

信用等级公告

联合〔2020〕752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 2020 年度第一期中期票据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，广西铁路投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年四月一日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

广西铁路投资集团有限公司 2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：11 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 4 月 1 日

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		2
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，是广西自治区铁路投资建设的责任主体，公司的行业地位突出，并持续得到广西自治区政府的大力支持；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。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、应收类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。

随着公司投资的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。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司本期中期票据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，财政实力不断增强，铁路投资建设需求较大，公司的外部经营环境良好。2019 年，广西自治区实现地区生产总值 21237.14 亿元，同比增长 6.0%；完成一般公共预算收入 1811.89 亿元，增长 7.8%。
- 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，持续得到广西自治区政府在“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。

关注

- 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。

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

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；且出现了应收账款逾期现象，存在一定的回收风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	109.26	135.19	125.53	86.96
资产总额(亿元)	1058.38	1064.45	1022.56	1012.03
所有者权益(亿元)	403.57	426.00	404.68	408.17
短期债务(亿元)	118.51	118.38	145.32	147.30
长期债务(亿元)	447.02	449.02	368.75	354.07
全部债务(亿元)	565.53	567.40	514.08	501.38
营业收入(亿元)	134.30	154.24	148.81	76.62
利润总额(亿元)	2.77	5.68	2.21	0.45
EBITDA(亿元)	20.72	28.14	25.16	--
经营性净现金流(亿元)	2.83	41.91	40.34	6.67
现金收入比(%)	122.68	100.43	102.81	106.87
营业利润率(%)	14.78	13.56	12.03	14.30
净资产收益率(%)	0.53	1.09	0.33	--
资产负债率(%)	61.87	59.98	60.43	59.67
全部债务资本化比率(%)	58.36	57.12	55.95	55.12
流动比率(%)	238.32	252.74	153.66	128.50
速动比率(%)	170.53	196.82	121.75	107.63
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	0.59
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	2019年9月
资产总额(亿元)	835.95	865.66	856.92	863.22
所有者权益(亿元)	361.39	377.23	366.74	366.08
全部债务(亿元)	445.98	471.18	451.73	453.37
营业收入(亿元)	2.38	1.79	1.64	1.11
利润总额(亿元)	3.77	0.30	6.49	-3.71
资产负债率(%)	56.77	56.42	57.20	57.59
全部债务资本化比率(%)	55.24	55.54	55.19	55.33
流动比率(%)	437.78	380.90	183.98	151.93
经营现金流动负债比(%)	6.22	10.86	0.12	--

注：2019年三季度财务数据未经审计；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	2020/02/03	张勇 车兆麒	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	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

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。

广西铁路投资集团有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广西铁路投资集团有限公司(以下简称“公司”)原名“广西铁路投资(集团)有限公司”,成立于2008年10月31日,是广西壮族自治区人民政府直属的国有独资企业,受广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“广西国资委”)监管。2015年8月25日,公司名称变更为现名。2019年,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,目前已完成相关的工商变更手续。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2019年9月底,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;公司拥有合并范围内二级子公司共13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。

截至2019年9月底,公司资产总额1012.03亿元,所有者权益408.17亿元(含少数股东权益60.71亿元);2019年1—9月,公司实现营业收入76.62亿元,利润总额0.45亿元。

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、本期中期票据概况

根据中市协注(2019)MTN327号,公司已于2019年5月成功注册了21亿元中期票据,本期计划在注册额度内发行发行2020年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行规模为11亿元,期限为5年。本期中期票据按年付息,到期一次性还本,募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来,在世界大变局加速演变更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多,全球经

济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016-2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
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	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

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，GDP为不变价规模
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资

增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，

同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会

同人保部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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國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、政策性银行结合自身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》国发办〔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任何形式的担保、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，比上年增加 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 25800.96 亿吨公里，比上年增加 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、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股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

公司是广西自治区铁路投资建设的主要责任主体

体，广西自治区经济发展水平、财政实力及铁路投资建设情况等对公司经营与发展影响较大。近年来，广西自治区经济稳步发展，财政实力不断增强，铁路投资建设需求较大，公司的外部经营环境良好。

（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2017—2019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20396.25亿元、20352.51亿元和21237.14亿元，按可比价格计算，分别增长7.3%、6.8%和6.0%。2019年，第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.0%、33.3%和50.7%，对经济增长的贡献率分别为15.2%、32.5%和52.3%。按常住人口计算，2019年广西自治区人均地区生产总值42964元，比上年增长5.1%。

2019年广西自治区全社会固定资产投资（不含农户）比上年增长9.5%，其中，第一产业投资下降17.9%；第二产业投资增长5.3%，其中工业投资增长11.1%；第三产业投资增长11.8%。基础设施投资增长2.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为24.8%。民间固定资产投资增长13.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为50.7%。六大高耗能行业投资比上年增长17.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为8.8%。房地产开发投资3814.41亿元，比上年增长27.0%。其中住宅投资982.40亿元，增长5.0%；办公楼投资105.23亿元，增长7.3%；商业营业用房投资321.98亿元，增长0.5%。商品房销售面积6711.77万平方米，增长8.0%，其中住宅6076.88万平方米，增长8.7%。

2019年广西壮族自治区社会消费品零售总额比上年增长7.0%。按经营地统计,城镇消费品零售额增长6.9%,乡村消费品零售额增长7.9%。按消费类型统计,商品零售额增长6.9%,餐饮收入额增长8.3%。

2019年广西壮族自治区货物进出口总额4694.70亿元,比上年增长14.4%。其中,出口2597.15亿元,增长19.4%;进口2097.56亿元,增长8.7%。进出口顺差(进口小于出口)499.59亿元,比上年增加252.91亿元。对东盟国家进出口总额2334.65亿元,比上年增长13.3%。其中,出口1402.98亿元,增长11.4%;进口931.68亿元,增长16.3%。

2019年广西壮族自治区货物运输总量20.53亿吨,比上年增长7.6%。货物运输周转量5382.86亿吨公里,增长8.0%。全年港口完成货物吞吐量3.79亿吨,比上年增长27.0%,其中外贸货物吞吐量1.39亿吨,增长9.2%。港口集装箱吞吐量494.68万标准箱,增长34.2%。全年全区旅客运输总量5.0亿人次,比上年下降1.4%。旅客运输周转量817.45亿人公里,增长0.1%。年末全区民用汽车保有量675.72万辆,比上年末增长14.5%,其中私人汽车保有量615.13万辆,增长15.3%。轿车保有量354.21万辆,增长17.8%,其中私人轿车337.55万辆,增长18.1%。

2019年广西壮族自治区财政收入2969.22亿元,比上年增长6.4%;一般公共预算收入1811.89亿元,增长7.8%,其中税收收入1146.78亿元,增长2.2%,占一般公共预算收入的比重为63.3%。全区一般公共预算支出5849.02亿元,比上年增长10.1%,其中,民生重点领域支出4691.59亿元,增长9.6%,占一般公共预算支出的比重为80.2%。

(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2019年底,广西壮族自治区铁路营业总里程5206公里,比上年末增加4公里;其中,高速铁路营业里程1792公里,广西与周边湘、粤、黔、滇四省全部实现高铁连通。

五、基础素质分析

公司是广西铁路投资建设责任主体，业务的区域垄断优势突出，并持续获得广西壮族自治区政府在“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。

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2019年9月底，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”）、广西南崇铁路有限责任公司（以下简称“南崇公司”）、广西南玉铁路有限公司（以下简称“南玉公司”）3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2019年9月底，公司拥有在职员工2049人。按照岗位构成划分，管理人员845人，销售人员58人，专职审计人员2人，其他人员1144人；按照学历划分，硕士及以上151人，本科580人，大专266人、中专及以下1052人；按照年龄划分，30岁以下388人，30~50岁1404人，50岁以上257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

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2019年9月底，公司已收到自治区财政资金237.85亿元，其中配套资本金92.50亿元（计入“实收资本”），自治区土地出让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，财政补助65.07亿元（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217.56亿元，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50.00亿元，二期规模为50.00亿元。截至2019年9月底，铁路发展投资基金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，社会资本出资部分计入公司“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，广西壮族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年以及2019年1—9月，公司获得财政补助资金分别为13.07亿元、14.28亿元、14.79亿元和11.00亿元。

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2019年9月底，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

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
资料来源：公司提供

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2019年9月底，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2020年1月7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。

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：G1045010100748210Z），截至2019年11月22日，公司子公司广西铁投商贸集团有限公司（以下简称“铁投商贸”）有5笔已结清关注类贷款，无其他已结清和未结清的不良信贷信息记录。根据南宁市区农村信用合作联社出具的说明，上述5笔关注类贷款为依规办理展期所致，铁投商贸已按展期约定结清贷款，并非恶意拖欠。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，但存在部分监事空缺的情况；公司管理制度比较健全，整体运作较为规范，管理水平较高。

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。

2. 管理水平

公司制订了“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。

参股铁路公司管理方面，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。

七、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，目前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。近年来，公司营业收入有所波动，综合毛利率呈下降趋势。

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。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，公司分别实现营业收入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 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗贸易	74.89	55.76	1.28	87.96	57.03	1.47	81.55	54.80	0.79	42.15	55.01	0.80
房地产开发	17.92	13.34	10.66	16.88	10.94	18.51	22.09	14.84	12.78	4.38	5.71	32.83
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	24.92	32.52	26.01
其他	17.04	12.68	69.72	13.33	8.64	59.11	10.75	7.23	51.05	5.18	6.76	57.21
合计	134.30	100.00	15.55	154.24	100.00	14.49	148.81	100.00	12.71	76.62	100.00	14.64

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

2019年1—9月，公司实现营业收入76.62亿元，相当于2018年全年收入的51.49%，主要系大宗贸易和房地产开发收入同比有所下降所致；其中锰矿采选冶炼及贸易收入占比有所提高，房地产开发收入占比有所下降。2019年1—9月，公司综合毛利率为14.64%，较2018年有所上升，主要系房地产开发业务毛利率上升以及毛利率较高的锰矿采选冶炼及贸易业务收入占比上升所致。

2. 业务经营分析

（1）铁路投资建设业务

公司是广西壮族自治区境内铁路投资建设的

地方出资人代表，参与的铁路项目较多，投资规模大，融资压力较大。目前，除梧州赤水铁路专用线产生货运收入外，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，由于铁路项目运营时间较短，尚未产生投资收益。近年来，“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。

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2019年9月底公司下属10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
广西南玉铁路有限公司	5.00	60.00	南玉公司

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

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司下属合资铁路项目公司10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2019年9月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

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
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	62.38
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	12.32
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	401.40

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 2019 年 9 月底，公司在建项目共计 7 个，计划总投资 1565.76 亿元，其中广西方计划出资 704.83 亿元，公司已累计出资 112.96 亿元。2019 年 10—12 月、2020 年以及 2021 年，公司分别计划出资 42.27 亿元、143.12 亿元和 170.42 亿元。

拟建项目方面，公司未来拟建玉林至梧州城际铁路、贺州至梧州城际铁路、玉林至北海城际铁路等 17 个项目，项目总投资合计 4081.99 亿元，其中广西方出资 1410.69 亿元，公司 2020—2022 年分别计划出资 4.00 亿元、38.00 亿元和 70.79 亿元。

表 7 截至 2019 年 9 月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 10—12 月	2020 年	2021 年
1	新建合浦至湛江铁路	172.00	15.60	1.00	--	1.00	5.00
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	61.08	11.61	35.00	22.36
4	新建南宁至崇左铁路	222.93	222.93	32.84	23.33	40.00	50.00
5	新建防城港至东兴铁路	64.80	39.10	7.09	3.95	15.00	13.06
6	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	5.50	2.50	0.88	2.12	--
7	新建南宁至玉林铁路	278.00	278.00	5.50	2.50	50.00	80.00
合计		1565.76	704.83	112.96	42.27	143.12	170.42

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；新建南宁至崇左铁路、新建南宁至玉林铁路均由公司主导投资建设，纳入公司合并范围，未来将通过客运收入平衡项目投资，具体运营模式尚未确定

资料来源：公司提供

（2）大宗贸易业务

公司利用其大型国有企业背景和资金量支撑开展贸易业务，已与部分合作伙伴建立了长久的战略合作关系。公司贸易业务受市场价格波动影响，盈利稳定性较差，且预付款和应收

款项规模较大，存在一定的回收风险。

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。

2019年1—9月，公司实现大宗贸易收入42.15亿元，相当于2018年的51.69%；毛利率为0.80%，较2018年变化不大；出于风险控制考虑公司暂停白糖贸易业务。

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			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化产品	25.56	34.13	1.86	34.52	39.25	1.93	42.09	51.61	1.05	15.12	35.87	1.31
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	13.86	32.89	1.78
其他	7.62	10.17	1.99	6.96	7.91	-2.08	7.90	9.69	1.45	13.17	31.24	-0.82
合计	74.89	100.00	1.28	87.96	100.00	1.47	81.55	100.00	0.79	42.15	100.00	0.80

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。

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

(3) 房地产开发业务

近三年公司房地产开发业务收入波动增长，但公司的房地产项目储备较少，未来收入规模存在不确定性。

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。2019 年 1—9 月，公司实现房地产开发业务收入 4.38 亿元，同比大幅减少，主要系可售房源较少所致。

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 2019 年 9 月底，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 2019 年 9 月底，该项目账面价值 4.58 亿元，计入存货。

截至 2019 年 9 月底，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 64.49 万平方米，已售面积 61.18 万平方米，已收到房款合计 19.42 亿元。

表 11 公司 2019 年 9 月底主要在建/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	2.10	7.54	4.87	1.90
桂中凤凰城首期	1.70	1.66	3.95	3.31	1.63
金悦澜湾	28.00	18.84	53.00	53.00	15.89
柳源居项目	1.68	1.15	--	--	--
合计	33.50	23.75	64.49	61.18	19.42

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，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 23.75 亿元，未来尚需投资 9.75 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司拟建房地产项目为兴业裕达壹号城爱丽舍项目，计划总投资 2.60 亿元。

(4) 锰矿采选冶炼及贸易业务

近年来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，但业务收入规模受锰矿石价格波动存在一定的不确定性。

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 2019 年 9 月底，公司在南非拥有 3 个

锰矿，总储量 27499.88 万吨，年开采能力为 245.00 万吨。

表 12 2019 年 9 月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	14025.95	120.00	2018.1.10~2033.1.9	70.00
PALING	南非			2012.6.20~2032.6.19	
LOMOTENG	南非	13473.93	125.00	2010.8.13~2040.8.12	51.00
合计	--	27499.88	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	2019 年 1—9 月
开采量	140.55	103.46	98.88	87.69
销售量	117.59	263.65	232.92	142.54
销售均价	1647.53	1158.68	1380.90	1172.02
销售收入	19.37	30.55	32.16	16.71

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

2019 年 1—9 月，公司实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入 24.92 亿元，毛利率为 26.01%，其中锰矿石销售收入 16.71 亿元，同比有所下降，主要系锰矿石市场行情较差，销量和价格

均有所下降所致。

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。

八、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；公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围二级子公司共 13 家；2018 年，公司合并范围新增 3 家子公司，因处置不再纳入合并范围的子公司 16 家；2019 年 1—9 月，公司合并范围新增 1 家二级子公司。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。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。总体看，近年来公司合并范围变更的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

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。

截至2019年9月底，公司资产总额1012.03

亿元，所有者权益408.17亿元（含少数股东权益60.71亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入76.62亿元，利润总额0.45亿元。

2. 资产质量

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；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。

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		2019 年 9 月	
	金额	占比	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	86.21	8.52
其他应收款	131.02	12.38	119.98	11.27	62.63	6.13	77.70	7.68
存货	137.86	13.03	98.94	9.29	67.18	6.57	42.80	4.23
流动资产	484.67	45.79	447.16	42.01	323.47	31.63	263.53	26.04
可供出售金融资产	314.08	29.68	403.76	37.93	442.45	43.27	516.52	51.04
在建工程	149.88	14.16	110.92	10.42	156.82	15.34	125.71	12.42
非流动资产	573.71	54.21	617.29	57.99	699.09	68.37	748.51	73.96
资产总额	1058.38	100.00	1064.45	100.00	1022.56	100.00	1012.03	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
上海泽侖石油化工有限公司	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补偿款和贸易板块商品购销所产生的预付款项。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%,主要系采矿权评估增值 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)。

2019 年 9 月底,公司资产总额 1012.03 亿元,较上年底变化不大,其中流动资产占 26.04%,非流动资产占 73.96%,流动资产占比进一步下降。2019 年 9 月底,公司货币资金 86.21 亿元,较上年底下降 31.04%,主要系铁路项目出资及偿还债务所致;其他应收款 77.70 亿元,较上年底增长 24.05%,主要系应收房地产项目转让款增加所致;存货 42.80 亿元,较上年底下降 36.28%,主要系转让房地产项目所致;可供出售金融资产 516.52 亿元,较上年底增长 16.74%;在建工程 125.71 亿元,较上年底下降 19.84%,主要系铁路项目完工转入可供出售金融资产所致。

3. 所有者权益及负债

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;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,2020 年和 2021 年面临集中兑付压力。

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（主要是权益资产）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%。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 408.17 亿元，较上年底变化不大。

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9月底，公司负债总额603.86亿元，较上年底有所下降，其中流动负债占33.96%，非流动负债占66.04%，非流动负债占比较上年底略有上升。2019年9月底，公司短期借款65.38亿元，较上年底增长132.46%；一年内到期的非流动负债53.40亿元，较上年底下降33.22%；长期借款98.14亿元，较上年底下降32.25%；应付债券144.59亿元，较上年底增长33.18%，主要系发行20亿元企业债券和20亿元中期票据所致。

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	2019年9月
短期债务	118.51	118.38	145.32	147.30
长期债务	447.02	449.02	368.75	354.07
全部债务	565.53	567.40	514.08	501.38
长期债务资本化比率	52.55	51.32	47.68	46.45
全部债务资本化比率	58.36	57.12	55.95	55.12
资产负债率	61.87	59.98	60.43	59.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019年9月底，公司全部债务501.38亿元，较上年底下降2.47%；其中长期债务占70.62%，短期债务占29.38%，长期债务占比较上年底略有下降。从债务指标看，2019年9月底，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59.67%、55.12%和46.45%，较上年底均有所下降。

从有息债务期限结构看，2019年10—12

月、2020年、2021年，公司需偿还的有息债务分别为32.09亿元、119.47亿元和116.32亿元，面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

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

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%。

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。

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
总资产收益率	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

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%。

2019年1—9月，公司实现营业收入76.62亿元，相当于2018年全年的51.49%；营业利润率为14.30%，较2018年有所上升；利润总额为0.45亿元。

5. 现金流

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有所滞后，公司存在较大的融资需求。

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。

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

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。

2019年1—9月，公司经营活动现金流入121.55亿元，经营活动现金流量净额为6.67亿元，现金收入比为106.87%；同期，投资活动现金流量净额为-32.46亿元，筹资活动现金流量净额为-11.70亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较弱，综合考虑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。

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；2019年9月底，上述两项指标分别为128.50%和107.63%，较上年底有所下降。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为1.39%、23.69%和19.16%。2018年和2019年9月底，公司现金类资产分别为125.53亿元和86.96亿元，分别相当于短期债务的0.86倍和0.59倍。总体看，公司短期偿债能力指标尚可。

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2019年9月底，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2019年9月底，公司共获得各银行授信额度共计834.32亿元，已使用额度185.46亿元，剩余额度648.86亿元，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

公司铁路投资建设业务主要由公司本部负责，母公司资产和所有者权益规模较大；其他经营业务主要由相应子公司负责，母公司收入规模较小，利润主要来自于政府补贴。

2018年底，母公司资产总额为856.92亿元，较上年底变化不大；母公司资产以非流动资产为主（占比75.43%）。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，较上年底略有下降；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，母公司负债总额较上年底变化不大，主要由非流动负债构成。其中，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。母公司2018年底资产负债率为57.20%，同比略有上升，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；净利润为6.49亿元，同比增加6.19亿元，主要来自政府补贴和投资收益。

2019年9月底，母公司资产总额863.22亿元，所有者权益366.08亿元；2019年1—9月，母公司实现营业收入1.11亿元，利润总额-3.71亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为 11 亿元，分别相当于 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 3.11% 和 2.19%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响程度小。

2019 年 9 月底，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 59.67%、55.12% 和 46.45%。以公司 2019 年 9 月底报表财务数据为基础，同时将公司 2019 年 10 月发行的 5 亿元超短期融资券（“19 桂铁投 SCP002”）、2019 年 11 月发行的 10 亿元私募公司债（“19 桂铁 F1”）、2019 年 12 月发行的 10 亿元企业债（“19 桂铁可续 01”）和 2020 年 2 月发行的 5 亿元超短期融资券（“20 桂铁投 SCP001”）考虑在内，预计本期中期票据发行后，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 61.24%、57.06% 和 48.54%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据及公司 2019 年 9 月之后发行的其他债券主要用于偿还有息债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

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，分别为本期中期票据拟发行规模 10 亿元的 17.96 倍、21.42 倍和 17.24 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 20.72 亿元、28.14 亿元和 25.16 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 1.88 倍、2.56 倍和 2.29 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。目前，公司存续债券等有息债务较多，本期中期票据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对公司的有力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

十、结论

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，是广西自治区铁路投建的责任主体，行业地位突出；目前公司已形成了铁路投资建设、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，并持续获得广西壮族自治区在“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。

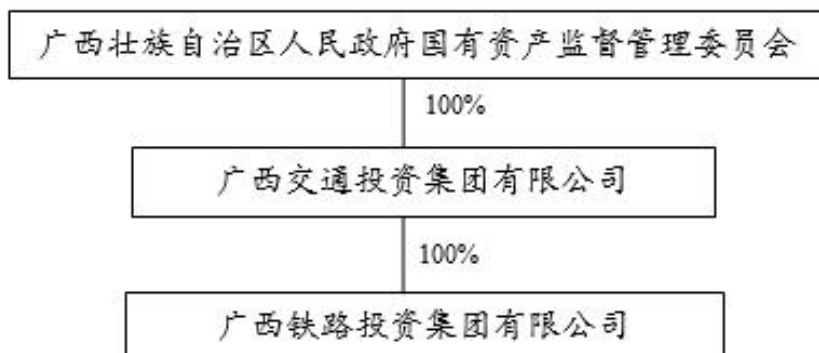
近年来，公司铁路建设项目较多，铁路投资规模大，融资压力较大。公司资产以铁路投资建设项目的非流动资产为主，符合行业特点；此外，公司开展贸易和委托贷款业务形成的应收款项综合账龄较长、存在部分逾期情况，公司整体资产质量一般。公司债务规模波动中有所下降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重。公司收入规模波动中有所增长，但期间费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力较弱，利润总额对政府补助及投资收益的依赖性强。

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。

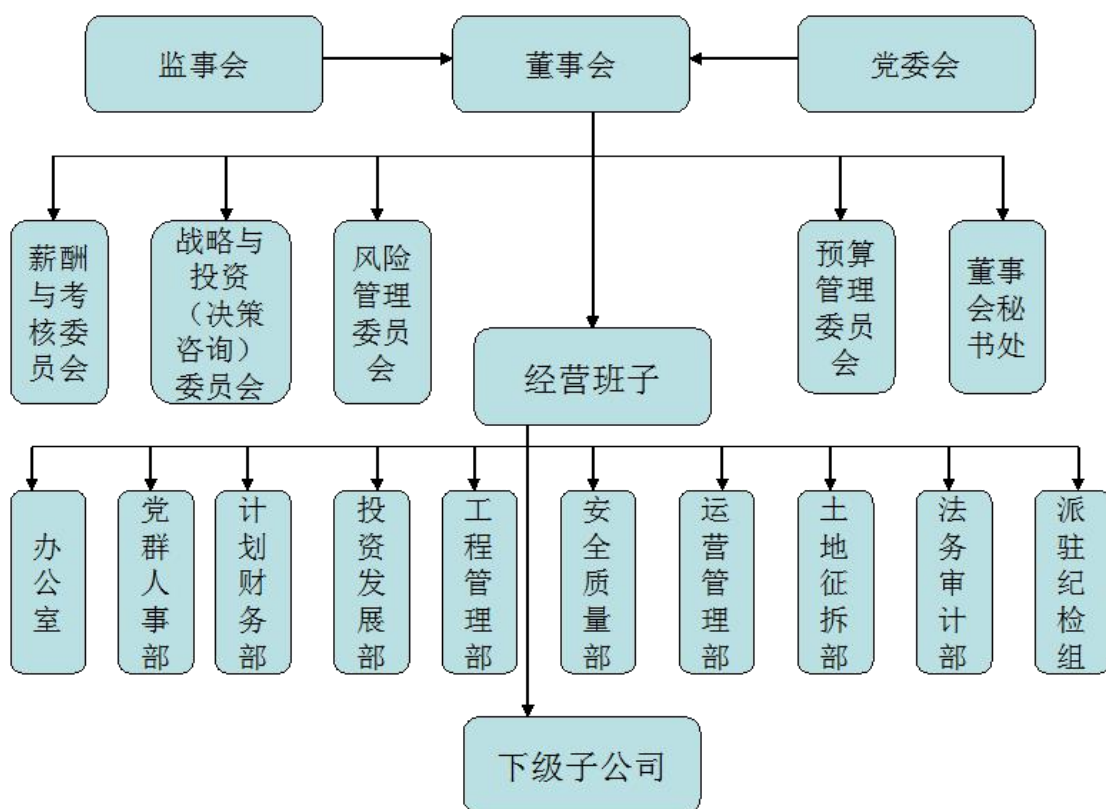
本期中期票据发行对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据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 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内二级子公司情况

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	广西机械工业研究院有限责任公司	机械产品研制开发、生产销售	2400.00	100.00	投资设立
13	广西南玉铁路有限公司	铁路投资建设	50000.00	60.00	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	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.26	135.19	125.53	86.96
资产总额(亿元)	1058.38	1064.45	1022.56	1012.03
所有者权益(亿元)	403.57	426.00	404.68	408.17
短期债务(亿元)	118.51	118.38	145.32	147.30
长期债务(亿元)	447.02	449.02	368.75	354.07
全部债务(亿元)	565.53	567.40	514.08	501.38
营业收入(亿元)	134.30	154.24	148.81	76.62
利润总额(亿元)	2.77	5.68	2.21	0.45
EBITDA(亿元)	20.72	28.14	25.16	--
经营性净现金流(亿元)	2.83	41.91	40.34	6.67
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	106.87
营业利润率(%)	14.78	13.56	12.03	14.30
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	46.45
全部债务资本化比率(%)	58.36	57.12	55.95	55.12
资产负债率(%)	61.87	59.98	60.43	59.67
流动比率(%)	238.32	252.74	153.66	128.50
速动比率(%)	170.53	196.82	121.75	107.63
经营现金流流动负债比(%)	1.39	23.69	19.16	--
现金短期债务比(倍)	0.92	1.14	0.86	0.59
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.13	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.30	20.16	20.43	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；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/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.52	92.32	72.27	39.00
资产总额(亿元)	835.95	865.66	856.92	863.22
所有者权益(亿元)	361.39	377.23	366.74	366.08
短期债务(亿元)	46.42	75.95	107.38	109.87
长期债务(亿元)	399.56	395.23	344.34	343.51
全部债务(亿元)	445.98	471.18	451.73	453.37
营业收入(亿元)	2.38	1.79	1.64	1.11
利润总额(亿元)	3.77	0.30	6.49	-3.71
EBITDA(亿元)	14.36	11.58	18.06	-3.70
经营性净现金流(亿元)	4.49	8.97	0.14	1.99
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	0.00
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.21	99.17
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	48.41
全部债务资本化比率(%)	55.24	55.54	55.19	55.33
资产负债率(%)	56.77	56.42	57.20	57.59
流动比率(%)	437.78	380.90	183.98	151.93
速动比率(%)	437.78	380.90	183.98	151.93
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	0.35
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：2019 年前三季度财务数据未经审计；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 广西铁路投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

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。