

信用等级公告

联合〔2020〕781号

广西交通投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2020 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

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

广西交通投资集团有限公司拟发行的 2020 年第一期公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇二〇年四月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2020 年第一期广西交通投资集团有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 12.50 亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 27 日

主要财务数据：

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	2,117.71	2,293.28	3,629.93	3,834.02
所有者权益（亿元）	626.56	656.81	1,213.40	1,254.41
长期债务（亿元）	1,212.22	1,380.56	1,887.62	1,984.44
全部债务（亿元）	1,318.46	1,477.83	2,148.81	2,287.93
营业总收入（亿元）	175.75	211.12	263.15	305.28
净利润（亿元）	6.46	6.69	6.88	8.44
EBITDA（亿元）	39.86	52.29	61.32	--
经营性净现金流（亿元）	29.04	31.87	49.43	49.80
营业利润率（%）	20.03	20.93	19.02	20.29
净资产收益率（%）	1.06	1.04	0.74	--
资产负债率（%）	70.41	71.36	66.57	67.28
全部债务资本化比率（%）	67.79	69.23	63.91	64.59
流动比率（倍）	1.06	1.14	1.45	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.81	0.81	--
EBITDA/本期发行额度（倍）	3.19	4.18	4.91	--

公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	1,897.79	2,087.62	2,717.80	2,991.21
所有者权益（亿元）	561.85	593.62	1,005.28	1,055.09
全部债务（亿元）	1,240.78	1,370.02	1,517.93	1,694.87
营业收入（亿元）	31.98	36.51	41.01	34.73
净利润（亿元）	6.96	9.09	9.25	14.59
资产负债率（%）	70.39	71.56	63.01	64.73
全部债务资本化比率（%）	68.87	69.77	60.16	61.63
流动比率（倍）	5.89	6.40	4.96	3.96

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 吸收存款及同业存放、其他流动负债中有息部分（短期融资券+超短期融资券）、长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等有息部分已调整至债务核算；4. 2016 年财务数据来自 2017 年度财务报表的期初数或上年同期数据；5. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

评级观点

广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）是广西壮族自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了其行业地位突出，在政策、资金注入、股权划拨及债务置换等方面得到持续的外部支持，公司经营的高速公路区位优势明显，区域竞争力强，且收费公路里程不断增长，能够为公司提供稳定的现金流，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券的保障能力强等优势。同时，联合评级也关注到公司部分应收款项回收存在较大不确定性、整体债务负担较重、未来仍面临较大项目投融资压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到高速公路路网效应不断提升以及铁路项目未来获得投资收益，公司未来的营业收入及盈利水平有望提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司地位突出且持续获得外部支持。**公司是广西自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体，行业地位突出，在政策、资金注入、股权划拨及债务置换等方面得到持续的外部支持。

2. **公司区域专营优势显著。**公司经营的高速公路收费里程在广西自治区中占比高，且主要路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，线路区位优势明显，在广西高速公路网中具有重要地位，区域竞争力强。

3. **公司所运营公路里程增长且收费期限较**

长。公司运营管理的收费公路里程持续增长，且整体剩余通行收费期限长，能够为公司提供稳定的通行费收入和现金流。

4. 公司经营较为多元化。公司采取多元化经营，成品油销售和商贸物流板块收入规模大，对公司营业收入形成有效补充。

5. 经营活动现金流对本期债券的保障能力强。公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券的保障能力强。

关注

1. 应收款项回收存在不确定性。公司应收账款和其他应收款中存在涉及纠纷或诉讼款项，公司已对其计提坏账准备，款项回收存在较大不确定性。

2. 债务负担较重且面临项目投融资压力。公司整体债务负担较重，在建项目投资规模大，未来仍面临较大的投融资压力。

3. 路产划转的后续影响有待关注。广西壮族自治区计划将公司名下部分政府还贷高速公路项目陆续划入广西高速公路还贷运营管理中心，联合评级将持续关注路产划转事项的进展及其影响。

4. 受疫情影响，收费公路免费通行时间延长，短期内公司通行费收入将有所下降。受新型冠状病毒疫情影响，宏观经济受到较大冲击，收费公路免收通行费时间大幅延长，短期内公司通行费收入将有所下降。

分析师

徐汇丰 登记编号（R0040218010006）

张晶晶 登记编号（R0040219080003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）系根据 2007 年 12 月《关于同意设立广西交通投资建设集团有限公司的批复》（桂政函〔2007〕246 号）的批准，于 2008 年以政府划拨的 12 条高速公路净资产组建的国有独资有限公司，初始注册资本 50 亿元，由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”）代表广西壮族自治区人民政府（以下简称“广西政府”）履行出资人职责。2014 年 2 月 8 日，根据《关于同意增加注册资本的批复》（桂国资复〔2014〕13 号）文件，公司注册资本由 50 亿元增加至 300 亿元（资本公积转增注册资本）。2018 年，经广西壮族自治区党委、人民政府同意，公司与广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投”）实施战略性重组，广西铁投并入公司，成为公司的二级子公司，公司增加广西自治区铁路投资建设职能，经营规模 and 业务范围进一步扩大。2019 年 5 月，公司修订公司章程，其中将注册资本增加至 301.05 亿元，截至本报告出具日尚未完成工商变更登记。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本已全部实收到位，广西国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：交通建设与经营；交通设施养护、维护、收费；对房地产、金融业、物流业、资源开发、交通、能源、市政设施、建筑业的投资、建设、管理以及国际经济技术合作；工业与民用建设工程咨询、施工、承包；工程项目管理；交通类科技开发；设计、制作、代理、发布国内各类广告；金属材料、建筑材料、装饰材料、机械设备、汽车配件、日用百货、办公设备、通信器材的销售；机械设备租赁。

截至 2019 年 9 月底，公司本部设办公室、人力资源部、财务部、投资发展部、工程管理部、公路运营部等 20 个职能部门；拥有纳入合并报表范围二级子公司共 84 家，其中二级子公司广西五洲交通股份有限公司（以下简称“五洲交通”）系 A 股上市公司，证券代码：600368.SH。

截至 2018 年底，公司资产总额 3,629.93 亿元，所有者权益 1,213.40 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 1,001.47 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 263.15 亿元，净利润 6.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 49.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 153.35 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 3,834.02 亿元，所有者权益 1,254.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 1,051.74 亿元；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 305.28 亿元，净利润 8.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 49.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 -88.54 亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号商住楼 12、13 层；法定代表人：周文。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司已于 2020 年注册了总规模为 120 亿元的公司债券（发改企业债券〔2020〕64 号），本期计划在注册额度内发行“2020 年第一期广西交通投资集团有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 12.50 亿元，债券期限为 5 年。本期债券按年付息，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金全部用于补充流动资金。

三、行业及区域环境分析.

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作

为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、

资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年增加 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 高速公路行业

（1）高速公路行业概况

我国收费公路行业投资增速有所放缓但路网建设仍有一定空间，未来建设重心仍向中西部倾斜，大额投资需求仍将持续。随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

随着路网的日趋完善，我国收费公路行业发展进入平稳发展阶段，2014—2018 年，收费公路里程年均复合增长 0.84%。从各区域收费公路通车里程方面看，截至 2018 年底，西部地区里程数位居第一，达 70,458 公里，其次分别是东部和中部，里程数分别为 49,234 公里和 48,379 公里。新增里程方面，西部地区仍为主要增量区域，其中 2018 年西部地区新增里程数为 2,656 公里，占全国新增里程比重为 61.26%。根据各省市“十三五”规划，截至 2020 年底，全国高速公路里程预计达到约 16.7 万公里，增量主要集中在中西部地区，而东部及中部路网较完善地区则把解决断头路及力争实现县县通高速作为首要目标。根据交通运输部发布的《2018 年交通运输行业发展统计公报》显示，截至 2018 年底，我国高速公路总里程达 14.26 万公里（占收费公路里程的 84.83%），比上年末增加 0.61 万公里，其中国家高速公路 10.55 万公里，比上年末增加 0.33 万公里，我国高速公路通车里程居世界第一。

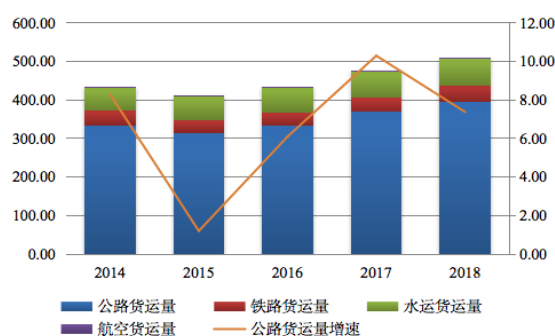
从建设投资支出情况看，截至 2018 年底，我国全年完成公路建设投资 21,335 亿元，较上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成投资 9,972 亿元，较上年增长 7.7%，增速较 2017 年（12.4%）有所下降。2019 年 1—9 月，全国完成公路建设投资 20,242.14 亿元，较上年同期增长 1.89%。由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT¹ 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求，高速公路建设资金主要来自银行贷款。截至 2018 年底，全国高速公路累计债务余额 53,666.19 亿元，较上年增长 7.62%，其中银

¹ BOT 为 build-operate-transfer，即建设-运营-转让。

行贷款余额占 84.55%。

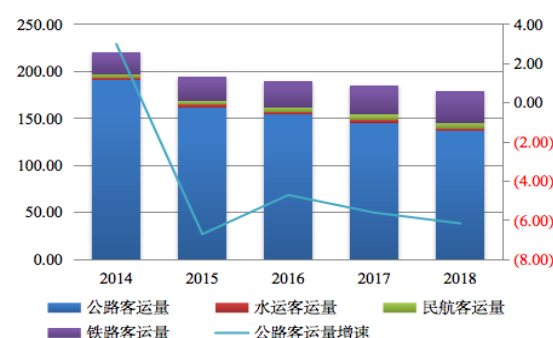
从公路运输情况看，公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，根据《2018 年交通运输行业发展统计公报》显示，2018 年公路运输承担了国内约 78% 的货物运输量和 76% 的旅客运输量。货运方面，受宏观经济增速持续放缓、高铁网联通、“公转铁”及环保政策等因素影响，2014—2018 年国内公路货运量增速波动下降。客运方面，随着铁路网络的扩大，2015 年开始公路客运量出现明显下降，铁路客运周转量已超过公路客运周转量。2019 年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，但降幅有所收窄；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。根据交通运输部公开资料，2019 年，我国公路客运量累计 130.12 亿人，较去年下降 4.8%；旅客周转量 8857.08 亿人公里，较去年下降 4.6%。其中，公路客运量较大的省份包括广东、江苏、河南、贵州省、湖南、浙江、四川等，2019 年客运量均超过 7.2 亿人。

图 1 2014—2018 年我国货物运输情况(单位:亿吨、%)



资料来源：2014—2018 年交通运输行业发展统计公报

图 2 2014—2018 年我国客运运输情况(单位:亿人次、%)



资料来源：2014—2018 年交通运输行业发展统计公报

2019 年，我国公路累计货运量 416.06 亿吨，较上年增长 5.1%；完成货物周转量 74,836.07 亿吨公里，比上年增长 5.0%。其中，公路货运量较大的省份为山东省、广东省、安徽省、河南省、河北省，2019 年货运量均超过 22 亿吨等。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，较去年增长 6.8%，占全国公路货运量的 41.24%。

从通行费收入看，2016—2018 年，我国收费公路高速公路通行费总收入年均复合增长 11.18%。2018 年，我国高速公路实现通行费总收入 5,168.38 亿元，较上年增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占 93.08%。2016—2018 年，我国收费公路高速公路总支出年均复合增长 6.20%。其中，2018 年我国高速公路支出总额 9,025.69 亿元，较上年增长 5.89%。2016—2018 年，我国收费公路高速公路通行费收支缺口波动增长，年均复合增长 0.47%，其中 2018 年我国收费公路高速公路通行费收支缺口 3,857.31 亿元，收支缺口大。

(2) 高速公路行业政策

《交通强国建设纲要》作为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用。相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。此外，新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策的实施，短期内将对高速公路企业经营和财务状况产生较大冲击。

收费公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

近年来，为了降低社会物流成本、减轻企业负担，同时兼顾收费公路行业的收支平衡和收费公路建设的资金保障，我国相继出台了多项相关政策。2018 年 12 月，交通运输部就发布的《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”）公开征求意见，《修订草案》在建设规模、收费期限、费率、补偿机制等方面，都做了新的调整，确认了长期收费原则。具体包括新建高速公路可以突破 30 年收费期；明确现有高速改扩建可延长收费期；确立实施差异化收费以及动态调整机制；经营性高速到期还给政府后，依然实施养护性收费。若《修订草案》审议通过，对于缓解收费公路行业企业偿债压力、促进行业收支平衡和可持续发展等有一定积极意义。

2018 年 6 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，政策明确提出将优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，旨在通过 3 年内（2018—2020 年）大幅减少大气污染、改善环境空气。同年 10 月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》，指出将优化调整货物运输结构，提升铁路货运比例，推动煤炭、矿石等大宗货物运输的“公转铁、公转水”。将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运，不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路，还能够大幅降低物流成本。随着“公转铁”等货运调整政策的发力，公路货运面临一定的分流压力。

表 2 近年来收费公路行业主要政策

政策名称	颁布单位	核心内容及主旨	颁布时间/实施时间
《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	继续完善高速公路网络，加快推进“7118” ² 以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设	2017 年 2 月
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	财政部、交通运输部	要求改变以往政府收费公路“贷款修路、收费还贷”的模式，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金，这将是今后政府修建收费公路解决举债融资问题的唯一渠道	2017 年 7 月
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院	要求优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨（增长 30%）、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨（增长 7.5%）、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标	2018 年 6 月
《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》的通知	国务院办公厅	以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，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，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系	2018 年 10 月
《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见	交通运输部	提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；对投资规模大的经营性高速公路，收费期可以超过 30 年；确立偿债期、经营性、养护期三类收费，并实施差异化收费以及动态调整机制	2018 年 12 月
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	国务院办公厅	力争 2019 年底前基本取消全国高速公路省界收费站；清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见；调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担	2019 年 5 月
《交通强国建设纲要》	中共中央、国务院	要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变” ³ ，到 2020 年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务	2019 年 9 月

² 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线。

³ 三个转变即推动交通发展由追求速度规模向更加注重质量效益转变，由各种交通方式相对独立发展向更加注重一体化融合发展转变，由依靠传统要素驱动向更加注重创新驱动转变。

		务，并将未来发展目标分为两个阶段实现：第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网 ⁴ ”和“两个交通圈 ⁵ ”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国	
《疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费》	交通运输部	免收全国收费公路车辆通行费的时间范围从 2020 年 2 月 17 日零时起，至疫情防控工作结束。具体截止时间，将根据疫情防控工作需要，另行通知。其中，联网收费高速公路以车辆驶离出口收费车道的时间为准，开放式收费的高速公路和普通收费公路以车辆通过收费站的时间为准	2020 年 2 月

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

债务支出压力大，收支缺口大。

收费公路初始投资规模大、投资回收期长、准公共品的特性决定了收费公路行业债务规模大、经营企业资产负债率偏高、收入与支出不匹配情况长期存在的特点。2018 年，收费公路行业收支缺口 4,069.4 亿元，较上年增长 1.1%，收支缺口大。

铁路、航空运输替代效应显著，新投产收费公路路产培育期将更长。

随着全国交通路网的逐渐覆盖完善，各区域铁路、航空等交通网络布局完善，铁路运输等成本及效率更高的运输工具替代效应更加显著，若未来新投产或新建收费公路在通行费方面不能体现出较低成本优势，车流量不达预期，未来新投产或新建路产培育期及投资回收期或将延至更长。

3. 铁路投资建设行业

铁路投资建设行业作为经济社会快速发展和城镇化推进的重要支撑，未来仍存在巨大的发展空间。

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

根据《中国国家铁路集团有限公司 2019 年统计公报》，2019 年国家铁路旅客发送量完成 35.79 亿人，比上年增加 2.61 亿人，增长 7.9%；国家铁路旅客周转量完成 14,529.55 亿人公里，比上年增加 465.56 亿人公里，增长 3.3%。2019 年国家铁路货运总发送量完成 34.40 亿吨，比上年增加 2.50 亿吨，增长 7.8%；国家铁路货运总周转量完成 27,009.55 亿吨公里，比上年增加 1,208.59 亿吨公里，增长 4.7%。

从铁路建设方面看，2019 年，全国铁路固定资产投资完成 8,029 亿元，投产新线 8,489 公里，其中高速铁路 5,474 公里。2019 年底，全国铁路营业里程 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。

（2）运输价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，2016 年第一次下调，幅度为 10%。考虑到铁路货运价格已经转变为政府指导价，并且设置了上下浮机制，可由运输企业根据市场运营情况调节。

依据国家发展改革委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，决定扩

⁴ 三张交通网即发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网。

⁵ 两个交通圈是指围绕国内出行和全球的快货物流建立起来的快速服务体系，即“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”。

大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，并自 2018 年 1 月 1 日起执行。通知明确，铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。铁路货运价格已经开始尝试由政府指导价向运输企业市场化自主定价转变。铁总和下属的铁路局在经营上有了更大的自主权，货运价格在逐步朝市场化靠拢。在现阶段铁路货运需求止跌回升的情况下，运价大面积上调实现的难度较大。

根据国家有关部门通知，中国铁路总公司自 2019 年 4 月 1 日起，下调铁路运输服务增值税税率；同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮，取消翻卸车作业服务费等 6 项杂费，降低货车延期占用费等 4 项收费标准，主动将减税降费效应传递给下游企业，预计每年可向货主和企业让利约 60 亿元。

客运方面，2016 年 2 月国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对在中央管理企业全资及控投铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。制定公布票价应当在售票前对外公告，调整公布票价应当提前 30 天对外公告。2017 年 4 月起，中国铁路总公司对东南沿海高铁开行的时速 200 公里至 250 公里动车组列车的公布票价进行优化调整，沪杭、杭甬段时速 300 公里高铁动车组票价不在调整范围。从上限票价来看，二等座涨幅在 25%~30% 区间，一等座涨幅在 65%~70% 区间。同时，具体票价将根据季节、客流的变化，依据市场供求关系制定。为适应新形势下加强垄断行业监管的新要求，2017 年底国家发展改革委修订了《政府制定价格成本监审办法》，加强垄断行业监管，规范成本监审行为，标志着政府成本监管进入科学监管、制度监管的新阶段，必将对健全政府定价规则、提升政府制定价格的科学性、透彻度发挥重要作用。综合看来，短期内铁路客运主要以提高运输能力运营效率，增加客运量为主要任务，整体票价水平将保持相对稳定，未来还有较大上升空间。

（3）铁路投融资改革

2018 年铁路改革持续推进，并取得实质性进展，主要在铁路土地开发方面和混合所有制改革方面。

铁路土地开发方面，2018 年 4 月广深铁路股份有限公司与广州市土地开发中心等签署《国有土地使用权收储补偿协议》交储面积为 37,116.63 平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，获得一次性补偿款 13.05 亿元；8 月铁总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5,689.37 亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。

混合所有制改革方面，2018 年铁总工作会议确定，将围绕建立现代企业制度，深入推进铁路企业公司制改革，积极推进混合所有制改革，深化铁路分类分层建设，研究出台新建铁路项目吸引社会资本管理办法，推动区域合资公司重组整合和路地股权置换取得新进展。2018 年 6 月，腾讯与浙江吉利控股集团有限公司联合中标动车网络科技有限公司 49% 股权；8 月，中铁顺丰国际快运有限公司成立；同年，铁路总公司还与民航局、招商局集团多部门与集团签订战略合作协议，力推铁路资产全面升级。

4. 区域环境

近年来，广西自治区经济稳步发展，固定资产投资力度不断加大，财政实力进一步增强，高速

公路和铁路投资需求较大，公司外部经营环境良好。

(1) 广西壮族自治区经济概况

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 1,595 千米，是西南地区最便捷的出海通道，在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位，同时也是中国—东盟博览会的举办地。

根据 2017—2019 年《广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，广西自治区分别实现地区生产总值 20,396.25 亿元、20,352.51 亿元和 21,237.14 亿元，按可比价格计算，分别增长 7.3%、6.8% 和 6.0%。2019 年，第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 16.0%、33.3% 和 50.7%，对经济增长的贡献率分别为 15.2%、32.5% 和 52.3%。按常住人口计算，2019 年广西自治区人均地区生产总值 42,964 元，比上年增长 5.1%。

2019 年广西自治区全社会固定资产投资（不含农户）比上年增长 9.5%，其中，第一产业投资下降 17.9%；第二产业投资增长 5.3%，其中工业投资增长 11.1%；第三产业投资增长 11.8%。基础设施投资增长 2.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 24.8%。民间固定资产投资增长 13.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 50.7%。六大高耗能行业投资比上年增长 17.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 8.8%。房地产开发投资 3,814.41 亿元，比上年增长 27.0%。其中住宅投资 982.40 亿元，增长 5.0%；办公楼投资 105.23 亿元，增长 7.3%；商业营业用房投资 321.98 亿元，增长 0.5%。商品房销售面积 6,711.77 万平方米，增长 8.0%，其中住宅 6,076.88 万平方米，增长 8.7%。

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 4,694.70 亿元，比上年增长 14.4%。其中，出口 2,597.15 亿元，增长 19.4%；进口 2,097.56 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 2,334.65 亿元，比上年增长 13.3%。其中，出口 1,402.98 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 5,382.86 亿吨公里，增长 8.0%。全年港口完成货物吞吐量 3.79 亿吨，比上年增长 27.0%，其中外贸货物吞吐量 1.39 亿吨，增长 9.2%。港口集装箱吞吐量 494.68 万标准箱，增长 34.2%。全年全区旅客运输总量 5.0 亿人次，比上年下降 1.4%。旅客运输周转量 817.45 亿人公里，增长 0.1%。年底全区民用汽车保有量 675.72 万辆，比上年底增长 14.5%，其中私人汽车保有量 615.13 万辆，增长 15.3%。轿车保有量 354.21 万辆，增长 17.8%，其中私人轿车 337.55 万辆，增长 18.1%。

2019 年广西自治区财政收入 2,969.22 亿元，比上年增长 6.4%；一般公共预算收入 1,811.89 亿元，增长 7.8%，其中税收收入 1,146.78 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 5,849.02 亿元，比上年增长 10.1%，其中，民生重点领域支出 4,691.59 亿元，增长 9.6%，占一般公共预算支出的比重为 80.2%。

(2) 广西自治区高速公路建设

截至 2019 年底，广西公路总里程 12.78 万公里，比上年底新增 0.24 万公里。其中，高速公路里程 6,026 公里，比上年底新增 463 公里。

2018 年 9 月，《广西高速公路网规划（2018—2030 年）》正式获批，在原规划的基础上新增路

线里程 6,600 公里,改扩建里程 1,400 公里,合计新增建设规模 8,000 公里。高速公路总里程达到 15,200 公里,面积密度将达到 6.4 公里/百平方公里,比原规划的面积密度 3.6 公里/百平方公里提升 78%。

按当前物价水平进行投资规模匡算,2018—2030 年建成规划高速公路网共需资金约 1.16 万亿元(其中,原规划在建高速、未开工的高速公路项目尚需投资约 3,200 亿元;本次规划新增高速公路项目所需建设资金约 8,400 亿元)。建成规划高速公路网共需用地 112 万亩。

规划实施后,形成“1 环 12 横 13 纵 25 联”的高速公路网总体布局。通过与周边高速公路网衔接,形成中南西南地区连接粤港澳大湾区和东盟地区出省出海出边干支结合的高速公路网络。

(3) 广西壮族自治区铁路建设

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

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

2018 年,广西壮族自治区人民政府办公厅印发《广西支持铁路建设促进土地综合开发的若干措施》,提出加强规划引导与管控、合理确定开发边界和规模、加大用地计划指标保障力度、完善土地供应模式、提高土地利用效率、加强服务保障和监管等措施,对促进铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发、支持铁路企业可持续发展、加快推进广西自治区铁路建设等方面具有积极作用。截至 2019 年底,广西自治区铁路营业总里程 5,206 公里,比上年底增加 4 公里。其中,高速铁路营业里程 1,792 公里,广西与周边湘、粤、黔、滇四省全部实现高铁连通。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是广西自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体,行业地位突出。

高速公路方面,公司是广西自治区内主要的高速公路投资建设和运营管理平台。截至 2019 年 9 月底,公司运营收费公路总里程 3,865.61 公里,全部为高速公路,约占广西高速公路收费总里程的 64.66%(剩余的高速公路主要由广西北部湾投资集团有限公司及其他业主管理)。公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分,大部分连接南宁市与其他地级市,线位优势明显,在广西高速公路网中具有重要地位,行业地位突出,在广西高速公路网中居主导地位。

铁路方面,公司子公司广西铁投是广西铁路投资建设责任主体,履行中国国家铁路集团有限公司(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，区域垄断优势突出。

此外，公司依托高速公路及铁路投资与经营业务，同时发展成品油销售、贸易物流、房地产开发、金融等多元化业务，对公司营业收入起到有效的补充作用。

2. 人员素质

公司人员结构合理，高层管理人员专业水平高，行业从业经验丰富，能够满足公司经营发展需要。

截至本报告出具日，公司拥有高级管理人员 11 名，包括党委书记兼董事长 1 人、党委副书记兼副董事长/总经理 1 人、副董事长 1 人，党委副书记兼工会主席 1 人、副总经理 6 人、总会计师 1 人。

周文先生，1963 年生，高级工程师，中共党员，研究生学历；历任广西壮族自治区交通科学研究所副总工程师、副所长、所长、党总支书记，广西新发展交通集团有限公司（以下简称“广西新发展”）总经理、副董事长，五洲交通董事长、总经理，广西国资委副主任、党委委员，广西北部湾开发投资有限责任公司⁶董事、总经理、党委副书记，广西北部湾投资集团有限公司党委书记、董事长、总经理；自 2014 年 12 月起任公司董事长。

王劼耘先生，1966 年 6 月生，教授级高级工程师，大学本科学历，高级管理人员工商管理硕士学位；历任广西交通建设开发公司干部，广西壮族自治区公路管理局第三工程处总监、第二工程处副主任，广西公路桥梁工程总公司第二工程处副处长，广西公路桥梁工程总公司副总工程师、总经理助理，广西新发展总工程师、副董事长、总经理、董事长、党委书记（其间：2006 年 7 月至 2008 年 7 月兼任广西启程高速公路建设有限责任公司董事长），广西壮族自治区交通运输厅总工程师、党组成员、副厅长；自 2020 年起，任公司党委副书记、副董事长、总经理。

景东平先生，1965 年生，硕士研究生学历，高级工程师；历任柳州铁路分局柳州车站团委书记、柳州铁路局局长经济师、南宁铁路局局长经济师、广西沿海铁路股份有限公司董事长；现任广西铁投董事长、党委书记，自 2018 年 9 月起任公司副董事长。

截至 2019 年 9 月底，公司合并口径共有在岗职工 15,974 人。按年龄划分，30 岁及以下占 42.21%，31~50 岁占 49.24%，50 岁以上占 8.55%；按学历构成划分，本科及以上学历占 32.41%，专科学历占 19.44%，中专及以下学历占 48.15%。

3. 外部支持

公司在政策、资金注入、股权划拨及债务置换等方面得到持续的外部支持。

（1）政策支持

2014 年，根据《研究我区重大公路交通项目建设有关问题的纪要》（桂政阅〔2014〕10 号），为整合利用内部资源，优化债务结构，有效防范和化解债务风险，推进广西区域内公路事业发展，广西政府议定如下事项：①在南宁市范围内安排自治区本级国有土地注入公司，土地开发收益用于高速公路建设；②关于安排广西交通投资集团 300 座加油站指标问题，由自治区商务厅负责研究解决；③自治区财政厅要筹措资金，支持安排新开工高速公路的资本金，并根据财力情况安排一定数额资金对公司负责实施的政府还贷高速公路项目给予适当贴息。

铁路方面，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等

⁶ 现已更名为广西北部湾投资集团有限公司

措铁路建设项目资金，其中自治区负责 60%，各市负责 40%。

（2）资金注入

为支持公司发展，缓解交通基础设施建设资金压力，各级政府持续给予公司资金支持，包括车购税、中央专项资金、自治区及地市财政补助、国有资本收益等。2016—2018 年以及 2019 年 1—9 月，公司收到的各项资金合计分别为 43.39 亿元、42.53 亿元、86.23 亿元和 46.58 亿元。

（3）股权划拨

经广西壮族自治区党委、人民政府同意，公司与广西铁投实施战略性重组，广西铁投并入公司；本次战略性重组资产评估日为 2018 年 12 月 31 日，该重组已获得广西国资委批复同意，工商变更登记手续已办理完成。截至 2018 年底，广西铁投资产总额 1,022.56 亿元，所有者权益 404.68 亿元；2018 年，广西铁投实现营业收入 148.81 亿元，利润总额 2.21 亿元。广西铁投是广西铁路投资建设的主要责任主体，其营业收入构成主要为大宗商品贸易、锰矿产品冶炼及销售、房地产和金融业务，广西铁投并入公司使公司增加广西壮族自治区铁路投资建设职能，经营规模和业务范围进一步扩大。

（4）债务置换

截至 2019 年 9 月底，广西壮族自治区财政厅通过发行地方政府债置换公司有息债务合计 412.29 亿元，上述有息债务包含已划转至广西高速公路还贷运营管理中心（以下简称“还贷中心”）的部分，计入公司“长期应付款”科目。目前，地方政府债利息由公司偿付，但政府债券的平均利率明显低于所置换的债务利率，公司通过地方政府债置换降低了资金成本。

五、公司管理

公司法人治理结构较为完善，但存在人员缺位情况，内部组织结构合理，管理制度健全。

1. 公司治理

根据《中华人民共和国公司法》，公司制定了公司章程。根据章程规定，公司设立了党委会、董事会、监事会和经营管理层，建立了较为规范的公司治理架构和治理体系。

公司不设股东会，由出资人广西国资委行使《公司法》规定的有限责任公司股东会职权。

根据公司章程，公司设董事会，董事会成员 5 人，由广西国资委委派，董事任期为每届三年，任期届满，连派连选可以连任。其中，董事会设董事长 1 名，可以设副董事长 1~2 名，董事长因故不能履行职权时，可以指定副董事长履行其职责，副董事长不能履行职责或者不履行职责的，由半数以上董事推选一名董事履行董事长职责。

根据公司章程，公司设监事会，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，监事会成员 5 人，其中职工监事的比例不得低于三分之一，监事会成员由广西国资委委派，但职工监事由公司职工代表大会选举产生，监事会主席由广西国资委在监事会成员中指定。2019 年 1 月，根据《广西壮族自治区机构改革方案》和实施意见精神，国有重点大型企业监事会的职责划入自治区审计厅，不再设立自治区人民政府向自治区直属国有独资及国有控股企业派驻的 6 个监事会，原自治区国有企业监事会不再派驻有关企业，公司监事会主席和监事职务自动解除。截至本报告出具日，公司监事会成员仅包括 2 名职工监事，低于规定人数。

总经理、副总经理、财务负责人、总工程师、总法律顾问为公司高级管理人员，经出资人同意，董事可以受聘兼任高级管理人员。总理由董事会决定聘任或解聘，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。

2. 管理体制

公司本部设办公室、人力资源部、财务部、投资发展部、工程管理部、公路运营部等 20 个职能部门，部门设置合理，部门职责清晰。同时，公司制定了一系列内部管理制度。

资金运行管理方面，公司采用收支两条线和集中管理的资金管理原则。财务部是公司资金管理的牵头和协调部门，服从公司发展战略，履行对公司所有资金的计划、筹集、管理、调拨、协调和监督职责。财务结算中心具体负责公司资金集中管理、内部资金融通和资金使用监督管理等工作，服从公司发展战略，根据公司融资和用款需求，负责公司的资金调拨和安排工作。根据公司融资需求，按照公司的计划对存款资源进行合理调配；负责公司资金动态监管工作，保障资金运行安全。

融资管理方面，财务部根据公司投资和经营计划筹集资金，并进行融资管理。经公司批准，各成员单位可利用自身信用对外融资，主要包括贷款、票据、保函、信用证、担保、同业拆借以及资本市场债务融资等方式。公司财务部根据年度经营计划 and 公司实际需求，汇总编制年度融资计划，提交公司董事会审议通过后执行。

结算管理制度方面，财务公司负责开展成员单位资金结算业务，公司财务部及各成员单位积极配合财务公司开展资金结算业务。各成员单位对提交的结算资料的合法合规性、真实完整性负责。公司向各成员单位拨付资金，需完成相关审批流程。公司向各成员单位拨付工程款及经批复的预算内经费，由公司财务部审核，公司财务分管领导审批后拨付。超预算的工程款及经费需经集团公司有关部门、有关分管领导、总经理、董事长审批后拨付。各成员单位在办理资金支付时，必须严格遵守公司及财务公司关于资金支付审批流程的各项规定，同时建立和完善本单位内部审批流程，按照内部控制的要求进行合理授权。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事高速公路、铁路的投资建设和运营管理，同时开展成品油销售、商贸物流及其他业务。近年来，公司通行费收入持续增长，且对公司利润的贡献突出；成品油销售和商贸物流收入规模较大但利润水平较低；广西铁投并入后，公司收入规模得到明显提升。

2018 年 12 月 31 日，广西铁投纳入公司合并报表范围，由于采用非同一控制下企业合并，广西铁投 2018 年度营业收入未合并至公司利润表。

从收入构成来看，2016—2018 年，公司主营业务收入持续增长。商贸物流为公司收入的最主要来源；受部分路段正式运营及车流量自然增长等影响，公司通行费收入持续增长；受成品油市场需求及油品价格波动影响，公司成品油销量收入波动中有所增长；公司其他业务收入主要来自房地产、金融业务带来的利息以及手续费和佣金收入等，其他业务收入持续增长，但整体规模相对较小。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	46.88	27.32	61.90	59.88	28.83	59.31	70.22	27.23	55.35	65.84	22.17	57.04
成品油销售	37.84	22.05	7.61	46.63	22.45	9.26	44.71	17.34	9.28	36.44	12.27	10.47
商贸物流	78.09	45.50	1.49	92.00	44.30	2.45	131.14	50.85	2.41	174.42	58.74	4.84
其他收入	8.80	5.13	38.44	9.18	4.42	44.37	11.84	4.59	38.95	20.23	6.81	43.90
合计	171.60	100.00	21.23	207.69	100.00	22.22	257.92	100.00	19.69	296.93	100.00	19.77

资料来源：公司提供

从毛利率看，公司通行费板块对公司整体毛利率贡献最大，2016—2018 年通行费板块毛利率分别为 61.90%、59.31%和 55.35%，利润水平较高。商贸物流板块对收入贡献高、但毛利率水平较低，拉低了公司的整体毛利率。2016—2018 年，公司主营业务毛利率分别为 21.23%、22.22%和 19.69%。

2019 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 296.93 亿元，相当于 2018 年全年的 115.12%，主要系将广西铁投纳入合并范围所致，各业务收入占比受此影响有所变化。2019 年 1—9 月，公司主营业务综合毛利率为 19.77%，较 2018 年略有上升。其中，商贸物流毛利率为 4.84%，较 2018 年增加 2.43 个百分点，主要系合并广西铁投的商贸物流业务毛利率较高所致。

2. 业务运营

(1) 公路建设、经营与管理

受益于新路段投产以及车流量的培育，公司管理运营的收费公路在收费里程、日均通行量和通行费收入等方面均保持增长；公司处于试运营期间的路产规模较大，未来正式运营后对公司营业收入的增长形成有力支撑。公司在建及拟建项目投资规模大，未来仍面临较大的投融资压力。但高速公路培育期较长，项目投资效益的实现具有一定的滞后性。受新型冠状病毒疫情影响，收费公路免收通行费时间大幅延长，短期内公司通行费收入将有所下降。

公司主要从事高速公路建设、运营与管理等业务，通行费收入主要来自公司直接运营的高速公路、子公司五洲交通经营的高速公路和一级公路、其他子公司所经营管理的高速公路所产生的通行费收入。

收费公路管理模式

公司所辖高速公路均采用联网收费方式，各收费站点每天将通行费上缴至广西壮族自治区高速公路联网收费管理中心（以下简称“联网收费管理中心”）的结算账户，联网收费管理中心对各收费路段通行费每三天进行清分和结算后将资金划转给各联网收费公路经营业主作为通行费收入。

收费公路运营情况

近年来，公司经营管理的收费公路里程不断增长，截至 2019 年 9 月底，公司运营收费公路总里程 3,865.61 公里（含试运营路段），全部为高速公路，约占广西高速公路收费总里程的 64.66%。公司主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，连接南宁市与其他地级市，线路优势明显，在广西高速公路网中具有主导地位。

表 4 公司运营管理收费公路情况明细（单位：公里、亿元）

路段名称	所属高速	路产性质	收费里程	通行费收入			
				2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
灵川至临桂	泉南高速 G72	收费还贷	23.28	0.59	0.76	0.89	0.70
南宁至坛洛	南宁绕城高速 G7201	收费还贷	59.01	2.49	2.86	3.61	2.47
南宁至钦州（南间）路三岸至良庆段	兰海高速 G75	收费还贷	--	0.40	0.00	0.00	0.00
柳州至小平阳	泉南高速 G72	收费还贷	108.47	4.47	5.06	4.98	0.05
宾阳至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	72.87	4.95	5.45	5.22	0.04
宜州至柳州	汕昆高速 G78	收费还贷	109.60	2.25	2.83	3.08	2.36
都安至南宁	兰海高速 G75	收费还贷	125.81	4.10	4.33	4.59	3.50
黄沙河至全州	泉南高速 G72	收费还贷	23.00	0.47	0.64	0.63	0.55
百色至罗村口	广昆高速 G80	收费还贷	55.53	0.95	0.85	0.82	0.65
南宁至友谊关	南友高速 G72	收费还贷	194.06	3.88	4.50	4.68	3.61

平乐至钟山	汕昆高速 G78	收费还贷	95.87	1.93	1.91	2.76	2.28
雒容至洛满	汕昆高速 G78	经营性	49.00	0.65	0.86	0.99	0.65
金城江至宜州	一级公路	经营性	67.73	0.26	0.28	0.29	0.07
隆林至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	176.87	2.75	3.58	4.43	3.16
宜州至河池	汕昆高速 G78	收费还贷	72.00	0.96	1.23	1.27	1.17
小平阳至宾阳	泉南高速 G72	经营性	29.44	0.90	1.01	0.99	0.24
坛洛至百色	广昆高速 G80	经营性	188.00	7.21	7.87	7.97	6.32
黎塘绕城路段	二级公路	经营性	22.26	0.20	0.21	--	--
贵港绕城路段	二级公路	经营性	21.25	0.31	0.26	--	--
筋竹至岑溪	广昆高速 G80	收费还贷	39.57	1.72	2.03	2.18	1.77
桂林至柳州	泉南高速 G72	经营性	95.93	5.69	6.44	6.29	4.11
钟山至马江	包茂高速 G65	经营性	61.05	0.74	0.81	1.11	0.96
六寨至河池	兰海高速 G75	收费还贷	108.07	2.38	2.52	2.52	2.05
钦州至崇左	合那高速 S60	收费还贷	129.56	2.40	2.96	2.50	2.51
玉林至铁山港	资铁高速 S21	收费还贷	174.46	2.40	3.01	2.88	2.35
六景至钦州	六钦高速 S43	收费还贷	139.13	1.50	1.66	1.29	1.29
河池至都安	兰海高速 G75	收费还贷	92.32	1.66	1.98	1.79	1.33
南宁外环	南宁东外环绕城高速 S5101	收费还贷	81.54	2.12	2.33	3.10	2.02
靖西至那坡	靖那高速 S60	收费还贷	90.42	0.62	0.97	0.86	0.70
百色至靖西	银百高速 G69	收费还贷	97.10	0.84	0.97	0.94	0.88
桂平至来宾	桂来高速 S52	收费还贷	87.54	1.23	1.78	1.63	1.24
来宾至马山	来马高速 S52	收费还贷	114.69	1.63	2.17	2.02	1.40
马山至平果	马平高速 S52	收费还贷	82.47	0.96	1.17	1.14	0.84
柳州至武宣	柳武高速 S31	收费还贷	88.45	2.02	3.01	2.78	2.39
灌阳至（全州）凤凰	厦蓉高速 G76	收费还贷	47.97	0.17	0.24	0.35	0.22
崇左至靖西	合那高速 S60	收费还贷	147.64	0.76	2.01	2.39	2.16
三江至柳州	厦蓉高速 G76	收费还贷	168.73	--	1.46	2.58	1.80
岑溪至水汶	包茂高速 G65	收费还贷	30.72	--	0.39	0.51	0.41
梧州至柳州	包茂高速 G65	收费还贷	212.55	--	0.04	2.39	2.44
柳州至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	252.58	--	--	0.19	11.15
梧州环城	苍龙高速 S42、S4001	收费还贷	56.67	--	--	0.01	0.52
河池至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	179.18	--	--	0.14	1.17
靖西至龙邦	银百高速 G69	收费还贷	28.30	--	--	0.00	0.08
阳朔至鹿寨	汕昆高速 G78	经营性	86.96	--	--	--	0.12
合计			4187.65	68.53	82.47	88.79	73.73

注：1. 2016 年 7 月南宁至钦州（南间）路三岸至良庆段移交至南宁市政府，划转后通行费收入来源于以前年度追逃的通行费收入；2. 金宜路于 2014 年置换于五洲交通后由公司直接运营，2019 年 5 月取消收费；根据相关政策，2018 年黎塘绕城路段、贵港绕城路段 2 条二级公路取消收费；柳州至南宁改扩建后重新核定了收费年限，柳州至小平阳、小平阳至宾阳、宾阳至南宁 3 条路段相应停止收费；3. 隆林至百色、宜州至河池、百色至靖西、六景至钦州港路段于划转至收费还贷中心后，公司以经营租赁方式租回并运营管理，获取通行费收入，产权属于收费还贷中心；4. 处于通车试运营的路段，其通行费收入不计入公司营业收入，直接冲抵在建工程。

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司经营管理的收费公路日均车流量和通行费保持增长，年均复合增长率分别为 14.28%和 13.83%；2018 年分别为 33,5918 辆次和 88.79 亿元。2016—2018 年，公司单公里通行费收入波动中有所增长，分别为 213.19 万元、230.23 万元和 230.84 万元。2019 年 1—9 月，公司日均通行量和通行费收入分别为 329,047 辆次和 73.73 亿元。

表 5 公司经营管理的收费公路基本运营情况（单位：公里、辆次、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
收费总里程	3,214.43	3,582.12	3,846.38	3,865.61
日均通行量	257,200	272,222	335,918	329,047
通行费收入	68.53	82.47	88.79	73.73

注：1. 公司经营管理的路段包含划转至收费还贷中心路段；2. 上表路段统计口径包含正式运营和试运营路段
资料来源：公司提供

高速公路具有投资规模大、建设周期长的特点，在交工验收后一般会存在 2~3 年试运营期间，试运营期纳入高速公路运营期，公司收取通行费，但不确认营业收入，直接冲抵在建工程余额，在试运营期结束后由项目法人申请组织竣工验收，公司开始确认通行费收入。

近年来，公司处于正式运营路段不断增加，截至 2019 年 9 月底正式运营的收费里程 3,102.50 公里。2016—2018 年，受正式运营的路段里程增加以及车流量自然增长等因素影响，公司正式运营收费公路日均车流量和通行费保持增长，年均复合增长率分别为 19.02%和 22.39%；2018 年分别为 283,176 辆次和 70.22 亿元。2019 年 1—9 月，正式运营的路段车流量和通行费收入分别为 292,783 辆次和 65.84 亿元，较上年同期水平有所增长。

表 6 公司正式运营收费公路基本运营情况（单位：公里、辆次、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
收费总里程	1,661.10	2,061.72	2,601.48	3,102.50
日均通行量	199,891	2,149,38	283,176	292,783
通行费收入	46.88	59.88	70.22	65.84

资料来源：公司提供

近年来，公司下辖试运营高速公路项目逐步完成竣工结算，并投入正式运营，2016—2018 年，公司试运营路段收费里程年均复合下降 10.48%，2018 年底为 1,244.90 公里。受此影响，2016—2018 年，公司试运营路段日均通行量和通行费收入分别年均复合下降 4.07%和 8.21%；2018 年分别为 52,742 辆次和 18.57 亿元。从单公里通行费角度考虑，2018 年试运营路段单公里通行费收入为 149.17 万元/公里，略高于 2017 年的 148.57 万元/公里，较正式运营路段的 269.92 万元/公里有较大差距。

表 7 公司试运营收费公路基本运营情况（单位：公里、辆次、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
收费总里程	1,553.33	1,520.40	1,244.90	763.11
日均通行量	57,309	57,284	52,742	36,264
通行费收入	21.65	22.59	18.57	7.89

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，随着部分路产正式运营，公司试运营路段收费里程为 763.11 公里，较 2018 年底下降 38.70%；2019 年 1—9 月，日均车流量和通行费收入分别为 36,264 辆次和 7.89 亿元。

受新冠病毒疫情影响，交通运输部发布通知，自 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费，该政策短期内对公司通行费收入造成较大冲击。为有效应对疫情影响，保障自治区重大交通项目建设顺利推进，截至评级报告出具日，公司已收到自治区财政厅拨付的 2020 年一季度公路通行费减免补助资金 13 亿元，有效缓解了新冠病毒疫情对公司高速公路运营产生的影响。

公路管养

公司经营的高速公路日常小修保养工程是在公路运营部指导和监督下由各运营子公司具体负责实施；路政管理由广西壮族自治区高速公路管理局负责。2016—2018 年以及 2019 年 1—9，公司公路管养支出分别为 10.58 亿元、11.22 亿元、14.50 亿元和 12.48 亿元。公司大修支出通过在建工程反映。

收费期限

公司运营高速公路的整体剩余经营期限较长，截至 2019 年 9 月底，未来三年内公司预计将有 2 条收费路段收费权到期。未来随部分经营路段收费权到期，公司通行费收入稳定性或将受到一定影响，但随着在建及拟建高速公路竣工投产，以及未来新收费公路管理条例的出台，部分路段未来存在收费期延长的可能性，对于保障公司通行费收入具有一定利好。

表 8 截至 2019 年 9 月底公司未来三年内收费权到期的公路明细（单位：年）

序号	路段	所属高速	收费年限	收费起始日期	收费截止日期	运营方式	公路性质
1	灵川至临桂	泉南高速 G72	20	2000.05.10	2020.05.09	直接运营	收费还贷
2	宜州至柳州	汕昆高速 G78	20	2000.12.30	2020.12.29	直接运营	收费还贷

资料来源：公司提供

路产移交

根据《广西壮族自治区人民政府关于成立广西高速公路还贷运营管理中心有关事项的批复》（桂政函〔2014〕197 号），广西政府授权公司将其下 26 个政府还贷高速公路项目划转至广西高速公路还贷运营管理中心（以下简称“还贷中心”），划转后的路产所有权全部转移至还贷中心，广西政府授权公司对还贷中心进行经营管理及监督，还贷中心对划入的高速公路项目履行后续的偿债责任。公司可向政府申请将其中运营效益欠佳路段进行划转，批复中未对划转时间做出明确规定，划转事项由公司根据自身经营情况、盈利情况等合理安排、逐步推进。涉及划转的 26 条公路项目预计总投资 2,123.68 亿元，涉及主线规模 2,938.26 公里，具体划转高速公路情况见附件 2。截至 2019 年 9 月底，隆林至百色、宜州至河池路段、百色至靖西高速公路和六景至钦州港高速公路相关资产已完成划转，所划转资产总额 323.13 亿元、权益总额 39.95 亿元。

路产划转事项将影响公司的资产及权益规模，为避免短期内将 26 条路产全部划转的极端情况，维护债券持有人权益，公司已就划转项目做出承诺：在债券存续期间，公司会在综合考虑债权人利益和公司整体资产规模及盈利能力的情况下，本着优化公司资产质量和财务结构的原则，合理安排划转时间和划转的公路，逐步推进划转工作，每年划转的高速公路项目净资产不超过公司上一年度末净资产的 10%，且两年累计划转项目净资产不超过公司上一年度末净资产的 10%；确保上述划转事项不会对公司整体资产规模、盈利能力产生重大不利影响。

公司高速公路对外划转事宜将对公司资产和权益规模产生一定影响，但公司已完成资产移交的路产均处于亏损状态，划转事项对公司盈利水平呈正面影响。

在建项目

公司在建高速项目资金来源主要由资本金、银行贷款、自筹资金组成。其中，资本金通常占比 20%~35%（包括中央车辆购置税专项资金和各级地市财政出资部分），自筹资金主要为公开市场发行债券和银行借贷取得的资金。

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建高速公路项目共 11 个，建设里程合计 1,006.90 公里，计划总投资额合计 1,124.85 亿元，已累计完成投资 410.40 亿元，尚需投资 714.45 亿元。

表 9 截至 2019 年 9 月底公司主要在建高速公路情况（单位：公里、亿元、%）

项目名称	路产性质	计划通车时间	里程	计划总投资	资本金比例	已投资金额
乐业至百色	收费还贷	2020 年	154.57	190.79	27.00	167.89
崇左至水口	收费还贷	2020 年	94.13	60.01	25.00	54.39
松旺至铁山港	收费还贷	2020 年	21.44	18.15	30.00	10.01
泉南高速那容至南宁东收费站改扩建工程	收费还贷	2019 年	3.88	4.47	100.00	4.29
南宁绕城高速西段玉洞至安吉改扩建工程	--	2020 年	44.75	6.24	75.00	5.75
宜州高速公路宜州收费站及山湾互通立交改扩建工程	--	2019 年	--	0.56	100.00	0.18
荔浦至玉林	收费还贷	2020 年	261.74	230.59	35.00	105.08
柳州经合山至南宁	收费还贷	2020 年	199.26	207.49	25.00	35.36
桂林至柳州	经营性	2022 年	95.69	129.09	25.00	23.20
南丹至下老	经营性	2022 年	105.85	224.31	20.00	2.70
南宁沙井至吴圩公路项目	收费还贷	2022 年	25.60	53.15	20.00	1.56
合计			1,006.90	1,124.85	--	410.40

注：1.实际通车时间受天气及广西地质条件及政府部门征地拆迁进度多方影响；2.公司于 2018 年 5 月与广西阳鹿高速公路有限公司（以下简称“阳鹿公司”）管理人签订重整投资合同，公司作为阳鹿公司重整投资人，以现金 10 亿元注入阳鹿公司并在承担银行债务后，取得阳鹿公司 100%股权

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司纳入规划的拟建项目为桂林至柳州高速公路改扩建项目，建设里程 101.50 公里，计划总投资 136.00 亿元。

（2）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，公司融资压力较大。

铁路投资建设业务由子公司广西铁投负责，公司作为广西壮族自治区唯一从事铁路投资、建设和管理的专业性投资公司，受自治区政府的委托，通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，在中国铁路总公司与广西壮族自治区合资建设的铁路项目中履行广西方产权代表的权利和义务。公司负责使用和管理自治区投入铁路建设发展的各项资金，并筹措自治区暂时未出资到位的部分铁路建设资金，按照中国铁路总公司投资计划和项目建设进度划拨给各铁路项目公司，项目公司再下拨给项目建设施工单位；铁路项目收益分配则采用按持股比例分配，公司根据协议委派高级管理人员作为铁路项目公司高管，参与铁路项目公司的管理工作。

经广西壮族自治区人民政府第十一届 72 次常务会议审议通过，并由自治区财政厅、自治区铁路建设办公室、自治区国土资源厅联合出台了“桂财建（2011）9 号”文件，按照“谁受益、谁负担”的原则，由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措铁路建设项目资本金。其中，自治区负责 60%，各市负责 40%。

表 10 截至 2019 年 9 月底公司下属 10 家合资铁路项目公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	公司持股比例	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	32.88	39.64	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49.00	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.19	23.40	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	54.17	23.18	云桂公司

贵广铁路有限责任公司	20.00	2.07	贵广公司
广西梧州新港铁路投资有限公司	1.56	60.00	新港公司
广西南崇铁路有限责任公司	5.00	60.00	南崇公司
广西南玉铁路有限公司	5.00	60.00	南玉公司

注：1. 合资项目公司拥有的完工铁路项目，在公司合并报表中体现为“可供出售金融资产”；合资铁路公司拥有的在建铁路项目，出资在“在建工程”科目中体现，账面余额为公司对该铁路项目的累计出资额，最终公司持股比例待项目完工后确定；2. 云桂公司注册资本为实际已出资额，持股比例为章程约定值，目前尚未完成工商变更手续
 资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司下属合资铁路项目公司 10 家，已有沿海铁路扩能南宁至钦州北段、沿海铁路扩能钦州北至北海段、沿海铁路扩能钦州北至防城港段等 19 条铁路项目完工投入运营。梧州赤水铁路专用线为连接梧州港的货运支线，2017 年和 2018 年分别取得货运收入 0.03 亿元和 0.40 亿元；其他铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益，截至 2019 年 9 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 11 截至 2019 年 9 月底公司已建成铁路情况（单位：亿元）

序号	铁路项目名称	项目总投资	项目资本金	广西方出资	公司累计出资
1	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	49.00	45.59
2	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	18.00	23.84
3	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.79
4	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	120.75	58.68	53.69
5	湘桂扩能柳州至南宁段	230.00	115.00	51.74	56.35
6	广西沿海铁路南宁至钦州北段扩能改造	97.60	48.80	23.91	23.90
7	钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段	4.62	1.90	4.62	4.04
8	新建德保至靖西铁路	13.78	6.89	3.05	2.90
9	新建田东至德保铁路	15.60	7.80	4.35	2.01
10	广西沿海铁路钦州北至北海段扩能改造	80.10	40.05	16.05	16.05
11	广西沿海铁路钦州北至防城港段扩能改造	49.90	24.95	10.58	12.23
12	新建南宁至黎塘铁路	192.00	96.00	54.10	40.89
13	新建云桂铁路	894.81	447.41	37.90	62.38
14	广西沿海铁路黎塘北至钦州段扩能改造	35.66	17.83	7.81	8.74
15	新建玉林至铁山港铁路	48.52	24.26	12.77	11.89
16	梧州赤水铁路专用线	5.60	2.69	5.60	2.56
17	柳州至南宁段电气化改造工程	15.00	7.50	1.00	0.61
18	黎湛铁路电气化改造工程	34.16	8.96	12.94	12.32
19	南昆铁路南宁至百色段增建二线工程	98.83	34.60	12.45	12.62
合计		3437.78	1641.53	393.15	401.40

注：公司一般在铁路项目建设竣工后，根据中国铁路总公司与地方实际投入情况核定对项目公司的持股比例，一个项目公司可能是多条（段）铁路的业主；由于项目建设实施过程中发生变化，部分项目广西方计划出资额与公司实际出资额存在差异
 资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 9 月底，公司在建铁路项目共计 7 个，计划总投资 1,565.76 亿元，其中广西方计划出资 704.83 亿元，公司已累计出资 112.96 亿元。2019 年 10—12 月、2020 年以及 2021 年，公司分别计划出资 42.27 亿元、143.12 亿元和 170.42 亿元。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司在建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

序号	在建项目名称	计划总投资	广西方出资	公司累计出资	公司未来出资计划		
					2019 年 10—12 月	2020 年	2021 年
1	新建合浦至湛江铁路	172.00	15.60	1.00	--	1.00	5.00
2	柳州站站房扩建工程	21.50	13.70	3.00	--	--	--
3	新建贵阳至南宁铁路	757.60	130.00	61.08	11.61	35.00	22.36
4	新建南宁至崇左铁路	222.93	222.93	32.84	23.33	40.00	50.00
5	新建防城港至东兴铁路	64.80	39.10	7.09	3.95	15.00	13.06
6	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	5.50	2.50	0.88	2.12	--
7	新建南宁至玉林铁路	278.00	278.00	5.50	2.50	50.00	80.00
合计		1,565.76	704.83	112.96	42.27	143.12	170.42

注：柳州火车站扩建工程已确定由柳州市出资建设，公司不承担该项目未来的投资；新建南宁至崇左铁路、新建南宁至玉林铁路均由公司主导投资建设，纳入公司合并范围，未来将通过客运收入平衡项目投资，具体运营模式尚未确定

资料来源：公司提供

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 4,081.99 亿元，其中广西方出资 1,410.69 亿元，公司 2020—2022 年分别计划出资 4.00 亿元、38.00 亿元和 70.79 亿元。

（3）成品油销售

公司成品油销售的利润主要来自购销差价，近年来受市场需求及价格波动影响成品油销售收入有所波动，但受益于公司对成本控制工作效果的显现，毛利率呈上升趋势。

公司成品油销售业务收入主要来源于公司全资子公司广西交通实业有限公司（以下简称“实业公司”）和广西交通投资集团石油销售有限公司，截至 2019 年 9 月底，实业公司从事油品销售的 2 家控股子公司为广西高速石化有限公司和广西通祥石油有限公司，实业公司对其的持股比例均为 51.00%。同时，实业公司参股 3 家从事油品销售的公司，分别为广西百祥石油有限公司、广西辉煌交通石化有限公司和中海油广西能源有限公司，实业公司的持股比例分别为 40.00%、29.50%和 45.00%。截至 2019 年 9 月底，公司共有加油站 178 座，其中在运营 164 座，在建 14 座。在运营的加油站中，2 家控股子公司经营合计 87 座，3 家参股子公司经营加油点合计 64 座，自营加油站 13 座。

公司成品油销售业务的盈利模式是从中石化、中石油按大区调拨价购进油品，按国家发改委规定的批发价格销售给下游客户，赚取中间差价。受成品油市场需求及价格波动影响，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司成品油销售收入有所波动，分别为 37.84 亿元、46.63 亿元、44.71 亿元和 36.44 亿元。受益于公司对该板块成本控制工作效果的显现，以及在 2016 年公司改进与中央企业的合作模式，取得了“外采、调价、补差”的突破，外采成本低于成品油地区调拨价，成品油板块毛利率呈上升趋势，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月分别为 7.61%、9.26%、9.28%和 10.47%。

（4）商贸物流

公司商贸物流板块收入规模较大，但毛利率较低。同时，联合评级也关注到商贸物流业务易受宏观经济及大宗商品市场价格波动影响，公司商贸物流业务未来经营情况或将面临一定不确定性。

公司商贸物流业务收入主要来自实业公司、广西铁投、五洲交通、广西交投商贸有限公司、广西五洲国通投资有限公司和中港投资有限公司，经营产品主要是钢材、沥青等大宗建材和石化、煤炭、矿产品等。受公司业务特性影响，公司自建高速公路所需钢材、沥青等原材料规模较大，依照量大价优原则从供货商采购获得优惠价格，公司将优惠价格取得的商品进行销售，赚取差价。结算方面，公司商贸物流采购和销售的结算方式均采用现金或者票据形式，结算周期一般在三个月以内，

结算效率较高。

2016—2018 年，受宏观经济及大宗商品市场价格波动影响，公司商贸物流收入持续增长，分别为 78.09 亿元、92.00 亿元和 131.14 亿元；毛利率维持在 2% 左右，处于较低水平。

2019 年 1—9 月，公司实现商贸物流收入 174.42 亿元，相当于 2018 年全年的 133.00%，毛利率为 4.84%，较 2018 年增加 2.43 个百分点，主要系合并广西铁投的商贸物流业务毛利率较高所致。

(5) 其他业务

房地产

公司房地产业务回款情况尚可，但未来所需投资额度较大，存在较大资金需求。

公司房地产业务主要广西铁投子公司广西地产集团有限公司（以下简称“地产集团”）、五洲交通、广西三祺投资有限公司（以下简称“三祺公司”）和广西交投物流发展有限公司负责。2016—2018 年以及 2019 年 1—9 月，公司房地产收入分别为 6.80 亿元、6.42 亿元、8.05 亿元和 8.43 亿元。

表 13 截至 2019 年 9 月底公司主要在售房地产项目情况表（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	项目地	可售面积	已售面积	总投资	已投资	已销售额	累计回款
广西金桥国际农产品批发市场	商业办公	广西南宁	14.75	11.41	15.65	13.80	7.63	7.38
五洲国际	商业住宅	广西南宁	8.60	8.30	3.80	3.80	7.96	7.92
五洲·半岛阳光	商业住宅	广西百色	16.82	14.51	13.00	10.05	5.38	4.74
九个半岛/交投产阳光阿尔勒 100	住宅	广西武鸣	49.16	44.80	26.10	19.50	22.19	21.05
三祺·长岛花园/境东十里	住宅	广西钦州	11.85	8.39	34.80	9.32	3.14	2.28
梧州三祺城	住宅	广西梧州	39.60	15.00	53.32	29.95	7.66	6.85
三祺·澜湖国际	住宅	广西桂林	20.39	10.25	11.00	7.07	4.60	4.13
润和春天	商业、住宅	广西来宾	6.83	4.77	2.12	2.10	1.60	1.55
柳源居	商业、住宅	广西柳州	2.93	0.88	1.68	0.88	0.54	0.30
金悦澜湾	商业、住宅、配套用房	广西南宁	20.64	20.30	28.00	19.27	16.04	15.82
东盟（南宁）国际汽车文化产业园房地产项目	办公、商业、住宅等	广西南宁	27.41	20.43	53.80	18.49	20.92	15.42
玉林绿地城（通洲、通兴、通和）	办公、商业、住宅等	广西玉林	47.81	33.42	60.00	19.34	19.18	13.62
合计	--	--	266.79	192.46	303.27	153.57	116.84	101.06

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司主要房地产在售项目共有南宁金桥农产品批发市场、五洲·半岛阳光、梧州三祺城等 12 个，可售面积合计 266.79 万平方米，已售面积合计 192.46 万平方米；总投资合计 303.27 亿元，已实现销售额 116.84 亿元，累计回款 101.06 亿元，回款情况尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司在建房地产项目包括在售的五洲·半岛阳光、梧州三祺城等 10 个项目以及尚未销售的五象新区集团南宁总部基地、三祺和顺园 2 个项目，总投资额合计 304.33 亿元，已完成投资 144.53 亿元，未来尚需投资 159.80 亿元。公司房地产业务未来所需投资额度较大，存在较大资金需求。

3. 未来发展

未来五年，公司计划形成以高速公路、铁路等交通基础设施投融资为主，高速公路、铁路、金融等多个业务板块共同发展的局面，构筑广西高速公路、铁路网络，引领区域产业转型升级，打造

全区经济发展新引擎。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年度财务报表进行了审计，并对 2016 年审计报告出具了带有强调事项段的无保留意见审计报告，对 2017 年审计报告出具了标准无保留意见的审计报告；容诚会计师事务所（特殊普通合伙）⁷对 2018 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告；公司提供的 2019 年前三季度财务报表未经审计。

2016 年强调事项为：截至 2016 年底公司应收账款、其他应收款以及发放贷款和垫款科目中涉及纠纷或诉讼的应收款项共计 84 笔，账面余额合计 16.99 亿元，已计提坏账准备 9.61 亿元，账面价值 7.38 亿元。该强调事项的影响在 2017 年度已经消除。

截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 84 家。2017 年，公司合并范围新增子公司 4 家，减少子公司 1 家，新增和减少子公司规模均不大；2018 年，公司报表合并范围新增 6 家子公司，减少 1 家子公司，其中新纳入合并范围的广西铁投规模较大，其通过非同一控制下企业合并纳入合并范围，2018 年公司资产负债表大部分科目同比变动较大原因主要系纳入广西铁投所致。2019 年 1—9 月，公司合并范围新增 7 家子公司，规模均不大。

2. 资产质量

随着广西铁投的并入以及新建高速公路项目投入增加，公司资产规模增长明显；公司资产以在建和已建成高速公路和铁路为主，资产流动性弱；公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，且存在一定的回收风险。同时，收费还贷类高速公路资产的划出将导致公司的资产及权益规模下降，联合评级将继续关注后续路产划转事项。

2016—2018 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 30.95%。截至 2018 年底，公司资产总额较年初增长 58.29%，主要系合并广西铁投及高速公路投资增加所致。公司资产中流动资产占 19.09%，非流动资产占 80.91%，公司资产结构以非流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		年均复合增长率	2019 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
货币资金	94.60	4.47	83.77	3.65	243.07	6.70	60.29	162.53	4.24
应收账款	18.93	0.89	18.25	0.80	38.64	1.06	42.87	38.95	5.95
预付款项	5.40	0.25	3.71	0.16	22.33	0.62	103.41	23.40	0.61
其他应收款	77.36	3.65	66.53	2.90	185.24	5.10	54.74	222.07	5.79
存货	82.11	3.88	92.18	4.02	174.86	4.82	45.93	157.92	4.12
流动资产	285.15	13.47	281.93	12.29	692.86	19.09	55.88	654.20	17.06
可供出售金融资产	0.11	0.90	2.04	0.09	460.67	12.69	6,366.14	548.11	14.30
固定资产	368.83	17.42	503.86	21.97	843.22	23.23	51.20	1,014.22	26.45
在建工程	1,241.57	58.63	1,279.55	55.80	1,187.74	32.72	-2.19	1,177.16	30.70
无形资产	109.46	5.17	113.72	4.96	178.09	4.91	27.56	189.51	4.94

⁷ 系由华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）更名而来

非流动资产	1,832.56	86.53	2,011.35	87.71	2,937.07	80.91	26.60	3,179.81	82.94
资产总额	2,117.71	100.00	2,293.28	100.00	3,629.93	100.00	30.92	3,834.02	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合评级整理

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 46.80%。截至 2018 年底，公司流动资产较年初增长 145.76%；流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2016—2018 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 60.29%。截至 2018 年底，公司货币资金较年初增长 190.18%，其中银行存款占 97.79%；公司货币资金中包括受限资金 12.04 亿元，占货币资金的 4.95%，对其使用效率影响较小，受限货币资金主要是存放于中央银行的法定存款准备金和银行承兑汇票保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 40.43 亿元，其中应收账款 38.64 亿元，主要以贸易业务应收货款为主。2018 年底，公司应收账款账面余额 44.80 亿元，共计提坏账准备 6.15 亿元，计提比例为 13.73%。从集中度来看，欠款单位前 5 名金额合计 16.70 亿元，占应收账款的 37.27%，集中度较低。整体看，公司应收账款欠款单位主要为下游地产、商贸类企业，受宏观经济影响较大，应收账款存在一定的回收风险。

2016—2018 年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长 103.41%。截至 2017 年底，公司预付款项较年初有所下降，主要系公司于 2017 年将原在“预付款项”列报的预付工程款、征地拆迁款等调整至“其他非流动资产”所致。截至 2018 年底，公司预付款项较年初大幅增长，主要系广西铁投大宗贸易业务商品购销所产生的预付款项；从账龄看，1 年以内的占 50.25%，1~2 年的占 37.25%，2~3 年的占 3.03%，3 年以上的占 9.47%，部分预付款项账龄较长，对资金形成占用。

2016—2018 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 55.67%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 226.98 亿元，由于诉讼、纠纷或预计无法收回等原因共计提坏账准备 41.74 亿元，计提比例为 18.39%。公司其他应收款欠款单位前 5 名合计占其他应收款总额的 64.19%，集中度高。总体看，公司其他应收款规模大，对公司资金占用明显，并存在一定回收风险。

表 15 截至 2018 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	账龄	坏账准备
广西高速公路还贷运营管理中心	往来款	99.62	43.89	1 年以内 60.36 亿元，1~2 年 13.46 亿元，2~3 年 25.81 亿元	--
茂名市世和城建房地产开发有限公司	借款及利息	17.17	7.57	2~3 年 12.16 亿元，3~4 年 5.01 亿元	0.20
广西荔浦中荔物资贸易有限公司	材料款	11.45	5.05	5 年以上	11.45
广西阳鹿高速公路有限公司管理人	破产重整资金	10.01	4.41	1 年以内	--
桂林朔方物资贸易有限公司	材料款	7.43	3.27	5 年以上	7.43
合计	--	145.69	64.19	--	19.08

注：截至 2018 年底，公司向广西高速公路还贷运营管理中心划转隆林至百色、宜州至河池、百色至靖西、六景至钦州港四条高速公路，由于尚未获得部分债权人同意划转债务的答复，根据统借统还原则，公司将相应债权挂账对还贷中心的其他应收款

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长 45.93%。2018 年底，公司存货账面原值 180.06 亿元，主要以房地产开发成本（占 81.39%）、库存商品（占 7.82%）和房地产开发产品（占 6.26%）为主，公司对存货中原材料、在产品、库存商品、房地产开发成本及产品合计计提跌价准备 5.21 亿元，存货账面价值 174.86 亿元。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 27.90%。截至 2018 年底，公司非流动资产较年初增长 46.02%，主要系可供出售金融资产、固定资产、无形资产和其他非流动资产增长所致。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产较年初大幅增长，主要系广西铁投出资的已完工铁路项目。受铁路行业体制管理影响，广西铁路项目建成后由南宁铁路局统一运营管理，广西铁投对合资铁路公司不具有控制权，根据国家会计准则规定，已完工铁路的“在建工程”账面价值须以成本法核算并转入“可供出售金融资产”科目。

2016—2018 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 14.86%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 45.84 亿元，较年初增长 19.52%。公司固定资产以高速公路资产为主，2016—2018 年持续增长，年均复合增长 51.20%，主要系高速公路项目完工由在建工程转入所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 947.52 亿元，以公路及构筑物（880.84 亿元）为主，固定资产累计折旧 104.27 亿元，成新率为 87.78%，成新度高；固定资产账面价值 843.22 亿元，较年初增长 67.33%，主要系河池至都安、来宾至马山等高速公路项目转固所致。

2016—2018 年，公司在建工程波动中有所下降，年均复合下降 2.19%。截至 2018 年底，公司在建工程 1187.74 亿元，较年初下降 7.18%，主要系高速公路项目完工转入固定资产所致。公司在建工程以公路和铁路建设工程为主，分别占 85.15%和 11.58%。

2016—2018 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 27.56%。截至 2018 年底，公司无形资产 178.09 亿元，较年初增长 56.61%，主要系公路土地使用权增加及合并广西铁投下属子公司采矿权所致；无形资产主要由土地使用权（占 66.97%）、桂柳路特许经营权（占 7.37%）、BOT 特许经营权（占 12.03%）和采矿权（占 13.29%）构成；无形资产累计摊销金额为 30.92 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 264.31%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 143.33 亿元，较年初增长 285.43%，主要系预付工程款、预付土地出让金、预付征地拆迁款和委托贷款增加所致；其他非流动资产主要由预付工程款（57.97 亿元）、预付土地出让金（11.39 亿元）、预付征地拆迁款（13.79 亿元）和委托贷款（35.67 亿元）构成。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 41.53 亿元，其中受限货币资金 12.04 亿元，用于借款抵押的存货、固定资产和投资性房地产分别为 4.43 亿元 0.78 亿元和 24.28 亿元。此外，公司将在建和已运营的部分高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，截至 2018 年底公司长期借款中，质押借款的账面余额为 1,097.67 亿元，质押借款余额高，若未来债务无法偿付，相关公路收费权可能面临被处置的风险。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额较年初增长 5.62%，其中流动资产占 17.06%。公司流动资产较年初下降 5.58%，主要系货币资金下降所致；非流动资产较年初增长 8.27%，主要系公路和铁路项目投入增长所致。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

受合并广西铁投影响，2018 年公司债务规模大幅增长，整体债务负担较重。随着投资项目的推进，公司资本支出压力较大，预计未来债务负担将进一步加重。

2016—2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 27.30%。截至 2018 年底，公司负债总额 2,416.53 亿元，较年初增长 47.67%；其中，流动负债占 19.81%，非流动负债占 80.18%，公司负

债结构以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 33.68%。截至 2018 年底，公司流动负债 479.05 亿元，较年初增长 93.20%；公司流动负债主要由短期借款（占 14.51%）、应付票据及应付账款（占 9.69%）、预收款项（占 7.84%）、其他应付款（占 27.14%）、一年内到期的非流动负债（占 26.27%）和其他流动负债（占 11.76%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 17.65%。截至 2018 年底，公司短期借款 69.47 亿元，较年初增长 120.89%，以信用借款（占 83.00%）为主。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 46.40 亿元，其中应付账款 35.98 亿元，较年初增长 28.82%，应付账款主要是未结算支付的工程款和货款，其中账龄 1 年以内的占 89.02%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 7.12%。截至 2018 年底，公司其他应付款 129.94 亿元，较年初增长 27.61%，主要系往来款增加所致。其中账龄超过 1 年的重要其他应付款账面价值合计 67.82 亿元，主要为项目合作款、未到质保期的质保金等。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 149.00%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 125.78 亿元，较年初大幅增加 62.10 亿元，主要系长期借款和应付债券即将到期转入所致。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 28.48%。截至 2018 年底，公司其他流动负债 56.30 亿元，较年初大幅增长，为公司 2018 年发行的合计 55.00 亿元超短期融资券。

2016—2018 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 25.86%。截至 2018 年底，公司非流动负债 1937.48 亿元，较年初增长 39.54%；非流动负债主要由长期借款（占 65.73%）、应付债券（占 13.79%）和长期应付款（占 18.08%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 14.14%。截至 2018 年底，公司长期借款 1,273.43 亿元，较年初增长 24.81%，以质押借款为主。

2016—2018 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 59.92%。截至 2018 年底，公司应付债券 267.15 亿元，较年初增长 133.34%，主要系 2018 年新发行公司债券、中期票据及将广西铁投的应付债券纳入合并所致。

2016—2018 年，公司长期应付款持续增长，年均复合增长 63.10%。截至 2018 年底，公司长期应付款 350.27 亿元，较年初增长 42.50%，主要系新增政府收费公路专项债券及将广西铁投的政府铁路专项债券纳入合并所致；公司长期应付款主要为广西交通厅—亚洲开发银行贷款、国债转贷资金、广西财政厅的债务置换款、政府收费公路专项债券、政府铁路专项债券等。公司对上述债务负有利息偿付责任，本报告将其调整为有息债务核算。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 2,579.61 亿元，较年初增长 6.75%。其中，流动负债占比为 21.29%，非流动负债占比为 78.69%，负债结构较 2018 年底变化不大。

图3 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及2019年三季报，联合评级整理

图4 公司负债及债务结构（单位：%）



资料来源：公司审计报告及2019年三季报，联合评级整理

有息债务方面，2016—2018年，公司债务规模持续增长，年均复合增长27.44%。截至2018年底，公司全部债务2,148.81亿元，较年初增长45.40%，主要系合并广西铁投所致；其中短期债务和长期债务分别占12.16%和87.84%。2019年9月底，公司全部债务2,287.93亿元，较年初增长6.47%，其中短期债务和长期债务占比分别为13.27%和86.73%。

从债务指标看，2016—2018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波动中有所下降，截至2018年底分别为66.57%、63.91%和60.87%，较年初均有所下降；截至2019年9月底，上述三项指标分别为67.28%、64.59%和61.27%，较年初略有上升。公司整体债务负担较重。

（2）所有者权益

广西铁投的无偿划入使公司资本公积大幅增加；公司持续获得较高金额的中央车购税、高速公路及铁路项目资本金等，资本实力不断充实。

2016—2018年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长39.26%。2018年底，公司所有者权益1213.40亿元，较年初增长84.74%，主要系资本公积增加所致；其中，实收资本占24.72%，资本公积占53.56%，其他权益工具占1.24%，盈余公积占0.51%，未分配利润占2.46%，少数股东权益占17.47%。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性良好。

2016—2018年，公司资本公积持续增长，年均复合增长72.23%。截至2018年底，公司资本公积649.86亿元，较年初增加424.77亿元，其中无偿取得广西铁投100%股权增加资本公积342.98亿元、收到车购税资金66.71亿元、收到广西壮族自治区财政厅拨入的南玉高铁、新柳南高速公路项目资本金9.00亿元，资本公积减少主要系无偿划转出六景至钦州港、百色至靖西高速公路减少资本公积15.72亿元。截至2018年底，公司未分配利润29.79亿元，较年初增长4.60%，主要来自本年利润的结转。

2019年9月底，公司所有者权益1254.41亿元，较年初增长3.38%，主要来自资本公积的增加。2019年9月底，公司资本公积692.51亿元，较年初增长6.56%，主要系收到车购税资金和政府资本金出资所致。

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长，期间费用及资产减值损失对利润造成侵蚀，投资收益对公司利润形成补充。考虑到公司未来计划将处于亏损状态的高速公路划出，公司盈利能力有望得以提升。

商贸物流、成品油销售及通行费收入是公司收入的主要来源。2016—2018年，公司营业收入持

续增长，年均复合增长 22.36%。2018 年，公司实现营业总收入 263.15 亿元，同比增长 24.64%，主要系商贸物流和通行费收入增长所致；营业成本为 209.78 亿元，同比增长 28.20%，营业收入增幅低于营业成本增幅，营业利润率为 19.70%，同比减少 1.92 个百分点。

随着公司业务规模扩大，公司融资规模快速增长，拉动期间费用显著增长。2016—2018 年，公司期间费用分别为 23.63 亿元、28.51 亿元和 40.50 亿元，分别占营业收入的 13.45%、13.50%和 15.39%。整体看，公司期间费用对营业收入形成一定的侵蚀，公司对期间费用控制力度有待加强。

2016—2018 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长 3.21%。2018 年，公司实现利润总额 12.43 亿元，同比增长 5.90%。2018 年，公司确认资产减值损失 4.14 亿元，同比大幅下降，主要来自坏账损失（1.82 亿元）、存货跌价损失（1.53 亿元）和贷款减值损失（0.72 亿元）；公允价值变动收益为-0.38 亿元，主要系投资性房地产公允价值下降所致；投资收益为 4.82 亿元，同比增长 169.52%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益以及处置长期股权投资产生的投资收益。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资本收益率波动中有所下降，净资产收益率持续下降，2018 年分别为 1.26%和 0.74%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 305.28 亿元，相当于 2018 年全年的 116.01%；营业利润率为 21.05%，较 2018 年有所上升；期间费用 63.50 亿元，其他收益 5.44 亿元，投资收益 8.55 亿元，利润总额 14.51 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流入规模保持增长，收入实现质量较好，但公司投资规模大，对外融资需求较大。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
经营活动现金流入量	225.13	255.19	328.98	379.28
经营活动现金流出量	196.10	223.33	279.55	329.47
经营活动净现金流	29.04	31.87	49.43	49.80
投资活动净现金流	-185.96	-208.70	-180.99	-220.79
筹资活动净现金流	166.25	164.10	284.34	82.25
现金收入比	109.86	103.52	109.83	109.37

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季报，联合评级整理

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量保持稳定增长，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，2018 年为 289.01 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为质保金、押金及往来款，三年年均复合增长 11.79%，2018 年为 39.97 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2018 年为 219.39 亿元；同期，公司支付的其他与经营活动有关的现金持续增长，2018 年为 36.09 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额维持净流入状态且持续增长，现金收入比保持稳定且均高于 100%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2016—2018 年公司投资活动现金流入量波动较大，分别为 32.12 亿元、16.92 亿元和 35.49 亿元，以公司收回投资收到现金为主。公司投资建设高速公路项目较多，投资活动现金流出规模较大，2018 年为 216.48 亿元，同比下降 4.05%，主要系合并广西铁投带入货币资金，造成取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为-113.95 亿元所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流呈净流出状态。

从筹资活动来看，公司主要通过银行借款及发行债券获得现金，筹资活动现金流出则主要用于偿还债务。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额呈净流入状态。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流入 379.28 亿元，经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 49.80 亿元、-220.79 亿元和 82.25 亿元。2019 年 1—9 月，公司现金收入比为 109.37%，较 2018 年变化不大。

6. 偿债能力

公司存在一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司作为广西壮族自治区重要的高速公路和铁路投资主体，在政策、资金注入、股权划拨及债务置换等方面得到政府的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均波动中有所上升，截至 2018 年底分别为 1.45 倍和 1.08 倍；截至 2019 年 9 月底，上述两项指标分别为 1.19 倍和 0.90 倍，公司现金短期债务比为 0.55 倍。公司存在一定的短期偿债压力。

表 17 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.06	1.14	1.45	1.19
速动比率	0.76	0.77	1.08	0.90
现金短期债务比	0.89	0.88	0.94	0.55
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.56	0.81	0.81	--
EBITDA 全部债务比	0.03	0.04	0.03	--

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季报，联合评级整理

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 40.61 亿元、52.29 亿元和 61.32 亿元，2018 年 EBITDA 由折旧（占 29.08%）、摊销（占 5.54%）、计入财务费用的利息支出（占 45.12%）和利润总额（占 20.26%）构成；同期，公司 EBITDA 利息倍数均低于 1，EBITDA 全部债务比处于较低水平，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较弱。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信总额度 3,534.62 亿元，已使用授信额度 1,618.82 亿元，尚未使用额度为 1,915.80 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司子公司五洲交通为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91450000677715673H），截至 2020 年 2 月 25 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往企业信用记录良好。根据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 3 月 25 日，子公司广西铁投本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往企业信用记录良好。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额 36.07 亿元，担保比率为 2.88%，包括对还贷中心（担保余额 18.43 亿元）和对房地产项目购房业主进行按揭贷款担保（担保余额 17.64 亿元）。还贷中心系自治区政府下属事业单位，负责管理划入政府还贷高速公路资产，整合政府还贷高速公路资源，筹措资金等职能。此外，公司对房地产项目购房业主进行按揭贷款担保，担保期限直至办理完房屋产权证为止。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

截至 2018 年底，公司及下属子公司涉及的主要未决诉讼事项 22 起（均为被告），涉及标的金

额合计 9.94 亿元，主要是阳鹿公司的破产债权确认纠纷以及其他子公司涉及的公司、借款纠纷等。公司未决诉讼事项可能产生一定或有风险。

7. 母公司财务分析

公司资产主要在母公司，母公司权益规模相对较大，债务负担较重，收入主要来源于子公司。

截至 2018 年底，母公司资产总额 2,717.80 亿元，较年初增长 30.19%。其中，流动资产为 1,528.75 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成，非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 1,005.28 亿元，较年初增长 69.35%，主要系合并广西铁投所致。其中，实收资本占 29.84%，资本公积占 62.98%，母公司所有者权益稳定性良好。

截至 2018 年底，母公司负债总额 1,712.53 亿元，较年初增长 14.63%，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。母公司 2018 年底资产负债率为 63.01%，较年初减少 8.55 个百分点，整体债务负担仍较重。

2018 年，母公司营业总收入为 41.01 亿元，营业成本为 23.74 亿元；利润总额为 10.72 亿元，同比增长 3.98%。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 2,991.21 亿元，所有者权益 1,055.09 亿元；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 34.73 亿元，利润总额 16.67 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 12.50 亿元，以最大发行规模 12.50 亿元测算，分别相当于 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 0.63%和 0.55%，本期债券的发行对公司债务影响小。

截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.28%、64.59%和 61.27%。以公司 2019 年 9 月底财务数据为基础，同时将公司 2019 年 9 月后发行且尚存续的 4 期超短期融资券（金额合计 40.00 亿元）以及 2020 年 4 月发行的 5.00 亿元中期票据考虑在内，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 67.77%、65.15%和 61.48%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券的保障能力强。

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 225.13 亿元、255.19 亿元和 328.98 亿元，分别为本期债券拟发行规模 12.50 亿元的 18.01 倍、20.42 倍和 26.32 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为 29.04 亿元、31.87 亿元和 49.43 亿元，分别为本期债券最大发行规模 12.50 亿元的 2.32 倍、2.55 倍和 3.95 倍，公司经营活动现金净流量对本期债券的保障能力强。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 40.61 亿元、52.29 亿元和 61.32 亿元，分别为本期债券最大发行规模 12.50 亿元的 3.25 倍、4.18 倍和 4.91 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保障能力强。

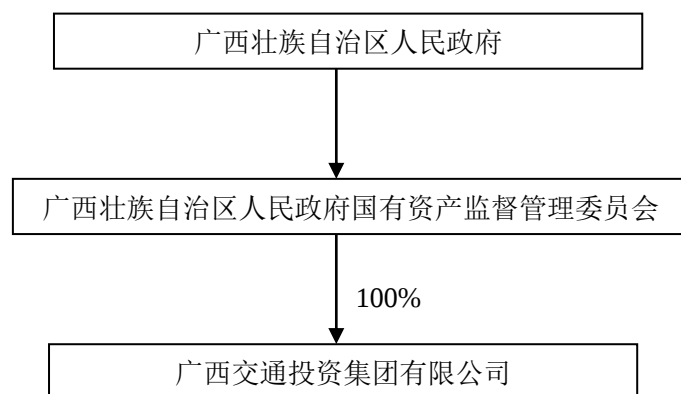
九、综合评价

公司是广西壮族自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体。联合评级对公司的评级反映了其行业地位突出，在政策、资金注入、股权划拨及债务置换等方面得到自治区政府的持续支持；公司经营的高速公路区位优势明显，区域竞争力强，且收费公路里程不断增长，能够为公司提供稳定的现金流，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债券的保障能力强等优势。同时，联合评级也关注到公司部分应收款项回收存在较大不确定性、整体债务负担较重，未来仍有较大规模投资支出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到高速公路路网效应不断提升以及铁路项目未来投资收益，公司未来的营业收入及盈利水平有望提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

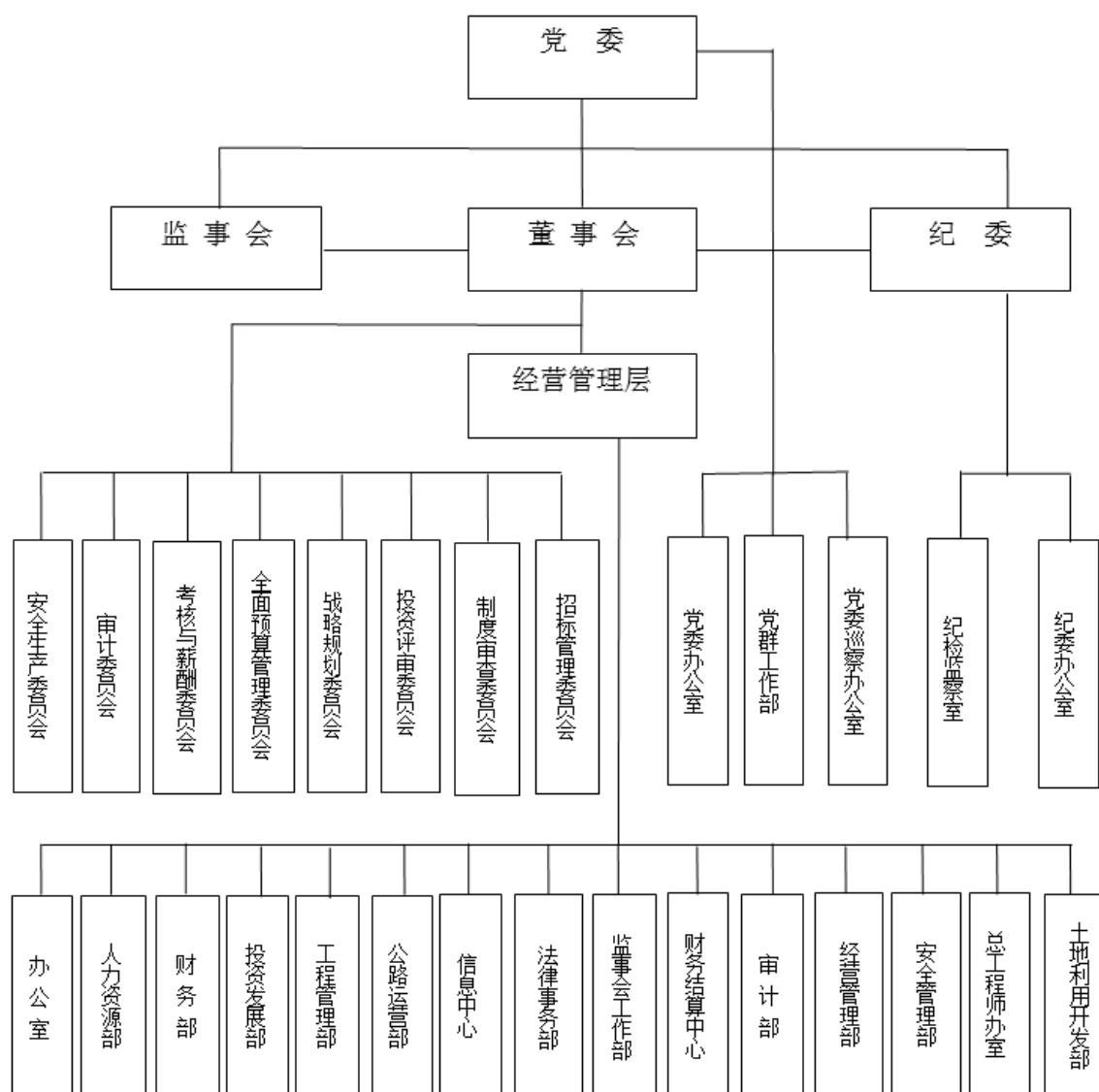
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 广西交通投资集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 广西交通投资集团有限公司组织架构图（截至 2019 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 2 公司拟划转及已划转高速公路项目明细及划转安排

序号	项目名称	里程（公里）	总投资（亿元）	交工年份（年）	划转时间安排
1	隆林至百色	176.87	107.84	2011	已完成
2	宜州至河池	72.00	33.73	2012	已完成
3	六寨至河池	108.07	61.19	2012	尚无确切计划
4	钦州至崇左	129.56	63.80	2013	尚无确切计划
5	玉林至铁山港	174.46	72.41	2013	尚无确切计划
6	六景至钦州	139.13	65.42	2013	已完成
7	南宁外环	81.54	51.86	2014	尚无确切计划
8	河池至都安	92.32	65.56	2014	尚无确切计划
9	桂平至来宾	87.54	45.53	2014	尚无确切计划
10	靖西至那坡	90.42	68.82	2014	尚无确切计划
11	百色至靖西	97.10	73.41	2014	已完成
12	灌阳至凤凰	47.97	30.44	2015	划转事项已经公司董事会审议通过
13	岑溪至水汶	30.72	24.42	2015	划转事项已经公司董事会审议通过
14	来宾至马山	114.69	63.23	2015	尚无确切计划
15	马山至平果	82.47	41.33	2015	尚无确切计划
16	柳州至武宣	88.45	51.01	2015	尚无确切计划
17	三江至柳州	168.73	124.72	2016	划转事项已经公司董事会审议通过
18	崇左至靖西	147.64	118.51	2016	尚无确切计划
19	梧州至柳州	212.55	200.00	2017	尚无确切计划
20	梧州外环	56.67	61.53	2017	尚无确切计划
21	靖西至龙邦	28.30	25.84	2018	尚无确切计划
22	河池至百色	179.18	173.54	2018	尚无确切计划
23	乐业至百色	154.57	190.79	2019	尚无确切计划
24	荔浦至玉林	261.74	230.59	2019	尚无确切计划
25	崇左至水口	94.13	60.01	2019	尚无确切计划
26	松旺至铁山港东岸	21.44	18.15	2019	尚无确切计划
合计		2,938.26	2,123.68	--	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 广西交通投资集团有限公司

主要财务指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	2,117.71	2,293.28	3,629.93	3,834.02
所有者权益（亿元）	626.56	656.81	1,213.40	1,254.41
短期债务（亿元）	106.24	97.26	261.19	303.50
长期债务（亿元）	1,212.22	1,380.56	1,887.62	1,984.44
全部债务（亿元）	1,318.46	1,477.83	2,148.81	2,287.93
营业总收入（亿元）	175.75	211.12	263.15	305.28
净利润（亿元）	6.46	6.69	6.88	8.44
EBITDA（亿元）	39.86	52.29	61.32	--
经营性净现金流（亿元）	29.04	31.87	49.43	49.80
应收账款周转次数（次）	9.61	9.52	7.82	--
存货周转次数（次）	1.73	1.86	1.53	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.10	0.09	--
现金收入比率（%）	109.86	103.52	109.83	109.37
总资本收益率（%）	1.07	1.33	1.26	--
总资产报酬率（%）	1.21	1.46	1.35	--
净资产收益率（%）	1.06	1.04	0.74	--
营业利润率（%）	20.66	21.62	19.70	21.05
费用收入比（%）	13.45	13.50	15.39	20.80
资产负债率（%）	70.41	71.36	66.57	67.28
全部债务资本化比率（%）	67.79	69.23	63.91	64.59
长期债务资本化比率（%）	65.93	67.76	60.87	61.27
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.81	0.81	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.03	--
流动比率（倍）	1.06	1.14	1.45	1.19
速动比率（倍）	0.76	0.77	1.08	0.90
现金短期债务比（倍）	0.89	0.88	0.94	0.55
经营现金流动负债比率（%）	10.83	12.85	10.32	9.06
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.19	4.18	4.91	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 吸收存款及同业存放、其他流动负债中有息部分（短期融资券+超短期融资券）、长期应付款中的亚洲开发银行贷款和国债转贷资金等有息部分已调整至债务核算；3. 2016 年财务数据来自 2017 年度财务报表的期初数或上年同期数据；4. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

附件 3-2 广西交通投资集团有限公司

主要财务指标（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,897.79	2,087.62	2,717.80	2,991.21
所有者权益（亿元）	561.85	593.62	1,005.28	1,055.09
短期债务（亿元）	107.83	89.62	116.25	195.10
长期债务（亿元）	1,132.95	1,280.40	1,401.67	1,499.77
全部债务（亿元）	1,240.78	1,370.02	1,517.93	1,694.87
营业收入（亿元）	31.98	36.51	41.01	34.73
净利润（亿元）	6.96	9.09	9.25	14.59
EBITDA（亿元）	65.72	70.48	78.71	--
经营性净现金流（亿元）	40.00	43.11	48.47	25.59
应收账款周转次数（次）	27.02	17.38	32.55	/
存货周转次数（次）	/	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	/
现金收入比率（%）	86.56	92.50	97.79	91.28
总资本收益率（%）	3.35	3.17	2.95	--
总资产报酬率（%）	3.16	3.06	2.81	--
净资产收益率（%）	1.26	1.57	1.16	--
营业利润率（%）	46.06	44.33	41.20	42.03
费用收入比（%）	29.67	23.15	24.75	25.47
资产负债率（%）	70.39	71.56	63.01	64.73
全部债务资本化比率（%）	68.83	69.77	60.16	58.70
长期债务资本化比率（%）	66.85	68.32	58.23	61.63
EBITDA 利息倍数（倍）	1.34	1.39	1.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05	0.05	--
流动比率（倍）	5.89	6.40	4.96	3.96
速动比率（倍）	5.89	6.40	4.96	3.96
现金短期债务比（倍）	0.35	0.40	0.57	0.25
经营现金流动负债比率（%）	20.12	20.42	15.73	5.90

注：1. 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2019 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 因相关数据未获得，指标用“/”列示；4. 母公司本部短期债务中包含其他应付款和其他流动负债中的有息债务，长期债务中包含长期应付款中的有息债务；5. 2016 年财务数据来自 2017 年度财务报表的期初数或上年同期数据；6. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。