

信用评级公告

联合〔2022〕1441号

联合资信评估股份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 2022 年度第二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 2022 年度第二期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年三月十四日

广西铁路投资集团有限公司

2022年度第二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：10~15 亿元
本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2022 年 3 月 14 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已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1	
财务风险	F3	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		3	
调整因素和理由					调整子级
政府支持					2

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（以下简称“广西壮族自治区政府”）批准成立的大型国有企业，是广西壮族自治区（以下简称“广西自治区”）铁路投资建设的主要责任主体，区域地位突出，并持续得到广西壮族自治区的有力支持；公司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在内的多元化发展格局。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司投资支出和对外筹资压力较大、应收类款项对公司资金形成占用且存在一定回收风险、面临一定集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

广西自治区铁路投资建设需求较大，广西自治区政府采用“区市共担”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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**根据《广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，十四五期间，广西自治区将加快构建连接周边中心城市的高标准出省高铁客运通道，着力打造北部湾城市群城际铁路网，实现高铁动车运营总里程达 3000 公里，未来广西自治区路网建设仍有较大空间。

2. **区域地位突出，外部支持力度大。**公司是代表广西自治区政府履行出资人职责的铁路投融资建设主体，区域地位突出，持续得到广西壮族自治区在“区市共担”、股权划拨、财政贴息与补助、政府债券资金、土地作价出资等多方面有力支持。

关注

1. **投资和筹资压力较大。**截至 2021 年 3 月底，公司在建铁路项目尚需出资 1087.06 亿元，拟建铁路项目尚需出资 1412.91 亿元，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具有不确定性，公司面临较大的投资支出和对外筹资压力。

分析师：张 勇 胡元杰

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. 应收类款项存在回收风险。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分项目合作款项由于诉讼和纠纷等情况存在一定的回收风险。

3. 债务结构有待优化，面临一定集中偿付压力。截至2021年3月底，公司短期债务占比上升至45.05%，债务结构有待优化，短期内面临一定集中偿付压力。

4. 若触发保护条款或将加大公司即期偿付压力。本期中期票据设置了交叉保护条款，一旦触发相关情形，或将加大公司的即期偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	125.53	96.29	75.36	85.62
资产总额（亿元）	1022.56	1055.89	1262.55	1315.84
所有者权益（亿元）	404.68	464.85	560.64	560.42
短期债务（亿元）	145.32	165.12	234.88	279.91
长期债务（亿元）	368.75	338.61	329.88	341.47
全部债务（亿元）	514.08	503.73	564.76	621.38
营业总收入（亿元）	148.81	126.28	110.40	21.44
利润总额（亿元）	2.21	2.62	1.05	-2.52
EBITDA（亿元）	25.16	25.08	22.74	--
经营性净现金流（亿元）	40.34	0.82	0.96	0.52
营业利润率（%）	12.03	12.52	12.63	12.99
净资产收益率（%）	0.33	0.39	0.06	--
资产负债率（%）	60.43	55.98	55.59	57.41
全部债务资本化比率（%）	55.95	52.01	50.18	52.58
流动比率（%）	153.66	117.01	92.54	88.33
经营现金流动负债比（%）	19.16	0.37	0.28	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.58	0.32	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	1.09	0.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.43	20.09	24.84	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	856.92	898.09	958.17	968.81
所有者权益（亿元）	366.74	404.57	452.23	449.00
全部债务（亿元）	451.73	448.92	456.76	470.71
营业收入（亿元）	1.64	1.51	1.59	0.38
利润总额（亿元）	6.49	-1.11	0.19	-3.23
资产负债率（%）	57.20	54.95	52.80	53.65
全部债务资本化比率（%）	55.19	52.60	50.25	51.18
流动比率（%）	183.98	122.17	84.89	82.62
经营现金流动负债比（%）	0.12	2.35	0.00	--

注：1. 2021年一季度财务数据未经审计；2. 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；3. 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

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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	2022/1/28	张 勇 胡元杰	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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广西铁路投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

广西铁路投资集团有限公司

2022 年度第二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（以下简称“广西壮族自治区政府”）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。截至2021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，广西国资委经广西壮族自治区政府授权履行出资人职责，持有广西交投全部股权，广西壮族自治区政府为公司实际控制人。

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”）与中国国家铁路集团有限公司（原铁道部，以下简称“国铁集团”）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发展格局。

截至2021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；拥有合并范围内二级子公司共15家。

截至2020年底，公司资产总额1262.55亿元，所有者权益560.64亿元（含少数股东权益97.28亿元）；2020年，公司实现营业总收入110.40亿元，利润总额1.05亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额1315.84亿元，所有者权益560.42亿元（含少

数股东权益101.20亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入21.44亿元，利润总额-2.52亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区民族大道152号；法定代表人：陈华梁。

二、本期中期票据概况

公司于2021年9月注册总金额为40.00亿元的中期票据（中市协注〔2021〕MTN842号），本期计划在注册额度内发行2022年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行规模为10亿元，发行规模上限为15亿元；期限为3+2年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据设置了交叉保护条款和事先约束条款。

①交叉保护条款：若公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司未能清偿本期债务融资工具利息；或公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款、信托贷款、财务公司贷款、租赁公司应付租赁款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币2亿元，或（2）公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的5%（以较低者为准），公司应在2个工作日内予以披露，若公司在10个工作日的宽限期后仍未足额偿还，本期中期票据持有人会议召集人应在宽限期后2个工作日内发布召开持有人会议的公告，并在发布公告后15个工作日内召开持有人会议并对公司提供的处理方案进行表决。若出席持有人会议的持有人所持有的表决权

数额未达到本期中期票据总表决权的 2/3 以上或持有人会议的全部议案均未得到出席会议的持有人所持表决权的 3/4 以上通过，本期中期票据本息应在持有人会议表决截止日的次日立即到期应付。

②事先约束条款：若公司拟出售或转移重大资产（同时存在账面价值和评估价值的，以高者为准（下同））或重要子公司或通过其他形式不再将重大资产、重要子公司纳入合并报表（该类资产价值单独或累计金额超过公司最近一年或一期合并财务报表的净资产 10%及以上；该类子公司单独或合计总资产、净资产、营业收入或净利润占公司最近一年或一期合并财务报表的总资产、净资产、营业收入或净利润 35%及以上），需事先召开持有人会议，并经持有人会议表决同意。若已触发上述事项，需遵循相应的处置程序，可能导致本期中期票据立即到期应付。

上述投资人保护条款的设置对提升本期中期票据的兑付安全性有一定积极影响，但如果触发相关情形，公司的即期偿付压力或将加大。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、

积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
城镇居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社融融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速

较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 年我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际

同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，

在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府

债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	会议/文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资

2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 铁路行业

2020 年，受新冠疫情影响，中国铁路运输受到一定程度冲击，铁路投资额较上年有所下降。长期来看，中国铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。随着铁路运输供给侧改革的逐步深入，中国铁路市场活

力将不断增强，行业发展前景良好。

（1）行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：国家铁路独资投建铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国家铁路控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

（2）铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）的规定，铁路建设基

金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国31个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着2019年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

除此之外，中国铁路也在积极探索土地开发、资产上市等增强自身造血能力的路径。2014年，国家铁路正式开标选聘土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构；2020年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2016—2019年，中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势，均维持在8000亿元以上规模。2020年，受新冠疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路固定资产投资累计完成7819亿元，较上年（8029亿元）有所下降。目前，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

表3 中国铁路固定资产投资情况

（亿元、公里、个）

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
固定资产投资	8015	8010	8028	8029	7819
投产新线	3281	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线	1903	2182	4100	5474	2521
新开工项目数	46	35	22	26	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2016—2019年，中国铁路旅客运量及周转量较快增长；受益于高速铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降。2020年，全国铁路旅客发送量22.03亿人，同比下降39.80%；铁路旅客周转量8266.19亿人公里，同比下降43.80%。货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020年，中国铁路货运总发送量45.52亿吨，同比增长3.20%；铁路货运总周转量30514.46亿吨公里，同比增长1.00%，受疫情影响，增速较上年有所降低。

表4 全国铁路运输情况（单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
全国铁路旅客发送量	28.14	30.84	33.75	36.60	22.03
全国铁路旅客周转量	12579.29	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19
全国铁路货运总发送量	33.32	36.89	40.26	43.89	45.52
全国铁路货运总周转量	23792.26	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

客运价格变化方面，2017年4月起，中国铁路对部分动车组列车的公布票价进行优化调整，从上限票价来看，二等座涨幅在25%~30%，一等座涨幅在65%~70%；2019年12月，中国铁路进一步对730余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。货运价格变化方面，2018年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，中

国铁路在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，中国铁路还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施，铁路货运价格整体有所下浮。2020 年，为应对疫情对经济造成的冲击并助力企业复工复产，国家铁路自 2020 年 3 月 6 日起至 6 月 30 日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，进一步降低企业物流成本，助力打赢疫情防控阻击战，促进经济社会发展。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，但随着铁路建设的快速推进，中国铁路也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显。此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了一系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015 年 7 月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610 号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015 年

10 月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在 2015 年 12 月和 2017 年 10 月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018 年 9 月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019 年 9 月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。2020 年 8 月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来 30 年的“两步走”战略目标，到 2035 年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到 2050 年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等 9 个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表 5 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015 年 7 月 10 日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610 号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015 年 10 月 12 日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015 年 12 月 23 日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070 号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：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；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017 年 12 月 14 日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163 号	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，具体包括：1、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。2、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。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平

2018 年 9 月 17 日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）的通知》国办发〔2018〕91 号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量
2019 年 9 月 19 日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通
2020 年 8 月 13 日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到 2035 年，全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；全国 1、2、3 小时高铁出行圈和全国 1、2、3 天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

2020 年，受新冠病毒肺炎疫情影响，大量铁路建设工程项目暂停，铁路累计固定资产投资较上年同期有所下降，但长期而言，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到 2035 年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛，全国铁路网达 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；到 2050 年，全国建成更加发达完善的现代化铁路网。铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解中国铁路债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。

3. 贸易行业

（1）行业概况

近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，全球范围内出台

各类经济刺激计划，中国大宗商品价格指数波动增长至历史高位。

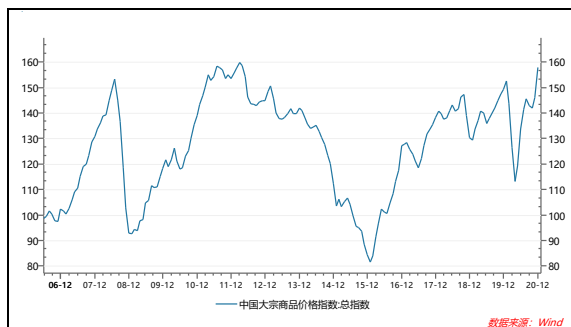
供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，2015 年末达历史低位，2016 年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗

商品市场的改革红利初显，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中期在经历短暂价格回调之后，中国大宗商品价格指数持续上扬，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

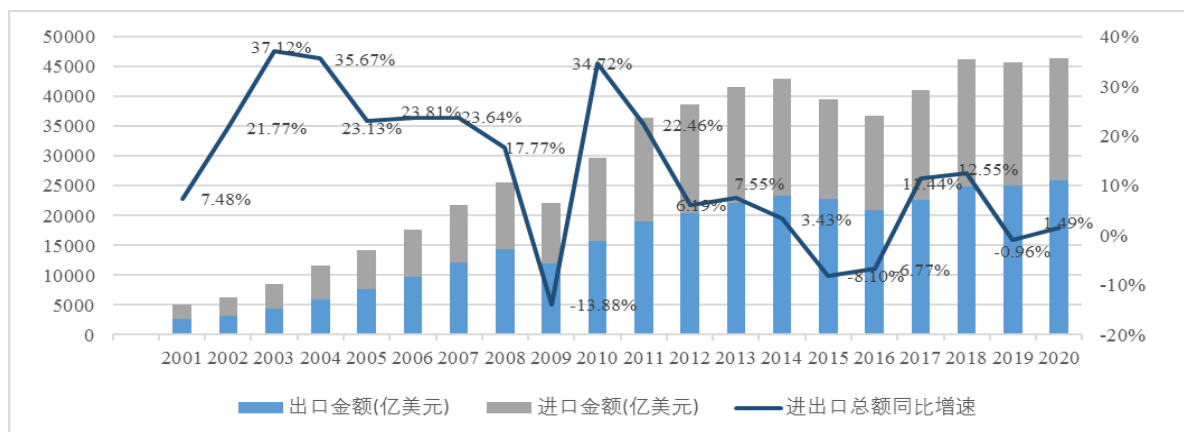
（2）进出口贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，表明国内完善的工业门类 and 制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图2 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达24751.46亿美元，同比增长4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于2019年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达23865.6亿美元，同比增长0.8%，占中国对外贸易总额的51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为9.37万亿元人民币，较2019年增长1%，同比增速较上年下降9.8%，略低于整体增速。

从外贸参与主体来看，2020年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020年，中国进出口总额中，私营企业占45.2%，较2019年提升了4.1个百分点，国有企业占14.3%，份额较

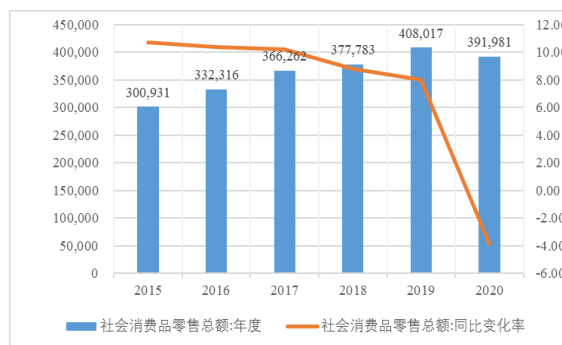
2019年下跌2.6个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降1.4%，占中国对外贸易份额的比重为38.7%。

（3）国内贸易

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，2019年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019年，社会消费品零售总额411649亿元，比上年名义增长8.0%（扣除价格因素实际增长6.0%），增速较上年放缓1个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额372260亿元，增长9.0%。2020年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额391981亿元，比上年名义下降3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图3 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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。

(4) 行业发展

未来，贸易企业将由中间商向供应链管理及综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业发展趋势。

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等 25 省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着行业竞争日益剧烈，贸易企业逐渐向供应链管理及综合服务商转型，通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势。在新的竞争格局下，资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的行业企业将在提供综合服务方面更具优势。

4. 区域经济环境

公司是广西壮族自治区铁路投资建设责任主体，近年来，广西壮族自治区经济稳步发展，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《广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020 年，广西自治区分别实现地区生产总值 20352.51 亿元、21237.14 亿元和 22156.69 亿元，按可比价格计算，分别增长 6.8%、6.0%和 3.7%。2020 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%、32.1%和 51.9%，对经济增长的贡献率分别为 21.9%、19.9%和 58.2%。

2020 年，广西自治区固定资产投资（不含农户）比上年增长 4.2%，其中，第一产业投资增长 9.9%；第二产业投资增长 9.4%，其中工业投资增长 7.7%；第三产业投资增长 2.6%。基础设施投资增长 12.9%。民间固定资产投资下降 6.1%。全年全区房地产开发投资 3845.62 亿元，比上年增长 0.8%。其中住宅投资 2983.51 亿元，增长 2.0%；办公楼投资 71.39 亿元，下降 32.2%；商业营业用房投资 287.59 亿元，下降 10.7%。商品房销售面积 6729.02 万平方米，增长 0.3%，其中住宅 6007.45 万平方米，下降 1.1%。年末商品房待售面积 1281.21 万平方米，比上年末增加 12.25 万平方米。其中，商品住宅待售面积 668.82 万平方米，减少 33.63 万平方米。

2020 年，广西自治区货物运输总量 18.75 亿吨，比上年增长 2.4%。货物运输周转量 4159.61 亿吨公里，增长 4.3%。全年全区旅客运输总量 3.68 亿人次，比上年下降 26.5%。旅客运输周转量 553.96 亿人公里，下降 32.2%。年末全区民用汽车保有量 752.06 万辆，比上年末增长 11.3%，其中私人汽车保有量 688.62 万辆，增长 11.9%。轿车保有量 401.93 万辆，增长 13.5%，其中私人轿车 385.78 万辆，增长 14.3%。

根据《广西壮族自治区全区与自治区本级预算执行情况和预算草案的报告》，2018—2020 年，广西自治区一般公共预算收入分别为 1681.48 亿元、1811.89 亿元和 1716.94 亿元，同

比分别变化 4.1%、7.8%和-5.2%，其中税收收入分别为 1122.03 亿元、1146.78 亿元和 1113.22 亿元，同比分别变化 6.1%、2.2%和-2.9%，占一般公共预算收入的比重分别为 66.7%、63.3%和 64.8%。同期，全区一般公共预算支出分别为 5310.89 亿元、5849.02 亿元和 6155.42 亿元，同比分别增长 8.2%、10.1%和 5.2%，财政自给率分别为 31.66%、30.98%和 27.89%。同期，广西自治区分别实现政府性基金预算收入 1436.06 亿元、1699.29 亿元和 1938.97 亿元。

2021年1—9月，广西自治区实现地区生产总值18046.96亿元，按可比价格计算，同比增长9.0%，两年平均增长5.4%；规模以上工业增加值同比增长11.3%，两年平均增长4.9%；固定资产投资（不含农户）同比增长13.8%，两年平均增长7.8%；实现一般公共预算收入1443.52亿元，同比增长5.2%；其中，税收收入899.31亿元，同比增长12.2%。

（2）广西自治区铁路基础设施建设

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。

根据《西部陆海新通道重点铁路项目建设实施方案（2019—2021年）》，广西自治区将规划建设黄桶至百色铁路项目、南昆线百色至威舍段增建二线、湘桂线南宁至凭祥段扩能改造工程、沿海铁路钦州至防城港段扩能改造工程、黔桂铁路扩能改造工程、云桂沿边铁路、柳州经梧州至广州铁路等7条线路。

根据《广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，十四五期间，广西自治区将加快构建连接周边中心城市的高标准出省高铁客运通道，着力打造北部湾城市群城际铁路网，实现高铁动车运

营总里程达3000公里。建设西部陆海新通道，完善西南、中南地区连接北部湾出海口的主通道，加快建设贵阳至南宁高速铁路，力争新开工南宁经桂林至衡阳高速铁路、黄桶至百色铁路、贵阳经南宁至北海高速公路等一批重大项目，推进南防铁路钦州至防城港段增建二线等一批干线铁路扩能改造，建设全面对接粤港澳大湾区主通道，重点推进南宁经玉林经岑溪至深圳高速铁路、柳州经梧州至广州铁路。

截至2020年底，广西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，与周边湘、粤、黔、滇四省全部实现高铁连通。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 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，广西自治区政府为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是广西铁路投资建设责任主体，区域地位突出。

公司是广西铁路投资建设责任主体，履行国铁公司和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能，参与新建铁路项目的建设和竣工项目的经营管理，行业地位突出。近年来，公司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发展格局。

截至 2021 年 3 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”）、广西柳梧铁路有限公司（以下简称“柳梧公司”）4 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 6 个合资铁路公司。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备多年企业经营管理经验，综合素质较高，员工结构能够满足公司经营需要。

截至报告出具日，公司共有高级管理人员 3 名，包括 1 名总经理和 2 名副总经理。

陈华梁先生，1976年9月生，正高级工程师，大学本科学历，工学博士学位。历任桂柳高速公路养护有限责任公司副总经理，广西南友高速公路管理机构筹备处百色管理站站长兼党支部书记，广西南友高速公路管理机构筹备处征费部主任，广西交通实业有限责任公司副总经理，广西玉港高速公路有限公司常务副总经理，广西交通投资集团玉林高速公路运营有限公司总经理，广西玉港高速公路有限公司董事长、党委书记、总经理，广西交通投资集团河池高速公路运营有限公司党委书记、董事长、总经理，公司董事、副总经理，南玉公司董事长、总经理（兼）。现任公司党委书记、董事长，南玉公司董事长、总经理（兼）。

甘裕新先生，1970年7月生，大学本科学历，高级工程师。历任柳州铁路局勘测设计院南宁建筑设计所工程师、所长，柳铁南宁工程建设总公司总工程师，柳州铁路建筑安装工程总公司技术项目部主任、总经理助理，柳州铁路土地房产管理处处长助理，南宁铁路土地房产管理处处长助理、副处长兼总工程师、处长、住房建设管理所所长、土地局局长、房改办主任、房管所所长、党总支书记，广西地产（集团）有限公司党委书记、董事长，广西绿地鑫铁置业有限公司董事（兼），公司董事、副总经理，广西交投土地利用开发部部长。现任公司董事、总经理。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有在职员工 1610 人。按照岗位划分，管理人员 797 人、生产人员 600 人、研发人员 50 人、销售人员 28 人、专职审计人员 3 人、其他人员 132 人；按照学历划分，硕士及以上学历人员 268 人、本科学历人员 478 人、大专学历人员 192 人、中专及以下学历人员 672 人；按照年龄划分，30

岁以下 201 人、30~50 岁 1184 人、50 岁以上 225 人。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91450000680140831W），截至2022年3月9日，公司本部无不良信贷信息记录，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》（统一社会信用代码：91450000348496991R），截至2022年1月18日，子公司广西交投商贸有限公司（以下简称“交投商贸”）无不良信贷信息记录，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》（统一社会信用代码：914500006851532794），截至2022年1月19日，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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 3 月 3 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为规范。

根据公司章程，广西交投根据广西壮族自治区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（广西自

治区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，董事由股东按权限委派；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。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中职工监事 1 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（广西壮族自治区政府或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。

公司设总经理 1 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

公司管理制度比较健全，整体运作有序，管理水平较高。

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。

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。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。

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。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。

投资管理方面，公司制定《广西铁投集团投资管理办法（试行）》，对公司的投资管理严格控制，规范全资或控股企业的投资行为，建立了有效的投资风险约束机制。公司遵循“资本安全第一、经济效益优先”的投资原则，对投资的项目原则上须通过评审，并纳入公司投资计划和资金预算计划。

参股铁路公司管理方面，由于国铁公司与地方合资铁路建设体制的特殊性，国铁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国铁公司掌握，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

公司主要从事铁路投资建设、大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易等业务，近年来，公司营业收入持续下降，综合毛利率小幅上升。

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），其他完工铁路项目收益不在营业收入中体现，而在投资收益中体现。公司营业收入主要来自大宗贸易、房地产开发、锰矿采选冶炼及贸易业务。

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 13.93%。同期，受大宗商品市场行情及公司风险控制策略影响，公司大宗贸易

业务收入持续下降，年均复合下降 3.75%；房地产开发业务收入持续下降，年均复合下降 58.92%，主要系前期可售房源较少所致；受锰矿石市场行情及公司合并范围变化影响，锰矿采选冶炼及贸易收入持续下降，年均复合下降 22.43%，2020 年同比下降 37.64%，主要系公司于 2020 年 3 月转让了从事锰矿石贸易的子公司大锰矿产资源（上海）有限公司导致锰矿石贸易收入大幅下降所致；公司其他业务收入小幅波动，主要包括电池系列产品制造收入、机电

产品制造收入等。

毛利率方面，2018—2020 年，公司大宗贸易业务毛利率持续上升，2018 年较低主要系白糖贸易亏损所致，2020 年较高主要系石化产品毛利率大幅上升所致；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；锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率持续下降，2020 年同比下降 9.30 个百分点，主要系当期锰矿石价格下降所致。受上述因素综合影响，2018—2020 年，公司综合毛利率小幅上升。

表 6 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
大宗贸易	81.55	54.80	0.79	77.88	61.76	1.51	75.55	68.53	6.76	16.94	79.09	0.70
房地产开发	22.09	14.84	12.78	4.91	3.90	49.86	3.73	3.38	16.59	0.15	0.68	18.00
锰矿采选冶炼 及贸易	34.42	23.13	28.93	33.21	26.33	21.93	20.71	18.78	12.63	2.51	11.74	64.63
其他	10.75	7.23	51.05	10.11	8.01	52.35	10.42	9.30	57.40	1.82	8.49	57.67
合计	148.81	100.00	12.71	126.10	100.00	12.85	110.24	100.00	12.91	21.42	100.00	13.16

注：尾差系四舍五入所致

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

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.42 亿元，相当于 2020 年全年收入的 19.43%，其中大宗贸易收入占比进一步上升，房地产开发和锰矿采选冶炼及贸易收入占比有所下降。同期，公司综合毛利率较 2020 年全年水平小幅上升至 13.16%，其中大宗贸易业务毛利率较 2020 年下降 6.06 个百分点，房地产开发业务和锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率较 2020 年分别上升 1.41 个和 52.00 个百分点。

2. 业务经营分析

(1) 铁路投资建设业务

公司代表广西壮族自治区履行区内铁路项目投资建设的出资人职责，投资的铁路项目较多，投资规模大，融资压力较大。除梧州赤水铁路专用线产生货运收入外，其他已完工铁路项目收益在取得分红或转让时才能体现投资收益，由于铁路项目运营时间较短，公司尚未获得投资收益。

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，受广西壮族自治区政府的委托，通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，在国铁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，按照国铁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%。

表 7 截至 2021 年 3 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	192.18	48.12	沿海公司
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	23.50	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	2.98	100.00	新港公司
广西南崇铁路有限责任公司	5.00	51.00	南崇公司
广西南玉铁路有限公司	5.00	51.00	南玉公司
广西柳梧铁路有限公司	1.00	60.00	柳梧公司

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“其他权益工具投资”; 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, 截至报告出具日尚未完成工商变更手续
资料来源: 公司提供

截至 2021 年 3 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 21 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—2020 年分别取得货运收入 0.40 亿元、0.72 亿元和 0.89 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 2021 年 3 月底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 8 截至 2021 年 3 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	新建德保至靖西铁路	13.78	6.89	3.05	2.90
2	新建田东至德保铁路	15.60	7.80	4.35	2.01
3	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
4	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
5	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
6	新建玉林至铁山港铁路	48.52	24.26	12.77	11.89
7	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
8	钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段	4.76	1.90	4.76	4.04
9	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.85
10	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	41.00	41.00
11	湘桂扩能柳州至南宁段	230.00	115.00	51.74	56.35
12	新建南宁至黎塘铁路	132.00	66.00	54.10	40.89
13	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	24.23	19.84
14	柳州至南宁段电气化改造工程	12.83	6.42	1.00	0.61
15	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	120.75	51.96	47.68
16	梧州赤水铁路专用线	5.60	2.69	5.60	2.56
17	新建云桂铁路	894.81	447.41	78.55	78.55
18	黎湛铁路电气化改造工程	34.16	8.96	12.94	14.46
19	南昆铁路南宁至百色段增建二线工程	98.83	34.60	12.45	12.99
20	柳州站站房扩建工程	21.50	13.70	13.70	3.00
21	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	24.47	5.50	3.38
合计		3446.18	1648.62	444.65	411.92

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; 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

在建项目方面, 截至 2021 年 3 月底, 公司在建项目共计 9 个, 计划总投资 2176.88 亿元,

其中广西方计划出资 1399.68 亿元, 公司已累计出资 312.62 亿元。2021—2023 年, 公司分别计

划出资 321.06 亿元、341.11 亿元和 248.70 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 3664.99 亿元,其中广西方出资 1412.91 亿元。

表 9 截至 2021 年 3 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		
					2021 年	2022 年	2023 年
1	新建防城港至东兴铁路	64.80	39.10	23.04	16.06	--	--
2	新建南宁至崇左铁路	183.22	183.22	84.99	60.00	48.59	--
3	南宁国际空港综合交通枢纽工程	66.46	66.46	17.80	20.00	32.56	--
4	新建贵阳至南宁铁路	757.60	162.50	111.04	40.00	16.96	--
5	新建合浦至湛江铁路	172.00	15.60	1.00	5.00	5.00	3.60
6	新建南宁至玉林铁路	267.68	267.68	73.81	80.00	78.00	55.10
7	新建崇左至凭祥铁路	149.00	149.00	0.78	35.00	45.00	45.00
8	新建南宁至深圳铁路玉林至岑溪段	184.00	184.00	0.14	45.00	55.00	55.00
9	新建柳州至广州铁路柳州至梧州段	332.12	332.12	0.03	20.00	60.00	90.00
合计		2176.88	1399.68	312.62	321.06	341.11	248.70

注: 新建南宁至崇左铁路、新建南宁至玉林铁路、南宁国际空港综合交通枢纽工程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; 尾差系四舍五入所致

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。近年来, 公司贸易业务受市场价格波动影响, 盈利稳定性较差, 且形成了一定规模的预付和应收款项, 存在一定回收风险。

公司依托广西临海的区位优势 and 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铁投商贸和交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、煤炭、钢

材等。2018年, 白糖贸易由于下游客户违约, 公司亏本处理了该部分产品并暂停白糖贸易业务, 导致当期大宗贸易业务毛利率较低, 没收违约方的保证金体现在营业外收入。2019年, 公司新增钢材贸易, 主要服务于铁路项目建设, 近年来收入占比持续上升, 但毛利率低。2018—2020年, 公司煤炭贸易收入占比和毛利率均持续下降; 出于风险控制考虑, 石化产品贸易收入持续下降, 2020年由于贸易模式发生变化(公司收取仓储费用并计入营业收入, 仓储成本计入管理费用), 石化产品贸易毛利率大幅上升。

2021年1—3月, 公司实现大宗贸易收入16.94亿元, 相当于2020年的22.42%; 毛利率为0.70%, 较2020年下降6.06个百分点。

表 10 公司大宗贸易业务运营情况 (单位: 亿元、%)

产品	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化产品	42.09	51.61	1.05	13.84	17.77	1.21	12.27	16.24	30.18	--	--	--
白糖	9.52	11.67	-4.68	--	--	--	--	--	--	--	--	--
煤炭	22.04	27.03	2.34	17.18	22.06	1.84	11.49	15.21	0.46	--	--	--
钢材	--	--	--	31.62	40.61	0.71	42.81	56.67	1.07	15.92	94.01	0.06
其他	7.90	9.69	1.45	15.23	19.56	3.09	8.98	11.89	9.98	1.01	5.99	10.71
合计	81.55	100.00	0.79	77.88	100.00	1.51	75.55	100.00	6.76	16.94	100.00	0.70

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。

2020 年,铁投商贸前五大供应商采购金额合计 61.48 亿元,占采购总额的 68.15%,集中度较高。

表 11 铁投商贸 2020 年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
广西柳州钢铁集团有限公司	33.95	37.63
广西百色广达实业开发有限公司	9.14	10.13
广西建工集团国际有限公司	8.50	9.42
广西东方富信供应链有限公司	5.85	6.48
柳州钢铁股份有限公司	4.04	4.48
合计	61.48	68.15

资料来源:公司提供

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。

2020 年,铁投商贸前五大客户销售金额合计 54.33 亿元,占销售总额的 53.78%,客户集中度较高。

表 12 铁投商贸 2020 年前五大客户交易情况

(单位:亿元、%)

客户名称	销售金额	占比
广西柳州岑海金属材料有限公司	30.00	29.70
广西百金铝业有限公司	9.19	9.09
广西宜辉商贸有限公司	5.25	5.19
广西凤鑫投资实业有限责任公司	5.22	5.17
雪松大宗商品供应链集团有限公司	4.67	4.63
合计	54.33	53.78

资料来源:公司提供

(3) 房地产开发业务

近年来,公司房地产开发业务收入持续下降;目前公司在售房源较多,对未来收入可形成一定支撑,但房地产项目销售情况受市场调控等因素影响大;在建和拟建房地产项目尚需投资规模大,公司存在较大资本支出压力。

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。此外,公司与地方政府合作进行土地一级开发和土地开垦业务,可以获得一定分成收入。

2018—2020 年,公司房地产开发业务收入持续下降,年均复合下降 58.92%,2020 年同比下降 24.12%,主要系当期土地开发收入较少所致;2021 年 1—3 月,公司实现房地产开发业务收入 0.15 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司主要在建/在售房地产项目共 12 个,总投资合计 151.80 亿元,已投资 71.13 亿元,未来尚需投资 80.67 亿元;总可售面积 131.28 万平方米,已售面积 63.52 万平方米,已收到房款合计 35.86 亿元。

表 13 公司 2021 年 3 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	项目位置	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	广西来宾市武宣县	2.28	2.27	6.86	5.10	2.27
柳源居	广西柳州市柳江区	1.82	1.64	3.07	2.56	1.51
融创九宸府	广西南宁市	8.40	1.45	23.59	8.56	2.11

交投兴进锦城	广西桂林市七星区	15.50	7.97	9.77	7.03	4.42
漓江悦府	广西桂林市雁山区	10.40	5.67	10.95	5.62	4.72
漓东新城	广西桂林市七星区	13.01	4.94	20.13	3.23	1.94
新叶城	广西柳州市	22.70	12.47	2.70	1.55	1.08
观园悦府	广西贵港市港北区	19.33	6.20	5.00	2.80	0.90
交投地产融创九樾府	广西南宁市	14.75	7.04	19.42	10.80	10.33
百色半岛阳光	广西百色市	15.00	10.63	18.17	15.26	5.34
卧龙湖一期君临天下	广西柳州市鱼峰区	20.00	7.86	11.61	1.00	1.25
北海海上星辰	广西北海市	8.60	2.98	--	--	--
合计	--	151.80	71.13	131.28	63.52	35.86

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司拟建房地产项目为柳州滨江郡府和融创白石印，计划总投资 42.38 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，公司锰矿储量丰富；2020 年受处置锰矿石贸易子公司影响，公司锰矿采选冶炼及销售业务收入大幅下降。

公司锰矿采选冶炼及贸易业务主要由子公司广西大锰锰业集团有限公司（以下简称“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销售。

截至 2021 年 3 月底，公司在南非拥有 3 个锰矿，总储量 27682.34 万吨，年开采能力为 245.00 万吨。

表 14 2021 年 3 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	14208.41	120.00	2018.01.10~2033.01.09	70.00
PALING	南非			2012.06.20~2032.06.19	
LOMOTENG	南非	13473.93	125.00	2010.08.13~2040.08.12	51.00
合计	--	27682.34	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。2018—2020 年，公司分别实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入 34.42 亿元、33.21 亿元和 20.71 亿元，2020 年同比下降 37.64%，主要系公司于 2020 年 3 月转让了从事锰矿石贸易的子公司大锰矿产资源（上海）有限公司导致锰矿石贸易收入大幅下降所致。同期，公司锰矿石销售收入分别为 32.16 亿元、32.91 亿元和 20.71 亿元，销售量分别 232.92 万吨、253.06 万吨和 202.30 万吨。

表 15 公司锰矿石销售情况

（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
开采量	98.88	108.67	104.32	8.43
销售量	232.92	253.06	202.30	26.69
销售均价	1380.90	1300.44	1023.64	941.92
销售收入	32.16	32.91	20.71	2.51

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

2021 年 1—3 月，公司实现锰矿采选冶炼及销售业务收入 2.51 亿元，毛利率为 64.63%。

(5) 金融业务

公司金融业务规模不大，委托贷款综合账龄较长，大部分处于逾期状态，未来清收状况有待观察。

公司金融业务主要包括小额贷款、委托贷款、融资租赁及担保等，相关业务收入主要体现在“利息及手续费、佣金收入”“担保费收入”“代理费收入”“资金占用费收入”“委托贷款收入”等，整体收入规模不大。

截至2021年3月底，公司委托贷款余额3.76亿元，主要分布于房地产(0.37亿元)、贸易(1.84亿元)和其他行业(1.55亿元)；从账龄分布看，1年以内的0.36亿元，2~3年的3.39亿元，综合账龄较长。由于借款人主要是中小民营企业，且所处行业景气度下行，使得公司委托贷款业务出现部分逾期及坏账。公司委托贷款业务基本不再新增，主要是对以前年度发放的贷款进行清收。

3. 未来发展

根据广西壮族自治区政府的要求，公司致力于构建支持广西铁路建设跨越式、可持续发展的投融资主体，形成“政府扶持、企业运作、多元筹资、资本运营”的新型铁路投融资体制，以铁路投资、建设和运营为核心，以战略性、基础性、资源性行业为主要投资贸易方向，着力推进铁路及其延伸产业和土地综合开发等方面的投资与开发，形成铁路主业突显、核心产业有效支撑的多元化投资战略格局，并借助资本运营和投融资手段创新，推进铁路投融资体制改革，打造具有竞争力

的自治区级国有大型投资控股公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并财务报表，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对2018—2019年合并财务报表进行审计，北京大华会计师事务所（特殊普通合伙）对2020年合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年一季度合并财务报表未经审计。

截至2021年3月底，公司纳入合并范围二级子公司15家；2019年，公司合并范围新增5家子公司，因处置不再纳入合并范围的子公司9家；2020年，公司合并范围新增24家子公司，减少2家子公司；2021年1—3月，公司合并范围新增5家子公司。总体看，近年来公司合并范围变更的子公司规模相对较小，对财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

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；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分项目合作款项由于诉讼和纠纷等情况存在一定回收风险。总体看，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

2018—2020年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长11.12%。2020年底，公司资产总额较上年底增长19.57%，构成上以非流动资产为主。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	323.47	31.63	261.74	24.79	311.86	24.70	337.24	25.63
货币资金	125.01	12.23	95.91	9.08	74.57	5.91	80.45	6.11
其他应收款	62.63	6.13	88.45	8.38	81.56	6.46	83.88	6.37
存货	67.18	6.57	38.59	3.65	108.97	8.63	118.97	9.04
非流动资产	699.09	68.37	794.15	75.21	950.69	75.30	978.61	74.37
可供出售金融资产	442.45	43.27	520.60	49.30	537.38	42.56	0.00	0.00

其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	531.93	40.43
在建工程	156.82	15.34	152.61	14.45	256.19	20.29	293.30	22.29
资产总额	1022.56	100.00	1055.89	100.00	1262.55	100.00	1315.84	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018—2020 年底，公司流动资产波动下降。2020 年底，公司流动资产较上年底增长 19.15%，主要系存货增长所致。

2018—2020 年底，公司货币资金持续下降，年均复合下降 22.77%。2020 年底，公司货币资金较上年底下降 22.25%，主要系铁路项目投资支出所致；其中银行存款 62.88 亿元，其他货币资金 11.69 亿元；使用权受限货币资金 11.45 亿元，主要为汇票保证金和预售房款监管资金。

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。2018—2020 年底，公司应收账款持续下降，年均复合下降 35.50%，2020 年底账面价值为 7.17 亿元，较上年底下降 44.38%，主要系应收广西宜辉商贸有限公司等单位的货款回款所致。2020 年底，公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 4.19 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备 1.65 亿元，计提比例为 39.37%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 4.56 亿元，共计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 3.62%。公司应收账款前五名单位欠款余额合计 3.15 亿元，占应收账款总额的 33.42%，集中度一般。

表 17 2020 年底公司前五名应收账款情况

(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
上海泽舜石油化工有限公司	0.97	10.33
广西中创贸易投资有限公司	0.56	5.93
大连万鸿石油化工有限公司	0.56	5.93
广西中信投资有限公司	0.54	5.72
广西桂航交通能源投资有限公司	0.52	5.51
合计	3.15	33.42

资料来源：公司提供

公司预付款项主要系预付政府部门征地拆迁款和贸易板块商品购销所产生的预付货款。2018—2020 年底，公司预付款项持续下降，年

均复合下降 71.29%，主要系之前预付的土地款结算并转入相应资产科目，以及部分预付工程款和征地拆迁款转入其他非流动资产所致，2020 年底为 3.08 亿元，较上年底下降 27.05%。从账龄上看，账龄在 1 年以内（含 1 年）的预付款项占 87.83%、1~2 年（含 2 年）的占 2.10%、2 年以上的占 10.07%。

2018—2020 年底，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 14.11%。2020 年底，公司其他应收款较上年底下降 7.79%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 42.58 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备 11.94 亿元，计提比例为 28.04%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面原值 7.15 亿元，账龄在 6 个月以内的占 64.26%，1 至 2 年的占 22.79%，共计提坏账准备 0.35 亿元；关联方及政府部门组合账面价值 43.55 亿元，回收风险较低，未计提坏账准备，但对公司资金形成占用。2020 年底，公司其他应收款前五名债务人欠款金额合计 32.03 亿元，占其他应收款总额的 34.08%，集中度较低。总体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分项目合作款项由于诉讼和纠纷等情况存在一定回收风险。

表 18 2020 年底公司前五名其他应收款情况

(单位：亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	占比
茂名市世和城建房地产开发有限公司	往来款	17.17	18.27
广西桂林大锰锰业投资有限公司	借款本金及利息	4.34	4.61
北海市地产交易中心	土地竞买保证金及土地款	4.16	4.42
桂林市兴鸿置业有限公司	关联方往来	3.27	3.48
广西梧州市苍海建设投资有限公司	借款	3.10	3.30
合计	--	32.03	34.08

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年底，公司存货波动增长，年均复合增长 27.36%。2020 年底，公司存货较上年底增长 182.36%，主要系房地产开发成本大幅增长所致；公司存货主要由房地产开发成本（包含未开发土地，账面价值 99.95 亿元）构成，累计计提存货跌价准备 2.05 亿元。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长 18.45%，2020 年底为 12.19 亿元，较上年底增加 7.37 亿元，主要系一年内到期的长期应收款和委托贷款增长所致。从构成上看，2020 年底，公司一年内到期的非流动资产由一年内到期的长期应收款（7.34 亿元）、委托贷款（3.00 亿元）和可转债项（1.85 亿元）构成。

2018—2020 年底，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 121.81%。2020 年底，公司其他流动资产较上年底增长 42.89%，主要系资金拆借增加和新增委托贷款所致。从构成上看，2020 年底，公司其他流动资产主要由增值税借方余额重分类（9.88 亿元）、资金拆借本金及利息（9.54 亿元）和委托贷款（2.89 亿元）构成。

非流动资产

随着公司铁路项目投资建设持续推进，2018—2020 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.61%。2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 19.71%。

受铁路行业体制管理影响，参股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。2018—2020 年底，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 10.21%。2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 3.22%，主要由已完工的铁路项目构成。

2018—2020 年底，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 16.14%，2020 年底，公司长期应收款 19.29 亿元，较上年底增长 54.48%，主要由融资租赁款构成。

2018—2020 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 22.01%，2020 年底为 20.47 亿元，较上年底增长 10.54%，主要系房屋建筑物增加所致；公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、铁路运输专用设备构成。

2018—2020 年底，公司在建工程波动增长，年均复合增长 27.82%，主要由在建铁路项目构成。2020 年底，公司在建工程较上年底增长 67.87%，主要系铁路项目持续投入所致。

2018—2020 年底，公司无形资产小幅下降，年均复合下降 1.66%，2020 年底为 28.73 亿元，较上年底变化不大。公司无形资产主要由采矿权（22.84 亿元）和土地使用权（5.38 亿元）构成。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 81.57%，2020 年底为 44.91 亿元，较上年底增长 50.04%，主要系预付工程款和征地拆迁款转入所致。2020 年底，公司其他非流动资产主要由预付工程款（20.62 亿元）、预付征地拆迁款（14.70 亿元）、资金拆借（5.40 亿元）和以资抵债房产（未取得房产证，3.07 亿元）构成。

2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 4.22%，主要系在建工程增加所致；公司资产仍以非流动资产为主。2021 年 3 月底，根据新的会计准则，公司将已完工铁路项目由可供出售金融资产调整至其他权益工具投资。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产总额 46.55 亿元，其中货币资金 11.45 亿元、固定资产 2.31 亿元、存货 32.78 亿元，资产受限比例低。

3. 所有者权益及负债

近年来，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好；公司债务规模波动增长，整体债务负担一般，但短期债务占比持续上升，面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.70%，2020 年底为 560.64 亿元，较上年底增长 20.61%，主要系资本公积

和其他权益工具增长所致。2020 年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、其他权益工具和少数股东权益分别占 31.07%、42.21%、11.14% 和 17.35%。所有者权益稳定性较好。

2018—2020 年底，公司实收资本均为 174.21 亿元。同期，公司资本公积持续增长，年均复合增长 14.42%，2020 年底为 236.67 亿元，较上年底增长 13.78%，主要系广西壮族自治区及各地市政府拨付铁路建设配套资金所致。

2019 年底，公司新增其他权益工具 9.95 亿元，系当年发行永续公司债所致。2020 年底，公司其他权益工具增加 52.50 亿元至 62.45 亿元，系政府专项债券资金注入所致。

2018—2020 年底，公司未分配利润有所波动，分别为-1.44 元、-1.07 亿元和-6.33 亿元，其中 2020 年底较上年底大幅减少 5.26 亿元，主要系地产集团收购子公司资本公积不足部分冲减、

当期经营亏损等原因所致。

2018—2020 年底，公司其他综合收益持续为负但损失有所收窄，分别为-10.39 亿元、-7.94 亿元和-5.03 亿元，主要系可供出售金融资产（除铁路项目外的其他金融资产）公允价值变动所致。

2018—2020 年底，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 27.18%，主要系铁路项目公司少数股东出资增加所致，2020 年底为 97.28 亿元，较 2019 年底增长 21.12%。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 560.42 亿元，规模及构成较上年底变化不大。

负债

2018—2020 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 6.58%。2020 年底，公司负债总额较上年底增长 18.76%，从构成上看，公司负债结构相对均衡，但流动负债比重上升较快。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	210.51	34.07	223.69	37.85	336.99	48.01	381.79	50.54
短期借款	28.13	4.55	78.78	13.33	110.99	15.81	145.00	19.19
其他应付款	38.29	6.20	32.41	5.48	74.91	10.67	73.91	9.78
一年内到期的非流动负债	79.96	12.94	54.81	9.27	75.34	10.73	75.04	9.93
非流动负债	407.37	65.93	367.35	62.15	364.92	51.99	373.63	49.46
长期借款	144.85	23.44	85.06	14.39	110.24	15.71	109.34	14.47
应付债券	108.57	17.57	142.50	24.11	148.81	21.20	148.85	19.70
长期应付款	116.33	18.83	112.41	19.02	74.05	10.55	84.02	11.12
负债总额	617.88	100.00	591.04	100.00	701.91	100.00	755.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 26.52%。2020 年底，公司流动负债较上年底增长 50.65%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2018—2020 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 98.65%。2020 年底，公司短期借款较上年底增长 40.88%，主要由信用借款（106.71 亿元）构成，利率区间为 3%~5%。

2018—2020 年底，公司应付账款有所波动，分别为 20.75 亿元、17.75 亿元和 20.82 亿元。2020

年底，公司应付账款较上年底增长 17.35%，主要系应付工程款增长所致。

2018—2020 年底，公司预收款项持续增长，年均复合增长 66.19%，2020 年底为 23.61 亿元，较上年底增长 84.54%，主要系预收货款增长所致。公司预收款项主要由预收货款（23.42 亿元）构成。

2018—2020 年底，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 39.86%。2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 131.14%，主要系往来款

增长所致。公司其他应付款主要由往来款（58.50 亿元）、应付各类借款和债券利息（8.81 亿元）构成，其中有息部分纳入短期债务计算。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动负债有所波动，2020 年底较上年底增长 37.45%，主要由一年内到期的应付债券（30.76 亿元）和一年内到期的长期应付款（38.86 亿元）构成。

2018—2020 年底，公司其他流动负债波动下降，2020 年底为 20.04 亿元，较上年底基本保持稳定，主要由短期应付债券（20.00 亿元）构成。公司其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 5.35%。2020 年底，公司非流动负债较上年底变化不大，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018—2020 年底，公司长期借款波动下降，年均复合下降 12.76%。2020 年底，公司长期借款较上年底增长 29.59%，主要由质押借款（52.19 亿元）、信用借款（38.80 亿元）和抵押借款（22.35 亿元）构成，利率区间为 4%~7%。

2018—2020 年底，公司应付债券持续增长，年均复合增长 17.07%。2020 年底，公司应付债券较上年底增长 4.43%，主要系当期发行“20 桂铁投 MTN001”“20 桂铁投 MTN002”“20 桂铁 F1”所致。

2018—2020 年底，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 20.21%。2020 年底，公司长期应付款较上年底下降 34.12%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款主要由政府铁路债券资金和非标类融资产品构成，其中有息部分纳入长期债务计算。

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 7.62%，主要系短期借款和长期应付款增长所致。

有息债务方面，2018—2020 年底，公司全部债务波动增长，2020 年底较上年底增长 12.12%。同期，公司短期债务占比持续上升，2020 年底占 41.59%，有息债务结构相对均衡。

债务指标方面，2018—2020 年，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均持续下降。

表 20 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	145.32	165.12	234.88	279.91
长期债务	368.75	338.61	329.88	341.47
全部债务	514.08	503.73	564.76	621.38
资产负债率	60.43	55.98	55.59	57.41
全部债务资本化比率	55.95	52.01	50.18	52.58
长期债务资本化比率	47.68	42.14	37.04	37.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 10.03%；其中短期债务占 45.05%，短期债务占比较上年底进一步上升 3.46 个百分点。债务指标方面，2021 年 3 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较上年底均有所上升，整体债务负担一般。

从有息债务期限结构看，2021 年 4—12 月、2022 年和 2023 年，公司需偿还的有息债务分别为 238.58 亿元、141.79 亿元和 77.13 亿元，2021 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模持续下降，期间费用对利润侵蚀严重，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。2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 13.93%；公司营业成本持续下降，年均复合下降 14.03%；同期，公司营业利润率持续上升。

表 21 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	148.81	126.10	110.24	21.42
营业成本	129.89	109.90	96.01	18.60
期间费用	29.89	29.59	28.02	6.80
投资收益	6.50	10.06	6.33	0.79
其他收益	8.06	9.62	11.64	0.03

利润总额	2.21	2.62	1.05	-2.52
营业利润率	12.03	12.52	12.63	12.99
总资本收益率	2.39	2.28	1.73	--
净资产收益率	0.33	0.39	0.06	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

公司期间费用以财务费用为主，2018—2020年，公司期间费用小幅下降，期间费用占营业收入的比重持续上升，分别为 20.09%、23.46%和 25.42%。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。

2018—2020 年，公司投资收益有所波动，2020 年同比下降 37.07%，相当于当期公司利润总额的 6.04 倍，其中可供出售金融资产在持有期间的投资收益 2.30 亿元，处置长期股权投资产生的收益为 2.78 亿元。

2018—2020 年，公司其他收益持续增长，年均复合增长 20.22%，2020 年同比增长 21.02%，主要为广西壮族自治区财政厅铁路项目建设补助，相当于当期公司利润总额的 11.11 倍。同期，公司利润总额波动下降，扣除投资收益和政府补助后，公司处于亏损状态，利润总额对政府补助及投资收益的依赖性强。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，2020 年同比分别下降 0.55 个和 0.33 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.42 亿元，相当于 2020 年全年收入的 19.43%；营业利润率为 12.99%，较 2020 年有所上升；利润总额为-2.52 亿元。

5. 现金流分析

受往来款支付规模大幅增长等因素影响，公司经营活动现金净流入规模大幅收窄，收入实现质量好；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滞后，公司存在较大的融资需求。

经营活动方面，2018—2020年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长25.68%；其中销售商品、提供劳务收到的现金有所波动，2020年同比增长15.59%至153.21亿元，主要为各

类业务回款；收到其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长101.24%，2020年为145.52亿元，同比增长69.39%，主要为往来款收现；公司现金收入比逐年提升。同期，公司经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长41.42%；其中购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，2020年同比增长8.41%至127.01亿元，主要为各类业务成本支出；支付其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长162.22%，2020年同比增长75.37%至32.46亿元，主要为往来款付现。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅收窄。

表 22 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入	189.69	219.34	299.64	55.81
经营活动现金流出	149.35	218.52	298.68	55.29
经营活动净现金流	40.34	0.82	0.96	0.52
投资活动现金流入	57.07	52.95	89.21	11.77
投资活动现金流出	66.98	118.34	211.45	55.93
投资活动净现金流	-9.92	-65.38	-122.24	-44.16
筹资活动现金流入	139.98	233.11	317.36	86.64
筹资活动现金流出	180.03	198.71	226.73	37.13
筹资活动净现金流	-40.05	34.40	90.63	49.51
现金收入比	102.81	104.96	138.77	141.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

投资活动方面，2018—2020年，公司投资活动现金流入波动增长，主要是收回投资收到的现金（主要是收回股权投资、产业投资基金和信托投资等收到的现金）和收到其他与投资活动有关的现金（主要是收回前期发放的委托贷款、融资租赁、小额贷款等）。同期，公司投资活动现金流出快速增长，年均复合增长77.67%，主要是购建固定资产、无形资产支付的现金（主要是铁路建设项目投资支出）、投资支付的现金（主要是长期股权投资、产业投资基金等股权投资以及融资租赁、小额贷款等债权投资支付的现金）和支付其他与投资活动有关的现金（主要是委托贷款支付的现金）。2018—2020年，公司投资活动现金持续净流出且规模持续扩大。

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,2018—2020年,公司筹资活动现金流入持续增长,年均复合增长50.57%。同期,公司筹资活动现金流出持续增长,年均复合增长12.22%,主要为偿还债务本息支付的现金。2018—2020年,公司筹资活动产生的现金流由净流出转为净流入且流入规模持续扩大。

2021年1—3月,公司经营活动现金流入55.81亿元,经营活动现金流量净额为0.52亿元,现金收入比为141.69%;同期,投资活动现金流量净额为-44.16亿元,筹资活动现金流量净额为49.51亿元。

6. 偿债能力指标

公司偿债能力指标较弱,或有负债风险可控,间接融资渠道通畅。

表 23 公司偿债能力指标情况(单位:亿元、%、倍)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 3月
短期偿债能力指标				
流动比率	153.66	117.01	92.54	88.33
速动比率	121.75	99.75	60.21	57.17
经营现金流动负债比	19.16	0.37	0.28	--
现金短期债务比	0.86	0.58	0.32	0.31
长期偿债能力指标				
EBITDA	25.16	25.08	22.74	--
EBITDA 利息倍数	1.07	1.09	0.93	--
全部债务/EBITDA	20.43	20.09	24.84	--

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债能力指标看,2018—2020年底,公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比和现金短期债务比均持续下降;2021年3月底,流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均有所下降。总体看,公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看,2018—2020年,公司EBITDA持续下降,EBITDA利息倍数波动下降,全部债务/EBITDA波动上升,公司长

期偿债能力指标较弱。

截至2021年9月底,公司对外担保余额28.22亿元,担保规模较小;其中对购房人的担保余额23.12亿元,对桂林市兴鸿置业有限公司和南宁招商众鑫房地产有限公司的担保余额分别为3.92亿元和1.18亿元,该两公司均为公司参股的房地产项目公司,目前经营状况正常。

公司与国内多家银行建立了稳固的合作关系,截至2021年9月底,公司共获得各银行授信额度共计1269.00亿元,剩余未使用额度954.94亿元,公司间接融资渠道通畅。

根据公司2020年审计报告,截至2020年底,公司未决诉讼及重大诉讼案件共12起,涉案标的金额合计14.16亿元。

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,经营亏损;母公司债务负担一般。

截至2020年底,母公司资产总额958.17亿元,较上年底增长6.69%;母公司资产以非流动资产为主(占84.39%)。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。

截至2020年底,母公司所有者权益为452.23亿元,较上年底增长11.78%;其中实收资本占38.51%,资本公积占52.85%,母公司所有者权益较为稳定。

截至2020年底,母公司负债总额505.95亿元,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、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,非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2020年底,母公司全部债务456.76亿元,其中短期债务占33.53%;资产负债率和全部债务资本化比率分别为52.80%和50.25%,较上年底均有所下降,整体债务负担一般。

2020年，母公司实现营业收入1.59亿元，利润总额0.19亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额968.81亿元，所有者权益449.00亿元；2021年1—3月，母公司实现营业收入0.38亿元，利润总额-3.23亿元。

十、外部支持

近年来，公司持续得到广西壮族自治区在“区市共担”、股权划拨、财政贴息与补助、政府债券资金、土地作价出资等多方面的有力支持。

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2021年3月底，公司已收到自治区财政资金326.30亿元，其中配套资本金92.50亿元（计入“实收资本”），自治区土地出资74.75亿元（计入“实收资本”和“资本公积”），铁路发展基金政府引导资金5.00亿元，财政补助92.60亿元（计入“其他收益”“营业外收入”或“递延收益”），政府专项债券资金52.50亿元（计入“其他权益工具”），其他前期经费0.78亿元（计入“专项应付款”）；收到市级配套资金269.39亿元，全部为现金出资（计入“资本公积”）。

股权划拨

根据广西壮族自治区在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），同意广西国资委将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，相关股权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。2018—2020年，公司获得财政补助资金分别为14.79亿元、20.48亿元和18.50亿元，计入“其他收益”或“递延收益”。

政府债券资金

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2021年3月底，公司已收到政府置换债券资金109.20亿元，计入“长期应付款”。

2020年，公司获得铁路项目政府专项债券资金52.50亿元，计入其他权益工具科目。

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广西壮族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。

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。

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。

表 24 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 2021 年 3 月底，公司收到变现资金合计 74.75 亿元。

十一、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司现有债务结构影响较小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖能力较弱，经营活动净现金流对发行后长期债务的覆盖能力很弱。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模为 10~15 亿元，以最大发行规模 15 亿元计算（下同），分别相当于 2021 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 4.55% 和 2.66%，对公司现有债务结构影响较小。截至 2021 年 3 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 57.41%、52.58% 和 37.86%，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至 57.89%、53.17% 和 38.88%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2021 年 3 月底债务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司长期债务为 356.47 亿元，经营活动现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖能力较弱，经营活动净现金流对发行后长期债务的覆盖能力很弱。

表 25 本期中期票据偿还能力测算

项 目	2021 年 3 月底
发行后长期债务（亿元）	356.47
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.84
经营活动净现金流/发行后长期债务（倍）	0.003
发行后长期债务/EBITDA（倍）	15.68

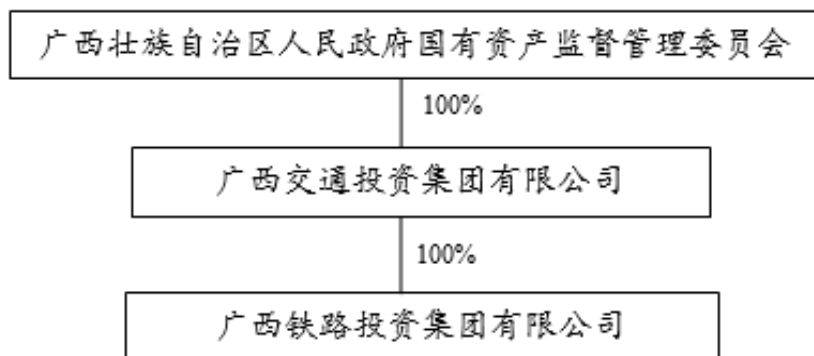
注：发行后长期债务为将本期债券发行规模（15.00 亿元）计入后测算的长期债务总额；经营活动现金流和 EBITDA 采用 2020 年数据

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十二、结论

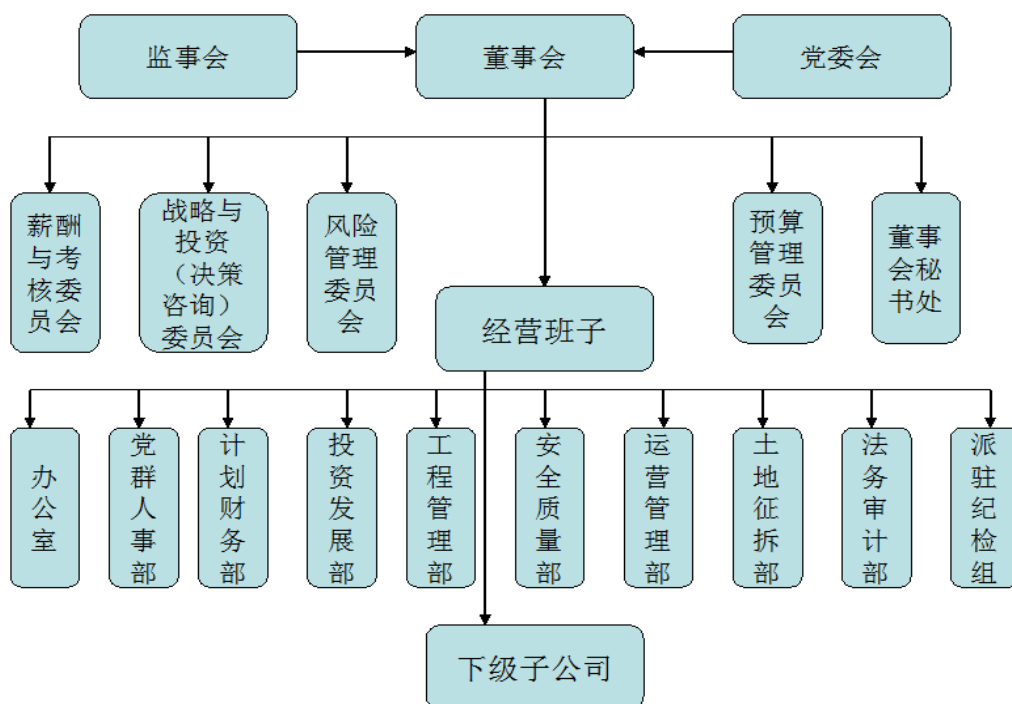
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司二级子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册地	持股比例 (%)
1	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	南宁市	100.00
2	广西铁投商贸集团有限公司	房地产开发、国内贸易等	南宁市	100.00
3	广西地产集团有限公司	房地产开发、土地储备	南宁市	92.03
4	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	南宁市	100.00
5	广西铁路发展投资基金（有限合伙）	上市的企业投资，及相关咨询服务	南宁市	100.00
6	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	南宁市	100.00
7	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	南宁市	100.00
8	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	南宁市	60.00
9	深圳前海桂金融资租赁有限公司	租赁服务	深圳市	75.00
10	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	南宁市	100.00
11	广西梧州新港铁路投资有限公司	铁路建设、经营	梧州市	100.00
12	广西南崇铁路有限责任公司	铁路投资建设	南宁市	51.00
13	广西南玉铁路有限公司	铁路投资建设	南宁市	51.00
14	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	南宁市	100.00
15	广西柳梧铁路有限公司	铁路投资建设	南宁市	60.00

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	125.53	96.29	75.36	85.62
资产总额（亿元）	1022.56	1055.89	1262.55	1315.84
所有者权益（亿元）	404.68	464.85	560.64	560.42
短期债务（亿元）	145.32	165.12	234.88	279.91
长期债务（亿元）	368.75	338.61	329.88	341.47
全部债务（亿元）	514.08	503.73	564.76	621.38
营业收入（亿元）	148.81	126.28	110.40	21.44
利润总额（亿元）	2.21	2.62	1.05	-2.52
EBITDA（亿元）	25.16	25.08	22.74	--
经营性净现金流（亿元）	40.34	0.82	0.96	0.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.06	8.15	10.39	--
存货周转次数（次）	1.56	2.08	1.30	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.12	0.10	--
现金收入比（%）	102.81	104.96	138.77	141.69
营业利润率（%）	12.03	12.52	12.63	12.99
总资本收益率（%）	2.39	2.28	1.73	--
净资产收益率（%）	0.33	0.39	0.06	--
长期债务资本化比率（%）	47.68	42.14	37.04	37.86
全部债务资本化比率（%）	55.95	52.01	50.18	52.58
资产负债率（%）	60.43	55.98	55.59	57.41
流动比率（%）	153.66	117.01	92.54	88.33
速动比率（%）	121.75	99.75	60.21	57.17
经营现金流动负债比（%）	19.16	0.37	0.28	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.58	0.32	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	1.09	0.93	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.43	20.09	24.84	--

注：2021 年一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

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	77.27	28.47	6.98	19.51
资产总额（亿元）	856.92	898.09	958.17	968.81
所有者权益（亿元）	366.74	404.57	452.23	449.00
短期债务（亿元）	107.38	119.74	153.16	163.38
长期债务（亿元）	344.34	329.18	303.60	307.32
全部债务（亿元）	451.73	448.92	456.76	470.71
营业收入（亿元）	1.64	1.51	1.59	0.38
利润总额（亿元）	6.49	-1.11	0.19	-3.23
EBITDA（亿元）	18.06	12.59	14.12	--
经营性净现金流（亿元）	0.14	3.32	0.00	0.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.21	0.24	0.00	0.00
营业利润率（%）	98.13	93.41	75.59	78.25
总资本收益率（%）	2.13	1.44	1.50	--
净资产收益率（%）	1.77	-0.27	0.04	--
长期债务资本化比率（%）	48.43	44.86	40.17	40.63
全部债务资本化比率（%）	55.19	52.60	50.25	51.18
资产负债率（%）	57.20	54.95	52.80	53.65
流动比率（%）	183.98	122.17	84.89	82.62
速动比率（%）	183.98	122.17	84.89	82.62
经营现金流动负债比（%）	0.12	2.35	0.00	--
现金短期债务比（倍）	0.72	0.24	0.05	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	0.86	0.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.01	35.67	32.34	--

注：2021 年一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

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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/营业收入 ×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-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%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 广西铁路投资集团有限公司 2022 年度第二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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。