

信用等级公告

联合[2018]745 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广西交通投资集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月五日

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

2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：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 50 亿元

本期发行规模：不超过 15 亿元

债券期限：5（3+2）年

还本付息方式：按年计息，到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 5 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,917.79	2,117.71	2,293.28	2,378.31
所有者权益（亿元）	597.00	626.56	656.81	670.32
长期债务（亿元）	1,043.91	1,212.22	1,380.56	1,466.02
全部债务（亿元）	1,175.36	1,318.16	1,477.52	1,550.19
营业总收入（亿元）	194.36	175.75	211.12	55.24
净利润（亿元）	4.63	6.46	6.69	3.31
EBITDA（亿元）	44.22	39.86	52.29	--
经营性净现金流（亿元）	20.67	29.04	31.87	8.22
营业利润率（%）	19.87	20.66	21.61	24.22
净资产收益率（%）	0.80	1.06	1.04	--
资产负债率（%）	68.87	70.41	71.36	71.82
全部债务资本化比率（%）	66.32	67.78	69.23	69.81
流动比率（倍）	1.25	1.06	1.14	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	0.56	0.81	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.88	0.80	1.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.95	2.66	3.49	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券和长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等已调整至债务核算；4、由于公司进行前期会计差错更正并对前期数据进行追溯调整，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，2016 年财务数据采用 2017 年的期初数或上年同期发生额；5、2018 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西交投”）的评级反映了其作为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营主体，区域竞争力强，在政策及资金等方面获得较多支持；公司在广西高速公路网中具有重要地位，区域规模实力较强；公司运营的高速公路路段较多、收费里程较长，可为公司提供相对稳定的通行费收入及现金流；公司多元化经营，成品油销售、商品贸易业务对营业收入起到有效的补充。同时，联合评级也关注到公司路产划转事项将影响总资产和权益规模，未来投资规模大、面临较高的资金支出压力、债务负担较重，成品油及商贸业务波动较大，盈利水平较低，部分房地产项目存在去化压力，公司对应收款项计提了较高坏账准备，回收情况有一定不确定性等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

伴随广西壮族自治区区域经济的稳步发展，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 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，区域及行业地位突出，在政策及资金方面得到有力的外部支持。

2. 截至 2018 年 3 月末，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 66%，且公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，大部分连接南宁市与其

他地级市，区位优势明显，在广西高速公路网中具有重要地位，区域规模实力较强。

3. 公司运营的高速公路路段较多、收费里程及通行期限较长，可为公司提供可观的通行费收入及相对稳定的现金流。

4. 公司采取多元化经营，成品油和商贸物流板块收入规模大，对公司营业收入起到有益补充。

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，2017 年以来，公司下属隆林至百色、宜州至河池段高速公路已完成划转，路产划转对公司的资产和权益规模产生一定影响。

2. 由于高速公路属于资金密集型行业，公司债务增长速度快于资本增长速度，全部债务资本化比率处于较高水平，债务负担较重；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. 受宏观经济形势、市场需求等影响，公司成品油销售及商贸物流板块收入规模有所波动，盈利水平较低；部分房地产项目存在去化压力，销售资金回笼相对缓慢；公司对应收款项计提较高的坏账准备，对利润有一定侵蚀，需关注未来应收款项的回收情况。

分析师

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

  徐汇丰

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”或“广西交投”）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，由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）代表广西壮族自治区人民政府（以下简称“广西政府”）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〔2007〕13 号）文件，公司注册资本增加至 300.00 亿元（资本公积转增资本）。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 300.00 亿元，实际控制人为广西国资委。

公司经营范围：交通建设与经营；交通设施养护、维护、收费；对房地产、金融业、物流业、资源开发、交通、能源、市政设施、建筑业的投资、建设、管理以及国际经济技术合作；工业与民用建设工程咨询、施工、承包；工程项目管理；交通类科技开发；设计、制作、代理、发布国内各类广告；金属材料、建筑材料、装饰材料、机械设备、汽车配件、日用百货、办公设备、通信器材的销售；机械设备租赁。

截至 2018 年 3 月末，公司总部下设办公室、人力资源部、财务部、投资发展部、工程管理部、公路运营部等 15 个职能部门；共有从业人数 12,146 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 2,293.28 亿元，负债合计 1,636.47 亿元，所有者权益合计 656.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 585.65 亿元。2017 年，公司实现合并营业总收入 211.12 亿元，净利润 6.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.87 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.05 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 2,378.31 亿元，负债合计 1,707.99 亿元，所有者权益 670.32 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 597.61 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业总收入 55.24 亿元，净利润 3.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为 24.28 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

经中国证监会证监许可〔2016〕2299 号文核准批复，公司公开发行面值总额不超过 50 亿元的公司债券，分期发行，其中第一期“广西交通投资集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”发行工作于 2017 年 4 月 19 日结束，并于 2017 年 6 月 16 日上市交易，债券简称：“17 桂交 01”；证券代码：“143073.SH”，实际发行规模 15 亿元，票面利率 4.62%，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。第二期“广西交通投资集团有限公司 2018 年公司债券（第一期）”已于 2018 年 4 月 2 日发行，债券简称：“18 桂交 01”，债券代码：“143559.SH”，发行规模为 20 亿元，期限为 3 年，票面利率为 5.29%。

本期债券名称为“广西交通投资集团有限公司 2018 年公司债券（第二期）”，发行规模为不超过 15 亿元，票面金额为 100 元，按面值平价发行，发行方式为面向合格投资者公开发行，期限为 5 年，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。本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券按年计息，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。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后，主要用于偿还公司债务和补充流动资金。

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

(1) 行业概况

高速公路是重要的国家资源，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全具有重要作用。1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，高速公路建设规模较大，通车里程高速增长。我国高速公路通车里程由 1998 年末的 6,258 公里发展为 2017 年末的 13.65 万公里，年均复合增长率超过 18%。

整体看，我国高速公路发展较快，建设规模较大，但我国高速公路在密度上和跨省贯通上仍有很大的提升空间。

(2) 全国公路及高速公路建设情况

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50% 以上。根据交通运输部发布的《2017 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2017 年底，全国公路总里程达 477.35 万公里，较上年底增加 7.82 万公里，其中高速公路总里程 13.65 万公里，较上年底增加 0.65 万公里。

近年来，我国高速公路投资资金量逐年稳步提升，2017 年，全国完成公路建设投资 21,253.33 亿元，较上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元，较上年增长 12.4%。高速公路建设投资保持较快增长。

整体看，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

(3) 全国公路及高速公路运输情况

2015~2017 年，受高铁路网联通、航空客票价格下调等因素影响，居民出行方式更加多样化，对公路客运产生一定分流效应，全国公路客运量和旅客周转量逐年下降；而由于公路货运较为便捷，且相对于其他运输方式具有成本优势，货运量和货运周转量逐年上升（具体数据见下表）。

表 1 2015~2017 年全国公路运输情况（单位：亿人、亿吨、亿人公里、亿吨公里、%）

年份	客运量	客运量 同比增速	货运量	货运量 同比增速	旅客周转量	旅客周转量 同比增速	货运周转量	货运周转量 同比增速
2015	161.91	-6.70	315.00	1.20	10,742.66	-2.30	57,955.72	2.00
2016	154.28	-4.70	334.13	5.40	10,228.71	-4.80	61,080.10	5.40
2017	145.68	-5.60	368.69	10.3	9,765.18	-4.50	66,771.52	9.30

资料来源：交通运输部发布的《交通运输行业发展统计公报》

2015~2017 年，随着私家车保有量增长和高速公路路网的丰富，国家高速公路日平均交通量及国家高速公路日平均行驶量均逐年提高，具体数据见下表。

表 2 2015~2017 年国家干线公路交通流量（单位：辆、万车公里）

年份	国家高速公路日平均交通量	国家高速公路年平均日行驶量
2015	23,818	101,422
2016	24,468	109,261
2017	26,328	127,600

资料来源：交通运输部

整体看，近年来全国公路客运量持续下降，货运量有所上升。随着私家车保有量增长和高速公路路网的丰富，全国高速公路日平均交通量和全国高速公路日平均行驶量均呈现增长态势。虽然公路运输从整体上出现增速放缓的情形，但较其他运输方式相比依然占据最重要地位。

（4）行业竞争

目前，陆上运输方式基本为铁路运输和公路运输。铁路运输凭借其明显的价格优势成为长途货运的第一选择，但基础建设的长期滞后和管理不畅影响了铁路在交通运输中的重要性。与一般公路相比，高速公路以其行车速度快、通行能力大等特点，在交通运输中占据重要地位。

改革开放以来，我国经济发展迅速，东西部经济发展的不平衡带来交通运输需求。东部沿海区域经济发达，港口航运条件便利，而矿产、煤炭等基础原料主要分布在西北内陆地区。2017 年，全国完成营业性客运量 184.86 亿人，营业性货运量 472.43 亿吨；2017 年全国铁路完成旅客发送量 30.38 亿人，货运总发送量 29.19 亿吨；全国公路完成营业性客运量 145.68 亿人，完成货运量 368.69 亿吨，目前国内约 80%的货物运输量和 80%的旅客运输量通过公路运输。

2017 年，全国国道观测里程 21.24 万公里，机动车年平均日交通量为 13,916 辆，较上年增长 8.9%，年平均日行驶量为 295,361 万车公里，较上年增长 6.2%。其中，国家高速公路年平均日交通量为 26,328 辆，增长 10.5%，年平均日行驶量为 127,600 万车公里，增长 7.9%；普通国道年平均日交通量为 10,242 辆，增长 7.0%，年平均日行驶量为 167,764 万车公里，增长 4.5%。

整体看，我国公路运输需求强劲，其中高速公路在交通运输中保持重要地位，竞争能力较强。

（5）行业关注

政策风险

在我国国民经济发展的不同阶段，国家和地方产业政策会有不同程度的调整。国家宏观经济政策和产业政策的调整可能会影响高速公路建设运营企业的经营管理活动，对其经营产生不利影响。

此外，高速公路在建设期间，需征用沿线土地，并需取土和填埋废弃物，会对沿途的土地、河流、山地等植被和水土造成影响，车辆通过高速公路时会产生废气排放及制造噪音等一系列负面影响。因此，未来国家环保政策的调整将可能加高速公路建设运营企业的建设和运营成本。

经济周期波动风险

高速公路的投资规模和收益水平受到经济周期的影响，如果出现经济增长放缓或衰退，将可能使高速公路建设运营企业的经营效益下降。另外，高速公路项目建设所在地区的经济发展水平及未来发展趋势也会对项目本身经济效益产生影响。

经营风险

高速公路的建设具有建设周期长，资金投入大等特点，高速公路项目盈利还本所需的时间也相对较长，建设过程中的成本、工期和质量控制都将直接或间接影响高速公路建设运营的经营状况。

建成通车后，定期对路面的日常养护会增加养护成本，尤其是大修养护会影响公路的正常通行和交通流量，对高速公路建设运营的经营业绩造成一定的影响。

财务风险

高速公路建设是资本密集型行业，项目建设需要大规模资金支持。高速公路建设运营企业普遍具有资产负债率较高的财务特征，还本付息压力较大。

（6）行业政策

2012年8月，国务院发布《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发〔2012〕37号），此次规定免费通行的天数约20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，对高速公路运营企业的通行费收入及利润带来一定负面影响。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿，向社会公开征求意见，修订稿提出政府收费的高速公路将实行统借统还（即在一省范围内“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。

2017年7月，财政部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97号），明确地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债券”）是地方政府专项债券的一个品种，专项用于政府收费公路项目建设。收费公路专项债券作为政府债券，具有信用等级高、融资期限长、融资成本低等优势，是收费公路发展的重要资金渠道。收费公路专项债券的发行将有助于保障国家公路网规划目标的如期实现和防控交通领域政府债务风险。

整体看，高速公路的发展与国家政策高度相关，相关政策的变化将会对高速公路建设和运营企业的经营情况产生影响。

（7）未来发展

《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，以高铁、高速公路、民航等为主体，构建品质高、运行速度快的骨干网络；到2020年，高速公路将基本覆盖城区常住人口20万以上的城市，计划公路通车里程达500万公里、高速公路建成里程达15万公里。“十三五”期间，我国将继续加快推进国家高速公路网建设，有序发展地方高速公路。根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。

根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设，且来投资重点向中西部和老少边穷地区倾斜，西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。

整体看，“十三五”期间国家将继续完善路网规划，公路建设的总体需求依然强劲，发展红利继续释放。但同时，根据国家对“现代综合交通运输体系”的发展规划，铁路、民航运输设施的建设亦将迅速推进，对高速公路运输的分流效应或将延续，给高速公路行业带来一定挑战。

（8）广西高速公路情况

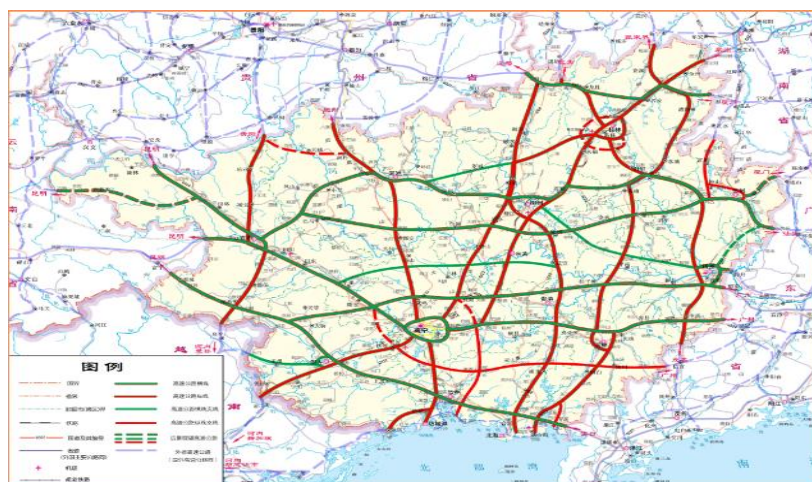
截至2016年末，广西收费公路里程5,035.8公里（不含已取消收费公路），较2015年底增加67.5公里，占公路总里程的4.2%。其中，高速公路、一级公路和二级公路分别占广西收费公路里程的90.4%、7.2%和2.4%。截至2016年底，广西收费公路累计建设投资总额为2,054.2亿元，较2015年底增加151.2亿元，增长7.9%。其中，财政性资本金投入为282.5亿元，非财政性资本金投入288.5亿元，举借银行贷款本金1,325.5亿元，举借其他债务本金157.6亿元。截至2016年底，广西收费公路年末债务余额为1,408.4亿元，较2015年底增长12.1%。

根据广西壮族自治区《县县通高速公路建设工作方案》要求，自2014年起，广西自治区将投资

3,077 亿元陆续开工建设 24 个高速公路项目，总里程 3,467 公里，基本实现所有县（区）通高速，形成东联西靠、南下北上、出省出边、通江达海、连接全区各市县的高速公路主骨架。

截至 2020 年末，广西壮族自治区计划实现“6 横 7 纵 9 支线”的路网布局。按计划，到 2017 年，高速公路里程达到 5,800 公里，实现 100 个县（区）通高速公路，县（区）通高速率达到 92%；到 2020 年，高速公路里程突破 8,000 公里，基本实现所有县（区）通高速公路。

图 1 广西高速公路路网规划修编布局方案示意图



资料来源：广西壮族自治区交通运输厅

总体看，根据广西未来实现县县通高速的规划，高速公路建设仍将保持较高的投资需求。

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。

成品油供给方面，2015~2017 年，我国成品油（汽、柴、煤）产量分别为 3.38 亿吨、3.48 亿吨和 3.58 亿吨，年均复合增长 2.92%。其中 2015~2017 年汽油产量分别为 1.21 亿吨、1.29 亿吨和 1.33 亿吨；柴油产量分别为 1.80 亿吨、1.79 亿吨和 1.83 亿吨。

成品油消费方面，2016 年，受累于全球经济持续低迷，中国经济增长乏力，国内成品油（汽、柴、煤）表观消费量为 3.15 亿吨，较上年有所下降；其中，汽油表观消费量为 1.20 亿吨，较上年增长 4.35%，增速较上年有所下滑；柴油表观消费量为 1.65 亿吨，较上年下降 4.62%。2017 年，成品油消费量较上年有所增长，汽油、柴油的消费量增速亦有提高。2017 年成品油（汽、柴、煤）表观消费量为 3.22 亿吨，较上年增长 2.25%，扭转了 2016 年较 2015 年下降 0.52% 的态势；但低于供给量，成品油继续维持“供大于求”的状况。其中，汽油表观消费量为 1.22 亿吨，较上年增长 2.03%，增速较上年有所下滑；柴油表观消费量为 1.67 亿吨，较上年增长 1.24%（2016 年较 2015 年下降 4.62%）；煤油表观消费量为 0.33 亿吨，较上年增长 8.63%，增速较上年减少 0.61 个百分点。

价格方面，自 2014 年以来，成品油价格持续走低，全国成品油价格指数从 2013 底的 961.74 降至 2015 年末的 630.41。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，境内成品油价格随国际油价走势及时调整，累计调整 17 次，其中上调 10 次，下调 6 次，涨跌互抵后，2017 年全年平均价格水平较 2016 年有所提升。2018 年 2 月 9 日，国家发改委再次下调国内成品油价格。整体看，国内油价有所波动。

总体看，受全球经济持续低迷，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等因素影响，国内成品油产销量增速较慢；受国际油品供求和油价影响，按照我国成品油价格形成机制，国内油价有所波动。

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。2017 年，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，钢材贸易的上游行业是钢铁、钢材制造商。受去产能、环保限产政策和产业结构调整影响，2017 年我国钢材产量 10.48 亿吨，较上年的 11.36 亿吨进一步减少。2017 年，钢铁制造的主要原材料铁矿石的价格有所下行，主要由于 2017 年四大矿山的增产，国内铁矿石港口库存量居高不下，钢铁行业去产能以及秋冬季钢厂的限产，使得对铁矿石需求有所下跌，抑制铁矿石价格上行。铁矿石价格低迷，对于钢材制造企业的成本控制是一定利好。

需求方面，钢材的主要下游行业包括机械、建筑、汽车等，2017 年有所回暖。机械用钢主要包括型材、锻件等，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，2017 年全国房地产开发投资较上年增长 7.0%，继续平稳增长，但随着国家对房地产调控政策的收紧，未来发展形势尚不明朗；基础设施投资额完成 14.00 万亿元，同比增长 19.0%，国家依托于基础设施建设保持“稳增长”的政策环境对于钢材需求产生积极影响。2017 年我国汽车产量为 2,901.5 万辆，同比增长 3.2%，增速较上年的 13.10%大幅下滑，主要是由于受小排量汽车购置税减半¹政策刺激销售等影响，2016 年汽车销量增速较高；但 2009~2010 年汽车行业爆发式增长积累了过剩产能，汽车行业整体增速趋缓，且根据 2016 年 12 月的财税〔2016〕136 号文件，小排量汽车购置税由 5%调增至 7.5%，未来小排量汽车消费增速或将收窄。

价格方面，2017 年以来，随着供给侧结构性改革、“去产能”的持续推进、“地条钢”全面清除，以及下半年地产用钢需求总体好于预期，钢材市场的供需情况持续改善，钢材价格除了在 3~4 月中旬有一定回落以外，2017 年以来总体持续波动上涨，Myspic 综合钢价指数由 2017 年初的 127.77 增长至 2017 年 12 月上旬的 168.43 点。此外，长材的价格强于板材，成品材料价格强于原料钢；此外，在“地条钢”去化后，区域供应格局继续分化，加之 2017 年环保对需求影响加大，各地赶工期需求再度推升钢价，南北差价全年维持在较高水平，南方价格显著高于北方。但自 2017 年 12 月以来，受季节性消费淡季、房地产加大调控力度等因素影响，钢材的市场需求有所缩减，价格震荡下滑，至 2018 年 3 月末降至 141.50 的低点后逐步波动回升，至 2018 年 5 月底为 151.34 点。

钢铁贸易商是钢铁供应链中连接上游厂商及下游消费者的重要枢纽，2017 年钢材价格整体波动上涨或将提高钢材贸易商的利润空间。但钢贸行业进入门槛较低，产品、服务同质化程度高，竞争激烈，行业利润水平不高。

总体看，2017 年以来，国家推进供给侧改革以及钢铁下游行业逐步回暖，带动钢铁、钢材市场价格回升；此外，2017 年底至 2018 年 3 月期间，钢材价格回落明显，整体波动较大，未来走势仍有不确定性；从长期看，下游行业超预期增长的可持续性不强，钢铁行业结构性产能过剩的问题依旧突出。

¹ 根据财政部和国家税务总局发布的《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税〔2015〕104 号），自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%的税率征收车辆购置税。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系根据《关于同意设立广西交通投资建设集团有限公司的批复》（桂政函〔2007〕246号）的批准，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，由广西国资委代表广西政府履行出资人职责，实际控制人为广西国资委。公司作为广西省内最大的交通投资主体，主要从事广西省政府授权范围内的高速公路投资建设、管理、收费及养护工作。

截至2018年3月末，公司运营收费公路总里程3,582.12公里，其中高速公路收费里程3,514.39公里，约占广西高速公路通车总里程的66%（剩余的高速公路主要由广西北部湾投资集团有限公司及其他业主管理），公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，大部分连接南宁市与其他地级市，区位优势明显，在广西高速公路网中具有重要地位，区域规模实力较强。

依托高速公路投资与经营业务，公司同时发展成品油销售、贸易物流业等，在一定程度上为公司多元化发展提供了保障，对公司营业收入起到有效补充作用，显现一定协同作用。

总体看，公司下属高速公路收费里程占全广西自治区的份额较高，且公司的高速公路地理位置优越，具有较强的区域竞争优势，且公司依托高速公路投资和经营业务进行了多元化发展，在一定程度上增强了公司的经营能力。

2. 人员素质

截至2018年3月末，公司董事、监事和高级管理人员共14人，其中董事4人、监事6人、高级管理人员6人（其中2位董事兼任高管）。根据公司于2017年9月1日发布的《广西交通投资集团有限公司董事、总经理发生变动的公告》，公司原总经理刘可先生因工作调动，不再担任公司董事、总经理职务，截至本报告出具日，公司新的总经理尚未到任。

公司董事长周文先生，1963年8月生，研究生学历，高级工程师，历任广西壮族自治区交通科学研究所副总工程师、副所长、所长，广西新发展交通集团有限公司总经理、副董事长，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）董事长、总经理，广西壮族自治区国有资产监督管理委员会副主任、党委委员，广西北部湾投资集团有限公司董事长、党委书记、总经理；现任公司董事长、党委书记。

公司监事会主席王海燕女士，1969年7月生，中共党员，曾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。

截至2018年3月末，公司合并口径共有在岗职工12,146人，按年龄划分，30岁以下占48.35%，31~40岁的占28.44%，41~50岁的占17.50%，51岁及以上占5.71%；按学历构成划分，研究生学历占4.52%，本科学历占24.99%，专科学历占23.53%，中专及以下学历占46.96%。

总体来看，公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经历丰富；公司职工队伍年龄构成合理，能够满足公司经营发展的需要。

3. 区域环境

公司位于广西壮族自治区南宁市，是东盟十国贸易往来聚集点，具有独特的区位优势。2009年12月7日，国务院《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》（国发〔2009〕42号）明确指出：广西地处华南、西南结合部，是中国面向东盟的重要门户和前沿地带，是西南地区最便捷的出海大通道，在促进区域协调发展、深化与东盟开放合作、维护国家安全和西南边疆稳定中具有重要战略地位。广西今后面临打造区域性现代商贸物流基地、先进制造业基地、特色农业基地和信

息交流中心、加快建设并完善与东盟合作平台、培育中国沿海经济发展新的增长极等战略任务：还特别指出要加快建设综合交通运输体系，构建连接周边省份和东盟国家的铁路、公路、水运和航空综合交通运输网络，增强跨越发展的支撑能力。

广西壮族自治区经济继续保持较快发展，2017年，广西全区完成地区生产总值20,396.25亿元，较上年增长7.3%，增速与2016年持平；第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为14.2%、45.6%和40.2%，与2016年的15.3%、45.1%和39.6%相比，第二、第三产业占比有所增加。广西壮族自治区的主导产业为糖业、石化、有色金属、钢铁冶金、汽车制造等，多为传统产业，且周期性较强。

2017年，广西固定资产投资力度进一步加大，全社会固定资产投资20,499.11亿元，较上年增长12.4%。其中，固定资产投资（不含农户）19,908.27亿元，较上年增长12.8%。基础设施投资6,722.28亿元，增长13.7%，占固定资产投资（不含农户）的比重为33.8%。交通运输、仓储和邮政业完成投资2,026.02亿元，较上年增长9.9%。

2017年，受经济回稳、大宗商品价格快速上涨等因素影响，广西自治区财政实力进一步增强，全区地方一般公共预算收入为1,615.03亿元，同口径较上年增长5.2%，增速较上年提高2.8个百分点。其中，税收收入1,057.59亿元，同口径较上年增长6.3%；非税收入557.44亿元，同口径增长3.2%。2017年广西自治区的一般公共预算总收入中，中央补助收入2,634.72亿元，较上年的2,424.77亿元进一步增加，中央对广西的财政补助力度较大。2017年，广西自治区一般公共预算支出4,912.89亿元，财政自给率为32.87%，财政自给程度较低。

2017年，广西自治区政府性基金收入为966.67亿元，较上年增长20.1%。

截至2017年末，广西全区政府债务约2,836.72亿元，其中一般债务余额3,049.68亿元，专项债务余额1,787.04亿元，均控制在政府债务限额内，但相比财政收入，地方政府债务余额偏高。

总体看，公司所处广西壮族自治区的区位优势突出，经济水平及财政实力有所增强，固定资产投资力度不断加大，为公司发展提供了良好的外部环境；但广西支柱行业以传统产业为主，易受经济周期波动，地方财政自给程度较低。

4. 外部支持

（1）政策支持

2009年，根据《关于对广西交通投资集团有限公司给予支持的函》（桂财预函〔2009〕140号），经广西政府同意，广西壮族自治区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14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，由自治区财政予以先行垫付。

2014年，根据《研究我区重大公路交通项目建设有关问题的纪要》（桂政阅〔2014〕10号），为整合利用内部资源，优化债务结构，有效防范和化解债务风险，推进广西区域内公路事业发展，广西政府议定如下事项：①在南宁市范围内安排自治区本级国有土地注入公司，土地开发收益用于高速公路建设；②原则同意公司与自治区农垦局合作项目（房地产、产业项目）涉及用地不纳入自治区国土资源厅《关于冻结自治区本级国有土地资产处置和建设用地审批的通知》（桂国土资发〔2011〕112号）适用范围；③原则同意2014~2016年期间每年在南宁、柳州、桂林市范围内安排一定数量新增建设用地指标，支持公司相关产业项目开发，筹措高速公路建设资金；④关于安排广西交通投资集团300座加油站指标问题，由自治区商务厅负责研究解决；⑤广西财政厅要筹措资金，支持安排新开工高速公路的资本金，并根据财力情况安排一定数额资金对公司负责实施的政府还贷高速公

路项目给予适当贴息。

(2) 项目资金支持及资产划拨

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（桂财建函〔2016〕87 号）、收到广西财政厅拨付的财政资金 7.11 亿元。

2017 年，公司资本公积当年增加额为 38.86 亿元，主要包括：收到车购税资金 25.64 亿元；收到广西壮族自治区财政厅拨入崇水高速公路、新柳南高速公路项目资本金 7.24 亿元；根据《崇左至水口高速公路项目合作协议》约定，子公司广西崇瑞高速公路有限公司收到崇左市、江州区、龙州县人民政府下拨的森林植被恢复费及征地拆迁款作为国家资本金投入，增加资本公积 2.23 亿元。广西政府向公司无偿划入原由广西人民政府办公厅监管的企业自治区人民政府汽车队加油站（即为公司自营的加油站），公司 2017 年增加资本公积 1.16 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，在区域竞争力方面具备优势，在政策及资金等方面得到有力的外部支持。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《中华人民共和国公司法》，公司制定了公司章程。根据章程规定，公司设立了董事会、监事会和经理，建立了较为健全的公司治理架构和治理制度。

公司不设股东会，由出资人广西国资委行使《公司法》规定的有限责任公司董事会职权；董事会为公司的经营决策机构，对广西国资委负责，董事人数为 5~11 人的单数，董事由出资人委派，但董事中的职工代表由公司职工代表大会或职工大会选举产生，董事任期为每届三年，任期届满，连派连选可以连任；其中，董事会设董事长 1 人，可以设副董事长，董事长因故不能履行职权时，可以指定副董事长或其他董事代行其职权。公司设监事会，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，监事会成员 5 人²，其中应包括职工代表一名。另外，公司设总经理 1 人³，可设副总经理，董事会成员经广西国资委批准，可兼任总经理、副总经理；总经理负责公司的日常生产经营管理，组织实施董事会决议。

总体看，公司建立了健全的法人治理结构，能够满足公司的日常经营和管理需要。

2. 管理体制

组织结构方面，公司内设财务部、投资发展部、工程管理部、公路运营部等 15 个职能部门，部门设置合理、职责清晰。内部管理制度方面，公司制定了一系列内部管理制度。

资金运行和财务管理方面，公司制定了全面预算管理、资金管理模式和应急预案、资金运行管理等管控制度。通过资金预算实现平衡资金的收支；对高速公路建设项目全程跟踪审计、及时有效的分阶段审计，对项目建设全过程建立必要的监督约束机制；通过公司内部结算中心具体负责公司资金集中管理、内部资金融通和资金使用监督管理等工作；建立健全资金运营管理制度，制定短期资金调度应急预案，每月月末编制次月资金计划，每年年末编制次年资金计划，每月定期召开资金调度会议，确保资金流的平稳；若出现还款或兑付资金困难时，公司将及时启动短期资金调度应急预案，包括但不限于启用未使用的银行授信、处置可变现流动资产等。

² 广西国资委向公司委派了 4 名监事，为满足公司章程中关于职工监事人数的规定，公司选举产生 2 名职工监事，因此目前监事人数超过公司章程规定人数。

³ 目前，公司总经理岗位人员空缺。

投资方面，公司制定了相应投资管理办法，对公司及所属全资、由公司直接或间接控股的企业（上市公司除外）的投资行为进行规范。公司统一集中管理投资审批权，下属单位的投资，必须逐级上报，经过公司审批同意才能实施。此外，公司为加强经营预测，做好经济运行情况分析，定期召开投资与经营分析会。

公司制定了项目招标管理办法（试行），对公司及下属单位作为业主的项目的招标工作进行统一规范，对招标方式和范围、招标工作的组织及职能、资格预/后审和招标文件的编制与审批、招标程序以及招标文件中的重要条款等进行了明确要求，确保公司的项目招标工作依法有效地开展。

高速公路养护方面，公司制定了相关制度，明确高速公路养护组织体系和管理模式，计划制定、工程施工、质量管理等程序，规范养护费用会计核算，提高养护工程质量和养护管理水平。

总体看，公司内部组织结构合理，管理制度健全，内控措施得力，管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事高速公路建设、运营与管理，同时发展成品油、商贸物流（具体包括大宗建材、矿产品等）及其他业务。从收入构成来看，2015~2017 年，公司主营业务收入波动增加，分别为 190.53 亿元、171.60 亿元和 207.69 亿元，占营业收入的比重均超过 97%，公司主业突出。

公司整体经营较为多元化。分业务板块看，2015~2017 年，公司通行费收入有所波动，占公司营业收入的比重较为稳定，2016 年受经济下行导致货运量下降、高铁开通导致居民出行方式改变、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，公司通行费收入较上年下降 9.69%⁴；2017 年，公司通行费收入较上年大幅增长 27.73%，主要系受宏观经济回暖、新路段正式通车、超限运输车辆行驶公路管理新政出台部分车辆不符合减免政策等因素影响致使通行费收入增加。成品油方面，2016 年受国内外油品需求低迷影响，公司成品油销售收入较 2015 年有所下滑，2017 年随着工业形势及成品油需求的回暖，以及公司加油站数量的增加，公司油品销售收入较上年大幅增长。公司商贸物流收入主要为大宗建材、矿产品和其他物流贸易，近三年受大宗商品行情影响及公司贸易业务调整影响，收入规模有所波动，其中 2016 年商贸物流收入较 2015 年下降，主要系受市场需求低迷影响，公司放弃部分毛利率较低的产品贸易业务；2017 年随着工业形势回暖及高速公路对大宗建材需求增加，公司商贸物流收入较上年增加。公司其他业务主要为房地产业务和金融业务的利息净收入，近三年快速增长，但占比较低，对公司收入规模影响较小。

表 3 2015~2017 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			2017 年		
	收入	占比	毛利率	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	59.88	28.83	59.31
成品油	41.07	21.55	5.04	37.84	22.05	7.61	46.63	22.45	9.26
商贸物流	88.78	46.59	2.28	78.09	45.50	1.49	92.00	44.30	2.45
其他	8.78	4.61	30.13	8.80	5.13	38.44	9.18	4.42	44.37
合计	190.53	100.00	20.56	171.60	100.00	21.23	207.69	100.00	22.22

资料来源：公司提供

从毛利率看，公司通行费板块毛利率对公司整体毛利率贡献作用最大，2015~2017 年，公司通

⁴ 此处为财务报表口径的通行费收入，非实际清分（含试运营路段）的通行费收入。

行费板块毛利率在 60%左右,该业务成本主要为折旧、养护等固定支出,盈利水平较高,但 2015~2017 年毛利率逐年减少,主要系以租入方式直接运营的隆林至百色、宜州至河池路段毛利率较低,以及公司对高速公路按照车流量法计提折旧,随着车流量的增加,折旧金额的增长率高于路段通行费收入增长速度所致。成品油业务毛利率持续上升,主要系公司成品油批发比重下降,自营零售加油站增加,使得成品油销售获利空间加大,以及 2017 年油价提高所致。商贸物流板块收入占比较高,但毛利率水平较低,拉低公司整体毛利率。其他业务板块毛利率逐年增长,主要系受地块区位差异、拿地成本不一等因素影响,房地产业务的毛利率提高所致,但其他业务收入规模较小,对公司整体毛利率影响不大。近三年,公司主营业务综合毛利率分别为 20.56%、21.23%和 22.22%,稳定增长。

2018 年 1~3 月,公司营业总收入为 55.24 亿元,较 2017 年同期减少 4.68 亿元;实现净利润 3.31 亿元,较 2017 年同期减少 0.56 亿元。

总体看,2015~2017 年,公司主营业务收入结构相对稳定,但受宏观经济形势等因素影响,各主要业务板块的收入规模有所波动,主营业务综合毛利率稳定增长。

2. 高速公路建设、经营与管理

公司高速公路采用对外发包方式建设,由子公司广西宏冠招标咨询有限公司负责公开招标。项目招标内容主要包括土建、房建、机电、材料供应及监理招标,通过最低价中标、合理低价法、综合评分法等评标办法确定中标人。高速公路建设原材料主要包括钢材、沥青、水泥、土方及钢护栏等。材料采购同样采用公开招标方式确定供应商。公司作为项目业主,由于项目承包给了施工方,材料采购由施工单位实施,公司支付给施工单位的工程结算款已包含材料采购款。施工方完成高速公路建设以后,由交通主管部门(如交通部)组织开展高速公路验收工作。

截至 2018 年 3 月末,公司通行费收入主要来源于直接运营的 14 条高速公路和非公司直接运营而由子公司运营的 22 条高速公路的通行费收入。截至 2018 年 3 月末,公司运营收费公路总里程 3,582.12 公里,其中高速公路收费里程 3,514.39 公里,约占广西高速公路通车总里程的 66%,占比较 2017 年 3 月末的 71.23%有所下降,但在广西自治区高速公路运营里程中仍居主导地位。公司运营的主要高速路段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。

(1) 资金平衡模式

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,资本金占比 25~40% (包括中央车辆购置税专项资金和各级地市政财出资部分),自筹资金主要为公开市场发行债券取得的资金。根据桂财预函〔2009〕140 号、桂财预函〔2010〕179 号、桂财预函〔2014〕95 号等文件,广西壮族自治区政府部门对公司部分政府还贷公路项目贷款提供还本付息支持,具体见本报告“外部支持”相关段落的描述。

综合来看,广西政府对公司高速公路的建设和运营给予了明确支持。

(2) 收费公路运营及管理

目前,公司高速公路运营模式分为两种:一是直接运营管理的高速公路(即由公司本部建设管理的高速公路),二是间接运营的高速公路(即由公司子公司建设管理的高速公路);所辖收费公路按照性质不同,划分为经营性公路(截至 2018 年 3 月末为 6 条)和政府还贷公路(30 条)。

经营性公路

截至 2018 年 3 月末,公司运营的经营性收费公路共计 6 条,其中直接经营 2 条(包括高速公路 1 条,经营性一级公路 1 条),间接运营 4 条(均为高速公路)。公司的经营性收费公路按照《收费

公路管理条例》进行运营管理，所管辖经营性高速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。

政府还贷公路

截至 2018 年 3 月末，公司通车路段中政府还贷性高速公路有 30 条，其中直接运营 12 条通车路段均为国家级高速公路干道路段；间接运营的 18 条通车路段中，8 条为国家级高速公路干道路段，其余为省级高速公路干道路段。

公司所运营管理的政府还贷高速公路，对于各所属路段的通行费征收和使用采取“收支两条线”管理模式，即在收取政府还贷公路通行费后，全额上缴广西壮族自治区交通运输厅下属的自治区高速公路管理局，由自治区高速公路管理局存入自治区财政厅指定财政专户，并上缴至国库；自治区财政厅依据公司缴库数额，扣除 3%⁵的水利建设基金后，通过自治区高速公路管理局全额拨付公司。

公司收费公路运营情况如下表所示，近三年收费里程较长且逐年增加，日均通行量及通行费收入波动增长；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；2017 年，宏观经济回暖、新路段正式通车、超限运输车辆行驶公路管理新政出台后部分车辆不符合减免政策致使通行费收入增加，以及 2016 年高铁分流影响显著，2017 年高铁分流效应达到平衡，公司运营路段的日均通行量及通行费收入较上年实现增长。总体看，公司总体收费里程较长，通行量规模较大，可为公司提供较高的通行费收入及经营性现金流入。

表 4 近三年及一期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	2017 年	2018 年 1~3 月
直接运营管理	收费总里程	1,037.53	1,161.10	1,232.90	1,232.90
	日均通行量	135,443	130,749	136,048	179,478
	通行费收入	30.84	30.12	35.15	9.77
间接运营管理	收费总里程	615.82	500.00	828.82	1,050.70
	日均通行量	83,663	69,142	78,891	100,379
	通行费收入	21.07	16.76	24.73	7.48

资料来源：公司提供

注：1、上表未包含公司已通车试运行路段数据，通行量为实际车流量，非折算车流量；2、间接运营公路里程波动较大，主要系隆林-百色路段 2016 年之前为间接运营，2016 年以后转为由公司直接运营管理。

表 5 公司运营收费公路通行费收入情况（单位：%、亿元）

路段		公司持股比例	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
直接运营管理	灵川至临桂	100.00	0.64	0.59	0.76	0.23
	南宁至坛洛	100.00	3.45	2.49	2.86	0.81
	南宁至钦州（南间）路三岸至良庆段	100.00	0.76	0.40	0.00	0.00
	柳州至小平阳	100.00	4.7	4.47	5.06	1.25
	宾阳至南宁	100.00	5.9	4.95	5.45	1.29
	宜州至柳州	100.00	2.05	2.25	2.83	0.78
	都安至南宁	100.00	4.32	4.10	4.33	1.20
	黄沙河至全州	100.00	0.9	0.47	0.64	0.21

⁵ 2017 年 7 月 1 日前按照 3%的比例扣除，目前执行 1.5%的扣除比例。

	百色至罗村口	100.00	1.02	0.95	0.85	0.22
	南宁至友谊关	100.00	3.99	3.88	4.50	1.12
	平乐至钟山	100.00	2.28	1.93	1.91	0.86
	雒容至洛满	100.00	0.62	0.65	0.86	0.26
	金城江至宜州	100.00	0.21	0.26	0.28	0.07
	隆林至百色	0.00	--	2.75	3.58	1.10
	宜州至河池	0.00	--	--	1.23	0.36
	小计	--	30.84	30.12	35.15	9.77
间接运营管理	小平阳至宾阳	35.95	1.06	0.90	1.01	0.23
	坛洛至百色	35.95	8.53	7.21	7.87	1.85
	黎塘绕城路段	35.95	0.20	0.20	0.21	--
	贵港绕城路段	35.95	0.37	0.31	0.26	--
	筋竹至岑溪	41.28	1.93	1.72	2.03	0.61
	桂林至柳州	60.00	6.45	5.69	6.44	1.61
	钟山至马江	100.00	--	0.74	0.81	0.31
	隆林至百色	100.00	2.53	--	-	-
	六寨至河池	100.00	--	--	2.52	0.76
	玉林至铁山港	100.00	--	--	3.01	0.69
	靖西至那坡	100.00	-	-	0.57	0.26
	钦州至崇左	100.00	-	-	-	0.72
	河池至都安	100.00	-	-	-	0.44
	小计	--	21.07	16.76	24.73	7.48
合计			51.91	46.88	59.88	17.25

资料来源：公司提供

注：1、金宜路于 2014 年置换于五洲交通，2015 年起收入在直接运营管理中体现；隆林至百色路段 2013~2015 年纳入间接运营核算，2016 年隆林至百色路段计划划转，由公司直接运营，2017 年 3 月该路段已完成划转，划转后公司以租赁方式继续承担该路段的运营。2、宜州至河池、六寨至河池、玉林至铁山港、靖西至那坡路段在 2017 年以前处于通车试运营阶段，其通行费收入未计入公司主营业务收入，2017 年起其通行费收入进入公司利润表。3、南宁至钦州（南间）路三岸至良庆段已于 2016 年 7 月移交至南宁市政府，由于分清原因，尚有部分通行费收入。4、黎塘绕城路段和贵港绕城路段因收费权到期，已于 2017 年底停止收费。

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（一），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，剩余未支付的款项暂挂对南宁市财政局的“其他应收款”，截至 2018 年 4 月末，款项已全部到账。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、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合计 4.36 亿元作为现金补偿，其中 2016 年支付 3.65 亿元，2017 年支付 0.67 亿元，2018 年 1 月支付 0.04 亿元（体现于利润表中的“资产处置收益”）。

收费权期限

收费权期限方面，未来十年内公司预计将有 12 条路段的收费权将到期，公司通行费收入或将受到影响。其中，未来三年内即将到期的路段主要包括：泉南高速 G72 柳州至小平阳路段、宾阳至南宁段和灵川至桂林段、汕昆高速 G78 宜州至柳州段（均为正式通车路段），合计收费里程 314.03 公里，2017 年通行费收入 13.7 亿元，占公司 2017 年利润表中通行费收入总额的 22.88%；另有宜州至河池、筋竹至岑溪等路段待竣工验收后核定具体收费年限。未来三年内收费权即将到期的路段合计收费里程较长，占公司通行费收入比重较高，需关注其获得延期的情况。但整体看，公司运营公路总规模较高，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⁶的出台，部分路段存在收费期延长的可能性。

表 6 截至 2018 年 3 月末公司未来十年内收费权到期的公路明细（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	2017 年通行费收入	公路性质
1	柳州至小平阳	泉南高速 G72	20	1998.12.08	2018.12.07	108.28	5.06	收费还贷
2	宾阳至南宁	泉南高速 G72	20	1999.10.01	2019.09.30	72.87	5.05	收费还贷
3	灵川至临桂	泉南高速 G72	20	2000.05.10	2020.05.09	23.28	0.76	收费还贷
4	宜州至柳州	汕昆高速 G78	20	2000.12.30	2020.12.29	109.60	2.83	收费还贷
5	南宁至坛洛	南宁绕城高速 G7201	20	2003.12.28	2023.12.27	59.01	2.86	收费还贷
6	都安至南宁	兰海高速 G75	20	2004.09.28	2024.09.27	125.81	4.33	收费还贷
7	黄沙河至全州	泉南高速 G72	—	2004.12.18	2024.12.17	23.00	0.64	收费还贷
8	桂林至柳州	泉南高速 G72	28	1997.05.01	2025.04.30	137.81	6.44	经营性
9	百色至罗村口	广昆高速 G80	20	2005.12.30	2025.12.29	55.53	0.85	收费还贷
10	南宁至友谊关	南友高速 G72	20	2005.12.30	2025.12.29	194.06	4.50	收费还贷
11	平乐至钟山	汕昆高速 G78	20	2006.12.28	2026.12.27	95.87	1.91	收费还贷
12	金宜路	一级公路	25	2002.01.01	2026.12.31	67.73	0.28	经营性
合计						1,072.85	35.51	--

资料来源：公司提供

注：仅统计已正式通车路段。

收费标准

2014 年 7 月，《广西壮族自治区物价局、交通运输厅、财政厅关于调整我区高速公路车辆通行费收费标准的通知》（桂价费〔2014〕87 号）下发，对高速公路车辆通行费收费标准进行了新一轮的调整。自 2014 年 8 月 1 日零时起实施该调整后，2008 年 1 月 1 日及之后建成通车的高速公路，一类车收费标准由 0.40 元/车公里调整为 0.50 元/车公里；四类客车（≥40 座客车）通行费收费标准调整为 1.45 元/车公里，但在实际执行过程中，仍维持现行优惠政策；并对符合收费条件的桥隧另外收取车辆通行费。

此次调整后，车辆通行费由基本收费与桥隧收费两部分组成。公司目前通车类型中一类车数量相对较多，四类客车（≥40 座客车）数量较少，因此四类车收费标准的下调对公司通行费收入影响有限。此外，公司所拥有路产中，新增收费桥隧的数量较多，综合看，此次收费标准调整有助于公司未来通行费收入的提升。

另外，根据桂价费〔2017〕31 号文件，为降低物流成本，自 2017 年 7 月 1 日起，停止收取六寨（黔桂界）至河池高速公路、河池至都安高速公路 1 类桥隧（即长度为 500 米至 1,000 米桥隧）的车辆通行费。上述两个路段均为公司间接运营的高速公路，通行费收入将受到一定影响；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。

总体看，近年来公司高速公路收费里程不断增加，通行量及通行费收入有所波动；公司运营公路的收费里程及通行期限较长，可为公司提供较高的通行费收入及现金流入；未来随着公司建设项目的投入运营及路网的不断完善，通行费收入有望保持增长；但部分路产面临收费权到期，或将对公司通行费收入规模构成一定影响。

（3）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”），

⁶ 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。

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 2。

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，具体划转需公司向广西壮族自治区国资委提出划转申请，获批后方可划转。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。

批复中约定的 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，其中已于 2017 年前完工的项目 19 个，涉及总投资 1,363 亿元。目前，公司隆林至百色、宜州至河池路段路段已完成划转，其余 24 条路段划转事项暂无确切计划。

公司将在综合考虑债权人利益和公司整体资产规模及盈利能力的情况下，本着优化公司资产质量和财务结构的原则，合理安排划转时间和划转公路，报国资委审批同意后实施逐步推进划转工作。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，公司已就划转项目作出承诺：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次债券，公司无条件接受上述要求。

根据公司 2017 年 3 月发布公告，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%。按照桂政函[2014]197 号文件要求，公司对还贷中心进行经营、管理和监督。根据公司 2017 年 8 月发布的公告，公司已完成宜州至河池路段的划转工作，本次资产划转后，公司资产、负债和净资产将分别减少 47.11 亿元、39.12 亿元和 7.99 亿元，分别占划转前对应项目金额的 2.23%、2.62%和 1.28%。宜州至河池高速公路（广西千山高速公路有限公司）处于培育期，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。

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。

（4）路产置换

2014 年 10 月 14 日，公司控股子公司五洲交通发布公告称：五洲交通第七届董事会第三十五次会议审议通过《关于资产置换暨关联交易的议案》，由此五洲交通控股股东广西交投拟用所持广西岑罗高速公路有限责任公司（以下简称“岑罗公司”）部分股权与五洲交通广西金城江至宜州一级公路（以下简称“金宜路”）全部资产进行置换。资产置换的标的及方式如下：

根据协议约定的条款和条件，公司同意向五洲交通转让其持有的置入资产，即公司向五洲交通转让其所持有岑罗公司的 20.94%股权（占出资额中的 17,174.85 万元），五洲交通同意受让该等资产。置换完成后，岑罗公司的总股本不变；股权结构变更为公司持有岑罗公司 8.32%的股权（占出资额中 6,824.01 万元），五洲交通持有岑罗公司 91.68%的股权（占出资额中 75,195.35 万元）。

五洲交通同意向公司转让置出资产，即五洲交通将金宜路资产（含收费经营权）转让给公司，公司同意受让该等资产。置换完成后，五洲交通不再拥有前述资产项下的全部权益（含收费经营权），

并于 2014 年 10 月 22 日发表公告，声明通过前述关于资产置换暨关联交易的议案。

为尽快解决广西筋竹至岑溪高速公路性质转变，确定收费年限，2017 年 11 月，五洲交通拟协议收购广西交投本部持有的岑罗公司 8.32% 股权，收购事项已于 2017 年 12 月上旬完成，岑罗公司变为五洲交通的全资子公司。

总体看，此次置换后，置换路产仍在公司合并报表范围内，对公司整体影响很小。

(5) 公路养护

公司经营的高速公路日常小修保养工程是在公路运营部指导和监督下由各运营子公司具体负责实施；公司经营管理的高速公路中修工程和大修工程则由广西宏冠工程咨询有限公司负责招标实施。路政管理由自治区高速管理局负责。

2015~2017 年，公司公路养护支出（均为小修保养支出）分别为 2.46 亿元、3.25 亿元和 2.91 亿元；2018 年 1~3 月，公司公路养护支出为 0.12 亿元，养护费用结算及支出主要发生在下半年，因此一季度养护支出偏低。公路养护支出占公司营业成本比重较小。

总体看，近三年公司公路养护支出总体而言有所波动，但公路养护支出占公司营业成本比重较小，对公司利润水平影响较小。

(6) 在建及拟建项目

截至 2018 年 3 月末，公司在建高速公路共计 13 条，建设规模合计 1,343.40 公里，计划总投资额合计 1,201.50 亿元，累计已完成投资 487.54 亿元，尚需投资 713.96 亿元，其中 2018~2020 年分别计划投资 255.54 亿元、203.37 亿元和 162.24 亿元。

表 7 截至 2018 年 3 月末公司在建高速公路情况（单位：年、公里、亿元）

项目名称	实际开工时间	预计工期	里程	计划总投资	已完成投资额	未来投资计划		
						2018 年	2019 年	2020 年
柳州至南宁改扩建	2016 年 2 月	4 年	248.72	200.31	157.28	49.50	2.03	--
滨海公路	2011 年 12 月	3 年	25.90	25.62	7.19	--	--	--
河池至百色	2016 年 1 月	4 年	178.80	173.54	141.49	38.00	1.75	--
梧州环城高速	2015 年 11 月	3 年	56.68	61.53	47.60	17.00	--	--
靖西至龙邦	2015 年 12 月	3 年	28.28	25.84	19.51	7.10	0.63	--
崇左至水口	2017 年 6 月	3 年	94.13	60.01	27.49	15.00	15.00	5.21
乐业至百色	2017 年 6 月	4 年	154.57	190.79	65.53	54.00	50.11	32.03
荔浦至玉林	前期筹备	3 年	261.74	230.59	15.22	50.00	61.00	62.00
松旺至铁山港	前期筹备	3 年	21.44	18.15	2.20	2.50	7.00	8.00
柳州经合山至南宁	前期筹备	3 年	199.26	207.49	3.55	21.00	60.00	55.00
南宁绕城高速西段玉洞至安吉改扩建工程	2017 年 5 月	24 个月	44.75	6.39	0.16	1.00	5.27	0.00
宜州高速公路宜州收费站及山湾互通式立交改建工程	前期筹备	12 个月	--	0.56	0.13	0.28	0.15	--
南友高速公路龙州联线大修改造工程	2017 年 11 月	16 个月	29.13	0.68	0.19	0.16	0.41	--
合计	--	--	1,343.40	1,201.50	487.54	255.54	203.37	162.24

资料来源：公司提供

注：1、滨海公路项目目前暂缓建设。2、宜州高速公路宜州收费站及山湾互通式立交改建工程为收费站改造项目，不计里程。

截至 2018 年 3 月末，公司收尾⁷项目 22 个，建设里程合计 2,007.69 公里，合计总投资 1,148.50 亿元，累计已完成投资 1,175.68 亿元。

⁷ 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。

截至 2018 年 3 月末，公司纳入规划的拟建项目 4 个，分别为桂林至柳州高速公路改扩建、南宁至友谊关高速公路吴圩收费站改扩建工程、六景至钦州港新建栾城大桥工程和泉南高速那容至南宁东收费站段改扩建工程，建设里程合计 109.26 公里，总投资合计 106.71 亿元。整体看，公司未来在建拟建工程的投资规模较大。

总体看，随着在建高速公路的建成通车，公司通行里程将不断扩大，对公司通行费收入及利润起到拉动作用。但考虑到高速公路培育期较长，上述项目投资效益的实现具有一定滞后性，且公司在建及拟建项目投资规模大，未来面临较大资金压力。

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 2018 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”），实业公司的持股比例均为 51.00%。同时，实业公司参股 3 家从事油品销售的公司，分别为广西百祥石油有限公司、广西辉煌交通石化有限公司和中海油广西能源有限公司，实业公司的持股比例分别为 40.00%、29.50%和 45.00%。

截至 2018 年 3 月末，公司共拥有加油站 174 座，其中在运营 160 座，在建 14 座。在运营的加油点中，2 家控股子公司（高速石化、通祥公司）经营合计 82 座，3 家参股公司经营加油点合计 75 座，另有自营的加油点 3 座。

表 8 截至 2018 年 3 月末公司经营加油站点情况（单位：座）

运营公司	合作方	在营小计	在建小计	总计
广西辉煌石化公司	中石化	42	0	42
广西高速石化公司	中石化	44	5	49
广西百祥石油公司	中石油	30	0	30
广西通祥石油公司	中石油	38	0	38
中海油广西能源有限公司	中海油	3	0	3
广西交通投资集团石油销售有限公司	自营	3	9	12
合计		160	14	174

资料来源：公司提供

公司成品油销售业务的盈利模式是从中石化、中石油按大区调拨价购进油品，按发改委规定的批发价格销售给下游客户，赚取中间差价。2015~2017 年，公司成品油销售收入有所波动；其中，2016 年较 2015 年有所下降，主要系受国内成品油价格波动，市场需求持续低迷等多因素影响；2017 年成品油销售收入较上年有所回升，主要系受工业形势回暖，油价上涨等因素影响。但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。毛利率方面，近三年公司成品油业务毛利率逐年增长，主要由于近年来公司成品油批发比重下降，自营零售加油站增加，以及 2017 年油价上涨等因素影响。但受采购、运输等成本上涨等因素影响，公司成品油销售业务毛利率水平较低（低于 10%）。

结算方面，与中国石油化工集团公司和中国石油天然气集团签订长期供应合同后，实业公司按照与高速公路建设承包商和加油站用油客商签订合同供货，最后与承包商和客商按合同完成结算。结算方式主要包括先款后货（占 10%，一般全款结算）、先货后款（占 70%，平均结算周期为 15 天）和零售站点结算（占 20%，平均结算周期为 5 天）。

总体看，受国内油价波动以及市场需求影响，近三年公司成品油销售收入有所波动。随着国家对环保的日益重视以及新能源的应用，公司成品油销售业务或将受到一定影响。

4. 商贸物流

商贸物流板块收入主要来自子公司实业公司、广西交投商贸有限公司和五洲交通，主要经营钢材、沥青、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建材等产品，然后以市场价格进行销售，从中赚取差价。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。

2015~2017 年，公司贸易收入波动增长；2016 年较上年下降，主要系下属子公司逐步缩减风险高、毛利低的矿产品、化工等贸易业务所致；2017 年，随着沥青销售、矿产品、其他物流贸易规模的扩大，公司贸易业务收入较上年大幅提高；贸易业务毛利率在 2% 左右，处于较低水平。

表 9 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司商贸板块收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	63.38	71.40	0.63	61.84	79.20	0.20	55.36	62.07	1.29	7.94	35.24	6.92 ⁸
沥青	5.53	6.22	6.13	8.93	11.43	5.17	11.15	12.13	6.23	1.09	4.86	7.74
矿产品	7.58	8.54	-0.60	4.21	5.39	-0.80	16.06	17.45	0.49	12.64	56.10	0.55
化工产品	1.51	1.71	2.42	--	--	--	--	--	--	--	--	--
钢坯	0.10	0.11	-2.21	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	10.67	12.02	12.17	3.11	3.98	19.61	9.43	8.35	8.07	0.86	3.81	17.98
合计	88.78	100.00	2.28	78.09	100.00	1.49	92.00	100.00	2.45	22.53	100.00	3.81

资料来源：公司提供

从收入构成看，公司商贸物流板块收入主要来自钢材、沥青、矿产品、化工产品和钢坯的贸易，2016 年，公司进行贸易结构调整，缩减利润较低、风险相对较大的化工产品和钢坯贸易。结算方面，公司商贸物流采购和销售的结算方式均采用现金或者票据形式，结算周期一般在三个月以内，结算效率较高。

2017 年，公司商贸物流业务前 5 名供应商采购金额合计 52.01 亿元，占采购总额的比重为 57.96%；前 5 名销售客户合计销售金额 48.88 亿元，占销售总额的比重为 53.13%；公司商贸物流业务供应商及客户前 5 名占比较上年有所下降，但供应商及客户集中度仍较高。

总体看，公司商贸物流板块收入规模较大，为公司营业收入中主要构成部分，但近三年收入波动较大，毛利率水平较低，盈利能力较弱，对公司利润的贡献程度不大；供应商及客户集中度较高。

5. 其他业务

公司其他业务收入主要为房地产收入和金融业务带来的利息以及手续费和佣金收入，并以房地产板块收入为主。其中金融业务运营主体是公司于 2013 年 5 月成立的集团财务公司广西交通投资集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）和公司于 2013 年 12 月成立的南宁市聚兴小额贷款有限责任公司（以下简称“聚兴公司”），金融业务收入主要来自于财务公司同业拆借所得利息收入以及聚兴公司发放小额贷款利息收入。2015~2017 年，公司其他业务板块分别实现收入 8.78 亿元、8.80

⁸ 以前年度交投商贸主要与广西柳州钢铁集团有限公司进行“走量”贸易，数额高，但毛利润低，而 2017 年开始逐步减少这类“走量”贸易，因此 2018 年 1~3 月毛利率有大幅提高。

亿元和 9.18 亿元；其中，房地产收入分别为 7.46 亿元、6.80 亿元和 6.42 亿元，受结转金额变化影响而逐年下降；金融业务收入分别为 1.32 亿元、1.38 亿元和 1.84 亿元。公司其他业务收入整体规模较小，但毛利率较高，对公司利润有一定贡献。

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。截至 2018 年 3 月末，公司主要房地产在售项目见下表，累计已投资 91.87 亿元，累计实现回款 35.92 亿元，销售资金回笼相对缓慢。公司部分项目（如五洲·半岛阳光等）位于三、四线城市，去库存压力较大，回款速度慢。

表 10 截至 2018 年 3 月末公司主要在售项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目类别	项目所在地	建设起止年份	总投资	已投资总额	已销售额	累计回款情况
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	13.80	12.49	6.33	5.85
五洲国际	商业住宅	广西南宁	2009~2011 年	3.80	3.80	7.99	7.99
五洲·半岛阳光	商业住宅	广西百色	2013 年~2021 年	13.00	8.96	3.19	1.43
九个半岛项目	住宅	广西武鸣	2012~2022 年	26.87	16.81	12.97	10.99
钦州长岛花园	住宅	广西钦州	2012~2015 年	23.46	8.07	2.20	1.71
梧州红岭商业街 AB 地块	住宅	广西梧州	2012~2022 年	53.32	25.26	4.73	4.12
桂林临桂新区中心区地块	住宅	广西桂林	2014~2019 年	11.00	5.36	2.24	2.05
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	33.72	11.12	3.93	1.78
合计	--	--	--	178.97	91.87	43.58	35.92

资料来源：公司提供

截至 2018 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、桂林临桂新区中心地块、三祺和顺园和玉林绿地城项目，总投资额合计 139.31 亿元，已完成投资 47.88 亿元。公司房地产业务未来所需投资额度较大，考虑到公司前期开发项目的资金回笼效率一般，公司后续房地产开发存在较大资金需求。

土地储备方面，截至 2018 年 3 月末，公司房地产开发储备土地 3,014.99 亩，主要位于钦州市、来宾市、贺州市、防城港市等，地块位置一般；土地出让金合计 28.74 亿元，已缴纳 27.01 亿元。

总体看，房地产业务收入占公司总收入比重较低，且公司部分房产项目面临去库存压力，资金回笼缓慢，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，未来经营具有不确定性。公司金融业务收入近两年增长幅度较大，且金融业务毛利率较高，是公司盈利的有力补充。

6. 经营关注

（1）高速公路投资金额大、投资期长、投资回收慢导致公司债务高，对外融资压力较大

高速公路行业属于资本密集行业，公司在建及拟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，而且一般而言高速公路培育期较长，在建成后的初期均难以实现较大盈利。如果国家货币政策和信贷政策有所调整，均有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将对公司持续经营能力产生不利影响。

（2）广西境内其他交通运输网络的完善可能会对高速公路运量产生一定分流

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，或将对高速公路的运量产生一定分流效应。

（3）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，截至本报告出具日，隆林至百色段、宜州至河池路段已完成划转。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，转出后公司盈利水平或将提高。联合评级将持续关注划转事项的最新进展。

（4）贸易业务易受宏观经济及市场行情影响，公司贸易收入波动较大，盈利水平不高

公司营业收入中有相当大部分来自成品油销售和大宗商品如钢材、沥青和矿石的贸易，此类商品受经济波动影响较大。公司贸易收入波动较大，盈利水平不高。子公司开发的部分房地产项目位于三四线城市，受房地产政策、市场需求、周报配套设施情况等影响，有一定去库存压力，且销售资金回笼相对缓慢。

7. 未来发展

公司以“广西一流，东盟知名”为发展愿景，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，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，推动公司可持续发展。

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 2015~2017 年度财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，其中 2015~2016 年出具了带有强调事项段的非标准无保留意见的审计结论，2015 年强调事项为：截至 2015 年末，公司涉及纠纷或诉讼的应收款项共 47 笔，账面余额合计 14.01 亿元，已计提坏账准备 5.57 亿元，账面价值 8.44 亿元；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；2017 年为标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

会计变更和差错更正方面，2016 年，公司根据对南宁（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，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 2016 年年报中重述调整后的期初数或上年同期数。

2017 年，公司按照财政部最新修订发布的企业会计准则《企业会计准则第 16 号——政府补助》（2017）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号）等进行相应的会计政策变更，上述会计变更主要影响公司财务报表相关项目的分类列报，对净资产、收入和净利润不产生影响。公司进行了会计估计变更，主要是 2017 年对筋竹至岑溪高速公路测算的车流量和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，导致公司减少营业成本和累计折旧 160.20 万元。

2017 年，公司进行的前期会计差错更正主要包括：将对北部湾财产保险股份有限公司、广西梧州岑梧高速公路有限公司等 7 家公司，由原来在可供出售金融资产按成本法核算，调整至长期股权投资并按照权益法核算，并作为会计差错进行追溯调整，主要调整金额包括增加 2017 年年初长期股权投资 19.91 亿元，调整减少 2017 年年初可供出售金融资产 18.95 亿元，调整增加 2017 年初资本公积 1.71 亿元等⁹。本报告 2016 年财务数据采用 2017 年度财务报表披露的期初数或上年同期数。

从财务报表合并范围看，2016 年，公司较 2015 年末增加 6 家二级子公司，其中 5 家为新纳入财务报表合并范围的子公司，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。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的二级子公司合计 72 家，较上年末新增 4 家，减少 1 家；新纳入合并范围的子公司 2017 年末净资产均不超过 1.5 亿元，净利润均不到 3,000 万元；减少的子公司系无偿划转出的广西金丹矿业有限公司（以下简称“金丹矿业”），净资产及收入规模亦较小。总体看，合并范围变化对公司财务数据影响不大，且公司主业未发生变更，整体财务数据可比性强。

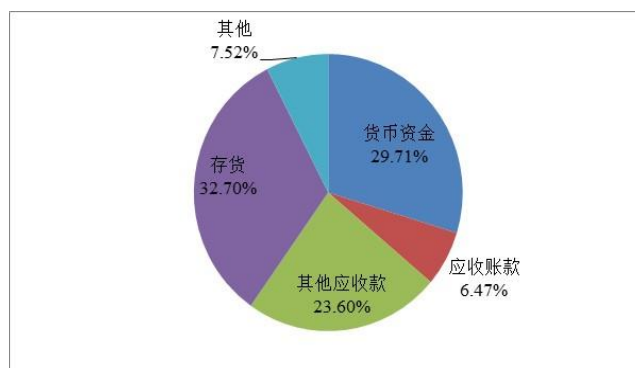
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 9.35%。截至 2017 年末，公司资产总额 2,293.28 亿元，较年初增长 8.29%，主要系非流动资产增加所致；其中，公司资产以非流动资产为主，非流动资产占资产总额的 87.71%，符合所处收费公路建设运营行业特征。

流动资产

2015~2017 年，公司的流动资产逐年减少，年均复合下降 8.80%。截至 2017 年末，公司流动资产合计 281.93 亿元，较年初下降 1.13%，主要系货币资金减少所致；流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，如下图所示。

图 2 截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，随着项目建设投入和融资规模的波动，公司货币资金波动减少，年均复合下降 0.39%。截至 2017 年末，公司货币资金余额 83.77 亿元，较年初下降 11.45%，主要系投资支付的资金规模进一步扩大所致；其中 6.09 亿元的货币资金（占总额比重为 7.26%）使用受限，公司货币资金受限比例不高，主要是子公司广西交通投资集团财务有限责任公司存放中央银行法定存款准备金。

公司应收账款主要是应收自治区高速管理局的通行费收入、开展贸易业务形成的应收货款，2015~2017 年波动增长，年均复合增长 18.56%。截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 18.25 亿

⁹ 此外，公司 2017 年度财务报表中，将原先于“预付款项”列报的预付工程款、征地拆迁款等重分类至“其他非流动资产”，并对 2016 年数据进行调整，主要系考虑到这部分资产最终形成的是长期资产。

元，较年初下降 3.59%；账面余额中 4.39 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 4.07 亿元；前 5 名欠款金额为 9.68 亿元（见下表），占应收账款余额合计数的 42.97%，集中度较高；坏账准备余额 4.28 亿元，较上年的 2.92 亿元大幅增加，计提比例为 18.98%，较上年的 13.36%亦有提高；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，需关注其回收情况。

表 11 截至 2017 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	坏账准备
广西壮族自治区高速公路管理局	47,267.66	20.98	--
北海诚德镍业有限公司	26,262.44	11.66	--
广西辉煌交通石化有限公司	10,400.00	4.62	--
柳州瑞昱钢铁国际贸易有限公司	6,822.80	3.03	6,822.80
广西长实商贸有限公司	6,040.74	2.68	6,040.74
合计	96,793.64	42.97	12,863.54

数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 46.11%，截至 2016 年末为 77.36 亿元，较年初增加 46.20 亿元，主要系新增对还贷中心的应收款项所致。截至 2017 年末，公司其他应收款为 66.53 亿元，较年初下降 14.00%，主要系对还贷中心的往来款、应收南宁市财政局的外环路移交补偿款、对广西堂汉锌铜股份有限公司的借款减少等所致；期末余额前 5 名占比为 68.77%，集中度较高；其他应收款坏账准备余额 14.18 亿元，较年初的 11.64 亿元大幅增加，计提比例为 17.57%；公司其他应收款规模较大，对公司形成一定资金占用，由于诉讼、纠纷或者预计无法回收等原因计提坏账准备的金额较大，存在一定回收风险。

表 12 截至 2017 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	43.47	1 年以内 14.25 亿元， 1~2 年 29.22 亿元	53.85	--
南宁市财政局	路产移交补偿款	5.03	1~2 年 5.03 亿元，3~4 年 21.39 万元	6.24	--
广西有色金属集团有限公司	往来款	2.62	2~3 年	3.25	2.36
广西金久贸易有限公司	往来款	2.35	3~4 年	2.91	2.35
广西梧州岑梧高速公路有限公司	往来款	2.03	3~4 年	2.51	--
合计	--	55.51	--	68.77	4.71

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 2017 年末公司尚未收到的部分暂挂其他应收款。

2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 9.55%，截至 2017 年末账面价值 92.18 亿元，较年初增长 12.26%，主要为房地产开发成本（占 79.97%）和房地产开发产品（占 4.70%），跌价准备余额 1.94 亿元，较年初的 987.14 万元大幅增加，主要系对中国东盟（凭祥）国际客运站等计提。

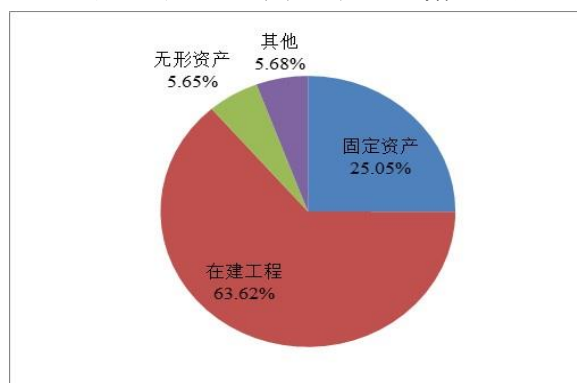
2015~2017 年，受委托贷款发放、回收规模变动以及重分类列报影响，公司其他流动资产大幅波动，年均复合下降 76.32%。截至 2016 年末，其他流动资产为 4.32 亿元，较年初大幅下降 95.11%，主要系公司 2016 年收购广西百靖高速公路有限公司、广西桂和高速公路有限公司股权，对其提供的贷款原于其他流动资产核算，收购其股权并纳入合并范围后对外部债权债务变成内部债权债务所致。

截至 2017 年末，公司其他流动资产 4.95 亿元，主要是理财产品 3.32 亿元和委托贷款 0.80 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 12.87%。截至 2017 年末，公司非流动资产 2,011.35 亿元，较年初增长 9.76%，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、在建工程和无形资产为主，见下图。

图 3 截至 2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司固定资产以高速公路资产为主，2015~2017 年波动增加，年均复合增长 7.47%。截至 2016 年末，公司固定资产 368.83 亿元，较年初下降 15.46%，主要系移交外环路资产所致；截至 2017 年末，公司固定资产账面价值 503.86 亿元，较年初增长 36.61%，主要系靖西至那坡、六寨至河池项目达预计可使用状态，由在建工程转入固定资产所致；其中房屋建筑物占 4.48%，公路及构筑物占 94.56%；固定累计折旧 83.08 亿元，成新率为 85.18%，成新度较高；减值准备余额 223.52 万元。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 15.50%，主要系持续进行项目高速公路项目投资建设所致。截至 2017 年末，在建工程 1,279.55 亿元，较年初增长 3.06%，主要系对高速公路建设投资继续增加所致；在建工程主要为公路建设工程（占 96.89%），未计提减值准备。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 14.03%。截至 2017 年末，公司无形资产 113.72 亿元，较年初增长 3.90%；无形资产主要由土地使用权（占 55.90%）、桂柳路特许经营权（占 13.47%）、BOT 特许经营权（占 19.27%）和公路土地使用权（占 11.16%）构成；累计摊销余额为 27.65 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产包括 6.09 亿元货币资金（保证金、法定存款准备金、不能随时支取的定期存款），以及用于借款抵押的 0.13 亿元存货、0.77 亿元固定资产和 24.27 亿元投资性房地产。公司受限资产账面价值合计 31.26 亿元，占公司总资产的 1.36%，公司资产受限比例不高。此外，公司已将在建设的 8 条（段）政府还贷高速公路、已运营的 28 条（段）政府还贷高速公路和 4 条（段）经营性高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，截至 2017 年末公司长期借款中质押借款的账面余额为 892.80 亿元，质押借款余额较高，一旦未来债务无法偿付，相关公路收费的权利可能面临被处置的风险，从而可能对公司经营及资产流动性产生一定影响。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 2,378.31 亿元，较年初增长 3.71%，其中流动资产占 13.40%，非流动资产占 86.60%，仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主；应收类款项规模较大，形成资金占用，且计提了较高的坏账准备，需关注其回收情况；流动资产中以房地产开发成本为主的存货规模较高，但房地产开发及销售周期较长，影响资产流动性，且 2017 年计提了较高跌价准备；公司整体资产质量

一般。路产划转事件对公司资产及权益规模产生一定影响，后续划出事项需持续关注。

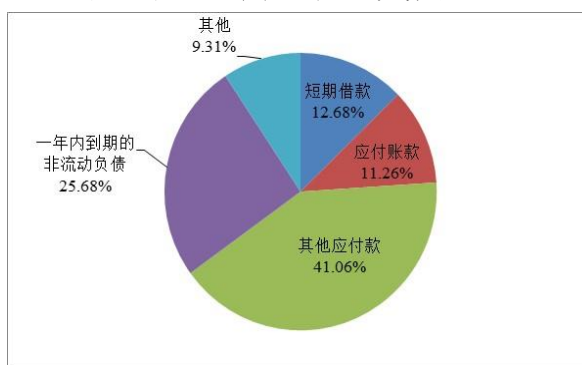
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 11.31%。截至 2017 年末，公司负债总额 1,636.47 亿元，较年初增长 9.75%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占 15.15%，负债结构仍以非流动负债为主，负债结构与资产结构相匹配。

2015~2017 年，公司流动负债逐年减少，年均复合下降 4.21%。截至 2017 年末，公司流动负债 247.96 亿元，较年初下降 7.50%，主要系短期借款减少所致；公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，见下图。

图4 截至2017年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动较大，分别为 21.06 亿元、50.19 亿元和 31.45 亿元，主要是商贸等业务产生的流动资金借款。截至 2017 年末，短期借款主要是信用借款（占 95.29%）。

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 17.45%。截至 2017 年末，公司应付账款 27.93 亿元，较年初增长 1.27%，主要是未结算支付的工程款，其中账龄 1 年以内的占 81.98%

2015~2017 年公司其他应付款波动增长，年均复合增长 4.19%。截至 2016 年末为 113.24 亿元，较年初增长 20.74%，主要系合并范围增加及收到施工单位支付保证金增加所致。截至 2017 年末，其他应付款为 101.82 亿元，较年初下降 10.09%，主要系保证金、往来款等减少所致；其中账龄超过 1 年的重要其他应付款账面价值合计 34.85 亿元，主要为项目合作款、未到保质期的质保金等。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 0.11%，截至 2017 年末为 63.67 亿元，较年初大幅增加 43.39 亿元，主要系长期借款和债券即将到期而转入所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债逐年下降，分别为 48.11 亿元、34.11 亿元和 0.02 亿元，主要系（超）短期融资券发行和兑付所致。本报告将 2015~2016 年中包含的短期融资券调整计入短期债务余额；截至 2017 年末其他流动负债较年初大幅减少，主要系“16 桂交 SCP002”和“16 桂交 SCP003”（合计 34 亿元）于 2017 年到期兑付所致。

2015~2017 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 14.96%。截至 2017 年末，公司非流动负债合计 1,388.51 亿元，较年初增长 13.52%，主要系长期借款和长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 73.48%）、应付债券（占 8.25%）和长期应付款（占 17.70%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 5.02%，主要系随着在建路产的增加，公司融资需求增长所致。截至 2017 年末，公司长期借款 1,020.27 亿元，较年初增长 4.38%，以质押借

款为主；从到期期限结构看，2019年到期的占4.29%，2020年到期的占3.52%，2021年到期的占3.50%，2022年到期的占3.86%，2023年及以后到期的占84.83%，整体期限结构偏长，但规模较大。

2015~2017年，公司应付债券逐年增加，年均复合增长19.76%。截至2017年末，公司应付债券为114.49亿元，较年初增长9.60%；将于2019~2022年到期的债券金额分别为20亿元、15亿元、15亿元和65亿元，2022年为公司应付债券的到期偿付高峰期，且未来2年内到期债券的规模较高，有一定偿付压力。

2015~2017年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长150.90%。公司长期应付款主要是广西壮族自治区交通运输厅-亚洲开发银行贷款和国债转贷资金以及广西财政厅的债务置换款等，本报告将其视为刚性付息债务，调整计入长期债务核算。

截至2018年3月末，公司负债合计1,707.99亿元，较年初增长4.37%；其中，流动负债占比为13.72%，非流动负债占比为86.28%，仍以非流动负债为主，负债结构变化不大。

债务方面，2015~2017年，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长12.12%。截至2017年末，公司全部债务1,477.52亿元，较年初增长12.09%；其中，长期债务占比为93.44%，以长期债务为主，期限结构偏长。截至2017年末，公司短期债务96.95亿元，较年初下降8.48%，长期债务1,380.56亿元，较年初增长13.89%，债务期限结构偏长，但短期债务规模仍较高，有一定偿付压力。截至2017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71.36%、69.23%和67.76%，较年初分别增加0.95个百分点、1.44个百分点和1.84个百分点，债务负担较重。

截至2018年3月末，公司全部债务1,550.19亿元，较年初增长4.92%，其中短期债务占5.43%；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71.82%、69.81%和68.62%，债务负担较重。

此外，2017年11月公司向厦门国际信托有限公司借入无固定期限的可续期信托贷款10亿元，该贷款分两笔发放，第一笔5亿元期限为1+N年，第二笔5亿元期限为2+N年，公司可选择利息递延支付，可选择续期，公司将其计入所有者权益项下的其他权益工具，期末余额为10亿元。若将其计入债务核算，截至2017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71.80%、69.69%和68.25%，较调整前分别增加0.44、0.47和0.49个百分点，债务负担略有加重。

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，债务规模持续扩大，整体债务负担较重，部分年份存在一定集中偿付压力，且随着在投项目的推进，公司资本支出压力较大，预计未来债务水平可能进一步增长。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长4.89%。截至2017年末，公司所有者权益合计656.81亿元，较年初增长4.83%，主要系资本公积增加所致；其中，归属于母公司的所有者权益占比为89.16%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占51.23%，资本公积占41.27%，其他权益工具占1.71%，盈余公积占0.90%，未分配利润占4.86%。归属母公司所有者权益中以实收资本和资本公积为主，权益结构稳定性较好。

近三年，公司实收资本均为300.00亿元。公司资本公积逐年增长，年均复合增长7.72%，主要系收到车购税资金、项目资本金、资产划拨等所致。

截至2018年3月末，公司所有者权益合计670.32亿元，较年初增长2.06%，其中归属于母公司的所有者权益占权益总额的89.15%，权益结构较年初变化不大。

总体看，公司每年获得较高的车购税、财政拨付项目资本金等，增加了公司的资本实力；所有者者权益中归属于母公司的所有者权益占比较高，以实收资本和资本公积为主，且主要是广西国资委向公司注入的资产，公司权益结构的稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 4.22%，2016 年受经济形势低迷、高铁分流等因素影响，收入规模较上年有所下降；2017 年营业总收入为 211.12 亿元，较上年增长 20.12%，主要系随着经济回暖，通行费及成品油收入上涨，以及贸易业务规模及收入扩大所致。2015~2017 年，公司营业成本随着收入下降而波动增长，年均复合增长 3.56%，2017 年公司营业成本为 163.64 亿元，较上年增长 19.29%，与收入增幅基本一致。近三年，公司营业利润逐年增长，年均复合增长 9.84%，2017 年营业利润为 11.17 亿元，较上年增长 7.72%，营业利润率¹⁰为 21.61%，较上年的 20.66%略有增长。近三年，净利润逐年增长，分别为 4.63 亿元、6.46 亿元和 6.69 亿元，年均复合增长 20.15%，2016 年较上年大幅提高，主要系移交外环路资产获得政府支付的现金补偿增长所致。

2015~2017 年，公司期间费用波动增长，分别为 27.91 亿元、23.63 亿元和 28.51 亿元，2016 年较上年有所下降，主要系管理费用及费用化利息支出金额减少所致；2017 年较上年增长 20.64%，主要系随着债务规模增加，财务费用大幅增长所致。从期间费用构成看，公司销售费用主要是职工薪酬、广告宣传费、仓储费及租金构成，近三年波动增长，年均复合增长 6.36%，2017 年为 3.04 亿元。管理费用主要是职工薪酬和折旧费，分别为 7.63 亿元、6.01 亿元和 6.71 亿元，年均复合下降 6.24%，2016 年管理费用较上年下降较多，主要系职工薪酬等减少所致。财务费用以利息支出为主，三年波动增加，年均复合增长 3.28%，2017 年为 18.76 亿元，较上年增长 22.69%。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 14.36%、13.45%和 13.50%，费用控制能力有待提升。

2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 5.39 亿元、9.84 亿元和 9.33 亿元，年均复合增长 31.57%，公司 2016 年资产减值损失主要来自坏账损失（8.56 亿元）和商誉减值损失（1.16 亿元）；2017 年资产减值损失主要来自坏账损失（3.77 亿元）、存货跌价损失（1.88 亿元）和商誉减值损失（2.92 亿元）¹¹。资产减值损失占利润总额的比重分别为 55.29%、90.22%和 79.47%，对利润形成一定侵蚀。

2015 年 1 月起，公司对投资性房地产的后续计量模式由成本模式改为公允价值模式，2015~2017 年，公司投资性房地产形成的公允价值变动收益分别为 3.23 亿元、2.12 亿元和 0.32 亿元，2017 年较上年大幅减少，主要系投资性房地产公允价值增值额较上年降低所致。

2017 年，公司资产处置收益为 0.67 亿元，较上年的 3.78 亿元（按照新修订会计政策追溯后的上年数据）大幅下降，上年的该项利得主要来自移交南宁外环路取得的补偿款。2017 年，公司其他收益 0.60 亿元，主要是各类与日常经营相关的补贴款，较上年的政府补助金额（计入营业外收入）0.27 亿元大幅增加，其他收益占公司利润总额的 5.08%，公司利润来源对财政补贴的依赖程度不高。2017 年，公司营业外收入为 0.63 亿元，主要来自违约金、罚没收入等。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率有所波动，增减变化均不超过 0.3 个百分点，2017 年上述指标分别为 1.33%、1.46%和 1.04%，公司盈利能力有待提高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.24 亿元，营业利润 4.75 亿元，净利润 3.31 亿元。

¹⁰ 计算营业利润率时，收入为“营业总收入”，成本包含“营业成本”及金融业务相关成本（利息支出、手续费及佣金支出等）。

¹¹ 系对金矿矿业计提，由于该公司每年亏损，公司对其计提商誉减值，该公司已于 2017 年底无偿划转给南丹县政府，预计未来对该公司的商誉减值不会继续发生。

总体来看，近三年受外部经济、竞争环境影响，公司营业总收入波动增长；同时，资产减值损失规模较大，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损失风险；公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量波动增长，分别为 235.11 亿元、225.13 亿元和 255.19 亿元，年均复合增长 4.18%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 203.19 亿元、193.07 亿元和 218.55 亿元，年均复合增长 3.71%，主要来自通行费、成品油销售及商贸物流收取货款；收到其他与经营活动有关的现金主要为质保金、押金及往来款，逐年提高，年均复合增长 7.15%，2017 年为 36.64 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流出量分别为 214.44 亿元、196.10 亿元和 223.33 亿元。经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，分别为 172.31 亿元、148.77 亿元和 168.12 亿元，波动较大；同期，公司支付的其他与经营活动有关的现金分别逐年增长，年均复合增长 21.76%，2017 年为 34.69 亿元，主要是支付的往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年增长，年均复合增长 24.18%，2017 年为 31.87 亿元。近三年公司现金收入比¹²分别为 104.54%、109.86%和 103.52%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015~2017 年公司投资活动的现金流入量波动较大，分别为 8.48 亿元、32.12 亿元和 16.92 亿元，主要来自收回投资收到的现金（理财产品、委托贷款等），2017 年公司投资活动现金流入量较上年下降 47.33%，主要由于 2016 年公司移交外环路产和出售股权收到大量现金，但为一次性现金流入，在 2017 年未发生类似经济事项。近三年公司投资活动现金流出规模较大，分别为 197.16 亿元、218.08 亿元和 225.61 亿元，主要是高速公路建设资金、发放贷款及购买理财产品支付的资金等。近三年，公司投资活动现金流呈净流出状态，净流出额分别为 188.68 亿元、185.96 亿元和 208.70 亿元，项目投资支出保持在较高规模，有较高的资金缺口。

从筹资活动来看，公司主要通过银行借款及发行债券获得现金，筹资活动现金流出则主要用于偿还债务。2015~2017 年，公司筹资活动净现金流为 161.79 亿元、166.25 亿元和 164.10 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.22 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -55.04 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 71.11 亿元。

整体来看，公司近年来经营活动现金流入规模波动增长，收入实现质量较好；但考虑到公司投资建设规模高，资金支付压力大，面临较高对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年末公司流动比率分别为 1.25 倍、1.06 倍和 1.14 倍；速动比率分别为 0.97 倍、0.76 倍和 0.77 倍，公司流动比率和速动比率波动下降；现金短期债务比分别为 0.65 倍、0.89 倍和 0.88 倍，经营现金流动负债比分别为 7.65%、10.83%和 12.85%。总体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 44.22 亿元、39.86 亿元和 52.29 亿元，2017 年公司 EBITDA 中，折旧占 31.35%，摊销占 7.04%，计入财务费用的利息支出占 39.17%，利润总额占 22.44%，符合路网建设行业特征。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.67 倍、0.56 倍和 0.81 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.03 倍和 0.04 倍。从偿债指标看，EBITDA 对利

¹² 2015~2016 年，公司金融业务产生的现金流入合并计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，故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%。2018 年 1~3 月，现金收入比=（销售商品、提供劳务收到的现金+客户存款和同业存放款项净增加额+收取利息、手续费及佣金的现金）/营业总收入×100%

息的保障能力尚可，对全部债务保护能力较弱，长期偿债指标表现一般。

截至2018年3月末，公司对外担保金额82.96亿元，实际担保余额78.13亿元，担保比率为11.66%。被担保对象及金额见下表，主要是对广西交通厅和还贷中心融资提供的担保，以及子公司三祺公司及五洲交通为房地产项目购房业主进行按揭贷款提供的担保，担保期限直至办理完房屋产权证为止。整体看，公司担保比率不高，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 13 截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	担保余额
广西壮族自治区交通运输厅	50.00	50.00
广西高速公路还贷运营管理中心	20.00	19.85
三祺房地产所出售物业的客户	8.66	7.08
五洲房地产所出售物业的客户	4.30	1.20
合计	82.96	78.13

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司共获得各金融机构授信总额 2,498.02 亿元，尚未使用授信额度 1,205.21 亿元，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（中证码：4501010001717049），截至 2018 年 5 月 17 日，公司未结清贷款中，有 988 笔正常类贷款，1 笔保函，37 笔关注类贷款¹³，无不良和违约类贷款，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年末，公司及下属子公司涉及的主要未决诉讼事项 4 起（均为被告），涉及标的金额合计 7,815.87 万元，主要是涉及的各类合同纠纷、诉中财产保全损害责任纠纷。公司未决诉讼事项涉案金额不高，预计对公司影响不大。

整体来看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到高速公路行业投资大、回收期长的特征，以及公司为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策和资金方面得到有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月末，公司全部债务合计 1,550.19 亿元，本期拟发行债券规模为 15 亿元，相对于目前公司负债和债务规模，本期债券发债额度较小。

以 2018 年 3 月末财务数据为基础，假设募集资金总额为 15 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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由 71.82%、69.81%和 68.62%上升至 71.99%、70.02%和 68.84%，但考虑到公司本期债券募集资金将部分用于偿还债务，实际指标将低于上述预测结果。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 52.29 亿元，为本期公司债券拟发行额度（15 亿元）的 3.49 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好；2017 年经营活动产生的现金流

¹³ 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。

入为 255.19 亿元，为本期公司债券发行额度（15 亿元）的 17.01 倍，对本期债券的覆盖程度较好；经营活动现金净流量为 31.87 亿元，为本期公司债券发行额度（15 亿元）的 1.59 倍，对本期债券覆盖程度较好。

未来，随着公司逐步将所持有的部分亏损公路所有权路转入广西政府下属“还贷中心”，公司盈利水平将会有所改善；此外，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，将有望提高公司的偿债能力。综合以上分析，并考虑到区域经济、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本期债券的偿还能力极强。

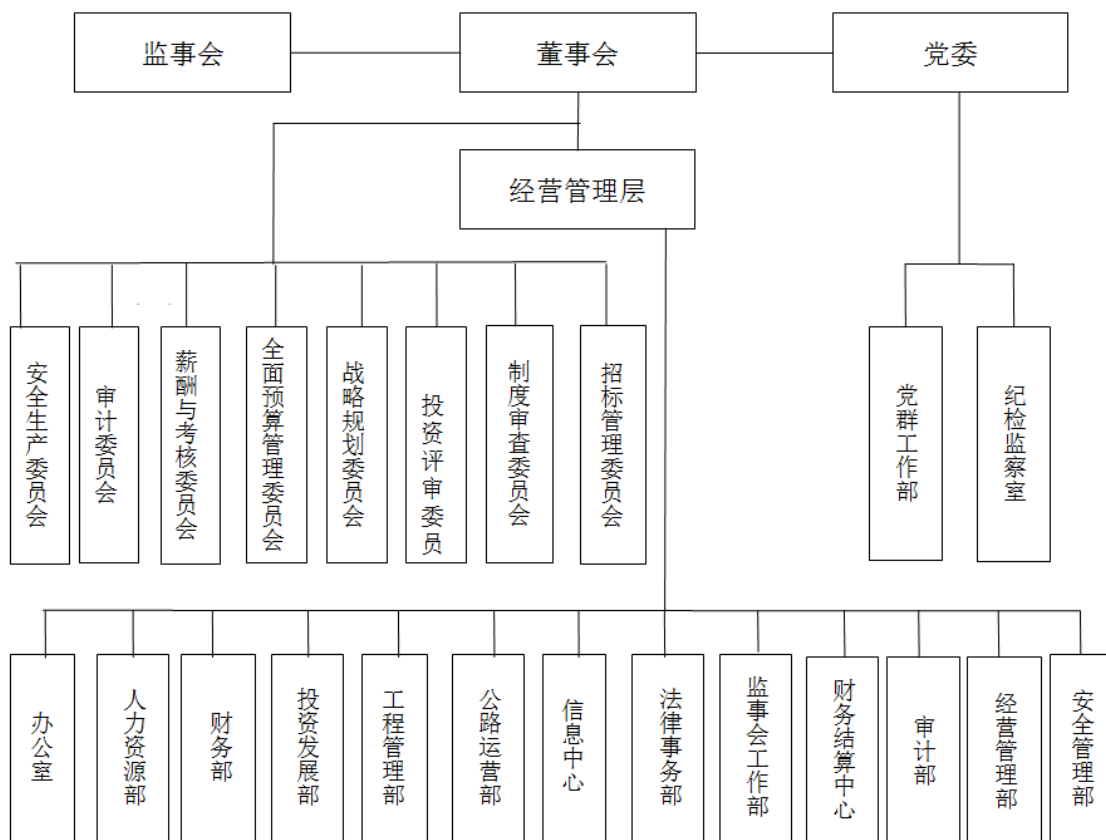
九、综合评价

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、区域竞争力强，在政策及资金等方面得到政府的有力支持；在广西高速公路网中具有重要地位，区域规模实力较强；公司运营的高速公路路段较多、收费里程较长，可为公司提供相对稳定的通行费收入及现金流；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起到有效的补充。同时，联合评级也关注到公司路产划转事项将影响总资产和权益规模，未来投资规模大、面临较高的资金支出压力、债务负担较重，成品油及商贸业务波动较大，盈利水平较低，房地产存在一定去化压力，应收款项计提了较高坏账准备，回收情况有一定不确定性等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

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处于亏损状态高速公路资产的划出，公司未来的盈利水平和抗风险能力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 广西交通投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 公司已划转及拟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	交工	是否验收	划转时间安排
			（亿元）	年份		
1	隆林至百色	176.87	107.84	2011	是	2017 年 3 月 17 日已完成
2	宜州至河池	72.00	33.73	2012	否	2017 年 8 月 10 日已完成
3	六寨至河池	108.07	61.19	2012	否	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	139.13	65.42	2013	否	尚无确切计划
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	否	尚无确切计划
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	否	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	56.68	61.53	2017	-	尚无确切计划
21	靖西至龙邦	28.28	25.84	2018	-	尚无确切计划
22	河池至百色	178.80	173.54	2018	-	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		2,937.85	2,123.68	--		

附件 3 广西交通投资集团有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额(亿元)	1,917.79	2,117.71	2,293.28	2,378.31
所有者权益(亿元)	597.00	626.56	656.81	670.32
短期债务(亿元)	131.44	105.94	96.95	84.17
长期债务(亿元)	1,043.91	1,212.22	1,380.56	1,466.02
全部债务(亿元)	1,175.36	1,318.16	1,477.52	1,550.19
营业总收入(亿元)	194.36	175.75	211.12	55.24
净利润(亿元)	4.63	6.46	6.69	3.31
EBITDA(亿元)	44.22	39.86	52.29	--
经营性净现金流(亿元)	20.67	29.04	31.87	8.22
应收账款周转次数(次)	12.12	9.61	9.52	--
存货周转次数(次)	1.97	1.73	1.86	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.10	0.02
现金收入比率(%)	104.54	109.86	103.52	127.00
总资本收益率(%)	1.32	1.07	1.33	--
总资产报酬率(%)	1.48	1.21	1.46	--
净资产收益率(%)	0.80	1.06	1.04	--
营业利润率(%)	19.86	20.66	21.61	24.22
费用收入比(%)	14.36	13.45	13.50	16.21
资产负债率(%)	68.87	70.41	71.36	71.82
全部债务资本化比率(%)	66.32	67.78	69.23	69.81
长期债务资本化比率(%)	63.62	65.93	67.76	68.62
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.56	0.81	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.04	0.03	0.04	--
流动比率(倍)	1.25	1.06	1.14	1.36
速动比率(倍)	0.97	0.76	0.77	0.92
现金短期债务比(倍)	0.65	0.89	0.88	1.30
经营现金流动负债比率(%)	7.65	10.83	12.85	3.51
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.88	0.80	1.05	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.95	2.66	3.49	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、其他流动负债中的短期融资券、超短期融资券和长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等已调整至债务核算；4、由于公司进行前期会计差错更正并对前期数据进行追溯调整，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，2016 年财务数据采用 2017 年的期初数或上年同期发生额；5、2018 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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 + 长期应付款中有息债务 + 吸收存款及同业存放

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。

联合信用评级有限公司关于 广西交通投资集团有限公司 2018 年公司债券（第二期）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（期）债券存续期内，在每年广西交通投资集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西交通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。广西交通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交通投资集团有限公司的相关状况，如发现广西交通投资集团有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如广西交通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，可公布信用等级暂时失效，直至广西交通投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广西交通投资集团有限公司、监管部门等。

