

信用等级公告

联合〔2020〕1591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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“14 桂铁投 MTN002”“15 桂铁投 MTN001”“16 桂铁投 MTN001”“16 桂铁投 MTN002”“16 桂铁投 MTN003”“17 桂铁投 MTN001”“18 桂铁投 MTN001”“18 桂铁投 MTN002”“18 桂铁投 MTN003”“19 桂铁投债 01/19 桂铁 01”“19 桂铁投 MTN001”“19 桂铁投 MTN002”“19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1”和“20 桂铁投 MTN001”的信用等级为 AAA，“19 桂铁投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月十七日



广西铁路投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果

项 目	本次级 别	本次评 级展望	上次级 别	上次评 级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
14 桂铁投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
15 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 桂铁投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16 桂铁投 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
17 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 桂铁投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 桂铁投 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 桂铁投债 01/19 桂铁 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 桂铁投 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 桂铁投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 桂铁投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 桂铁投 MTN002	10 亿元	9.40 亿元	2021/08/19
15 桂铁投 MTN001	8 亿元	8 亿元	2022/05/12
16 桂铁投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/09/01
16 桂铁投 MTN002	5 亿元	5 亿元	2023/09/01
16 桂铁投 MTN003	11 亿元	11 亿元	2023/11/25
17 桂铁投 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/09/06
18 桂铁投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/04/04
18 桂铁投 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/04/17
18 桂铁投 MTN003	10 亿元	10 亿元	2023/08/24
19 桂铁投债 01/19 桂铁 01	20 亿元	20 亿元	2024/02/26
19 桂铁投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/07/19

评级观点

广西铁路投资集团有限公司(以下简称“公司”)是广西壮族自治区铁路投资建设的责任主体,行业地位突出;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业务发展格局。跟踪期内,公司持续获得各级政府在铁路建设项目出资、政府铁路专项债券资金、财政贴息与补助等方面的大力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司未来投资规模大、其他应收款对公司资金形成占用、部分项目合作借款由于诉讼和纠纷等情况存在一定回收风险、整体盈利能力弱等可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司投资铁路项目的陆续完工并投入使用以及经营性业务的顺利展开,公司的收入规模和盈利能力将有望得到提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,“14桂铁投MTN002”“15桂铁投MTN001”“16桂铁投MTN001”“16桂铁投MTN002”“16桂铁投MTN003”“17桂铁投MTN001”“18桂铁投MTN001”“18桂铁投MTN002”“18桂铁投MTN003”“19桂铁投债01/19桂铁01”“19桂铁投MTN001”“19桂铁投MTN002”“19桂铁可续01/19桂铁Y1”“20桂铁投MTN001”的信用等级为AAA,“19桂铁投CP001”的信用等级为A-1,评级展望为稳定。

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 桂铁投 CP001	10 亿元	10 亿元	2020/08/07
19 桂铁投 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022/08/16
19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1	10 亿元	10 亿元	2022/12/19
20 桂铁投 MTN001	11 亿元	11 亿元	2025/04/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；16 桂铁投 MTN001、17 桂铁投 MTN001、19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1 为可续期债券，此表所列到期兑付日为首次行权日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 17 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

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

优势

1. 区域经济环境良好。跟踪期内，广西壮族自治区经济稳步发展，财政实力有所增强，铁路投资建设需求大。2019 年，广西自治区实现地区生产总值 21237.14 亿元，比上年增长 6.0%；实现一般公共预算收入 1811.89 亿元，增长 7.8%。
2. 公司是广西壮族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。
3. 跟踪期内，公司持续获得各级政府在铁路建设项目出资、政府铁路专项债券资金、财政贴息与补助等方面的大力支持。

关注

1. 公司在建、拟建铁路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具有不确定性，公司面临较大的投资支出和对外筹资压力。
2. 公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分项目合作借款由于诉讼和纠纷等情况存在一定的回收风险。
3. 跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。
4. 跟踪期内，公司短期债务占比快速上升，债务结构有待优化。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	135.19	125.53	96.29	111.82
资产总额(亿元)	1064.45	1022.56	1055.89	1100.16
所有者权益(亿元)	426.00	404.68	464.85	467.63
短期债务(亿元)	118.38	145.32	165.12	210.53
长期债务(亿元)	449.02	368.75	338.61	316.84
全部债务(亿元)	567.40	514.08	503.73	527.37
营业收入(亿元)	154.24	148.81	126.10	22.63
利润总额(亿元)	5.68	2.21	2.62	-1.24
EBITDA(亿元)	28.14	25.16	25.08	--
经营性净现金流(亿元)	41.91	40.34	0.82	6.57
现金收入比(%)	100.43	102.81	105.10	109.29
营业利润率(%)	13.56	12.03	12.40	15.87
净资产收益率(%)	1.09	0.33	0.39	--
资产负债率(%)	59.98	60.43	55.98	57.49
全部债务资本化比率(%)	57.12	55.95	52.01	53.00
流动比率(%)	252.74	153.66	117.01	101.02
速动比率(%)	196.82	121.75	99.75	85.71
经营现金流动负债比(%)	23.69	19.16	0.37	--
现金短期债务比(倍)	1.14	0.86	0.58	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.13	1.07	1.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.16	20.43	20.09	--

公司本部

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	865.66	856.92	898.09	926.80
所有者权益(亿元)	377.23	366.74	404.57	409.68
全部债务(亿元)	471.18	451.73	448.92	450.02
营业收入(亿元)	1.79	1.64	1.51	0.41
利润总额(亿元)	0.30	6.49	-1.11	-0.88
资产负债率(%)	56.42	57.20	54.95	55.80
全部债务资本化比率(%)	55.54	55.19	52.60	52.35
流动比率(%)	380.90	183.98	122.17	95.41
经营现金流动负债比(%)	10.86	0.12	2.35	--

注：2020 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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/04/01	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
19 桂铁投 CP001	A-1	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
19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1	AAA	AAA	稳定	2019/11/29	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
19 桂铁投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/07/29	张勇、车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19 桂铁投 CP001	A-1	AAA	稳定	2019/07/29	张勇、车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/03	张勇、车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
14 桂铁投 MTN002、15 桂铁投 MTN001、16 桂铁投 MTN001、16 桂铁投 MTN002、16 桂铁投 MTN003、17 桂铁投 MTN001、18 桂铁投 MTN001、18 桂铁投 MTN002、18 桂铁投 MTN003、19 桂铁投债 01/19 桂铁 01	AAA	AAA	稳定	2019/06/19	张勇、车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
19 桂铁投债 01/19 桂铁 01	AAA	AAA	稳定	2019/01/21	杨明奇、张勇	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 桂铁投 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/08/17	杨明奇、张勇	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 桂铁投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/01/02	王存、郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/01/02	王存、郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
17 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/01	李苏磊、陈茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
16 桂铁投 MTN003	AAA	AAA	稳定	2016/11/22	李苏磊、陈茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文
16 桂铁投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/07/15	李苏磊、张依	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	--
16 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/07/15	李苏磊、张依	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	--
14 桂铁投 MTN002、15 桂铁投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/07/27	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
15 桂铁投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2014/10/23	程晨、周潇、刘晓濛	城投债评级方法及风险点简介（2010年）	阅读全文
14 桂铁投 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2014/07/14	程晨、周潇	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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

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(以下简称“联合资信”)关于广西铁路投资集团有限公司(以下简称“公司”)及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内,公司注册资本、职能定位和经营范围无变化。截至 2020 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 174.21 亿元,广西交通投资集团有限公司(以下简称“广西交投”)为公司唯一股东,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”)经广西壮族自治区人民政府授权履行出资人职责,持有广西交投全部股权,广西壮族自治区人民政府为公司实际控制人。

截至 2020 年 3 月底,公司本内设办公室、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 14 家。

截至 2019 年底,公司资产总额 1055.89 亿元,所有者权益 464.85 亿元(含少数股东权益 80.32 亿元);2019 年,公司实现营业收入 126.10 亿元,利润总额 2.62 亿元。

截至 2020 年 3 月底,公司资产总额 1100.16 亿元,所有者权益 467.63 亿元(含少数股东权益 78.42 亿元);2020 年 1-3 月,公司实现营业收入 22.63 亿元,利润总额-1.24 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。

三、跟踪评级债券及其募集资金使用情况

截至本评级报告出具日,联合资信所评公司存续债券尚需偿还债券余额合计 149.40 亿元。跟踪期内,除 2019 年 6 月之后发行的债券尚未到付息日外,公司已按时足额支付相关债券的当期利息,并按约定支付“14 桂铁投 MTN002”投资者回售本金 0.60 亿元。公司存续债券情况见表 1。

表 1 跟踪评级债券概况(单位:亿元、年、%)

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
14 桂铁投 MTN002	9.40	2014/08/19	5+2	6.05
15 桂铁投 MTN001	8.00	2015/05/12	7	5.75
16 桂铁投 MTN001	10.00	2016/09/01	5+N	3.98
16 桂铁投 MTN002	5.00	2016/09/01	5+2	3.79
16 桂铁投 MTN003	11.00	2016/11/25	5+2	4.10
17 桂铁投 MTN001	5.00	2017/09/06	5+N	6.00
18 桂铁投 MTN001	10.00	2018/04/04	3	5.48
18 桂铁投 MTN002	10.00	2018/04/17	3	5.28
18 桂铁投 MTN003	10.00	2018/08/24	5	5.88
19 桂铁投债 01/19 桂铁 01	20.00	2019/02/26	5	4.78
19 桂铁投 MTN001	10.00	2019/07/19	3	4.23
19 桂铁投 CP001	10.00	2019/08/07	1	3.33
19 桂铁投 MTN002	10.00	2019/08/16	3	3.83
19 桂铁可续 01/19 桂铁 Y1	10.00	2019/12/19	3+N	5.89
20 桂铁投 MTN001	11.00	2020/04/16	5	3.80
合计	149.40	--	--	--

资料来源:联合资信根据公开资料整理

公司发行的“14 桂铁投 MTN002”“15 桂铁投 MTN001”和“16 桂铁投 MTN002”募集资金规模分别为 10 亿元、8 亿元和 5 亿元,募集资金用途均为补充运营资金。截至评级报告出具日,上述债券募集资金已按规定使用完毕。

公司发行的“16 桂铁投 MTN001”和“17 桂铁投 MTN001”均为可续期中期票据,具有发行人可赎回权、票面利率重置等特点,发行

规模分别为10亿元和5亿元。“16桂铁投MTN001”变更用途后募集资金全部用于补充运营资金，“17桂铁投MTN001”募集资金全部用于偿还借款。截至评级报告出具日，上述债券募集资金已按规定使用完毕。

公司发行的“16桂铁投MTN003”“18桂铁投MTN002”“18桂铁投MTN003”“19桂铁投MTN001”“19桂铁投CP001”“19桂铁投MTN002”“20桂铁投MTN001”募集资金规模分别为11亿元、10亿元、10亿元、10亿元、10亿元、10亿元、11亿元，募集资金用途均为偿还有息债务。截至评级报告出具日，上述募集资金已按规定使用完毕。

公司发行的“18桂铁投MTN001”募集资金中3亿元用于贵阳至南宁铁路项目建设，7亿元用于偿还金融机构融资本息。截至评级报告出具日，募集资金已按规定使用完毕。贵阳至南宁铁路项目广西方需出资130.00亿元，截至2020年3月底公司累计已出资80.46亿元。

公司2019年2月发行了规模为20亿元的“19桂铁投债01/19桂铁01”，募集资金中10亿元用于南宁至崇左铁路项目建设，10亿元用于补充运营资金。公司于2019年12月发行了规模为10亿元的“19桂铁可续01/19桂铁Y1”，

该期债券为可续期公司债券，募集资金中5亿元用于南宁至崇左铁路项目建设，5亿元用于补充运营资金。截至评级报告出具日，上述债券募集资金已按规定使用完毕。南宁至崇左铁路项目总投资183.22亿元，截至2020年3月底已投资48.90亿元。

四、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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

4. 城镇失业率统计中，2016-2017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

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019年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，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为3.8%，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%，比上年低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8.0%、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%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。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0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服

务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和经济社会发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环

境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性

冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、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我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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆

经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减

轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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

我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

(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2019年底，中国铁路营业里程13.9万公里以上，其中高铁3.5万公里；全国铁路路网密度145.5公里/万平方公里；其中，复线里程8.3万公里，复线率59.0%；电气化里程10.0万公里，电化率71.9%。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：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）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铁集团控股的合资公司，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，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续运营管理。

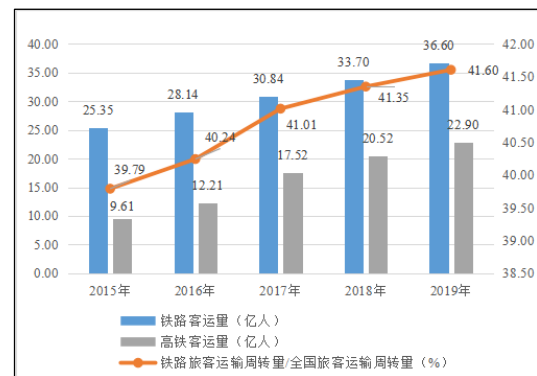
(2) 铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，且运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，近年来，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；受益于高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。2019年，全国铁路旅客发送量36.60亿人，同比增长8.4%；铁路旅客周转量14706.64亿人公里，同比增长4.0%，占全国旅客运输周转量比重为41.60%，较上年提升0.25个百分点，位居四大交通运输方式之首。其中，全国高铁旅客发送量22.90亿人，同比增长14.2%，增速维持高位；高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至62.57%，同比提升约3个百分点。

客运价格变化方面，2017年4月起，国铁集团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，国铁集团进一步对730余趟高铁动车组列车执行票价优化调整，总体有升有降。

图1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019年，中国铁路货运总发送量43.89亿吨，同比增长7.2%；铁路货运总周转量30181.95亿吨公里，同比增长4.3%。从运输货种看，煤

为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在 40%¹左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在 7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019 年周转量占全国货物周转量的比重约为 15%。

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，国铁集团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，还采取降低了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。

（3）铁路投资

基本建设方面，“十三五”期间，中国铁路行业固定资产投资保持相对稳定，年投资额均维持在 8000 亿元以上规模，经历三年建设期后，投产新线大幅增长，以高铁为主。根据国家铁路局发布的《中国铁道统计公报》，2019 年，中国铁路行业完成固定资产投资 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里。

表 4 中国铁路固定资产投资情况

(亿元、公里、个)

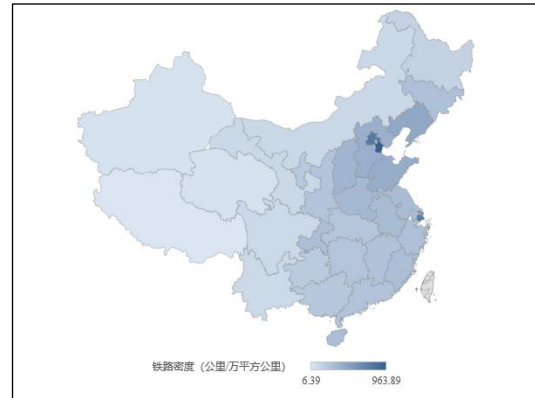
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产投资	8238	8015	8010	8028	8029
投产新线	9531	3281	3038	4683	8489
高铁投产新线	3306	1903	2182	4100	5474
新开工项目数	61	46	35	22	26

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018 年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达 963.89 公里/万平方公里，北京、上海次之，铁路密度均超过 700 公里/万平方公里；西藏密度最低，为 6.39 公里/万平方公里，云南、新疆、青海同样较低，

均不足 100 公里/万平方公里。总体看，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。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到 15 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3 万公里。截至 2019 年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有 1.1 万公里的差距。根据《2019 年政府工作报告》及国铁集团发布的建设计划，2020 年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资 8000 亿元。

（4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团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

¹ 统计口径为国家铁路

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。

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（以下称重点区域）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

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

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，并导致大量建设工程项目暂停。2020年1—3月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下

降 55.1% 和 53.3%，货运总发送量同比增长 1.7%，货运总周转量同比下降 1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降 21.0%。截至 2020 年 4 月 8 日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

长期而言，铁路投资是基础设施建设稳增长、拉动内需的重要发力点，尤其在经济下行压力加大的情况下，能够对促进经济平稳健康发展发挥关键作用。目前，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，供需矛盾仍然紧张，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。

根据《中长期铁路网规划》，到 2025 年中国铁路网规模计划达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；到 2030 年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，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，有助于缓解国铁集团债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

3. 大宗商品贸易行业

(1) 进出口贸易

根据《中华人民共和国 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，中国货物进出口总额 315505 亿元，比上年增长 3.4%。其中，出口 172342 亿元，增长 5.0%；进口 143162 亿元，增长 1.6%。货物进出口顺差 29180 亿元，比上年增加 5932 亿元。对“一带一路”沿线国家进出口总额 92690 亿元，比上年增长 10.8%。其中，出口 52585 亿元，增长 13.2%；进口 40105 亿元，增长 7.9%。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，国际需求增速放缓、国内成本上升、人民币汇率波动加剧等因素都将给中国进出口贸易保持平稳较快增长带来严峻挑战制约。尤其是 2018 年以来中美爆发了有史以来最为激烈的贸易争端，将对中国的进出口贸易造成巨大冲击，中国整体的贸易环境不容乐观。

(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年增长 8.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 351317 亿元，增长 7.9%；乡村消费品零售额 60332 亿元，增长 9.0%。按消费类型统计，商品零售额 364928 亿元，增长 7.9%；餐饮收入额 46721 亿元，增长 9.4%。

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

公司是广西壮族自治区铁路投资建设责任的主体，跟踪期内，广西自治区经济稳步发展，一般公共预算收入规模有所上升，铁路投资建设需求较大，公司外部经营环境良好。

（1）广西壮族自治区经济概况

根据《2019年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2019年广西壮族自治区（以下简称“广西自治区”或“自治区”）实现生产总值21237.14亿元，按可比价计算，比上年增长6.0%。其中，第一产业增加值3387.74亿元，增长5.6%；第二产业增加值7077.43亿元，增长5.7%；第三产业增加值10771.97亿元，增长6.2%。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，全年人均地区生产总值42964元，比上年增长5.1%。

2019年广西自治区固定资产投资（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%。

2019年广西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%。

2019年广西自治区财政收入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）广西自治区铁路基础设施建设

2014年7月，广西自治区人民政府出台了

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

2018年，广西自治区发展改革委印发《广西铁路建设“十三五”规划（修编）》，规划目标到2020年，广西铁路运营里程达到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、加快推进广西自治区铁路建设等方面具有积极作用。

截至2019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，广西与周边湘、粤、

黔、滇四省全部实现高铁连通。

六、基础素质分析

公司是广西铁路投资建设责任主体，行业地位突出。跟踪期内，公司持续获得各级政府铁路建设项目出资、政府铁路专项债券资金、财政贴息与补助等多方面有力支持。

广西交投为公司唯一股东，广西国资委经广西壮族自治区人民政府授权履行出资人职责，持有广西交投全部股权，广西壮族自治区人民政府为公司实际控制人。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。

2019年以及2020年1—3月，公司分别收到各地市政府拨付的铁路建设配套资金15.33亿元和12.85亿元，计入公司资本公积或少数股东权益（对并表铁路项目公司的出资）。

2020年1—3月，公司获得铁路项目政府专项债券资金22.50亿元，暂时计入其他应付款科目。

2019年以及2020年1—3月，公司获得铁路建设项目贷款贴息分别为7.33亿元和2.00亿元，计入其他收益；2019年，公司获得政府补助为13.15亿元，计入递延收益。

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2020年6月4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》（统一社会信用代码：914500006851532794），截至2020年5月19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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化。

八、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，跟踪期内，公司营业收入同比有所下降，综合毛利率同比变化不大。

公司铁路投资业务资产规模占比较大，除梧州赤水铁路专用线产生的货运收入记在其他收入中外，由于运作模式的特殊性，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。

2019年，公司实现营业收入126.10亿元，同比下降15.26%，主要系房地产开发收入下降所致。2019年，公司大宗贸易收入77.88亿元，同比下降4.50%，主要系化工产品贸易收入减少所致；房地产开发收入3.13亿元，同比大幅下降85.83%，主要系可售房源较少所致；锰矿采选冶炼及贸易收入33.21亿元，同比变化不大；其他业务收入11.89亿元，主要包括电池系列产品制造、机电产品制造和土地开垦收入等。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为12.85%，同比变化不大。其中，大宗贸易业务毛利率为1.51%，同比上升0.72个百分点；房地产开发业务毛利率为41.48%，同比上升28.70个百分点，主要系当期结转收入的金悦澜湾项目毛利率较高所致；锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率为21.93%，同比下降7.00个百分点，主要系当期毛利率较高的自营锰矿采选冶炼收入占比下降所致；其他业务毛利率为54.18%，同比变化不大。

表6 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年			2019年			2020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
大宗贸易	81.55	54.80	0.79	77.88	61.76	1.51	16.01	70.72	2.00
房地产开发	22.09	14.84	12.78	3.13	2.48	41.48	--	--	--
锰矿采选冶炼及贸易	34.42	23.13	28.93	33.21	26.33	21.93	4.51	19.91	45.72
其他	10.75	7.23	51.05	11.89	9.43	54.18	2.12	9.36	59.44
合计	148.81	100.00	12.71	126.10	100.00	12.85	22.63	100.00	16.08

资料来源：公司审计报告和财务报表

2020年1-3月，公司实现营业收入22.63亿元，相当于2019年全年收入的17.95%，主要是受新冠肺炎疫情影响所致；其中大宗贸易收入占比有所上升，锰矿采选冶炼及贸易收入占比有所下降。2020年1-3月，公司综合毛利率为16.08%，较2019年有所上升；其中锰矿采选冶炼及贸易业务毛利率为45.72%，较2019年上升23.79个百分点，主要系当期毛利率较高的自营锰矿采选冶炼收入占比较高所致。

2. 业务经营分析

(1) 铁路投资建设业务

公司作为代表自治区履行出资职责的区内铁路项目投资建设的广西方代表，参与的铁路项目较多，铁路投资规模大，公司融资压力较大。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，目前由于铁路项目运营时间较短，尚未产生投资收益。

公司作为广西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

自治区本级部分铁路建设资金，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。

表 7 截至 2020 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	32.88	48.12	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	23.50	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	1.56	60.00	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	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

跟踪期内, 公司新增 1 个合资铁路公司, 为南玉公司。截至 2020 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 20 个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, 2019 年取得货运收

入 0.72 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, 2019 年及 2020 年一季度公司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 2020 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	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	49.00	45.59
2	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	18.00	23.84
3	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.79
4	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	120.75	58.68	53.69
5	湘桂扩能柳州至南宁段	230.00	115.00	51.74	56.35
6	广西沿海铁路南宁至钦州北段扩能改造	97.60	48.80	23.91	23.90
7	钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段	4.62	1.90	4.62	4.04
8	新建德保至靖西铁路	13.78	6.89	3.05	2.90
9	新建田东至德保铁路	15.60	7.80	4.35	2.01
10	广西沿海铁路钦州北至北海段扩能改造	80.10	40.05	16.05	16.05
11	广西沿海铁路钦州北至防城港段扩能改造	49.90	24.95	10.58	12.23

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
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
20	柳州站站房扩建工程	21.50	13.70	13.70	3.00
合计		3459.28	1655.23	406.85	404.40

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 2020 年 3 月底，公司在建项目共计 7 个，计划总投资 1560.69 亿元，其中广西方计划出资 707.56 亿元，公司已累计出资 160.27 亿元。2020 年 4—12 月、2021 年以及 2022 年，公司分别计划出资 138.52 亿元、200.42 亿元和 150.19 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 20 个项目，项目总投资合计 4457.12 亿元，其中广西方出资 2045.78 亿元，公司 2020—2022 年分别计划出资 6.00 亿元、133.00 亿元和 220.79 亿元。

表 9 截至 2020 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		
					2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
1	新建合浦至湛江铁路	172.00	15.60	1.00	1.00	5.00	5.00
2	南宁国际空港综合交通枢纽工程	66.46	66.46	4.16	8.86	20.00	33.44
3	新建贵阳至南宁铁路	757.60	130.00	80.64	27.00	22.36	--
4	新建南宁至崇左铁路	183.22	183.22	48.90	40.57	60.00	33.75
5	新建防城港至东兴铁路	64.80	39.10	15.04	11.00	13.06	--
6	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	5.50	3.38	2.12	--	--
7	新建南宁至玉林铁路	267.68	267.68	7.16	47.97	80.00	78.00
合计		1560.69	707.56	160.27	138.52	200.42	150.19

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

资料来源：公司提供

（2）大宗贸易业务

公司借助于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。跟踪期内，公司大宗贸易收入略有下降，但毛利率有所上升，整体利润水平低，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和有色金属

产业等资源优势，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。

2019年，公司实现大宗贸易收入77.88亿元，同比略有下降，主要贸易品种为大宗建材、石

化产品和煤炭等；其中大宗建材为新增贸易品种，主要服务于铁路项目建设，收入占比达40.69%，但毛利率低；煤炭贸易收入占比和毛利率同比均有所下降；出于风险控制考虑，石化产品收入占比大幅下降至18.61%，并暂停白

糖贸易业务。

2020年1—3月，公司实现大宗贸易收入16.01亿元，相当于2019年的20.56%；毛利率为2.00%，较2019年有所上升。

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1—3月		
	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	14.54	18.67	1.33	1.70	10.62	1.35
白糖	9.52	11.67	-4.68	--	--	--	--	--	--
煤炭	22.04	27.03	2.34	16.97	21.79	1.72	4.46	27.86	2.61
大宗建材	--	--	--	31.69	40.69	0.38	2.20	13.74	3.95
其他	7.90	9.69	1.45	14.68	18.85	3.88	7.65	47.78	1.23
合计	81.55	100.00	0.79	77.88	100.00	1.51	16.01	100.00	2.00

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 11 铁投商贸 2019 年前五大供应商交易情况

（单位：亿元、%）

供应商名称	主要产品	采购金额	占比
广西柳州钢铁（集团）公司	钢材	28.12	35.83
广西东方富信供应链有限公司	煤	7.08	9.02
广西百色广达实业开发有限公司	电解铝液	5.93	7.56
广东中谦石化有限公司	油品	4.69	5.98
广东钻达石油化工有限公司	油品	4.19	5.34
合计	--	50.02	63.73

资料来源：公司提供

2019年，铁投商贸前五大供应商采购金额合计50.02亿元，占采购总额的63.73%，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。

2019年，铁投商贸前五大客户销售金额合计54.25亿元，占销售总额的68.48%，客户集中度较高。

表 12 铁投商贸 2019 年前五大客户交易情况

（单位：亿元、%）

客户名称	主要产品	销售金额	占比
广西柳州岑海金属材料有限公司	钢材	28.14	35.52
茂名市茂南钻达化工有限公司	油品	9.05	11.43
广西宜辉商贸有限公司	煤	7.51	9.48
广西百金铝业有限公司	电解铝液	5.95	7.51
中钢德远矿产品有限公司	锰矿	3.60	4.55
合计	--	54.25	68.48

资料来源：公司提供

（3）房地产开发业务

跟踪期内，受可售房源较少影响，公司房地产项目结转收入同比大幅下降；在建和拟建房地产项目投资规模大，存在较大投资支出压

力；房地产项目销售情况受市场调控等因素影响大。

2018年以来，公司对房地产业务板块进行整合，所有从事房地产业务的各级次子公司均整合成为广西地产集团有限公司（以下简称“地产集团”）的子公司，未来房地产业务通过地产集团及其子公司开展。

2019年，公司实现房地产开发业务收入3.13亿元，主要是金悦澜湾项目产生的收入，

同比大幅下降85.83%，主要系可售房源较少所致；2020年1—3月，公司未实现房地产开发业务收入。

截至2020年3月底，公司主要在售房地产项目包括武宣县润和春天、金悦澜湾和柳源居项目，总可售面积63.47万平方米，已售面积59.86万平方米，已收到房款合计19.04亿元，目前可售房源较少。

表13 公司2020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	2.30	2.19	7.54	5.07	2.18
金悦澜湾	广西南宁市	37.89	22.12	53.00	53.00	15.89
柳源居项目	广西柳州市柳江区	1.68	1.13	2.93	1.79	0.97
九宸府项目	广西南宁市	8.32	0.90	--	--	--
交投兴进锦城	桂林市七星区	15.88	3.13	--	--	--
漓江悦府	桂林市雁山区	10.71	2.11	--	--	--
漓东新城	桂林市七星区	12.29	3.82	--	--	--
新叶城	柳州市静兰路西侧	23.34	5.23	--	--	--
观园悦府	贵港市港北区	19.29	4.88	--	--	--
合计	--	131.70	45.51	63.47	59.86	19.04

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司主要在建房地产项目为金悦澜湾、新叶城、观园悦府等，总投资合计131.70亿元，已投资45.51亿元，未来尚需投资86.19亿元。截至2020年3月底，公司拟建房地产项目为交投地产融创东方宸院，计划总投资15.42亿元。

（4）锰矿采选冶炼及贸易业务

跟踪期内，公司锰矿采选冶炼及贸易业务收入较为稳定，公司锰矿储量丰富，对未来收入形成一定保障。

公司锰矿采选冶炼及贸易业务收入包括锰矿石、合金、铬矿和电解金属锰等产品销售收入，主要由广西大锰业集团有限公司（以下简称“大锰公司”）负责运营。

表14 2020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	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

截至2020年3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。

2019年，公司实现锰矿采选冶炼及贸易业

务收入 33.21 亿元，其中锰矿石销售收入 32.91 亿元，销售量为 253.06 万吨，开采量为 108.67 万吨。2020 年 1—3 月，公司实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入 4.51 亿元，全部为锰矿石销售收入，毛利率为 45.72%，较 2019 年上升 23.79 个百分点，主要系当期毛利率较高的自营锰矿采选冶炼收入占比较高所致。

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 1—3 月
开采量	98.88	108.67	17.97
销售量	232.92	253.06	42.95
销售均价	1380.90	1300.44	1049.63
销售收入	32.16	32.91	4.51

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

(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 2020 年 3 月底，公司委托贷款余额 6.23 亿元，主要分布于房地产（1.04 亿元）、贸易（1.84 亿元）和其他行业（3.35 亿元）；从账龄分布看，1 年以内的 0.38 亿元，2~3 年的 5.85 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有新增，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 2019 年度财务报表，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围二级子公司共 14 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 1—3 月，公司合并范围新增 7 家子公司，减少 3 家子公司。跟踪期内，公司合并范围变更的子公司规模较小，对财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 1055.89 亿元，所有者权益 464.85 亿元（含少数股东权益 80.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 126.10 亿元，利润总额 2.62 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1100.16 亿元，所有者权益 467.63 亿元（含少数股东权益 78.42 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 22.63 亿元，利润总额-1.24 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，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；部分项目合作借款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。

2019年底，公司资产总额1055.89亿元，较

上年底增长3.26%，主要系非流动资产增长所致；流动资产和非流动资产分别占24.79%和75.21%，非流动资产占比进一步上升。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	125.01	12.23	95.91	9.08	111.09	10.10
其他应收款	62.63	6.13	88.45	8.38	91.72	8.34
存货	67.18	6.57	38.59	3.65	43.26	3.93
流动资产	323.47	31.63	261.74	24.79	285.35	25.94
可供出售金融资产	442.45	43.27	520.60	49.30	522.33	47.48
在建工程	156.82	15.34	152.61	14.45	167.92	15.26
非流动资产	699.09	68.37	794.15	75.21	814.81	74.06
资产总额	1022.56	100.00	1055.89	100.00	1100.16	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表

流动资产

2019 年底，公司流动资产 261.74 亿元，较上年底下降 19.08%，主要系货币资金和存货减少所致。

2019 年底，公司货币资金 95.91 亿元，较上年底下降 23.28%，主要系铁路项目投资支出及偿还债务所致；其中银行存款 92.69 亿元，其他货币资金 3.21 亿元。使用权受限货币资金 2.43 亿元，全部为汇票保证金。

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，2019 年底，公司应收账款 12.90 亿元，较上年底下降 25.22%。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 4.29 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计计提坏账准备 1.27 亿元，计提比例为 29.60%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面原值 9.86 亿元，共计计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 1.01%。公司应收账款前五名债务人欠款金额合计 5.43 亿元，占应收账款总额的 37.03%，集中度一般。

表 17 公司 2019 年底前五名应收账款情况

（单位：亿元、%）

客户名称	金额	占比
广西宜辉商贸有限公司	2.66	18.15

上海泽俞石油化工有限公司	0.97	6.65
广西桂康新材料有限公司	0.67	4.59
广西中创贸易投资有限公司	0.56	3.82
大连万鸿石油化工有限公司	0.56	3.82
合计	5.43	37.03

资料来源：公司提供

2019 年底，公司预付款项 4.23 亿元，较上年底大幅下降 88.70%，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；期末预付款项中账龄在 1 年以内（含）的占 90.11%。

2019 年底，公司其他应收款账面原值 95.09 亿元，共计提坏账准备 6.68 亿元，计提比例为 6.62%，其他应收款账面价值 88.41 亿元，较上年底增长 41.22%，主要系应收关联方及财政组合的款项大幅增加所致。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 39.80 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备 6.23 亿元，计提比例为 15.65%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面原值 14.67 亿元，账龄在 1 年以内的占 92.71%，共计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例为 1.65%。关联方及财政组合账面价值 40.18 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。2019年底，公司其他应收款前五名债务人欠款金额合计 34.62 亿元，占其他应收款总额的 36.41%，集中度一般。总体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分项目合作借款存在诉讼和纠纷情况，存在一定回收风险。

表 18 公司 2019 年底前五名其他应收款情况
(单位: 亿元、%)

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	借款及利息	17.17	18.06
桂林市公共资源交易中心	保证金	6.14	6.46
广西宝庭房地产开发有限公司	借款及利息	4.19	4.40
广西来宾城建投资集团有限公司	借款	4.00	4.21
广西桂中鑫元投资有限公司	借款	3.12	3.28
合计	--	34.62	36.41

资料来源: 公司提供

2019 年底，公司存货 38.59 亿元，较上年底下降 42.55%，主要系处置子公司广西中房联合投资有限公司导致房产开发成本减少、部分项目竣工结转为固定资产以及结转房地产开发成本所致。2019 年底，公司存货中房地产开发成本 25.32 亿元，库存商品 12.74 亿元；公司对部分商品计提存货跌价准备合计 1.80 亿元。

2019 年底，公司一年内到期的非流动资产 4.82 亿元，较上年底下降 44.49%，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 4.45 亿元，委托贷款 0.38 亿元。

2019 年底，公司其他流动资产 16.45 亿元，较上年底增长 244.30%，主要系理财产品增加所致。从构成看，理财产品 7.62 亿元、增值税借方余额重分类 5.34 亿元、可转债项目 2.63 亿元。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 794.15 亿元，较上年底增长 13.60%，主要系可供出售金融资产增长所致。

2019 年底，公司可供出售金融资产 520.60 亿元，主要是已完工的铁路项目，较上年底增长 17.66%。

2019 年底，公司长期应收款 12.49 亿元，主要为融资租赁款，较上年底下降 12.69%；长期股权投资 14.39 亿元，较上年底增长 24.71%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致（其中绿地鑫铁 1.97 亿元）。

2019 年底，公司固定资产 18.52 亿元，较上年底增长 34.68%，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。

2019 年底，公司在建工程 152.61 亿元，主要是在建铁路项目，较上年底下降 2.68%，主要系铁路项目完工转入可供出售金融资产所致。

2019 年底，公司无形资产 29.54 亿元，较上年底变化不大，无形资产主要由采矿权（23.44 亿元）和土地使用权（5.74 亿元）构成。

2019 年底，公司其他非流动资产 29.93 亿元，较上年底增长 119.73%，主要系部分预付工程款及征地拆迁款由预付款项转入，以及新增以资抵债房产所致。2019 年底，公司其他非流动资产主要为预付工程款（11.01 亿元）、预付征地拆迁款（5.04 亿元）、以资抵债房产（5.02 亿元）和资金拆借（5.00 亿元）。

截至 2019 年底，公司受限资产总额 7.14 亿元，其中货币资金 2.43 亿元、固定资产 4.20 亿元、土地使用权 0.27 亿元、房屋 0.24 亿元，受限资产比例低。

2020 年 3 月底，公司资产总额 1100.16 亿元，较上年底增长 4.19%，其中流动资产占 25.94%，非流动资产占 74.06%。2020 年 3 月底，公司货币资金 111.09 亿元，较上年底增长 15.82%，主要系铁路项目政府专项债券资金到位所致；存货 43.26 亿元，较上年底增长 12.08%，主要系房地产项目投入增加所致；在建工程 167.92 亿元，较上年底增长 10.03%，主要系铁路项目投入增

加所致。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主，公司债务规模小幅增长，整体债务负担有所下降，其中短期债务占比有所上升。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益464.85亿元，较上年底增长14.87%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。从构成看，实收资本占38.30%、资本公积占45.72%、少数股东权益占17.66%，所有者权益稳定性好。

2019年底，公司实收资本174.21亿元，较上年底保持一致；资本公积208.00亿元，较上年底增长15.06%，主要系自治区及各地市政府拨付铁路建设配套资金所致；其他权益工具9.95亿元，系当年发行的永续公司债；其他综合收益-7.94亿元，较上年底增加2.45亿元，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致；少数股东权益80.32亿元，较上年底增长33.55%，主要系南崇公司和南玉公司少数股东出资增加所致。

2020年3月底，公司所有者权益467.63亿元，较上年底变化不大。

负债

2019年底，公司负债合计591.04亿元，较上年底下降4.34%，主要系非流动负债下降所致；其中流动负债和非流动负债分别占37.85%和62.15%。

2019年底，公司流动负债223.69亿元，较上年底增长6.26%，主要系短期借款增加所致；流动负债主要由短期借款(占35.22%)、应付账款(占7.93%)、预收款项(占5.72%)、其他应付款(占14.49%)、一年内到期的非流动负债(占24.50%)和其他流动负债(占8.94%)构成。

2019年底，公司短期借款78.78亿元，较上年底大幅增长180.10%，其中信用借款76.01

亿元；应付账款17.75亿元，较上年底下降14.48%，主要系应付工程款下降所致；预收款项12.79亿元，较上年底增长49.67%，主要系预收房款增加所致；其他应付款32.41亿元，主要是单位往来款，较上年底下降15.37%；一年内到期的非流动负债54.81亿元，较上年底下降31.46%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券；其他流动负债20.00亿元，为短期应付债券，较上年底下降20.65%。公司其他应付款和其他流动负债中的有息部分已纳入短期债务核算。

2019年底，公司非流动负债367.35亿元，较上年底下降9.83%，主要系长期借款下降所致；非流动负债主要由长期借款(占23.16%)、应付债券(占38.79%)和长期应付款(占30.60%)构成。2019年底，公司长期借款85.06亿元，较上年底下降41.27%，主要为质押借款和信用借款；应付债券142.50亿元，较上年底增长31.25%，主要系新发债券所致；长期应付款112.41亿元，主要为政府铁路债券资金，较上年底下降3.38%。公司长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算。

2020年3月底，公司负债总额632.53亿元，较上年底增长7.02%；其中流动负债占44.66%，非流动负债占55.34%，流动负债占比较上年底有所上升。2020年3月底，公司应付账款9.62亿元，较上年底下降45.81%；预收款项18.06亿元，较上年底增长41.19%；其他应付款69.71亿元，较上年底增长115.10%，主要系往来款增加所致；一年内到期的非流动负债76.89亿元，较上年底增长40.29%，主要系长期应付款转入所致；长期应付款83.10亿元，较上年底下降26.07%。

有息债务方面，2019年底，公司全部债务503.73亿元，较上年底下降2.01%；从构成看，长期债务占67.22%，短期债务占32.78%，短期债务占比较上年底上升4.51个百分点。从债务指标看，2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别

为 55.98%、52.01%和 42.14%，较上年底均有所下降。

表 19 公司有息债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	145.32	165.12	210.53
长期债务	368.75	338.61	316.84
全部债务	514.08	503.73	527.37
长期债务资本化比率	47.68	42.14	40.39
全部债务资本化比率	55.95	52.01	53.00
资产负债率	60.43	55.98	57.49

资料来源: 根据公司审计报告整理

2020 年 3 月底, 公司全部债务 527.37 亿元, 较上年底增长 4.69%; 其中长期债务占 60.08%, 短期债务占 39.92%, 短期债务占比较上年底进一步上升 7.14 个百分点。从债务指标看, 2020 年 3 月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.49%和 53.00%, 较上年底均有所上升; 长期债务资本化比率为 40.39%, 较上年底有所下降。

从有息债务期限结构看, 2020 年 4—12 月、2021 年、2022 年, 公司需偿还的有息债务分别为 116.91 亿元、126.39 亿元和 99.17 亿元, 面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内, 公司收入规模有所下降, 期间费用对利润侵蚀严重, 整体盈利能力弱, 利润总额对政府补助依赖性强。

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。2019 年, 公司实现营业收入 126.10 亿元, 同比下降 15.26%, 主要系房地产开发收入下降所致; 营业成本 109.90 亿元, 同比下降 15.39%; 营业利润率 12.40%, 同比上升 0.37 个百分点。

表 20 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年
营业收入	148.81	126.10
营业成本	129.89	109.90

财务费用	19.91	20.19
投资收益	6.50	10.06
其他收益	8.06	9.62
营业利润	1.72	2.55
营业外收入	1.09	0.15
利润总额	2.21	2.62
营业利润率	12.03	12.40
总资本收益率	2.39	2.28
净资产收益率	0.33	0.39

资料来源: 根据公司审计报告整理

公司期间费用以财务费用为主, 2019 年财务费用 20.19 亿元, 同比变化不大。2019 年公司期间费用为 29.59 亿元, 同比变化不大; 期间费用占营业收入的比重为 23.46%, 同比上升 3.37 个百分点。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。

2019 年, 公司实现投资收益 10.06 亿元, 同比增长 54.72%, 其中权益法核算的长期股权投资收益 2.30 亿元, 可供出售金融资产在持有期间的投资收益 1.59 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 2.60 亿元和 1.47 亿元。

2019 年, 公司实现其他收益 9.62 亿元, 主要是自治区财政厅铁路项目建设补助; 同期, 公司利润总额 2.62 亿元, 同比增长 18.21%, 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, 2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.28%和 0.39%, 同比分别下降 0.11 个和上升 0.06 个百分点, 公司整体盈利能力弱。

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 22.63 亿元, 相当于 2019 年全年收入的 17.95%; 营业利润率为 15.87%, 较 2019 年有所上升; 利润总额为-1.24 亿元。

5. 现金流

跟踪期内, 公司收入下降、往来款支付规模大幅增加导致经营活动现金净流入规模大

幅下降，收入实现质量仍然较好；铁路建设项目投资支出大幅增加导致投资活动现金净流出规模大幅增长；筹资活动现金净流入大幅增加，公司铁路建设资金需求大，未来仍存在较大的融资需求。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入 219.34 亿元，同比增长 15.63%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 132.54 亿元，同比下降 13.37%，主要系营业收入下降所致；收到其他与经营活动有关的现金 85.91 亿元，主要是往来款，同比增长 139.08%，主要系公司与广西交投的往来款大幅增加所致。2019 年，公司经营活动现金流出 218.52 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 117.15 亿元，同比变化不大；支付其他与经营活动相关的现金 93.87 亿元，主要是往来款，同比增长 292.09%。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 0.82 亿元；现金收入比为 105.10%，同比上升 2.29 个百分点。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入 52.95 亿元，同比下降 7.20%。其中收回投资收到的现金 19.91 亿元，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；收到其他与投资活动有关的现金 23.46 亿元，主要是收回前期发放的委托贷款、融资租赁、小额贷款等。2019 年公司投资活动现金流出 118.34 亿元，同比增长 76.66%。其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 74.97 亿元，主要是铁路建设项目投资支出，同比增长 66.16%；投资支付的现金 35.79 亿元，主要系长期股权投资、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。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-65.38 亿元，筹资活动前现金流量净额为-64.56 亿元。

表 21 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	189.69	219.34
经营活动现金流出量	149.35	218.52

经营活动净现金流	40.34	0.82
投资活动净现金流	-9.92	-65.38
筹资活动净现金流	-40.05	34.40
现金收入比	102.81	105.10

资料来源：公司审计报告

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 233.11 亿元，同比增长 66.53%。其中吸收投资收到的现金 53.89 亿元，主要为铁路项目“区市共担”到位资金，同比增长 66.63%；取得借款收到的现金 169.84 亿元，同比增长 39.90%。2019 年，公司筹资活动现金流出 198.71 亿元，主要为偿还债务及偿付利息支付的现金。2019 年公司筹资活动现金流量净额为 34.40 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 57.21 亿元，经营活动现金流量净额为 6.57 亿元，现金收入比为 109.29%；同期，投资活动现金流量净额为-6.90 亿元，筹资活动现金流量净额为 16.51 亿元。

6. 偿债能力

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，综合考虑公司地位及广西壮族自治区政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 117.01%和 99.75%；2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 101.02%和 85.71%，较上年底有所下降。2019 年，公司经营现金流动负债比为 0.37%，同比下降 18.79 个百分点。2019 年和 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 96.29 亿元和 111.82 亿元，分别相当于短期债务的 0.58 倍和 0.53 倍。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 25.08 亿元，同比变化不大；全部债务/EBITDA 为 20.09 倍，EBITDA 利息倍数为 1.09 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年3月底，公司对外担保余额3.94

亿元，担保规模小，系对广西梧州市苍海建设实业发展有限公司的信用担保，该公司原为公司子公司，2019年已转让，目前经营正常。

根据公司2019年审计报告，截至2019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12.49亿元，大多与贸易和委托贷款业务相关。

公司与国内多家银行建立了稳固的合作关系，截至2020年3月底，公司共获得各银行授信额度共计1000.77亿元，已使用额度170.56亿元，剩余额度830.21亿元，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。综合考虑公司地位及广西壮族自治区政府对公司的有力支持，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。

截至2019年底，母公司资产总额为898.09亿元，较上年底增长4.80%；母公司资产以非流动资产为主（占比80.73%）。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2019年底，母公司所有者权益为404.57亿元，较上年底增长10.32%；其中实收资本占43.06%，资本公积占51.67%，母公司所有者权益较为稳定。

截至2019年底，母公司负债总额493.53亿元，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。母公司2019年底资产负债率为54.95%，

较上年底有所下降，整体债务负担较重。

2019年，母公司实现营业收入为1.51亿元，财务费用13.45亿元，其他收益9.34亿元；利润总额-1.11亿元，同比大幅下降。

2020年3月底，母公司资产总额926.80亿元，所有者权益409.68亿元；2020年1-3月，母公司实现营业收入0.41亿元，利润总额-0.88亿元。

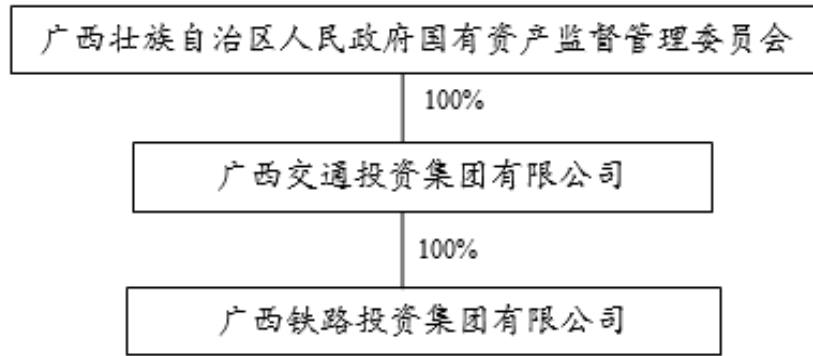
十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券余额合计149.40亿元，2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为25.08亿元、219.34亿元和0.82亿元，对公司尚需偿还债券余额149.40亿元的覆盖倍数分别为0.17倍、1.47倍和0.01倍，公司经营活动现金流入量对公司待偿还债券余额的保障能力较强。公司存续债券较多，到期日较为分散，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对单一年度到期债券的保障能力高于上述测算值。

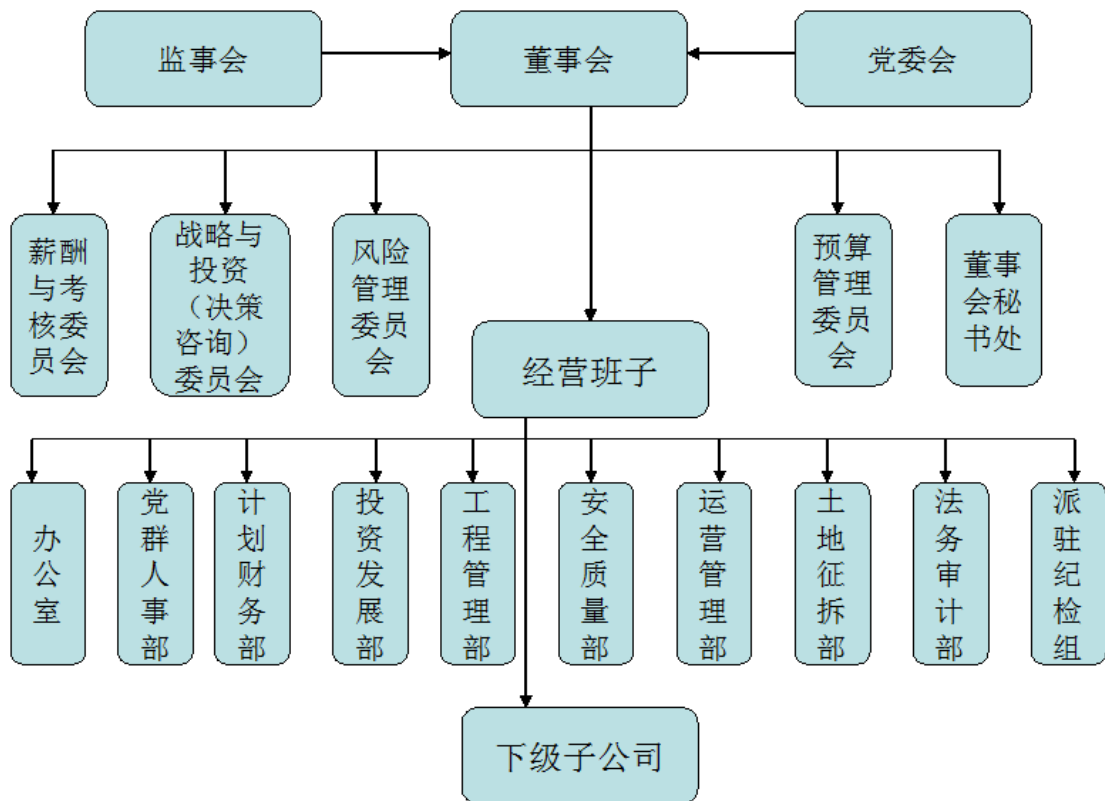
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“14桂铁投MTN002”“15桂铁投MTN001”“16桂铁投MTN001”“16桂铁投MTN002”“16桂铁投MTN003”“17桂铁投MTN001”“18桂铁投MTN001”“18桂铁投MTN002”“18桂铁投MTN003”“19桂铁投债01/19桂铁01”“19桂铁投MTN001”“19桂铁投MTN002”“19桂铁可续01/19桂铁Y1”“20桂铁投MTN001”的信用等级为AAA，“19桂铁投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 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	100.00	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	100.00	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	100.00	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	92.03	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	51.00	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	非同一控制下的企业合并
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
14	浙江舟山桂通石化有限公司	商品贸易	5000.00	51.00	投资设立

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	135.19	125.53	96.29	111.82
资产总额(亿元)	1064.45	1022.56	1055.89	1100.16
所有者权益(亿元)	426.00	404.68	464.85	467.63
短期债务(亿元)	118.38	145.32	165.12	210.53
长期债务(亿元)	449.02	368.75	338.61	316.84
全部债务(亿元)	567.40	514.08	503.73	527.37
营业收入(亿元)	154.24	148.81	126.10	22.63
利润总额(亿元)	5.68	2.21	2.62	-1.24
EBITDA(亿元)	28.14	25.16	25.08	--
经营性净现金流(亿元)	41.91	40.34	0.82	6.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.56	7.06	8.14	--
存货周转次数(次)	1.11	1.56	2.08	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.14	0.12	--
现金收入比(%)	100.43	102.81	105.10	109.29
营业利润率(%)	13.56	12.03	12.40	15.87
总资本收益率(%)	2.60	2.39	2.28	--
净资产收益率(%)	1.09	0.33	0.39	--
长期债务资本化比率(%)	51.32	47.68	42.14	40.39
全部债务资本化比率(%)	57.12	55.95	52.01	53.00
资产负债率(%)	59.98	60.43	55.98	57.49
流动比率(%)	252.74	153.66	117.01	101.02
速动比率(%)	196.82	121.75	99.75	85.71
经营现金流流动负债比(%)	23.69	19.16	0.37	--
现金短期债务比(倍)	1.14	0.86	0.58	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.13	1.07	1.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.16	20.43	20.09	--

注：2020 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

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	92.32	72.27	28.47	29.62
资产总额(亿元)	865.66	856.92	898.09	926.80
所有者权益(亿元)	377.23	366.74	404.57	409.68
短期债务(亿元)	75.95	107.38	119.74	144.00
长期债务(亿元)	395.23	344.34	329.18	306.03
全部债务(亿元)	471.18	451.73	448.92	450.02
营业收入(亿元)	1.79	1.64	1.51	0.41
利润总额(亿元)	0.30	6.49	-1.11	-0.88
EBITDA(亿元)	11.58	18.06	12.25	-0.88
经营性净现金流(亿元)	8.97	0.14	3.32	0.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.21	0.24	0.00
营业利润率(%)	98.51	98.13	93.41	97.07
总资本收益率(%)	1.34	2.13	1.44	--
净资产收益率(%)	0.08	1.77	-0.27	--
长期债务资本化比率(%)	51.17	48.43	44.86	42.76
全部债务资本化比率(%)	55.54	55.19	52.60	52.35
资产负债率(%)	56.42	57.20	54.95	55.80
流动比率(%)	380.90	183.98	122.17	95.41
速动比率(%)	380.90	183.98	122.17	95.41
经营现金流动负债比(%)	10.86	0.12	2.35	--
现金短期债务比(倍)	1.22	0.67	0.24	0.21
全部债务/EBITDA(倍)	40.70	25.01	36.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	1.49	0.84	--

注：2020 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

附件 4 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

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 5-1 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 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-3 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 5-4 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