跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1538 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”、“18 桂交 01”和“18 桂交 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

广西交通投资集团有限公司
公司债券 2019 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	债券余额	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 年（3+2）	AAA	AAA	2018/06/25
18 桂交 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/06/25
18 桂交 02	15 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2018/06/05

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	2,293.28	3,629.93	3,674.51
所有者权益（亿元）	656.81	1,213.40	1,231.75
长期债务（亿元）	1,380.56	1,887.62	1,948.94
全部债务（亿元）	1,477.52	2,148.49	2,171.29
营业总收入（亿元）	211.12	263.15	84.68
净利润（亿元）	6.69	6.88	1.68
EBITDA（亿元）	52.29	61.32	--
经营性净现金流（亿元）	31.87	49.43	-7.94
营业利润率（%）	21.61	19.68	23.77
净资产收益率（%）	1.04	0.74	--
资产负债率（%）	71.36	66.57	66.48
全部债务资本化比率（%）	69.23	63.91	63.80
流动比率（倍）	1.14	1.45	1.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	0.81	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	1.23	--

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）、长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等有息部分已调整至债务核算；4. 2019 年一季报未经审计，相关指标未年化；5. 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

跟踪期内，广西交通投资集团有限公司（以下简称“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，面临良好的外部环境，在股权划转及资金方面继续得到有力的外部支持，与广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投”）重组后，公司在职能定位、经营和资产规模等方面得到提升；公司运营的高速公路在广西省公路网中仍居重要地位，收费里程及收费期限较长，通行费收入进一步增长，且多元化经营对公司主业形成一定协同效应。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，债务负担仍较重且跟踪期内进一步增大，应收账款及其他应收款形成一定资金占用且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，公司多元化运营的推进，以及与广西铁投整合的不断深入，公司未来经营规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司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”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．广西经济总量保持增长，高速公路及铁路建设需求较高，为公司发展提供良好的外部环境。

2．跟踪期内，公司作为广西壮族自治区内高速公路投资运营的主导公司，在项目资金方面继续得到有力的外部支持，此外公司与广西铁投进行战略重组，使得公司在职能定位、经营和资产规模等方面得到提升。

3．公司运营的高速公路里程占广西高速公

路总里程的比重约为 67.53%，区域经营实力极强；公司运营公路的收费里程及收费期限较长，且可带来相对稳定的收入和现金流入，2018 年公司通行费收入有所增长，随着试运营路段的正式通车，通行费收入有望进一步增加。

4．公司采取多元化经营，成品油和商贸物流板块对收入形成有效补充。

5. 公司货币资金及银行授信余额较为充裕，外部融资渠道畅通。

关注

1. 广西政府授权公司对其下属 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，路产划转将减少公司的资产和权益规模；未来 5 年内收费权即将到期的高速公路里程及通行费收入较高，若无法延期将对公司收入及利润产生一定影响。

2．跟踪期内，随着项目建设推进及合并广西铁投，公司债务增长较快，债务负担仍较重，且公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大资金支出压力。

3．公司应收账款和其他应收款规模较高，形成一定资金占用，且计提了较高的坏账准备，对利润形成一定侵蚀，回收情况仍有一定不确定性。

分析师

徐汇丰
电 话：010-85172818
邮 箱：xuhf@unitedratings.com.cn

袁 琳
电 话：010-85172818
邮 箱：yuanl@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“公司”）成立于 2008 年 7 月，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。截至 2019 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。2019 年 5 月，公司修订公司章程，其中将注册资本增加至 301.05 亿元，但尚未完成工商变更登记。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司本部的组织结构有所变化，主要是增加了土地利用开发部、总工程师办公室等；截至 2019 年 3 月末，公司共有从业人数 15,499 人。截至 2018 年末，公司纳入财务报表合并范围的二级子公司 77 家，较年初增加 6 家，减少了 1 家。

经广西壮族自治区党委、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，成为公司的二级子公司。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 3,629.93 亿元，负债合计 2,416.53 亿元，所有者权益合计 1,213.40 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 1,001.47 亿元。2018 年，公司合并营业总收入 263.15 亿元，净利润 6.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 49.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 153.35 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 3,674.51 亿元，负债合计 2,442.75 亿元，所有者权益 1,231.75 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 1,030.40 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现合并营业总收入 84.68 亿元，净利润 1.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.94 亿元，现金及现金等价物净增加额为-82.38 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[1]；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，分期发行。该 50 亿元公司债券已分三期发行完毕，分别为“广西交通投资集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）（品种一）”（17 桂交 01）、“广西交通投资集团有限公司 2018 年公司债券（第一期）”（18 桂交 01）和“广西交通投资集团有限公司 2018 年公司债券（第二期）”（18 桂交 02），具体债券要素见下表。

表 1　公司债券发行相关情况（单位：亿元）

债项简称	证券代码	发行规模	期限	起息日	行权日	到期日	票面利率
17 桂交 01	143073.SH	15.00	5（3+2）年	2017.4.17	2020.4.17	2022.4.17	4.62%
18 桂交 01	143559.SH	20.00	3 年	2018.4.2	--	2021.4.2	5.29%
18 桂交 02	143691.SH	15.00	5（3+2）年	2018.6.19	2021.6.19	2023.6.19	5.38%

资料来源：Wind，联合评级整理
注：仅列示本次跟踪评级报告涉及债项，未涵盖公司全部存续期内债项

截至 2019 年 3 月末，“17 桂交 01”、“18 桂交 01”和“18 桂交 02”募集资金已全部使用，已使用的募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金，与公司债券募集说明书的相关承诺一致。

[1] 根据 2019 年 5 月修订的公司章程，公司住所为中国广西南宁市民族大道 146 号三祺广场，目前尚未完成工商变更登记。

截至本报告出具日，公司已正常如期支付“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”每年应付债券利息。

三、行业及外部环境分析

1．高速公路行业

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至 2018 年末，中国高速公路里程 14.26 万公里，较年初增加 0.61 万公里。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至 2017 年末，全国高速公路债务余额合计 49,867.38 亿元，其中中部地区占比较高，其次为西部地区。

2018 年，全国高速公路建设完成投资 9,972 亿元，增长 7.7%，增速较 2017 年的 12.4%明显下降。

公路运输经济运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2018 年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续 2017 年下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长，但增速有所下降。2018 年，公路完成营业性客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%。

从行业政策看，《收费公路管理条例》修订稿提出对收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期，对投资规模大的高速公路，可以约定超过 30 年，若得以实施，收费期限的调整将有助于缓解高速公路企业偿债压力。此外，《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》等政策提出高速公路行业融资新渠道，有利于融资多样化及提高投资效率。但《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》的通知等政策，或降低公路货运在全社会货运的占比，对高速公路行业造成一定不利影响。

从未来发展看，根据各省市“十三五”规划，截至 2020 年，全国高速公路里程预计达到约 16.7 万公里，增量主要集中在中西部地区，而东部及中部路网较完善地区则把解决断头路及力争实现县县通高速作为首要目标。随着新增路产的建设以及路网效益的显现，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

总体看，2018 年，高速公路里程有所增长，未来随着新增路产的建设以及路网效益的显现，全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

2．外部环境

（1）广西区域经济

2018 年，广西壮族自治区实现生产总值 20,352.51 亿元，比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值增长 5.6%，第二产业增加值增长 4.3%，第三产业增加值增长 9.4%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 14.8%、39.7%和 45.5%，对经济增长的贡献率分别为 13.1%、25.4%和 61.5%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 41,489 元，比上年增长 5.8%。

2018 年，广西壮族自治区全社会固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.8%，其中，第一产业投资增长 18.6%；第二产业投资增长 13.0%，其中工业投资增长 12.2%；第三产业投资增长 9.9%。

基础设施投资增长 9.8%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 26.5%。房地产开发投资 3,004.13 亿元，比上年增长 11.9%。商品房销售面积 6,212.90 万平方米，增长 20.1%，其中住宅 5,589.89 万平方米，增长 19.3%。

2018 年，广西壮族自治区财政收入 2,790.35 亿元，较上年增长 7.1%。一般公共预算收入 1,681.48 亿元，增长 4.1%。其中，税收收入 1,122.03 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的比重为 66.7%。一般公共预算支出 5,310.89 亿元，较上年增长 8.2%，财政自给程度仍较弱。

（2）广西高速公路建设

截至 2018 年末，广西公路总里程 12.54 万公里，比上年末新增 0.22 万公里；其中，高速公路里程 5,563 公里，比上年末新增 304 公里。

2018 年 9 月，《广西高速公路网规划（2018—2030 年）》正式获批，在原规划的基础上新增路线里程 6,600 公里，改扩建里程 1,400 公里，合计新增建设规模 8,000 公里。高速公路总里程达到 15,200 公里，面积密度将达到 6.4 公里/百平方公里，比原规划的面积密度 3.6 公里/百平方公里提升 78%。

按当前物价水平进行投资规模匡算，2018—2030 年建成规划高速公路网共需资金约 1.16 万亿元（其中，原规划在建高速、未开工的高速公路项目尚需投资约 3,200 亿元；本次规划新增高速公路项目所需建设资金约 8,400 亿元）。建成规划高速公路网共需用地 112 万亩。

规划实施后，形成“1 环 12 横 13 纵 25 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。

（3）广西铁路建设

2018年，广西壮族自治区发展改革委印发《广西铁路建设“十三五”规划（修编）》，规划目标到2020年，广西铁路运营里程达到5,500公里，高速铁路达到2,000公里。按照规划，“十三五”将实施多个涉及柳州市的重点铁路项目，具体为：高速铁路规划建设南宁经柳州经桂林北至衡阳高铁、河池经柳州至贺州高铁；城际铁路规划建设柳州至河池、柳州至三江城际铁路；普速铁路规划建设柳州至广州铁路、涪陵至柳州铁路；既有线扩能改造项目包括续建焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造，规划建设黔桂铁路扩能改造、湘桂铁路柳州段改建工程；站场及枢纽项目建成柳州南铁路物流中心（铁路部分），规划建设柳州动车存车场。

2018年，广西壮族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、加快推进广西壮族自治区铁路建设等方面具有积极作用。

截至2018年末，广西壮族自治区铁路营业总里程5,202公里，比上年末增加11公里；其中，高速铁路营业里程1,771公里，广西与周边湘、粤、黔、滇四省全部实现高铁连通。

总体看，跟踪期内，广西壮族自治区经济保持增长，未来广西高速公路及铁路仍将保持较高的建设规模和投资需求，为公司发展提供良好的外部环境。

四、外部支持

1．股权划拨

经广西壮族自治区党委、人民政府同意，公司与广西铁投实施战略性重组，广西铁投并入公司；本次战略性重组资产评估日为 2018 年 12 月 31 日，该重组已获得广西国资委批复同意，本次战略性重组的工商变更登记手续已办理完成。

截至 2018 年末，广西铁投资产总额 1,022.56 亿元，所有者权益 404.68 亿元；2018 年，广西铁投合并营业收入 148.81 亿元，净利润 1.33 亿元。广西铁投是广西国资委直属的国有大型企业之一，是广西铁路投资建设的责任主体，作为中国铁路总公司（原铁道部）和广西铁路合作项目中广西方产权代表，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理，区域垄断优势突出。广西铁投营业收入构成主要为大宗商品贸易、锰矿产品冶炼及销售、房地产和金融业务，由于合并基准日为 2018 年末，广西铁投 2018 年度营业收入未合并至公司利润表。广西铁投并入公司将使公司增加广西壮族自治区内的铁路投资建设职能，经营规模和业务范围将进一步扩大。

根据广西政府“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，自治区政府负责 60%，各市负责 40%。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，由广西铁投先行对外融资解决铁路建设资金需求，然后再由各市投入等价资产平衡公司借款。

截至 2019 年 3 月末，广西铁投下属参股、控股的合资铁路项目公司有广西沿海铁路股份有限公司、广西南崇铁路有限责任公司等共计 9 家。项目公司已完工的铁路项目，在合并报表中体现为“可供出售金融资产”，处于建设期的铁路项目所投入资金于“在建工程”体现。

已建成铁路方面，截至 2019 年 3 月末，广西铁投共完成了南宁至广州铁路黎塘至广州段、湘桂扩能衡阳至柳州段等 19 条铁路工程建设，项目总投资合计 3,437.78 亿元，广西方计划出资合计 393.15 亿元，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广西铁投实际出资额存在差异，广西铁投实际出资 398.71 亿元。

截至 2018 年末，广西铁投在建铁路工程项目包括新建合浦至湛江铁路、新建贵阳至南宁铁路、新建南宁至崇左铁路等共 7 个，计划总投资 1,565.76 亿元，其中广西方出资 704.83 亿元，广西铁投累计已出资 55.95 亿元，后续有很大出资需求。

从在建及拟建项目出资计划看，截至 2018 年末，广西铁投在建及拟建项目计划总投资 5,570.75 亿元，其中广西方计划出资 1,601.04 亿元，2019—2023 年分别计划出资 97.50 亿元、166.00 亿元、185.81 亿元、216.93 亿元和 180.00 亿元。

从续建项目出资计划看，广西铁投新建云桂铁路、黎湛铁路电气化改造工程、南昆铁路南宁至百色段增建二线工程 3 个项目仍有进一步续建计划， 2019 年计划出资 11.70 亿元。

2．资本金注入

2018 年，公司资本公积-其他资本公积增加额为 81.79 亿元，主要是收到的车购税资金、广西壮族自治区财政厅拨付的高速公路建设专项资本金，以及沿线各地拨入的公路项目资本金。

总体看，跟踪期内公司在股权划拨及资本金注入方面继续获得有力的外部支持，与广西铁投重组后，公司在职能定位、经营和资产规模等方面得到进一步提升。

五、管理分析

2018 年，覃卫国和景东平同志任公司副董事长，同时免去罗根传和周志刚同志公司董事职务。根据公司董事会决议，聘任覃卫国同志为公司总经理。其中罗根传同志系因违法违纪被调查。

公司新任副董事长、总经理覃卫国先生，1970 年 6 月生，经济师，大学本科学历，工商管理硕士学位；历任广西柳工机械股份有限公司进出口分公司业务部经理、销售总公司副总经理、进出口分公司总经理、国际业务事业部总经理、柳工澳洲有限公司董事长、国际营销事业部总经理、广州

柳工机械股份有限公司总裁助理、海外投资部部长、柳工香港投资有限公司总经理、广西柳江县委副书记、县长、书记，广西国资委副主任、党委委员（其间：2013.03~2014.01 挂职任国务院国资委综合局副局长），广西南宁市人民政府副市长，广西西江开发投资集团有限公司党委书记、董事长；现任公司党委副书记、总经理、副董事长。

公司原监事会人员构成为广西壮族自治区国资委委派的 4 名监事（含监事会主席 1 名）以及公司选举产生的 2 名职工监事。2019 年 1 月，国有重点大型企业监事会的职责划入广西壮族自治区审计厅，不再设立广西政府向广西壮族自治区直属国有独资及国有控股企业派驻的 6 个监事会，原广西壮族自治区国有企业监事会不再派驻有关企业。根据广西国资委下发的通知要求，原广西壮族自治区国有企业监事会派驻公司的监事会主席和监事职务自动解除。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变更。

总体看，跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员发生较大变更，除副总罗根传系违法违纪被调查而不再任职，其他均是正常人事变动。

六、经营分析

1．经营概况

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、商贸物流等产业。2018 年，公司主营业务收入 257.92 亿元，较上年增长 24.18%，主要系通行费、商贸及物流收入增长所致。主营业务收入占营业收入的比重超过 98%，公司主业突出。2018 年末公司将广西铁投纳入合并范围，2018 年广西铁投的收入尚未合并，但预计自 2019 年起，公司的锰矿、贸易等收入将进一步增加。

分业务板块看，2018 年公司通行费收入较上年大幅增长 17.27%，主要系部分路段正式运营、以及车流量增长所致。油品销售收入较上年下降 4.13%，主要系受中石化直销业务下降、路外站价格战以及高铁开通等的持续影响。商贸物流业务主要为大宗建材、矿产品和其他物流贸易，2018 年公司商贸物流收入较上年增加，主要系建材贸易量增加、以及开展铝锭业务所致。公司房地产、金融业务的利息净收入等其他业务收入规模较小，对公司经营影响不大。

表 2　2017—2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	59.88	28.83	59.31	70.22	27.23	55.35
成品油	46.63	22.45	9.26	44.71	17.34	9.28
商贸物流	92.00	44.30	2.45	131.14	50.85	2.41
房地产	6.42	3.09	24.63	8.05	3.12	21.37
其他	2.76	1.33	90.32	3.79	1.47	76.22
合计	**207.69**	**100.00**	**22.22**	**257.92**	**100.00**	**19.69**

资料来源：根据公司审计报告整理

从毛利率看，2018 年公司通行费板块毛利率较上年减少 3.96 个百分点；房地产业务毛利率较上年下降 3.26 个百分点，系受结转的不同项目利润率有所差异影响；公司成品油、商贸物流、等业务毛利率较上年变化不大。2018 年，公司主营业务综合毛利率为 19.69%，较上年下降 2.53 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 84.68 亿元，较上年同期的 55.24 亿元大幅提高，主要系合并广西铁投所致。

总体看，跟踪期内，公司通行费收入和商贸物流收入较上年进一步增长，整体毛利率较上年略有下降，公司经营状况相对稳定。

2．高速公路

（1）公路运营

截至 2019 年 3 月末，公司运营收费公路共计 37 条，总里程 3,846.38 公里，较 2018 年 3 月末的 3,582.12 公里进一步增长。其中高速公路收费里程 3,778.65 公里，约占广西高速公路通车总里程的 67.53%，在广西自治区高速公路运营里程中仍居主导地位。公司运营高速公路多为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。

公司高速公路分为直接运营管理（由公司本部管理）和间接运营（由子公司管理）两种模式。所辖收费公路分为经营性公路和政府还贷公路，均采用联网收费方式，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管理局（以下简称“自治区高速管理局”）清分中心的结算账户，自治区高速管理局对各收费路段通行费每三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。

跟踪期内公司运营路段的日均通行量实现增长，整体收费里程较长，可为公司提供较高的通行费收入及经营性现金流入。截至 2019 年 3 月末，公司正式通车运营路段收费里程 3,004.07 公里，试运营路段收费里程 842.31 公里。2017—2018 年，公司利润表中的通行费收入分别为 59.88 亿元和 70.22 亿元；试运营路段通行费收入分别为 22.59 亿元和 18.57 亿元（试运营路段相关资产尚未转固，通行费收入尚未进入利润表）。

表 3　2017—2018 年及 2019 年 1—3 月公司正式运营收费公路总体概况（单位：公里、辆、亿元）

指标		2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
正式运营路段	收费总里程	2,061.72	2,630.92	3,004.07
	日均通行量	214,939	283,176	323,130
	通行费收入	59.88	70.22	21.92

资料来源：联合评级根据公司提供资料整理
注：车流量为断面实际通行量

通行费收费标准方面，公司的收费标准仍主要执行桂价费〔2014〕87 号规定，变化不大。2018 年 7 月 1 日起，停止收取六寨（黔桂界）至河池高速公路、河池至都安、隆林至百色、那坡至靖西、靖西至崇左、三江至柳州 6 条高速公路 1 类桥隧（即长度为 500 米至 1000 米桥隧）车辆通行费（桂价费〔2018〕58 号）。但鉴于公司运营路段较多、 收费里程长，预计对公司整体通行费收入影响不大。

收费权期限方面，未来五年内公司收费权即将到期的路段主要包括：泉南高速 G72 灵川至桂林段、汕昆高速 G78 宜州至柳州段，合计收费里程 340.70 公里，2018 年通行费收入 12.80 亿元占公司合并利润表通行费收入（非实际清分的通行费收入）总额的比例约 18.23%。未来五年内收费权即将到期的路段收费里程较长，占公司利润表通行费收入比重较高。但整体看，公司运营公路总规模较高，收费期限较长，部分路段尚处于试运营阶段，其通行费收入尚未进入利润表，未来一段时间内公司的通行费收入及现金流有保障。且随着在建高速公路竣工运营，收尾项目正式核定收费年限，以及未来新收费管理公路管理条例的出台，部分路段存在收费期延长的可能性。

表 4　公司未来五年内收费权即将到期的公路明细（单位：年、公里、亿元）

序号	路段	所属高速	收费年限	收费起始日期	收费截至日期	收费里程	2018 年通行费收入	公路性质
1	灵川至临桂	泉南高速 G72	20	2000.05.10	2020.05.09	23.28	0.89	收费还贷
2	宜州至柳州	汕昆高速 G78	20	2000.12.30	2020.12.29	109.60	3.08	收费还贷
3	南宁至坛洛	南宁绕城高速 G7201	20	2003.12.28	2023.12.27	59.01	3.61	收费还贷
4	都安至南宁	兰海高速 G75	20	2004.09.28	2024.09.27	125.81	4.59	收费还贷
5	黄沙河至全州	泉南高速 G72	—	2004.12.18	2024.12.17	23.00	0.63	收费还贷
未来 5 年收费权到期小计						**340.70**	**12.80**	**--**

资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

总体看，2018 年公司运营公路的通行量及通行费收入较上年有进一步增长，收费里程占全广西自治区高速里程的比重高；未来五年内部分路产收费权到期，路产通行费收入较高，若无法获得延期，则将对公司通行费收入产生一定影响。

（2）路产划转

根据广西政府批复文件桂政函〔2014〕197 号，广西政府同意成立广西高速公路还贷运营管理中心（以下简称“还贷中心”），广西政府授权公司对其下属 26 个政府还贷高速公路项目划转入还贷中心，公司可向政府申请将其中运营效益欠佳路段进行划转，具体划转高速公路情况见附件 1。

划转后的收费公路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。但文件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。

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：在本次公司债券存续期间，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%，或在两年内累计不超过净资产的 10%。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、盈利能力及信用水平产生重大不利影响，投资者可提出召开债券持有人会议，要求公司加速清偿本次债券，公司无条件接受上述要求。

文件中约定的 26 条公路项目目前全部为 2011 年以后新建成通车、目前正处于或建成后将处于培育期的运营效益欠佳路段。涉及划转事项的 26 条公路项目预计总投资 2,124 亿元，涉及里程 2,938 公里。目前，公司隆林至百色、宜州至河池路段、百色至靖西高速公路和六景至钦州港高速公路相关资产已完成划转，其余 22 条路段划转事项暂无确切计划。所划转的路段由于通行费收入无法覆盖成本和利息支出，划转后其支出将由还贷中心承担，因此划转事项对公司整体盈利水平呈正面影响。

跟踪期内，公司完成划转的为百色至靖西高速公路和六景至钦州港高速公路。根据公司公告，截至 2018 年 4 月 30 日，百色至靖西高速公路（广西百靖高速公路有限公司）的资产总额 84.20 亿元，负债总额 69.37 亿元，净资产为 14.83 亿元，2018 年预计亏损约 1.72 亿元。其中划转资产 81.80 亿元，划转负债 69.37 亿元，划转净资产 12.43 亿元。截至 2018 年 4 月 30 日，六景至钦州港高速公路（广西金城高速公路有限公司）的资产总额 74.35 亿元，负债总额 65.86 亿元，净资产为 8.49 亿元， 2018 年预计亏损约 1.74 亿元。其中划转资产 69.15 亿元，划转负债 65.86 亿元，划转净资产 3.29 亿元。

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；为避免短期内发生大规模路产划转，公司已做出相关承诺确保划转事项不会对公司资产规模、盈利能力造成重大不

利影响，且划转事项对公司盈利水平呈正面影响。

（3）公路建设

公司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%~40%，包括中央车辆购置税专项资金和各级地市财政出资部分。公司作为项目业主，以公开招标方式确定土建、房建、机电及监理的实施单位。

截至2019年3月末，公司主要在建高速公路共计10条，建设规模合计962.42公里，总投资额合计897.69亿元，累计已完成财务投资199.63亿元，尚需投资698.06亿元。

截至2019年3月末，公司收尾[2]项目 28个，建设里程合计2,600.03公里，总投资1,638.37亿元。

截至2019年3月末，公司拟建公路主要为桂林至柳州高速公路改扩建、南丹至下老、沙井至吴圩等5个项目，建设里程合计234.09公里，总投资合计414.00亿元。

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。但高速公路通车后车流量培育及路网效益形成需要较长时间，上述项目投资效益的实现具有一定滞后性，且公司在建及拟建项目投资规模大，未来面临较大资本支出压力。

3．成品油销售

公司成品油销售业务收入仍主要来源于子公司广西交通实业有限公司（以下简称“实业公司”）及广西石油销售有限公司（以下简称“石油销售公司”）自营及控股的加油站。截至2019年3月末，实业公司从事油品销售的有2家控股子公司，实业公司持股比例均为51.00%。同时，实业公司参股3家从事油品销售的公司，持股比例分别为40.00%、29.50%和45.00%。截至2019年3月末，公司自营、控股及参股的加油站合计168座，其中在运营162座，在建6座。在运营加油点中，2家控股子公司经营84座，3家参股公司经营66座，另有通过子公司实业公司和子公司石油销售公司自营的加油点12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。结算方面，目前结算方式主要为先款后货，除加油站零售给各运营公司的定点加油赊销外，其余均为现款销售，加油站回款周期约为2天，分销回款周期一般为7天（客户先预交7天的采购量货款）。2018年，公司油品销售收入44.71亿元，较上年下降 4.13%，主要系受中石化缩减直销业务使得公司直销业务下降、路外站价格战以及高铁开通等的持续影响。

总体看，受中石化缩减直销业务等因素影响，2018年公司成品油销售收入较上年有所下降，公司成品油销售收入高度依赖于中石油、中石化的销售政策和国内国际油价走势。

4．商贸物流

商贸物流板块收入主要来自子公司，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所需钢材、沥青等原材料规模较大，公司从供货商处可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和矿产品，盈利模式仍主要为购销价差。

2018年，公司商贸及物流收入为131.14亿元，较上年增长42.55%，主要系公司增加了路内建材贸易和铝锭产品贸易所致。其构成主要是大宗建材收入70.38亿元（较上年增长5.81%）和矿产品收入53.85亿元（较上年增长253.43%）。2018年，公司商贸流通业务毛利率为2.41%，较上年下降

[2] 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

0.04 个百分点，盈利水平仍较低。

2018 年，公司贸易主要供应商为广西投资集团银海铝业有限公司（采购金额为 40.02 亿元，主要采购铝锭）、柳州钢铁股份有限公司（采购金额 13.69 亿元，主要采购钢材）、浙商中拓集团股份有限公司（采购金额 6.96 亿元，主要采购钢材）。贸易业务主要客户为广西广银商务有限公司（销售金额 21.58 亿元，主要销售铝锭）、浙商中拓集团股份有限公司（销售金额 13.91 亿元，主要销售钢材）、浙江中拓供应链管理有限公司（销售金额 12.34 亿元，主要销售钢材）和上海勒韦国际贸易有限公司（销售金额 10.16 亿元，主要销售铝锭）。贸易业务仍主要依赖于几家供应商及客户。

总体看，2018 年公司贸易规模进一步扩大，仍为公司营业收入的主要构成部分，贸易业务毛利率水平较低，对公司利润贡献不大，供应商及客户集中度仍较高。

5．房地产业务

公司其他收入仍主要来自房地产收入、金融业务（同业拆借和发放小额贷款）带来的利息以及手续费和佣金收入等，以房地产收入为主。截至 2019 年 3 月末，公司主要房地产在售项目见下表，累计已投资 131.37 亿元，累计回款 83.37 亿元，部分项目回款相对缓慢。

表 5　截至 2019 年 3 月末公司主要在售房地产项目情况表（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	项目所在地	建设起止年份	规划建筑面积	可售面积	已售面积	总投资	已投资额	已销售额	累计回款
南宁金桥农产品批发市场	商业办公	广西南宁	一期：2007—2011 年；二期：2012—2018 年	45.88	14.75	10.84	15.65	13.80	7.20	6.67
五洲国际	商业住宅	广西南宁	2009—2011 年	8.60	8.60	8.02	3.80	3.80	8.06	8.06
五洲·半岛阳光	商业住宅	广西百色	2013 年—2021 年	39.50	16.82	13.50	13.00	9.71	4.90	4.11
九个半岛项目	住宅	广西武鸣	2012—2022 年	103.00	43.62	40.99	26.10	17.66	19.23	17.64
钦州长岛花园	住宅	广西钦州	2012—2015 年	12.99	9.92	5.61	22.28	8.87	1.89	1.76
梧州红岭商业街 AB 地块	住宅	广西梧州	2012—2022 年	168.00	39.60	13.11	53.32	24.33	6.31	5.59
桂林临桂新区中心区地块	住宅	广西桂林	2014—2019 年	27.00	20.39	7.32	11.00	6.32	3.11	3.05
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	2017—2021 年	93.59	66.34	15.12	58.49	15.23	14.24	13.06
玉林绿地城（通洲、通兴、通和）	办公、商业、住宅等	广西玉林市	2014.12—2021.9	135.34	24.65	19.31	59.33	12.93	11.59	8.70
润和春天	商业、住宅	广西来宾	2018—2023 年	7.44	6.84	4.72	2.12	2.04	1.57	1.45
金悦澜湾	商业、住宅、配套用房	广西南宁	2014—2021 年	53.00	17.79	16.76	28.00	16.68	13.96	13.28
合计	--	--	--	**694.34**	**269.32**	**155.30**	**293.09**	**131.37**	**92.06**	**83.37**

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年 3 月末，公司主要在建房地产项目包括五洲·半岛阳光、梧州市红岭 ZS-02-17 和 18 号地块、九个半岛、五象新区集团南宁总部基地、钦州长岛花园、桂林临桂新区中心地块、三祺和顺园、柳源居、金悦澜湾、东盟（南宁）国际汽车文化产业园房地产项目、玉林绿地城（通洲、通兴、通和），总投资额合计 243.95 亿元，已完成投资 96.85 亿元。公司房地产业务未来所需投资额度较大，后续房地产开发存在较大资金需求。

总体看，房地产业务收入占公司总收入比重较低，但公司部分房产项目资金回笼相对缓慢，公司在建房地产项目尚需投资较大，且房地产业务受行业景气度影响较大。

6．重大事项

重整阳鹿高速

公司于 2018 年 5 月与广西阳鹿高速公路有限公司（以下简称“阳鹿公司”）管理人签订重整投资合同，公司作为阳鹿公司重整投资人，以现金 10 亿元注入阳鹿公司并在承担银行债务后，取得阳鹿公司 100%股权。2018 年 3 月，公司与三家债权银行签订《广西阳鹿高速公路有限公司银行债权转股权协议书》，三家债权银行的全部债权转为其对阳鹿公司的股权；同时公司出让阳鹿公司部分股权转让给三家债权银行。转让后，阳鹿公司的注册资本为 16.31 亿元。公司承诺在法院判决阳鹿公司债务重整计划草案通过之日的第 8 年，三家债权银行将持有的阳鹿公司全部股权转让给公司，转让价款 36.75 亿元，公司于 2025—2026 年分四次支付转让价款。2018 年 5 月 31 日，广西壮族自治区南宁市中级人民法院批准阳鹿公司破产重整计划草案并终止重整程序。公司实际接管了阳鹿公司能够对其实施控制，于 2018 年 5 月 31 日将阳鹿公司纳入合并报表范围。

阳鹿公司为阳鹿高速的项目公司，阳鹿高速是国家高速公路网 G78 汕头至昆明高速公路组成部分，连接桂林市阳朔县至鹿寨县，里程 86.97 公里，为经营性公路，自公司重整阳鹿公司后，该项目已复工，预计 2019 年 8 月末通车。

总体看，2018 年公司对阳鹿公司进行重整，公司未来仍需要支付一定对价。

7．未来发展

未来五年，公司计划形成以高速公路、铁路等交通基础设施投融资为主，高速公路、铁路、金融等多个业务板块共同发展的局面，构筑广西高速公路、铁路网络，引领区域产业转型升级，打造全区经济发展新引擎。

七、财务分析

1．财务概况

公司 2017 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度财务报表经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年 1－3 月财务报表未经审计。

会计政策变更方面，2018 年公司根据财会〔2018〕15 号文件要求，对财务报表的列报进行了调整，并对可比会计期间的比较数据或项目名称进行相应调整，仅对财务报表列报格式产生影响。

2018 年，公司进行了会计估计变更，主要是小平阳至王灵高速公路执行的单车折旧系数已满三年，对该路段重新预测的车流量与原经批准的可行性研究报告中测算的车流量相比差异较大，需要调整单车折旧系数，导致公司增加营业成本和累计折旧 578.55 万元，影响不大。

截至 2018 年末，公司纳入合并范围的二级子公司合计 77 家，较上年新增 6 家、减少 1 家（广西元荣投资有限公司，系房地产业务板块的子公司之一）；其中，新纳入合并范围的广西铁投规模较大，且系通过非同一控制下企业合并纳入合并范围，公司财务数据可比性较弱；2018 年资产负债表大部分项目较年初变动原因系纳入广西铁投所致。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额 3,629.93 亿元，较年初增长 58.29%，主要系高速公路投资增加以及将广西铁投纳入合并范围所致；其中，流动资产占 19.09%，资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 692.86 亿元，较年初增长 145.76%；流动资产以货币资金（占 35.08%）、应收票据及应收账款（占 5.83%）、其他应收款（占 27.06%）和存货（占 25.24%）为主。

截至 2018 年末，公司货币资金 243.07 亿元，较年初大幅增长 190.18%；其中 12.04 亿元的货币资金（占比为 4.96%）使用受限，公司货币资金受限比例不高。应收票据及应收账款 40.43 亿元，较年初增长 101.06%；账面余额中 9.42 亿元按照单项金额重大并单项计提坏账准备，账龄多在 3 年以上，计提坏账准备 5.31 亿元；账面余额中的 16.59 亿元为账龄组合，其中账龄 1 年以内的占 86.52%；应收账款余额前 5 名欠款金额合计 16.70 亿元（分别为广西绿地鑫铁置业有限公司 5.68 亿元、志港实业有限公司 3.90 亿元、广西壮族自治区高速公路管理局 2.68 亿元、广西宜辉商贸有限公司 2.31 亿元和浙江中拓供应链管理有限公司 2.13 亿元），占应收账款余额合计数的 37.27%；坏账准备余额 6.15 亿元，计提比例为 13.74%；下游客户从事钢铁、商贸流通类业务的较多，由于诉讼或纠纷已计提较高比例的坏账准备。截至 2018 年末，公司其他应收款（含应收利息）187.47 亿元，较年初增长 181.56%；主要是其他应收款 185.24 亿元，期末余额前 5 名（见下表）占其他应收款余额合计数的 68.77%；其他应收款坏账准备余额为 41.74 亿元，计提比例为 18.39%；公司其他应收款规模较大、账龄偏长，形成一定资金占用，由于诉讼、纠纷、破产重整或者预计无法回收等原因计提坏账准备的金额较高，仍存在一定回收风险。截至 2018 年末，公司存货 174.86 亿元，较年初增长 89.69%；存货主要为房地产开发成本（占 82.29%）和房地产开发产品（占 6.19%），跌价准备余额为 5.21 亿元，较年初的 1.94 亿元大幅提高，主要系新计提以及广西铁投纳入合并范围所致。

表 6　截至 2018 年末公司其他应收款余额前五名明细（单位：亿元、%）

欠款单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备
广西高速公路还贷运营管理中心	往来款	99.62	1 年以内 60.36 亿元，1~2 年 13.46 亿元,2~3 年 25.81 亿元	43.89	--
茂名市世和城建房地产开发有限公司	借款及利息	17.17	2~3 年 12.16 亿元，3~4 年 5.01 亿元	7.57	0.20
广西荔浦中荔物资贸易有限公司	材料款	11.45	5 年以上	5.05	11.45
广西阳鹿高速公路有限公司管理人	破产重整资金	10.01	1 年以内	4.41	--
桂林朔方物资贸易有限公司	材料款	7.43	5 年以上	3.27	7.43
合计	--	**145.69**	--	**64.19**	**19.08**

数据来源：公司审计报告
注：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

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 2,937.07 亿元，较年初增长 46.02%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 15.68%）、固定资产（占 28.71%）、在建工程（占 40.44%）和无形资产（占 6.06%）构成。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 460.67 亿元，较年初的 2.04 亿元大幅增加，主要系广西铁投参股的铁路项目公司股权所致，根据现行铁路行业体制管理，铁路项目建成后由南宁铁路局统一运营管理，公司对合资铁路公司不具有控制权，已完工和完成财务决算的铁路项目由“在建工程”转入“可供出售金融资产”，按照成本法核算。公司固定资产（含固定资产清理）账面价值 843.22 亿元，较年初增长 67.33%，主要系百色至靖西、河池至都安、来宾至马山等高速公路项目转固所致；固定资产主要是公路及构筑物（占 94.06%），累计计提折旧 104.27 亿元；固定资产成新率 87.78%，

成新率较高。在建工程 1,187.74 亿元，较年初下降 7.18%，主要系高速公路项目转固所致；在建工程主要为公路工程（占 85.15%）及铁路项目（占 11.58%）。无形资产 178.09 亿元，较年初增长 56.61%，主要系公路土地使用权增加以及合并广西铁投所致；无形资产主要是公路土地使用权（占 60.00%）、采矿权（占 13.29%）和 BOT 特许经营权（占 12.03%），累计摊销 30.92 亿元。

截至 2018 年末，公司受限资产 41.54 亿元，主要是受限货币资金 12.04 亿元和用于借款抵押的投资性房地产 24.28 亿元；受限资产占总资产比重为 1.14%，受限比例较低。此外，公司已将部分高速公路的收费权和部分铁路项目代建协议项下的收费权质押给银行用于长期贷款，截至 2018 年末长期借款中质押借款账面余额为 1,097.67 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 3,674.51 亿元，较年初增长 1.23%；其中流动资产占 17.21%，非流动资产占 82.79%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，随着项目建设推进及合并广西铁投，公司资产规模继续增长，货币资金较为充裕，非流动资产中以收费公路为主，可为公司带来一定收入和现金流入；应收账款及其他应收款规模较大，形成资金占用，且计提了较高的坏账准备；房地产开发成本规模较高，但房地产开发及销售周期较长，且跌价准备进一步提高，去化情况有待观察。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额 2,416.53 亿元，较年初增长 47.67%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占 19.82%，非流动负债占 80.18%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司流动负债 479.05 亿元，较年初增长 93.20%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 14.50%）、应付票据及应付账款（占 9.69%）、其他应付款（占 27.12%）、一年内到期的非流动负债（占 26.26%）和其他流动负债（占 11.75%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 69.47 亿元，较年初增长 120.89%；短期借款主要是信用借款（占 83.00%）和保证借款（占 16.99%）。应付票据及应付账款 46.40 亿元，较年初增长 55.94%，其中应付账款 35.98 亿元，较年初增长 28.83%，主要是未结算支付的工程款和货款，其中账龄 1 年以内的占 89.02%。其他应付款（含应付利息及应付股利）129.94 亿元，较年初增长 21.29%，主要是往来款、项目合作款、未到保质期的质保金。一年内到期的非流动负债 125.78 亿元，较年初增长 97.53%，其中一年内到期的长期借款 52.75 亿元，一年内到期的应付债券 70.49 亿元。其他流动负债 56.30 亿元，较年初增加 56.28 亿元，主要系发行短期融资券所致。

截至 2018 年末，公司非流动负债 1,937.48 亿元，较年初增长 39.54%，主要系长期借款和长期应付款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 65.73%）、应付债券（占 13.79%）、长期应付款（占 18.08%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 1,273.43 亿元，较年初增长 24.81%；长期借款（含一年内到期部分）主要由质押借款（占 82.77%）和信用借款（占 14.63%）构成。公司长期借款主要是高速公路及铁路建设对应的项目贷款，期限较长。应付债券 267.15 亿元，较年初增长 133.34%，系 2018 年新发行公司债券、中期票据及将广西铁投的应付债券纳入合并所致。公司应付债券中，将于 2020 年和 2021 年到期的金额分别为 9.79 亿元和 93.62 亿元，将于 2022 年及以后到期的金额为 163.74 亿元（未考虑回售行权的债券）。此外，2019 年 4 月，公司发行 10 亿元 3 年期“19 桂交投 MTN001”。长期

应付款 350.27 亿元，较年初增长 42.47%，主要系合并广西铁投所致；公司长期应付款主要为广西交通厅—亚洲开发银行贷款、国债转贷资金、债务置换款、政府收费公路专项债券、政府铁路专项债券等，公司对上述债务负有利息偿付责任，本报告将其调整至长期债务核算。

截至 2018 年末，公司债务总额 2,148.49 亿元，较年初增长 45.41%。其中，短期债务占 12.14%，长期债务占 87.86%，以长期债务为主债务期限结构较好。短期债务 260.87 亿元，较年初增长 169.07%。长期债务 1,887.62 亿元，较年初增长 36.73%。截至 2018 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 66.57%、63.91%和 60.87%，较年初分别下降 4.79 个百分点、下降 5.32 个百分点和下降 6.89 个百分点。

公司权益中存在永续借款（截至 2018 年末为 15 亿元），如将其调整计入长期债务，截至 2018 年末，债务总额增至 2,166.47 亿元。截至 2018 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 66.99%、64.39%和 61.39%，较调整前分别上升 0.41 个百分点、0.45 个百分点和 0.48 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司债务总额 2,171.29 亿元，较年初增长 1.06%，较年初变化不大。其中，短期债务 222.35 亿元（占 10.24%），较年初下降 14.77%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。长期债务 1,948.94 亿元（占 89.76%），较年初增长 3.25%。截至 2019 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 66.48%、63.80%和 61.27%，较年初分别下降 0.09 个百分点、下降 0.10 个百分点和提高 0.40 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年 3 月末，公司债务总额增至 2,186.29 亿元；其中，短期债务 222.35 亿元（占 10.17%），长期债务 1,963.94 亿元（占 89.83%）。截至 2019 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 66.89%、64.25%和 61.75%，较调整前分别上升 0.41 个百分点、0.44 个百分点和 0.47 个百分点。

总体看，公司所处公路、铁路建设行业为资金密集行业，随着项目推进以及合并广西铁投，公司债务规模进一步提高，债务负担仍较重，以长期借款为主的债务结构较好。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 1,213.40 亿元，较年初增长 84.74%，主要系资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 82.53%，少数股东权益占比为 17.47%。归属于母公司所有者权益 1,001.47 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 29.96%、64.89%和 2.97%。权益结构稳定性较好。

截至 2018 年末，公司资本公积 649.86 亿元，较年初增加 424.77 亿元，其中无偿取得广西铁投 100%股权增加资本公积 342.98 亿元、收到车购税资金 66.71 亿元、收到广西自治区财政厅拨入的南玉高铁、新柳南高速公路项目资本金 9.00 亿元，资本公积减少主要系无偿划转出六景至钦州港、百色至靖西高速公路减少资本公积 15.72 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 1,231.75 亿元，较年初增长 1.51%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.65%，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内公司继续获得较高金额的中央车购税、高速项目资本金等，且获得广西铁投的股权划入，资本实力进一步增加，权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2018 年，公司实现合并营业总收入 263.15 亿元，较上年增长 24.64%，主要系通行费收入等增长所致。营业成本为 209.78 亿元，较上年增长 28.20%。营业收入增幅略低于营业成本增幅，营业利润率为 19.68%，较上年减少 1.93 个百分点，较上年变化不大。

2018 年，公司期间费用总额为 40.50 亿元，较上年增长 42.06%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.01%、18.83%、0.26%和 71.91%。其中财务费用为 29.12 亿元，较上年增长 55.21%，主要系利息费用增加所致。2018 年，公司费用收入比为 15.39%[3]，较上年增加 1.89 个百分点，公司费用控制能力一般。

2018 年，公司资产减值损失 4.14 亿元，较上年下降 55.64%，主要系商誉减值损失以及坏账损失减少所致。公司实现投资收益 4.82 亿元，较上年增长 169.52%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益 1.66 亿元以及处置长期股权投资产生的投资收益 1.34 亿元。2018 年，公司其他收益 0.42 亿元，较上年下降 30.28%。

综上，2018 年，公司实现营业利润 12.11 亿元，较上年增长 8.45%，净利润 6.88 亿元，较上年增长 2.88%。

从盈利指标看，2018 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 1.26%、1.35%和 0.74%，较上年分别下降 0.08 个百分点、减少 0.11 个百分点和减少 0.31 个百分点，2018 年下降较多，主要系合并广西铁投的基准日为 2018 年末，合并后公司总资产、净资产规模有所增加，而 2018 年财务报表未合并其收入、利润所致。

2019 年 1－3 月，公司实现营业总收入 84.68 亿元，较上年的 55.24 亿元大幅提高，主要系合并广西铁投所致；实现净利润 1.68 亿元，较上年同期的 3.31 亿元有所下降，主要系销售费用及财务费用增加所致。

总体看，公司营业收入继续增长，但资产减值损失继续侵蚀公司利润，整体盈利水平一般。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 328.98 亿元，较上年增长 28.91%，主要系通行费、贸易业务收款金额提高所致；经营活动现金流入额仍主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2018 年为 298.01 亿元，较上年增长 32.24%。经营活动现金流出 279.55 亿元，较上年增长 25.18%，主要系各项业务的经营支出较上年提高所致。综上，2018 年，公司实现经营活动净流入 49.43 亿元，较上年增长 55.09%。2018 年，公司现金收入比为 109.83%，较上年提高 6.31 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 35.49 亿元，较上年增长 109.79%，主要系收回投资收到的现金（主要是收回的理财产品、委托贷款）增加所致；投资活动现金流出 216.48 亿元，较上年下降 4.05%，主要系合并广西铁投带入货币资金，使得取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为-113.95 亿元所致。投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 246.09 亿元（较上年增长 25.58%）和投资支付的现金 79.56 亿元（较上年增长 385.29%）。综上，2018 年公司投资活动现金净流出 180.99 亿元，净流出额较上年下降 13.28%，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缺口。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 480.11 亿元，较上年增长 25.22%，主要系获得的各类高速公路项目资本金以及债务融资规模增加所致；筹资活动现金流出 195.76 亿元，较上

[3] 本报告费用收入比=（销售费用+研发费用+管理费用+财务费用）/营业总收入*100%

年下降 10.74%，主要系偿还债务规模减少所致。综上，2018 年公司实现筹资活动净流入 284.34 亿元，较上年增长 73.27%。

2019 年 1—3 月，公司经营活动净流出 7.94 亿元，投资活动现金净流出 97.97 亿元，筹资活动现金净流入 23.60 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较上年有所扩大，收入实现质量较好，公司项目投资建设规模仍较大，存在较高的投资和对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.14 倍和 0.77 倍分别提高至 1.45 倍和 1.08 倍，现金短期债务比由年初的 0.88 倍提高至 0.94 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 61.32 亿元，较上年增长 17.28%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 29.08%）、摊销（占 5.54%）、计入财务费用的利息支出（占 45.12%）和利润总额（占 20.26%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.81 倍，与上年持平，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.04 倍下降至 0.03 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 1.29 亿元，系公司对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。公司对外担保规模小，或有风险有限。

截至 2018 年末，公司共获得各金融机构授信总额 3,259.46 亿元，尚未使用授信额度 1,815.54 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1045010300685960Q），截至 2019 年 6 月 11 日，公司未结清贷款中，有 36 笔关注类贷款，无不良和违约类贷款，过往债务履约情况良好。根据国家开发银行广西分行（以下简称“国开行广西分行”）出具的《关于广西交通投资集团有限公司在我行关注类贷款的情况说明》，公司关注类贷款主要为国开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，在国开行广西分行未出现不良记录。

截至 2018 年末，公司及下属子公司涉及的主要未决诉讼事项 22 起（均为被告），涉及标的金额合计 9.94 亿元，主要是阳鹿公司的破产债权确认纠纷以及其他子公司涉及的合同、借款纠纷等。公司未决诉讼事项可能产生一定或有风险。

整体来看，公司短期偿债能力指标表现较好，考虑到公司为广西壮族自治区内重要的高速公路和铁路投资主体，在政策和资金方面得到有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

7．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 2,717.80 亿元，所有者权益 1,005.28 亿元，负债 1,712.53 亿元，全部债务 1,260.75 亿元，其中应付债券 144.94 亿元，应付债券（包含 1 年内到期的）为“12 桂交投债”、“13 桂交投 MTN001”、“14 桂交投 MTN001”、“15 桂交投 MTN001”、2016 年 11 月发行的 3 亿美元债券、“17 桂交 01”、“17 桂交 MTN001”、“18 桂交投 MTN001”、“18 桂交 01”、“18 桂交 02”。

截至 2018 年末，母公司资产负债率 63.01%，全部债务资本化比率 55.64%[4]。2018 年母公司实现营业收入 41.01 亿元，利润总额 10.72 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产 244.86 亿元，为“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”待偿本金（50.00 亿元）的 4.90 倍，公司现金类资产对“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”的覆盖程度高；截至 2018 年末，公司净资产为 1,213.40 亿元，为“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”待偿本金（50.00 亿元）的 24.27 倍，公司净资产规模能够对债券的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 61.32 亿元，为“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”待偿本金（50.00 亿元）的 1.23 倍，公司 EBITDA 对“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 328.98 亿元，为“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”待偿本金（50.00 亿元）的 6.58 倍，公司经营活动产生的现金流入对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司业务规模及行业地位、外部支持等因素，联合评级认为，公司对“17 桂交 01”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”的偿还能力极强。

九、综合评价

跟踪期内，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，面临良好的外部环境，在股权划转及资金方面继续得到有力的外部支持，与广西铁投重组后，公司在职能定位、经营和资产规模等方面得到提升；公司运营的高速公路在广西省公路网中仍居重要地位，收费里程及收费期限较长，通行费收入进一步增长，且多元化经营对公司主业形成一定协同效应。同时，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，债务负担仍较重且跟踪期内进一步增大，应收账款及其他应收款形成一定资金占用且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，公司多元化运营的推进，以及与广西铁投整合的不断深入，公司未来经营规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司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”“18 桂交 01”和“18 桂交 02”的债项信用等级为“AAA”。

[4] 由于数据可得性，2018 年末母公司债务数据未计算应付票据、其他应付款和长期应付款中的债务调整项目。

附件 1　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）	交工年份	是否验收	划转时间安排
1	隆林至百色	176.87	107.84	2011	是	2017 年 3 月已完成
2	宜州至河池	72.00	33.73	2012	是	2017 年 8 月已完成
3	六寨至河池	108.07	61.19	2012	是	尚无确切计划
4	钦州至崇左	129.56	63.80	2013	否	尚无确切计划
5	玉林至铁山港	174.46	72.41	2013	是	尚无确切计划
6	六景至钦州港	139.13	65.42	2013	是	截至 2019 年 3 月已完成划转
7	南宁外环	81.54	51.86	2014	否	尚无确切计划
8	河池至都安	92.32	65.56	2014	否	尚无确切计划
9	桂平至来宾	87.54	45.53	2014	否	尚无确切计划
10	靖西至那坡	90.42	68.82	2014	是	尚无确切计划
11	百色至靖西	97.10	73.41	2014	是	截至 2019 年 3 月已完成划转
12	灌阳至凤凰	47.97	30.44	2015	否	尚无确切计划
13	岑溪至水汶	30.72	24.42	2015	否	尚无确切计划
14	来宾至马山	114.69	63.23	2015	否	尚无确切计划
15	马山至平果	82.47	41.33	2015	否	尚无确切计划
16	柳州至武宣	88.45	51.01	2015	是	尚无确切计划
17	三江至柳州	168.73	124.72	2016	否	尚无确切计划
18	崇左至靖西	147.64	118.51	2016	否	尚无确切计划
19	梧州至柳州	212.55	200.00	2017	否	尚无确切计划
20	梧州外环	56.67	61.53	2017	否	尚无确切计划
21	靖西至龙邦	28.30	25.79	2018	否	尚无确切计划
22	河池至百色	179.18	173.54	2018	否	尚无确切计划
23	乐业至百色	154.57	190.79	2019	--	尚无确切计划
24	荔浦至玉林	261.74	230.59	2019	--	尚无确切计划
25	崇左至水口	94.13	60.01	2019	--	尚无确切计划
26	松旺至铁山港东岸	21.44	18.15	2019	--	尚无确切计划
合计		**2,938.26**	**2,123.63**	--	--	--

附件 2　广西交通投资集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	2,293.28	3,629.93	3,674.51
所有者权益（亿元）	656.81	1,213.40	1,231.75
短期债务（亿元）	96.95	260.87	222.35
长期债务（亿元）	1,380.56	1,887.62	1,948.94
全部债务（亿元）	1,477.52	2,148.49	2,171.29
营业总收入（亿元）	211.12	263.15	84.68
净利润（亿元）	6.69	6.88	1.68
EBITDA（亿元）	52.29	61.32	--
经营性净现金流（亿元）	31.87	49.43	-7.94
应收账款周转次数（次）	9.52	7.82	--
存货周转次数（次）	1.86	1.53	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	--
现金收入比率（%）	103.52	109.83	105.94
总资本收益率（%）	1.33	1.26	--
总资产报酬率（%）	1.46	1.35	--
净资产收益率（%）	1.04	0.74	--
营业利润率（%）	21.61	19.68	23.77
费用收入比（%）	13.50	15.39	21.22
资产负债率（%）	71.36	66.57	66.48
全部债务资本化比率（%）	69.23	63.94	63.80
长期债务资本化比率（%）	67.76	60.91	61.27
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	0.81	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	--
流动比率（倍）	1.14	1.45	1.42
速动比率（倍）	0.77	1.08	1.01
现金短期债务比（倍）	0.88	0.94	0.77
经营现金流动负债比率（%）	12.85	10.32	-1.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	1.23	--

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）、长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等有息部分已调整至债务核算；4. 2019 年一季报未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　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+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 4　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。