跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1338 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广西铁路投资（集团）有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并将“12桂铁投MTN1”、“14桂铁投MTN001”、“14桂铁投MTN002”和“15桂铁投MTN001”信用等级由AA+调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十七日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

广西铁路投资(集团)有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 桂铁投 MTN1	8 亿元	2012/02/08-2017/02/08	AAA	AA^+
14 桂铁投 MTN001	12 亿元	2014/03/17-2019/03/17	AAA	AA^+
14 桂铁投 MTN002	10 亿元	2014/08/18-2021/08/19	AAA	AA^+
15 桂铁投 MTN001	8 亿元	2015/05/11-2022/05/12	AAA	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 7 月 27 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年*	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	28.59	70.88	64.70	57.51
资产总额(亿元)	437.52	596.98	753.63	769.30
所有者权益(亿元)	157.05	205.72	300.26	315.27
长期债务(亿元)	203.66	259.08	322.09	323.45
全部债务(亿元)	260.33	339.68	409.72	412.11
营业收入(亿元)	70.70	145.75	166.32	28.37
利润总额(亿元)	1.80	3.55	4.81	-0.90
EBITDA(亿元)	4.25	9.23	19.64	--
经营性净现金流(亿元)	-3.49	-49.85	2.20	3.30
营业利润率(%)	5.60	6.77	9.44	12.42
净资产收益率(%)	0.93	1.24	1.24	--
资产负债率(%)	64.10	65.54	60.16	59.00
全部债务资本化比率(%)	62.37	62.28	57.71	56.66
流动比率(%)	137.58	167.60	257.06	262.35
全部债务/EBITDA(倍)	61.29	36.80	20.86	--
经营现金流动负债比(%)	-5.08	-40.45	1.79	--

注：1.*由于 2014 年审计报告中涉及企业会计准则变更以及对会计差错的追溯调整，故本报告中 2013 年底财务数据及分析以审计报告中 2014 年年初数据为准进行计算和披露；2.其他流动负债和长期应付款科目中分别包括短期融资券和融资租赁款，本报告将其分别计入短期债务和长期债务中；3.2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周 潇　唐 岩

lianhe@lheratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

广西铁路投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为广西壮族自治区政府批准成立的大型国有企业，承担了广西省区域内铁路投资的职责。跟踪期内，公司资产规模进一步扩大，收入规模持续增长；自治区政府在财政贴息和补助方面予以有力支持；广西地产（集团）有限公司的无偿划入在一定程度上增强了公司在区域内的职能定位；随着“区市共担”政策的顺利执行以及铁路发展投资基金和土地作价出资方案的顺利实施，公司所有者权益进一步扩大，铁路投资资金得以补充，能够更好的行使铁路投融资职能。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来铁路建设对资金需求较大、贸易业务盈利能力不稳定以及铁路建设融资产生的利息费用对公司利润造成侵蚀等因素对公司可能带来的不利影响。

未来，在公司所投资的铁路项目逐步完工且投入运营后，将能够为公司产生稳定的现金流入；此外伴随着地产集团的合并以及未来即将收到的其他划拨资产，公司的业务构成将更加多元化，盈利能力和抗风险能力有望进一步得到增强。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并将“12桂铁投MTN1”、“14桂铁投MTN001”、“14桂铁投MTN002”和“15桂铁投MTN001”信用等级由AA^+调整为AAA。

优势

1. 跟踪期内，广西壮族自治区经济发展稳定、财政实力不断提升、固定资产投资力度不断加大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在中国铁路总公司（原铁道部）与广西合作铁路项目中履行广西方产权代表职

能，自治区政府出台了“区市共担”政策，对公司铁路投融资业务开展提供了有力支撑，跟踪期内政策执行情况良好。

3. 跟踪期内，铁路投资发展基金和土地作价出资方案均顺利实施，在一定程度上缓解了公司的融资压力。
4. 跟踪期内，广西地产（集团）有限公司的无偿划入增强了公司在区域内职能定位。
5. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据覆盖能力好。

关注

1. 公司未来投资规模大，铁路项目完工结转后产生大量费用化利息，对公司利润空间侵蚀严重。
2. 公司贸易业务的快速扩大带动应收账款和预付账款占比快速提高，对公司资金形成一定占用。
3. 未来铁路投资发展基金的执行情况仍然有待观察。
4. 公司其他应收款对其资金形成一定占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广西铁路投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广西铁路投资（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广西铁路投资（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广西铁路投资（集团）有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广西铁路投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）成立于2008年10月31日，是广西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“国资委”）监管，为国有资产授权经营单位。公司初始注册资本为人民币20.14亿元；2010年6月，国资委批准以增加资本金的方式注资，注资后注册资本维持不变为92.50亿元，实收资本为97.50亿元。2011年，根据桂财企函[2011]185号，公司将原列入实收资本的财政厅2010年拨付的铁路项目建设资金5亿元，调整列入资本公积，调整后公司实收资本为92.50亿元；2014年，根据桂政函[2014]137号、桂国资复[2014]291号，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，增加公司实收资本15.19亿元；根据中众益（广西）会计师事务所有限责任公司于2014年9月29日出具的中众益验[2014]1017号验资报告，国资委向公司以土地使用权34.37亿元和货币142万元进行增资。截至2015年3月底，公司实收资本142.08亿元。

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

截至2014年底，公司本部拥有办公室、计划财务部、党群人力资源部、纪检监察审计部、企业发展部、建设工程部、资产经营管理部、土地开发利用部、综合经营管理部、法律事务部、风险管理部和监事工作部，共十二个职能部门。

截至2014年底，公司（合并）资产总额753.63亿元，所有者权益300.26亿元；2014年公司实现营业收入166.32亿元，利润总额4.81亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额769.03亿元，所有者权益315.27亿元；2015年一季度公司实现营业收入28.37亿元，利润总额-0.90亿元。

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

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 铁路投资建设板块

根据国家铁路局发布的《2014 年铁道统计公报》，全国铁路固定资产投资完成 8088 亿元，其中铁路建设投资 6623 亿元，比上年增长 12.6%；机车车辆购置投资 1465 亿元，比上年增长 22.2%。全年共投产新线 8427 公里，其中高速铁路 5491 公里。

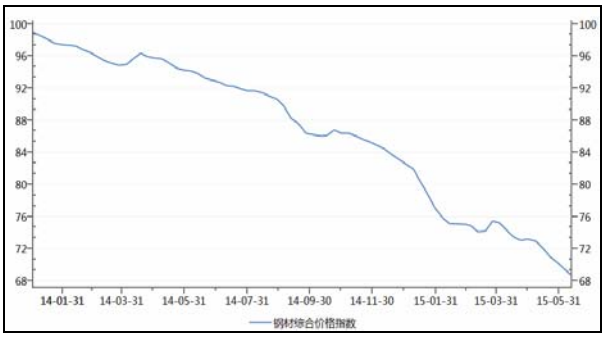
路网规模方面，截至 2014 年底全国铁路营业里程达到 11.2 万公里，比上年增长 8.4%，其中高铁营业里程达到 1.6 万公里。路网密度 116.48 公里/万平方公里，比上年增加 9.04 公里/万平方公里。其中，复线里程 5.7 万公里，比上年增长 17.7%，复线率 50.8%，比上年提高 4.0 个百分点；电气化里程 6.5 万公里，比上年增长 16.9%，电化率 58.3%，比上年提高 4.2 个百分点。西部地区营业里程 4.4 万公里，比上年增加 4020 公里、增长 10.2%。

2. 贸易板块

钢材价格

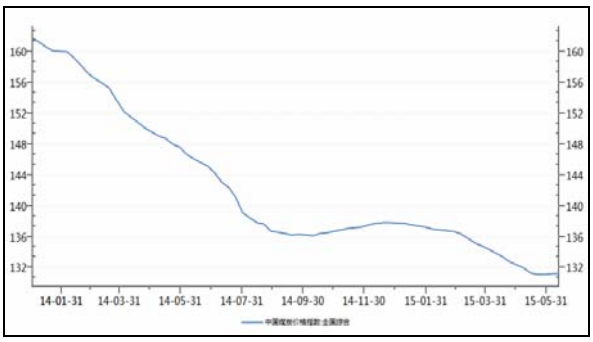
2014 年，中钢协国内钢材综合价格指数持续下滑。在 2014 年年初价格指数在 100 点左右，之后虽有小幅震荡但整体下滑趋势猛烈，在 2014 年底跌至 83 点。截至目前，国内钢材综合价格指数为 68.71。

图 1　2014 年钢材价格指数



资料来源：wind 资讯

图3　2014年以来中国煤炭价格指数



资料来源：wind 资讯

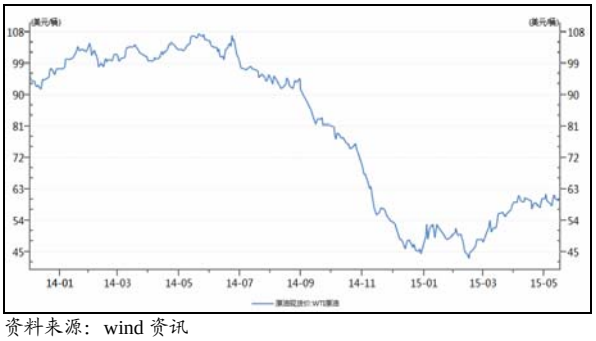
石化产品

目前中国是世界上第三大石油进口国，石油对外依存度超过55%，国际经济形势和石化产品市场对国内石化产品消费有着较大影响。石化产品价格与原油价格波动有较大关联性。

2014 年以来 WTI 原油现货结算价格呈现前半年稳定，后半年大幅下挫的态势。在 2014 年前半年，WTI 原油现货结算价格维持在 90~108 美元/桶的区间内。从下半年开始，原油价格出现大幅下挫，在年底达到全年最低点 53.77 美元/桶。根据彭博社于 2014 年 7 月 4 日发布的统计新闻，美国已超越沙特阿拉伯成为世界第一产油国。在维持供给增长的同时，以中国为主的金砖四国整体经济放缓，对原油的需求减弱，导致了原油供大于求的局面。

图2　2014年以来WTI原油现货结算价走势

（单位：美元/桶）



资料来源：wind 资讯

煤炭价格

2014年以来，中国煤炭价格指数整体呈下滑态势，其中2014年前半年下滑幅度大，2014年7月开始维稳，直至年底有小幅回升。

总体看，钢材、煤炭和原油价格均持续下行，导致大宗商品流通环节经营风险上升。

3. 区域经济概况

公司位于广西壮族自治区南宁市，是东盟十国贸易往来聚集点，具有独特的区位优势。

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

2009年12月7日，国务院出台了《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》（国发[2009]42号，以下简称“意见”），明确指出：广西地处华南、西南结合部，是中国面向东盟的重要门户和前沿地带，是西南地区最便捷的出海大通道，在促进区域协调发展、深化与东盟开放合作、维护国家安全和西南边疆稳定中具有重要战略地位。广西今后面临四项战略任务：一是打造区域性现代商贸物流基地、先进制造业基地、特色农业基地和信息交流中心；二是构筑国际区域经济合作新高地，加快建设并完善与东盟合作平台，在中国-东盟自由贸易区中发挥更大作用；三是培育中国沿海经济发展新的增长极。四是建设富裕文明和谐的

民族地区。《意见》还特别指出要加快建设综合交通运输体系，构建连接周边省份和东盟国家的铁路、公路、水运和航空综合交通运输网络，增强跨越发展的支撑能力。

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

区域经济及财政实力

2014 年广西自治区全区生产总值 15672.97 亿元，较 2013 年增长 8.5%。2014 年广西自治区财政收入完成 2162.4 亿元，比上年增长 8.1%，其中公共财政预算收入 1422.05 亿元，增长 7.9%，其中，税收收入 977.79 亿元，增长 11.7%；公共财政预算支出 3475.92 亿元，增长 8.3%。随着财政支出规模的迅速扩大，财政支持经济社会各项事业发展的力度不断加大，经济支持力度和基础设施建设投入力度不断加大。

2014 年广西自治区全社会固定资产投资达到 13843.21 亿元，较上年增长 16.3%。

整体来看，公司所处广西自治区，区位优势突出，近年来区域经济发展水平持续增长，财政实力逐年增强，固定资产投资力度不断加大，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会为公司出资人代表和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

公司是广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会直属的国有大型企业之一，目前已形成铁路建设投资管理、大宗贸易及物流服务等核心板块，公司是广西铁路建设投资的责任主体之一，履行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。

（1）铁路投资建设

公司是广西九大国有大型集团公司之一，另八家公司为：广西投资集团有限公司、广西北部湾投资集团有限公司、广西北部湾国际港务集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、广西林业集团有限公司、广西宏桂资产经营（集团）有限责任公司、广西金融投资集团有限公司、广西有色金属集团有限公司。除公司外其余八个主体皆为专业性公共运营主体，与公司铁路投资建设业务交叉较少，公司铁路投资建设业务区域垄断优势突出。

（2）大宗贸易和物流服务

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

石化产品是资源型、稀缺型的贸易品种，公司具有雄厚资金实力及有利的销售渠道，石化产品经营快速发展，2010 年公司开始成为广西重要的石化产品贸易商。

随着国民经济特别是工业生产的发展，广西对煤炭的需求迅速增加，广西自产煤炭远远不能满足本地经济发展的需要，必须大量从区外采购。煤炭作为广西紧缺的资源性物资，市场需求大，前景广阔。

3. 政府支持

资产划拨

根据广西壮族自治区人民政府在 2014 年 7 月 28 日下达的《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。

地产集团的划转扩大了公司的整体规模。由于地产集团具有土地储备和开发职能，此次划转进一步提升了公司在土地相关业务方面的竞争实力。

资产注入

2014年自治区国资委向公司以土地使用权方式增资34.37亿元，以货币形式增资142.33万元，已经中众益（广西）会计师事务所有限责任公司于2014年9月29日出具中众益验[2014]1017号验资报告。

此次增资所使用的土地使用权系自治区政府将原先划拨给公司的大岭地块资产进行宗地用途调整，调整后的土地评估价值计作资本金投入公司，并登记至公司原全资子公司广西铁投大岭投资有限公司名下，公司通过转让广西铁投大岭投资有限公司股权进行土地变现。

区市共担

经广西自治区人民政府第十一届72次常务会议审议通过，并由自治区财政厅、自治区铁路建设办公室、自治区国土资源厅联合出台了“桂财[2011]9号”文件，按照“谁受益、谁负担”的原则，由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措铁路建设项目资本金。其中，自治区负责60%(约339亿元)，各市负责40%(合计约226亿元)。实际操作上，先由自治区投入资本金和公司通过银行授信资金解决铁路建设资金需求，而后通过各市现金投入和土地投入（开发收益）平衡铁路借款。

截至2014底，公司已累计拨付铁路项目资金约391.49亿元，其中2014年拨付34.53亿元。

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年广西自治区成立铁路发展投资基金主要投资于十二五期间新开工铁路建设等项目，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、化解铁路建设还本付息的压力、提高广西铁路建设再融资的能力和引进社会资本。2014年铁路发展基金顺利成立并成功募集首期资金共50亿元（其中政府引导基金15亿元，社会资金35亿元），并于年内完成新开工柳南电气化改造、南百二线工程征地拆迁项目出资6500万元。

铁路发展投资基金在一定程度上弥补铁路建设资金短缺的情况并缓解公司融资压力。同时该项基金作为铁路项目建设专用资金，也是2011年“区市共担”政策的有力补充。

六、管理分析

跟踪期内，公司组织架构有所调整，内部各职能部门由原先的九个调整为十二个。

跟踪期内，公司在管理制度和管理人员方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍保持以铁路建设投资管理和大宗贸易及物流服务为核心板块的业务构成，履行原铁道部和广西区政府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。铁路投资业务资产规模占比较大，但由于运作模式的特殊性，其收益并不在营业收入中体现。公司营业收入主要由大宗贸易、物流服务业务及短期投资业务产生。

1. 铁路投资建设业务

2014年，自治区财政拨入铁路建设资本金约49.13亿元，其中收到区本级拨入资金12.57亿元，区本级土地资产变现到位8亿元；收到铁路沿线各地市配套资金共28.56亿元（体现在“资本公积”中）。跟踪期内，公司成功设立铁

路发展投资基金，并收到来自广西区政府拨付的5.00亿元基金引导资金（计入资本公积科目）。

2014年，公司参股的广西沿海铁路股份有限公司等7家合资铁路项目公司作为铁路建设项目业主负责铁路项目的建设与运营。跟踪期内，公司新开通运营并结转的铁路项目合计8个，完成投资尚未开通的铁路项目1个；尚在续建的铁路项目9个，合计计划总投资2288.69亿元，广西方出资188.25亿元，截至2014年底累计投资129.98亿元。

截至2015年3月底，柳南客运专线、沿海铁路扩能南宁至钦州北段和德靖铁路等已建成通车，出资股权反映在相应合营铁路公司可供出售金融资产项目。公司投资的铁路建设费用在铁路未完工结转时计入在建工程，相关的融资成本在资本化之后并未反映在公司利润表中；而当相关铁路项目完工结转后，公司融资所产生的利息费用无法资本化，需体现在财务费用中。由于跟踪期内公司所结转的项目总投资规模大，公司2014年产生大量利息费用，导致其财务费用快速增长。

截至目前，公司为在建铁路项目已经组建了三期银团贷款，共获得国开行、农行、中行等各大国有及股份制银行15年期及以上的项目贷款245.43亿元的总授信额度。公司累计提款约183.19亿元，累计归还14.42亿元，贷款余额168.77亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司在建工程项目中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和柳州至南宁客运专线等铁路项目完工。南广铁路、贵广铁路全线开通运营，南宁东站投入使用；黎湛铁路电气化改造工程和南昆铁路南宁至百色段二线增建工程于 2014 年底开工建设。

表 1　截至 2015 年 3 月底公司在建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

序号	铁路项目名称	项目总投资	广西方出资	至 2015 年 3 月底累计出资	建设状态
1	南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	49.00	45.59	已开通并结转
2	贵阳至广州铁路	858.00	18.00	15.92	已开通并结转
3	北海铁山港铁路支线	8.60	8.60	8.07	未开通，建设中
4	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	58.68	52.39	已开通
5	柳州至南宁客运专线	230.00	51.74	51.35	已开通并结转
6	沿海铁路扩能南宁至钦州北段	97.60	22.85	23.90	已开通并结转
7	钦州大榄坪至保税区铁路支线	4.62	4.62	4.04	未开通，建设中
8	德保至靖西铁路	13.78	3.05	2.60	已开通并结转
9	沿海铁路扩能钦州北至北海段	80.10	16.05	16.05	已开通并结转
10	沿海铁路扩能钦州北至防城港段	49.90	10.58	12.23	已开通并结转
11	南宁至黎塘铁路(含南宁东站)	192.00	54.10	40.89	已开通并结转
12	新云桂铁路	894.81	37.90	44.24	未开通，建设中
13	沿海铁路扩能黎塘至钦州段	35.66	7.81	8.74	未开通，建设中
14	玉林至铁山港铁路	48.52	12.77	11.89	完成投资尚未开通
15	梧州赤水铁路专用线	5.60	5.60	1.56	未开通，建设中
16	黎湛电气化项目	21.50	21.34	0.10	未开通，建设中
17	柳州至南宁铁路电化改造	15.00	1.00	0.51	未开通，建设中
18	南昆增二线南那段和那百段	100.00	30.68	0.62	未开通，建设中
	合计	**3410.69**	**414.37**	**340.68**	

资料来源：公司提供

注：“累计出资”指广西方的累计出资额。

拟建项目上，2015 年至 2018 年，公司计划新建铁路项目 13 个，项目投资总额 1252.10 亿元，其中广西方出资 310.00 亿元。根据公司的项目建设出资计划，2015~2018 年出资分别为：12.00 亿元、43.50 亿元、72.50 亿元和 70.00 亿元。公司拟建铁路项目计划出资如下：

表 2　公司拟建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	广西方出资	拟建期限				
				2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	合计
1	合浦至湛江铁路	64.60	10.00	3.50	3.00	3.50	0.00	10.00
2	柳州火车站扩建工程	10.00	10.00	1.00	5.00	4.00	0.00	10.00
3	北海铁山港站第二货场	10.00	10.00	3.50	3.50	3.00	0.00	10.00
4	贵阳经河池至南宁客专	319.00	123.00	4.00	20.00	20.00	30.00	74.00
5	焦柳线怀化至柳州电化	20.00	5.00	0.00	1.00	2.00	2.00	5.00
6	南昆线百色至威舍增建二线	52.00	14.00	0.00	2.00	10.00	2.00	14.00
7	湘桂铁路既有线衡阳至柳州电化	30.00	7.00	0.00	1.00	4.00	2.00	7.00
8	北部湾集装箱办理站	13.00	3.00	0.00	1.00	2.00	-	3.00
9	湘桂铁路南宁至凭祥段扩能改造	169.00	20.00	0.00	7.00	8.00	5.00	20.00
10	洛湛铁路永州至玉林扩能	195.00	25.00	0.00	0.00	8.00	10.00	18.00
11	防城港至东兴铁路	33.00	15.00	0.00	0.00	8.00	7.00	15.00
12	黔桂铁路增二线	140.50	20.00	0.00	0.00	0.00	10.00	10.00
13	新建柳肇铁路柳州至梧州段工程	196.00	48.00	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00
	合计	**1252.10**	**310.00**	**12.00**	**43.50**	**72.50**	**70.00**	**198.00**

资料来源：公司提供

整体来看，跟踪期内公司作为履行自治区出资人职责的区内铁路项目投资建设广西方代表，铁路项目较多，铁路投资额度大。于 2011 年初出台“区市共担”政策，政策方案明确、执行力和可操作性较强，对公司铁路建设资金筹集起到有效保障作用。截至目前，“区市共担”政策贯彻力度大，执行效果良好，对广西区内的铁路建设投资起到积极的推动作用。新设立的铁路发展投资和土地作价出资方案在跟踪期内顺利实施，在一定程度上弥补公司投资的资金缺口。

2. 大宗贸易业务

公司抓住广西临海的区位优势和糖业、有色金属产业发达的资源优势，开展白糖、钢材、石化产品、煤炭、水泥等大宗贸易业务。2009年从事大宗贸易以来，公司依靠大型国有企业良好的信誉度和相对充足的资金规模，贸易业务收入实现快速增长，2012~2014年以及2015年一季度，分别实现66.99亿元、134.53亿元、148.62亿元和25.25亿元，2014年和2015年一季度公司整体贸易业务毛利率分别为2.05%和2.78%，其中钢材和石化产品毛利率有所下降。

从产品结构上来看，2012~2014年公司贸易产品中煤炭和石化产品始终占据较大比例。2014年公司贸易业务结构方面，是以石化产品为主（占比44.45%，较2013年下滑4.15个百分点），其次为煤炭（占比36.00%，较2013年上升7.42个百分点），第三是钢材（占比11.17%，较2013年下滑4.28个百分点）。

表 3　公司贸易业务运营情况（单位：亿元，%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材	2.70	4.03	3.44	20.79	15.45	2.52	16.60	11.17	2.31
石化产品	39.62	59.14	1.39	65.38	48.60	1.31	66.06	44.45	1.23
水泥	-	-	-	0.03	0.02	-1.99	0.01	0.00	4.33
白糖	1.18	1.76	-0.17	0.68	0.51	1.29	1.47	0.99	2.40
煤炭	20.85	31.12	3.26	38.45	28.58	2.17	53.51	36.00	2.72
锢锭	-	-	-	0.06	0.05	0.87	1.95	1.31	5.04
电解铝锭	0.26	0.39	20.00	0.17	0.13	20.00	-	-	-
硅锰合金	1.24	1.85	1.82	2.60	1.93	2.03	1.15	0.77	2.21
铁矿石	0.07	0.11	5.60	2.90	2.16	3.87	2.91	1.96	4.29
大米	0.01	0.02	0.96	-	-	-	-	-	-
化肥	1.06	1.58	3.64	1.93	1.44	2.79	2.89	1.94	2.79
锌矿	-	-	-	0.05	0.04	-0.24	-	-	-
铜精粉	-	-	-	0.06	0.05	4.34	-	-	-
铁精粉	-	-	-	0.15	0.11	3.71	0.04	0.03	3.66
松节油	-	-	-	0.08	0.06	7.21	-	-	-
生铁	-	-	-	0.14	0.10	3.73	-	-	-
复合橡胶	-	-	-	0.44	0.33	0.48	-	-	-
进口锰矿	-	-	-	0.60	0.45	0.99	0.80	0.54	3.66
石油焦	-	-	-	-	-	-	-	-	-
燃料油	-	-	-	-	-	-	-	-	-
卷筒纸	-	-	-	-	-	-	0.99	0.67	0.61
纸浆	-	-	-	-	-	-	0.08	0.05	1.22
电解金属锰	-	-	-	-	-	-	0.17	0.12	2.01
合计	**66.99**	**100.00**	**2.15**	**134.53**	**100.00**	**1.84**	**148.62**	**100.00**	**2.05**

资料来源：公司提供

注：2015 年一季度公司贸易业务实现收入规模较少，其中以煤炭（14.87 亿元）和石化产品（9.06 亿元）为主。

广西铁投冠信贸易有限公司（以下简称“冠信公司”）销售以内销为主，销售渠道主要集中在国内下游批发商，水泥和钢材主要提供给自治区内用于区内交通项目建设。销售方式主要为现货交易。其中，钢材主要在广西自治区内实现销售，石化产品主要销往东北和华南地区，煤炭主要销往四川、广西。

表 4　公司贸易业务开展情况（单位：吨，元/吨）

产品名称	2012 年				2013 年				2014 年			
	采购量	采购均价	销售量	销售均价	采购量	采购均价	销售量	销售均价	采购量	采购均价	销售量	销售均价
钢材	131612	3995	76720	4124	724483	3717	653049	3724	433424	2996	528399	3141
石化产品	706492	6406	716147	6427	1434781	5027	1392809	5492	1386666	5067	1279813	5161
水泥	-	-	-	-	16744	204	16744	234	2004	283	2004	296
白糖	18440	6515	20930	6608	14500	5422	14500	5493	36500	3938	36500	4035

煤炭	4063598	620	3774402	639	7352732	503	7553244	596	12031540	440	11511958	465
锢锭	-	-	-	-	-	-	2	4165271	-		50	3965508
电解铝锭	1083	14000	1746	17500	1367	14770	1367	14800	-		-	
硅锰合金	22084	7201	19764	7334	44586	7238	41286	7356	13073	5822	18773	6107
铁矿石	38066	811	9874	826	359795	713	346461	980	474287	704	402604	723
大米	121	7837	-	-	-	-	-	-				
化肥	33600	3045	33600	3160	37827	6143	31982	7066	112292	2500	112292	2572
松节油	538	15934	-	-	-	-	538	17173	-		-	
锌精矿	2996	2144	-	-	-	-	2310	2559	6942	2072	-	
铁精粉	-	-	-	-	21640	666	21640	809	5781	674	5781	700
铜精粉	-	-	-	-	809	7676	809	9388	-		-	
进口锰矿	-	-	-	-	88947	1344	56624	1242	54912	1286	5622	1422
生铁	-	-	-	-	6008	2616	6008	2717				
复合橡胶	-	-	-	-	3024	16867	2722	18832				
卷筒纸									22810	4310	22810	4337
纸浆									2173	3462	2173	3504
电解金属锰									1570	10891	1570	11114

资料来源：公司提供

注：采购及销售均价采用将各单笔业务均价加权平均方式进行计算。

2014年冠信公司前五大销售客户合计63.13亿元，占销售总额的42.47%，客户集中度有所提升。冠信公司对合作伙伴的选择坚持审慎态度，在正式建立合作关系前，均对供应商的资信及经营实力做出全面评估及实地考察。公司在煤炭、氧化铁皮等品种均与客户建立了良好的战略合作关系，通过与主要合作客户签订长期合作协议（一般3年左右），保障公司未来的较大业务量得以持续。

表5　公司2014年贸易业务主要客户情况

客户名称	销售金额（万元）	占比（%）
广西物资储备有限公司	317577.15	21.37
珠海华城环保科技有限公	98242.21	6.61
大连万鸿石油化工有限公司	96210.57	6.47
珠海市华峰石化有限公司	61298.29	4.12
贵州省息烽宏达矿业有限公司	57927.84	3.90
合计	**631256.05**	**42.47**

资料来源：公司提供

整体来看，公司借助于大型国有企业背景和充足资金量支撑，贸易业务收入实现快速增长，整体盈利能力有所提升，公司已与部分合作伙伴建立了长久的战略合作关系，未来随着贸易经验的积累和市场影响力的提高，公司贸易业务规模有望进一步扩大。但同时联合资信也关注到，公司主营大宗贸易产品中石化、水泥、煤炭等产品短期内价格波动较大，将对公司贸易盈利稳定性带来一定影响。

3.　土地开发与经营业务

根据公司铁路项目建设资本金来源的相关安排，部分铁路项目投资的资金来源将由自治区及各市政府通过土地出资方式注入到公司，并由公司进行土地资产变现。公司将收到的土地办理至广西铁投大岭投资有限公司（原先为公司全资子公司，而后股权被公司协议转让，以下简称“大岭投资”）名下，截至2014年底，已办理区本级注入的472.72亩土地。

为有效运作该部分土地，尽可能的行使公司的铁路建设融资职能，自治区政府同意以作价出资的方式将土地资产注入公司，并由公司

对该部分土地进行变现（目前，公司通过将首批土地办理至其原全资子公司大岭投资名下，并以不低于广西自治区人民政府批复的相关土地作价金额，协议转让大岭投资的股权以实现土地资产变现）截至2014年底公司已转让大岭投资90%的股权，根据相关文件，公司以土地作价出资形式收到土地资产变现资金28亿元（其中2013年收到20亿元，2014年收到8亿元），最终体现在收到的其他与筹资活动有关现金科目。

4. 其他业务

除在大宗贸易之外，冠信公司还通过全资子公司桂林市冠信房地产有限公司进行房地产开发业务。桂林市冠信房地产有限公司具有房地产开发二级资质。截至 2015 年 3 月底除正在开发的“远辰.国际文化新城”项目三个组团外，没有其他已开发完成的房地产项目。

“远辰·国际文化新城”项目地处桂林市未来的新行政、经济、文化中心临桂新区，新机场路与临桂新区西城北路交汇处，该项目占地面积为约458亩，规划总建筑面积约80万平方米，其中住宅69万平方米，国际公寓6万平方米，商业3万平方米，小学0.85万平方米，幼儿园0.24万平方米。居住户数为6029户，停车位为4711个，容积率2.91，绿化率39.25%。计划总投资约20亿元人民币，计划开发时间从2007年11月至2015年11月，分三组团开发完成，第一组团开发约15万平方米，第二组团开发约30万平方米，第三期组团开发约35万平方米，项目建成后将成为桂林乃至整个广西最大的以文化为主题的一座桂林新派旅游文化新城。

截至 2015 年 3 月底，桂林冠信公司第一组团、第二组团已经开发完毕，第三组团正在开发，桂林冠信公司已完成房地产开发投资 7.98 亿元。2014 年冠信公司实现房地产开发收入 2.25 亿元。总体来看，房地产业务在公司营业收入中占比较小。未来随着地产项目建设进度的推进和陆续竣工实现销售，公司房地产业务收入将有所增加。

5. 未来发展

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

①继续做好集团的主业—铁路建设投资和管理。2015~2017年公司铁路项目计划投资约133亿元。“十二五”期间将是广西铁路建设大发展的几年，铁路客运专线、区际干线、北部湾沿海城际干线和通向东盟的国际通道建设将使公司获得更大的发展空间。

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

八、募集资金使用情况

“12 桂铁投 MTN1”

公司于2012年所发行的额度为8亿元的“12桂铁投MTN1”目前仍在存续期内，该期债券募集资金中1亿元用于北海铁山港铁路支线项目的建设，5亿元用于补充营运资金，2亿元用于偿还部分银行贷款。

“14 桂铁投 MTN001”

公司于2014年所发行的额度为12亿元的“14桂铁投MTN001”目前仍在存续期内，该期债券募集资金全部用于补充运营资金。

“14 桂铁投 MTN002”

公司于2014年所发行的额度为10亿元的“14桂铁投MTN002”目前仍在存续期内，该期债券募集资金全部用于补充运营资金。

“15 桂铁投 MTN001”

公司于2015年所发行的额度为8亿元的“15桂铁投MTN001”目前仍在存续期内，该期债券募集资金全部用于补充运营资金。

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见。

由于致同会计师事务所（特殊普通合伙）以公司本部2013年所收红利等9项会计差错为依据，对公司2014年初数据进行追溯调整，对公司相应时点的所有者权益造成如下影响：

表 6　公司 2014 年度审计报告追溯调整影响

（单位：万元）

2014年初	追溯调整前余额	会计政策追溯调整	会计差错更正追溯调整	追溯调整后余额
盈余公积	2760.74	--	59.38	2820.12
未分配利润	77178.90	--	-1045.21	76133.69

资料来源：公司审计报告

公司2014年合并报表范围内新增7家公司，新增公司中有6家为公司自身或子公司所新成立的公司以及由政府注入的地产集团，此外还有1家子公司不再纳入合并范围系股权被协议转让90%的大岭投资。公司合并范围的变化对财务报表可比性有一定影响。

由于公司本期更换了财务报告的审计机构，同时对财务报告中2014年初数据进行追溯调整，调整后的数据相较于中审亚太会计师事务所所审计的2013年底财务数据有较大变化。为增强财务数据的可比性，本期跟踪评级以致同会计师事务所（特殊普通合伙）追溯调整过后的2014年年初数据替换中审亚太会计师事务所所审计的2013年底财务数据进行分析。公司提供的2015年一季度财务数据未经审计。

1. 盈利能力

2009年起公司逐步加快贸易业务的发展，公司营业收入逐年增加。2014年公司实现营业收入166.32亿元，同比增长14.11%，主要来自商品购销业务的增长。从利润规模角度看，公司商品购销业务提供的利润规模薄，目前主要来源于公司其他业务（主要是资金占用费和委托贷款利息），这部分业务成本反映在财务费用中。

由于公司将其长期股权投资科目中对合资铁路公司的投资调整至可供出售的金融资产中，且以成本法入账，故公司2014年投资收益构成不再包含相关铁路公司运营收益。2014年，公司投资收益为0.07亿元，较2013年同比大幅下滑。2014年公司投资收益同比下降89.14%，主要原因包括：①权益法核算的长期股权投资收益-320.72万元，较2013年的4392.49万元有大幅减少；②处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产259.20万元，较2013年的959.71万元有所减少。

2014年，公司期间费用呈快速增长态势，其中财务费用大幅增长，2014年为14.58亿元，较2013年增长149.40%。2012~2014年，公司期间费用率分别为4.41%、5.65%和10.33%。

跟踪期内，由于公司大量铁路工程完工由在建工程科目结转至可供出售金融资产，其建设期间融资产生的利息支出无法资本化，全部体现在财务费用中，导致公司2014年财务费用大幅增长，营业利润大幅减少。2014年为-3.84亿元，相较于以前年度首次出现营业利润亏损。利润总额方面，来自政府的8.11亿元补助有效弥补了公司营业利润方面的亏损。补助中包含5.40亿元铁路建设政府贴息和2.69亿元土地合作开发政府补贴，其中铁路建设政府贴息是用于弥补公司融资进行铁路建设而产生的高额利息。公司2014年利润总额为4.81亿元。

2015年一季度，公司实现营业收入28.37亿元，同期发生营业成本24.57亿元；受财务费用（4.78亿元）侵蚀影响，公司实现营业利润-1.61亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模在贸易规模扩大带动下实现快速增长，但公司整体的盈利能力仍较弱。受到财务费用大幅增长的影响，公司利润空间被严重侵蚀。政府补贴收入对公司利润总额形成良好支撑。

2. 现金流及保障

经营活动方面，随着2009年起大宗贸易业

务的开展和业务规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金近年来增长明显；此外，经营活动现金流中，公司与相关政府部门及其他关联公司往来款较大（体现在收到及支付的其他与经营活动有关的现金中）。2014年，公司经营活动产生的现金流入为222.97亿元，同比增长14.42%。公司现金收入比为96.59%，较2013年略有下滑。同期，公司经营活动现金流出量为220.77亿元，经营活动现金净流量为2.20亿元。受公司贸易业务中主要产品价格大幅下滑因素影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出规模较2013年有所下滑，对经营活动现金净流量有一定影响。2014年公司收到和支付其他与经营活动有关的现金流量均有显著增长，公司收到其他与经营活动有关的现金流入62.32亿元，主要系公司存款利息收入和子公司存款利息收入、合作单位转入保证金和往来款项；支付其他与经营活动有关的现金59.06亿元，主要是公司子公司支付的日常管理费用、销售费用、保证金和其他业务的往来款等。

投资活动现金流方面，2014年仍表现为净流出。现金流入方面，公司2014年投资活动有关现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金67.21亿元，其中包含铁路发展基金15亿元，子公司冠信公司收到的37亿元。现金流出方面：①2014年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为28.46亿元，同比减少12.80%，主要系2014年公司在建铁路出资高峰期已过，部分已经进入收尾阶段；②投资支付的现金15.35亿元，规模较2013年略有扩大；③公司支付其他与投资活动有关现金117.49亿元，主要系支出的铁路投资基金53亿元、子公司冠信公司支出的41亿元以及和对广西有色集团的借款8亿元等。同期公司投资活动产生的现金流量净额为-84.85亿元，总体看，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，公司对筹融活动的现金流入依赖程度高。

公司主要依靠银行借款和政府资本金投入来满足投资活动产生的资金需求，2014年公司筹资活动现金流量净额为75.91亿元。2014年公司收到其他与筹资活动有关现金和支付其他与筹资活动有关现金大幅减少，较上年同期分别减少了71.97%和49.70%。

2015年一季度公司实现经营活动现金净额42.88亿元，其中主要以销售商品、提供劳务收到的现金（31.80亿元）和购买商品、接受劳务支付的现金（28.55亿元）为主；同期，公司实现投资活动现金流量净额-12.53亿元以及筹资活动产生的现金流量金额2.40亿元。

公司将持续进行大规模铁路建设资金投入，公司未来仍将面临较大的筹资压力。

3. 资本及债务结构

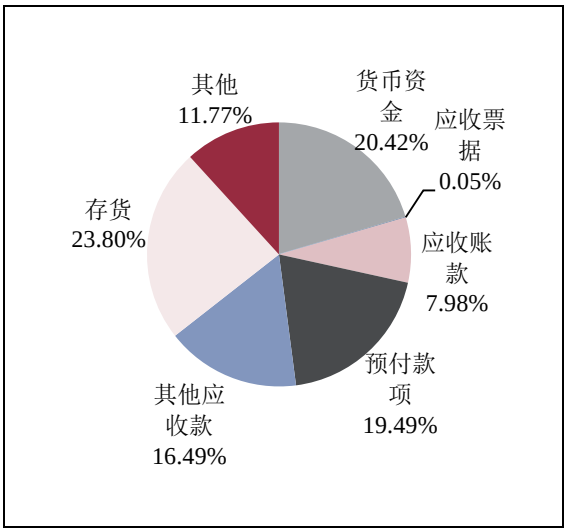
近年来，随着广西自治区财政持续增资以及公司投资力度的加大，公司资产总额实现快速增长，截至2014年底，公司资产总额为753.63亿元，较2013年底增长26.24%，主要源自流动资产中预付账款、其他应收款、存货、其他流动资产以及非流动资产中可供出售金融资产和其他非流动资产的增长。从资产结构看，公司流动资产占比增长但整体结构仍以非流动资产为主，2014年底公司流动资产和非流动资产分别占41.94%和58.06%。

截至2014年底，公司流动资产为316.10亿元，同比增长53.04%，占资产总额比重有所上升。公司流动资产增长主要源自预付账款、其他应收款、存货和其他流动资产的增加。

2014年公司货币资金同比减少8.88%。截至2014年底，公司货币资金为64.54亿元。公司货币资金构成上主要以银行存款为主（52.31亿元），其余有12.23亿元受限资金。

截至2014年底，公司存货为75.23亿元。由于公司近几年贸易规模扩大，钢材和化工油品等贸易金额增长，以及公司房地产开发业务增长，公司存货整体快速增长。截至2014年底，公司存货中原材料库存商品13.79亿元，房地产开发成本51.80亿元。

图 4　截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

公司应收账款主要为大宗贸易产生的应收货款。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 25.22 亿元。按账龄组合计提坏账准备中，非逾期账龄在 1 年以内的占 99.24%，账龄在 1~2 年的占 0.76%；公司逾期账龄组合金额 0.65 亿元（以逾期一年以内账龄为主）。2014 年，公司计提坏账准备 0.51 亿元。

截至 2014 年底，公司预付账款账面余额 61.61 亿元，较 2013 年有大幅增长，其中有少量征地拆迁预付款，剩余全部为公司开展贸易活动所预付的款项，账龄在 1 年以内的占 77.13%，在 1~2 年的占 12.97%，在 2 年及以上的占 9.90%。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 52.13 亿元，同比增长 77.90%，新增款项类型为单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 10.13 亿元、账龄在一年以内其他应收款 4.43 亿元以及对关联方和财政的其他应收款 6.33 亿元。整体看，公司其他应收款中应收关联方及财政类组合款项 19.80 亿元（未计提坏账准备），按账龄组合计提坏账准备的款项 22.99 亿元（计提坏账准备 0.73 亿元），单项金额重大并单项计提坏账准备的 10.13 亿元（计提 0.10 亿元）。按账龄组合计提坏账准备的款项中，非逾期账龄组合中账龄在 1 年以内的 19.75 亿元，占 92.27%，逾期款项 1.59 亿元，占比较小；公司单项金额重大的其他应收款以对外借款和资金占用费为主（其中包含对广西有色金属集团有限公司借款 5.20 亿元，根据相关公告该部分款项的回收存在不确定因素，公司已针对该借款要求追加担保），该部分款项有抵押物，预计能够收回。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 25.86 亿元，较 2013 年底大幅增长，系新增 25.20 亿元的委托贷款所致。

铁路工程投入的大幅增加，带动了公司非流动资产的增长。2014 年底，公司非流动资产 437.53 亿元，主要由可供出售金融资产、持有至到期投资和在建工程构成。

截至 2014 年底，公司新增可供出售金融资产 225.08 亿元，系 2014 年会计准则调整，公司将长期股权投资科目中的对合营铁路公司投资调整至可供出售金融资产所致。

截至 2014 年底，公司持有至到期投资 16.07 亿元，较 2013 年底增长 6.31%，主要由 10.00 亿元交银国际信托和 5.07 亿元创民 2 号定向资管计划构成。

截至 2014 年底，公司在建工程为 176.55 亿元，同比减少 48.99%，其中包含 10 个在建铁路工程项目。

截至 2014 年底，公司新增其他非流动资产 16.40 亿元，为公司新增的委托贷款。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 769.03 亿元，较 2014 年底增加 15.40 亿元，其中流动资产 295.70 亿元，非流动资产 473.33 亿元。公司流动资产和非流动资产结构较 2014 年底变化不大，各自的变动主要来自其他流动资产科目的减少和持有至到期投资科目的增加。

总体来看，公司资产规模快速增长，以铁路项目为主的非流动资产占比大；流动资产则以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。公司资产结构符合其业务特性，整体资产质量较好，资产流动性偏弱。

截至 2014 年底，公司所有者权益为 300.26

亿元，主要源自资本公积的增长。截至 2014 年底，公司资本公积为 123.13 亿元，较 2013 年底增加 18.97 亿元，其中收到土地变现出资 28.56 亿元，铁路发展投资基金引导资金 5.00 亿元。

2014 年，广西壮族自治区国资委向公司以土地使用权方式增资 34.37 亿元，以货币形式增资 142.33 万元，已经中众益（广西）会计师事务所有限责任公司于 2014 年 9 月 29 日出具中众益验[2014]1017 号验资报告；根据桂政函（2014）137 号，桂国资复（2014）291 号，广西壮族自治区国资委将广西地产（集团）有限公司无偿划转至公司，增加公司实收资本 15.19 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 315.27 亿元，较 2014 年底增加 15.02 亿元，系少数股东权益增加所致。

政府持续的资本注入和公司收到的铁路建设融资土地变现资金带动了公司所有者权益的增长。

截至 2014 年底公司负债合计 453.38 亿元收应付债券增长的推动较 2013 年底增长 15.88%，其中非流动负债占比 72.88%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 122.97 亿元，同比减少 0.22%，主要科目构成变化小。

截至 2014 年底，公司短期借款 49.96 亿元，较 2013 年底减少 8.11%，其中保证借款 27.96 亿元，信用借款 22.00 亿元。截至 2014 年底，公司应付票据 23.07 亿元，较 2013 年底增长 56.38%，以银行承兑汇票为主（14.84 亿元）；同时点公司其他应付款 21.76 亿元，同比下滑 24.03%，构成为单位往来款和工程质保金；截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，主要为一年内到期的长期借款到期所致，为 14.59 亿元。截至 2014 年底，公司其他流动负债 0.11 亿元，较 2013 年有大幅减少，系公司短期融资券兑付所致，增加系新增公司未到期责任准备金（430.72 万元）和担保赔偿准备金（625.30 万元）。

截至 2014 年底，公司非流动负债 330.41 亿元，同比增长 23.28%，主要源自应付债券的增长。截至 2014 年底，公司长期借款 243.36 亿元，应付债券 69.74 亿元较 2013 年增加 41.95 亿元，系 2014 年发行 10 亿元企业债，合计金额 22 亿元的两期中期票据和 10 亿元定向债所致。截至 2014 年底，公司新增长期应付款 8.99 亿元，为新增的融资租赁款。同时点公司专项应付款为 8.25 亿元，主要为铁路项目的中央资金（7.59 亿元）。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司尚在存续期内的债券共计 6 支，合计面值 70.00 亿元。上述直接融资工具的发行带动公司债务规模增长。截至 2014 年底，公司全部债务为 409.72 亿元，其中长期债务占比 78.61%。跟踪期内公司持续进行大规模投资，但同时受土地变现资金注入以及增资等事项的影响，公司负债水平有所下降，债务负担有所缓解。2014 底，公司资产负债率分别为 60.16%，较 2013 年底下降 5.38 个百分点，公司全部债务资本化比率分别为 57.71%，较 2013 年底下降 4.57 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 453.76 亿元，较 2014 年底略有增加，其中流动负债 112.71 亿元，非流动负债 341.05 亿元。同时公司有息债务合计 412.11 亿元，其中短期债务 88.66 亿元，长期债务 323.45 亿元，较 2014 年底略有增加。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 59.00%、56.66%和 50.64%。

总体看，跟踪期内公司受项目投资推动，外部筹资规模持续增长，公司债务规模快速增加；同时由于所有者权益的大幅增长，债务负担有所下降。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务略有增长，但公司整体债务结构维持了以长期债务为主的格局。受公司流动资产快速增长的影响，截至 2015

年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为262.35%和 193.28%。2014 年公司经营现金流动负债比为 1.79。整体看，公司短期债务偿还能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司现有债务结构以长期债务为主。跟踪期内公司长期债务规模快速扩张。2014 年公司全部债务/EBITDA 分别为 20.86 倍。公司融资用于合营铁路公司建设铁路，盈利能力对债务的偿还能力较弱。未来几年公司持续面临铁路建设支出，债务规模有望继续扩大。考虑到自治区政府所采用的“区市共担”政策以及 2014 年新设立的铁路发展基金，公司项目建设资金来源保障程度高。公司借款以长期借款为主，借款期限较长，其整体偿债能力仍处于适宜范围内。

公司所发行的仍在存续期内的中期票据为8亿元的“12桂铁投MTN1”、12亿元的“14桂铁投MTN001”、10亿元的“14桂铁投MTN002”和8亿元的“15桂铁投MTN001”。由于上述中期票据到期时间均不同，以下以最高偿还额度12亿元进行分析。

2012~2014年，公司EBITDA对12亿元债券的加权平均覆盖倍数为1.12倍，2014年公司EBITDA对12亿元债券的覆盖倍数为1.64倍。公司EBITDA对12亿元债券的保障能力较好。2012~2014年，公司经营活动现金流入量对12亿元债券的加权平均覆盖倍数为15.59倍，公司2014年经营活动现金流入量为12亿元债券的18.58倍，经营活动现金流入量对12亿元债券的覆盖程度高，2014年公司经营活动现金流净额为12亿元债券的0.18倍。公司经营活动现金流入量保障倍数高。公司对其存续期内债券的偿还能力较强。

截至 2014 年底，公司对外担保总额合计 45 亿元，公司对外担保比率为 14.99%。被担保方为广西民族经济发展资金管理局，系直属于广西自治区财政厅的全民所有制事业单位，信誉度较高，或有风险较低。

公司与国内多家银行建立了稳固的合作关系，截至2014年底，公司共获得各银行授信额度共计人民币492.89亿元，其中尚未使用额度为174.90亿元。公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1045010300717130W），截至 2015 年 5 月 20 日，公司无债务违约记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，广西自治区区域及财力状况，及广西自治区对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

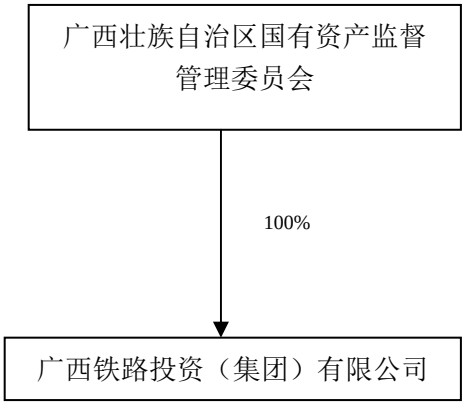
十、结论

跟踪期内，公司整体运营情况良好，地产集团的无偿划入在一定程度上增强了公司在区域内的职能定位。随着相关政策的顺利执行以及铁路发展投资基金和土地作价出资方案的顺利实施，公司所有者权益得到进一步扩大，铁路投资资金得以补充。

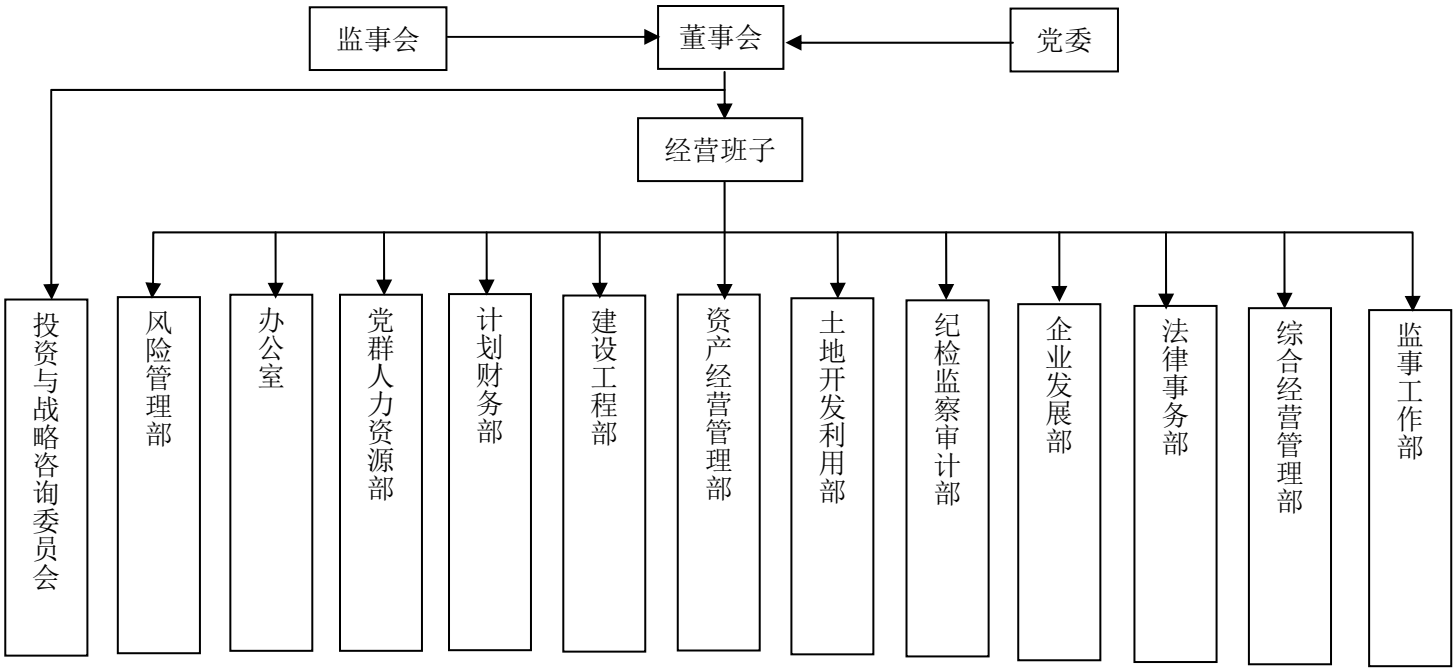
未来公司所投资的铁路项目将能够为公司产生较稳定的现金流入；地产集团的合并以及未来即将收到的其他划拨资产将使公司的业务构成更加多元化，公司的盈利能力和抗风险能力有望得到进一步增强。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并将“12桂铁投MTN1”、“14桂铁投MTN001”、“14桂铁投MTN002”和“15桂铁投MTN001”的信用等级由AA^{+}调整为AAA。

附件 1-1　公司股权结构



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年*	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.59	70.88	64.70	57.51
资产总额(亿元)	437.52	596.98	753.63	769.30
所有者权益(亿元)	157.05	205.72	300.26	315.27
短期债务(亿元)	56.67	80.59	87.63	88.66
长期债务(亿元)	203.66	259.08	322.09	323.45
全部债务(亿元)	260.33	339.68	409.72	412.11
营业收入(亿元)	70.70	145.75	166.32	28.37
利润总额(亿元)	1.80	3.55	4.81	-0.90
EBITDA(亿元)	4.25	9.23	19.64	--
经营性净现金流(亿元)	-3.49	-49.85	2.20	3.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.76	12.25	7.94	--
存货周转次数(次)	4.16	4.28	2.44	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.28	0.25	--
现金收入比(%)	101.41	112.45	96.59	112.07
营业利润率(%)	5.60	6.77	9.44	12.42
总资本收益率(%)	0.99	1.47	2.57	--
净资产收益率(%)	0.93	1.24	1.24	--
长期债务资本化比率(%)	56.46	55.74	51.75	50.64
全部债务资本化比率(%)	62.37	62.28	57.71	56.66
资产负债率(%)	64.10	65.54	60.16	59.00
流动比率(%)	137.58	167.60	257.06	262.35
速动比率(%)	114.38	129.29	195.89	193.28
经营现金流动负债比(%)	-5.08	-40.45	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	61.29	36.80	20.86	--

注：1.*由于 2014 年审计报告中涉及企业会计准则变更以及对会计差错的追溯调整，故本报告中 2013 年底财务数据及分析以审计报告中 2014 年年初数据为准进行计算和披露；2.其他流动负债和长期应付款科目中分别包括短期融资券和融资租赁款，本报告将其分别计入短期债务和长期债务中；3.2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关指标计算公式（新准则）

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-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%
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+一年内到期的长期负债+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　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。