

信用等级公告

联合[2011] 284 号

联合资信评估有限公司通过对广西铁路投资（集团）有限公司及其拟发行的 2012 年度 10 亿元公司债券的信用状况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
AA⁺

广西铁路投资（集团）有限公司
2012 年度 10 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年四月二十日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广西铁路投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评估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。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广西铁路投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广西铁路投资（集团）有限公司 2012 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该公司债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年四月二十日
评级业务专用章

广西铁路投资（集团）有限公司

2012 年度 10 亿元公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA⁺

本期债券发行额度：10 亿元

本期债券期限：7+3 年

评级时间：2011 年 4 月 20 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	26.50	201.89	276.35
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	26.50	104.90	119.67
长期债务(亿元)	0.00	78.37	131.83
全部债务(亿元)	0.00	87.33	143.18
营业收入(亿元)	0.00	7.24	20.43
利润总额(亿元)	0.39	0.86	1.88
EBITDA(亿元)	0.39	1.47	2.81
经营性净现金流(亿元)	0.00	0.55	3.82
营业利润率(%)	--	10.59	13.67
净资产收益率(%)	1.45	0.74	1.21
资产负债率(%)	0.01	48.04	56.70
全部债务资本化比率(%)	0.00	45.43	54.47
流动比率(%)	371795.61	1021.31	566.08
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	59.50	50.90
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.04	0.15	0.28

分析师

李 想 程 晨

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广西铁路投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为广西壮族自治区政府批准成立的大型国有企业，已初步形成铁路投资建设、大宗贸易、土地开发等多元化业务发展格局；公司作为广西壮族自治区铁路投建的责任主体，政策支持力度大，收入规模持续快速增长。同时联合资信也注意到公司未来投资规模较大、政策执行情况尚待检验、贸易业务盈利能力不稳定等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来随着公司投资铁路项目的陆续完工投入使用、贸易业务趋于成熟、土地开发业务的展开，公司的收入规模和盈利能力将有望得以提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券无担保。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，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是广西壮族自治区内唯一铁路投融资建设主体，区域垄断优势突出。
2. 近年来，广西自治区经济发展速度较快、财政实力不断提升、固定资产投资力度不断加大，铁路投建需求大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
3. 公司在铁道部与广西合作铁路项目中履行广西方产权代表职能，广西壮族自治区政府出台了“区市共担”政策，对公司铁路投融资业务开展提供了有力支撑。
4. 大宗贸易业务快速发展带动了公司收入规模扩大和自身盈利能力提升。

关注

1. 广西壮族自治区铁路建设资金“区市共担”政策出台时间尚短，未来执行情况有待观察。
2. 公司未来投资规模大，对外筹资需求增加。
3. 公司其他应收款金额较大，回款时间具有不确定性。
4. 公司未来拟对合资项目公司担保规模大，铁路项目未来收益具有不确定性。

一、主体概况

广西铁路投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）成立于2008年10月31日，是广西壮族自治区人民政府直属的国有独资企业，受广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会监管，为国有资产授权经营单位。公司初始注册资本为人民币20.14亿元；2010年6月，国资委批准以增加资本金的方式注资，增资后注册资本92.50亿元。

公司职能定位：作为自治区与铁道部合资铁路广西方产权代表，负责相关铁路建设资金的筹集、投资和相关铁路资产的建设、运营管理。2009年以后，为进一步做大规模、增强公司自身盈利能力，公司开始进行糖、石化产品、钢材、煤炭等大宗贸易业务。2010年9月，广西壮族自治区人民政府通过桂国资发[2010]166号文件将公司主业明确为：铁路建设及相关投资与资产管理、大宗贸易及物流服务；铁路沿线相关土地开发与经营。

截至2010年底，公司本部拥有综合事务部、计划财务部、审计部、党群人力资源部、建设工程部、资产经营管理部、征地拆迁协调部等7个职能部门，企业组织体系包括一家全资子公司、一家控股子公司和七家参股子公司，详见附件1。

截至2010年底，公司合并资产总额2763524.55万元，所有者权益1196675.55万元（含少数股东权益1216.10万元）。2010年公司实现营业收入204333.86万元，利润总额18802.65万元。

公司注册地址：南宁市青秀区民族大道143号德瑞花园6号23层；法定代表人：何国林。

二、本期债券及发债项目概况

公司计划于2012年申请发行10亿元公司债券（以下简称“本期债券”），采用无担保发行方式，期限为10年，附第7年末公司上调票面利

率选择权和投资者回售选择权。

本期债券募集资金的80%用于铁路项目建设，其中，6亿元用于新建云桂铁路，2亿元用于新建玉林至铁山港铁路，剩余20%用于补充营运资金。

新建云桂铁路

新建云桂铁路项目已经国家发展和改革委员会发改基础【2009】3053号文批准，总投资为894.81亿元，本期债券募集资金投入6亿元，占本项目总投资额的0.67%。

云桂铁路项目线路自昆明枢纽昆明南客站引出，经石林板桥、弥勒、普者黑、广南、富宁、百色、田阳、平果、隆安，至南宁东站，正线全长715公里，其中云南境内441公里，广西境内274公里。全线共设25个车站（含新建昆明南客站），在邕江、右江、南盘江通航河流上建设三座桥梁。线路等级为国铁Ⅰ级、双线，旅客列车设计行车速度为200公里/小时，规划运输能力为昆明至百色段客车70对/日，货运6000万吨/年，百色至南宁段客车130对/日。

新建玉林至铁山港铁路

新建玉林至铁山港铁路已经中华人民共和国铁道部、广西壮族自治区人民政府铁计函【2009】1726号文批准，总投资为48.52亿元，本期债券募集资金投入2亿元，占该项目总投资额的4.12%。

新建玉林至铁山港铁路线路自玉林区段站引出向南，经沙田、在博白县城以东、高速公路内侧设博白站，经沙河、合浦水库西岸设曲樟站至闸口镇设闸口站，新建正线长度约98.2公里，桥隧比30.6%。建设引入玉林地区及连接铁山港支线相关联络线32.7公里。

新建云桂铁路及新建玉林至铁山港铁路的建设对于促进广西北部湾地区经济社会发展，构建西南通往华南地区便捷的运输通道，完善区域铁路网布局，提高运输服务水平具有积极意义，同时项目完工运行后，将形成稳定的铁路客票收益，项目社会和经济效益明显。

三、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司是广西国有资产授权经营的国有大型企业之一，目前已形成铁路建设投资管理、大宗贸易及物流服务等核心板块，公司是广西铁路投资的责任主体，履行铁道部和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理。

(1) 铁路投资建设

公司是广西九大有大型集团公司之一，另八家公司为：广西投资集团有限公司、广西北部湾投资集团有限公司、广西北部湾国际港务集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、广西林业集团有限公司、广西宏桂资产经营(集团)有限责任公司、广西金融投资集团有限公司、广西有色金属集团有限公司。截至到 2010 年底，公司注册资本与实收资本在上述九家公司中居于第一位，资产规模位列第三位。除公司外其余八个主体皆为专业性公共运营主体，与公司铁路投资建设业务交叉较少，公司铁路投资建设业务区域垄断优势突出。

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，铁路运营管理水平 and 现代化水平在中国处于领先地位。

(2) 大宗贸易和物流服务

公司是广西壮族自治区重要的贸易公司之一，通过下属全资子公司广西冠信实业有限公司(以下简称“冠信公司”)开展大宗贸易与物流服务业务，冠信公司依靠集团资金充足和信誉度较高的优势，立足资源性产品和广西优势品牌，开展门槛较高的贸易业务。

白糖贸易主要集中在自治区内，广西作为中国白糖主产区，占全国产量比重达 60%以上，公司白糖业务具有显著的区位优势 and 便利条件。2010 年公司实现白糖销售收入 4.77 亿元，

成交量 10.74 万吨，销售收入同比增长 605.92%。公司拥有经验丰富的糖业从业人员，对白糖行业走势 and 市场脉络有较强的把握，有助于公司开展糖业贸易业务。

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，石化产品经营快速发展，2010 年开始成为广西重要的石化产品贸易商。公司 2010 年实现石化产品销售收入 8.97 亿元，交易量 14.89 万吨，石化产品销售收入同比增长 786.24%。

随着国民经济特别是工业生产的发展，广西对煤炭的需求迅速增加，2010 年广西煤炭消费量为 6210 万吨，而广西自产煤约 600 万吨，远远不能满足本地经济发展的需要，必须大量从区外采购。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，2010 年实现煤炭销售收入 9277.79 万元，交易量 15.8 万吨。

冠信公司还经营钢材业务。钢材是经济建设不可或缺的重要物资，最近中央加大保障性住房、水利设施和中西部基础设施建设力度以及各主要区域的经济规划的实施，都将增加对钢材的需求。冠信公司抓住钢材需求增大的机遇，大力开展钢材业务，2010 年实现钢材销售收入 1.83 亿元，交易量 5.04 万吨。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员 6 人，包括总经理 1 人，副总经理 4 人和总会计师 1 人，均为本科以上学历，分管人力、资产管理、筹融资、工程建设、综合经营等，均具有丰富的行业生产经营管理经验，领导层素质较高。

公司董事长兼总经理何国林先生，1973 年 10 月在广西田林县参加工作，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；2008年10月至今任公司董事长、党委书记、总经理。

截至2010年底，公司拥有在职员工164人。按照岗位构成划分，公司拥有管理人员131人，销售人员4人，专业审计人员1人，其他职能人员28人；按照学历划分，本科以上占70.73%，专科学历占26.22%，中专及以下占3.05%。按照年龄划分，30岁以下占30.49%，30岁~50岁占60.37%，50岁以上占9.14%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年企业经营管理经验，有利于公司的长远发展。公司员工学历较高，年龄构成符合行业发展要求，能够满足公司经营需要。

3. 外部环境

区位优势

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。

2008年1月16日，国务院批准实施《广西北部湾经济区发展规划》（以下简称“规划”），强调指出：广西北部湾经济区是中国西部大开发和面向东盟开放合作的重点地区，对于国家实施区域发展总体战略和互利共赢的开放战略具有重要意义。规划中明确指出，给予北部湾经济区5方面政策支持，包括：综合性配套改革方面，重大项目布局方面，保税物流体系方面，金融改革方面和开放合作方面。

2009年12月7日，国务院出台了《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，以下简称“意见”），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。广西今后面临四项战略任务：一是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；二是构筑国际区域经济合作新高地，加快建设并完善与东盟合作平台，在中国-东盟自由贸易区中发挥更大作用；三是培育中国沿海经济发展新的增长极。四是建设富裕文明和谐的民族地区。《意见》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。

2010年3月19日，国家住房和城乡建设部正式批复《广西北部湾经济区域城镇群规划纲要》（以下简称“纲要”）。这是继规划之后，国家批准支持北部湾经济区加快发展的又一战略性宏观规划。纲要中明确了包括南宁在内的北部湾城镇群发展目标和定位，构建以南宁为主，北海等5市为副的多中心大都市区。

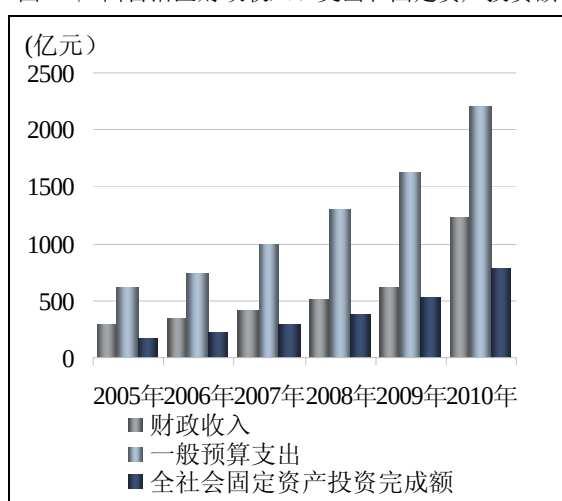
区域经济与财政实力

“十一五”期间，广西自治区经济发展迅速，经济结构不断优化。2010年广西自治区财政收入完成1228.75亿元，比上年增长27.1%；国税收入537.1亿元，增长30.9%，比上年增长126.66亿元；地税收入首次突破500亿元大关，达到505.57亿元，同比增收150.67亿元，增长42.5%。2010年，广西自治区一般预算支出完成2002.57亿元，比上年增长380.75亿元，增长23.5%。随着财政支出规模的迅速扩大，财政支持经济社会各项事业发展的力度不断加大，经济支持力度和基础设施建设投入力度不断加大。

2010年广西自治区全社会固定资产投资达到7859.07亿元，是“十五”时期五年总和的1.4倍，年度投资净增量达2152.37亿元，比上年增长37.7%，增速比全国高13.9个百分点，为“十一五”时期的第二高。城镇固定资产投资完成额逐年提高，城镇基础设施完成投资2781.45亿元，比上年增长33%。其中，交通运

输投资 1019.06 亿元，增长 31.7%，在建铁路 21 条，云桂铁路、玉林至铁山港铁路等项目实现开工，贵广铁路（广西段）、南广铁路（广西段）等续建项目建设稳步推进；在建和新开工高速公路项目 26 条，防城至东兴、来宾至马山、柳州至武宣等高速公路正式开工，六景至钦州港、玉林至铁山港、六寨至河池等续建项目建设进展顺利，建成隆林至百色高速公路；水利环境和公共设施管理业投资 910.78 亿元，增长 49.4%；教育行业投资 181.8 亿元，增长 51.6%。

图1 广西壮族自治区财政收入、支出和固定资产投资额



资料来源：广西统计信息网

整体来看，公司所处广西壮族自治区，区位优势突出，近年来区域经济发展水平持续增长，财政实力逐年增强，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。

四、公司管理

1. 法人治理结构

公司采取董事会领导下的总经理负责制。不设股东会，由国资委授权公司董事会行使股东会的职权，决定公司的重大事项。公司董事会现有 5 名董事，设董事长 1 名，董事均由国资委委派。董事会在授权经营范围内经营管理国有资产，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司的年度财务预算决算方案以及利润分配方案等。

公司依法设立监事会，由 5 名监事组成，职工监事由职工代表大会选举产生，不少于总监事人数三分之一，其余监事由国资委委派。

目前公司经营层设总经理 1 人，总会计师 1 人，副总经理 4 人，下设综合事务部、计划财务部、审计部、党群人力资源部、建设工程部、资产经营管理部、征地拆迁协调部等 7 个职能部门。公司部门设置能够满足目前管理需要。

2. 管理制度和管理水平

公司制订了《广西铁路投资（集团）有限公司章程》、“三重一大”决策制度实施办法和《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。公司按照现代企业制度要求，采取母子公司管理体制，在明晰产权的基础上，以资本为纽带，建立与所属公司之间的母子公司关系。

行政管理方面，公司制定了完善的行政管理制度体系，对公司的行政事务、办事规程和管理体制等相关方面进行了规定。用以加强公司行政事务管理，理顺公司内部关系，使各项管理标准化、制度化、提高办事效率。

财务管理方面，公司按照现代财务管理的要求，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。公司进行社会公开招聘专业人士，对财务状况每年进行专题检查和定期抽查。

人事管理方面，公司对于管理权限、任免和解聘、培训、考核、后备人才管理、激励机制、职称评聘、交流、处罚以及离、退休管理等方面进行了具体规定。

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。

3. 对子公司的管理

公司对下属全资、控股子公司的管理能力较强。参股公司方面，由于目前中国铁路铁道部与地方合资建设体制的特殊性，公司和铁道部成立的合资公司均为参股公司，铁道部或其授权代表铁路局占大股东地位，经营管理决策权均由铁道部掌握，公司对参股的合资铁路公司没有实质性的影响力。

投资决策方面，公司为下属全资、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。

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。公司的全资、控股公司未经董事会批准不得为其他企业进行经济担保。

总体看来，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，公司对下属全资、控股企业人事、财务等具有较强的控制力。

五、生产经营

公司职能定位为：作为自治区与铁道部合资铁路广西方产权代表，负责相关铁路建设资金的筹集、使用和相关铁路资产的建设、运营管理。2008 年公司成立时间尚短，未形成营业收入；2009 年以后，为进一步做大规模、增强

公司自身盈利能力，公司开始进行糖、石化产品、煤炭、钢材等大宗贸易业务及少量的房地产开发业务。2010 年 9 月，广西壮族自治区人民政府通过桂国资发[2010]166 号文件将公司主业明确为：铁路建设及相关投资与资产管理、大宗贸易及物流服务、铁路沿线相关土地开发与经营。

公司铁路投资建设板块主要为与铁道部合资建设铁路，形成收入以投资收益形式体现在损益表中。目前公司主营业务收入主要为冠信公司贡献的商品销售收入和房地产开发收入，其中商品销售收入占比 95%左右。

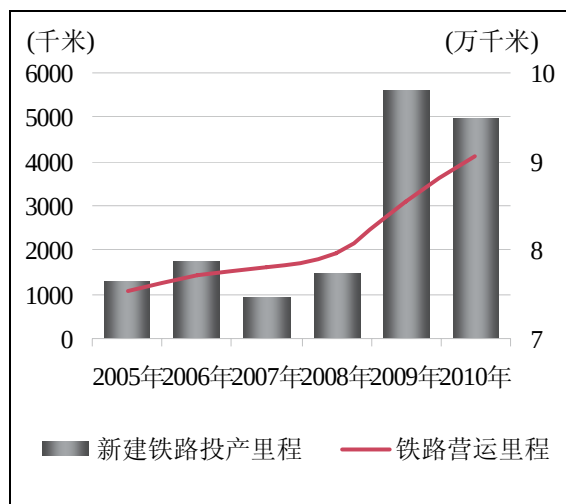
1. 公司经营

铁路投资建设板块

①行业分析

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。

图2 中国铁路新建铁路投产里程和铁路营运里程



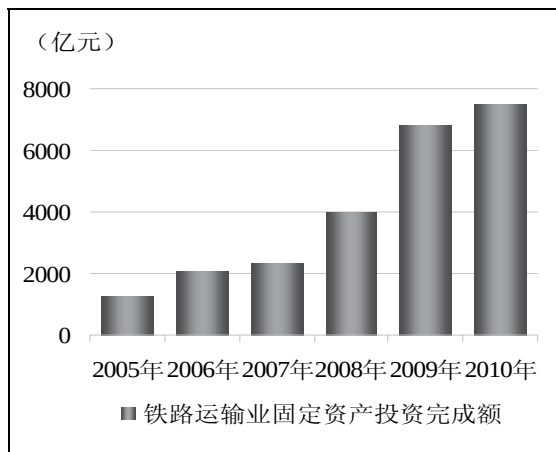
资料来源：国家统计局

目前，中国干线铁路建设主要采用部省合作模式，即：由铁道部（局）和地方政府或有关企业等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，进行包括客运专线、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全

过程管理。合资公司一般由铁道部控股并负责铁路资产后续的运营管理工作。铁道部发展计划司是铁道部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增大的2年，新建铁路投产里程分别为5598千米和4986千米，较2008年的1459千米有明显提高。2010年中国铁路固定资产投资完成额7590亿元，较上年增长9.85%；铁路营运里程9.1万千米，比上年增长6.43%。

图3 中国铁路固定资产投资完成额



资料来源：国家统计局

从广西自治区铁路投资建设情况来看，“十五”期间，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，制定了支持交通发展的一系列政策措施。“十一五”期间，广西自治区共完成铁路建设投资约730亿元，是“十五”投资的10倍，超过建国以来到“十五”末全区铁路建设完成投资的总和。截止2010年底，全区铁路营业里程突破了3200公里，达到3251公里，比“十五”末增加500公里；路网密度达到135公里/万平方公里，高于全国平均水平。

根据铁道部《中长期铁路网规划》，到2020年，中国铁路网规模将有较大发展，建设新线

2.5万公里，全国铁路营业里程将达到10万公里，主要繁忙干线实现客货分线运输，通道能力紧张状况从根本上得到改变，形成覆盖全国的快速客运网络和大能力货运网络，铁路运输能力不足的局面有望得到改变。

2010年1月，广西壮族自治区人民政府出台了《广西壮族自治区人民政府关于进一步加快铁路建设的若干意见》，提出铁路作为基础产业，是现代综合交通运输体系的重要组成部分，要全面实施自治区交通优先发展战略，推动落实自治区与铁道部签署的一系列协议，努力实现广西铁路跨越式发展。从2008年起至2012年，广西自治区内投入铁路建设资金3000亿元以上，建设里程4500公里以上，大力推进“一轴四纵四横”铁路网络体系建设。

铁路建设的部省合作模式和未来大规模的发展规划使得公司面临较好的发展前景和环境。

②公司运营

公司作为广西壮族自治区唯一从事铁路投资、建设和管理的专业性投资公司，受自治区政府的委托，通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，在铁道部与广西壮族自治区合资项目中履行广西方产权代表的权利和义务。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，并筹措部分铁路建设资金，将投资款按照铁道部投资计划和项目建设进度下拨给铁路项目公司，项目公司再下拨给项目建设施工单位；铁路项目收益分配则采用按股份比例分配，公司根据协议委派高级管理人员作为铁路项目公司高管，参与铁路项目公司的管理工作。

根据自治区与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，2014年前广西拟开工建设的铁路项目共28个，建设总里程5813公里，总投资约4789.55亿元，28个铁路项目需广西方出资1000亿元以上（其中，需广西方直接投入约565亿元，对合资项目公司的贷款担保约500

亿元)。

565亿元广西方配套项目资本金的来源——“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，由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措铁路建设项目资本金。其中，自治区负责60%（约339亿元），各市负责40%（合计约226亿元）。实际操作上，先由自治区投入资金和公司通过银行授信资金解决铁路建设资金需求，而后通过各市资金投入和土地投入（开发收益）平衡铁路借款。截至2011年2月底，公司已经组建了三期银团贷款，共获得国开行、农行、中行等各大国有及股份制银行15年期及以上的项目贷款319.42亿元的总授信额度，已提款约129.83亿元。

自治区负责部分（约339亿元）：由自治区财政每年预算安排10亿元，并视财力逐年增加，其余由公司通过土地运作等方式筹集。截至2010年底，自治区政府已通过公司投入项目资本金约97.51亿元（体现在“实收资本”中）。

各市负责部分（约226亿元）：以现金（不低于30%）和土地（需满足公司向银行申请贷款需求，土地开发取得收益后，扣除公司代各市出资额（本息），剩余收入归各地方政府）两种方式出资，资金划入公司，由公司统一进行资金使用。各市以出资额计算其在铁投公司注册资金中所占有的份额，享有相应股东权利。出资时限：各市现金出资原则上须在相关铁路项目宣布开工后一年内筹措到位并全额上缴自治区财政厅；土地出资须在项目开工一年内将土地证办至公司名下。为确保各市出资及时到位，“桂财建[2011]9号”文件同时明确了相关保障措施：现金出资未及时到位的，由自治区财政厅通过年度财政结算予以扣收；土地出资未及时到位的，由自治区国土资源厅暂缓办理审查该市建设用地和安排用地指标。

从2011年3月下旬开始，自治区财政已经在与各市年度结算流程中把应收各市2010年底以

前的18.25亿元列入结算事项，相关扣缴工作正在办理中，预计待结算完成后即可向公司划转款项；根据自治区政府相关工作安排，要求各市2011年度的19.74亿元于12月31日前上缴，否则将在下个年度结算中直接扣收。

目前，公司下属广西梧州新港铁路投资有限公司等8家合资铁路项目公司作为铁路建设项目业主，负责18条铁路项目的建设，公司本部负责2条支线铁路项目建设，另外8个铁路项目将根据部区协商的结果确定最终的业主单位。

表1 公司下属8家合资项目公司情况

公司名称	注册资本（亿元）	公司持股（%）	以下简称
广西梧州新港铁路投资有限公司	0.20	60	梧州新港公司
广西沿海铁路股份有限公司	20.10	39.64	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.00	23.90	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	1.00	10	云桂公司
贵广铁路有限责任公司	20.00	2.07	贵广公司

资料来源：公司提供

注：除沿海公司和田德公司因拥有完工铁路项目，在公司合并报表中体现为长期股权投资外，其他合资公司因铁路项目最终公司股比待完工后确定，目前在“在建工程”科目中体现；除沿海公司和田德公司外其他公司持股比例为协议持股比例，最终持股比例要待公司拥有完工铁路项目后进行核算确认。

28条铁路建设情况详见表2。该28条铁路广西方配套资金总额为565.81亿元，截至2010年12月31日，已完成出资额151.12亿元，尚需完成出资额414.68亿元，预计将于2015年前全部完成出资，未来出资将主要集中于2011年和2012年，计划投入分别为157.72亿元和125.53亿元。

目前，公司已经完工铁路项目包括防城港企沙铁路支线、钦州港至大榄坪铁路支线和田德铁路，反映在沿海公司和田德公司，2010年公司实现对沿海公司和田德公司投资收益6462.60万元。

表 2 公司负责铁路建设项目投资情况

项目 业主	铁路项目名称	总投资	广西配 套资金	2010 年广 西方累计 完成出资	未来 5 年出资计划					
					2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
公司本 部	北海铁山港铁路支线	8.60	8.60	2.33	2.30	3.97				8.60
	钦州大榄坪至保税铁路 支线	4.76	4.80	1.18	2.00	1.62				4.80
梧州新 港公司	梧州赤水铁路专用线	5.60	5.60	0.12	1.00	4.48				5.60
沿海公 司	防城港企沙铁路支线	4.22	1.68	1.68						1.68
	钦州港至大榄坪铁路支 线	2.43	0.84	0.84						0.84
	沿海铁路扩能南宁至钦 州北段	97.60	22.85	8.91	9.80	4.09				22.80
	沿海铁路扩能钦州北至 北海段	80.10	16.05	2.25	7.88	5.97				16.10
	沿海铁路扩能钦州北至 防城港段	49.90	10.58	4.54	4.91	1.15				10.60
	玉林至铁山港铁路	48.52	12.77	3.18	4.10	5.52				12.80
	沿海铁路扩能黎塘至钦 州段	35.66	7.81	1.49	3.43	2.88				7.80
	合浦至湛江铁路	150.00	15.61		10.00	5.60				15.60
田德公 司	田德铁路	15.60	4.60	4.60						4.60
	德保至靖西铁路	13.78	3.05	1.92	1.08					3.00
黎南公 司	南宁至黎塘铁路	132	29.40	12.57	9.24	7.59				29.40
	南宁东站	60.00	24.70		3.96	20.74				24.70
柳南公 司	柳州至南宁客运专线	230	51.74	26.31	17.16	8.24				51.71
	柳州至南宁铁路电化改 造	15.00	1.00		1.00					1.00
贵广公 司	贵阳至广州铁路	858.00	18.00	9.92	8.08					18.00
云桂公 司	新云桂铁路	894.81	37.90	8.74	18.96	5.00	5.20			37.90
南广公 司	南宁至广州铁路黎塘至 广州段	410	49.00	39.56	9.44					49.00
待定	湘桂铁路扩能南宁至凭 祥段	156.30	16.00		8.00	8.00				16.00
	金城江至南宁铁路	233.00	57.09			15.00	16.00	20.30	5.80	57.10
	柳州至肇庆铁路	310.23	48.85				16.00	19.00	13.90	48.90
	黄桶至百色铁路	274.64	30.34			8.00	10.00	10.00	2.30	30.30
	黔桂增二线	250.00	14.46				8.00	6.50		14.50
	南昆增二线南那段和那 百段	100.00	10.00		6.00	4.00				10.00
	来宾迁江铁路专用线	3.80	3.80		1.00	2.80				3.80
	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	58.68	19.44	28.38	10.88				58.70
合计		4789.55	565.81	149.58	157.72	125.53	55.20	55.80	22.00	565.83

注：①该表统计时间为 2010 年 12 月 14 日，截至 2010 年 12 月 31 日，广西方已完成出资额 151.12 亿元

②由于未来 5 年出资计划由项目公司按照每条铁路情况统计上报，故存在统计误差。

③湘桂铁路扩能南宁至凭祥段等 8 条铁路线路尚未确定最终业主单位，未来将根据与铁道部协商结果确定将其纳入既有 8 家合资公司中，或另行成立合资公司。

整体来看，公司作为广西壮族自治区唯一的铁路项目投资建设主体，为部省合作项目广西方代表，铁路项目较多，铁路投资额度大。为支

持公司铁路项目建设，广西壮族自治区政府于 2011 年初出台了“区市共担”政策，政策方案明确、执行力和可操作性较强，对公司铁路建设资金

筹集起到有效保障作用。但联合资信同时关注到，该政策出台时间尚短，目前在积极推进过程中，未来实际执行情况有待进一步观察。

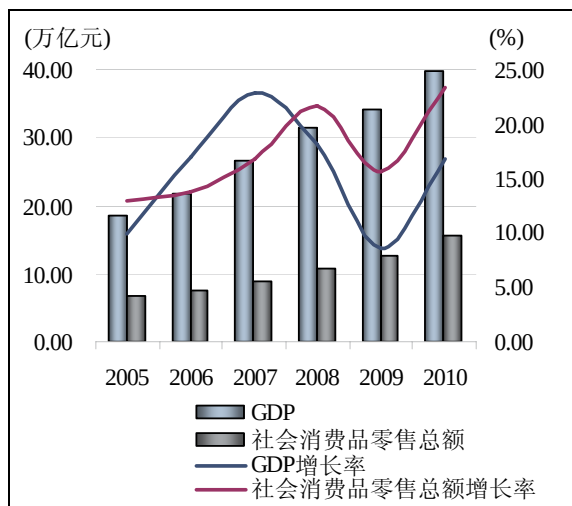
大宗贸易业务

2009年以后，为进一步做大规模、增强公司自身盈利能力，公司开始进行糖、钢材、石化产品、煤炭等大宗贸易业务，公司大宗贸易业务由全资子公司冠信公司承担。

①行业现状

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。

图4 2005~2010年GDP和社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局

根据国家统计局公布的数据显示，2010年中国国内生产总值397983亿元，比上年增长10.3%；全年社会消费品零售总额156998亿元，比上年增长18.3%，扣除价格因素，实际增长14.8%。按经营地统计，城镇消费品零售额136123亿元，增长18.7%；乡村消费品零售额20875亿元，增长16.2%。按消费形态统计，商品零售额139350亿元，增长18.4%；餐饮收入额17648亿元，增长18.1%。

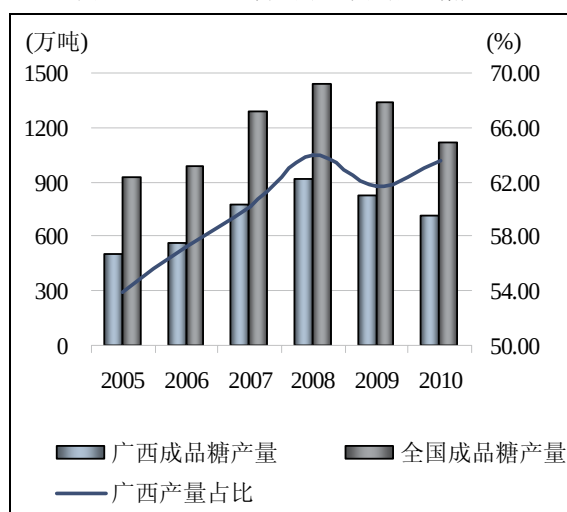
中国仍然处在并长期处在工业化和城镇化加速推进的阶段，未来经济发展空间较大，总

的来看，未来的国内贸易增速依旧会维持在较高水平。

白糖

中国成品糖产量经历周期性变化，2005~2008年，产量大幅上升，2009年开始，由于气候逐年恶化，北方冰冻和南方干旱灾情加重，中国成品糖产量逐渐下降。广西壮族自治区是中国成品糖最大的生产基地，近5年年累计产量均在中国成品糖产量50%以上，2010年，广西壮族自治区产成品糖710.21万吨，同比减少14.11%。

图5 2005~2010年广西、中国成品糖产量



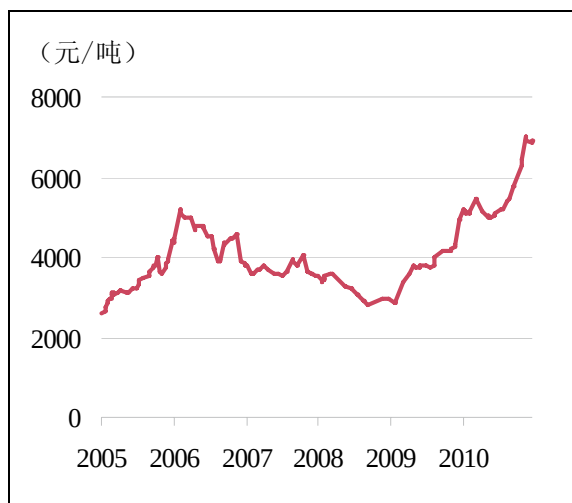
资料来源：Wind资讯

2006~2009年是中国白糖价格周期性下跌阶段，从2009年初开始，中国白糖价格出现较大幅度的上涨，从2800元/吨上涨至6500元/吨，虽然2010年上半年出现过短暂的价格回调，但白糖价格仍呈现上涨趋势。2009年以来白糖价格上涨的主要原因是国内白糖减产，北方冰冻和南方干旱灾情使得食糖供应缺口逐渐增大。而国际和国内的扩张性货币政策、国际和国内投机资金炒作白糖期货加剧也导致了白糖价格波动。

现阶段，国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，国家对白糖进口采取配额限制，征收关税，使得国内糖价大幅度高于国际白糖价格。2010年国内白糖现货价比国际白糖价格高1300元/吨~2500元/吨，预计未来1年左右这种状

况不会出现大的改变。

图6 2005~2010年白糖现货价

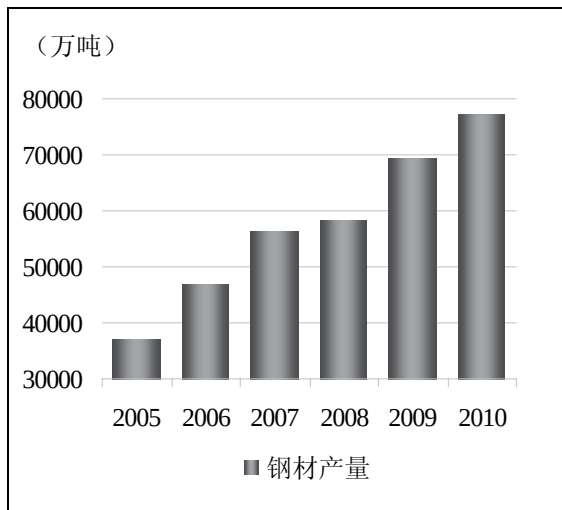


资料来源: Wind资讯

钢材

2010年中国钢铁企业扩容初步产生成效, 全年钢材生产量约76000万吨, 较上年增长9.76%。

图7 2005~2010年中国钢材产量

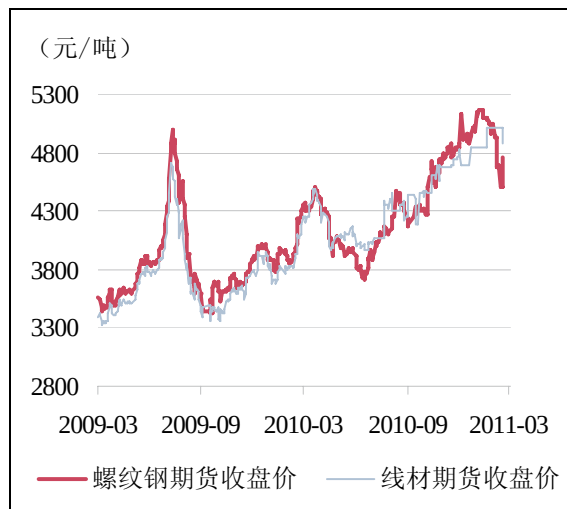


资料来源: Wind资讯

自2008年国际金融危机爆发以来, 由于市场影响, 中国钢材价格波动非常大。2009年3月螺纹钢价格一路从3400元/吨上升至5000元/吨附近, 而后快速下降到3200元/吨。自2009年9月开始, 钢材价格震荡上升, 2011年2月到达5005元/吨。预计未来高铁和保障性住房的建设

将拉动钢材下游需求上升, 钢材价格仍有上升空间。

图8 2009年3月~2011年3月钢材期货价

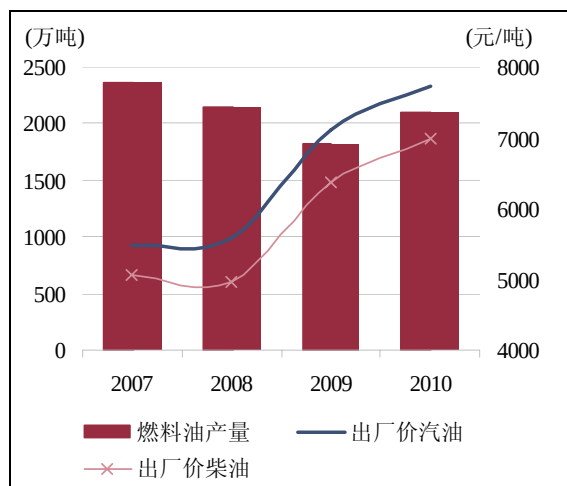


资料来源: Wind资讯

石化产品

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%, 国际经济形势和石化产品市场对国内石化产品消费有着较大影响。2010年中国燃料油产量约为2100万吨, 较2009年上升15.41%。

图9 2007~2010年中国燃料油产量和发改委发布油价



资料来源: Wind资讯

自2008年国际金融危机以来, 国际油价探底回升, 受世界政治、经济等影响, 油品价格波动性较大, 但从趋势上看, 受到全球刺激经济的超宽松货币政策所催生的流动性进入商品

市场、美元不断走低、商品期货市场监管不力、欧佩克多次限产的影响，油品价格一路上升至100美元左右。国内方面，2009年至今，发改委15次调整油价，2011年2月20日起，国内汽油价格调整为8080元/吨，柴油价格调整为7330元/吨。由于北非和中东局势动荡，预计未来油品价格仍有上升空间。

②公司运营

表3 公司贸易业务运营情况（单位：万元，%）

产品	2009年			2010年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
钢材	39206	38803	1.03	18302	18010	1.59
石化产品	10120	9572	5.41	89684	88801	0.99
水泥	2226	2148	3.50	2511	2399	4.45
白糖	6761	6188	8.47	47726	45523	4.62
氧化铁皮				3939	3875	1.62
煤炭				9278	8004	13.73
合计	58313	56712	2.75	171441	166612	2.82

资料来源：公司提供

公司抓住广西临海的区位优势 and 糖业、有色金属产业发达的资源优势，开展白糖、钢材、石化产品、煤炭、水泥等大宗贸易业务。2009年从事大宗贸易以来，公司依靠大型国有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，2009年及2010年，分

别为5.83亿元和17.14亿元，各品种运营情况详见表3，贸易业务各品种毛利率受市场价格波动影响变动较大，但整体贸易业务毛利率由2009年的2.75%上升至2010年的2.82%。

冠信公司贸易业务主要依靠自身较大资金量优势，密切关注国内、国际供需状况，预测国内国外两个市场价格变动趋势，灵活定价，择机出货。

冠信公司以国内采购为主，2010年石化产品和煤炭有部分进口业务。公司白糖采购地主要在广西，钢材采购地主要为河北、广西，石化产品采购地主要为广东、广西、韩国、新加坡，煤炭采购地在印度尼西亚、广西、贵州、四川。2010年，冠信公司国内采购占总额79.71%，进口（主要是石化产品和煤炭）占总额20.29%，其中从韩国进口货物占进口总额的21.71%，新加坡占74.83%，印度尼西亚占3.46%。

冠信公司销售以内销为主，2009年有小部分钢材出口到马来西亚。冠信公司销售渠道主要集中在国内下游批发商，水泥和钢材主要提供给自治区内用于区内交通项目建设。销售方式主要为现货交易。其中，白糖和钢材主要在广西自治区内实现销售，石化产品主要销往上海、广东、山东，煤炭主要销往四川、广西。

表4 公司贸易业务开展情况（单位：吨，元/吨）

产品名称	2009年				2010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
钢材	87503.00	3664.00	87477.00	3715.00	44330.00	4210.00	50365.00	4252.00
石化产品	20000.00	5243.00	20000.00	5920.00	148900.00	6977.00	148900.00	7194.00
水泥	91030.00	276.00	91030.00	286.00	83097.00	337.80	83097.00	353.54
白糖	16193.00	4522.00	16001.00	4944.00	107252.00	4966.00	107444.00	5197.11
氧化铁皮	--	--	--	--	33159.00	1367.37	33159.00	1389.95
煤炭	--	--	--	--	158000.00	593.00	158000.00	687.00

资料来源：公司提供

注：采购及销售均价采用将各单笔业务均价加权平均方式进行计算。

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。公司在煤炭、氧化铁皮等品种均与客户建立了良好

的战略合作关系，通过与主要合作客户签订长期合作协议（一般3年左右），保障公司未来的较大业务量得以持续。

整体来看，公司借助于大型国有企业背景和充足资金量支撑，贸易业务收入实现快速增长，贸易业务整体盈利能力有所提升，公司已与部分合作伙伴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，公司贸易业务规模有望进一步扩大。但同时联合资信也关注到，公司主营大宗贸易产品中钢材、水泥、白糖等产品短期内价格波动较大，将对公司贸易盈利稳定性带来一定影响。

土地开发与经营业务

根据公司铁路项目建设资本金来源的相关安排，部分铁路项目投资将由自治区及各市政府通过土地出资方式注入到公司，并由公司进行土地资产开发运作。

根据自治区人民政府相关会议纪要，目前拟将南宁大岭生态园等三块地作为自治区层面提供的第一批土地资产注入公司。首批拟注入三块土地情况见表5：

表5 拟注入公司土地情况（单位：亩）

拟划入地块名称	总面积	实际用地	道路等公共用地
凤岭南三岸园艺场土地	2385.29	1769.91	615.38
南宁东站东南面土地	约 150	约 150	
南环线天潭至玉洞西段置换土地	约 700	约 700	
合计	3235.29	2619.91	615.38

资料来源：公司提供

拟注入的凤岭南三岸园艺场土地面积合计约 2385.29 亩的土地中，目前已完成报批土地 849.38 亩，未办理用地报批手续土地约 1536.52 亩（其中，农用地约 1166.78 亩、建设用地约 369.75 亩，需列入中心城市用地报国务院审批），目前正在积极推进项目规划定点、未征土地的征地拆迁、分批办理土地证等相关工作，预计将于 2011 年底前完成相关工作。未来公司拟通过变更土地用途并将该部分土地资产抵押融资进行铁路项目投建；南宁东站东南面约 150

亩土地及南环线天潭至玉洞西段置换土地约 700 亩（置换地拟在南环线附近选定，具体面积以南宁市国土资源局最终核定面积为准），已向南宁市规划管理局申请定点规划，待南宁市规划领导小组审批。

总体来看，政府拟注入公司土地资产规模大，南宁市凤岭周边住宅及批发零售用地地价约为 950~1250 万元/亩，若上述土地资产能够顺利注入公司并完成土地用途变更，公司大额铁路项目建设资金来源将得到较好保障，但同时联合资信注意到，土地资产注入过程中尚有诸多问题待解决，注入时间具有一定不确定性，同时，土地资产抵押融资将加大公司债务规模和偿债压力。

其他

在大宗贸易之外，冠信公司还通过其下属桂林市冠信远辰地产有限公司进行少量房地产开发业务，目前开发的项目为“远辰·国际文化新城”。该项目占地面积为约 458 亩，规划总建筑面积约 80 万平方米，计划总投资约 20 亿元。截至 2010 年底，冠信公司已完成房地产开发投资约 3.30 亿元，实现销售 10.76 万平方米，2009 年及 2010 年，实现房地产开发收入分别为 0.60 亿元和 0.99 亿元。未来随着该地产项目建设进度的推进和陆续竣工实现销售，公司房地产业务收入有望持续增长。

2. 经营效率

公司成立于 2008 年 10 月，该公司营业期较短，故未形成营业收入。2009 年及 2010 年，公司销售债权周转次数随着贸易业务规模大幅扩大形成应收账款增加有所下降，分别为 8.33 次和 5.45 次；公司存货周转率分别为 4.08 次和 4.23 次；公司不形成主营业务收入的铁路项目资产占比大，总资产周转率相对较低，分别为 0.06 次和 0.09 次。以上经营效率指标符合公司运营特性，处于正常范围。

3. 未来发展

未来几年,根据自治区政府的要求,公司将建设成为一个以铁路建设投资为主业,相关投资与资产管理为辅业的综合性经营平台。

①继续好集团的主业—铁路建设投资和资产管理。“十二五”期间将是广西铁路建设大发展的几年,铁路客运专线、区际干线、北部湾沿海城际干线和通向东盟的国际通道建设将使公司获得更大的发展空间。同时,从2012年起,由公司作为出资方的湘桂铁路扩能改造工程、柳南客专、南广铁路等高铁将逐渐竣工并开通运营,公司铁路项目投资收益有望增长。

②做大做强综合性经营业务。为实现可持续发展,在做好铁路建设投资管理主业的同时,公司将加大力度做好综合性经营,以冠信公司作为经营平台,力争扩大大宗贸易业务规模和影响力;同时,争取在土地开发领域尽快取得突破。

六、财务分析

公司提供的2008~2010年财务报表已经上海东华会计师事务所审计,该事务所对上述报表出具了标准无保留审计意见。

截至 2010 年底,公司(合并)资产总额 2763524.55 万元,负债总额 1566849.00 万元,所有者权益(含少数股东权益) 1196675.55 万元;2010 年公司实现营业收入 204333.86 万元,利润总额 18802.65 万元。

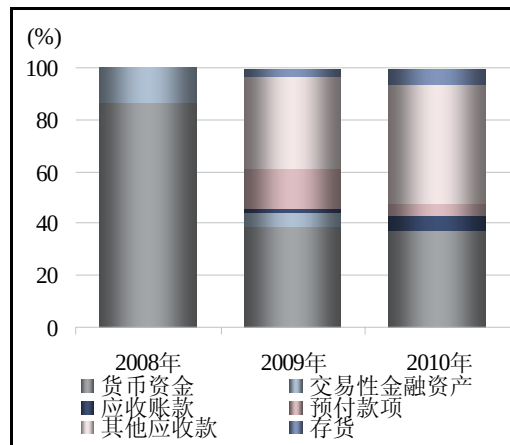
1. 资产质量

近年来,随着广西自治区国资委持续拨入资本金以及公司投资力度的加大,公司资产总额实现快速增长,截至2010年底,公司(合并)资产 2763524.55 万元,三年复合增长率 222.91%。从资产结构看,随着铁路投资额的加大,在建工程大幅度增长推动了非流动资产占比逐年提高,2010年底公司流动资产和非流动资产分别占34.65%和65.35%。

流动资产

2008~2010 年,公司流动资产年均复合增长 157.09%,增幅低于资产总额 65.82 个百分点。2010 年底,公司流动资产 957514.68 万元,其中货币资金占比 37.33%,其他应收款占比 46.24%,其余各科目占比较低。

图 10 公司流动资产构成



资料来源:公司提供

截至 2010 年底,公司货币资金 357395.01 万元,三年年均复合增长率为 68.57%,其中银行存款占 98.79%,多为广西自治区政府、财政厅对公司的注资。

公司应收账款主要为大宗贸易产生的应收货款,2010 年底为 51757.66 万元,其中,账龄在 1 年以内的占 97.76%,应收账款账龄较短;应收账款金额前 5 名单位余额累计占比 75.59%,应收账款集中度较高,考虑到欠款客户大多与公司签订长期合作协议,形成坏账风险不大。

公司预付账款主要为大宗贸易业务产生,2010 年底为 46535.15 万元,较 2009 年底大幅减少 71.82%,主要为公司逐步控制预付款风险,改变付款方式,逐步推广货到付款所致。公司预付前 5 年客户账款合计 34357.98 万元,占比 73.83%,公司客户集中度较高。

截至 2010 年底,其他应收款余额 442732.83 万元,账龄在 1 年以内的为 9.14%,账龄 1~2 年的为 90.86%,其中 380000 万元为广西自治区财政厅 2009 年向公司借款用于基础设施、民

生工程等项目建设，广西壮族自治区财政厅作为地方政府机构信誉度较高，坏账风险较小，但此次借款期限不明确，还款时间具有不确定性。

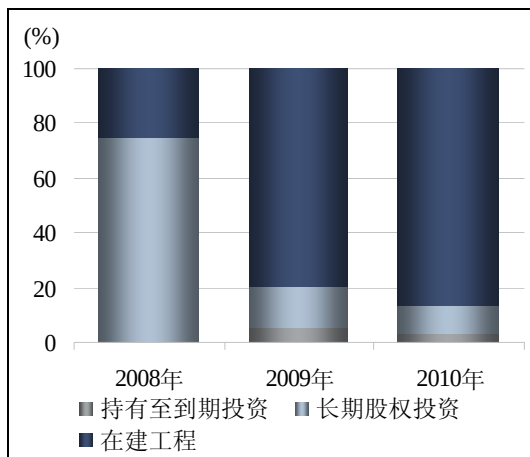
整体看，公司流动资产以货币资金和其他应收款为主，其他应收款中广西壮族自治区财政厅借款占比大，坏账风险小，但还款时间具有不确定性，公司流动资产质量一般。

非流动资产

铁路在建工程的大幅增加，带动了公司非流动资产的增长。2008~2010 年，公司非流动资产三年平均增长率为 287.67%。2010 年底，公司非流动资产 1806009.87 万元，其中在建工程占比 86.05%，长期股权投资占比 10.34%，其余科目占比较低。

截至 2010 年底，公司长期股权投资 186801.53 万元，为公司对沿海铁路股份公司、南宁阳光海岸地产开发有限公司、田德铁路有限责任公司、广西华亨地产开发有限公司、广西航洋信和置业有限公司的股权投资。

图 11 公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

2008~2010 年公司在建工程大幅提高，年复合增长率 619.64%，截至 2010 年底，余额 1554039.77 万元，较 2009 年底增加 820249.68 万元，主要为南广铁路建设项目等 15 条铁路建设项目。

总体来看，公司资产规模快速增长，以铁路项目为主的非流动资产占比大；流动资产则

以货币资金和其他应收款为主。公司资产结构符合其业务特性，整体资产质量较好，资产流动性偏弱。

2. 负债及所有者权益

政府持续资本金注入带动公司所有者权益显著增长，2008~2010 年三年平均复合增长率为 112.50%，截至 2010 年底，公司所有者权益合计 1196675.54 万元，归属于母公司所有者权益 1195459.45 万元，其中，实收资本和资本公积分别占 81.57%和 16.24%。公司资本公积以区国资委投入的沿海公司和田德公司股权、广西民族经济发展资金管理局拨付的铁路建设资金为主。

2008 年公司成立，负债规模较小，截至 2008 年底为 38.96 万元；2009 年以后，公司负债规模大幅增加，截至 2010 年底为 1566849.00 万元，其中流动负债占 10.80%，非流动负债占 89.20%。流动负债中，主要包括短期借款（占 65.36%）、应付账款（占 16.99%）和预收账款（占 8.93%），非流动负债以长期借款（占 94.32%）和专项应付款（占 5.46%，为中央预算投资）为主。因为公司铁路投资建设业务的特殊性，投资收回周期较长，债务也相对以长期债务为主，2010 年底占全部债务比重为 92.07%，公司现有债务结构较为合理。

截至 2010 年底，公司短期借款为 110560.00 万元，较上年增长 65.51%，主要为保证借款和质押借款；应付账款 28743.28 万元，较上年增长 244.47%，主要为子公司冠信公司应付购货款。

截止 2010 年底，公司长期借款 1318250.00 万元，较上年增长 68.21%，主要是为了修建铁路工程所借质押借款。其中，质押借款为 1088250.00 万元，质押标的为公司与广西自治区签订铁路委托代建协议项下享有的全部权益和收益。

2008~2010 年公司主要通过适度的负债增长支撑了资产规模的扩张，公司债务负担逐年

增加。2010年底，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56.70%、54.47%和52.42%，均较2009年有所提高。

3. 盈利能力

2008年公司未产生营业收入，2009年后随着贸易业务的开展，公司营业收入逐年增加，2010年实现营业收入204333.86万元，其中大宗贸易产生商品购销收入占比83.90%。公司铁路投资运营板块处于投资期，仅沿海铁路股份公司、田德铁路有限责任公司在运营状态，产生的收益计入投资收益中。2010年沿海铁路股份公司产生投资收益9012.59万元，田德铁路有限责任公司产生投资收益-2549.99万元（当年铁路折旧额较大等原因所致为负）。

费用上来看，公司除销售费用外，各费用增长幅度均和收入增长幅度保持一致，2010年销售费用2823.40万元，比上年同期增加1627.01%，这是由于公司2010年开展一部分进出口贸易支付的进口相关费用，以及公司贸易品种发生改变带来的运输费用和仓储费用造成的。

从主要盈利指标看，公司2010年的营业利润率为13.67%，较2009年提高3.08个百分点，公司贸易板块发展带动盈利能力增强，但公司整体盈利能力仍较弱。未来随着铁路投资运营收益逐步实现、贸易规模逐步扩大，公司利润规模将有望继续提高，但盈利能力受贸易品种市场变化影响可能存在一定波动性。

4. 现金流

经营活动方面，随着2009年起大宗贸易业务的开展和业务规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金近年来增长明显；此外，经营活动现金流中，公司与相关政府部门及其他关联公司往来款较大（体现在收到及支付的其他与经营活动有关的现金中）。2008~2010年，公司经营

活动产生的现金流入分别为91.42万元、255847.18万元和305836.23万元；经营活动产生的现金流量净额分别为-21.24万元、5541.14万元和38193.66万元。2010年，公司现金收入比为79.75%，较2009年提高5.93个百分点，经营获现能力有所增强，但收入质量较差。

投资活动现金流方面，2008~2010年均表现为净流出，主要为铁路项目资本金投入和征拆资金垫付，体现在购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金科目，此外，公司投资支付的现金和收回投资收到得现金主要为理财产品、基金产品等的投资和到期回收。2008~2010年公司投资活动现金净流出分别为49203.59万元、892021.57万元和718122.06万元。经营活动现金流不足以满足大规模铁路项目建设资金需求，公司对外部融资依赖程度较强。

公司主要依靠银行借款和政府资本金投入来满足投资活动产生的资金需求，2008~2010年，公司筹资活动现金流量净额分别为175000万元、1188506.12万元和6609522.55万元。

未来公司仍将面临大规模铁路建设资金投入，铁路投资项目收益和现金流的实现相对投入有所滞后，公司未来仍将面临较大的筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司债务结构以长期债务为主，流动比率和速动比率指标均较高，2010年底分别为566.08%和535.94%；2010年，公司经营活动现金流动负债比为22.58%，现金类资产/流动负债为2.16倍，公司短期债务偿还能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司现有债务结构以长期债务为主，2010年底全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数（利息支出含资本化部分）分别为50.90倍和0.48倍，公司现有盈利能力对债务保障程度较低。未来几年公司持续面临大规模铁路建设，债务规模有望继

续扩大。考虑到公司债务主要为铁路建设长期借款，广西壮族自治区政府对此制定了“区市共担”的详细方案，未来区、各市资金投入和投入土地的开发收益将逐步平衡铁路借款。若政策得以顺利执行，公司整体偿债压力将在很大程度上得到缓释。

截至 2010 年底，公司对外担保额度为 45 亿元，被担保方为广西民族经济发展资金管理局，系直属于广西壮族自治区财政厅的全民所有制事业单位，信誉度较高，或有风险较低。根据铁路项目建设相关政府文件，公司未来需要对合资铁路公司提供担保额约 500 亿元，铁路项目未来收益具有不确定性，存在一定或有负债风险。

截至 2011 年 2 月底，公司合并口径共获得授信金额 3404550 万元，实际使用 1450702 万元，公司间接融资渠道通畅。

七、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行额度为 10 亿元，分别占 2010 年底公司长期债务和全部债务的 7.59% 和 6.98%，对公司现有债务影响较小。

2010 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.70% 和 54.47%，以公司 2010 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期 10 亿元公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 58.21% 和 56.14%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿债能力分析

本期债券无担保。

2008~2010 年公司现金类资产平均余额 33.53 亿元，2010 年底余额为 36.55 亿元，为本期债券拟发行额度的 3.66 倍，现金类资产对本期债券覆盖能力强。

2008~2010 年公司经营活动现金流入量平均值为 18.73 亿元，是本期债券发行额度的 1.87

倍；其中 2010 年流入量为 30.58 亿元是本期债券的 3.06 倍；经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。

2008~2010 年公司 EBITDA 平均值为 1.56 亿元，是本期债券发行额度的 0.16 倍；其中 2010 年 EBITDA 为 2.81 亿元，是本期债券的 0.28 倍；公司 EBITDA 对本期债券保障能力弱。

公司铁路项目银行借款期限较长，以 20 年及 25 年居多。2011 年 2 月底，公司贷款余额 1450702 万元中，约 1157872 万元还款期在 2024 年及以后。预计本期债券存续期内，公司集中偿付压力不大。

未来随着公司贸易规模逐步扩大，铁路投资运营收益逐步实现，公司收入规模和盈利能力有望持续增长，经营活动产生的现金流入量也将逐步增加，对本期债券的保障能力将有所提升。

八、综合评价

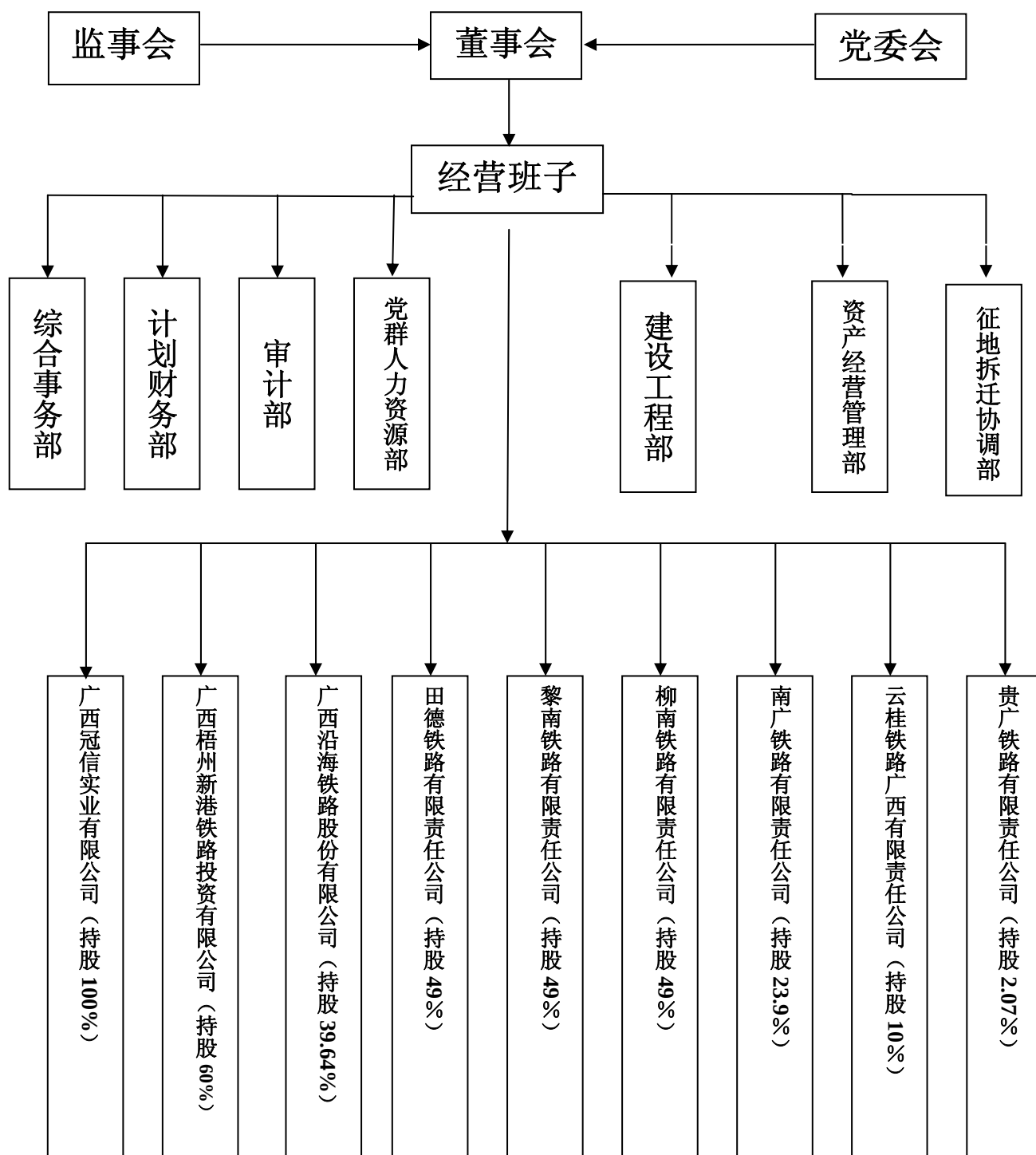
公司作为广西壮族自治区政府授权成立的大型国有企业，已初步形成区内铁路投资投融资建设、大宗贸易、土地开发的多元化业务发展格局。公司作为广西自治区铁路投建的责任主体，垄断优势突出；广西自治区出台铁路建设资金“区市共担”政策，对公司支持力度大。

未来随着公司投资铁路项目的陆续完工投入使用、贸易业务趋于成熟、土地开发业务的展开，公司的收入规模和盈利能力将有望得到提升。

本期债券无担保。公司现金类资产及经营活动现金流入整体对本期债券的覆盖程度较强。

综合分析，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	125775.17	427800.86	357395.01	68.57
交易性金融资产	19000.00	61857.75	2209.31	-65.90
短期投资				
应收票据		5891.14	5899.71	
应收账款		11490.16	51757.66	
预付款项		165160.37	46535.15	
应收利息	87.83			
应收股利				
其他应收款	2.30	391414.43	442732.83	43818.04
存货		31088.51	50985.02	
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		3.00		
流动资产合计	144865.29	1094706.21	957514.68	157.09
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资		52500.00	61000.00	
长期应收款				
长期股权投资	89954.98	135173.05	186801.53	44.10
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	209.35	2375.94	2997.00	278.36
在建工程	30008.00	733790.08	1554039.77	619.64
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产		4.56	3.00	
开发支出				
商誉		99.49		
长期待摊费用		7.59	11.26	
递延所得税资产		207.59	1157.31	
其他非流动资产				
非流动资产合计	120172.33	924158.30	1806009.87	287.67
资产总计	265037.63	2018864.51	2763524.55	222.91

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款		66800.00	110560.00	
交易性金融负债				
应付票据		18358.35	3000.00	
应付账款		8344.11	28743.28	
预收款项		3311.41	15105.98	
应付职工薪酬	4.13	59.33	736.72	1234.91
应交税费	21.18	1451.68	6326.74	1628.26
应付利息				
应付股利				
其他应付款	13.65	3907.20	4674.47	1750.71
一年内到期的非流动负债		4440.00		
其他流动负债		514.26		
流动负债合计	38.96	107186.34	169147.20	6488.74
非流动负债：				
长期借款		783680.00	1318250.00	
应付债券				
长期应付款		3180.00	3180.00	
递延收益				
专项应付款		75861.80	76271.80	
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计		862721.80	1397701.80	
负债合计	38.96	969908.14	1566849.00	19953.19
所有者权益：				
实收资本（或股本）	175000.00	925000.00	975142.33	136.06
资本公积	86163.04	111696.18	194114.18	50.10
减：库存股				
盈余公积	383.56	1023.73	1871.90	120.91
未分配利润	3452.06	10517.07	24331.04	165.49
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	264998.66	1048236.98	1195459.45	112.40
少数股东权益		719.39	1216.10	
所有者权益合计	264998.66	1048956.37	1196675.55	112.50
负债和所有者权益总计	265037.63	2018864.51	2763524.55	222.91

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入		72382.83	204333.86	
减: 营业成本		63443.44	173786.46	
营业税金及附加		1273.69	2616.73	
销售费用		163.48	2823.40	
管理费用	114.25	2260.07	4111.38	499.88
财务费用	-178.67	5812.29	8466.18	
资产减值损失		568.51	5548.55	
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)		238.91	-125.69	
投资收益(损失以“—”号填列)	3791.94	8588.46	11665.02	75.39
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	3856.36	7688.73	18520.47	119.15
加: 营业外收入		927.64	343.79	
减: 营业外支出		0.03	61.61	
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	3856.36	8616.34	18802.65	120.81
减: 所得税费用	20.74	842.31	4265.89	1334.34
加: 未确认的投资损失				
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	3835.62	7774.04	14536.76	94.68
少数股东损益		68.86	-303.29	
五、归属于母公司所有者的净利润	3835.62	7705.18	14840.05	96.70

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
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		53435.79	162964.56	
收到的税费返还			363.47	
收到其他与经营活动有关的现金	91.42	202411.40	142508.21	3848.21
经营活动现金流入小计	91.42	255847.18	305836.23	5683.96
购买商品、接受劳务支付的现金		116404.21	189722.36	
支付给职工以及为职工支付的现金	18.19	1018.45	1433.23	787.72
支付的各项税费		971.89	4581.39	
支付其他与经营活动有关的现金	94.47	131911.49	71905.59	2658.86
经营活动现金流出小计	112.66	250306.05	267642.57	4774.10
经营活动产生的现金流量净额	-21.24	5541.14	38193.66	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		153400.00	127183.67	
取得投资收益收到的现金		10077.35	6893.49	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额			3.21	
收到其他与投资活动有关的现金		-81.29	1724.42	
投资活动现金流入小计		163396.05	135804.79	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	30203.59	688155.54	772574.97	405.76
投资支付的现金	19000.00	202389.67	79081.20	104.01
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		15665.48		
支付其他与投资活动有关的现金		149206.93	2270.68	
投资活动现金流出小计	49203.59	1055417.62	853926.85	316.59
投资活动产生的现金流量净额	-49203.59	-892021.57	-718122.06	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	175000.00	750300.00	150942.33	-7.13
取得借款收到的现金		1078680.00	1037130.00	
收到其他与筹资活动有关的现金			730.00	
筹资活动现金流入小计	175000.00	1828980.00	1188802.33	160.64
偿还债务支付的现金		228200.00	462240.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		32273.88	60039.08	
支付其他与筹资活动有关的现金		380000.00	57000.70	
筹资活动现金流出小计		640473.88	579279.78	
筹资活动产生的现金流量净额	175000.00	1188506.12	609522.55	
五、现金及现金等价物净增加额	125775.17	302025.69	-70405.85	
加: 期初现金及现金等价物余额		125775.17	427800.86	
六、期末现金及现金等价物余额	125775.17	427800.86	357395.01	68.57

附件 4-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	3835.62	7774.04	14536.76	94.68
加：少数股东损益				
减：未确认的投资损失				
加：计提的资产减值准备		568.51	5548.55	
固定资产折旧	0.30	42.02	123.12	1934.05
无形资产摊销		0.30	1.79	
长期待摊费用摊销			3.80	
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			0.05	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失（减：收益）				
财务费用		9527.54	10703.52	
投资损失(减:收益)	-3791.94	-8588.46	-11665.02	75.39
递延所得税资产减少（减：增加）		-207.59	-949.72	357.51
递延所得税负债增加（减：减少）				
存货的减少(减:增加)		1895.58	-19613.43	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-90.13	-162095.55	11793.65	
经营性应付项目的增加(减:减少)	28.49	155635.19	27584.89	3011.89
其他	-3.58	1228.48		-100.00
经营性活动产生的现金流量净额	-21.24	5541.14	38193.66	
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	125775.17	427800.86	357395.01	68.57
减：货币资金的期初余额		125775.17	427800.86	
加： 现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	125775.17	302025.69	-70405.85	

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	8.33	5.45
存货周转次数(次)	--	4.08	4.23
总资产周转次数(次)	0.00	0.06	0.09
现金收入比(%)	--	73.82	79.75
盈利能力			
营业利润率(%)	--	10.59	13.67
总资本收益率(%)	1.45	0.72	0.90
净资产收益率(%)	1.45	0.74	1.21
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	42.76	52.42
全部债务资本化比率(%)	0.00	45.43	54.47
资产负债率(%)	0.01	48.04	56.70
偿债能力			
流动比率(%)	371795.61	1021.31	566.08
速动比率(%)	371795.61	992.31	535.94
经营现金流流动负债比(%)	-54.51	5.17	22.58
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	59.50	50.90
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	-1.02	-0.47
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-625,077.24	-147.31	-73.91
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.04	0.15	0.28
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.00	2.56	3.06
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.00	0.06	0.38
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.49	-8.86	-6.80

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 广西铁路投资（集团）有限公司 2012 年度 10 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广西铁路投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，广西铁路投资（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广西铁路投资（集团）有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广西铁路投资（集团）有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广西铁路投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广西铁路投资（集团）有限公司、主管部门、交易机构等。

