年以前，公司主要职能为铁路基建项目的投资建设和运营管理。2009年以后，为进一步扩大公司规模，增强公司自身盈利能力，公司开始进行白糖、石化产品、煤炭等大宗贸易业务。2014年7月，广西国资委将地产集团无偿划转至公司，与政府部门合作进行土地的收储和开发。截至2014年底，公司的主要业务范围包括铁路基建项目投资建设、大宗贸易以及土地和房地产开发三大板块。

截至2015年3月底，公司本部设有办公室、计划财务部、纪检监察审计部、党群人力资源部、企业发展部、建设工程部、资产经营管理部、土地利用开发部、综合经营管理部、法律事务部、风险管理部、监事工作部等十二个职能部门（见附件1）；公司有26个全资子公司，13个控股子公司，主要从事大宗贸易、土地房地产开发等业务；公司另有1个控股铁路项目公司，7个参股铁路项目公司，主要与中国铁路总公司合资组建并从事铁路投资建设等业务；公司拥有在职员工672人。

截至2014年底，公司合并资产总额753.63亿元，负债合计453.48亿元，所有者权益300.16亿元。2014年公司实现营业收入166.32亿元，净利润3.64亿元；经营活动产生的现金流量净额2.20亿元，现金及现金等价物净增加额-6.75亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额769.03亿元，负债合计453.76亿元，所有者权益315.27亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入28.37亿元，净利润-0.95万元；经营活动产生的现金流量净额3.30亿元，现金及现金等价物净增加额-6.83亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区金浦路33号港务大厦27层；法定代表人：何国林。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广西铁路投资集团有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”，发行规模为不超过10亿元。本次债券面值100元，按面值平价发行，本次债券为10年期固定利率债券，在存续期内第五年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券面向合格投资者公开发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。本次债券按年付息，到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于偿还银行贷款。

三、行业分析

1. 铁路基础建设行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。铁路项目建设一般具有投资规模大、建设和投资回报周期长等特点。近年来，我国铁路基础建设投资规模持续加大，增速逐步提升。

目前，中国干线铁路建设主要采用部省合作模式，即：由中国铁路总公司（以下简称“铁总”）和代表地方政府出资的有关企业在铁路建设时起即按照一定的比例共同出资组建合资公司，作为项目业主，负责包括客运专线、城际铁路、区际通道在内的所有新建铁路项目和部分既有铁路改扩建项目的建设及全过程管理。铁总一般受其控股的合资公司委托负责铁路资产后续的运营管理工作。原铁道部发展计划司是全国合资铁路的归口管理机构，负责督促检查有关管理制度和出资人决定的落实情况。

2009~2010年是中国铁路投资规模快速增长的两年，固定资产投资分别为7,045.27亿元和8,426.52亿元，较2008年的4,168.47亿元有明显提高。在经历了2008~2010年的快速增长后，我国铁路建设进入调整阶段，投资速度明显放缓，2011~2013年铁路固定资产投资规模分别为5,906.09亿元、6,339.67亿元和6,638.00亿元，较2010年分别下降29.91%、24.77%和21.23%，但仍高于2008年投资规模。

2014年，我国铁路固定资产投资达8,088.00亿元，比上年增长21.84%；全年共投产新线8,427公里，比上年增长50.86%；新开工的额哈铁路、怀邵衡铁路、杭黄铁路、川藏铁路成都至雅安段等66个项目已全部完成招标并开工建设，超过“十二五”历年新开工项目平均数37个。在“一带一路”战略背景下，铁路基建技术输出也成为我国“走出去”的桥梁。

图2 中国铁路固定资产投资完成额

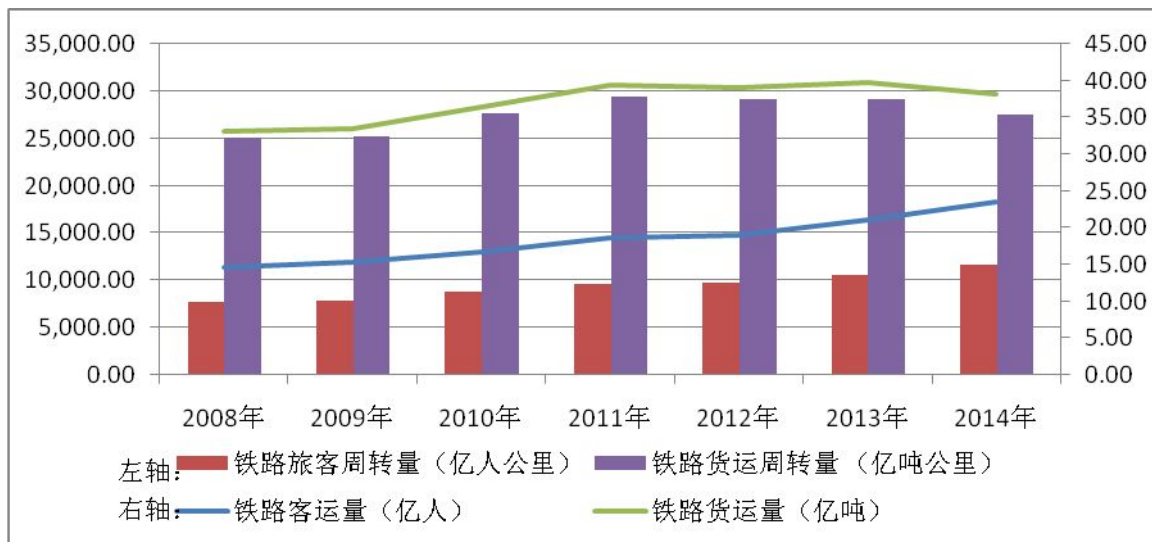


资料来源：国家统计局

由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。截至2014年底，全国铁路营业里程达到11.2万公里，比上年增长8.7%。其中，高铁营业里程达到1.6万公里，较上年增长45.45%；路网密度116.48公里/万平方公里，比上年增加9.04公里/万平方公里。

随着国民经济的增长，我国对铁路运输的需求也逐年增加。2008~2014年，铁路客运量从14.62亿人增长至23.57亿人，复合年均增长率达到8.29%，铁路旅客周转量从7,778.60亿人公里增长至11,604.75亿人公里，复合年均增长率达到6.89%，铁路货运量从33.04亿吨增长至38.13亿吨，复合年均增长率为2.42%，铁路货物周转量从25,106.28亿吨公里增长至27,530.19亿吨公里，复合年均增长率为1.55%。

图3 中国铁路运输情况



资料来源：国家统计局

总体看，铁路建设行业是我国经济的重要支柱产业，近几年我国铁路建设保持较快发展，为公司经营发展提供了良好的外部条件。

（2）行业关注

铁路建设资金缺口大，融资成本较高

目前，我国铁路建设资金来源主要包括国家预算、地方政府投入、银行贷款等渠道，而债务融资逐渐成为铁路投资建设的主要融资模式。根据中国铁路总公司2014年度财务报告，截至2014年底其负债为3.68万亿元，较2013年底增长13.94%，资产负债率高达65.52%。负债的大幅增长进一步提升了铁路建设的融资成本，由于铁路行业盈利状况不佳，这种融资模式与铁路经营水平和盈利能力极不匹配。

投融资体制不完善，社会资本参与度低

近几年，为大力发展我国铁路基础建设，拓宽投融资渠道，国务院先后出台了《关于城市优先发展公共交通的指导意见》等一系列文件制度，通过特许经营、战略投资、信托投资、股权融资等多种形式，吸引和鼓励社会资金参与铁路基础设施的建设和运营，并规定在市场准入标准和优惠扶持政策方面，对各类投资主体同等对待。然而在实际操作过程中，受投资标的缺乏明确主体边界、经营管理权受限、铁路收益分配机制、运价机制、结算机制复杂而不透明等多方面原因影响，社会资本参与度不高，对铁路基础建设融资贡献较小。

总体看，铁路建设投融资体制不完善，融资渠道单一、资金缺口大是阻碍我国铁路基础设施行业发展的关键问题。

（3）行业政策

2008年10月，国家发改委批准了新的《中长期铁路网规划（2008年调整）》，2004年1月由国务院批准的原《中长期铁路网规划》被正式取代。新规划将进一步扩大铁路网规模，完善结构，提高质量，快速扩充运输能力，迅速提高装备水平。到2020年，全国铁路营业里程将达到12万公里，主要繁忙干线实现客货分线运输，复线率和电化率分别达到50%和60%以上，运输能力满足国民经济和社会发展需要，主要技术装备达到或接近国际先进水平。

2012年12月，国务院出台了《关于城市优先发展公共交通的指导意见》，其中提出以特许经营、股权融资等多种形式，吸引和鼓励社会资本参与公共交通基础设施的建设和运营。

2013年8月，国务院印发了《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，明确推进铁路投融资体制改革，以多方式多渠道筹集建设资金。意见还要求不断完善铁路运价机制，建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件。

2014年4月，国务院常务会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括五个方面：一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源，吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年2,000~3,000亿元；二是创新铁路建设债券发行品种和方式，2014年全年向社会发行1,500亿元，并实施铁路债券投资的所得税优惠政策；三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩大社会资本投资规模；四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度；五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。

2014年7月，国务院印发了《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，提出以政府引导与市场自主开发相结合的方式，支持铁路运输企业以自主开发、转让、租赁等多种方式盘活利用现有建设用地，鼓励铁路运输企业对既有铁路站场及毗邻地区实施土地综合开发，提高铁路建设项目的资金筹集能力和收益水平。

2014年11月，国务院印发《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，要求加快推进铁路投融资体制改革，用好铁路发展基金平台，吸引社会资本参与，扩大基金规模。《意见》强调向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，进一步加大对社会资本参与的支持力度。

总体看，国家对铁路基建行业支持力度较高，对未来铁路行业的持续快速发展起到了积极促进作用。

（4）未来发展

经过近几年的加速建设，我国铁路发展成就显著。2014年底，全国高铁运营总里程位居世界第一，以“四横四纵”为主架的高铁网初具规模，全年铁路固定资产投资总额再创历史新高。然而，与发达国家相比，我国的路网密度和人均铁路里程仍处于世界较低水平，与经济社会需求存在较大差距，未来建设空间巨大。

根据我国中长期铁路网规划，要求在2020年前逐步实施客货分线，在建设较高技术标准“四纵四横”铁路客运专线的同时，为满足经济发达的城市密集群的城际间旅客运输日益增长的需求，以环渤海地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区为重点，建设城际快速客运系统。规划还要求以西部地区为重点，新建一批完善的路网布局和西部开发性新线，西部地区在加快青藏铁路等新线建设的同时，集中力量加强东西部之间通道的建设，在西北至华北及华东、西南至中南及华东间形成若干条便捷、高效的通道，形成路网骨架，满足东西部地区客货交流的需要。此外，近几年“一带一路”和“走出去”等政策规划的出台，将为我国铁路建设行业的发展带来新的机遇和助力。

总体看，铁路基础设施建设作为经济社会快速发展和城镇化推进的重要支撑，一直受到中央政府和地方政府的高度重视。目前我国铁路基础设施的整体水平仍较为落后，未来仍存在巨大的发展空间。

（5）广西自治区铁路基础建设

从广西自治区铁路投资建设情况来看，2005年以前，广西铁路投资建设进度较慢，投资额较小，整体处于相对落后状态，一定程度上制约了广西自治区经济的发展。2008年7月4日广西自治区政府出台了《关于掀起交通建设新高潮的决定》，提出了优先发展交通，制定了多渠道筹措交通建设资金、切实解决交通建设用地征地问题等一系列支持交通发展的政策措施，力争到2020年将南宁建设成“一枢纽（南宁国际综合交通枢纽），两大港（海港、空港），三通道（泛北部湾海上、南宁-新加坡陆路、南宁-东盟国家航空），四辐射（辐射广东、湖南、贵州、云南）”的出海出边国际大通道。基本形成各种运输方式布局合理、结构完善、便捷通畅、安全可靠的现代化综合交通体系。

2008年以来，广西自治区实施铁路建设项目25个，建设里程约3,000公里，共完成铁路建设投资约2000亿元，双线或电气化铁路里程超过2200公里。截至2014年底，全区铁路营业里程达到了4711公里，较上年末增加了729公里。其中，高铁营业里程达715公里，比上年末增加492公里，高铁线路从上年1条增加到今年的柳南、贵广、南广等3条客运专线。动车开行时速200公里及以上的里程达1481公里，占铁路营业总里程的31.4%，通达城市从上年6个，增加到今年除玉林、百色、河池、崇左之外的10个地级市。

2014年7月，广西自治区人民政府出台了《全面深化改革推动广西铁路大发展实现市市通高铁工作方案》，提出“四个形成”的目标任务，即形成便捷对接中南、西南重点城市的快速通道；形

成北部湾经济区快速客运网；形成便捷、大能力出海客货通道；形成“西江经济带”由江及海的水铁联运通道、开辟进入广东的快速新通道。方案要求2020年前建成“一轴四纵四横”的路网主骨架、“成环配套”城际网，并实现以南宁为中心，1小时通达南宁周边城市，2小时通达区内其他设区市，3小时通达周边省会城市，10小时左右通达国内主要中心城市的“12310”高铁经济圈，实现全区设区市“市市通高铁”。

总体看，受益于政府支持等系列因素影响，近几年广西自治区内铁路发展迅速，且未来仍有较大发展空间。

2. 大宗贸易行业

近年来，国内贸易对国民经济的贡献逐渐增强，近10年产业增加值占中国GDP的比重平均在8%左右，在第三产业增加值中名列首位，增长速度基本高于GDP增速。

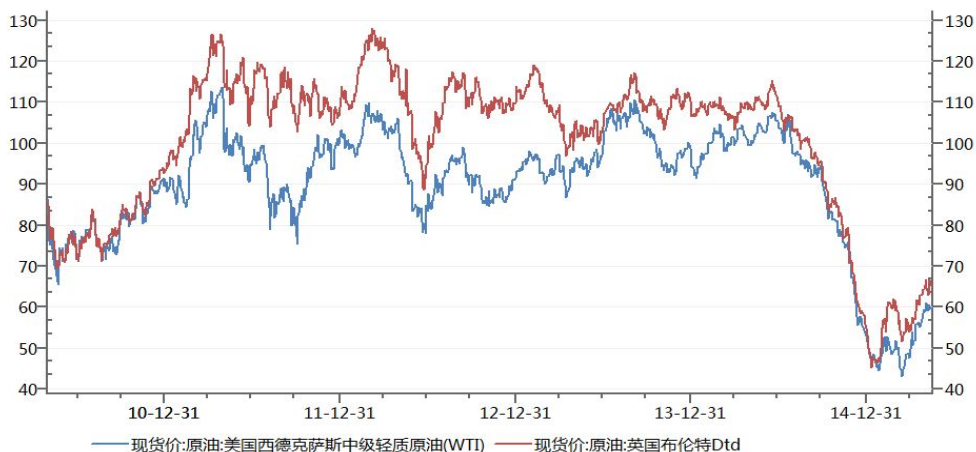
根据国家统计局公布的数据显示，2014年中国国内生产总值636,463亿元，比上年增长7.4%；全年社会消费品零售总额262,394亿元，比上年增长12.0%，扣除价格因素，实际增长10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额226,368亿元，比上年增长11.8%；乡村消费品零售额36,027亿元，增长12.9%。按消费形态分，餐饮收入27,860亿元，比上年增长9.7%；商品零售234,534亿元，增长12.2%。目前中国仍然处在并长期处在工业化和城镇化加速推进的阶段，未来经济发展空间较大，总的来看，未来的国内贸易增速依旧会维持在较高水平。

中国是煤炭、谷物、钢铁等多种大宗商品的最大消费国，大宗商品贸易在我国整体贸易中占据了重要地位，大宗商品价格的变化对我国经济发展、物价水平、进出口等方面都会产生重大影响。近几年，受国际政治经济形势变动以及国内政策和供需变化影响，国内大宗商品价格出现了较大规模的波动，下面就公司贸易的几种主要大宗商品情况具体分析如下。

原油价格

目前中国是世界上第三大石油进口国，石油对外依存度超过55%，国际经济形势和原油市场对国内油价有着较大影响。国际原油价格主要包括WTI（美国西得克萨斯中质原油）、Brent（布伦特）等。如下图所示，国际原油价格在经过2009~2010年的恢复和调整，开始在高位波动，2011年，受“阿拉伯之春”等地缘政治等因素影响，国际原油价格于一季度大幅攀升，而后石油价格居高不下但非常稳定。2013年油价略微下跌，Brent现货均价接近109美元/桶，比2011年和2012年的平均价格低出3美元。2011~2013年这三年是1970年以来油价波动幅度最小的时期。

图4 国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind资讯

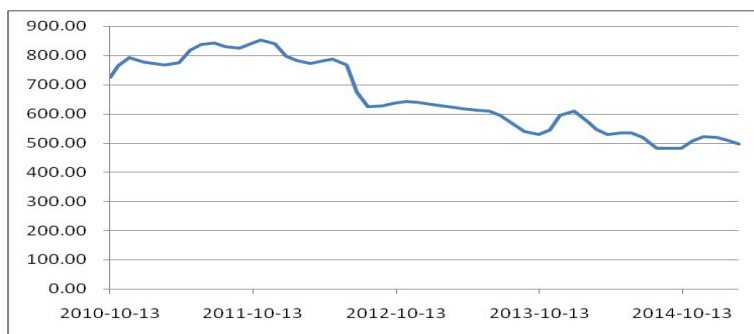
注：左轴为英国布伦特Dtd价格走势；右轴为WTI价格走势。

2014年以来，随着欧美联合制裁俄罗斯等这样的地缘政治博弈以及中东遏制美国页岩气而拒绝减产、美国QE退出等因素影响，原油供给量大增，另一方面，由于国际经济复苏缓慢，原油需求增速放缓，导致原油价格持续下跌，打破了其从2011年以来高位运行的态势。面对复苏缓慢的全球经济，欧美石油企业为了争夺市场份额趋于降低价格。在此过程中，以沙特为代表的OPEC成员国、俄罗斯和美国就成为全球石油市场上供给方的激烈竞争者。其中沙特等中东国家凭借原油生产成本相对较低的优势拒绝减产，导致2015年1月13日，Brent原油现货价格跌至45.22美元/桶，创近四年新低；WTI原油现货价格也降为46.09美元/桶。2015年2月开始，油价企稳回升态势明显。2015年5月22日，Brent原油现货价格回升至64.29美元/桶，WTI原油现货价格回升至59.09美元/桶。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济的回暖，原油价格仍有上涨的空间。

煤炭价格

受金融危机影响，煤炭价格在2008年下行，后随着国内“四万亿”刺激计划及实体经济回暖，煤炭价格快速回升，至2011年11月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011年底及2012年初煤炭价格保持弱势平衡。受煤价的高位运行影响，火电企业发电成本居高不下，2011年出现大面积亏损。2012年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降，煤炭价格在2012年三季度快速下行，同比跌幅一度超过20%。2012年四季度到今，煤炭价格持续走弱，其中，2013年10月受国内各大电厂检修大量增加存煤以及冬季取暖期影响，国内煤价出现阶段性和季节性的回调。截至2015年3月31日，环渤海动力煤（Q5500K）的价格为469.00元/吨。

图5 2011年以来环渤海动力煤价格走势（单位：元/吨）

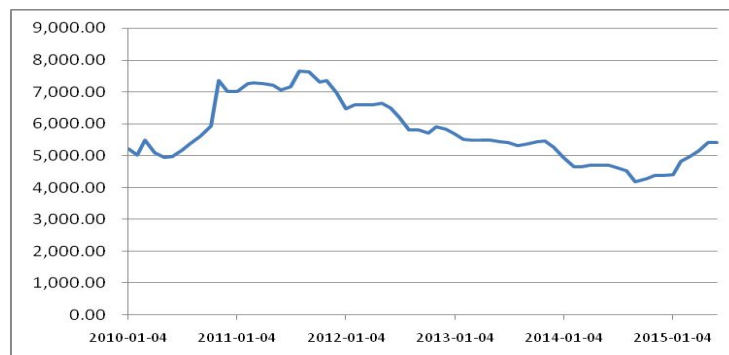


资料来源：wind资讯

白糖价格

2010年开始，受糖料减产、食糖需求上涨、制糖成本上升等因素影响，全国食糖价格快速增长，2010年1月初南宁白砂糖现货价格约为5,200元/吨，随后一路高涨，2010年11月首次突破7,000元/吨，涨幅达41.35%。2011年白糖价格一直在7,000元/吨以上的价位区间波动，最高达到7,800元/吨。2012~2014年，由于产能过剩、制糖企业库存压力大、宏观经济低迷、国际廉价白糖进口增加等多重原因，国内糖价转而下行，2014年底糖价跌至4,350元/吨左右，全年最低跌破4,000元/吨的价位，跌幅达95%。2015年以来，国内食糖进入减产周期，白糖进口管控加强，国内糖价逐步回调上涨，截至2015年3月31日，南宁白糖现货价格约为5,100元/吨，根据其产量波动周期判断，预计未来三年仍有一定上涨空间。

图6 2010年1月以来南宁白糖现货价格（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯

总体看，原油受国际政治及经济形势影响，价格波动较大，长期来看仍有较大上涨空间；煤炭受需求放缓和产能过剩双重影响，价格下行压力还将不断增加；国内白糖受产量及需求周期影响，预计近几年价格还将进一步上扬。大宗商品价格的大幅波动，将会为贸易行业内企业带来一定的经营风险。

3. 房地产开发行业

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,803.79亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.9个百分点；商品房施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.73亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.8%，增速同比提高3.6个百分点。商品房施工面积66.56亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.12亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.5%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。其中，商品房施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，房屋新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%。

图7 2010~2014年我国房地产开发投资情况（单位：亿元、亿平方米）



资料来源：wind资讯

总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，近年来发展有所波动；预计未来一段时间，受宏观经济环境及调控政策等多重因素影响，房地产市场将逐步进入平稳、理性增长的新时期。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会直属的国有大型企业之一，注册资本与实收资本规模在广西区内国有集团公司中位居首位，目前形成了铁路基础设施投资建设、大宗贸易等核心业务版块。公司作为广西自治区内铁路投资建设的重要主体，以及合资铁路广西方的产权代表，在区内铁路投资建设业务领域具有垄断地位。截至2015年3月底，公司控股广西梧州新港铁路投资有限公司（以下简称“新港公司”）；参股广西沿海铁路股份有限公司（以下简称“沿

海公司”)、田德铁路有限责任公司(以下简称“田德公司”)等七个合资铁路公司¹,参建的贵广铁路、南黎铁路等项目均已建成开通,铁路建设已出资总额达340.68亿元;公司目前仍有贵阳经河池至南宁客专、湘桂扩能改造衡阳至柳州段等多个新开工和续建项目,预计未来五年投资总额达500亿元。

大宗贸易业务方面,公司借助其国有企业良好的信誉度与资金优势,通过下属全资子公司广西铁投冠信贸易有限公司(以下简称“冠信公司”),积极拓展市场准入门槛较高的大宗贸易业务领域,从事石化产品、煤炭、白糖等大宗商品的采购和销售,是广西区内重要的贸易公司之一。其中,石化产品是资源型、稀缺型的贸易品种,公司具有雄厚资金实力及有利的销售渠道,2010年开始成为广西重要的石化产品贸易商,公司2014年实现石化产品销售收入66.06亿元,较2012年平均增长29.13%;煤炭作为广西紧缺的资源性物资,市场需求大,前景广阔,冠信公司凭借雄厚的资金实力、便利的运力优势和稳定的客户资源,迅速拓展广西的煤炭市场,2014年实现煤炭销售收入53.51亿元,三年复合增长60.20%。

总体看,公司作为广西壮族自治区铁路基础设施投资建设的重要主体,在广西区内铁路基础设施建设领域具有垄断地位,项目来源较为稳定;与此同时,公司大宗贸易业务规模迅速增长,在广西区内具有一定竞争优势。

2. 人员素质

公司现有董事3人,监事6人,高层管理人员(含董事)6人,均从事相关业务和管理工作多年,行业和管理经验丰富。

董事长何国林先生,现年58岁,本科学历;历任广西田林青年农场插队知青,百色地区土产公司工人,华南工学院制糖专业学生,南宁地区轻工业局技术员,南宁地区糖业生产公司副经理,南宁地区糖业办公室副主任、主任,糖业局副局长、党组成员、局长、党组书记,经济贸易局局长、党委书记;1997年5月至2004年6月任南宁地区行署副专员,崇左市副市长。2004年6月至2007年2月任广西区政府副秘书长、办公厅副主任、党组成员;2007年2月至2008年10月任广西北部湾国际港务集团有限公司董事、党委副书记、总经理;现任公司董事长、党委书记。

总经理罗伟先生,现年53岁,硕士研究生学历;历任广西黎钦铁路建设指挥部副指挥长、总工程师、广西黎塘铁路建设有限责任公司副总经理,广西地方铁路有限责任公司副总工程师,广西沿海铁路股份有限公司副总经理兼总工程师,广西区铁路建设办公室建设协调处主要负责人,广西区铁路建设办公室建设协调处长,广西区铁路建设办公室副主任,铁道部建设司副司长;现任公司董事、总经理。

截至2015年3月底,广西铁投共有员工672人,其中本科369人,占比54.91%;硕士研究生及以上97人,占比14.43%。岗位构成中,管理人员486人,占比72.32%;生产人员177人,占比26.34%;销售及专职审计人员9人,占比1.34%。

总体看,公司领导层从业经验丰富,公司人员配备基本上能够满足目前项目管理需要。

3. 外部环境

(1) 区位优势

公司总部以及主营业务所在地广西壮族自治区,地处中国华南沿海,与广东、贵州、湖南、云南四个省份接壤,南边朝向南海北部湾,并与海南省隔海相望。广西是华南经济圈、西南经

¹ 公司参股的合资铁路公司中,云桂铁路广西有限责任公司和贵广铁路有限责任公司股权比例尚未结转确认。

济圈与东盟经济圈的结合部，是中国通往东盟最便捷的国际大通道，也是西南地区最便捷的出海口，具有沿海、沿边、沿江三大区位优势。

沿海方面，广西海岸线曲折，从东到西分布有铁山港、廉州港等港湾，形成“天然港群海岸”；广西拥有大小港口21个，最终开发潜力达年吞吐能力2亿吨以上。沿边方面，广西有8个县(市)与越南接壤，现有边境口岸12个，其中东兴等5个口岸为国家一类口岸，另外还有25个边民互市贸易点，湘桂铁路与越南铁路连接，火车可直达越南河内市。沿江方面，珠江水系的西江，纵横广西境内梧州、贵港等城市，西通云南、贵州，东经广州出海；西江的年径流量是黄河的5倍，运输能力仅次于中国第一大河长江，是连接云南、贵州内河通向广东及港澳地区的一条“黄金水道”。

此外，2008年1月，国家批准实施《广西北部湾经济区发展规划》，设立广西北部湾经济区(以下简称“北部湾经济区”)。北部湾经济区由南宁、北海、钦州、防城港四市所辖行政区域组成，陆地国土面积4.25万平方公里，占广西土地面积的17.9%，2009年末常住人口1,271.73万人，占广西年末常住人口的26.2%。北部湾经济区岸线、土地、淡水、海洋、农林、旅游等资源丰富，环境容量较大，生态系统优良，人口承载力较高，开发密度较低，发展潜力较大，是我国沿海地区规划布局新的现代化港口群、产业群和建设高质量宜居城市的重要区域。

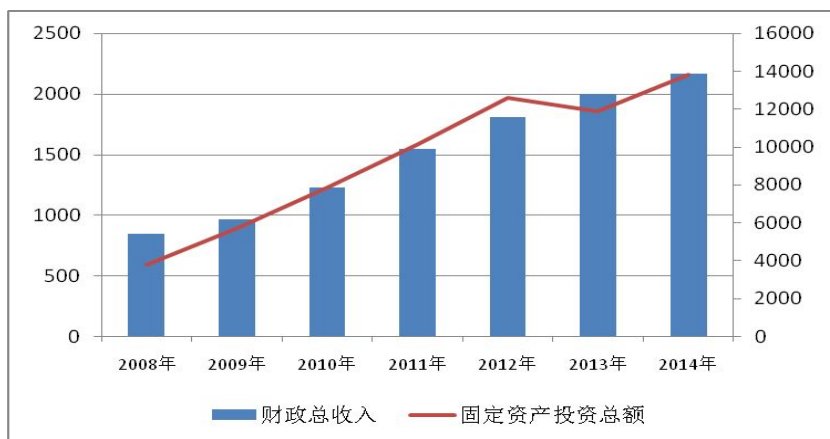
(2) 区位优势

近年来，广西经济发展迅速，2014年完成地区生产总值15,672.97亿元，较上年增长8.5%；公共财政预算收入1,422.05亿元，较上年增长7.9%；全年全部工业增加值6,065.30亿元，较上年增长10.1%，全年规模以上工业增加值增长10.7%；社会消费品零售总额5,716.60亿元，较上年增长12.5%；2014年全区居民人均可支配收入15,557元，较上年增长10.5%；农民人均纯收入7,565元，较上年增长11.4%；2014年税收达977.79亿元，较上年增长11.7%，占公共财政预算收入比重达68.76%。三次产业结构调整为15.4:46.8:37.8，产业结构进一步优化；第二产业仍居主导地位，并由资源性产业逐步向高新技术制造业转型；第三产业占比较2013年增加1.8个百分点，虽然较全国第三产业48.2%的占比还有一定差距，但随着广西工业化城镇化加快、居民收入增加、社会保障制度不断完善以及一系列重大战略的实施，未来第三产业有望成为拉动广西经济增长新的亮点。

2014年，广西全区财政总收入2,162.40亿元，较2013年增加161.14亿元，增长8.1%；全区地方一般公共预算收入1,422.05亿元，较上年增收104.45亿元，增长7.9%。全市实现一般公共预算支出3,475.92亿元，比上年增支267.25亿元，增长8.3%。2014年，全市实现政府性基金预算收入1,020.49亿元，比上年增收132.34亿元，增长14.9%，其中土地出让金收入为795.05亿元，比上年增收104.97亿元，增长15.2%，是政府性基金收入的主要来源。全市实现政府性基金预算支出1,075.56亿元，比上年增支206.08亿元，增长23.7%。

近年来，广西固定资产投资规模保持快速增长，2014年广西全区固定资产投资达13,843.21亿元，较上年增加1,935.54亿元，增长16.3%；2013年全区固定资产投资为11,907.67亿元，由于从2013年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，导致2013年固定资产投资投资额的绝对数与往年数字不可比，其增速按可比口径算较上年增长21.4%。

图8 广西壮族自治区财政总收入及固定资产投资总额 （单位：亿元）



资料来源：国家统计局

注：左轴为财政总收入；右轴为固定资产投资总额。

总体看，公司总部以及主营业务所在地广西壮族自治区具备较好的区位优势。广西自治区近年来经济保持快速发展，财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大，为推动广西铁路等基础设施建设的持续发展带来新的动力和重大机遇，也为公司的经营提供了良好外部环境。

4. 外部支持

公司作为广西自治区铁路基础建设筹措资金、整合资源的重要平台和铁路项目前期投资建设主体，在铁路基建项目资本金筹措上受到了广西壮族自治区人民政府的一系列政策支持和来源保障，具体主要包括“区市共担”、土地注入、铁路发展投资基金、资产划拨和财政补贴五个方面。

“区市共担”

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了“桂财建[2011]9号”文件，按照“谁受益、谁负担”的原则，规定铁路建设项目广西方资本金由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措；其中，自治区负责60%，各市负责40%。由于铁路沿线各市筹措资本金往往需要通过土地变现收入等方式取得，筹措周期较长，在实际操作上，往往先通过自治区注入资本金，差额部分由公司通过对外融资取得以满足铁路投资建设需求，而后各市通过土地变现、财政等收入筹措铁路建设资本金并平衡公司借款。

截至2015年3月底，公司已收到铁路建设资本金约235.76亿元，其中，自治区本级资本金131.23亿元，铁路沿线各地市配套资金共104.53亿元，全部为货币资金。

土地注入

根据公司铁路建设项目资本金筹措的相关安排，部分铁路项目投资由自治区政府以土地作价的形式，将土地使用权折抵现金出资，划拨后公司可依照土地管理相关法律法规进行土地使用权的转让、出租和抵押。2011年，广西壮族自治区政府出台了《关于同意将大岭生态园等3个项目土地注入广西铁路投资(集团)有限公司的批复》（桂政办函[2011]51号文），同意将南宁市大岭生态园等三块地以作价出资的形式注入公司。2014年，由于南宁市市政规划的要求，自治区政府重新调整了作价出资的土地地块和面积。根据《关于450103005209GB00058等5宗地土地使用权作价出资方案的批复》（桂政函[2014]176号文），自治区政府将南宁市青秀区凤岭南路南面、青环路东面的南宁大岭生态园等已具备作价出资条件的5宗地块投入公司，地块总面积达31.51万平方米，评估总价约34.37亿元。截至2015年3月底，公司已经取得上述全部土地的国有土地使用权证。

铁路发展投资基金

根据《广西壮族自治区人民政府关于设立广西铁路发展投资基金的批复》(桂政函[2014]34号)文件,2014年6月由公司下属全资子公司广西铁投资产管理有限公司(以下简称“铁投资产”)和海通开元投资有限公司(以下简称“海通开元”)合资发起铁路发展投资基金,并成立了广西铁路投资发展基金管理公司(以下简称“基金管理公司”)。该项基金成立的目的在于发挥政府性资金杠杆效应解决铁路建设地方配套资金不足的问题,提高广西铁路建设再融资的能力。基金计划总规模200亿元,分期进行发行,基金发行后由基金管理公司负责运作,存续期十年,到期后由公司回购或资本市场退出作为基金内社会募集资本的退出方式。基金首期发行规模为50亿元,二期规模暂定为15亿元;截至2015年3月底,首期募集资金已全部到位,其中广西铁投出资15亿元,政府引导性财政出资15亿元,社会资本出资20亿元;二期15亿元基金募集规模中,已到位5亿元社会资本。

截至2015年3月底,广西铁路发展投资基金已达到了55亿元的资金规模,其中部分资金已投入广西铁路建设项目,部分根据铁路建设资金的需求和投资计划,做了短期的投资匹配。铁路基金作为广西铁路项目建设的专用资金,在一定程度上弥补了广西铁路投资建设资金短缺的情况,缓解了公司的融资压力,是广西“区市共担”政策的有力补充;此外,通过参与铁路建设项目、铁路沿线土地开发和配套物流设施等相关产业的多元化投资,铁路基金也实现了保值增值和自身的平衡发展。

资产划拨

根据广西壮族自治区人民政府在2014年7月下达的《广西壮族自治区人民政府关于广西地产(集团)有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》(桂政函[2014]137号),同意广西壮族自治区国资委将广西地产(集团)有限公司无偿划转至公司。该次划转以地产集团在2014年6月30日的净资产15.19亿元和合并前公司注册资本之和作为合并后公司的注册资本。2015年7月6日,广西壮族自治区人民政府下发《关于同意广西大锰锰业有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》(桂国资复[2015]100号),同意将广西大锰锰业有限公司(以下简称“大锰公司”)以净资产注入的形式整体并入公司,并以大锰公司2014年12月31日的净资产总额16.19亿元作为合并后公司新增的注册资本。

地产集团和大锰公司的划转扩大了公司的整体规模。由于地产集团具有土地储备和开发职能,大锰公司集锰矿开采加工、制造和进出口贸易等业务于一体,此次划转进一步提升了公司在土地开发、贸易等相关业务方面的综合盈利能力和竞争实力。

财政补贴

为提升公司综合盈利能力,广西自治区政府每年会根据项目建设和公司业务发展情况提供一定的财政补助资金,主要是铁路建设项目贷款贴息和土地合作开发政府补助。2012年,公司获得政府补助共计0.57亿元;2013年,公司获得政府补助共计2.83亿元;2014年,公司获得当期政府补助共计7.48亿元,其中自治区财政对铁路建设项目贷款贴息达5.40亿元;2015年6月,公司获得自治区财政对铁路建设项目贷款贴息款3.50亿元,体现了广西自治区政府对发展的强有力支持。

总体看,公司所在地区区位优势突出,外部发展环境良好,政府支持力度大,为公司整体运营提供了有力支撑。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，公司采取董事会领导下的总经理负责制，不设股东会，由出资人广西国资委行使股东会职权，决定公司的重大事项，形成了出资人、董事会、监事会和管理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制，并严格按照《公司法》等法律法规要求运作。

公司出资人为广西国资委，负责指定公司非职工代表担任的董事、监事和高级管理人员，制定公司的战略发展规划或经营方针，审批公司董事会报告、监事会报告、利润分配方案、财务预算决算等，批准公司重大投资、融资计划，并对公司债券、增加或减少股本以及公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定。

董事会现由3名成员组成，设董事长1人；董事会成员全部由出资人委派，董事任期三年，任期届满可连任。董事会负责制订公司发展战略规划和年度投资、融资计划，决定授权范围内公司的投资、资本运营及融资方案，制定公司利润分配方案、财务预算决算，以及公司的其他基本管理制度。

监事会由6名成员组成，其中监事会主席1人，股东监事3人，由出资人指派；职工监事2人，由公司职工代表大会选举产生。监事会列席涉及公司经营决策的所有会议，检查公司的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况，对公司财务、及董事和高管人员行为进行监察，并定期向广西国资委汇报。

目前公司经营层设董事兼总经理1人，副总经理3人，副总经理兼总会计师1人，副总经理兼总工程师1人，任期三年，经考核合格可续聘。总经理就公司的生产和经营管理对董事会负责，重大决策事项由公司董事会决定。公司下设办公室、计划财务部、纪检监察审计部、党群人力资源部、企业发展部、建设工程部、资产经营管理部、土地利用开发部、综合经营管理部、法律事务部、风险管理部、监事工作部等十二个职能部门，部门设置能够满足公司经营管理以及业务发展的需要。

总体看，公司法人治理结构能较好满足公司运作需要，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

2. 管理体制

公司根据其章程规定和“三重一大”决策制度实施办法等相关文件准则，编制了《广西铁路投资集团有限公司制度汇编》，并每年对其进行修订完善。

财务管理方面，公司按照国家《会计法》等有关会计法律法规的规定，制定完善了财务制度体系，规范财务运作程序，健全内部控制制度，确保财务管理科学和高效。目前，公司制定了《广西铁路投资集团财务管理暂行办法》、《广西铁路投资集团预算管理暂行办法》，其中对财务开支、报销流程、资金收支、筹融资、采购管理、固定资产以及下属企业财务上报等方面进行了具体规定和管理。公司每年还通过社会公开招聘专业人士，对其财务状况进行专题检查和定期抽查。

内部控制方面，公司实行内部审计制度，对公司和所属控股子公司的财务收支和经济活动进行内部审计监督，未经董事会批准不得为其他企业进行经济担保。此外，公司对其下属全资、控股子公司设定了一定的投资权限，按不同投资额制定合理的投资决策流程，确保了公司对不同规模投资决策的正确与高效。

风险管理方面，公司十分重视构建风险防范和应对能力，通过内部防火墙设置、相关制度体系建设等加强重要环节和重点领域的风险防控。目前，公司已与国内顶尖的风险管理专业机构——

深圳市迪博风险管理技术有限公司（以下简称“迪博公司”）开展战略合作，搭建全面风险管理体系。同时，迪博公司将在公司未来发展壮大过程中持续提供有关内部控制、全面风险管理的解决方案。

综合看，公司整体运作规范，具备比较完备的内控组织体系，各项制度可执行性强，管理水平较高，有利于促进生产效率全面提升，降低经营风险。

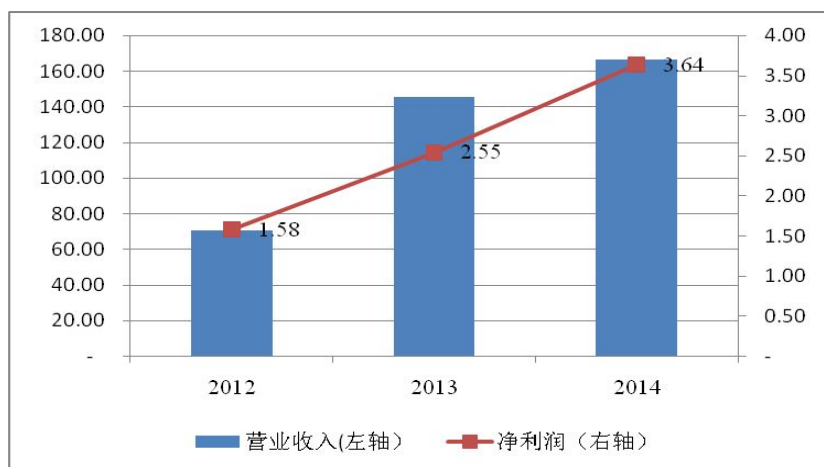
六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为铁路投资建设管理、大宗贸易和土地开发等。其中铁路投资建设业务方面，公司既是广西区内铁路建设投资的责任主体之一，又是所参与建设铁路项目广西方的产权代表，资产规模占比较大；然而由于运作模式的特殊性，其收益以投资收益形式体现，并不反映在公司的营业收入中。公司的营业收入主要为大宗贸易收入和房地产开发收入。

2012~2014年公司营业收入快速增长，分别为70.89亿元、145.75亿元和166.32亿元，三年复合增长率达53.17%，主要是公司大宗贸易业务快速增长，商品销售收入增大幅度增加所致。2012~2014年公司净利润分别为1.58亿元、2.55亿元和3.64亿元，三年复合增长51.61%，主要系政府补助收入大幅增加所致；2012~2014年公司营业收入及净利润情况见下图。

图9 公司2012~2014年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

近三年公司主营收入主要为商品购销收入，在营业收入中占比达89%以上，其他部分为房地产开发等，主营业务收入结构较为稳定。2012~2014年，公司商品购销收入分别为67.17亿元、136.18亿元和148.62亿元，三年平均增长48.75%；此外，2014年地产集团的无偿并入，带动公司2014年房地产开发收入较2013年增长140.56%，虽然房地产开发收入规模占公司总体营业收入比例仍然较小，2014年仅为2.75%，但随着公司在建房地产项目的建成和销售实现，预计未来公司房地产业务收入将有所增加。近三年公司主营业务毛利率稳步增长，分别为2.57%、2.76%和3.66%，主营业务毛利率整体水平偏低，主要是公司大宗贸易业务性质所致。2012~2014年，公司其他业务收入分别为2.44亿元、7.00亿元和12.04亿元，三年复合增长率达122.14%，主要是随着公司委托贷款规模不断扩大，委托贷款收入持续增加所致。公司近三年的营业收入和毛利率情况如表1所示。

表1 公司近三年营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
商品购销	67.17	94.75	2.28	136.18	93.43	1.85	148.62	89.36	2.05
房地产开发	1.27	1.79	17.32	1.53	1.05	23.53	3.68	2.75	19.84
利息佣金及其他	0.02	0.03	--	0.95	0.65	--	1.90	1.14	--
旅游观光业务收入	--	--	--	0.10	0.07	40	0.08	0.05	37.50
其他业务	2.44	3.44	--	7.00	4.80	--	12.04	7.24	--
合计	70.89	100	6.30	145.75	100	7.83	166.32	100	11.42

资料来源: 公司审计报告

总体看, 近三年公司主营业务收入突出, 营业收入增长较快, 盈利能力小幅提升。

2. 业务运营

铁路投资建设业务

广西铁投是广西区内铁路投资建设的重要主体, 也是和中国铁路总公司合建铁路项目中广西方的产权代表, 其铁路投资建设项目受自治区政府委托, 在广西区内具有垄断地位, 受政府政策支持力度较大。公司负责使用和管理自治区投入铁路建设发展的各项资金, 并筹措自治区及广西区内铁路沿线各市尚未到位的部分铁路建设资金。在铁路建设项目实施过程中, 公司根据原铁道部投资计划和项目建设进度将资金划拨给下属各铁路项目公司, 由项目公司再下拨给项目建设施工单位。项目建成后, 通过第三方审计机构对铁路总公司和地方实际资金投入情况进行评估、审计和核算后, 最终确定项目公司各方持股比例, 并共同委派高级管理人员作为铁路建设项目公司高管参与项目公司管理工作, 项目公司后期运营收益则根据最终协定的持股比例进行分配。

根据自治区与原铁道部达成的一系列会谈纪要的精神以及广西铁路建设规划, 按照铁路建设项目相关文件及批复, 截至2015年3月底, 全区开工建设的铁路项目总投资约4,668.29亿元, 其中, 广西方资本金出资共计723.99亿元, 已出资340.68亿元, 出资比例达47.06%。

根据广西壮族自治区人民政府出台的“桂财建[2011]9号”文件, 按照“谁受益、谁负担”的原则, 广西方铁路建设资本金由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措。其中, 自治区负责60%, 各市负责40%。自治区资本金筹措来源除现金外, 还可以土地注资形式, 将土地使用权折抵现金出资; 各市资本金部分则通过财政收入、土地变现等途径, 以货币资金形式划拨至公司。由于各市资本金筹措周期较长, 在实际操作上, 往往自治区注入资本金后, 由公司先行对外融资解决铁路建设资金需求, 而后再由各市现金投入平衡公司借款。

截至2015年3月底, 公司应收“区市共担”资本金约374.62亿元, 其中, 自治区本级资本金216.99亿元, 铁路沿线各市资本金共计157.63亿元; 目前已到位资本金235.76亿元, 其中自治区到位131.23亿元, 各市到位共计104.53亿元, 全部为货币资金形式出资, 列入公司资本公积; 铁路建设项目目前资本金缺口较大, 在一定程度上加大了公司的债务负担。

截至2015年3月底, 公司下属参股合资铁路项目公司有广西沿海铁路股份有限公司等共计7家, 负责11条铁路项目的建设; 公司控股子公司广西梧州新港铁路投资有限公司负责梧州赤水铁路专用线的建设, 公司本部负责北海铁山港支线和钦州大榄坪至保税港区铁路支线项目的建设, 公司参股、控股项目公司情况详见表2。

表2 截至2015年3月底公司下属参股、控股项目公司情况

公司名称	注册资本（亿元）	公司持股（%）	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	32.88	39.64	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49.00	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.19	23.40	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	1.00	--	云桂公司
贵广铁路有限责任公司	20.00	--	贵广公司
广西梧州新港铁路投资有限公司	1.03	60.00	新港公司

资料来源：公司提供

注：云桂铁路和贵广铁路项目尚未从在建工程结转，云桂公司和贵广公司持股比例未定。

截至2015年3月底，公司在建铁路工程项目共计24个；其中，续建项目11个，计划总投资约2,342.81亿元，广西方资本金出资共计206.62亿元；新开工项目13个，计划总投资约1,252.10亿元，广西方资本金出资共计310.00亿元。截至2015年3月底，公司在建项目已完成累计出资148.07亿元，未来五年计划投资总额为306.37亿元，公司在建项目及出资情况详见表3。

表3 截至2015年3月底公司在建铁路项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	广西方出资	公司已出资	未来五年公司出资计划					
					2015	2016	2017	2018	2019	合计
1.	湘桂扩能改造衡阳至柳州段	345.00	58.68	52.39	5.86	--	--	--	--	5.86
2.	贵广铁路	858.00	21.95	15.92	5.35	1.48	--	--	--	6.83
3.	云桂铁路	894.81	57.66	44.24	9.46	4.00	--	--	--	13.46
4.	湘桂铁路柳州至南宁段电气化改造工程	15.00	1.00	0.51	0.49	--	--	--	--	0.49
5.	北海铁山港支线	8.60	8.60	8.07	0.70	0.30	--	--	--	1.00
6.	钦州大榄坪至保税港区铁路支线	4.62	4.62	4.04	0.14	0.18	--	--	--	0.32
7.	南昆铁路南宁至百色段增建二线	100.00	15.00	0.62	8.00	6.80	--	--	--	14.80
8.	黎湛铁路电气化改造	27.00	12.00	0.10	6.00	5.90	--	--	--	11.90
9.	沿海铁路扩能黎塘至钦州段	35.66	8.74	8.74	1.03	--	--	--	--	1.03
10.	玉林至铁山港铁路	48.52	12.77	11.89	--	--	--	--	--	--
11.	梧州赤水铁路专用线	5.60	5.60	1.56	--	--	--	--	--	--
12.	合浦至湛江铁路	64.60	10.00	--	3.50	3.00	3.50	--	--	10.00
13.	柳州火车站扩建工程	10.00	10.00	--	1.00	5.00	4.00	--	--	10.00
14.	北海铁山港站第二货场	10.00	10.00	--	3.50	3.50	3.00	--	--	10.00
15.	贵阳经河池至南宁客专	319.00	123.00	--	4.00	20.00	20.00	30.00	30.00	104.00
16.	焦柳线怀化至柳州电化	20.00	5.00	--	--	1.00	2.00	2.00	--	5.00
17.	南昆线百色至威舍增建二线	52.00	14.00	--	--	2.00	10.00	2.00	--	14.00
18.	湘桂铁路既有衡阳至柳州电化	30.00	7.00	--	--	1.00	4.00	2.00	--	7.00
19.	北部湾集装箱办理站	13.00	3.00	--	--	1.00	2.00	--	--	3.00
20.	湘桂铁路南宁至凭祥段扩能改造	169.00	20.00	--	--	7.00	8.00	5.00	--	20.00
21.	洛湛铁路永州至玉林扩能	195.00	25.00	--	--	--	8.00	10.00	7.00	25.00
22.	防城港至东兴铁路	33.00	15.00	--	--	--	8.00	7.00	--	15.00
23.	黔桂铁路增二线	140.50	20.00	--	--	--	--	10.00	5.00	15.00
24.	新建柳肇铁路柳州至梧州段工程	196.00	48.00	--	--	--	--	2.00	10.00	12.00
合计：		3,594.91	516.62	148.08	49.03	62.16	72.50	70.00	52.00	305.69

资料来源：公司提供

注：1. 合浦至湛江铁路等暂无已出资额，项目为2015年新开工项目；

2. 贵广铁路和湘桂扩能衡阳至柳州段项目已分别于2014年12月底和2013年12月底开通运营，但由于目前仍有部分土地拆迁款和税费需要公司出资，截至2015年3月底仍将其列为在建项目；

3. 玉林至铁山港铁路和梧州赤水铁路专用线公司已完成全部出资，差额部分由项目公司自行融资解决。

截至2015年3月底，公司完成了南广铁路黎塘至广州段、柳州至南宁客运专线、德保至靖西铁路等项目的工程建设，项目总投资合计1,073.38 亿元，广西方资本金计划出资合计207.37亿元，公司实际出资192.61亿元，具体项目情况见表4。

表4 截至2015年3月底公司已建成铁路项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	广西方计划出资	实际已出资
1.	南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	49.00	45.59
2.	柳州至南宁客运专线	230.00	51.74	51.35
3.	沿海铁路扩能南宁至钦州北段	97.60	22.85	23.90
4.	德保至靖西铁路	13.78	3.05	2.60
5.	沿海铁路扩能钦州北至北海段	80.10	16.05	16.05
6.	沿海铁路扩能钦州北至防城港段	49.90	10.58	12.23
7.	南宁至黎塘铁路(含南宁东站)	192.00	54.10	40.89
	合计:	1,073.38	207.37	192.61

资料来源：公司提供

注：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。

由于参股的铁路项目公司需要待项目建成后，通过核算实际出资金额确定最终各方持股比例，其在建的铁路工程项目中，公司实际出资累计金额以“在建工程”的账面净值形式得以体现。2013年底以前，合资项目公司建设完成的铁路由项目公司自行运营管理，根据核算后公司的最终持有股权比例在23.5%与49%区间范围内，对合资公司后期经营管理有较大影响，铁路项目建设完成后公司实际投入资金由“在建工程”科目转入“长期股权投资”科目，铁路后期运营收益以投资收益形式得以体现。2013年底，受铁路行业的体制管理影响，各铁路建设项目公司须与南宁铁路局签订委托运输管理协议，铁路建成后不得由项目公司自行进行运营管理，故公司对合资公司不再具有较大影响。根据国家颁布的《企业会计准则》规定，项目建成后，公司“在建工程”账面价值须以成本法核算并转入“可供出售金融资产”体现，原以权益法核算并转入“长期股权投资”的账面价值作为成本法核算的初始投资成本一并转入“可供出售金融资产”科目；由于以成本法进行核算，公司持有已建成铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益。

总体看，公司作为广西壮族自治区内铁路投资建设的重要主体以及合建铁路项目中广西方的产权代表，铁路投资建设项目较多，投资规模较大，受政府支持力度较强，项目来源稳定。铁路投资建设项目资本金筹措方面，广西区政府2011年初出台的“区市共担”政策，政策方案明确、执行力和可操作性较强，此外铁路发展基金也在积极发展进一步扩大募集规模，这些都对公司铁路建设资金筹集起到有效保障作用。

大宗贸易业务

在大力发展铁路投资建设业务的同时，公司借助广西临海的区位优势 and 糖业、有色金属等种类丰富的资源优势，通过其旗下全资子公司冠信公司，积极开展白糖、石化产品、煤炭、钢材以及有色金属等商品的大宗贸易业务²。自2009年从事大宗贸易业务以来，冠信公司依靠大型企业良好的信誉度和相对充足的资金规模，贸易业务收入实现快速增长。2012~2014年，冠信公司大宗贸易业务收入分别为66.99亿元、134.53亿元和148.62亿元，三年复合增长率达48.83%；其中，2013年贸易业务收入涨幅较大，达100.01%，主要系石化产品、煤炭、钢材等商品贸易规模增大所致。2012~2014年冠信公司整体业务毛利率有所波动，分别为2.15%、1.84%和2.05%，2013年综合毛利率的下降主要是大宗商品差价减小，资金成本上升导致的。2014年以来，受市场环境的影响，冠信公司逐步减少钢材贸易量，主要经销石化产品、煤炭及白糖产品。2015年1~3月，冠信公司实现贸易收入25.25亿元，受季节性影响，煤炭的毛利率大幅增加，带动其综合毛利率增至2.78%。

从产品结构上来看，2012~2014年冠信公司贸易产品中石化产品和煤炭始终占据较大比例，其营业收入总和达到贸易业务收入的80%左右。2013年冠信公司钢材贸易规模有所增加，但由于国内钢材市场产能过剩，市场风险积聚，钢材贸易毛利率有所下降，冠信公司从2014年起逐步压缩

² 公司贸易业务主要由下属冠信公司负责，其他子公司也涉及少量贸易业务。

钢材贸易规模，未来大宗贸易发展计划以石化产品、煤炭和白糖等大宗商品为主。2012~2015年一季度冠信公司大宗贸易业务情况详见表5。

表5 2012~2015年一季度冠信公司大宗贸易业务运营情况（单位：亿元，%）

产品	2012年			2013年			2014年			2015年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材	2.7	4.03	3.44	20.79	15.45	2.52	16.60	11.17	2.31	0.18	0.70	2.91
石化产品	39.62	59.14	1.39	65.38	48.60	1.31	66.06	44.45	1.23	9.06	35.90	0.38
水泥	--	--	--	0.03	0.02	-1.99	0.01	0.00	4.33	--	0.00	--
白糖	1.18	1.76	-0.17	0.68	0.51	1.29	1.47	0.99	2.40	0.59	2.34	5.36
煤炭	20.85	31.12	3.26	38.45	28.58	2.17	53.51	36.00	2.72	14.87	58.90	4.28
铜锭	--	--	--	0.06	0.05	0.87	1.95	1.31	5.04	--	--	--
电解铝锭	0.26	0.39	20.00	0.17	0.13	20.00	--	0.00	--	--	--	--
硅锰合金	1.24	1.85	1.82	2.60	1.93	2.03	1.15	0.77	2.21	--	--	--
铁矿石	0.07	0.10	5.60	2.90	2.16	3.87	2.91	1.96	4.29	--	--	--
大米	0.01	0.01	0.96	--	--	--	--	0.00	--	--	--	--
化肥	1.06	1.58	3.64	1.93	1.44	2.79	2.89	1.94	2.79	--	--	--
锌矿	--	--	--	0.05	0.04	-0.24	--	0.00	--	--	--	--
铜精粉	--	--	--	0.06	0.05	4.34	--	0.00	--	--	--	--
铁精粉	--	--	--	0.15	0.11	3.71	0.04	0.03	3.66	--	--	--
松节油	--	--	--	0.08	0.06	7.21	--	0.00	--	--	--	--
生铁	--	--	--	0.14	0.10	3.73	--	0.00	--	--	--	--
复合橡胶	--	--	--	0.44	0.33	0.48	--	0.00	--	--	--	--
进口锰矿	--	--	--	0.60	0.45	0.99	0.80	0.54	1.84	0.31	1.22	2.16
锌精矿	--	--	--	--	--	--	--	0.00	--	0.11	0.44	-16.58
卷筒纸	--	--	--	--	--	--	0.99	0.67	0.61	--	--	--
纸浆	--	--	--	--	--	--	0.08	0.05	1.22	0.01	0.05	0.15
电解金属锰	--	--	--	--	--	--	0.17	0.12	2.01	0.09	0.37	1.92
氧化锑矿	--	--	--	--	--	--	--	0.00	--	0.02	0.08	14.23
合计	66.99	100.00	2.15	134.53	100.00	1.84	148.62	100.00	2.05	25.25	100.00	2.78

资料来源：公司提供

冠信公司贸易产品采购主要以国内为主，其中钢材、白糖和铁矿石采购地主要在广西，煤炭采购地主要在贵州，石化产品有部分从新加坡进口，主要是生物燃料油、轻循环油等；2014年冠信公司国内采购占总额 85%，进口占比为15%。冠信公司大宗贸易销售以内销为主，销售渠道主要集中在国内下游批发商，销售方式主要为现货交易。其中，水泥和钢材主要在广西自治区内销售，主要用于自治区内基建项目建设；石化产品主要销往东北和华南地区，主要用于船用和炼油厂；煤炭主要销往广西区内电厂，用于火力发电；白糖主要销往北方市场，主要用于食品加工企业及工业生产；2012~2014年冠信公司大宗贸易业务采购及销售情况见下表。

表6 2012年~2014年冠信公司贸易业务开展情况（单位：吨，元/吨）

产品名称	2012年				2013年				2014年			
	采购量	采购均价	销售量	销售均价	采购量	采购均价	销售量	销售均价	采购量	采购均价	销售量	销售均价
钢材	131,612	3,995	76,720	4,124	724,483	3,717	653,049	3,724	433,424	2,996	528,399	3,141
石化产品	706,492	6,406	716,147	6,427	1,434,781	5,027	1,392,809	5,492	1,386,666	5,067	1,279,813	5,161
水泥	--	--	--	--	16,744	204	16,744	234	2,004	283	2,004	296
白糖	18,440	6,515	20,930	6,608	14,500	5,422	14,500	5,493	36,500	3,938	36,500	4,035
煤炭	4,063,598	620	3,774,402	639	7,352,732	503	7,553,244	596	12,031,540	440	11,511,958	465
铜锭	--	--	--	--	--	--	--	24,165,271	--	--	49	3,965,508
电解铝锭	1,083	14,000	1,746	17,500	1,367	14,770	1,367	14,800	--	--	--	--
硅锰合金	22,084	7,201	19,764	7,334	44,586	7,238	41,286	7,356	13,073	5,822	18,773	6,107
铁矿石	38,066	811	9,874	826	359,795	713	346,461	980	474,287	704	402,604	723
大米	121	7,837	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
化肥	33,600	3,045	33,600	3,160	37,827	6,143	31,982	7,066	112,292	2,500	112,292	2,572

锌矿	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
铜精粉	--	--	--	--	809	7,676	809	9,388	--	--	--	--
铁精粉	--	--	--	--	21,640	666	21,640	809	5,781	674	5,781	700
松节油	538	15,934	--	--	--	--	538	17,173	--	--	--	--
生铁	--	--	--	--	6,008	2,616	6,008	2,717	--	--	--	--
复合橡胶	--	--	--	--	3,024	16,867	2,722	18,832	--	--	--	--
进口锰矿	--	--	--	--	88,947	1,344	56,624	1,242	54,912	1,286	566,226	1,422
卷筒纸	--	--	--	--	--	--	--	--	22,810	4,310	22,810	4,337
纸浆	--	--	--	--	--	--	--	--	2,173	3,462	2,173	3,504
电解金属锰	--	--	--	--	--	--	--	--	1,570	10,891	1,570	11,114
锌精矿	2,996	2,144	--	--	--	--	2,310	2,559	6,942	2,072	--	--

资料来源：公司提供

大宗贸易业务及结算模式方面，冠信公司密切关注国际和国内市场上产品价格波动和供需变化，其中，针对石化产品公司在获取贸易订单明确产品需求后才下达采购指令，货到提货单到后三个月内完成付款，并积极利用延期信用证、汇率掉期等金融工具，锁定大宗商品贸易的价格和汇率。冠信公司煤炭采购以先款后货为主，煤炭销售到货后电厂先付总价的80%，待发票、运输单等单据齐全后方才拨付剩余20%的尾款；由于公司煤炭收入占比较大，煤炭的采购和销售结算方式导致公司预付款项和应收款项规模的大幅增加，对公司资金形成了一定的占用。冠信公司白糖等其他产品的采购主要为先货后款形式，其销售主要为先款后货形式，大大提高了资金使用效率，但在公司大宗贸易整体规模中占比较小。

2014年冠信公司大宗贸易业务中，前五大销售客户销售额合计63.13亿元，占冠信公司贸易销售总额的42.47%，客户集中度一般；前五大供应商交易金额合计72.27亿元，占比达49.32%，采购较集中。冠信公司对合作伙伴的选择坚持审慎态度，在正式建立合作关系前，均对供应商的资信及经营实力做出全面评估及实地考察。贸易销售方面，冠信公司通过与主要合作客户签订长期合作协议建立良好的战略合作关系，以保障公司业务来源的稳定和业务规模的持续增长。2014年冠信公司大宗贸易前五大客户和供应商情况见下表。

表7 2014年冠信公司大宗贸易业务前五大客户和供应商情况（单位：亿元，%）

客户名称	业务收入	占比	供应商名称	交易金额	占比
广西物资储备有限公司	31.76	21.37	珠海市华峰石化有限公司	23.26	15.87
珠海华城环保科技有限公司	9.82	6.61	广西合信精煤加工有限责任公司	18.80	12.83
大连万鸿石油化工有限公司	9.62	6.47	广西金伍岳能源有限公司	13.81	9.43
珠海市华峰石化有限公司	6.13	4.12	航道石油有限公司	7.13	4.86
贵州省息烽宏达矿业有限公司	5.79	3.90	上海富巍国际贸易有限公司	9.27	6.33
合计：	63.13	42.27	合计：	72.27	49.32

资料来源：公司提供

整体来看，冠信公司借助于良好的区位优势和资源优势，以大型国有企业背景和相对充足的资金规模为支撑，其大宗贸易业务实现快速增长，贸易业务整体盈利能力较稳定，并与部分交易方建立了长久的战略合作关系。未来随着贸易经验的积累和市场影响力的提高，冠信公司贸易业务规模有望进一步扩大。同时联合评级也关注到，冠信公司主营大宗贸易产品中石化、煤炭等产品价格波动较大，将对贸易盈利稳定性带来一定影响。

土地开发业务

土地协议转让

公司在其铁路投资建设项目资本金筹集中，一部分资金由自治区政府以土地作价出资的形式，将土地使用权作价作为政府资本金注入公司，由公司变现后用于铁路项目投资。截至2015年3月底，公司以作价出资形式取得区政府土地注入共计31.51万平方米，经评估后计入资本金的作价出资总额达34.37亿元，已全部获得国有土地使用权证；土地注入情况见表8。

表8 截至2015年3月底区政府注入公司土地情况（单位：平方米、万元）

地块位置	地块编号	总面积	作价出资额
南宁市青秀区凤岭南路南面，青环路东侧	450103005209GB00058	64,596.11	70,358.08
	450103005209GB00059	65,987.84	53,674.51
	450103005209GB00060	74,545.68	81,195.15
	450103005209GB00061	40,109.23	56,209.07
	450103005209GB00062	69,911.02	82,299.25
合计：		315,149.88	343,736.07

资料来源：公司提供

为获得更多资金以支持铁路项目投资建设，经广西国资委批复同意，公司与广西保利置业集团有限公司子公司广西保利前城投资有限公司合作，将政府作价出资注入土地以协议转让国有产权方式进行全部变现，变现总额为34.46亿元。截至2015年3月底，土地协议转让已到位资金累计为28亿元。

总体来看，公司通过土地协议转让获取的大额资金为未来铁路项目的投资建设提供了有力保障。

土地开发利用

公司还通过其下属全资子公司地产集团从事少量的土地开发和收储工作。广西地产（集团）有限公司成立于2011年10月，注册资本30亿元，实收资本14.58亿元。原为广西壮族自治区人民政府直属的国有独资公司，主营业务为配合土地收储以及收储土地的开发整理。

2014年7月，广西壮族自治区人民政府将地产集团无偿划转至公司，地产集团出资人由广西国资委变更为广西铁投。截至2013年12月底，地产集团总资产规模为58.96亿元，净资产达15.18亿元，2013年全年地产集团营业总收入为1.83亿元，净利润总额为0.39亿元。地产集团并入公司，有利于整合双方资源形成优势互补，既可以利用地产集团的土地储备，扩大公司整体资产规模，进而提高铁路建设的融资能力；又可以发挥广西铁投资本规模较大的优势，做大做强土地业务，更好地服务于广西区内铁路建设项目。

总体看，地产集团的并入为公司扩大优质资产规模和增强核心竞争力起到了积极促进作用。

房地产开发业务

公司实际从事房地产开发的共有9家，包括桂林市冠信房地产有限公司、广西吉丽嘉益投资有限公司、广西梧州市苍海建设实业发展有限公司、广西地产（集团）有限公司、广西桂泰地和武宣投资有限公司、广西桂泰耕源投资有限公司、广西北海桂泰投资有限公司、广西北海金浦投资有限公司、广西桂泰金浦投资有限公司。

截至2015年3月末，上述公司的房地产开发项目共计15个，其中，已完工项目4个（为远辰·国际文化新城一期～三期以及学校项目），在建项目4个（为远辰·国际文化新城四期～六期、武宣

县润和春天项目以及绿地中央广场项目³), 拟建项目7个。已完工及在建项目分别由公司全资三级子公司桂林市冠信房地产有限公司(以下简称“桂林冠信”)、全资四级子公司广西桂泰地和武宣投资有限公司(以下简称“武宣公司”)以及地产集团负责开发, 桂林冠信具有房地产开发二级资质; 武宣公司和地产集团具有房地产开发暂定资质⁴。截至2015年3月底, 桂林冠信与武宣公司分别开发了“远辰·国际文化新城”和“武宣县润和春天”项目, 计划总投资约22.14亿元, 已投资总额达8.38亿元。

“远辰·国际文化新城”项目地处桂林市未来的新行政、经济、文化中心——临桂新区, 新机场路与临桂新区西城北路交汇处, 该项目占地面积为约458亩, 规划总建筑面积约80万平方米, 其中住宅69万平方米, 国际公寓6万平方米, 商业3万平方米, 小学0.85万平方米, 幼儿园0.24万平方米。居住户数为6,029户, 停车位为4,711个, 容积率2.91, 计划总投资约20亿元人民币。该项目计划开发时间自2007年11月至2018年11月, 分三组团开发完成, 第一组团开发约15万平方米, 第二组团开发约30万平方米, 第三组团开发约35万平方米, 项目建成后将成为桂林乃至整个广西最大的以文化为主题的一座桂林新派旅游文化新城。目前第一、第二组团已开发完毕, 第三组团正在开发。截至2015年3月底, “远辰·国际文化新城”项目已投资总额为7.98亿元, 其中三期组团已完工项目面积达11.16万平方米, 实现销售面积(含预售)23.56万平米, 2011~2015年一季度分别实现房地产销售收入1.02亿元、1.10亿元、2.89亿元、0.89亿元和0.02亿元; 2015年全年预计实现销售总额1.4亿元。

“武宣县润和春天”项目建设地点位于武宣镇城东路, 地块地理位置优越, 交通便利, 基础设施基本成熟, 为项目建设提供了良好的条件。项目规划总用地面积23,479.27平方米, 小区1#、2#、3#天地楼5层, 5#、6#住宅楼为16层和17层, 总建筑面积74,399.68平米(其中1#、2#、3#楼商住面积22,208.45平米, 共70栋; 5#、6#住宅面积30,721.98平米, 共236套; 地上商业面积4,820.87平米, 共48间商铺; 地下室商业面积10,601.50平米; 架空层建筑面积1,271.38平米, 地下停车场面积4,775.50平米), 建筑密度34.91%, 容积率2.94, 绿地率为30%, 地上地下车位共计340个。该项目从2014年2月底开工至今, 部分建筑已实现封顶, 预计2016年5月全部交付使用。项目预计总投资为2.14亿元, 截至2015年5月底已支付工程款为0.40亿元; 预计销售总额达2.69亿元, 目前已预定房屋销售总价为0.48亿元。

总体看, 房地产业务在公司营业收入中占比较小, 未来随着地产项目建设进程的推进和陆续竣工实现销售, 公司房地产业务收入将有所增加。但联合评级也关注到, 公司在建及拟建房地产项目较多, 未来投资支出压力较大。

3. 经营效率

随着公司大宗贸易业务规模的不断扩大, 以及政府补贴收入的增加, 2012~2014年公司营业收入和利润总额出现大幅增长, 2014年公司营业收入和利润总额分别为166.32亿元和4.81亿元, 较2012年分别复合增长53.17%和57.95%, 综合盈利能力不断增强。与此同时, 随着公司房地产开发项目的增加, 公司的存货水平也相应大幅增长, 2014年公司存货周转率为2.43次, 远低于2013年的4.21次。由于公司应收账款规模的快速增大, 公司应收账款周转率随之出现大幅下降, 2013~2014年分别为12.27次和7.87次。随着公司总资产规模的持续扩大, 近两年公司总资产周转率也出现下滑, 2013~2014年二者分别为0.27次和0.25次。

³ 绿地中央广场项目占地 289 亩, 总建筑面积 110 万平方米, 预计总投资 100 亿元, 为涵盖高端住宅、全能 loft、临街商铺、超高层写字楼的商住城市中心综合体, 该项目目前由地产集团委托绿地集团有限公司进行开发建设。

⁴ 桂林市冠信房地产有限公司为冠信公司下属全资子公司, 广西桂泰地和武宣投资有限公司为地产集团下属全资孙公司

总体看，随着公司业务规模和资产规模的持续增长，公司经营效率存在一定程度下滑。

4. 经营关注

未来资本支出压力较大导致的信用风险

铁路基础设施投资建设方面，公司目前新开工和续建项目较多，未来几年面临大额资本支出，尽管政府出台的“区市共担”等政策对铁路建设资本金筹集起到了有力保障，但由于各市资本金筹措存在滞后性，且自治区政府以土地作价出资时土地注入和变现均需要一定的时间期限，实际操作中公司需要先行融资并投建，未来融资需求和资本支出压力较大；此外，近三年公司债务规模增加较快，未来面临大额资本偿付，这些可能导致一定的信用风险。

铁路项目运营盈利能力受限

目前公司大部分铁路项目处于建成投产初期，运营成本较高；此外，受广西动车所检修能力不足影响，动车未实现充分利用，日开行对数不足，这些都严重限制了公司现阶段铁路项目运营的盈利水平，虽然已规划新建桂林和南宁两处动车所以提升动车检修能力和使用率，但铁路运营收益受政府政策、需求变化和成本控制等系列综合因素影响，未来仍具有一定不确定性。

期间费用上涨产生的经营风险

近几年随着公司铁路投资建设项目数量和整体业务规模的不断增加，公司资产和负债水平也大幅增长，进而导致公司财务费用、管理费用等期间费用的快速增长，对公司营业利润形成吞噬，对公司盈利能力造成了一定的负面影响；此外，近两年公司盈利水平很大程度依赖于政府的财政补助资金，如未来广西壮族自治区人民政府对公司的财政补助政策发生变化，将直接影响到公司的盈利能力，联合评级也将进一步关注公司与此相关的经营风险。

5. 重大事项

2015年7月6日，广西壮族自治区人民政府下发了《关于同意广西大锰锰业有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂国资复[2015]100号），同意将大锰公司以净资产注入的形式整体并入公司，此次合并以大锰公司2014年12月底的净资产总额16.19亿元作为公司新增的注册资本，目前仍在变更手续办理阶段。

大锰公司成立于2001年7月，原为广西国资委下属的国有独资公司，主营业务为国内外锰矿采选、冶炼加工、电池制造、机械制造、投资运营和进出口贸易等，注册资本达1.21亿元。截至2014年底，大锰公司资产总额60.17亿元，拥有控股子公司9家；2014年公司实现营业收入25.88亿元，在广西企业前100强中排名第65位。

总体看，大锰公司的并入将进一步扩大公司的资产和收入规模，为公司业务的多元化深层次发展和资产协同效应的充分发挥提供了有力条件，从而推动公司的综合盈利能力和竞争优势得以大幅提升。

6. 未来发展

近几年在政府的大力支持和政策引导下，广西铁路迎来了建设发展的黄金时期，也是广西铁路建设历史上速度最快、质量最好、成效最显著的时期。2012~2014年，公司牢牢把握稳中求进的总基调，坚持“稳增长、调结构、控风险”的发展目标，并根据不断变化的形势及时调整工作措施，较好地完成了各项目标任务。

铁路建设方面，2012~2014年全面建成了11个铁路项目，其中贵广、南广铁路全线开通运营，贯通区内10个地级市，通达全国13个省份，打通了贯穿南北的国家高铁网和覆盖北部湾经济区范

围的高铁网，为实现广西建成“一轴四纵四横”的铁路网、“成环配套”城际网以及“12310”经济圈铁路网络的发展目标打下重要基础。为解决铁路建设融资难的问题，公司还积极谋划多渠道筹集铁路建设资金，通过“区市共担”政策的实施、广西铁路发展投资基金的设立以及土地作价出资等方式，充分发挥投融资主体作用，有效保障了铁路建设资金需要。

未来，广西铁投将致力于构建支持广西铁路建设跨越式、可持续发展的投融资平台，形成“政府扶持、企业运作、多元筹资、资本运营”的新型铁路投融资体制，以铁路投资、建设和运营为核心，以战略性、基础性、资源性行业为主要投资贸易方向，着力推进铁路及其延伸产业和土地综合开发等方面的投资与开发，形成铁路主业突显、核心产业有效支撑的多元化投资战略格局，并借助资本运营和投融资手段创新，推进铁路投融资体制改革，打造具有竞争力的自治区级国有大型投资控股公司。争取在未来五年发展成为总资产达1000亿元以上，资产结构合理，具备一定盈利能力，现金流量平衡，经营稳健的多元化铁路产业集团公司。

总体看，公司形成了以铁路建设业务为主的多元化发展格局，未来发展规划明确；随着公司铁路建设项目数量的持续增加，公司资产规模和业务规模有望进一步扩大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012年~2014年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（普通特殊合伙）审计，由于公司合并范围存在一定变动，为增强财务报表的可比性，联合评级采用会计师事务所于2015年7月2日出具的三年连审且标准无保留审计意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则》及其后颁布和修订的各项具体会计准则等相关规定编制。公司近两年合并范围变化如下表所示，公司2015年一季度财务报告未经审计。

表9 2012~2014年公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	变动情况	公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例
2013 年	投资设立	广西铁投大岭投资有限公司	1,000	房地产	100%	100%
	投资设立	北海冠信物流有限公司	4,500	物流	70%	100%
	收购股权	钦州凯禹源新能源有限公司	4,300	投资	70%	100%
	投资设立	广西铁投吉鸿融资性担保有限公司	20,000	担保	70%	100%
	投资设立	广西吉丽嘉益投资有限公司	3,000	房地产	28%	51%
	投资设立	广西铁投沙井钢材物流发展有限公司	2,000	物流	49%	70%
	投资设立	广西铁投金源汽车城开发有限公司	1,000	投资	49%	70%
	解散清算	广西北部湾泰达资产管理有限公司	--	--	70%	70%
2014 年	投资设立	广西铁投资产管理集团有限公司	2,000	资产管理	100%	100%
	投资设立	广西铁投发展基金管理有限公司	850	基金管理	45%	84%
	投资设立	广西铁路发展投资基金	397,002	基金管理	60%	60%
	政府无偿划入	广西地产（集团）有限公司	300,000	房地产	100%	100%
	收购股权	广西中房联合投资有限公司	20,000	房地产	35.7%	51%
	投资设立	柳州市柳泽投资有限公司	200	房地产	63%	90%
	投资设立	南宁市顺捷置业投资有限公司	50	房地产	69.93%	99.9%
	股权出售	广西铁投大岭投资有限公司	--	--	100%	100%

资料来源：公司审计报告

注：上述公司注册资本及持股比例均已更新至2014年末，广西北部湾泰达资产管理有限公司、广西铁投大岭投资有限公司已不再纳入合并报表范围。

截至2014年底，公司资产总额753.63亿元，负债合计453.48亿元，所有者权益300.16亿元。2014年公司实现营业收入166.32亿元，净利润3.64亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.20亿元，现

金及现金等价物净增加额-6.75亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额769.03亿元，负债合计453.76亿元，所有者权益315.27亿元。2015年1~3月公司实现营业收入28.37亿元，净利润-0.95亿元；经营活动产生的现金流量净额3.30亿元，现金及现金等价物净增加额-6.83亿元。

2. 资产质量

随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快。截至2014年底，公司资产总额753.63亿元，三年复合增长率26.08%。资产构成中流动资产和非流动资产的占比分别为41.99%和58.01%，非流动资产占比略高，这主要是公司作为铁路投资建设主体和广西方产权代表的性质所决定的。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产合计316.45亿元，三年复合增长72.43%，主要系货币资金等大幅增长所致。2014年底公司流动资产构成以货币资金（占比20.40%）、其他应收款（占比16.47%）、存货（占比23.77%）和预付款项（占比19.58%）为主，具体情况见下图。

图10 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司的货币资金由现金、银行存款和其他货币资金组成。近三年，公司货币资金总额分别为31.76亿元、70.83亿元和64.54亿元，三年复合增长42.55%，其中2013年公司货币资金的大幅增长主要系公司铁路项目投资进度放缓以及区市共担和公司融资资金到位所致。截至2014年底，公司货币资金共计64.54亿元，其中银行存款52.31亿元，其他货币资金12.23亿元；银行存款中0.46亿元已为公司借款提供质押，其他货币资金中11.08亿元系保证金，0.7亿元为理财产品申购款。

2012~2014年，公司其他应收款账面净额分别为25.74亿元、29.31亿元和52.13亿元，在流动资产中的占比分别为24.18%、14.02%和16.47%，其他应收款三年复合增长率为42.32%，其他应收款的较快增长主要是公司与非关联公司资金往来增加等原因所致。2014年，公司其他应收款账面原值为52.98亿元，计提坏账总计0.84亿元。其他应收款中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为22.99亿元，占其他应收款总额的比例为43.41%，其中一年以内占比85.89%，一至二年的占比为7.07%，二年以上的占比为0.13%，逾期二年以内的占比为6.91%，累计计提坏账准备0.73亿元。其他应收款主要是和梧州市苍海建设开发有限公司、广东振海能源投资有限公司和兴安盟神马矿业有限责任公司等合作单位的资金占用费和借贷款。考虑到公司其他应收款大部分有抵押物，预计可收回比例较高，坏账准备计提较为充分。

公司的存货主要由贸易业务库存商品和房地产开发成本构成，2012~2014年，公司存货净额分别为16.96亿元、47.21亿元和75.23亿元，三年复合增长110.63%，公司存货的快速增长主要是房地

产开发成本增加所致。2014年底公司房地产开发成本账面净值为51.80亿元，在存货中占比达68.86%，其中用于抵押的土地使用权账面价值总计35.85亿元。2014年受钢材、石化产品价格下跌因素影响，公司对其部分库存商品计提存货跌价准备共计0.58亿元。

2012~2014年公司预付款项账面净值分别为23.98亿元、36.23亿元和61.96亿元，年均增长60.75%，主要是和柳州市泛宇投资公司、广西合信精煤加工有限责任公司等单位的预付购房款和购煤款，2014年公司预付款项的大幅增长主要系公司下属冠信公司新并入子公司以及贸易预付款增长所致。

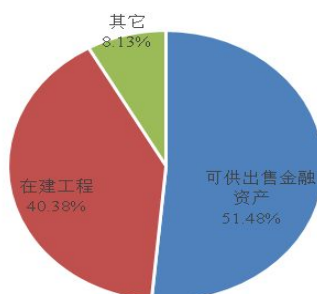
公司应收账款主要是和广州博工贸易有限公司、茂名市鸿发化工有限公司等单位的贸易往来款。2012~2014年公司应收账款净额分别为7.00亿元、16.50亿元和25.22亿元，三年复合增长89.83%；公司应收账款规模较小，近三年在流动资产中的占比分别为6.58%、7.89%和7.97%。2014年底，公司应收账款账面总值为25.73亿元，计提坏账准备总计0.51亿元；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款额为23.86亿元，占应收账款总额的92.72%，其中一年以内占比为96.52%，一至二年的占比为0.74%，逾期二年以内的占比为2.74%，累计计提坏账准备余额0.25亿元。由于公司应收账款金额占流动资产比例不大，回款的快慢程度对公司的经营现金流和短期偿债能力影响有限。

2012~2014年，公司其他流动资产分别为0.62亿元、0.98亿元和25.86亿元，2014年底公司其他流动资产较2013年底大幅增长，主要系新增25.20亿元委托贷款所致。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产合计437.18亿元，较2012年复合增长9.05%；非流动资产构成以可供出售金融资产和在建工程为主，具体情况见下图。

图11 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014年以前，公司铁路建设项目完工后实际投入成本由在建工程科目结转至“长期股权投资”科目并体现；2013年底，受铁路行业体制管理影响，铁路项目建成后由南宁铁路局统一运营管理，公司对项目公司不再具有较大影响，根据国家会计准则规定，公司“在建工程”账面价值须以成本法核算并转入“可供出售金融资产”体现，原以权益法核算并转入“长期股权投资”的账面价值作为成本法核算的初始投资成本一并转入“可供出售金融资产”科目。因此，2014年底公司长期股权投资由2013年底的22.41亿元大幅下降至0.30亿元；可供出售金融资产由年初的零值增加至225.08亿元，全部为成本法核算。

2012~2014年，公司在建工程账面价值分别为304.09亿元、346.12亿元和176.55亿元，主要为铁路建设项目，2014年末公司在建工程大幅减少主要系南广铁路、柳南城际铁路等建设项目完工结转所致。

近三年，公司持有至到期投资总额分别为1.80亿元、1.00亿元和16.07亿元，2014年底公司持有至到期投资规模大幅增加，主要系当年新增10亿元的交银国际信托和5.07亿元的定向资管计划所致。2012~2014年，公司其他非流动资产分别为14.74亿元、14.12亿元和16.40亿元，三年复合增长5.48%，系公司委托贷款增加所致。

截至2015年3月底，公司资产总额为769.03亿元，较年初增长2.04%，资产规模变化较小；公司的资产结构中流动资产占比38.45%，较年初下降3.54个百分点，资产的流动性有所下降。

总体看，近三年随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快。铁路投资基金的设立带动公司货币资金规模大幅增长，未来其将为公司铁路建设提供一定资金支持，公司整体资产质量较好。

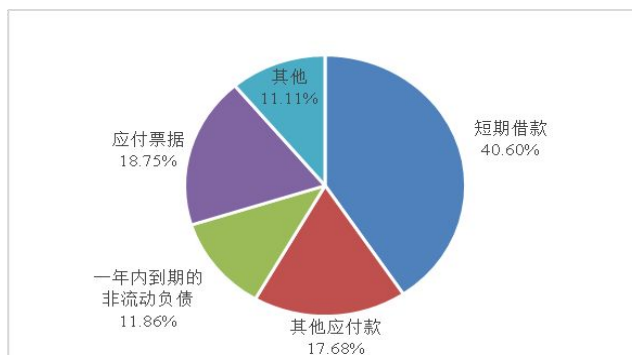
3. 负债和所有者权益

负债

近三年，公司负债总额分别为302.24亿元、391.26亿元和453.48亿元，三年复合增长22.49%，主要系短期借款、长期借款和应付债券等大幅增加所致。2014年底公司负债总额中，流动负债占比27.14%，非流动负债占比72.86%，非流动负债占据主导地位。

2012~2014年，公司流动负债分别为69.97亿元、123.24亿元和123.06亿元，三年复合增长32.62%；2013年底流动负债较2012年底大幅上涨76.14%，主要是短期借款和其他应付款增长所致。2014年底公司流动负债构成以短期借款（占比40.60%）、应付票据（占比18.75%）、其他应付款（占比17.68%）和一年内到期的非流动负债（占比11.86%）为主，具体情况见下图。

图12 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司短期借款金额分别为28.18亿元、54.37亿元和49.96亿元，三年复合增长33.16%，主要是公司的银行保证借款和信用借款的增加所致。2014年底公司短期借款中，银行保证借款占比55.96%，信用借款占比为44.04%。

2012~2014年，公司其他应付款分别为2.92亿元、28.64亿元和21.76亿元，年均增长173.04%；2013年公司其他应付款大幅增长主要系资金往来及项目质保金增加所致。2014年底，公司主要的其他应付款单位是佛山市辉腾投资有限公司、梧州市苍海建设开发有限公司、中铁十一局工程公司等，其他应付款性质主要是资金往来款；从账龄结构看，一年以内的占21.24%，一至二年的占78.47%，二年以上的占0.29%。

截至2014年底，公司应付票据金额为23.07亿元，较2012年复合增长166.17%；公司应付票据构成为银行承兑汇票、商业承兑汇票和信用证保证金，2014年底三者在公司应付票据总额的占比分别为64.30%、31.17%和4.52%。

公司一年内到期的非流动负债主要由长期借款和长期应付款结转而来。2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债分别为0.57亿元、1.50亿元和14.59亿元；2014年底公司一年内到期的非流动负债大幅增加主要是长期借款到期所致。

截至2014年底，公司非流动负债合计330.41亿元，主要由长期借款和应付债券组成。其中长期借款243.36亿元，三年复合增加8.75%，主要是对银行的质押、抵押和信用借款；长期借款偿还期限分布较为分散，未来不存在集中到期偿付风险。

2014年底，公司应付债券总额为69.74亿元，主要是公司近两年发行的企业债、中期票据和定向债，债券期限为5~10年，预计未来不存在集中偿付问题，截至2014年底公司应付债券情况见下表。

表10 截至2014年底公司应付债券明细 （单位：亿元）

项 目	发行金额	发行日期	债券期限	期末金额
2012 年企业债	10.00	2012/4/1	10 年	9.94
2014 年企业债	10.00	2014/6/23	10 年	9.93
2012 年中期票据	8.00	2012/2/8	5 年	7.94
2014 年中期票据	12.00	2014/3/17	5 年	11.99
2014 年第二期中票	10.00	2014/8/19	7 年	9.98
2013 年定向债	10.00	2013/11/18	5 年	9.96
2014 年定向债	10.00	2014/1/23	5 年	10.00
合计：	70.00	--	--	69.74

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司有息债务随公司负债规模扩大而逐年上升，三年复合增长率为25.20%；截至2014年底，公司全部债务为400.73亿元，其中短期债务占比21.87%，长期债务占比78.13%，长期债务占较大比例。2014年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.17%、57.17%和51.06%，整体的债务负担一般。截至2015年3月底，公司负债合计453.76亿元，较年初变化较小。2015年3月底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.00%、56.66%和50.64%，较2014年末均有略微下降。

总体看，公司负债规模逐年增长，整体负债水平适中。公司负债以非流动负债为主，长期借款和应付债券规模较大，未来公司存在一定资本偿付压力。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均复合增长32.17%；截至2014年底，公司所有者权益合计300.16亿元，其中归属于母公司的所有者权益275.70亿元，归属于少数股东权益24.45亿元。所有者权益中实收资本占51.53%，资本公积占44.66%，盈余公积占0.11%，未分配利润占3.69%，所有者权益的稳定性较好。截至2014年底，公司所有者权益的增加主要来自于股本和资本公积的增加。截至2015年3月底，公司所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，公司所有者权益中实收资本与资本公积占比较高，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014年公司实现营业收入166.32亿元，近三年复合增长53.17%，主要系公司主营大宗贸易业务规模迅速增长所致。2012~2014年，公司分别实现净利润1.58亿元、2.55亿元和3.64亿元，盈利水平稳步提升，近三年复合增长51.61%。

从期间费用方面来看，近三年公司期间费用分别为3.56亿元、8.24亿元和17.18亿元，三年复合增长119.72%，主要为公司财务费用大幅上升所致。近三年公司财务费用分别为2.29亿元、5.85亿元和14.58亿元，主要是由于公司债务规模的不断扩大导致财务费用的提升。近三年期间费用占营业收入的比重分别为5.02%、5.65%和10.33%，期间费用的大幅增长，对公司的营业利润存在一

定程度的吞噬。

由于公司铁路投资建设项目建成后，须转交南宁铁路局进行统一运营管理，公司铁路项目运营收益在投资收益中得以体现。2012~2014年，公司投资收益分别为1.03亿元、0.62亿元和0.07亿元，三年复合下降74.41%；近三年公司投资收益存在较大幅度下滑，主要是随着公司建成投产的铁路项目增加，铁路投产初期运营盈利能力普遍不足所致。2014年，公司铁路项目由“长期股权投资”转入以成本法计量的“可供出售金融资产”核算，受此影响，未来若公司不出售项目公司股权，其投资收益将大幅减少。

近三年，公司资产减值损失分别为0.05亿元、0.26亿元和2.43亿元，平均增长率达634.71%。公司资产减值损失主要由坏账损失和存货跌价准备构成；2013年底，公司从审慎经营的角度出发，对其应收款项风险管理及坏账准备计提管理规定等制度进行了修订，导致2014年公司坏账损失总额较2013年增加603.70%；此外，受外部环境变化影响，公司在2014年首次计提存货跌价准备0.58亿元，进一步引发了公司当年资产减值损失的大幅增加。

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.59亿元、3.23亿元和8.68亿元，其中政府补助收入分别为0.57亿元、2.83亿元和7.48亿元，体现了广西壮族自治区人民政府对公司发展的支持力度。

从盈利指标看，2014年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.94%、2.86%和1.44%，较去年分别增加了1.27、1.18和0.09个百分点，盈利能力有所增强。

2015年1~3月，公司实现营业收入28.37亿元，营业利润-1.61亿元，净利润-0.95亿元；2015年一季度公司出现一定程度亏损，主要是铁路建设项目财务费用总额较高，财政贴息资金存在一定滞后性所致。

总体看，公司整体盈利水平有所增长，但对政府财政补贴资金依赖程度较高；此外，公司期间费用大幅增长，对盈利能力带来一定负面影响，费用控制能力有待加强。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动的现金流净额分别为-8.81亿元、-49.85亿元和2.20亿元，经营活动现金流情况存在较大波动。由于以现金形式购置土地，2013年公司购买商品、接受劳务支付的经营性现金流出大幅增加，导致当年公司经营活动现金流净额呈大幅流出状态。从收入实现质量看，公司2012~2014年的现金收入比分别为101.21%、112.45%和96.59%，整体销售现金回款状况较好。

近三年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-94.98亿元、4.14亿元和-84.85亿元，2013年公司投资活动现金流呈现净流入状态，主要是公司当期集中收回前期发放的一些委托贷款，以及在固定资产和无形资产购置上产生的资金流出减少所致。

从筹资活动上看，公司2012~2014年产生的现金流净额分别为97.62亿元、84.78亿元和75.91亿元；其中，2013年政府财政借款归还等其他与筹资活动有关现金流入快速增长，导致公司当期筹资活动现金流入较2012年大幅提升。近三年公司偿还债务支付现金增长较快，分别为43.83亿元、92.27亿元和117.70亿元，导致公司近三年筹资活动现金流量净额呈下降态势。

2015年1~3月，公司经营活动现金净流入3.30亿元；投资活动现金净流出12.53亿元；筹资活动净流入2.40亿元。

总体看，目前公司现金流量规模较大，收入实现质量较好；未来随着公司铁路投资建设项目的增加，以及大宗贸易、房地产开发等业务规模的持续扩大，公司将通过加大债务融资规模、寻求政府政策资金支持等方式以满足公司业务发展的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司经营规模的扩大，以及借款等融资资金的到位，公司流动资产增长很快，2012~2014年，公司流动比率分别为1.52倍、1.70倍和2.57倍，速动比率分别为1.28倍、1.31倍和1.96倍；2014年末公司流动比率与速动比率较前两年末有明显提升，主要系公司预付款项、其他应收款和存货大幅增加所致，公司资产流动性较高。2012~2014年，公司现金短期债务比分别为1.00倍、1.00倍和0.74倍，2014年公司现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降；但整体看，公司短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标看，公司2012~2014年的EBITDA分别为4.59亿元、9.23亿元和19.64亿元，EBITDA利息保障倍数分别为0.30倍、0.47倍和0.82倍，公司的EBITDA全部债务比分别0.02倍、0.03倍和0.05倍，近三年公司EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比有所提升，但仍处于较低水平。未来随着债务规模以及资金成本的持续增加，公司长期偿债压力仍将持续，但公司作为广西壮族自治区人民政府下属的国有独资公司，并由广西国资委进行监督管理，是广西壮族自治区铁路基建项目筹集资金、整合资源和投资建设的重要平台，其偿债信誉等方面有较强保障。公司长期偿债能力面临一定压力。

银行授信方面，截至2015年3月底，银行授信总额492.89亿元，已使用317.99亿元。

对外担保方面，截至2015年3月底，公司经广西国资委核准，为非关联单位广西民族经济发展资金管理局提供保证担保45亿元，占净资产总额的14.27%；广西民族经济发展资金管理局为广西壮族自治区财政厅下属的事业单位，主要承担广西壮族自治区政府融资及资金管理职能，目前经营正常，公司或有风险不大。

过往债务履约方面，根据中国人民银行企业征信报告第B201505200079780460号（机构信用代码G1045010300717130W），截至2015年5月20日，公司不存在不良类及关注类贷款和负债。

截至2015年3月底，公司不存在未决诉讼及其他或有事项。

总体看，公司短期偿债能力较强；存在一定的长期偿债压力，但其作为广西国资委下属国有独资公司，偿债能力仍属较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至2015年3月底，公司全部债务为412.11亿元。本次拟发行债券规模不超过10亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较小，对公司负债结构将有一定影响。

以2015年3月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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59.53%、57.24%和51.40%，较本次发债前分别提高了0.53、0.59和0.76个百分点，负债水平有所提升，但考虑到本次债券募集资金用途为偿还银行贷款，对债务指标的影响不大。

2. 本次债券偿债能力分析

以2014年底的财务数据为基础，公司2014年EBITDA为19.64亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的1.96倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较好。公司2014年经营活动产生的现金流入222.97亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的22.30倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司作为广西壮族自治区内铁路投资建设的重要主体和广西方产权代表，在自治区内铁路建设项目获取上具有绝对垄断优势；此外，公司大宗贸易业务快速发展，收入规

模持续扩大，地产集团和大锰公司的整体并入也为公司带来新的发展机遇，公司整体盈利水平和竞争能力有望继续提高，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

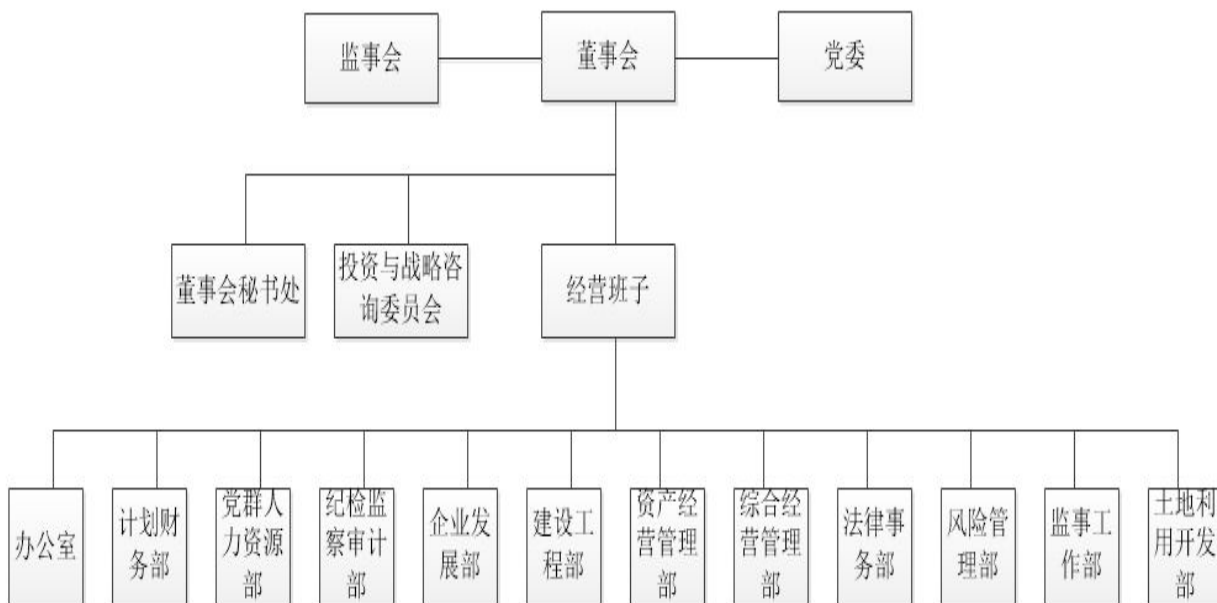
九、综合评价

公司作为广西壮族自治区政府直属的大型国有独资企业，主营业务为广西壮族自治区内铁路投资建设、大宗贸易和土地开发，受政府支持力度大，收入规模持续快速增长。随着铁路发展基金的成立和“区市共担”政策的执行，公司融资压力有所缓解。但同时，联合评级也关注到公司未来资本支出压力较大、贸易业务盈利能力不强和期间费用上涨过快等因素对公司整体经营和信用水平的不利影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进，以及贸易业务的持续发展，公司未来资产规模有望得以继续提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对发行主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 公司的组织结构图



附件2 广西铁路投资集团有限公司
2012年~2015年3月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年3月
流动资产：					
货币资金	317,623.83	708,329.17	645,443.47	42.55	574,340.77
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	336.54	11.36	12.22	-80.94	12.22
应收票据	3,450.00	455.00	1,560.00	-32.76	720.00
应收账款	69,981.71	164,962.76	252,182.95	89.83	290,057.14
预付款项	239,780.36	362,295.51	619,633.05	60.75	566,086.06
应收利息	0.00	4,004.83	20,017.28	--	19,427.49
应收股利	0.00	1,501.97	0.00	--	0.00
其他应收款	257,361.75	293,068.22	521,316.67	42.32	509,740.19
存货	169,559.73	472,121.45	752,262.78	110.63	778,572.80
一年内到期的非流动资产	0.00	73,830.70	93,505.66	--	178,748.33
其他流动资产	6,237.00	9,799.60	258,614.15	543.93	39,308.33
流动资产合计	1,064,330.92	2,090,380.57	3,164,548.23	72.43	2,957,013.34
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	2,250,814.14	--	2,407,508.90
持有至到期投资	18,000.00	10,000.00	160,745.68	198.84	515,274.98
长期应收款	0.00	0.00	3,707.00	--	2,707.00
长期股权投资	192,187.94	224,119.15	2,976.85	-87.55	3,976.85
投资性房地产	265,635.25	0.00	2,285.56	-90.72	2,272.71
固定资产	4,488.53	5,990.71	7,360.02	28.05	7,196.95
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
在建工程	3,040,884.89	3,461,249.62	1,765,466.34	-23.80	1,678,505.20
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	5,918.63	33,772.51	7,117.24	9.66	16,033.14
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	54.83	613.23	613.23	234.44	613.23
长期待摊费用	1,004.13	1,597.52	188.19	-56.71	701.22
递延所得税资产	709.39	843.59	6,518.02	203.12	6,518.02
其他非流动资产	147,400.00	141,200.00	164,000.00	5.48	92,000.00
非流动资产合计	3,676,283.60	3,879,386.33	4,371,792.27	9.05	4,733,308.22
资产总计	4,740,614.52	5,969,766.90	7,536,340.50	26.08	7,690,321.56

附件3 广西铁路投资集团有限公司

2012年~2015年3月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年3月
流动负债：					
短期借款	281,779.86	543,738.00	499,647.69	33.16	545,776.94
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债					
应付票据	32,567.97	147,549.24	230,739.86	166.17	194,064.90
应付账款	40,389.73	45,923.48	49,007.74	10.15	11,456.82
预收款项	48,994.96	86,443.14	50,178.33	1.20	47,559.63
应付职工薪酬	2,106.28	5,062.93	5,938.40	67.91	3,906.11
应交税费	-6,511.07	-7,057.20	-3,836.19	-23.24	-10,586.49
应付利息	8,802.72	9,694.49	31,665.93	89.67	16,630.80
应付股利	0.00	0.00	2,756.16	--	2,756.16
其他应付款	29,185.80	286,420.78	217,587.18	173.04	168,742.82
一年内到期的非流动负债	5,700.00	15,002.00	145,902.31	405.93	145,364.81
其他流动负债	256,656.04	99,658.90	1,056.02	-93.59	1,434.02
流动负债合计	699,672.28	1,232,435.77	1,230,643.43	32.62	1,127,106.51
非流动负债：					
长期借款	2,057,785.00	2,312,884.61	2,433,589.00	8.75	2,537,226.69
应付债券	178,765.36	277,954.55	697,428.77	97.52	697,250.41
长期应付款	3,180.00	0.00	89,880.77	431.64	95,765.58
专项应付款	83,017.97	89,297.97	82,536.97	-0.29	79,536.97
预计负债					
递延收益	0.00	0.00	690.54	--	690.54
其他非流动负债					
非流动负债合计	2,322,748.33	2,680,137.13	3,304,126.05	19.27	3,410,470.19
负债合计	3,022,420.61	3,912,572.90	4,534,769.48	22.49	4,537,576.70
所有者权益：					
股本	925,142.33	925,142.33	1,420,783.34	23.93	1,420,783.34
资本公积	730,275.88	1,041,545.08	1,231,284.63	29.85	1,240,880.63
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	3,136.17	2,820.12	3,150.37	0.23	3,156.35
未分配利润	51,228.15	76,133.69	101,820.02	40.98	93,222.57
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	1,709,782.53	2,045,641.22	2,757,038.36	26.98	2,758,042.89
少数股东权益	8,411.37	11,552.78	244,532.66	439.18	394,701.97
所有者权益合计	1,718,193.90	2,057,194.00	3,001,571.03	32.17	3,152,744.87
负债和所有者权益总计	4,740,614.52	5,969,766.90	7,536,340.50	26.08	7,690,321.56

附件4 广西铁路投资集团有限公司

2012年~2015年3月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年1~3月
一、营业收入	708,935.24	1,457,503.04	1,663,174.21	53.17	283,742.61
减: 营业成本	666,932.90	1,351,713.14	1,492,749.02	49.61	245,695.12
营业税金及附加	2,714.59	7,175.64	13,352.72	121.79	2,801.97
销售费用	2,735.96	5,798.14	5,505.84	41.86	537.76
管理费用	9,986.41	18,088.35	20,491.18	43.24	3,030.46
财务费用	22,864.07	58,463.77	145,809.01	152.53	47,841.55
资产减值损失	450.75	2,635.54	24,331.57	634.71	0.00
加: 公允价值变动收益	-0.36	1.83	0.86	--	0.00
投资收益	10,252.25	6,179.25	671.17	-74.41	112.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	13,502.44	19,809.54	-38,393.11	--	-16,052.25
加: 营业外收入	5,899.26	32,298.31	86,793.82	283.57	7,030.74
减: 营业外支出	112.23	16,561.25	275.23	56.60	8.42
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	19,289.47	35,546.60	48,125.49	57.95	-9,029.92
减: 所得税费用	3,452.20	10,082.05	11,724.41	84.29	432.59
四、净利润	15,837.27	25,464.56	36,401.08	51.61	-9,462.51
其中: 归属于母公司所有者的净利润	14,977.34	25,731.32	34,510.22	51.79	-9,631.77
少数股东损益	859.93	-266.77	1,890.86	48.29	169.26

附件5 广西铁路投资集团有限公司
2012年~2015年3月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2012年	2013年	2014年	变动率 (%)	2015年1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	717,485.58	1,638,935.86	1,606,470.05	49.63	318,003.34
收到的税费返还	4.11	0.00	44.66	229.80	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	231,923.89	309,691.99	623,159.92	63.92	110,828.68
经营活动现金流入小计	949,413.58	1,948,627.85	2,229,674.63	53.25	428,832.01
购买商品、接受劳务支付的现金	784,228.12	2,149,643.47	1,549,667.79	40.57	285,472.84
支付给职工以及为职工支付的现金	3,561.73	7,397.00	9,655.33	64.65	3,641.08
支付的各项税费	23,845.21	44,346.42	57,833.92	55.74	8,320.17
支付其他与经营活动有关的现金	225,856.35	245,789.28	590,562.32	61.70	98,425.67
经营活动现金流出小计	1,037,491.42	2,447,176.17	2,207,719.36	45.87	395,859.77
经营活动产生的现金流量净额	-88,077.84	-498,548.32	21,955.27	--	32,972.25
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	34,642.50	68,815.43	10,897.82	-43.91	0.00
取得投资收益收到的现金	8,359.25	21,553.43	2,022.07	-50.82	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产 收回的现金净额	0.00	117.23	0.00	--	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金 净额	0.00	0.00	79,539.66	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	116,744.09	578,895.30	672,073.88	139.93	168,153.42
投资活动现金流入小计	159,745.84	669,381.39	764,533.44	118.77	168,153.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产 支付的现金	861,980.16	326,359.64	284,594.79	-42.54	55,178.29
投资支付的现金	87,940.00	114,481.00	153,492.90	32.11	200.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金 净额	-187.39	3,554.82	0.00	-100.00	800.00
支付其他与投资活动有关的现金	159,824.61	183,557.50	1,174,946.29	171.14	237,254.16
投资活动现金流出小计	1,109,557.38	627,952.96	1,613,033.98	20.57	293,432.46
投资活动产生的现金流量净额	-949,811.54	41,428.43	-848,500.54	-5.48	-125,279.04
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	203,790.00	337,475.38	580,671.25	68.80	159,596.05
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	1,325,063.79	1,261,609.24	1,541,314.41	7.85	187,700.00
收到其他与筹资活动有关的现金	71,817.63	688,173.51	192,919.78	63.90	0.00
筹资活动现金流入小计	1,600,671.42	2,287,258.12	2,314,905.44	20.26	347,296.05
偿还债务支付的现金	438,344.35	922,714.60	1,176,962.42	63.86	183,161.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	131,617.99	200,675.99	219,915.98	29.26	82,885.04
支付其他与筹资活动有关的现金	54,556.41	316,042.32	158,967.46	70.70	57,261.46
筹资活动现金流出小计	624,518.75	1,439,432.90	1,555,845.87	57.84	323,307.75
筹资活动产生的现金流量净额	976,152.67	847,825.22	759,059.57	-11.82	23,988.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-61,736.72	390,705.34	-67,485.70	4.55	-68,318.50
加: 期初现金及现金等价物余额	379,360.55	317,623.83	708,329.17	36.64	638,059.27
六、期末现金及现金等价物余额	317,623.83	708,329.17	640,843.47	42.04	569,740.77

附件6 广西铁路投资集团有限公司
2012年~2014年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012年	2013年	2014年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	15,837.27	25,464.56	36,401.08	51.61
加: 资产减值准备	450.75	2,635.54	24,331.57	634.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	423.84	287.67	1,036.46	56.38
无形资产摊销	0.63	289.54	171.30	1,549.31
长期待摊费用摊销	198.92	1,688.04	2,015.95	218.35
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	9,837.62	0.06	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	0.36	-1.83	-0.86	--
财务费用	23,146.29	68,441.00	188,755.81	185.57
投资损失	-10,252.25	-6,179.25	-671.17	-74.41
递延所得税资产减少	0.59	-124.75	-5,674.44	--
递延所得税负债增加				
存货的减少	-142,380.87	-499,569.72	-481,782.79	83.95
经营性应收项目的减少	23,796.62	-434,501.60	-388,127.77	--
经营性应付项目的增加	700.02	333,184.86	645,500.06	2,936.65
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-88,077.84	-498,548.32	21,955.27	--

附件7 广西铁路投资集团有限公司 主要财务指标

项目	2012年	2013年	2014年	2015年3月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	--	12.27	7.87	--
存货周转次数(次)	--	4.21	2.43	--
总资产周转次数(次)	--	0.27	0.25	0.04
现金收入比率(%)	101.21	112.45	96.59	112.07
盈利能力				
总资本收益率(%)	--	1.66	2.94	0.51
总资产报酬率(%)	--	1.68	2.86	0.48
净资产收益率(%)	--	1.35	1.44	-0.31
主营业务毛利率(%)	2.57	2.76	3.66	4.54
营业利润率(%)	5.54	6.77	1.48	12.42
费用收入比(%)	5.02	5.65	10.33	18.12
财务构成				
资产负债率(%)	63.76	65.54	60.17	59.00
全部债务资本化比率(%)	59.81	61.58	57.17	56.66
长期债务资本化比率(%)	56.55	55.74	51.06	50.64
偿债能力				
EBITDA利息倍数(倍)	0.30	0.47	0.82	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.02	0.03	0.05	--
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.15	0.01	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.41	-0.14	-0.21	-0.02
流动比率(倍)	1.52	1.70	2.57	2.62
速动比率(倍)	1.28	1.31	1.96	1.93
现金短期债务比(倍)	1.00	1.00	0.74	0.65
经营现金流动负债比率(%)	-12.59	-40.45	1.78	2.93
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.46	0.92	1.96	--

注：2015年3月相关指标未年化。

附件8 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9 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。

联合信用评级有限公司关于 广西铁路投资集团有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年广西铁路投资集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西铁路投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广西铁路投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广西铁路投资集团有限公司的相关状况，如发现广西铁路投资集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如广西铁路投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至广西铁路投资集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送广西铁路投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月十一日