

信用等级公告

联合〔2019〕3344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2019年第一期永续期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AAA，2019年第一期广西铁路投资集团有限公司永续期公司债券的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月二十九日

2019 年第一期广西铁路投资集团有限公司 可续期公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：计划发行额为 15 亿元，其中基础发行额为 10 亿元，弹性配售额为 5 亿元

本期债券期限：3+N 年

偿还方式：按年付息；在每个重定价周期末，公司可选择全额兑付本期债券

募集资金用途：补充营运资金及用于南宁至崇左铁路项目建设

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		2
			偿债能力	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”）是广西壮族自治区人民政府批准成立的大型国有企业，目前已形成了包括铁路投资建设、大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等多元化的业务结构；公司是广西自治区铁路投资建设的责任主体，行业地位突出，并持续得到广西区政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模大、应收款项对公司资金占用明显且存在一定回收风险、整体盈利能力弱等对公司经营及信用水平带来的不利影响。

本期债券为可续期债券，具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对本期债券相关条款的分析，认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债务；同时，续期选择权条款和递延利息支付条款设置使公司选择延长本期债券期限和递延支付利息的可能性较小，一旦公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

随着公司投资铁路项目的陆续完工并投入使用以及经营性业务的开展，公司收入规模和盈利能力有望得到提升，联合资信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，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 近年来，广西自治区经济稳步发展，地方财力不断增强，且铁路投资建设需求大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
- 公司是广西自治区内代表自治区政府履行出资人职责的铁路投融资建设主体，行业地位突出，持续得到各级政府在“区市共担”、铁路发展投资基金、财政贴息与补助、政府债务置换、土地作价出资等多方面有力支持。

分析师：张 勇 车兆麒

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司在建、拟建项目未来投资规模大，而铁路项目运营初期收益较低且未来收益存在不确定性，公司投资支出和对外筹资压力将进一步加重。
2. 公司期间费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力较弱，利润总额对政府补助及投资收益的依赖性强。
3. 公司贸易业务和委托贷款业务形成的应收款项综合账龄较长，对公司资金占用明显；且出现应收账款逾期现象，存在一定的回收风险。
4. 本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	109.26	135.19	125.53
资产总额(亿元)	1058.38	1064.45	1022.56
所有者权益(亿元)	403.57	426.00	404.68
短期债务(亿元)	118.51	118.38	145.32
长期债务(亿元)	447.02	449.02	368.75
全部债务(亿元)	565.53	567.40	514.08
营业收入(亿元)	134.30	154.24	148.81
利润总额(亿元)	2.77	5.68	2.21
EBITDA(亿元)	20.72	28.14	25.16
经营性净现金流(亿元)	2.83	41.91	40.34
现金收入比(%)	122.68	100.43	102.81
营业利润率(%)	14.78	13.56	12.03
净资产收益率(%)	0.53	1.09	0.33
资产负债率(%)	61.87	59.98	60.43
全部债务资本化比率(%)	58.36	57.12	55.95
流动比率(%)	238.32	252.74	153.66
速动比率(%)	170.53	196.82	121.75
经营现金流动负债比(%)	1.39	23.69	19.16
现金短期债务比(倍)	0.92	1.14	0.86
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.13	1.07
全部债务/EBITDA(倍)	27.30	20.16	20.43

公司本部			
项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	835.95	865.66	856.92
所有者权益(亿元)	361.39	377.23	366.74
全部债务(亿元)	445.98	471.18	451.73
营业收入(亿元)	2.38	1.79	1.64
利润总额(亿元)	3.77	0.30	6.49
资产负债率(%)	56.77	56.42	57.20
全部债务资本化比率(%)	55.24	55.54	55.19
流动比率(%)	437.78	380.90	183.98
经营现金流动负债比(%)	6.22	10.86	0.12

注：其他应付款和其他流动负债中的有息部分已纳入公司短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已纳入公司长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/07/29	张 勇 车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	阅读全文
AAA	稳定	2015/06/29	周 潇 唐 岩	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
AA+	稳定	2011/04/20	李 想 程 晨	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月二十九日



声 明

一、本报告引用的资料主要由广西铁路投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年第一期广西铁路投资集团有限公司 永续期公司债券信用评级报告

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,原名“广西铁路投资(集团)有限公司”,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(以下简称“广西国资委”)监管。2015年8月25日,经广西国资委批准,公司名称变更为现名。2019年4月30日,公司发布了《广西铁路投资集团有限公司关于与广西交通投资集团有限公司实施战略重组进展的公告》,公告称:经广西壮族自治区党委、人民政府同意,广西交通投资集团有限公司(以下简称“广西交投”)与公司实施战略性重组,公司整体并入广西交投成为广西交投的全资子公司,组建新交投集团;经广西国资委批复,公司已完成本次重组整合的工商变更登记等手续。公司初始注册资本为20.14亿元,后经多次增资,截至2019年9月底,公司注册资本和实收资本均为174.21亿元,广西交投为公司唯一股东,广西国资委作为广西交投的唯一股东,为公司实际控制人。

公司职能定位为广西壮族自治区(以下简称“广西自治区”或“自治区”)与中国铁路总公司(原铁道部)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。公司经营范围:负责自治区人民政府授权对广西铁路建设的投融资及自治区人民政府在广西境内的地方铁路和合资铁路的投资、规划、评估、咨询、勘测、设计、工程建设、施工监理、铁路客货运输及延伸服务;铁路、城际及其他轨道交通设备的维修,轨道交通器材、设备的研制、生产、安装、修理;与铁路、轨道交通建设、运输相关

的建材生产、仓储,国内广告设计、制作、发布;土地综合开发、房地产经营、酒店管理、物业管理、房屋租赁、进出口贸易、国内贸易;对广西铁路发展投资基金、创业投资业务、文化产业、旅游业、物流业以及非银行金融业的投资与管理;天然放电锰粉、化工锰粉、锰系列深加工产品以及动力电池制造的生产(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2018年底,公司本部内设办公室、党群人事部、计划财务部、投资发展部、工程管理部、安全质量部、运营管理部、土地征拆部、法务审计部和派驻纪检组共10个职能部门,拥有合并范围内子公司共81家。

截至2018年底,公司资产总额1022.56亿元,所有者权益404.68亿元(含少数股东权益60.14亿元);2018年,公司实现营业收入148.81亿元,利润总额2.21亿元。

公司注册地址:南宁市青秀区民族大道152号;法定代表人:景东平。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司已于2018年获得国家发改委108亿元公司债券核准的批复(发改企业债券〔2018〕222号),本期计划在限额内发行2019年第一期广西铁路投资集团有限公司永续期公司债券(以下简称“本期债券”)。本期债券按年付息,在每个重定价周期末,公司可选择全额兑付本期债券。

本期债券设置弹性配售选择权,计划发行额为15亿元,其中基础发行额为10亿元,弹性配售额为5亿元。如申购总量达到基础发行额但未达到计划发行额,不得使用弹性配售选

择权，应按照基础发行额进行配售，则发行总额为基础发行额（即 10 亿元）。如申购总量达到计划发行额且未达到强制触发倍数（基础发行额的 10 倍）的，公司可根据授权文件与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照本期计划发行额进行配售，本期发行总额为基础发行额与弹性配售额之和（即 15 亿元），如不启动弹性配售，则发行总额为基础发行额（即 10 亿元）。如申购总量达到强制触发倍数的，则必须启动弹性配售，发行总额即为基础发行额与弹性配售额之和（即 15 亿元）。

本期债券募集资金基础发行额 10 亿元，其中 5 亿元拟用于补充营运资金，5 亿元拟用于南宁至崇左铁路项目建设。若行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 15 亿元，其中 7.5 亿元拟用于补充营运资金，7.5 亿元用于南宁至崇左铁路项目建设。

本期债券为可续期公司债券，在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

债券期限及续期选择权

本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期，在每个重定价周期末附公司续期选择权，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个重定价周期，或选择全额兑付本期债券。若公司行使续期选择权，应至少在续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

票面利率及其重置

本期债券首个重定价周期（即前 3 个计息年度）票面利率将通过集中簿记建档、集中配售的方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。首个重定价周期票面利率由基准利率加上基本利差¹确定。首个重定价周期基准利率为发行公告日前 750 个工作日的一周上海银行间同业拆放利率（Shibor（1W））的算术平均数（四舍五入保留两位小数），其后每个重定价周期的当期基准利率为在该重定价周期起息日前 750

个工作日的一周上海银行间同业拆放利率的算术平均数（四舍五入保留两位小数）。若公司选择延长本期债券期限，则自第 2 个重定价周期开始，每个重定价周期的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300BP。

清偿顺序

本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

递延利息支付

除非发生强制付息事件，在本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息，每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司在某一付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一付息日支付，则每递延支付一次，本期债券基本利差自下一计息年度起上调 300 个 BP，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。如公司选择递延支付利息，应在付息日前 15 个工作日发布《递延支付利息公告》。强制付息事件包括：（1）向股东分红，按照国有资产管理相关规定上缴国有资本收益除外；（2）减少注册资本。公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得发生强制付息事件。

基于以上条款，可得出如下结论：

（1）本期债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。从清偿顺序角度分析，本期债券与普通债务清偿顺序一致。

（2）本期债券为可续期公司债券，若公司选择延长本期债券期限，则自第 2 个重定价周期开始，每个重定价周期的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300BP。从票面利率角度分析，若公司选择延长本期债券期限，重置票面利率调升幅度较大，公司选择延长本期债券期限的可能性较小。

（3）如发生利息递延支付，则每递延支付

¹ 基本利差=当期票面利率-当期基准利率

一次，本期债券的基本利差自下一计息年度起将上调 300 个 BP。从成本角度分析，递延支付利息的重置利率调整幅度大，公司递延利息支付可能性小。

本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对本期债券相关条款的分析，认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债务；同时，续期选择权条款和递延利息支付条款设置使公司选择延长本期债券期限和递延支付利息的可能性较小，一旦公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

2. 募投项目概况

南宁至崇左铁路项目起自南宁枢纽南宁站，终至崇左南站，全长 119.3 公里，设计时速 250 公里/小时，是面向“一带一路”国际通道-西南方向，实施南宁至凭祥铁路扩能的重要干线。南宁至崇左铁路项目已取得国土资源部出具的《关于新建铁路南宁至崇左城际铁路项目建设用地预审意见的复函》（国土资预审字〔2017〕128 号）、广西壮族自治区住房和城乡建设厅出具的《建设项目选址意见书》（选字第 450000201700047 号）、广西发改委出具的《广西壮族自治区发展和改革委员会关于新建南宁至崇左城际铁路节能报告的审查意见》（桂发改环资〔2017〕1162 号）、《广西壮族自治区发展和改革委员会关于新建南宁至崇左城际铁路社会稳定风险意见的函》（桂发改铁路项目函〔2017〕2364 号）、广西壮族自治区环境保

护厅出具的《桂环审〔2018〕14 号》、《广西壮族自治区发展和改革委员会关于新建南宁至崇左铁路项目核准的批复》（桂发改交通〔2017〕1639 号）。南宁至崇左铁路项目由公司子公司广西南崇铁路有限责任公司（公司持股 60.00%）投资建设和运营管理，总投资 222.93 亿元，其中项目资本金 92.17 亿元；截至 2018 年底，公司已累计投资 18.86 亿元。南宁至崇左铁路项目于 2017 年 12 月开工建设，预计将于 2022 年 8 月竣工，项目运营收入主要来自客运收入。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8

社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较

1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国

经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施

差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压

力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目

2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 铁路行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根​​本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据《中国铁路总公司 2018 年统计公报》，2018 年国家铁路旅客发送量完成 33.17 亿人，

比上年增长 2.79 亿人，增长 9.2%；国家铁路旅客周转量完成 14063.99 亿人公里，比上年增长 667.03 亿人公里，增长 5.0%。2018 年国家铁路货运总发送量完成 31.91 亿吨，比上年增长 2.72 亿吨，增长 9.3%；国家铁路货运总周转量完成 25800.96 亿吨公里，比上年增长 1709.26 亿吨公里，增长 7.1%。

从铁路建设方面看，2018 年，全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。2018 年底全国铁路营业里程 13.1 万公里以上，其中国家铁路营业里程 12.1 万公里；全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里。

（2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布的《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属

的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

根据国家有关部门通知，中国铁路总公司自 2019 年 4 月 1 日起，下调铁路运输服务增值税税率；同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮，取消翻卸车作业服务费 6 项杂费，降低货车延期占用费等 4 项收费标准，主动将减税降费效应传递给下游企业，预计每年可向货主和企业让利约 60 亿元。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控投铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30% 区间，一等座涨幅在 65%~70% 区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻底度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力及运营效率、增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

（3）铁路投融资改革

2018 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发方面和混合所有制改革方面。

铁路土地开发方面，2018 年 4 月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》，交储面积为 37116.63 平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，获得一次性补偿款 13.05 亿元；8 月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5689.37 亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游景区、养老社区等。

混合所有制改革方面，2018 年铁总工作会议确定，将围绕建立现代企业制度，深入推进铁路企业公司制改革，积极推进混合所有制改革，深化铁路分类分层建设，研究出台新建铁路项目吸引社会资本管理办法，推动区域合资公司重组整合和路地股权置换取得新进展。2018 年 6 月，腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司 49% 股权；8 月，中铁顺丰国际快运有限公司成立；同年，铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议，力推铁路资产全面升级。

3. 大宗商品贸易行业

（1）进出口贸易

根据《中华人民共和国 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，受全球经济复苏和大宗商品贸易回暖影响，2018 年全国货物进出口总额 305050 亿元，比上年增长 9.7%。其中，出口 164177 亿元，增长 7.1%；进口 140874 亿元，增长 12.9%。货物进出口顺差 23303 亿元，比上年减少 5217 亿元。对“一带一路”沿线国家进出口总额 83657 亿元，比上年增长 13.3%。其中，出口 46478 亿元，增长 7.9%；进口 37179 亿元，增长 20.9%。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值

得注意的是，国际需求增速放缓、国内成本上升、人民币汇率波动加剧等因素都将给中国进出口贸易保持平稳较快增长带来严峻挑战制约。尤其是 2018 年以来中美爆发了有史以来最为激烈的贸易争端，将对中国的进出口贸易造成巨大冲击，中国整体的贸易环境不容乐观。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018 年，社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 325637 亿元，增长 8.8%；乡村消费品零售额 55350 亿元，增长 10.1%。按消费类型统计，商品零售额 338271 亿元，增长 8.9%；餐饮收入额 42716 亿元，增长 9.5%。全年实物商品网上零售额 70198 亿元，比上年增长 25.4%，占社会消费品零售总额的比重为 18.4%，比上年提高 3.4 个百分点。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）行业政策

继江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上，对大宗商品市场的整顿行动还在持续，监管力度不断加强。以上海为例，在推动内贸流通体制改革发展综合试点的过程中，通过改革市场准入制度和退出机制，加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章，推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面，部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子

商务平台为发展重点。总体来看，未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

围绕流通升级战略，《国内贸易流通“十三五”发展规划》（以下简称“《规划》”）提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9 项主要任务和 17 个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

4. 区域经济环境

（1）广西壮族自治区经济概况

广西壮族自治区是中国唯一沿海的自治区，下辖 14 个地级市，地处中国西南地区，与广东、湖南、贵州、云南接壤，并与海南隔海相望，南濒北部湾、面向东南亚，西南与越南毗邻，大陆海岸线长约 1595 千米，是西南地区最便捷的出海通道，在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位，同时也是中国—东盟博览会的举办地。

根据 2016—2018 年《广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，近三年，广西自治区分别实现地区生产总值 18245.07 亿元、20396.25 亿元和 20352.51 亿元，按可比价格计算，分别增长 7.3%、7.3%和 6.8%。2018 年，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，2018 年广西自治区人均地区生产总值 41489 元，比上年增长 5.8%。

2018 年广西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%。民间固定资产投资增长 12.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 49.0%。六大高耗能行业投资比上年下降 2.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 8.2%。房地产开发投资 3004.13 亿元，比上年增长 11.9%。其中住宅投资 2217.50 亿元，增长 11.8%；办公楼投资 98.07 亿元，下降 4.6%；商业营业用房投资 320.52 亿元，下降 1.0%。商品房销售面积 6212.90 万平方米，增长 20.1%，其中住宅 5589.89 万平方米，增长 19.3%。

2018 年广西壮族自治区社会消费品零售总额 8291.59 亿元，比上年增长 9.3%。按经营地统计，城镇消费品零售额 7240.82 亿元，增长 9.1%；乡村消费品零售额 1050.77 亿元，增长 10.6%。按消费类型统计，商品零售额 7470.28 亿元，增长 9.2%；餐饮收入额 821.31 亿元，增长 10.0%。

2018 年广西壮族自治区货物进出口总额 4106.71 亿元，比上年增长 5.0%。其中，出口 2176.14 亿元，增长 14.6%；进口 1930.57 亿元，下降 4.1%。贸易顺差 245.57 亿元，比上年增加 359.83 亿元。对东盟国家进出口总额 2061.49 亿元，比上年增长 6.3%。其中，出口 1259.80 亿元，增长 13.9%；进口 801.69 亿元，下降 3.7%。

2018 年广西壮族自治区货物运输总量 19.07 亿吨，比上年增长 9.2%；货物运输周转量 4983.78 亿吨公里，增长 8.0%；全年旅客运输总量 5.07 亿人次，比上年下降 0.7%；旅客运输周转量 816.65 亿人公里，增长 4.9%。

2018 年广西壮族自治区财政收入 2790.35 亿元，比上年增长 7.1%；一般公共预算收入 1681.48 亿元，增长 4.1%，其中，税收收入 1122.03 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 5310.89 亿元，比上年增长 8.2%，民生重点领域支出占一般公共预算支出的比重为 80.5%。

2019 年 1—6 月，广西壮族自治区实现地区生产总值 8906.91 亿元，同比增长 5.9%；财政收

入 1609.32 亿元，同比增长 6.3%。

（2）广西壮族自治区铁路基础设施建设

2014 年 7 月，广西壮族自治区人民政府出台了《全面深化改革推动广西铁路大发展实现市市通高铁工作方案》，提出“四个形成”的目标任务，即形成便捷对接中南、西南重点城市的快速通道；形成北部湾经济区快速客运网；形成便捷、大能力出海客货通道；形成“西江经济带”由江及海的水铁联运通道、开辟进入广东的快速新通道。方案要求 2020 年前建成“一轴四纵四横”的路网主骨架、“成环配套”城际网，并实现以南宁为中心，1 小时通达南宁周边城市，2 小时通达区内其他设区市，3 小时通达周边省会城市，10 小时左右通达国内主要中心城市的“12310”高铁经济圈，实现全区设区市“市市通高铁”。

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 5500 公里，高速铁路达到 2000 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年底，广西自治区铁路营业总里程5202公里，比上年底增加11公里；其中，高速铁路营业里程1771公里，广西与周边湘、粤、黔、滇四省全部实现高铁连通。

总体看，近年来，广西自治区经济稳步发展，财政收入规模有所上升，财政支出增速快于收入增速，财政支持广西自治区经济社会各项事业发展的力度加大，铁路投资作为财政支出的重要抓手，受到较大力度的支持，公司外在经营环境较好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年9月底，公司注册资本和实收资本均为174.21亿元，广西交投为公司唯一股东，广西国资委作为广西交投的唯一股东，是公司的实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是广西铁路投资建设责任主体，履行中国铁路总公司（原铁道部）和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理，行业地位突出。目前，公司已形成铁路投资建设、大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等多元化的业务结构。

截至2018年底，公司控股广西梧州新港铁路投资有限公司（以下简称“新港公司”）和广西南崇铁路有限责任公司（以下简称“南崇公司”）2个合资铁路公司，参股广西沿海铁路股份有限公司（以下简称“沿海公司”）、云桂铁路广西有限责任公司（以下简称“云桂公司”）等7个合资铁路公司。

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司高管人员共5名，包括董事长1人、副董事长兼总经理1人，副总经理3人。

公司董事长、党委书记、法定代表人景东

平先生，1965年生，硕士研究生学历，高级工程师；历任柳州铁路分局柳州车站团委书记、柳州铁路局总经济师、南宁铁路局总经济师、沿海公司董事长；现任广西交投副董事长，公司董事长、党委书记。

公司副董事长兼总经理刘明洪先生，1969年生，在职研究生，高级经济师，高级工程师；历任广西汽车工业销售总公司修理厂会计、联营公司财务主管、汽车配件公司财务科长、总公司财务科主管会计、总公司财务科负责人、总公司副总经理、党委委员，广西中路交通建设总公司总经理、党委书记，广西新发展交通集团有限公司董事、副总经理、总法律顾问、党委委员，公司董事、党委副书记；现任广西交投副总经理、公司副董事长兼总经理。

截至2018年底，公司拥有在职员工2429人。按照岗位构成划分，管理人员937人，销售人员89人，专职审计人员6人，其他人员1397人；按照学历划分，硕士及以上173人，本科662人，大专302人、中专及以下1292人；按照年龄划分，30岁以下516人，30~50岁1615人，50岁以上298人。

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；员工结构能够满足公司经营需要。

4. 外部支持

作为广西铁路投资建设责任主体，公司持续获得政府在“区市共担”、铁路发展投资基金、财政贴息与补助、政府债务置换、土地作价出资等多方面有力支持，对公司铁路投资建设提供了有力保障。

区市共担

为确保广西铁路建设项目顺利推进，以及广西方配套项目资金及时、足额到位，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《关于印发铁路建设地方配套资金区市共担方案的通知》（桂财建〔2011〕9号），明确自治区和铁路沿线各市共同分担筹

措铁路建设项目资金，其中自治区负责60%，各市负责40%。

截至2018年底，公司已收到自治区财政资金226.85亿元，其中配套资本金92.50亿元（计入“实收资本”），自治区土地出资74.75亿元（计入“实收资本”），铁路发展基金政府引导资金5.00亿元，财政贴息54.07亿元（计入“营业外收入”或“递延收益”），其他前期经费0.53亿元（计入“专项应付款”）；收到市级配套资金196.28亿元，全部为现金出资（计入“资本公积”）。

铁路发展投资基金

根据《广西壮族自治区人民政府关于设立广西铁路发展投资基金的批复》（桂政函〔2014〕34号）文件，2014年6月由公司下属全资子公司广西铁投资产管理有限公司和海通开元投资有限公司合资发起铁路发展投资基金，并成立了广西铁路投资发展基金管理公司（以下简称“基金管理公司”）。该项基金成立的目的在于发挥政府性资金杠杆效应，解决铁路建设地方配套资金不足的问题，提高广西铁路建设再融资的能力。基金计划总规模200亿元，分期进行发行，基金发行后由基金管理公司负责运作，存续期十年，到期后由公司回购或资本市场退出作为基金内社会募集资本的退出方式。

基金首期发行规模为50.00亿元，二期规模为50.00亿元。截至2018年底，首期募集资金已到位49.90亿元，其中公司出资34.90亿元（包括政府引导性财政出资5.00亿元），社会资本出资15.00亿元；二期募集资金已到位44.95亿元，其中公司出资34.95亿元，社会资本出资10.00亿元，社会出资部分计入公司“少数股东权益”；三期尚未开始募集。目前已到位的94.85亿元募集资金中，20.89亿元已投入广西铁路建设项目，部分根据铁路建设资金的需求和投资计划，做了短期的投资匹配。铁路基金作为广西铁路项目建设的专用资金，在一定程度上弥补了广西铁路投资建设资金短缺的情况，缓解了公司的融资压力，是广西“区市共担”政策的有力

补充。

资产划拨

根据广西壮族自治区人民政府在2014年7月下发的《广西壮族自治区人民政府关于广西地产（集团）有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂政函〔2014〕137号），同意广西壮族自治区国资委将广西地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）无偿划转至公司。该次划转以地产集团在2014年6月30日的净资产15.19亿元和合并前公司注册资本之和作为合并后公司的注册资本。2015年7月6日，广西壮族自治区人民政府下发《关于同意广西大锰锰业有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂国资复〔2015〕100号），同意将广西大锰锰业有限公司（以下简称“大锰公司”）以净资产注入的形式整体并入公司；2017年1月22日，广西国资委下达《关于确认广西大锰锰业集团有限公司清产核资资金核实结果的批复》，合并日为2016年1月1日，大锰公司账面净资产为10570.38万元。

地产集团具有土地储备和开发职能，大锰公司的划转扩大了公司资产和收入规模，位于南非的锰矿资源品位较好，相关资产划转有利于提升公司在土地开发、贸易等相关业务方面的综合盈利能力和竞争实力。

财政贴息与补助

为提升公司综合盈利能力，广西自治区政府每年会根据项目建设和公司业务发展情况提供一定的财政补助资金，主要是铁路建设项目贷款贴息和土地合作开发政府补助。2016—2018年，公司获得财政补助资金分别为10.51亿元、4.28亿元和14.96亿元。

政府性债务置换

在政府债务甄别审计中，截至2014年底，公司铁路项目总计224.12亿元银团贷款中，115.50亿元为政府负有偿还责任的债务，108.62亿元为政府有担保责任的债务。截至2018年底，公司已收到政府置换债务资金109.20亿元，计入“长期应付款”。

土地作价出资

根据公司铁路建设项目资本金筹措的相关安排，部分铁路项目投资由自治区政府以土地作价的形式，将土地使用权折抵现金出资，划拨后公司可依照土地管理相关法律法规进行土地使用权的转让、出租和抵押。

2014年，广西壮族自治区政府将南宁市青秀区凤岭南路南面、青环路东面的南宁大岭生态园等已具备作价出资条件的5宗地块注入公司，地块总面积31.51万平方米，评估总价约34.37亿元，土地使用权证已全部获得并登记在子公司广西铁投大岭投资有限公司（以下简称“大岭投资”）。

2016年，广西壮族自治区政府将南宁大岭项目二期，南宁大岭生态园、广协铁路物资专用仓储库（场）等8宗土地使用权注入公司，总面积30.69万平方米，评估总价32.05亿元，土地使用权证已全部获得并登记在子公司广西铁投三岸投资有限公司、广西秀程房地产有限公司、广西领新房地产有限公司和广西领悦房地产有限公司（以下分别简称为“三岸公司”、“秀程公司”、“领新公司”和“领悦公司”）。

2017年，广西壮族自治区政府将南宁大岭项目三期2宗土地使用权注入公司，总面积4.80万平方米，评估总价7.23亿元，土地使用权证已全部获得并登记在子公司广西铁保房地产有限公司（以下简称为“铁保公司”）。

表3 土地作价出资所涉及土地情况

（单位：平方米、万元）

地块	地块编号	总面积	作价出资额
南宁市大岭项目一期	450103005209GB00058	64596.11	70358.08
	450103005209GB00059	65987.84	53674.51
	450103005209GB00060	74545.68	81195.15
	450103005209GB00061	40109.23	56209.07
	450103005209GB00062	69911.02	82299.25
小计	--	315149.88	343736.06
南宁市大岭项目二期	450103005209GB00140	57415.43	63162.71
	450103005209GB00125	4016.27	3572.87
	450103005209GB00123	44912.97	49408.76

	450103005209GB00138	54217.97	45141.88
	450103005209GB00139	6113.33	4984.20
	450103005209GB00089	9828.77	10733.01
	450103005209GB00142	67786.82	74572.28
	450103005209GB00128	62631.43	68900.84
小计	--	306922.99	320476.55
南宁市大岭项目三期	450103005209GB00124	20036.17	30134.40
	450103005209GB00134	27993.63	42172.40
小计	--	48029.80	72306.80
合计		670102.67	736519.41

资料来源：公司提供

注：上表中土地价值为经评估后计入资本金的作价出资总额，与下文实际变现资金存在的差值为被转让公司股权价值

为获得更多资金以支持铁路项目投资建设，经广西国资委批复同意，公司将政府作价出资注入的南宁市大岭项目一期、二期及三期土地以协议转让项目公司股权的方式进行变现，截至2018年底，公司收到变现资金合计74.75亿元，其中2018年收到土地转让款8.03亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1045010300717130W），截至2019年10月29日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，广西交投根据自治区人民政府授权履行出资人职责。公司不设股东会，由出资人行使审议批准公司经营方针、中长期发展战略规划、年度投资计划和投资事项，任免非由职工代表担任的公司董事、监事，任免公司董事长、副董事长、监事会主席（自治区人民政府规定由其任免的，依照其规定），监督董事会、监事会行使职权，提名公司总经理，审议批准董事会、监事会报告等职权。

公司设董事会，由 5 名董事组成，其中 1 名职工董事由公司职工代表大会或职工大会选举产生，其余董事由出资人委派；设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人，由出资人在董事会成员中指定。董事会行使向出资人报告工作、执行出资人的决定、制订公司年度财务预算决算方案等职权。截至 2019 年 9 月底，公司实有 6 名董事，其中包括董事长 1 人、副董事长 1 人，无职工董事。

公司设监事会，由 6 名监事组成，其中职工监事 2 名；职工监事由职工代表大会或职工大会选举产生，其余监事由出资人委派；监事会设监事会主席 1 名，由出资人在监事中指定（自治区人民政府或自治区国资委规定由其任免的，依其规定）。监事会行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。截至 2019 年 9 月底，公司实有 3 名监事，其中包括监事会主席 1 人、职工监事 1 人。

截至 2019 年 9 月底，公司高管人员共 5 名，包括董事长 1 人、副董事长兼总经理 1 人，副总经理 3 人。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构较为完善，但存在部分监事暂未任命的情况，联合资信将持续关注公司监事到位情况及其对法人治理结构的影响。

2. 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。

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。

参股铁路公司方面，由于目前中国铁路总公司与地方合资铁路建设体制的特殊性，中国铁路总公司或其授权代表铁路局持有的合资铁路公司股权占绝对控股地位，项目公司的经营管理决策权均由中国铁路总公司掌握，公司对参股的合资铁路公司没有实质性的影响力。

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，公司管理制度比较健全，整体运作较为规范，管理水平较高。

七、重大事项

2019 年 4 月 30 日，公司发布了《广西铁路投资集团有限公司关于无偿划转相关资产进

展的公告》，根据自治区人民政府关于广西交投与公司战略性重组 40 号文有关精神，公司拟将全资子公司广西铁控资产管理有限公司（以下简称“铁控资产”）100%股权无偿划转至广西新风兴资产管理有限公司（成立于 2017 年 12 月 15 日，系广西国资委全资公司，以下简称“新风兴资产”），划转基准日为 2018 年 11 月 30 日。目前，已完成铁控资产的工商变更登记等手续。

截至 2018 年 11 月 30 日，铁控资产资产总额 77.60 亿元，负债总额 2.93 亿元，净资产 74.67 亿元，2018 年 1—11 月净利润-0.55 亿元。本次资产划转后，公司合并报表将不再包含铁控资产，公司资产将减少 77.6 亿元，减少的资产占划转前公司资产 1056.12 亿元的 7.34%；负债减少 2.93 亿元，减少的负债占划转前公司负债 617.05 亿元的 0.47%；净资产减少 74.67 亿元，减少的净资产占划转前公司净资产 439.08 亿元的 17.01%；利润增加约 0.55 亿元。

联合资信认为上述资产划转事项将导致公司资产、负债及所有者权益规模有所下降，资产负债率有所上升，但对公司整体盈利水平有正面影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是广西铁路建设投资的责任主体，履行中国铁路总公司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。目前，公司已形成铁路投资建设、大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等多元化的业务结构。公司铁路

投资业务资产规模占比较大，由于运作模式的特殊性，除梧州赤水铁路专用线外（新港公司纳入公司合并范围，其运营的梧州赤水铁路专用线产生的货运收入记在其他收入中），其他铁路项目收益并不在营业收入中体现，而在投资收益中体现。

2016—2018 年，公司营业收入分别为 134.30 亿元、154.24 亿元和 148.81 亿元，年均复合增长 5.26%。收入构成方面，公司营业收入主要由大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易业务产生。2016—2018 年，受大宗商品市场行情影响，公司大宗贸易业务收入有所波动，2018 年为 81.55 亿元；房地产开发业务收入波动中有所增长，主要系绿地中央广场项目销售收入增长所致，2018 年为 22.09 亿元；锰矿采选冶炼及贸易收入波动中有所增长，主要系锰矿石销量增长所致，2018 年为 34.42 亿元。2016—2018 年，公司其他业务收入有所下降，主要是电池系列产品制造、资金占用费和委托贷款收入等。

毛利率方面，2016—2018 年，公司大宗贸易业务毛利率有所波动，2018 年为 0.79%，同比下降 0.68 个百分点，主要系白糖贸易亏损所致；房地产开发业务毛利率波动较大，主要系不同项目毛利率有所差异所致。2017 年，公司锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率为 27.89%，同比上升 2.80 个百分点，主要系 2017 年起公司将海运费、港杂费、铁路运力费等计入销售费用，不再计入该业务成本所致；2018 年，锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率为 28.93%，同比变化不大。2016—2018 年，公司综合毛利率呈下降趋势，分别为 15.55%、14.49%和 12.71%。

表4 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗贸易	74.89	55.76	1.28	87.96	57.03	1.47	81.55	54.80	0.79
房地产开发	17.92	13.34	10.66	16.88	10.94	18.51	22.09	14.84	12.78

锰矿采选冶炼及贸易	24.46	18.21	25.09	36.06	23.38	27.89	34.42	23.13	28.93
其他	17.04	12.68	69.72	13.33	8.64	59.11	10.75	7.23	51.05
合计	134.30	100.00	15.55	154.24	100.00	14.49	148.81	100.00	12.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 铁路投资建设业务

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，在中国铁路总公司与广西壮族自治区合资建设的铁路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，并筹措自治区暂时未出资到位的部分铁路建设资金，按照中国铁路总公司投资计划和项目建设进度划拨给各铁路项目公司，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持股比例分配，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。

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%，各市负责40%。实际操作上，先由自治区投入资本金和公司通过对外融资解决铁路建设资金需求，而后通过各市现金投入和土地投入（开发收益）平衡铁路借款。

总体来看，以“区市共担”为主的广西方配套铁路项目资本金的来源稳定，但考虑到实际操作中，往往通过土地开发收益平衡铁路借款，资金到位的及时性将受到各市土地出让市场行情影响。公司也积极探索其他资金来源渠道，包括铁路投资发展基金以及土地开发项目转让等，都是“区市共担”政策的良好补充。

表5 截至2018年底公司下属9家合资铁路项目公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	公司持股比例	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	32.88	39.64	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49.00	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.19	23.40	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	54.17	23.18	云桂公司
贵广铁路有限责任公司	20.00	2.07	贵广公司
广西梧州新港铁路投资有限公司	1.56	60.00	新港公司
广西南崇铁路有限责任公司	5.00	60.00	南崇公司

注：1. 合资项目公司拥有的完工铁路项目，在公司合并报表中体现为“可供出售金融资产”；合资铁路公司拥有的在建铁路项目，出资在“在建工程”科目中体现，账面余额为公司对该铁路项目的累计出资额，最终公司持股比例待项目完工后确定。

2. 云桂公司注册资本为实际已出资额，持股比例为章程约定值，目前尚未完成工商变更手续。

3. 南崇公司于2017年纳入公司合并范围，目前负责南宁至崇左铁路项目建设，南宁至崇左铁路未来运营模式尚未确定

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司下属合资铁路项目公司9家，已有沿海铁路扩能南宁至钦州北段、沿海铁路扩能钦州北至北海段、沿海铁路扩能钦州北至防城港段等19条铁路项目完工投入

运营。梧州赤水铁路专用线为连接梧州港的货运支线，2018年取得货运收入0.40亿元；其他铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益，截至目前公司尚未收到铁路项目公司

现金分红。从中国已开通运营的京津城际、武广高铁等项目来看，高铁项目一般需要运营几年后才能达到盈亏平衡点，但从长远看，铁路项目将为公司带来稳定的投资收益。

表 6 截至 2018 年底公司已建成铁路情况（单位：亿元）

序号	铁路项目名称	项目总投资	项目资本金	广西方出资	公司累计出资
1	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	49.00	45.59
2	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	18.00	23.84
3	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.79
4	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	120.75	58.68	53.69
5	湘桂扩能柳州至南宁段	230.00	115.00	51.74	56.35
6	广西沿海铁路南宁至钦州北段扩能改造	97.60	48.80	23.91	23.90
7	钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段	4.62	1.90	4.62	4.04
8	新建德保至靖西铁路	13.78	6.89	3.05	2.90
9	新建田东至德保铁路	15.60	7.80	4.35	2.01
10	广西沿海铁路钦州北至北海段扩能改造	80.10	40.05	16.05	16.05
11	广西沿海铁路钦州北至防城港段扩能改造	49.90	24.95	10.58	12.23
12	新建南宁至黎塘铁路	192.00	96.00	54.10	40.89
13	新建云桂铁路	894.81	447.41	37.90	59.69
14	广西沿海铁路黎塘北至钦州段扩能改造	35.66	17.83	7.81	8.74
15	新建玉林至铁山港铁路	48.52	24.26	12.77	11.89
16	梧州赤水铁路专用线	5.60	2.69	5.60	2.56
17	柳州至南宁段电气化改造工程	15.00	7.50	1.00	0.61
18	黎湛铁路电气化改造工程	34.16	8.96	12.94	12.13
19	南昆铁路南宁至百色段增建二线工程	98.83	34.60	12.45	12.62
合计		3437.78	1641.53	393.15	398.52

注：公司一般在铁路项目建设竣工后，根据中国铁路总公司与地方实际投入情况核定对项目公司的持股比例，一个项目公司可能是多条（段）铁路的业主；由于项目建设实施过程中发生变化，部分项目广西方计划出资额与公司实际出资额存在差异

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年底，公司在建项目共计 6 个，计划总投资 1287.76 亿元，其中广西方计划出资 426.83 亿元，公司已累计出资 67.75 亿元。2019—2021 年，公司分别计划出资 87.00 亿元、99.00 亿元和 78.31 亿元。

拟建项目方面，公司未来拟建玉林至梧州

城际铁路、新建南宁至玉林铁路、贺州至梧州城际铁路、玉林至北海城际铁路等多个项目，项目总投资合计 4282.99 亿元，其中广西方出资 1174.21 亿元，公司 2019—2021 年分别计划出资 10.50 亿元、67.00 亿元和 107.50 亿元。

表 7 截至 2018 年底公司在建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

序号	在建项目名称	计划总投资	广西方出资	公司累计出资	公司未来出资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
1	新建合浦至湛江铁路	172.00	15.60	1.00	2.00	8.00	4.60
2	柳州站站房扩建工程	21.50	13.70	3.00	--	--	--
3	新建贵阳至南宁铁路	757.60	130.00	38.65	43.00	35.00	13.35
4	新建南宁至崇左铁路	222.93	222.93	18.86	30.00	40.00	50.00
5	新建防城港至东兴铁路	64.80	39.10	3.74	11.00	15.00	9.36
6	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	5.50	2.50	1.00	1.00	1.00
合计		1287.76	426.83	67.75	87.00	99.00	78.31

注：柳州火车站扩建工程已确定由柳州市出资建设，公司不承担该项目未来的投资

资料来源：公司提供

总体看，公司作为代表自治区履行出资职责的区内铁路项目投资建设的广西方代表，铁路项目较多，铁路投资规模大，公司融资压力较大。为支持公司铁路项目建设，广西壮族自治区政府除提供资产注入等支持外，于2011年初出台“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。截至目前，“区市共担”政策贯彻力度大，执行效果良好，对广西区内的铁路建设投资起到积极的推动作用。

（2）大宗贸易业务

公司依托广西临海的区位优势和糖业、有色金属产业的资源优势，以及大型国有企业良好的信誉度和相对充足的资金规模，主要通过下属子公司广西铁投商贸集团有限公司（以下简称“铁

投商贸”）开展大宗贸易业务。公司密切关注国内、国际市场价格变化和供需状况，根据下游客户需求，先锁定买方，后针对买方需求进行采购，可以较好地降低经营风险。

公司主要贸易品种包括石化产品、白糖、煤炭等，2016—2018年，公司分别实现大宗贸易收入74.89亿元、87.96亿元和81.55亿元。2017年，大宗商品市场有所回暖，除白糖销售收入减少外，其他主要贸易品类收入均有所上升，煤炭、石化产品市场价格有所回升，导致大宗贸易业务毛利率有所提升。2018年，公司贸易品种中石化产品占比有所上升，达到51.61%，但毛利率有所下滑；白糖业务由于下游客户违约，公司亏本处理了该部分产品，导致白糖业务收入及毛利率出现下滑，没收违约方的保证金体现在营业外收入。

表8 公司大宗贸易业务运营情况（单位：亿元、%）

产品	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化产品	25.56	34.13	1.86	34.52	39.25	1.93	42.09	51.61	1.05
白糖	21.01	28.06	-1.31	16.59	18.86	0.49	9.52	11.67	-4.68
煤炭	20.70	27.64	2.93	29.89	33.98	2.31	22.04	27.03	2.34
其他	7.62	10.17	1.99	6.96	7.91	-2.08	7.90	9.69	1.45
合计	74.89	100.00	1.28	87.96	100.00	1.47	81.55	100.00	0.79

资料来源：公司提供

公司大宗贸易业务以国内采购为主，对供货商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的评估及实地考察，确保供应商在持续、健康经营的前提下，与之建立长期、稳定的合作关系，采购的付款模式根据货物种类和供应商不同分为货到付款与预付款两种模式，预付款模式对公司资金形成占用，并存在供应商违约无法收回的风险。

表9 2018年铁投商贸前五大供应商交易情况
（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比
广东钻达石油化工有限公司	9.04	11.58
广东中谦石化有限公司	8.55	10.95
广西金水源矿业有限公司	7.99	10.24

广西黄河能源有限公司	6.59	8.44
茂名市富达石油有限公司	6.04	7.75
合计	38.21	48.97

资料来源：公司提供

2018年，铁投商贸前五大供应商采购金额合计38.21亿元，占采购总额的48.97%，集中度较高。

公司销售以内销为主，通过与主要合作客户签订长期合作协议建立良好的战略合作关系，以保障公司业务来源的稳定和业务规模的持续增长；销售渠道主要集中在国内下游批发商，结算方式主要以现款为主，其他融资工具（信用证、承兑汇票）结算为辅，对于资信较好的国有企业给予不超过3个月的账期。公司贸易业务形成了一定规模的应收款项，对公司资金

形成占用，并存在一定回收风险。

2018年，铁投商贸前五大客户销售金额合计44.57亿元，占销售总额的54.97%，客户集中度较高。2018年，公司销售额较高的客户广东华峰能源集团有限公司（以下简称“华峰能源”）为中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“华阳经贸”）合并范围内的成员企业，华阳经贸自2018年9月起由于资金紧张，多支债券出现违约，存在很大履约风险。截至2019年3月底，公司无应收华峰能源款项，出于风险控制考虑，公司已暂停与华峰能源的贸易业务。

表10 2018年铁投商贸前五大客户交易情况
(单位: 亿元、%)

客户名称	销售金额	占比
茂名市茂南钻达化工有限公司	20.23	24.96
广东华峰能源集团有限公司	7.75	9.56
广西宜辉商贸有限公司	7.58	9.35
广西黄河能源有限公司	5.21	6.42
中国铝业股份有限公司广西分公司	3.79	4.68
合计	44.57	54.97

资料来源：公司提供

总体看，公司借助于大型国有企业背景和充足资金量支撑开展大规模贸易业务，已与部分合作伙伴建立了长久的战略合作关系。但同时联合资信也关注到，公司主营大宗贸易产品中石化、白糖和煤炭等产品短期内价格波动较大，对公司贸易业务盈利稳定性造成不利影响；公司贸易业务形成了一定规模的预付和应收款项，部分客户已出现信用风险事件，相关资产存在一定回收风险。

(3) 房地产开发业务

2018年以来，公司对房地产业务板块进行整合，所有从事房地产业务的各级次子公司均整合

成为广西地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）的子公司，未来房地产业务通过地产集团及其子公司开展。

2016—2018年，公司分别实现房地产开发业务收入17.92亿元、16.88亿元和22.09亿元。2018年，公司房地产开发业务收入同比增长30.86%，主要是绿地中央广场和金悦澜湾项目产生的收入。

绿地中央广场由地产集团负责，2014年12月，地产集团与绿地香港控股有限公司（以下简称“绿地控股”）签署《合作框架协议》，二者将共同开发位于南宁市东葛路延长线青秀万达广场东面和北面的地块。该地块为地产集团持有的商住用地，根据双方签订的《项目代建协议》，项目采取“委托代建+在建工程转让”模式进行合作，即由地产集团委托绿地控股对项目进行代建，地产集团需先对项目投资直至达到总投资的25%（不含土地价款）后挂牌转让，受让方为地产集团与绿地控股共同设立的项目公司—广西绿地鑫铁置业有限公司（以下简称“绿地鑫铁”）。地产集团持有绿地鑫铁40%的股权，绿地鑫铁不纳入公司合并范围，项目收益在公司投资收益中体现。截至2018年底，公司已实现绿地中央广场A、B、C、D、E地块的转让，累计实现收入38.56亿元。其中，2017年转让B、E地块确认收入13.20亿元；2018年转让C、D地块确认收入10.32亿元。截至2018年底，该项目账面价值4.58亿元，计入存货。

截至2018年底，公司主要在售房地产项目包括武宣县润和春天、桂中凤凰城首期和金悦澜湾，总可售面积53.84万平方米，已售面积24.32万平方米，已收到房款合计14.65亿元。

表11 截至2018年底公司主要在建/在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	可售面积	已售面积	到款金额
武宣县润和春天	2.12	2.04	7.44	4.77	1.46
桂中凤凰城首期	1.70	1.66	3.86	3.29	1.41
金悦澜湾	28.00	16.40	42.54	16.26	11.78

柳源居项目	1.68	0.68	--	--	--
合计	33.50	20.78	53.84	24.32	14.65

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要在建房地产项目为武宣县润和春天、桂中凤凰城首期、金悦澜湾和柳源居项目，总投资合计 33.50 亿元，已投资 20.78 亿元，未来尚需投资 12.72 亿元。

总体看，近三年公司房地产开发收入波动中有所增长，但房地产项目陆续实现结转或转让，开发储备项目较少，未来收入规模存在不确定性。

(4) 锰矿采选冶炼及贸易业务

公司锰矿采选冶炼及贸易业务主要由 2016 年纳入合并范围的大锰公司负责运营，收入主要来自锰矿石、合金、铬矿和电解金属锰等产品的销售收入。

截至 2018 年底，公司在南非拥有 3 个锰矿，总储量 27883.99 万吨，年开采能力为 245.00 万吨。

表 12 截至 2018 年底公司锰矿石储量及开采情况（单位：万吨、%）

锰矿名称	所在地	总储量	年开采能力	采矿权期限	持股比例
BISHOP	南非	14208.69	120.00	2018.01.10~2033.01.09	70.00
PALING	南非			2012.06.20~2032.06.19	
LOMOTENG	南非	13675.30	125.00	2010.08.13~2040.08.12	51.00
合计	--	27883.99	245.00	--	--

资料来源：公司提供

销售方面，下游客户主要采用预付款或货到付款的结算方式，对部分客户也有一定账期。2016—2018 年，公司分别实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入 24.46 亿元、36.06 亿元和 34.42 亿元，其中锰矿石销售收入分别为 19.37 亿元、30.55 亿元和 32.16 亿元，销售量分别 117.59 万吨、263.65 万吨和 232.92 万吨。2017 年初，由于国内锰矿需求旺盛和锰矿价格大幅上涨，国外停产矿山纷纷复产，供给大幅增加，锰矿价格出现回落。2018 年上半年，锰矿石市场行情基本平稳，后由于环保检查、期货价格上涨、螺纹钢新标准执行等综合影响，步入上行通道，行情有所转好；但硅锰新增产能较为明显，行业供给明显增加，年末价格有所回落。

表 13 公司锰矿石销售情况
（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
开采量	140.55	103.46	98.88

销售量	117.59	263.65	232.92
销售均价	1647.53	1158.68	1380.90
销售收入	19.37	30.55	32.16

注：公司采购部分锰矿石用于贸易，故销售量可能大于开采量

资料来源：公司提供

总体看，锰矿采选冶炼及贸易业务已成为公司重要的收入和利润来源，公司锰矿储量丰富，对未来收入形成一定保障。同时，联合资信也关注到未来该业务收入可能随着锰矿石行情的波动存在一定的不确定性。

3. 未来发展

根据自治区政府的要求，公司致力于构建支持广西铁路建设跨越式、可持续发展的投融资主体，形成“政府扶持、企业运作、多元筹资、资本运营”的新型铁路投融资体制，以铁路投资、建设和运营为核心，以战略性、基础性、资源性行业为主要投资贸易方向，着力推

进铁路及其延伸产业和土地综合开发等方面的投资与开发，形成铁路主业突显、核心产业有效支撑的多元化投资战略格局，并借助资本运营和投融资手段创新，推进铁路投融资体制改革，打造具有竞争力的自治区级国有大型投资控股公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报表，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司有纳入合并范围子公司81家；其中，2017年，公司合并范围新增6

家新设子公司，处置子公司9家，注销子公司3家；2018年，公司合并范围新增3家子公司，处置子公司16家。总体看，公司合并范围新增、减少子公司较为频繁，对财务数据可比性产生一定影响。

截至2018年底，公司资产总额1022.56亿元，所有者权益404.68亿元（含少数股东权益60.14亿元）；2018年，公司实现营业收入148.81亿元，利润总额2.21亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额有所波动，2018年底为1022.56亿元，较2017年底下降3.94%，主要系公司将铁控资产无偿划出所致；流动资产和非流动资产分别占31.63%和68.37%，非流动资产占比进一步上升。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.48	10.16	133.95	12.58	125.01	12.23
其他应收款	131.02	12.38	119.98	11.27	62.63	6.13
存货	137.86	13.03	98.94	9.29	67.18	6.57
流动资产	484.67	45.79	447.16	42.01	323.47	31.63
可供出售金融资产	314.08	29.68	403.76	37.93	442.45	43.27
在建工程	149.88	14.16	110.92	10.42	156.82	15.34
非流动资产	573.71	54.21	617.29	57.99	699.09	68.37
资产总额	1058.38	100.00	1064.45	100.00	1022.56	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表

流动资产

2016—2018年，公司流动资产持续下降，年均复合下降18.31%。2018年底，公司流动资产323.47亿元，较2017年底下降27.66%，主要系其他应收款和存货减少所致。

2016—2018年，随着“区市共担”政策落实、土地出资变现和公司融资规模的上升，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长7.85%。2018年底，公司货币资金125.01亿元，较2017年底下降6.67%，其中银行存款124.01亿元，其他货币资金1.01亿元。2018年底，公

司使用权受限货币资金1.41亿元，主要为汇票保证金、与项目贷款用途不匹配的银行存款及担保保证金。

公司应收账款主要系贸易业务商品购销所产生的应收货款。2016—2018年，公司应收账款波动中有所下降，分别为20.84亿元、23.25亿元和17.25亿元。2018年底，公司应收账款账面原值18.38亿元，出于审慎经营原则计提坏账准备1.13亿元，计提比例为6.15%，应收账款账面价值为17.25亿元。期末单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面原值

3.61 亿元，账龄均在 1 年以上，共计提坏账准备 0.66 亿元，计提比例为 18.28%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面原值 14.68 亿元，共计提坏账准备 0.46 亿元，计提比例为 3.13%；其中逾期账龄组合 1.21 亿元，非逾期账龄组合 13.46 亿元，非逾期账龄组合中账龄在 1 年以内的占 96.72%。公司应收账款前五名债务人欠款金额合计 10.06 亿元，占应收账款总额的 54.74%，集中度较高。

表 15 2018 年底公司前五名应收账款情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	金额	占比
广西绿地鑫铁置业有限公司	5.68	30.88
广西宜辉商贸有限公司	2.31	12.58
上海泽舜石油化工有限公司	0.97	5.30
广西中创贸易投资有限公司	0.56	3.04
广西中信投资有限公司	0.54	2.94
合计	10.06	54.74

资料来源: 公司提供

公司预付款项主要系预付政府部门征地拆迁款和贸易板块商品购销所产生的预付货款。2016—2018 年，公司预付款项持续下降，年均复合下降 9.24%。2018 年底，公司预付款项 37.41 亿元，较 2017 年底变化不大；账龄方面，1 年以内的占 34.49%，1~2 年的占 21.19%，2~3 年的占 7.46%，3 年以上的占 36.86%；公司对预付款项合计计提坏账准备 1.37 亿元。

2016—2018 年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 30.86%。2018 年底，公司其他应收款账面原值 66.18 亿元，共计提坏账准备 4.38 亿元，计提比例为 6.62%，其他应收款账面价值 61.80 亿元，较 2017 年底下降 47.79%，主要系 2017 年有偿转让给新风兴资产的应收债权，2018 年又通过铁控资产股权的形式无偿划转给新风兴资产所致。单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 35.96 亿元，占比 54.34%，账龄均在 1 年以上，共计提坏账准备 1.22 亿元，计提比例为 3.39%。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面原值 14.62 亿元，其中逾

期账龄组合 2.43 亿元，非逾期账龄组合 12.19 亿元；非逾期账龄组合中账龄在 1 年以内的占 51.43%，1~2 年的占 31.76%，2 年以上的占 16.81%。关联方及财政组合账面原值 15.29 亿元，回收风险较低，未计提坏账准备。2018 年底，公司其他应收款前五名债务人欠款金额合计 28.43 亿元，占其他应收款总额的 42.96%，集中度一般。

表 16 2018 年底公司前五名其他应收款情况

(单位: 亿元、%)

名称	金额	占比
茂名市世和城建房地产开发有限公司	17.17	25.94
广西宝庭房地产开发有限公司	4.00	6.04
广西天和创展房地产开发有限公司	2.80	4.23
桂林市冠信房地产有限公司	2.35	3.55
广西壮族自治区国土资源厅	2.11	3.19
合计	28.43	42.96

资料来源: 公司提供

2016—2018 年，公司存货持续下降，年均复合下降 30.19%。2018 年底，公司存货 67.18 亿元，较 2017 年底下降 32.10%，主要系结转房地产开发成本及处置广西铁保房地产有限公司和融水县源和房地产开发有限公司所致。2018 年底，公司存货中房地产开发成本 52.61 亿元，库存商品 11.95 亿元；公司对部分商品计提存货跌价准备合计 1.78 亿元；存货中用于抵押的土地和房产合计 0.51 亿元。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动资产波动幅度较大，分别为 8.29 亿元、16.54 亿元和 8.69 亿元。2017 年底，公司一年内到期的非流动资产较 2016 年底增长 99.58%，主要系发放委托贷款所致。2018 年底，公司一年内到期的非流动资产较 2017 年底下降 47.45%，主要系委托贷款减少所致；从构成看，一年内到期的长期应收款 3.74 亿元，委托贷款 4.95 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降 59.29%。2018 年底，公司其他流动资产 4.78 亿元，较 2017 年底下降 65.19%，

主要系委托贷款减少所致；从构成看，发放贷款净额 1.61 亿元，其他主要是预缴税额。公司一年内到期的非流动资产和其他流动资产中部分委托贷款投向房地产领域，由于房地产市场波动较大，公司委托贷款具有一定的回收风险。

非流动资产

随着铁路项目投资建设的增加，2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率 10.39%。2018 年底，公司非流动资产 699.09 亿元，较 2017 年底增长 13.25%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致；从构成看，以可供出售金融资产（占 63.29%）和在建工程（占 22.43%）为主。

受铁路行业体制管理影响，铁路项目建成后由南宁铁路局统一运营管理，公司对合资铁路公司不具有控制权，根据国家会计准则规定，公司已完工铁路的“在建工程”账面价值须以成本法核算并转入“可供出售金融资产”科目。2016—2018 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 18.69%。2018 年底，公司可供出售金融资产 442.45 亿元，主要是已完工的铁路项目，较 2017 年底增长 9.58%，主要系沿海铁路及新云桂铁路评估增值所致。

2016—2018 年，公司在建工程波动幅度较大，分别为 149.88 亿元、110.92 亿元和 156.82 亿元，主要是在建铁路项目。2018 年底，公司在建工程较 2017 年底增长 41.38%，主要系铁路项目投入增加所致。

2016—2018 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 25.72%。2018 年底，公司无形资产 29.71 亿元，同比增加 54.55%，主要系评估增值 12.13 亿元所致，无形资产主要由采矿权（23.67 亿元）和土地使用权（5.62 亿元）构成。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续下降，年均复合下降 40.33%。2018 年底，公司其他非流动资产 13.62 亿元，较 2017 年底下降 51.63%，主要系委托贷款和资金拆借减少所致。2018 年底，公司其他非流动资产主要为委托贷款（2.07 亿元）、黎湛铁路电气化项目（5.06

亿元）和资金拆借（5.00 亿元）。

公司资产以铁路投资建设项目形成的非流动资产为主，符合行业特点；大宗商品市场行情波动大，房地产市场调控政策频出，对公司贸易业务商品货物流转效率和所开发房地产项目建设销售进度产生一定不利影响，公司资产流动性受此影响明显。此外，公司开展贸易和委托贷款业务形成的应收款项综合账龄较长、存在部分逾期情况，联合资信将持续关注相关资产清收情况。总体看，公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所波动，分别为 403.57 亿元、426.00 亿元和 404.68 亿元。2017 年底，公司所有者权益较 2016 年底增长 5.56%，主要系资本公积增加所致。2018 年底，公司所有者权益 404.68 亿元，较 2017 年底下降 5.00%，主要系资本公积减少所致。从构成看，实收资本占 43.05%、资本公积占 44.67%。

2016—2017 年，公司实收资本无变化，均为 142.08 亿元；2018 年底，公司实收资本 174.21 亿元，较 2017 年底增长 22.62%，主要系 32.13 亿元资本公积转增实收资本所致。

2016—2018 年，公司资本公积波动中有所下降，分别为 209.05 亿元、225.58 亿元和 180.78 亿元。2017 年底，公司资本公积较 2016 年底增长 7.91%，主要是收到各地市拨付铁路建设地方配套资金 15.57 亿元；2018 年底，资本公积较 2017 年底减少 19.86%，主要系无偿划出铁控资产股权及资本公积转增实收资本所致。

2016—2018 年，公司未分配利润有所波动，2018 年底为 -1.44 亿元，较 2017 年底减少 8.34 亿元，主要系地产集团收购少数股东权益溢价摊销、本年度经营亏损、提取盈余公积以及下属子公司划拨不良资产等原因所致。

2016—2018 年，公司其他综合收益持续下降，2018 年底为 -10.39 亿元，较 2017 年底减少

7.60 亿元，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致所致。

2016—2018 年，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 13.87%，2018 年底为 60.14 亿元，较 2017 年底增长 12.40%。

总体看，广西壮族自治区及地市政府对铁路资本金的注入及公司无偿划转铁控资产股权使公司所有者权益规模有所波动，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

负债

2016—2018 年，公司负债总额有所下降，年均复合下降 2.86%。2018 年底，公司负债合计 617.88 亿元，较 2017 年底下降 3.22%，其中流动负债和非流动负债分别占 34.07% 和 65.93%，非流动负债占比同比下降 6.36 个百分点。

2016—2018 年，公司流动负债有所波动，分别为 203.37 亿元、176.93 亿元和 210.51 亿元。2018 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 13.36%）、应付票据及应付账款（占 9.86%）、其他应付款（占 18.19%）、一年内到期的非流动负债（占 37.99%）和其他流动负债（占 11.97%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款持续下降，年均复合下降 14.95%。2018 年底，公司短期借款 28.13 亿元，较 2017 年底下降 22.86%，构成为保证借款 11.00 亿元、信用借款 17.11 亿元和少量质押借款。

2016—2018 年，公司应付票据持续下降，年均复合下降 55.66%，2018 年底为 3.99 亿元，其中银行承兑汇票和信用证分别为 0.47 亿元和 3.52 亿元。

2016—2018 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 31.24%。2018 年底，公司应付账款 20.75 亿元，较 2017 年底增长 65.09%，主要系应付货款及工程款增长所致。

2016—2018 年，公司预收款项持续下降，年均复合下降 52.56%。2018 年底，公司预收款项 8.55 亿元，较 2017 年底下降 52.29%，主要

系预收房款结转收入所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 5.99%，2018 年底为 38.29 亿元，主要是单位往来款。公司其他应付款中的有息部分已纳入公司短期债务核算。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 39.08%，2018 年底为 79.96 亿元，较 2017 年底增长 49.85%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券。

2016—2018 年，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 62.04%，2018 年底为 25.21 亿元，系短期应付债券。公司其他流动负债中的有息部分已纳入公司短期债务核算。

2016—2018 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 5.01%。2018 年底，公司非流动负债 407.37 亿元，较 2017 年底下降 11.73%，主要由长期借款（占 35.56%）、应付债券（占 26.65%）和长期应付款（占 28.56%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 22.11%，2018 年底为 144.85 亿元，较 2017 年底下降 15.76%，主要为质押借款和信用借款。

2016—2018 年，公司应付债券波动中有所下降，年均复合下降 16.41%，2018 年底为 108.57 亿元，较 2017 年底下降 36.30%，主要是应付的中期票据和公司债。

2016—2018 年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长 47.83%，2018 年底为 116.33 亿元，较 2017 年底增长 19.59%，主要系政府置换债增长所致。公司长期应付款中的有息部分已纳入公司长期债务核算。

2019 年 3 月底，公司负债总额 611.79 亿元，较 2018 年底变化不大，其中流动负债占 29.74%，非流动负债占 70.26%，非流动负债占比较 2018 年底有所上升。2019 年 3 月底，公司短期借款 43.78 亿元，较 2018 年底增长 55.67%；其他应付款 45.37 亿元，较 2018 年底增长 18.47%；一年内到期的非流动负债 43.61

亿元，较 2018 年底下降 45.46%；其他流动负债 20.29 亿元，较 2018 年底下降 19.50%；应付债券 128.57 亿元，较 2018 年底增长 18.42 亿元，系新发行 20.00 亿元企业债所致。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务分别为 565.53 亿元、567.40 亿元和 514.08 亿元，年均复合下降 4.66%。公司有息债务以长期债务为主，2018 年底长期债务占 71.73%，同比下降 7.41 个百分点。从债务指标来看，2016—2018 年，公司资产负债率波动中有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，2018 年底分别为 60.43%、55.95% 和 47.68%。

表 17 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	118.51	118.38	145.32
长期债务	447.02	449.02	368.75
全部债务	565.53	567.40	514.08
长期债务资本化比率	52.55	51.32	47.68
全部债务资本化比率	58.36	57.12	55.95
资产负债率	61.87	59.98	60.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从有息债务期限结构看，2019—2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 145.32 亿元、64.47 亿元和 71.83 亿元，未来三年公司面临一定集中偿付压力。

总体看，公司债务规模波动中有所下降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来源为大宗贸易、锰矿采选冶炼及贸易和房地产开发业务。2016—2018 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 5.26%；2018 年，公司实现营业收入 148.81 亿元，同比下降 3.52%，主要系大宗贸易业务收入减少所致。2016—2018 年，公司营业成本年均复合增长 7.02%，2018 年为 129.89 亿元，同比下降 1.51%。近三年，公司营业收入

的增长幅度低于营业成本，公司营业利润率由 2016 年 14.78% 下降至 2018 年 12.03%。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	134.30	154.24	148.81
营业成本	113.42	131.89	129.89
财务费用	18.99	19.30	19.91
投资收益	2.30	10.16	6.50
其他收益	--	6.27	8.06
营业利润	-7.63	5.32	1.72
营业外收入	10.81	1.08	1.09
利润总额	2.77	5.68	2.21
营业利润率	14.78	13.56	12.03
总资本收益率	1.86	2.60	2.39
净资产收益率	0.53	1.09	0.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以财务费用为主，2016—2018 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 9.16%，2018 年为 29.89 亿元；期间费用占营业收入的比重分别为 18.68%、17.73% 和 20.09%。公司期间费用对利润侵蚀严重，期间费用控制能力有待加强。

2016—2018 年，公司资产减值损失快速下降，年均复合下降 52.13%，2018 年为 1.08 亿元，主要是坏账减值损失。

2016—2018 年，公司投资收益波动中有所增长，年均复合增长 68.04%，2018 年为 6.50 亿元，同比下降 36.02%，其中权益法核算的长期股权投资收益 2.23 亿元，持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 1.47 亿元，处置长期股权投资和可供出售金融资产取得的收益分别为 0.83 亿元和 0.74 亿元。

2016—2018 年，公司营业外收入分别为 10.81 亿元、1.08 亿元和 1.09 亿元，主要是违约金收入和政府补助。2018 年，公司实现其他收益 8.06 亿元，主要是铁路项目贴息。2016—2018 年，公司利润总额分别为 2.77 亿元、5.68 亿元和 2.21 亿元，扣除政府补助后，公司处于

亏损状态，利润总额对政府补助依赖性强。

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资产收益率波动中有所上升，净资产收益率波动中有所下降，2018年分别为2.39%和0.33%。

总体看，公司收入规模波动中有所增长，期间费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力较弱，利润总额对政府补助及投资收益的依赖性强。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营现金流入量波动幅度较大，分别为197.57亿元、235.67亿元和189.69亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金年均复合下降3.64%，2018年为152.99亿元。2016—2018年，公司现金收入比分别为122.68%、100.43%和102.81%。2016—2018年，公司经营活动现金流出量不断下降，2018年为149.35亿元；其中购买商品、接受劳务支付的现金年均复合下降7.48%，主要来源于大宗贸易业务。公司与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），2016—2018年，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别年均复合增长5.14%和年均复合下降28.86%，2018年分别为35.93亿元和23.94亿元。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流净额分别为2.83亿元、41.91亿元和40.34亿元。

2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为118.24亿元、47.95亿元和57.07亿元，年均复合下降30.53%，主要是收回前期发放的委托贷款（体现在收到其他与投资活动有关的现金）；同期，公司投资活动现金流出分别为184.61亿元、58.74亿元和66.98亿元，主要是购建固定资产、无形资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金，分别主要是铁路项目投资和委托贷款支付的现金。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-66.38亿元、-10.79亿元和-9.92亿元。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	197.57	235.67	189.69
经营活动现金流出量	194.75	193.75	149.35
经营活动净现金流	2.83	41.91	40.34
投资活动净现金流	-66.38	-10.79	-9.92
筹资活动净现金流	70.43	-4.19	-40.05
现金收入比	122.68	100.43	102.81
经营现金流流动负债比	1.39	23.69	19.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司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，铁路项目投资对筹资活动的现金流入依赖程度高。公司主要依靠借款和政府资本金投入来满足投资活动产生的资金需求，2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为308.23亿元、163.67亿元和139.98亿元；同时，公司偿还债务和偿付利息支付的现金规模较大，2016—2018年，公司筹资活动现金流出分别为237.80亿元、167.86亿元和180.03亿元。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为70.43亿元、-4.19亿元和-40.05亿元。

总体看，公司以大宗贸易业务为主产生的经营现金流规模保持在较高水平，收入实现质量尚可；铁路建设资金需求大，而铁路投资收益和现金流的实现相对投入有所滞后，公司存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016—2018年公司流动比率和速动比率均波动中有所下降，2018年底分别为153.66%和121.75%，保持在较高水平。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为1.39%、23.69%和19.16%。考虑到公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为20.72亿元、28.14亿元和25.16亿元，全部债务/EBITDA分别为27.30倍、20.16倍和20.43倍，EBITDA利息倍数分别为1.04

倍、1.13 倍和 1.07 倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2018年底，公司无对外担保。

根据公司2018年审计报告，截至2018年底，公司未决诉讼及重大诉讼案件共14起，大多与贸易和委托贷款业务相关，多为公司主动诉讼，相关资产面临一定回收风险。

公司与国内多家银行建立了稳固的合作关系，截至2018年底，公司共获得各银行授信额度共计922.02亿元，已使用额度242.11亿元，剩余额度679.91亿元，公司间接融资渠道通畅。

公司铁路运营业务尚处于投资阶段，整体盈利能力不强，公司自身盈利状况对现有债务的保障程度较低。未来几年公司持续面临较大规模铁路建设，债务规模可能进一步扩大。考虑到自治区政府采用“区市共担”政策，公司项目建设资金来源保障程度高；2014年成立的铁路发展投资基金在一定程度上弥补了广西铁路投资建设资金短缺的情况，缓解了公司的融资压力，是广西“区市共担”政策的有力补充。综合考虑公司地位及广西壮族自治区对公司的有力支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额856.92亿元，较2017年底变化不大；其中流动资产为210.51亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程构成。

2018年底，母公司所有者权益为366.74亿元，较2017年底略有下降；其中实收资本占45.70%，资本公积占49.09%，母公司所有者权益较为稳定。

2018年底，母公司负债总额较2017年底变化不大，主要由非流动负债构成。流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2018年底资产负债率为57.20%，较2017年底略有上升，

整体债务负担较重。

2018年，母公司营业收入为1.64亿元，营业成本为32.74万元；利润总额为6.49亿元，同比增加6.19亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券设置弹性配售选择权，计划发行额为15亿元，其中基础发行额为10亿元，弹性配售额为5亿元。本期债券计划发行额15亿元分别相当于2018年底公司长期债务和全部债务的4.07%和2.92%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响程度小。

2018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60.43%、55.95%和47.68%。以公司2018年底报表财务数据为基础，同时将公司2019年发行的20亿元中期票据（“19桂铁投MTN001”和“19桂铁投MTN002”）、10亿元短期融资券（“19桂铁投CP001”）、10亿元超短期融资券（“19桂铁投SCP001”和“19桂铁投SCP002”）、20亿元企业债券（“19桂铁投债01”）和10亿元私募公司债（“19桂铁F1”）考虑在内，预计本期债券发行后，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将分别上升至63.46%、59.68%和51.73%，公司债务负担将有所加重。考虑到公司2019年发行的部分债券用于偿还有息债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为197.57亿元、235.67亿元和189.69亿元，分别为本期债券计划发行额15亿元的13.17倍、15.71倍和12.65倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强。2016—2018年，公司EBITDA分别为20.72亿元、28.14亿元和25.16亿元，分别为本期债券计划发行额15亿元的1.38倍、1.88倍和1.68

倍,公司 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。目前,公司存续的有息债务较多,本期债券到期兑付时可能出现集中兑付情况。综合考虑公司地位及广西壮族自治区政府对公司的有力支持,本期债券到期不能偿还的风险极低。

十一、结论

公司作为广西壮族自治区人民政府批准成立的大型国有企业,已形成铁路投资建设、大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等多元化的业务结构,作为广西自治区铁路投建的责任主体,区域垄断优势突出。近年来,广西自治区经济稳步发展,财政实力不断提升,铁路投资建设需求大,为公司业务发展提供了良好的外部环境。公司持续获得政府在“区市共担”、铁路发展投资基金、财政贴息与补助、政府债务置换、土地作价出资等多方面有力支持,对公司铁路投资建设提供了有力保障。

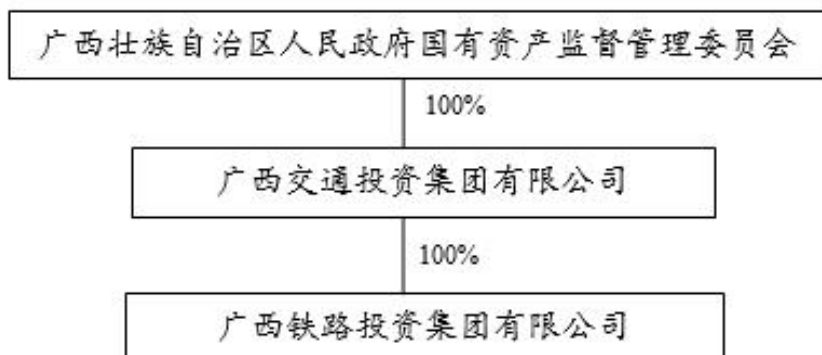
近年来,公司铁路项目较多,铁路投资规模大,融资压力较大。公司资产以铁路投资建设项目的非流动资产为主;大宗商品市场行情波动大,房地产市场调控政策频出,对公司贸易业务商品货物流转效率和所开发房地产项目建设销售进度产生一定不利影响,公司资产流动性受此影响明显。此外,公司开展贸易和委托贷款业务形成的应收款项综合账龄较长、存在部分逾期情况,联合资信将持续关注相关资产清收情况。公司债务规模波动中有所下降,债务结构以长期债务为主,整体债务负担较重。公司收入规模波动中有所增长,但期间费用对利润侵蚀严重,整体盈利能力较弱,利润总额对政府补助及投资收益的依赖性强。

随着公司投资铁路项目的陆续完工并投入使用以及经营性业务的展开,公司的收入规模和盈利能力将有望得到提升。自治区政府采用“区市共担”、铁路建设投资基金和土地作价出资等政策,公司项目建设资金来源保障程度高。

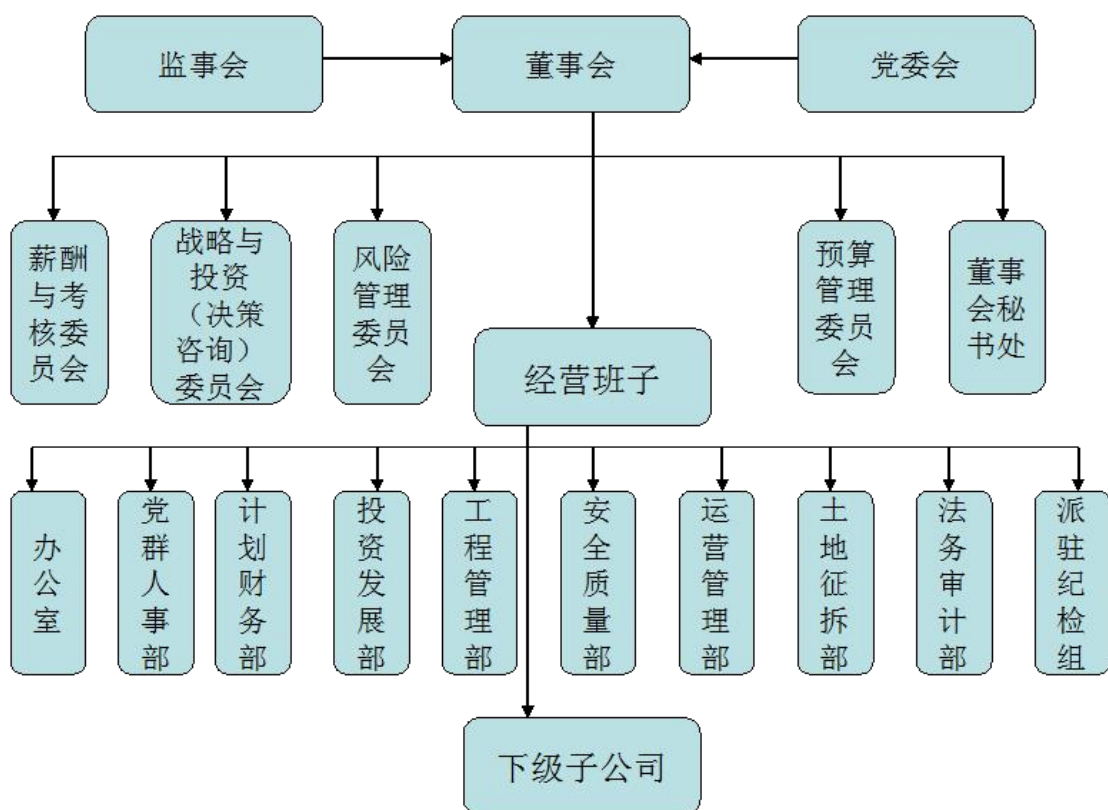
本期债券为可续期债券,具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对本期债券相关条款的分析,认为本期债券清偿顺序等同于其他普通债务;同时,续期选择权条款和递延利息支付条款设置使公司选择延长本期债券期限和递延支付利息的可能性较小,一旦公司选择行使相关权利,导致本期债券本息支付时间不确定,可能对债券持有人的利益造成不利影响。本期债券发行对公司现有债务影响小,公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力强,EBITDA 对本期债券保障能力较强。

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,联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
1	广西铁投商贸集团有限公司	房地产开发及、国内贸易等	114287.00	70.00	投资设立
2	广西梧州新港铁路投资有限公司	铁路建设、经营	15600.00	60.00	投资设立
3	广西铁投产业投资集团有限公司	资产管理；受托管理股权投资基金等	56000.00	100.00	投资设立
4	广西铁路发展投资基金（有限合伙）	上市的企业投资，以及相关咨询服务	499000.00	69.94	投资设立
5	广西铁路发展二期投资基金合伙企业（有限合伙）	上市的企业投资，及相关咨询服务	449500.00	77.76	投资设立
6	广西地产（集团）有限公司	房地产开发、土地储备	171872.00	84.87	同一控制下企业合并
7	广西南崇铁路有限责任公司	铁路投资建设	50000.00	60.00	投资设立
8	广西铁投创新资本投资有限公司	股权投资、实业投资、对金融业的投资、投资管理及咨询服务	20000.00	100.00	投资设立
9	广西铁投润锰股权投资基金管理有限公司	股权投资、实业投资、对金融业的投资、投资管理及咨询服务	1000.00	60.00	投资设立
10	广西大锰锰业集团有限公司	矿产品投资与销售、锰产品生产与销售、电池行业投资等	12058.00	100.00	同一控制下企业合并
11	广西铁投物流管理有限公司	道路货物运输、仓储物流、包装服务	100.00	100.00	投资设立
12	广西壮族自治区机械工业研究院	机械产品研制开发、生产销售	2400.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	109.26	135.19	125.53
资产总额(亿元)	1058.38	1064.45	1022.56
所有者权益(亿元)	403.57	426.00	404.68
短期债务(亿元)	118.51	118.38	145.32
长期债务(亿元)	447.02	449.02	368.75
全部债务(亿元)	565.53	567.40	514.08
营业收入(亿元)	134.30	154.24	148.81
利润总额(亿元)	2.77	5.68	2.21
EBITDA(亿元)	20.72	28.14	25.16
经营性净现金流(亿元)	2.83	41.91	40.34
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.96	6.56	7.06
存货周转次数(次)	0.82	1.11	1.56
总资产周转次数(次)	0.13	0.15	0.14
现金收入比(%)	122.68	100.43	102.81
营业利润率(%)	14.78	13.56	12.03
总资本收益率(%)	1.86	2.60	2.39
净资产收益率(%)	0.53	1.09	0.33
长期债务资本化比率(%)	52.55	51.32	47.68
全部债务资本化比率(%)	58.36	57.12	55.95
资产负债率(%)	61.87	59.98	60.43
流动比率(%)	238.32	252.74	153.66
速动比率(%)	170.53	196.82	121.75
经营现金流动负债比(%)	1.39	23.69	19.16
现金短期债务比(倍)	0.92	1.14	0.86
全部债务/EBITDA(倍)	27.30	20.16	20.43
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.13	1.07

注：其他应付款和其他流动负债中的有息部分已纳入公司短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已纳入公司长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	69.52	92.32	72.27
资产总额(亿元)	835.95	865.66	856.92
所有者权益(亿元)	361.39	377.23	366.74
短期债务(亿元)	46.42	75.95	107.38
长期债务(亿元)	399.56	395.23	344.34
全部债务(亿元)	445.98	471.18	451.73
营业收入(亿元)	2.38	1.79	1.64
利润总额(亿元)	3.77	0.30	6.49
EBITDA(亿元)	14.36	11.58	18.06
经营性净现金流(亿元)	4.49	8.97	0.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.21
营业利润率(%)	95.34	98.51	98.13
总资本收益率(%)	1.75	1.34	2.13
净资产收益率(%)	1.03	0.08	1.77
长期债务资本化比率(%)	52.51	51.17	48.43
全部债务资本化比率(%)	55.24	55.54	55.19
资产负债率(%)	56.77	56.42	57.20
流动比率(%)	437.78	380.90	183.98
速动比率(%)	437.78	380.90	183.98
经营现金流动负债比(%)	6.22	10.86	0.12
现金短期债务比(倍)	1.50	1.22	0.67
全部债务/EBITDA(倍)	31.06	40.70	25.01
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	1.00	1.49

注：其他应付款和其他流动负债中的有息部分已纳入公司短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已纳入公司长期债务核算；部分数据太小显示为 0.00

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(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%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 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 + 费用化利息支出) / (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
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%
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	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2019 年第一期广西铁路投资集团有限公司 可续期公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

广西铁路投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广西铁路投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现广西铁路投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广西铁路投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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广西铁路投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广西铁路投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。