信 用 等 级 公 告

联合〔2019〕2625 号

广西铁路投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年第一期可续期公司债券进行了主动评级，确定：

广西铁路投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”

广西铁路投资集团有限公司拟发行的 2019 年第一期可续期公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月六日

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

2019年第一期广西铁路投资集团有限公司可续期公司债券主动评级报告

本期债券信用等级： AAA_{pi}

公司主体信用等级： AAA_{pi}

评级展望： 稳定

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

债券期限： 3+N年

还本付息方式： 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

偿付顺序： 本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

利息递延支付条款： 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，且不受到任何递延支付利息次数的限制

利率： 本期债券前3个计息年度的票面利率保持不变。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。如果公司在某个付息日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付息日支付，则每递延支付一次，其基本利差自下一计息年度起上调300BP，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕

评级时间： 2019年12月6日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为广西壮族自治区铁路投资建设的责任主体，在区域垄断地位及外部支持等方面具有明显优势。同时，联合评级也关注到公司铁路建设项目未来资本支出压力大，金属锰矿产采选、冶炼加工及贸易业务对关联方依赖较高，贸易和委托贷款业务形成的部分应收类款项存在资金回收风险及无偿划转子公司等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进，外部支持力度有望进一步增强，公司整体实力得以继续稳固。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债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1．广西自治区政府持续推进铁路项目建设，为公司发展提供了良好的外部环境。

2．公司作为广西自治区内铁路投资建设的责任主体，业务具有区域垄断优势。

3．公司在“区市共担”资本金、铁路发展基金、债务置换、财政补贴及贴息等方面获得有力的外部支持。

关注

1．公司新开工、拟建和续建铁路项目较多，未来资本支出压力大，且资本金到位情况受财政资金拨付效率影响较大。

2．公司锰矿产采选、冶炼加工及贸易业务受锰矿行情影响较大，未来公司该业务收入随着锰行情的波动存在一定的不确定性；公司该

业务对关联方依赖程度较高，关联方履约能力对该业务会产生较大影响。

3．公司贸易业务和委托贷款业务形成的应收类款项账龄较长，部分款项存在逾期现象，对公司资金占用明显，未来存在一定的回收风险。

4．2018 年，公司无偿划转广西铁控资产管理有限公司，共剥离 74.67 亿元资产，公司总资产和净资产相应减少。

5．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：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,058.38	1,064.46	1,022.56
所有者权益（亿元）	403.57	426.32	404.68
长期债务（亿元）	444.37	438.93	368.75
全部债务（亿元）	554.49	543.59	512.23
营业收入(亿元)	134.30	154.24	148.81
净利润（亿元）	2.16	4.96	1.33
EBITDA（亿元）	20.72	28.46	25.16
经营性净现金流（亿元）	2.83	41.91	40.34
营业利润率（%）	14.78	13.77	12.03
净资产收益率（%）	0.58	1.20	0.32
资产负债率（%）	61.87	59.95	60.43
全部债务资本化比率（%）	57.88	56.05	55.87
流动比率（倍）	2.38	2.53	1.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.05	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.96	1.14	1.07
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.38	1.90	1.68

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告 2016 年财务数据为 2015－2017 年连审数据，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数据；4. 本报告已将其他应付款和其他流动负债中有息债务计入短期债务，将长期应付款中有息债务计入长期债务

分析师

袁　琳
电话：010-85172818
邮箱：yuanl@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）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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。

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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：袁琳

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为广西铁路投资（集团）有限公司，由广西自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）出资并监管，是广西自治区铁路基建项目筹集资金、整合资源和投资建设的重要平台以及合资铁路广西方的产权代表。2018 年 9 月，根据广西国资委《关于广西交通投资集团有限公司与广西铁路投资集团有限公司战略性重组有关事项意见的通知》（桂国资产权〔2019〕7 号），同意公司整体并入广西交通投资集团有限公司（以下简称“广西交投”）作为广西交投全资子公司，不再作为广西国资委直接监管企业。历经数次增资，截至 2019 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 174.21 亿元，广西交投持股 100%，公司实控人为广西国资委。

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。

截至 2018 年末，公司本部设办公室、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计 10 个职能部门（见附件 1）；合并范围内拥有子公司共 81 家。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,022.56 亿元，负债合计 617.88 亿元，所有者权益 404.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益 344.53 亿元。2018 年，公司实现营业收入 148.81 亿元，净利润 1.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 40.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.54 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、本期债券概况及募集资金用途

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可续期公司债券。

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）。本期债券按年付息，到期一次还本。

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。

利率

本期债券采用浮动利率方式，单利按年计息。本期债券前 3 个计息年度的票面利率通过簿记建档、集中配售的方式确定，并在前 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确定。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。如果公司在某个付息日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付息日支付，则每递延支付一次，其基本利差自下一计息年度起上调 300BP，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。

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，且不受到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 300BP，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，则每递延支付一次，本期债券的基本利差自下一计息年度起将上调 300BP。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，联合评级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. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金中基础发行额 10 亿元中，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 亿元拟用于南宁至崇左铁路项目建设。

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 年末，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、行业及区域环境分析

1. 铁路投资建设

根据《中国国家铁路集团有限公司 2018 年统计公报》，2018 年国家铁路旅客发送量完成 33.17 亿人，比上年增加 2.79 亿人，增长 9.2%；国家铁路旅客周转量完成 14,063.99 亿人公里，比上年增加 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，比上年增加 2.72 亿吨，增长 9.3%；国家铁路货运总周转量完成 25,800.96 亿吨公里，比上年增加 1,709.26 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 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里。截至 2018 年末，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。截至 2018 年末，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，其中高铁营业里程超过 2.9 万公里。

移动装备方面，2018 年全国铁路机车拥有量为 2.1 万台。其中，内燃机车占 38.6%、电力机车占 61.3%。全国铁路客车拥有量为 7.2 万辆，其中动车组 3,256 标准组、26,048 辆，货车拥有量为 83.0 万辆。

国际化合作方面，自 2015 年开始，在加快国内铁路建设的同时，铁道部门践行“走出去”战略，与多个国家签订了合作建设铁路协议，印度尼西亚雅万高铁及中老、中泰铁路等项目取得重大进展。合作建设雅万高铁，对深化我国与东南亚相关国家铁路合作、实现我国与“一带一路”沿线国家交通基础设施互联互通等都具有重要意义。

总体看，铁路建设依旧保持较快的发展态势，区域路网结构进一步优化；我国铁路营业里程和高铁营业里程已居世界前列，国际化合作进一步加深；作为经济社会快速发展和城镇化推进的重要支撑，未来我国铁路建设将保持良好的发展势头。

2. 大宗商品贸易行业

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，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，全国社会消费品零售总额 380,987 亿元，比上年增长 9.0%。按经营地统

计，城镇消费品零售额 325,637 亿元，增长 8.8%；乡村消费品零售额 55,350 亿元，增长 10.1%。按消费类型统计，商品零售额 338,271 亿元，增长 8.9%；餐饮收入额 42,716 亿元，增长 9.5%。全年实物商品网上零售额 70,198 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。

总体看，2018 年我国社会消费品需求增速继续放缓，国内贸易增速趋稳；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. 外部环境

（1）区域经济

公司作为广西铁路投资建设的主体，主营业务集中在广西境内，其业务运营情况受广西经济发展水平和政府财政实力影响较大。

广西地处西南沿海，是我国面向中国-东盟自由贸易区和“一带一路”的重要门户，区位优势明显，获得中央政策支持力度较大，未来发展空间较大。广西地处中国西南地区，与广东、湖南、贵州、云南接壤，与海南隔海相望；同时南濒北部湾、面向东南亚，西南与越南毗邻，拥有大陆海岸线约 1,595 千米，港口岸线资源丰富。广西自治区是我国唯一与东盟既有陆地接壤又有海上通道的省区，是西南地区最便捷的出海通道和对外开放窗口，在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位。2015 年 3 月，中央政府对广西发展明确了三大定位，即加快构建面向东盟的国际大通道、把广西打造成西南中南地区开放发展新的战略支点、形成“一带一路”有机衔接的重要门户，未来，随着中国-东盟自由贸易区升级版的建设、“一点一路”战略的推进和“西部大开发”的深入实施，广西自治区地缘和战略优势将进一步显现，地区经济发展前景良好。

广西经济发展相对滞后，经济总量及增速处于全国中等偏下水平。根据《2018 年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2018 年广西自治区实现生产总值 20,352.51 亿元（在全国各省、自治区和直辖市中排名第 18 位，较上年下降 1 位），比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值增长 5.6%，第二产业增加值增长 4.3%，第三产业增加值增长 9.4%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 14.8%、39.7%和 45.5%，对经济增长的贡献率分别为 13.1%、25.4%和 61.5%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 41,489 元，比上年增长 5.8%。

广西固定资产投资力度进一步加大，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 3,004.13 亿元，比上年增长 11.9%。其中住宅投资 2,217.50 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 6,212.90 万平方米，增长 20.1%，其中住宅 5,589.89 万平方米，增长 19.3%。

广西自治区财政实力进一步增强，2018 年，广西自治区财政收入 2,790.35 亿元，比上年增长 7.1%；一般公共预算收入 1,681.48 亿元，增长 4.1%，其中，税收收入 1,122.03 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的比重为 66.7%。一般公共预算支出 5,310.89 亿元，比上年增长 8.2%，其中民生重点领域支出占一般公共预算支出的比重为 80.5%；财政自给率为 31.66%，广西一般公共预算支出规模较

大，财政自给程度较低，资金缺口有赖中央补助填补。2018 年，广西获得税收返款、转移支付在内的上级补助金额合计 4,327.12 亿元，中央政府对广西的财政补助力度较大。2018 年，广西政府性基金收入合计 1,436.06 亿元，较上年增长 48.60%，政府性基金收入主要为土地使用权出让收入，受区域土地出让计划和房地产政策影响较大。

政府债务情况方面，截至 2018 年末，广西全区政府债务约 5,488.96 亿元，其中一般债务余额 3,398.80 亿元，专项债务余额 2,090.16 亿元，均控制在政府债务限额内。相较财政收入，广西地方政府债务余额规模大，整体债务水平偏高。

（2）广西铁路投资建设

广西铁路投资建设起步较晚，未来有较大的发展空间。2005 年以前，广西铁路投资建设进度较慢，投资额较小，整体处于相对落后状态，一定程度上制约了广西经济的发展。2008 年 7 月 4 日自治区政府出台了《关于掀起交通建设新高潮的决定》，提出了优先发展交通，制定了多渠道筹措交通建设资金、切实解决交通建设用地征地问题等一系列支持交通发展的政策措施。

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

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

2018 年，广西壮族自治区人民政府办公厅印发《广西支持铁路建设促进土地综合开发的若干措施》，提出加强规划引导与管控、合理确定开发边界和规模、加大用地计划指标保障力度、完善土地供应模式、提高土地利用效率、加强服务保障和监管等措施，对促进铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发、支持铁路企业可持续发展、加快推进广西自治区铁路建设等方面具有积极作用。

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

总体看，广西铁路投资建设空间较大，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为广西铁路投资建设的责任主体，履行中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”）和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能，参与广西境内新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理，区域垄断优势突出。截至 2018 年末，公司下属合资铁路公司 9 家，其中，控股合资铁

路公司 2 家、参股合资铁路公司 7 家。

除铁路投资建设业务外，公司业务还包括大宗商品贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等，业务多元化程度较高。公司体量大，截至 2018 年末，公司资产规模 1,022.56 亿元，所有者权益 404.68 亿元。

总体看，公司资产及经营规模大，业务多元化程度较高，旗下控股及参股合资铁路众多，具有规模优势和区域垄断优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 6 月末，公司董事、监事及高级管理人员共 9 人，其中高级管理人员 4 人。

景东平先生，1965 年生，本科学历，工商管理硕士学位，高级工程师职称；历任柳州铁路局柳州分局柳州站团委书记，柳州铁路局柳州分局办公室秘书，柳州北站副站长、站长，柳州铁路局劳动工资处副处长、处长，柳州铁路局总经济师，南宁铁路局总经济师、党委委员、广西沿海铁路股份有限公司董事长（兼）；现任广西交投副董事长，公司党委书记、董事长。

刘明洪先生，1969 年生，本科学历，在职研究生，高级经济师、高级工程师职称；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、党委委员、总法律顾问（兼任广西中路交通建设总公司党委书记），公司董事、党委副书记；现任广西交投副总经理，公司总经理、副董事长。

截至 2019 年 6 月末，公司拥有在职员工 2,388 人。按照岗位构成划分，管理人员占 41.54%、销售人员占 2.18%、专职审计人员占 0.25%、其他人员占 56.03%；按照学历划分，硕士及以上占 6.78%、本科占 27.60%、大专占 12.02%、中专及以下占 53.60%；按照年龄划分，30 岁以下占 22.00%、30~50 岁占 66.00%、50 岁以上占 12.00%。

总体看，公司高级管理人员工作经验丰富，人员构成尚能满足公司日常经营需求。

3. 外部支持

（1）铁路资本金区市共担

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）和《关于印发湘桂铁路柳州至南宁段电气化改造等铁路项目建设地方配套资金区市共担方案和贵阳至南宁客运专线等铁路项目建设地方配套资金区市共担方案的通知》（桂铁办项目发〔2016〕16 号）两份文件，明确广西方铁路建设资本金由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措。其中，自治区负责 60%，各市负责 40%。由于各市资本金筹措周期较长，在实际操作上，往往自治区注入资本金后，由公司先行对外融资解决铁路建设资金需求，然后再由各市投入等价资产平衡公司借款。

截至 2019 年 6 月末，公司应收“区市共担”资本金[1]约 553.27 亿元，其中，自治区本级资本金 324.37 亿元，铁路沿线各市资本金共计 228.90 亿元；目前已到位资本金约 454.78 亿元，其中自治区到位 237.85 亿元，包括货币资金出资 163.10 亿元，土地作价出资 74.75 亿元；各市级配套资本金 216.93 亿元。区市共担政策落实情况良好，但铁路建设项目目前资本金缺口较大，在一定程度上加大了公司的债务负担。

[1] 在“区市共担”政策下，应收“区市共担”资本金指若拟建铁路最终全部实施，公司应收区市共担资金金额，此处的应收金额不等同于会计科目的应收账款。

（2）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，预计土地可变现总额为 74 亿元。

2014 年，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 宗地块注入公司子公司广西铁投大岭投资有限公司（以下简称“大岭投资”），地块总面积 31.51 万平方米，评估总价约 34.37 亿元，土地使用权归属于公司下属全资子公司。

2016 年，广西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（以下简称“三岸公司”）、广西秀程房地产有限公司（以下简称“秀程公司”）、广西领新房地产有限公司（以下简称“领新公司”）和广西领悦房地产有限公司（以下简称“领悦公司”），公司资本公积增加 32.05 亿元。

2018 年，广西自治区政府将南宁大岭项目三期，南宁大岭生态园、广协铁路物资专用仓储库（场）等 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“铁保公司”），上述 2 宗土地已实现转让。

为获得更多资金以支持铁路项目投资建设，经广西国资委批复同意，公司与广西保利置业集团有限公司子公司广西保利前城投资有限公司合作，将政府作价出资注入土地以协议转让大岭投资、三岸公司、秀程公司、领新公司、领悦公司和铁保公司股权的方式进行变现。截至 2019 年 6 月末，公司累计收到变现资金合计 74.75 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”。

（3）铁路投资基金

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（现更名为广西铁投产业投资集团有限公司）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 亿元，二期规模为 45 亿元。截至 2019 年 6 月末，首期募集资金已到位 49.90 亿元[2]，其中公司出资 34.90 亿元（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。社会资本出资反映于公司合并报表中的“少数股东权益”，募集资金投资于铁路项目或金融投资，资产端主要体现于“在建工程”“可供出售金融资产”（部分为铁路项目投资，部分为持有的上市公司股权、投资基金合伙企业）等。

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。

（4）政府贴息及补助

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，政府补助主要为铁路建设项目贷款贴息及铁路建设项目补助资金。2017－2018 年，公司收到的政府补助资金分别为 6.27 亿元和 8.06 亿元，计入“其他收益”科目。

[2] 到位资金体现为相应基金子公司的实收资本。

（5）政府债务置换

在政府债务甄别审计中，截至 2014 年末，公司铁路项目总计 224.12 亿元债务中，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 2019 年 6 月末，公司已收到政府置换债务资金 109.20 亿元，计入“长期应付款”，冲减“长期借款”“应付债券”，此部分政府置换债务暂由公司偿付本息，但平均票面利率为 3.32%，降低了公司的利息成本。

总体看，公司承担广西境内合资铁路出资方职能，自治区政府在铁路资本金筹措、贴息补助等方面给予公司有力支持，有助于公司经营发展和融资能力的提高。

五、公司管理

1. 公司治理

公司不设股东会，广西交投根据自治区人民政府授权履行出资人职责。公司设董事会，由 5 名董事组成，设董事长一人，可以设副董事长一人，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。截至 2019 年 6 月末，公司实有董事 6 人，与公司章程约定不符。

公司设立监事会，由 6 人组成，设监事会主席 1 人、职工监事 2 人。监事由出资人委派，职工监事由职工代表大会或职工大会选举产生。监事每届任期为 3 年，获得连续委派或者连续当选可以连任。截至 2019 年 6 月末，公司实有监事 3 人，与公司章程约定不符。公司董事、监事人数及构成与《公司章程》规定不符系在与广西交投重组过程中尚未修订《公司章程》中关于董事、监事构成的有关规定所致。

公司设总经理 1 人、副总经理若干名。总经理由董事会决定聘任或解聘，可由董事兼任，聘任期每届三年，或连续受聘可以连任。总经理对董事会负责。

总体看，公司建立了健全的法人治理结构，满足公司经营与发展需要，目前董事、监事人员构成与公司章程约定不符，但不影响董事会、监事会正常运作，对公司经营无实质影响。

2. 管理体制

截至 2019 年 6 月末，公司本部设办公室、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计 10 个职能部门。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》，制定了财务管理、人事管理、风险管理等制度，并每年对其进行修订完善。公司按照现代企业制度要求，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；对于各子公司经营的大宗商品贸易、综合经营、小额贷款等业务出台了相应的管理办法及指导意见。

总体看，公司管理制度健全。

六、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（广西梧州新港铁路投资有限公司纳入公司合并

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，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.26%，2018 年营业收入为 148.81 亿元。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，该收入占比较小，对公司收入贡献有限。

表 1　2016－2018 年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：根据公司审计报告和公司提供资料整理

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%，较上年下降 0.68 个百分点，主要系白糖业务由于下游客户违约，亏本处理了该部分产品，导致白糖业务收入及毛利率下滑（公司没收了违约方保证金，体现在营业外收入）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%，较 2016 年上升 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，该业务毛利率为 28.93%，较上年变化不大。综合上述因素影响，2016－2018 年，公司综合毛利率呈下降趋势。

总体看，受贸易收入波动影响，2016－2018 年公司营业收入波动增长，综合毛利率水平逐年下滑。

2. 业务运营

（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 2　截至 2018 年末公司下属 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 年末，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 3　截至 2018 年末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

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
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		**3,437.78**	**1,641.53**	**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 年末，公司在建项目共计 6 个，计划总投资 1,287.76 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 4,282.99 亿元，其中广西方出资 1,174.21 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 4　截至 2018 年末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		**1,287.76**	**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 5　2016－2018 年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 6　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逐年增长；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 月末，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 7　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。但同时联合评级也关注到，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，公司对地产业务板块进行整合，所有从事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较上年增长 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 年末，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 年末，该项目账面价值 4.58 亿元，计入存货。

截至 2018 年末，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 8　截至 2018 年末公司主要在建、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 年末，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 年末，公司在南非拥有 3 个锰矿，总储量 27,883.99 万吨，年开采能力为 245.00 万吨。

表 9　截至 2018 年末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	14,208.69	120.00	2018.01.10－2033.01.09	70.00
PALING	南非			2012.06.20－2032.06.19	
LOMOTENG	南非	13,675.30	125.00	2010.08.13－2040.08.12	51.00
合计	--	**27,883.99**	**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 10　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	1,647.53	1,158.68	1,380.90
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，联合评级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. 重大事项

公司整体并入广西交投

根据 2018 年 9 月 30 日公司发布的《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的公告》，广西交投与公司实施战略性重组，公司并入广西交投，组建新交投集团。经广西国资委批复，本次战略重组资产评估基准日为 2018 年 12 月 31 日。公司已于 2019 年 4 月 29 日完成本次重组整合的工商变更登记等手续。

无偿划转广西铁控资产管理有限公司

根据广西人民政府关于广西铁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“广西铁控”）100%股权无偿划转至广西新风兴资产管理有限公司（以下简称“新风兴公司”），划转基准日为 2018 年 11 月 30 日，该事项已获得广西国资委批复同意。广西铁控已于 2019 年 4 月 26 日完成工商变更登记等手续。

新风兴公司成立于 2017 年 12 月 15 日，属于国有独资企业，经营范围为“资产收购、管理和处理，资产重组，接受委托管理和处置资产及相关咨询服务。（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）”。本次无偿划转事项实质为资产剥离，其中公司本部无偿划拨资产 6.00 亿

元，铁投商贸无偿划转资产 66.61 亿元，大锰公司无偿划拨资产 2.24 亿元，划转后，公司 2018 年合并报表范围将不再包含广西铁控，公司总资产和净资产相应减少，资产负债率有所上升。

总体看，公司的控股股东由广西国资委变更为广西交投，对公司经营影响不大。此外，公司将广西铁控无偿划转给新风兴公司使得公司总资产和净资产减少，资产负债率有所上升。

4. 未来发展

公司将继续坚持综合经营的发展道路，在房地产业务、沿线仓储物流业务、大宗商品贸易业务上进一步发挥规模化经营优势，同时建设上述产业完整的增值链条；加快推进长期投资项目进度，加快资金回笼实现收益；大力拓展新领域业务，加快推进金融类创新业务开展，参与上市公司定增、创业（VC/PE）投资、融资租赁等新业务模式；适时引进战略投资者，完善公司股权结构。

总体看，未来公司将继续坚持综合经营的发展道路，拓宽筹资渠道，提高资金使用效益；同时公司将大力拓展新领域业务。公司未来发展规划较为清晰，发展方向明确。

七、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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的合并报表按照财政部发布的《企业会计准则-基本准则》及其后颁布和修订的具体会计准则、应用指南、解释及其他相关规定进行编制。

会计政策变更方面，公司根据财政部 2017 年和 2018 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，会计政策的变更主要对财务报表格式产生影响，对公司的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。

合并范围方面，2017 年公司合并范围内新增子公司 6 家，全部为新投资设立；因处置不纳入合并范围的子公司 9 家，主要系转让土地而发生的股权处置，因注销不纳入合并范围的子公司 2 家。2018 年公司合并范围内新增 2 家子公司，处置了 16 家子公司。2019 年上半年公司合并范围新增 2 家子公司，不再纳入合并范围子公司 1 家。公司合并范围变动的子公司规模不大，财务数据可比性较强。

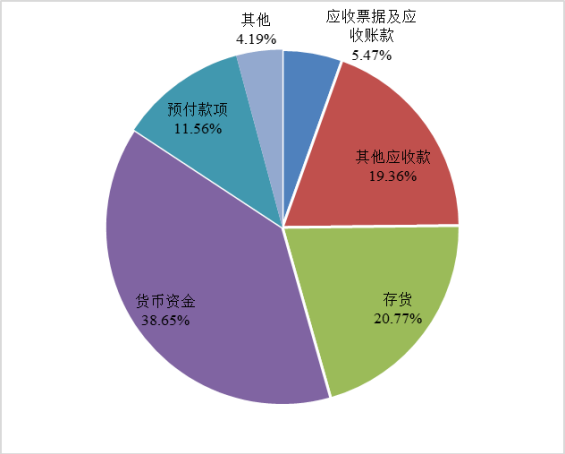
2. 资产质量

2016－2018 年，公司资产总额波动下降，年均复合下降 1.71%。截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,022.56 亿元，较年初下降 3.94%，主要系流动资产下降所致。公司资产结构以非流动资产（占 68.37%）为主，非流动资产占比较年初上升 10.38 个百分点。

流动资产

2016－2018 年，公司流动资产逐年下降，年均复合下降 18.31%。截至 2018 年末，公司流动资产 323.47 亿元，较年初下降 27.66%，主要系其他应收款和存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 1　截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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，公司货币资金波动增长，年均复合增长 7.85%。截至 2018 年末，公司货币资金 125.01 亿元，较年初下降 6.67%，主要系偿还债务规模扩大所致。公司货币资金以银行存款（占 99.19%）为主，其中受限资金 1.41 亿元，主要为银行承兑汇票保证金，受限货币资金规模较小。

2016－2018 年，公司应收票据及应收账款波动下降，年均复合下降 11.41%，应收账款主要系贸易业务商品购销所产生的应收货款。截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款 17.70 亿元（应收票据 0.45 亿元，应收账款 17.25 亿元），较年初下降 27.62%；应收账款余额中账龄组合 14.68 亿元（占 79.85%），其中非逾期账龄组合 13.46 亿元，账龄以 1 年以内（占 96.72%）为主，逾期账龄组合 1.21 亿元，逾期不超过 1 年的占 81.80%，应收账款共计提坏账准备 1.13 亿元，计提比例为 6.17%；应收账款账面余额中，来自前五名单位的占 54.74%，主要为贸易业务产生，集中度较高；整体看，公司应收账款存在一定的回收风险。

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，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 9.24%。截至 2018 年末，公司预付款项 37.41 亿元，较年初变化不大，主要为征地拆迁款、工程款及商品购销所产生的预付货款。公司 2 年以上的预付款项占比较高，对资金形成较大占用，预付款项共计提坏账准备 1.37 亿元。

2016－2018 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 31.68%。截至 2018 年末，公司其他应收款 62.63 亿元，较年初下降 48.60%，主要系无偿划转广西铁控所致；其他应收款余额中单项金额重大并单项计提坏账准备的 35.96 亿元（占 54.34%），账龄较高；按组合计提坏账准备的其他应收款 30.19 亿元，其中非逾期账龄组合 12.19 亿元，账龄以 1 年以内（占 51.43%）和 1~2 年（占 31.76%）为主，逾期账龄组合 2.43 亿元，账龄以逾期 1 年以内（占 31.60%）和逾期 1~2 年（占 65.36%）为主，关联方及财政类组合 15.58 亿元；其他应收款共计提坏账准备 4.38 亿元，计提比例为 6.63%；其他应收款余额中来自前五名单位的占 42.95%，集中度较高，整体看，公司其他应收款存在一定的回款风险。

表 11　截至 2018 年末公司其他应收款前五大欠款方（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	坏账准备	款项性质	企业性质
茂名市世和城建房地产开发有限公司	17.17	25.95	0.20	借款及利息	民营企业
广西宝庭房地产开发有限公司	4.00	6.04	--	股东借款本息	民营控股，国有参股

广西天和创展房地产开发有限公司	2.80	4.23	0.08	借款本息	民营企业
桂林市冠信房地产有限公司	2.35	3.54	0.02	借款	民营企业
广西壮族自治区国土资源厅	2.11	3.19	--	借款及利息	--
合计	**28.42**	**42.95**	**0.30**	**--**	**--**

资料来源：联合评级根据公司提供的公司合并及子公司审计报告整理

2016－2018 年，公司存货逐年下降，年均复合下降 30.19%。截至 2018 年末，公司存货 67.18 亿元，较年初下降 32.10%，主要系结转房地产开发成本及处置铁保公司和融水县源和房地产开发有限公司所致。公司存货主要由房地产开发成本（占 76.29%）和库存商品（占 17.32%）构成，累计计提 1.78 亿元跌价准备，主要为对公司库存商品计提的跌价准备。

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 10.39%。截至 2018 年末，公司非流动资产 699.09 亿元，较年初增长 13.25%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 63.29%）和在建工程（占 22.43%）构成。

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逐年增长，年均复合增长 18.69%。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 442.45 亿元，较年初增长 9.58%，主要系沿海铁路和新云桂铁路评估增值所致。公司可供出售金融资产主要采用成本法计量，尚未计提减值准备，考虑到公司可供出售金融资产以铁路项目公司的股权为主，减值风险不大。

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。截至 2018 年末，公司在建工程 156.82 亿元，较年初增长 41.38%，主要系铁路项目持续投入所致。

截至 2018 年末，公司受限资产 1.92 亿元，分别为受限货币资金 1.41 亿元和用于抵押贷款的土地使用权 0.51 亿元，受限资产规模较小。

总体看，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，公司贸易业务及委托贷款业务形成的应收类款项账龄较长，且存在部分逾期现象，未来存在一定的回收风险。整体看，公司整体资产质量一般。

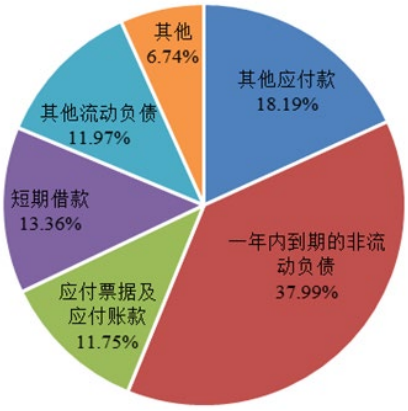
3. 负债及所有者权益

负债

2016－2018 年，公司负债总额逐年下降，年均复合下降 2.86%。截至 2018 年末，公司负债合计 617.88 亿元，较年初减少 3.17%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 34.07%和 65.93%。

2016－2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 1.74%。截至 2018 年末，公司流动负债 210.51 亿元，较年初增长 19.19%，主要系其他流动负债和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 2　截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 14.95%。截至 2018 年末，公司短期借款 28.13 亿元，较年初下降 22.86%，主要系公司偿还部分借款所致。公司短期借款以信用借款（17.11 亿元）和保证借款（11.00 亿元）为主。

2016－2018 年，公司应付票据及应付账款波动下降，年均复合下降 12.54%。截至 2018 年末，公司应付票据及应付账款 24.74 亿元（应付票据 3.99 亿元，应付账款 20.75 亿元），较年初增长 18.65%，主要系应付货款及应付工程款增长所致。公司应付账款主要为应付工程款和贸易业务产生的应付购货款。

公司其他应付款主要为往来款和其他（部分款项有资金拆借性质），2016－2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 1.96%。截至 2018 年末，公司其他应付款 38.29 亿元，较年初增长 15.52%，主要系与关联单位往来款增加所致。公司其他应付款中付息部分已纳入公司债务核算。

2016－2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 39.08%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 79.96 亿元，较年初增长 49.85%，主要系一年内到期的应付债券 49.92 亿元重分类至该科目所致。

2016－2018 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 62.04%。截至 2018 年末，公司其他流动负债 25.21 亿元，较年初大幅增长 143.74%，主要系新发行 3 期短期应付债券所致。公司其他流动负债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%。截至 2018 年末，公司非流动负债 407.37 亿元，较年初下降 11.73%，主要系部分于一年内到期的应付债券重分类至流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 35.56%）、应付债券（占 26.65%）和长期应付款（占 28.56%）构成。

2016－2018 年，公司长期借款逐年下降，年均复合下降 22.11%。截至 2018 年末，公司长期借款 144.85 亿元，较年初下降 15.76%，主要系公司偿还部分借款及一年内到期的长期借款重分类至流动负债所致。公司长期借款主要由质押借款和信用借款构成，其中质押借款的质押物主要为公司与自治区人民政府签订的铁路项目委托代建协议项下享有的全部权益和收益。

2016－2018 年，公司应付债券波动中有所下降，年均复合下降 16.41%。截至 2018 年末，公司应付债券 108.57 亿元，较年初下降 36.30%，主要系偿还到期债券及将一年内到期的应付债券重分类至流动负债所致。

2016－2018 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 47.24%。截至 2018 年末，公司长期应付款 116.33 亿元，较年初增长 19.59%，主要系应付政府置换债务规模增长所致，其中应付政府置

换债 93.20 亿元。

有息债务方面，2016－2018 年，公司全部债务分别为 554.49 亿元、543.59 亿元和 512.23 亿元，年均复合下降 3.89%。截至 2018 年末，公司全部债务 512.23 亿元，较年初下降 5.77%，主要系长期债务下降所致。公司债务结构以长期债务为主，但长期债务占比较年初下降 8.76 个百分点至 71.99%。从债务指标看，截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化分别为 60.43%、55.87%和 47.68%，分别较年初上升 0.48 个百分点、下降 0.18 个百分点和下降 3.05 个百分点，公司债务负担适中。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。

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。

所有者权益

2016－2018 年，公司所有者权益有所波动。截至 2018 年末，公司所有者权益 404.68 亿元，较年初下降 5.08%，主要系资本公积减少所致。归属于母公司所有者权益为 344.53 亿元（占 85.14%），其中实收资本占 50.56%、资本公积占 52.47%。

截至 2018 年末，公司实收资本 174.21 亿元，较年初增长 22.62%，主要系公司以 32.13 亿元资本公积转增实收资本所致；资本公积 180.78 亿元，较年初下降 19.86%，主要系公司无偿划出广西铁控、资本公积转增实收资本减少 32.13 亿元及收到各地市拨付的铁路建设地方配套资金增加资本公积 19.06 亿元综合影响所致；未分配利润-1.44 亿元，较年初大幅减少 8.66 亿元，主要原因为地产集团收购少数股东股权，收购溢价摊销减少未分配利润 4.52 亿元、归属于母公司净利润亏损、提取盈余公积 0.65 亿元及剥离资产减少未分配利润。

总体看，广西自治区及地市政府对铁路资本金的注入及公司无偿划转广西铁控使得所有者权益规模有所波动，公司权益以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

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，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.26%。2018 年，公司实现营业收入 148.81 亿元，较上年下降 3.52%，主要系商品购销收入下降所致；营业成本 129.89 亿元，较上年下降 1.51%。2018 年，公司营业利润率为 12.03%，较上年下降 1.74 个百分点。2018 年，公司实现净利润 1.33 亿元，较上年下降 73.27%，主要系投资收益较上年减少所致。

公司期间费用以财务费用为主，2016－2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 9.16%。2018 年，公司期间费用合计 29.89 亿元，较上年增长 9.35%，主要系销售费用增长所致；公司财务费用 19.91 亿元，较上年增长 3.15%，主要系手续费增加所致；管理费用 4.21 亿元，较上年增长 7.10%，主要系职工薪酬增长所致；销售费用 5.67 亿元，较上年增长 38.03%，主要系锰矿石销售产生的港口费增长所致。2018 年，公司费用收入比 20.09%，较上年增长 2.36 个百分点，公司费用控制能力较弱。

2018 年，公司资产减值损失 1.08 亿元，较上年大幅下降 76.83%，主要系坏账损失、固定资产减值损失减少所致，2018 年资产减值损失占营业利润的比重为 62.79%，对营业利润形成较大侵蚀；实现投资收益 6.50 亿元，较上年下降 36.02%，上年规模较大主要原因为处置长期股权投资（房地产项目公司股权）产生的投资收益较高；实现其他收益 8.06 亿元，主要为铁路建设项目所获得的政府补助及铁路项目贴息。2018 年，公司利润总额 2.21 亿元，投资收益和政府补助对利润总额的贡献程度很高。

从盈利指标能力看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.33%、2.19%和 0.32%，分别较上年下降 0.38 个百分点、0.37 个百分点和 0.88 个百分点，盈利能力处于较低水平。

总体看，公司收入规模波动增长，期间费用、资产减值损失对公司利润侵蚀严重，公司主营业务盈利能力较弱，投资收益和政府补助对利润的贡献程度很高。

5. 现金流

经营活动方面，2016－2018 年，公司经营活动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，公司现金收入比分别为 122.68%、100.43%和 102.81%，收入实现质量较好。

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。

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、速动比率和现金短期债务比波动下降。截至 2018 年末，公司流动比率和速动比率分别由年初的 2.53 倍和 1.97 倍下降为 1.54 倍和 1.22 倍；公司现金短期债务比由年初的 1.29 倍下降至 0.87 倍，现金类资产对短期债务的覆盖水平尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016－2018 年，公司 EBITDA 分别为 20.72 亿元、28.46 亿元和 25.16 亿元。2018 年公司 EBITDA 为 25.16 亿元，较上年下降 11.60%，主要系利润总额下降所致。由于公司铁路建设所需借款规模较高且该项投资不产生折旧摊销，同时营业收入中占比最大的贸易业务实现的利润较少，因此公司 EBITDA 构成以计入财务费用的利息支出为主，2018 年该项占 82.16%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.07 倍和 0.05 倍，EBITDA 对利息覆盖程度

一般，对全部债务的覆盖程度偏低。

截至 2019 年 6 月末，公司合并口径对外担保 2.62 亿元，对中农创新紫瑞集团有限公司担保余额 0.50 亿元（公司子公司铁投商贸和广西铁投吉鸿融资性担保有限公司为中农创新紫瑞集团有限公司向地产集团借款 5,000 万元提供连带责任保证担保，并由广西苏桐林业有限公司、广西汉酵生物科技有限公司以合计持有的广西铁投大唐农业发展有限公司 60%股权质押给铁投商贸提供反担保，由农悦锋提供最高额保证反担保。由于中农创新紫瑞集团有限公司违反合同义务，地产集团已向南宁市中级人民法院提起诉讼，要求中农创新公司清偿债务，并要求铁投商贸、广西铁投吉鸿融资性担保有限公司承担连带保证责任，案件目前尚未开庭审理），对贵州鑫悦煤炭有限公司（为公司参股公司）担保余额 2.12 亿元。公司对外担保比率较低。

截至 2019 年 6 月末，公司共获授信额度 926.83 亿元，剩余尚未使用授信额度为 701.12 亿元；上述授信总额度中包含 23.80 亿元的信托、租赁类授信额度（尚未使用额度 23.50 亿元），其余为银行授信额度；公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 6 月末，公司未决诉讼及重大诉讼案件共 15 起，涉案金额 28.29 亿元，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。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1045010300717130W），截至 2019 年 10 月 29 日，公司本部无未结清及已结清关注及不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在政府区市共担政策的支持下，综合偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 856.92 亿元，所有者权益 366.74 亿元。2018 年母公司实现营业收入 1.64 亿元，利润总额 6.49 亿元。

截至 2019 年 6 月末，母公司资产总额 877.77 亿元，所有者权益 367.62 亿元，负债合计 510.15 亿元，全部债务 471.23[3]亿元，其中应付债券 115.17 亿元；母公司资产负债率 58.12%，全部债务资本化比率 56.18%。2019 年 1－6 月，母公司实现营业收入 0.71 亿元，利润总额-2.17 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

本期债券设置弹性配售选择权，若启动弹性配售，本期债券发行规模为 15 亿元，分别相当于 2018 年末公司长期债务和全部债务的 4.07%和 2.93%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响程度小。

以 2018 年末财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.89%、56.58%和 48.67%，较发行前分别上升了 1.47 个百分点、0.71 个百分点和 1.00 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 25.16 亿元，为本期债券发行额度（15.00

[3] 母公司全部债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

亿元）的 1.68 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金流入量为 189.69 亿元，为本期债券发行额度的 12.65 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金净流入 40.34 亿元，为本期债券发行额度的 2.69 倍，公司经营活动产生的现金流量净流入对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域垄断地位、外部支持等方面的因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

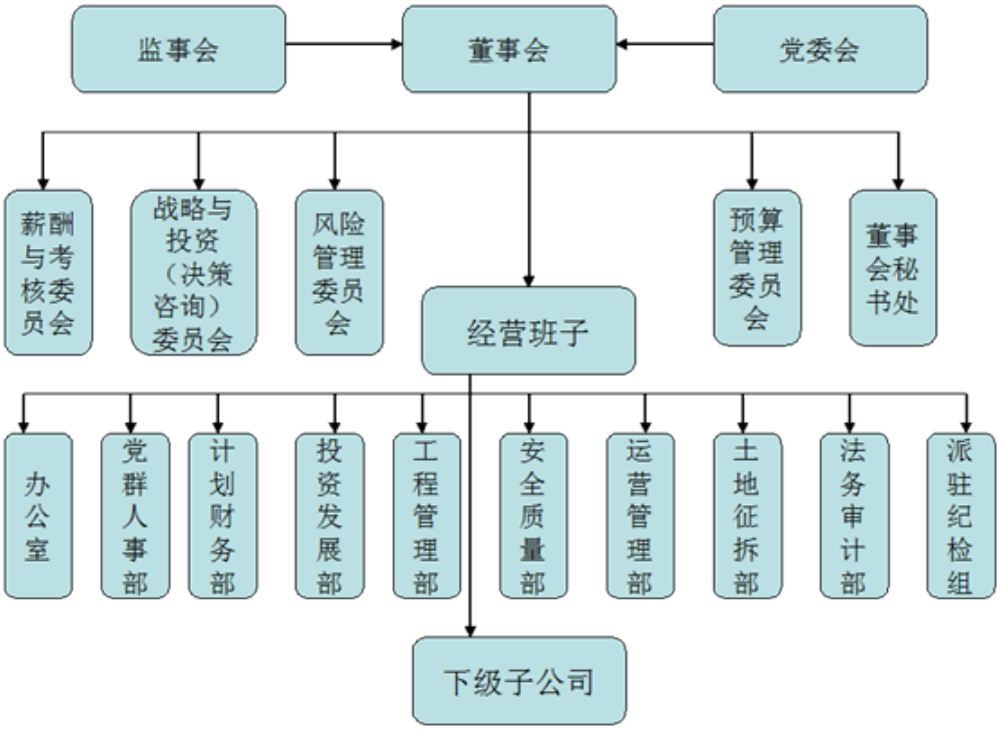
九、综合评价

公司作为广西壮族自治区铁路投资建设的责任主体，在区域垄断地位及外部支持等方面具有明显优势。同时，联合评级也关注到公司铁路建设项目未来资本支出压力大，金属锰矿产采选、冶炼加工及贸易业务对关联方依赖较高，贸易和委托贷款业务形成的部分应收类款项存在资金回收风险及无偿划转子公司等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进，外部支持力度有望进一步增强，公司整体实力得以继续稳固。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债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1　广西铁路投资集团有限公司
组织结构图（截至 2019 年 6 月末）



附件 2　公司合并范围内二级子公司情况

（截至 2019 年 6 月末）

子公司名称	业务内容	实收资本（万元）	持股比例（%）
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	12,058.58	100.00
广西铁投商贸集团有限公司	房地产开发及、国内贸易等	114,287.14	100.00
广西地产（集团）有限公司	房地产开发、土地储备	171,871.70	84.87
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	56,000.00	100.00
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	499,000.00	69.94
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	449,500.00	77.76
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	20,000.00	100.00
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	2,400.00	100.00
广西梧州新港铁路投资有限公司	铁路建设、经营	15,600.00	60.00
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	1,000.00	60.00
广西南崇铁路有限责任公司	铁路投资建设	50,000.00	60.00
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
广西南玉铁路有限公司	铁路投资建设	48,535.00	60.00

附件 3　广西铁路投资集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,058.38	1,064.46	1,022.56
所有者权益（亿元）	403.57	426.32	404.68
短期债务（亿元）	110.12	104.66	143.48
长期债务（亿元）	444.37	438.93	368.75
全部债务（亿元）	554.49	543.59	512.23
营业收入（亿元）	134.30	154.24	148.81
净利润（亿元）	2.16	4.96	1.33
EBITDA（亿元）	20.72	28.46	25.16
经营性净现金流（亿元）	2.83	41.91	40.34
应收账款周转次数（次）	6.34	6.48	6.94
存货周转次数（次）	1.00	1.10	1.53
总资产周转次数（次）	0.14	0.15	0.14
现金收入比率（%）	122.68	100.43	102.81
总资本收益率（%）	2.05	2.71	2.33
总资产报酬率（%）	1.92	2.56	2.19
净资产收益率（%）	0.58	1.20	0.32
营业利润率（%）	14.78	13.77	12.03
费用收入比（%）	18.68	17.72	20.09
资产负债率（%）	61.87	59.95	60.43
全部债务资本化比率（%）	57.88	56.05	55.87
长期债务资本化比率（%）	52.41	50.73	47.68
EBITDA 利息倍数（倍）	0.96	1.14	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.05	0.05
流动比率（倍）	2.38	2.53	1.54
速动比率（倍）	1.71	1.97	1.22
现金短期债务比（倍）	0.99	1.29	0.87
经营现金流动负债比率（%）	1.39	23.73	19.16
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.38	1.90	1.68

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告 2016 年财务数据为 2015－2017 年连审数据，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数据；4. 本报告已将其他应付款和其他流动负债中有息债务计入短期债务，将长期应付款中有息债务计入长期债务

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）
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。